



行业景气较高，个股变革与分化

投资要点

- 业绩概览：**20 年至 21Q1 轻工业绩逐季修复，20 年实现营收 5298.5 亿元 (+3.3%)；归母净利润 340.7 亿元 (+20.9%)。21Q1 营收增长 54.8%，净利润增长 164%。分板块来看，家居 20 年营收+5.8%，净利润+4.1%；Q1 营收+77.8%，净利润 20 亿元(前值-2.3 亿元)。造纸 20 年营收+4%，净利润+12.8%；21Q1 营收+65%，净利润+216%。个护营收+113%，净利润+364%，剔除防疫物资后收入增速约为 20%。
- 家居：景气逐季恢复，零售表现亮眼，个股 α 显著。**整体来看，家居企业业绩修复明显，20Q1/Q2/Q3/Q4/21Q1 家居板块营收增速分别为 -21%/0.4%/26.5%/10.5%/77.8%。其中以欧派、顾家等为代表的家居龙头企业展现出更强韧性，行业内公司恢复节奏呈现差异，分化有所加剧。从近两年家居企业发展来看，一站式设计服务的重要性愈发体现，而这跟企业的供应链能力和信息化水平密不可分，当多品类多产线需要融合，比做单品难度呈指数级上升，因此我们认为家居是个门槛易进，做大实则很难的行业。在面对非标的设计服务时，需要从后端出发将设计服务进行标准化模块化运作，才能在门店大范围复制，保证服务水准。未来家居企业的竞争会更集中在“隐秘的角落”，门店、品类、大家居、渠道能力都离不开后端的供应链重塑，从这个角度出发或能选出行业中的长青企业。具体看，1) 定制家居受渠道分流的影响减弱，大宗业务占比提升，品类扩张顺利的企业更有抗压能力，零售店效提升，同时整装渠道活力展现，预收款 20 年/21Q1 增速分别达到 25.8%和 33.5%，在手订单较为充足。2) 软体家居的赛道优势在疫情后逐渐显现，不受大宗分流影响及电商渠道加码都助力龙头率先复苏，外销在下半年快速放量，但利润贡献有限；龙头加快开店步伐，顾家/敏华 20 年净开店分别达到 300 余家、上千家，渠道红利释放，集中度进一步提升。3) 工程标的继续享受行业红利，成本优势显著的企业率先获益。我们仍然看好精装率提升的趋势，但去年“三道红线”后相关企业的现金流受到影响，回款周期拉长；短期看不排除行业竞争加剧，中长期看具有成本优势的企业仍有突围机会。
- 造纸：纸价反弹，供需双升。**从去年三、四季度开始，纸价呈现底部反弹，浆价反弹晚于纸价，但上涨更为迅速，在浆纸价格上涨下，纸企盈利复苏。造纸板块 20Q1/Q2/Q3/Q4/21Q1 营收增速分别为 -9%/5.5%/7.7%/11.3%/64.5%，归母净利润增速分别为 14.4%/1.1%/8.2%/17%/199%。从涨幅来看文化纸涨幅弱于浆价，但由于大厂的自制浆占比较高，反而成本优势凸显，吨盈利随着浆纸价格齐升。与文化纸不同，白卡价格从去年三季度开始大涨，从 5624 元/吨涨至最新 9716 元/吨，远超历史高位，白卡在各纸种中盈利能力最强。促使白卡价格大涨有两大原因：1) APP 收购博汇后行业集中度快速提升，大厂产业链议价力增强，价格传导更顺利；2) 需求端有白卡替代白板及限塑令下白卡对部分塑料的替代需求产生，需求增量更明显。但是需要注意的是，从未来 3 年角度看，白卡的增量供给将大幅投放。据统计，未来 2-3 年白卡纸新增规划产能预计约 670 万吨，产能脉冲式投放可能造成短期供需不平衡，从而导致价格回落。从吨盈利看，今年是造纸的盈利大年，未来的吨盈利仍存不确定性。

西南证券研究发展中心

分析师：蔡欣
 执业证号：S1250517080002
 电话：023-67511807
 邮箱：cxin@swsc.com.cn

联系人：赵兰亭
 电话：023-67511807
 邮箱：zhl@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	146
行业总市值(亿元)	13,261.17
流通市值(亿元)	13,004.11
行业市盈率 TTM	22.97
沪深 300 市盈率 TTM	13.7

相关研究

- 轻工行业双周报(4.5-4.18):地产竣工、家居社零数据向好,龙头 α 突出 (2021-04-18)
- 轻工行业双周报(3.22-4.4):文化纸小幅提价,家居延续景气 (2021-04-06)
- 轻工行业双周报(3.8-3.21):生活用纸提价转嫁成本压力,家居景气持续上行 (2021-03-22)
- 轻工行业双周报(2.22-3.7):把握家居板块当前投资窗口期 (2021-03-07)
- 轻工行业双周报(2.1-2.21):浆价快速拉涨,继续看好家居造纸两大主线 (2021-02-21)



- **个护：防疫物资销售放量，电商渠道快速增长。**我们将洁柔、百亚、稳健医疗和豪悦护理放在个护板块。整体来看，个护标的 20 年表现亮眼，一是疫情下电商渠道放量弥补了线下的影响；二是上半年防疫物资大量销售，拉高全年业绩。从基数角度而言，20 年受防疫物资大幅利好的企业今年增速表观有所放缓，但中长期我们仍然看好成本控制力强、品牌性突出、渠道有空间的企业，20 年电商渠道上洁柔/百亚/稳健增速分别达到 48%/39%/38%，成为重要拉动。个股方面重点推荐中顺洁柔：1) 区域空白网点仍有扩张空间，随着公司在华东区产能布局逐渐落地，华东、华北将成为公司扩张的重点区域；2) 品类矩阵逐步完善，优化产品结构，高端品占比上升，且推出“太阳”、“朵蕾蜜”等新品牌；3) 经销体系清晰，执行力强，电商渠道进入发力期。同时关注百亚股份和稳健医疗。
- **推荐标的：重点推荐三条主线：**1) 家居趋势继续向好，看好长期 α 显著的标的，推荐欧派家居 (603833)、志邦家居 (603801)、顾家家居 (603816)、敏华控股 (01999)；2) 工程业务保持高增长，精装红利确定性高，推荐江山欧派 (603208)；3) 必选消费品推荐中顺洁柔 (002511)、晨光文具 (603899)。
- **风险提示：**家具企业受地产竣工不及预期影响销售下滑的风险；各类纸品价格出现大幅波动的风险；原材料价格波动的风险；汇率波动的风险；海内外疫情影响扩大的风险。

重点公司盈利预测与评级

代码	名称	当前价格	投资评级	EPS (元)			PE		
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
603833	欧派家居	163.73	买入	3.42	4.35	5.39	48	38	30
603801	志邦家居	47.2	买入	1.77	2.43	3.13	27	19	15
603816	顾家家居	79.9	买入	1.34	2.55	3.07	60	31	26
603208	江山欧派	106	买入	4.05	5.91	7.78	26	18	14
002511	中顺洁柔	30.2	买入	0.69	0.99	1.18	44	31	26
603899	晨光文具	86.97	买入	1.35	1.71	2.14	64	51	41

数据来源：Wind，西南证券

目 录

1 家居：需求超预期复苏，行业格局优化	2
1.1 定制家居：增速分化，企业 α 优势凸显	3
1.2 软体家居：头部企业加速开店，行业格局持续优化.....	10
1.3 工程业务：精装红利仍在，不排除短期竞争加剧可能.....	13
2 造纸：需求回暖，纸价底部反弹至高位	16
3 个护：消费品业务稳定增长，电商渠道发展迅速	21
4 推荐标的	23
5 风险提示	23

图 目 录

图 1: 2020 申万二级行业营收增速	1
图 2: 2020 申万二级归母净利润增速	1
图 3: 2015-2020 申万轻工制造板块营收及净利润增速	1
图 4: 2018Q1-2021Q1 申万轻工制造板块营收及净利润增速	1
图 5: 2015-2020SW 家具板块营收及增速	2
图 6: 2015-2020SW 家具板块归母净利润及增速	2
图 7: 2018Q1-2021Q1 SW 家具板块单季度营收及增速	2
图 8: 2018Q1-2021Q1 SW 家具板块单季度归母净利润及增速	2
图 9: 2020 家居板块龙头公司营收及净利润增速	3
图 10: 2021Q1 家居板块龙头公司营收同比 20 年及 19 年增速	3
图 11: 2020 定制家居公司营收 (亿元) 及增速对比	3
图 12: 2020 定制家居公司净利润 (亿元) 及增速对比	3
图 13: 2019M1-2020M3 商品住宅竣工面积当月值及同比增速	4
图 14: 2019M1-2020M3 商品住宅销售面积当月值及同比增速	4
图 15: 2015-2021Q1 定制家居板块营收及增速变化	4
图 16: 2015-2021Q1 定制家居板块净利润及增速变化	4
图 17: 2019Q1-2021Q1 定制家居板块单季度营收增速	5
图 18: 2019Q1-2021Q1 定制家居板块单季度净利润增速	5
图 19: 2015-2021Q1 定制家居板块毛利率和净利率变化	5
图 20: 2019Q1-2021Q1 定制家居单季度净利率变化	5
图 21: 2015-2020 定制家居板块毛销差变化	6
图 22: 2019Q1-2021Q1 定制家居企业毛销差变化	6
图 23: 2018Q1-2021Q1 定制家居板块预收账款 (亿元)	6
图 24: 2018Q1-2021Q1 定制家居经营性现金流量净额 (亿元)	6
图 25: 2018Q1-2021Q1 定制家具板块应收票据及应收账款	7
图 26: 2018Q1-2021Q1 定制家具板块应收账款周转天数	7
图 27: 2015-2020 定制家具大宗渠道收入规模及占比	8
图 28: 2020 定制家具大宗及零售渠道收入增速对比	8
图 29: 2020 上半年/下半年定制企业大宗收入增速对比	8
图 30: 2020 上半年/下半年定制企业零售收入增速对比	8
图 31: 2016-2020 定制家具公司现存门店数	8
图 32: 定制家具单店收入 (万元)	8
图 33: 2019-2020 欧派和尚品整装收入及占比	9
图 34: 定制家具橱衣柜增速与总收入增速对比	9
图 35: 2015-2020 软体家具营收及增速	10
图 36: 2015-2020 软体家具归母净利润及增速	10
图 37: 2019Q1-2021Q1 软体家具单季度营收及增速	10
图 38: 2019Q1-2021Q1 软体家具单季度净利润及增速	10
图 39: 2015-2020 软体家居毛利率变化	11

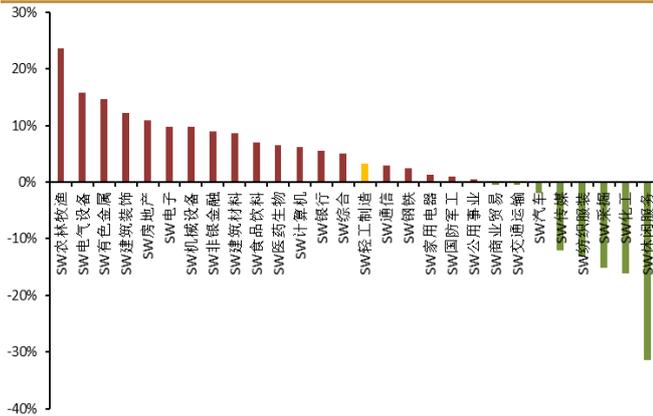
图 40: 2019Q1-2021Q1 软体家居单季度净利率变化	11
图 41: 2015-2021Q1 软体家居板块毛销差变化	11
图 42: 2019Q1-2021Q1 软体家居板块单季度毛销差变化	11
图 43: 2015 至今 TDI/MDI 价格走势 (元/吨)	12
图 44: 全球皮革实际市场价格 (美分/磅)	12
图 45: 2015-2020H1 软体家具线下门店数量	12
图 46: 2017-2020 软体家具门店单店收入	12
图 47: 软体家居上市公司测算市占率	13
图 48: 2017-2020 年精装房开盘套数及同比增速	13
图 49: 2019.9-2021.2 精装房开盘套数及同比增速	13
图 50: 2012-2020TOP5 房企销售面积集中度	14
图 51: 2012-2020TOP10 房企销售面积集中度	14
图 52: 2015-2020 工程标的营收及增速	14
图 53: 2015-2020 工程标的归母净利润及增速	14
图 54: 2019Q1-2021Q1 工程标的季度营收及增速变化	15
图 55: 2019Q1-2021Q1 工程标的季度净利率变化	15
图 56: 2015-2020 工程标的毛利率和净利率情况	15
图 57: 2019Q1-2021Q1 工程标的现金流对比 (亿元)	15
图 58: 2015-2021Q1 工程标的板块毛销差变化	15
图 59: 2019Q1-2021Q1 工程标的板块单季度毛销差变化	15
图 60: 2019Q1-2021Q1 工程标的应收票据和应收账款对比	16
图 61: 2019Q1-2021Q1 工程标的应收账款周转天数	16
图 62: 2015-2020 SW 造纸板块营业收入及增速	16
图 63: 2015-2020 SW 造纸板块净利润及增速	16
图 64: 2019Q1-2021Q1 造纸板块季度营收及增速	17
图 65: 2019Q1-2021Q1 造纸板块季度净利润及增速	17
图 66: 2015-2020H1 造纸板块毛利率和净利率情况	17
图 67: 造纸板块 2015-2020H1 存货及存货周转率变化	17
图 68: 木浆系纸价走势 (元/吨)	18
图 69: 废纸系纸价走势 (元/吨)	18
图 70: 木浆三大港口库存量 (万吨)	18
图 71: 文化纸&白卡纸企业库存量 (万吨)	18
图 72: 2019 年铜版纸产能集中度情况	19
图 73: 2019 年双胶纸产能集中度情况	19
图 74: 金光收购博汇后白卡纸产能集中度情况	19
图 75: 白卡纸企业库存量 (万吨)	19
图 76: 生活用纸价格走势 (元/吨)	20
图 77: 生活用纸企业库存量 (万吨)	20
图 78: 箱板瓦楞纸价格走势 (元/吨)	20
图 79: 箱板瓦楞纸企业库存量 (万吨)	20
图 80: 个护板块 2016-2020 营业收入及增速	21
图 81: 个护板块各公司 2016-2020 归母净利润及增速	21

图 82: 个护板块剔除防疫物资后营业收入及增速	21
图 83: 个护板块各公司 2015-2021Q1 毛利率变动情况	21
图 84: 个护板块各公司 2020Q2-2021Q1 收入增速	22
图 85: 个护板块各公司 2020Q2-2021Q1 归母净利润增速	22
图 86: 个护板块各公司 2015-2021Q1 毛利率变动情况	22
图 87: 个护板块各公司电商渠道营业收入情况	22

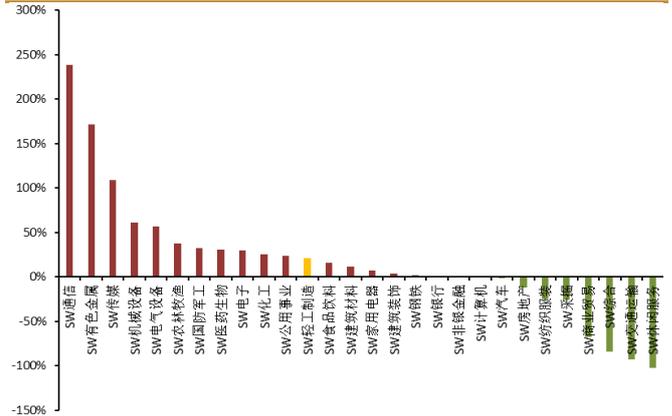
表 目 录

表 1: 定制品牌橱衣柜收入及增速	9
表 2: 顾家和敏华产品系列梳理	13

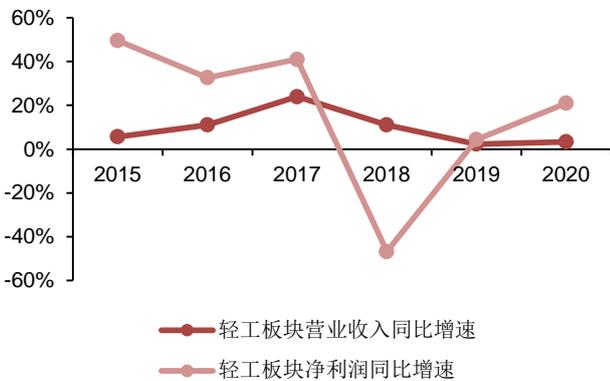
20 年轻工板块业绩逐季修复，21 年 Q1 继续向好：20 年申万轻工板块年初受疫情影响业绩整体承压，Q2 开始呈现逐季修复态势，全年板块实现营收 5298.5 亿元，同比增长 3.3%，营收增速在申万 28 个行业中排名第 15 位；实现归母净利润 340.7 亿元，同比增长 20.9%，归母净利润增速排名第 12 位。分季度来看，Q1/Q2/Q3/Q4 同比增速分别为 -15.8%/+0.2%/+11.8%/+10.2%。利润方面，Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现归母净利润 38.7 亿元（-35.4%）/76.3 亿元（-11.7%）/108.6 亿元（+11.2%）/88.2 亿元（前值-8.4 亿元，主要由于板块中*ST 金洲、*ST 赫美计提大额减值损失）。21 年 Q1 延续增长态势，收入增长 54.8%，净利润增长 164%。

图 1：2020 申万二级行业营收增速


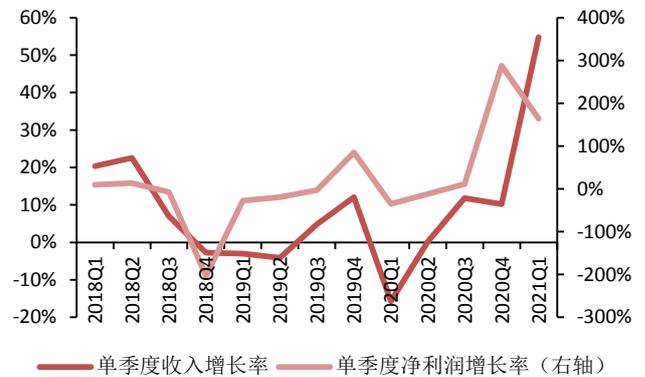
数据来源：WIND，西南证券整理

图 2：2020 申万二级归母净利润增速


数据来源：WIND，西南证券整理

图 3：2015-2020 申万轻工制造板块营收及净利润增速


数据来源：WIND，西南证券整理

图 4：2018Q1-2021Q1 申万轻工制造板块营收及净利润增速


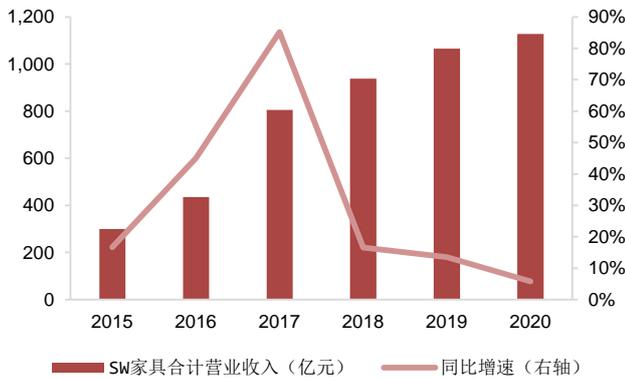
数据来源：WIND，西南证券整理

1 家居：需求超预期复苏，行业格局优化

家居板块业绩回暖，下半年增速维持高位：下半年家居板块复苏明显，2020 年实现营收 1127.7 亿元，同比上升 5.8%，其中 Q1/Q2/Q3/Q4 营收同比增速分别为 -21%/-0.4%/26.5%/10.5%。家居板块营收增速前五的公司分别为乐歌股份、梦百合、恒林股份、江山欧派和永艺股份，增速分别为 98.4%、70.4%、63.3%、48.6%和 40.1%，营收增长较快的公司主要集中在软体、工程和出口板块。家居板块归母净利润为 100.2 亿元，同比上升 4.1%，其中 Q1-Q4 净利润分别为-2.3 亿元/25.9 亿元/39.7 亿元/36.8 亿元，同比增速分别为-116.7%/-6.4%/27.7%/55.9%。21Q1 板块延续增长态势，单季度实现营收 285.9 亿元（+77.8%），净利润 20 亿元（前值-2.3 亿元）。

分子板块看，零售家居企业在下半年修复强劲，龙头体现出更强韧性，分化有所加剧；软体家具头部企业疫情后加速开店实现逆势增长，行业集中度进一步提升；工程企业紧跟房地产复工节奏，继续分享精装红利。

图 5：2015-2020SW 家具板块营收及增速



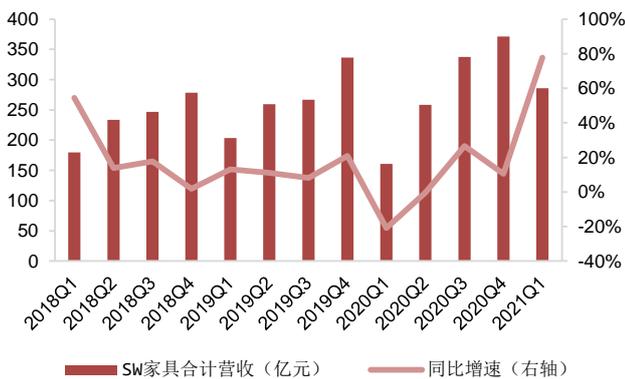
数据来源：WIND，西南证券整理

图 6：2015-2020SW 家具板块归母净利润及增速



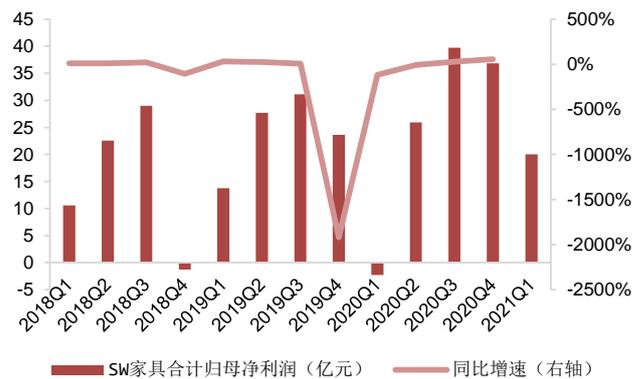
数据来源：WIND，西南证券整理

图 7：2018Q1-2021Q1 SW 家具板块单季度营收及增速

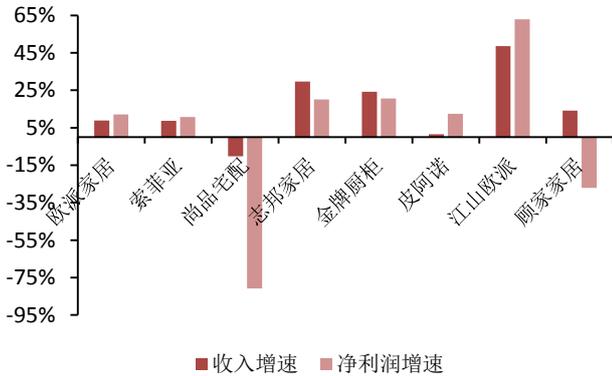


数据来源：WIND，西南证券整理

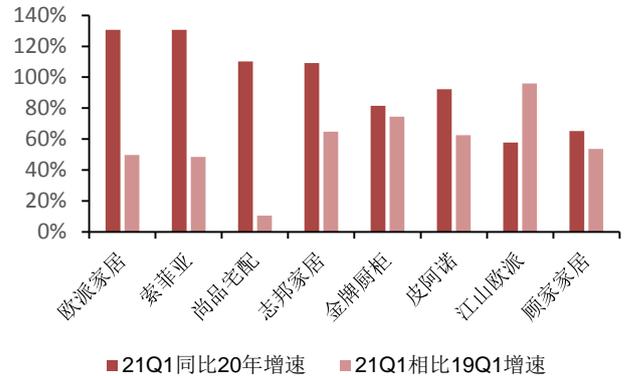
图 8：2018Q1-2021Q1 SW 家具板块单季度归母净利润及增速



数据来源：WIND，西南证券整理

图 9：2020 家居板块龙头公司营收及净利润增速


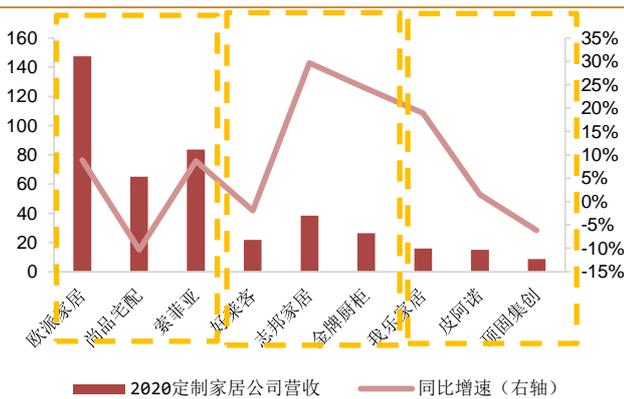
数据来源：WIND, 西南证券整理

图 10：2021Q1 家居板块龙头公司营收同比 20 年及 19 年增速


数据来源：WIND, 西南证券整理

1.1 定制家居：增速分化，企业 α 优势凸显

年报呈现三个主要特征：1) 分标的来看，各公司增速呈现较明显的分化趋势，一线龙头欧派表现出较强的抗风险能力，部分二线标的如志邦业绩弹性显现，疫情后企业间恢复速度的差异体现出过去几年企业在内功积累上的差距在拉大。龙头欧派作为最大营收体量的定制家居公司（比第二名索菲亚营收大 77%），收入增速仍达到了行业平均水平，净利润增速比行业平均更强，体现出行业龙头收入体量远未到天花板，及欧派抗风险能力强，对于不确定因素的反脆弱性更强；2) 分渠道来看，大宗业务较快复苏，零售下半年在中长期竣工回暖的支撑下表现出旺盛需求，21 年有望延续；3) 分品类来看，橱柜零售端依然承压，橱柜联动协同的企业表现出更优秀的业绩。我们选取了行业中定制家居公司作为分析标的，包括欧派家居、尚品宅配、索菲亚、好莱客、志邦家居、金牌橱柜、我乐家居、皮阿诺和顶固集创。

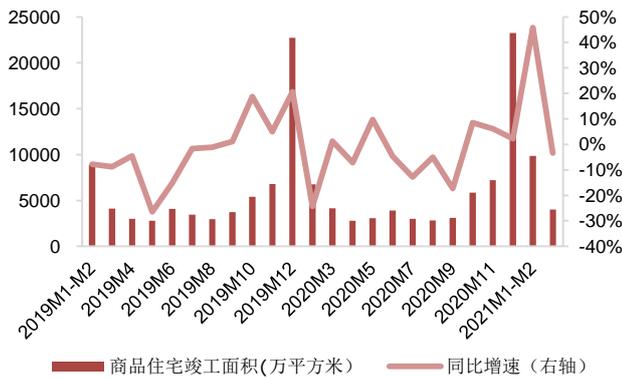
图 11：2020 定制家居公司营收（亿元）及增速对比


数据来源：WIND, 西南证券整理

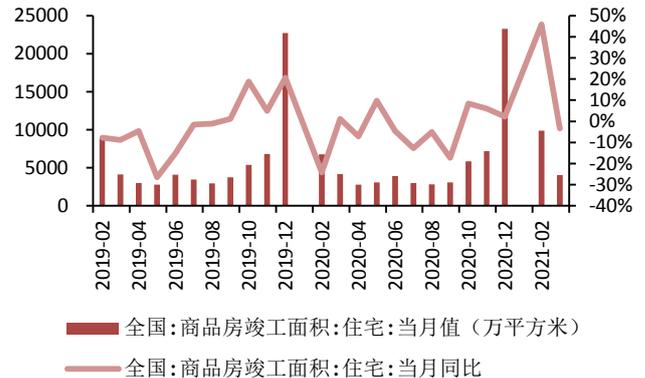
图 12：2020 定制家居公司净利润（亿元）及增速对比


数据来源：WIND, 西南证券整理

疫情不改竣工及家居需求回暖趋势。2019 年下半年竣工进入回暖周期，尽管年内受疫情影响房地产交付有滞后，但伴随地产商复工加速，竣工下半年已有复苏趋势，尤其进入 Q4 后竣工增速保持较高位置。根据统计局数据，2020 年 10-12 月单月竣工增速分别达到 8.5%，6.1%，2.3%。侧面证明下半年定制家居企业收入增速恢复，除了疫情期间积压的需求释放，中长期竣工复苏周期也支撑了需求的提振，21 全年需求增长有望延续。

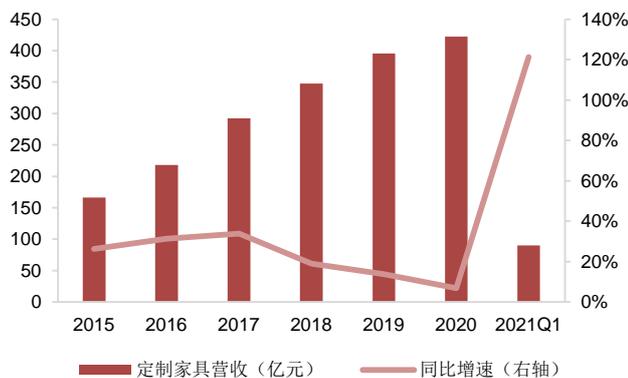
图 13: 2019M1-2020M3 商品住宅竣工面积当月值及同比增速


数据来源: WIND, 西南证券整理

图 14: 2019M1-2020M3 商品住宅销售面积当月值及同比增速


数据来源: WIND, 西南证券整理

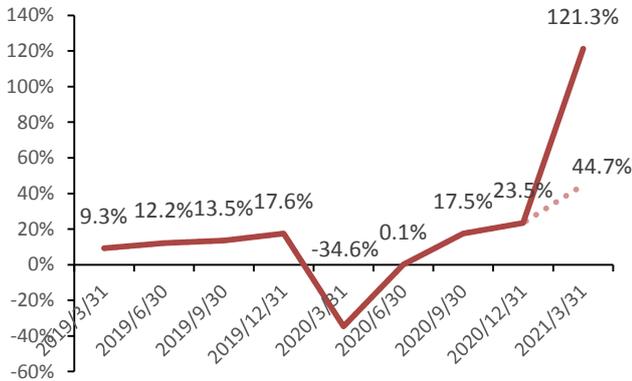
从板块收入表现来看，20 年定制家居板块营业收入整体恢复较快，同比增长 6.8%，较 19 年下降 6.9pp；分季度来看，Q1/Q2/Q3/Q4 定制板块营收增速分别为 -34.6%/+0.1%/+17.5%/+23.5%，收入逐季恢复，Q4 增速达到全年高位。21Q1 板块收入同比增长 121.3%，相比 19 年增长 44.7%，19-21 年复合增速达到 20.3%。

图 15: 2015-2021Q1 定制家居板块营收及增速变化


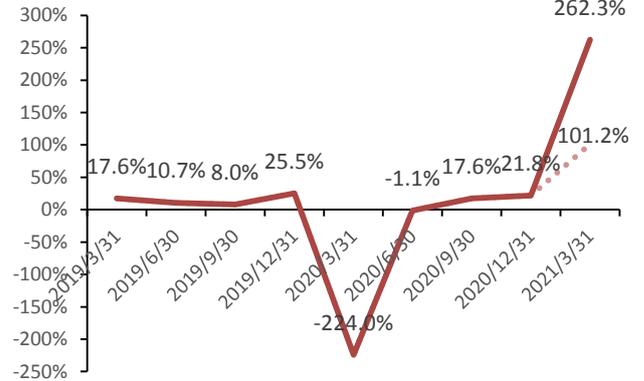
数据来源: WIND, 西南证券整理

图 16: 2015-2021Q1 定制家居板块净利润及增速变化


数据来源: WIND, 西南证券整理

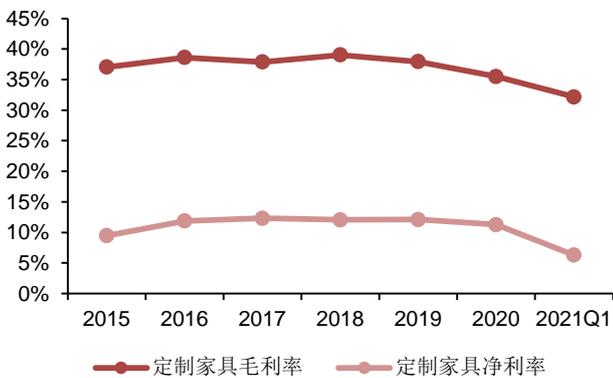
图 17: 2019Q1-2021Q1 定制家居板块单季度营收增速


数据来源: WIND, 西南证券整理

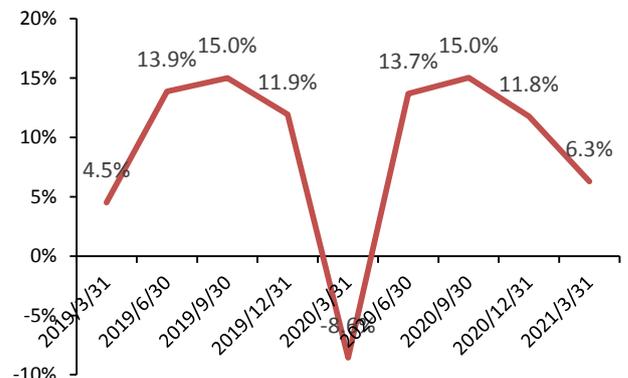
图 18: 2019Q1-2021Q1 定制家居板块单季度净利润增速


数据来源: WIND, 西南证券整理

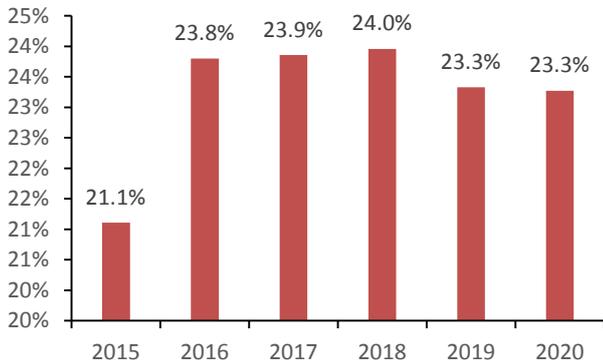
盈利水平企稳回升。定制板块毛利率有所下滑, 主要受到收入准则变化, 运输费从销售费用转为计入营业成本的影响。2020 年整体毛利率为 35.5%, 同比下降 2.4pp; 其中 Q1/Q2/Q3/Q4 毛利率为分别为 30.1%/37.7%/38.6%/32.8%, 分别同比 -6.4pp/-2.2pp/0pp/-3.7pp。从毛销差来看, 20 年定制板块毛销差同比持平, 达到 23.3%, 其中欧派、志邦、金牌、我乐、皮阿诺毛销差同比扩大; 索菲亚同比持平; 尚品、好莱客、顶固毛销差收窄。分季度来看, Q3-Q4 板块毛销差实现同比增长, Q3/Q4 毛销差分别为 27%/23.5%, 同比增长 1.4pp/0.6pp, 表明企业的盈利能力向好。综合来看, 20 定制板块净利率为 11.3%, 同比下降 0.8pp; 其中 Q1-Q4 净利率分别为 -8.6%/13.7%/ 15%/11.8%, Q3、Q4 各公司盈利能力基本恢复至去年平均水平。

图 19: 2015-2021Q1 定制家居板块毛利率和净利率变化


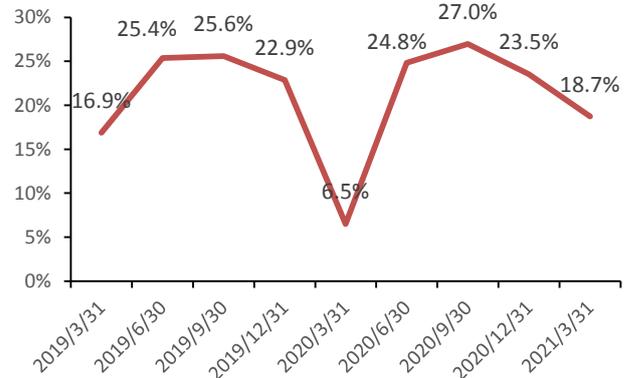
数据来源: WIND, 西南证券整理

图 20: 2019Q1-2021Q1 定制家居单季度净利率变化


数据来源: WIND, 西南证券整理

图 21：2015-2020 定制家居板块毛销差变化


数据来源：WIND，西南证券整理

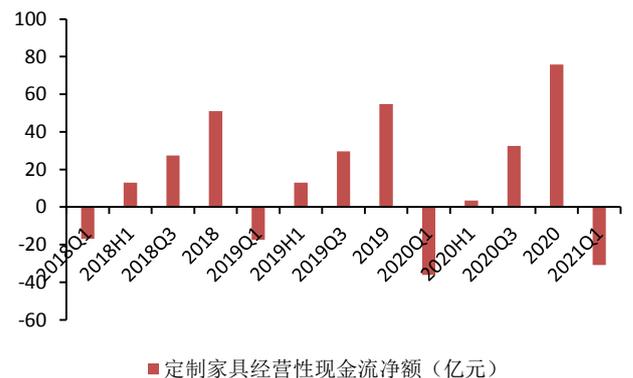
图 22：2019Q1-2021Q1 定制家居企业毛销差变化


数据来源：WIND，西南证券整理

值得注意的是，板块的先行指标预收账款在 20H1-21Q1 实现连续正增长，截至 20 年底板块预收账款为 52.4 亿元，同比增加 25.8%，零售端订单实现较快增长。20 年定制板块经营性现金流净额也达到 75.9 亿元，同比增长 38.6%，企业现金流状况较好。

图 23：2018Q1-2021Q1 定制家居板块预收账款（亿元）

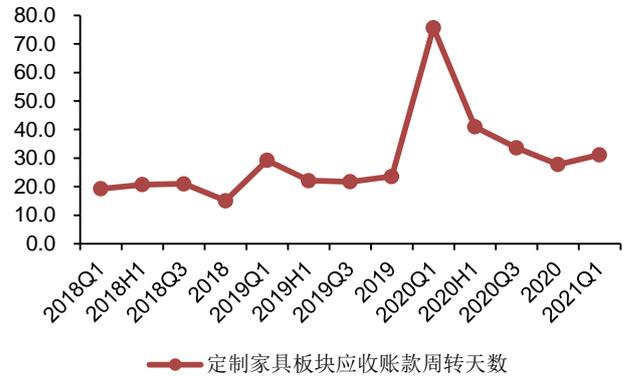

数据来源：WIND，西南证券整理

图 24：2018Q1-2021Q1 定制家居经营性现金流量净额（亿元）


数据来源：WIND，西南证券整理

应收票据及应收账款增长较快。20 年内定制家居板块应收票据及应收账款规模增长较快，截至 20 年底达到 53.8 亿元，同比增长 58.4%，主要由于各定制企业的大宗业务占比有不同程度提升，且由于地产新政出台，地产商现金流相对紧张，导致家居厂商账期有增加。截至 Q1/H1/Q3 应收款周转天数分别为 75.7/40.9/33.6 天，回款能力逐季修复。20 年全年周转天数为 27.7 天，高于 19 年 23.6 天的水平，应收账款周转天数略有增加。

图 25：2018Q1-2021Q1 定制家具板块应收票据及应收账款

图 26：2018Q1-2021Q1 定制家具板块应收账款周转天数


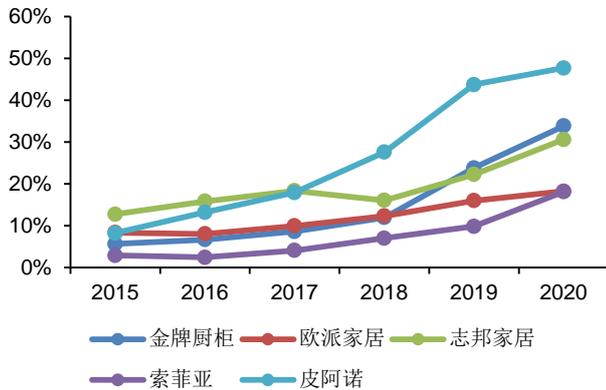
数据来源：WIND，西南证券整理

数据来源：WIND，西南证券整理

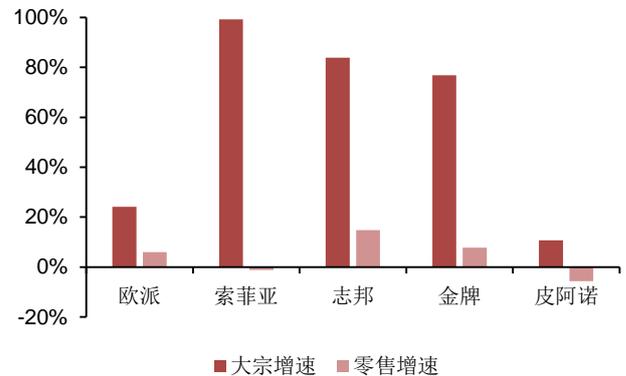
分渠道来看，20 年定制企业的大宗渠道保持高增长，零售端需求体现出较强韧性。

大宗业务方面，越来越多定制企业意识到精装是不可逆的趋势，有影响力的品牌逐渐切入大宗赛道且收入贡献逐渐提升，尤其在疫情制约线下零售门店业务开展情况下，各企业大宗业务均大规模放量，占比有不同程度提升。其中欧派、索菲亚、志邦、金牌、皮阿诺的大宗业务收入增速分别为 24.2%，60.7%，83.8%，76.8%和 10.7%，占比分别达到 18.2%，18.1%，30.6%，33.8%，47.7%，较 19 年分别上升 2.2pp/5.9pp/8.4pp/10pp/4pp。中长期来看，在地产商现金流收紧和行业参与者增多的情况下，精装市场或出现竞争加剧的状态，具有更强现金流管理能力和供应链优势的企业才有望在竞争中脱颖而出。

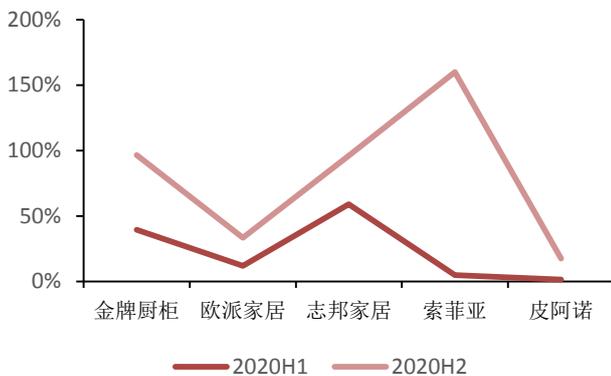
零售渠道来看，20 年下半年需求表现出较强韧性，大部分企业全年零售渠道实现正增长，其中欧派、索菲亚、志邦、金牌、皮阿诺的零售端增速分别为 6%，-1.2%，14.8%，7.8%，-5.7%，零售端增速出现分化。一方面，头部企业扩品类成效显著，其中欧派衣柜、索菲亚橱柜、志邦衣柜增速分别达到 11.7%/42.2%/55.4%，新品类收入贡献逐渐提升。多品类扩展的企业在受冲击下体现出更强的韧性，品类协同成为重要优势。另一方面，疫情后门店扩张放缓情况下，单店效率提升发挥了更重要的作用。20 年多家定制企业在疫情后进行改建店和门店陈列升级等渠道优化，重视门店结构改善和单店增长贡献。从单店效率来看，2020 年全年欧派、志邦的单店贡献实现正增长，单店收入分别约为 169.5 万元/84.8 万元，同比增长 5.3%/1%。伴随头部企业大单品门店数量逐渐接近饱和，单店效率提升将成为更有利的竞争优势。

图 27：2015-2020 定制家具大宗渠道收入规模及占比


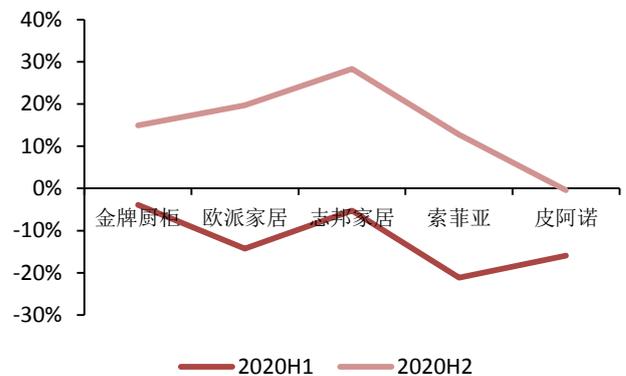
数据来源：WIND、公司公告，西南证券整理

图 28：2020 定制家具大宗及零售渠道收入增速对比


数据来源：WIND，公司公告，西南证券整理

图 29：2020 上半年/下半年定制企业大宗收入增速对比


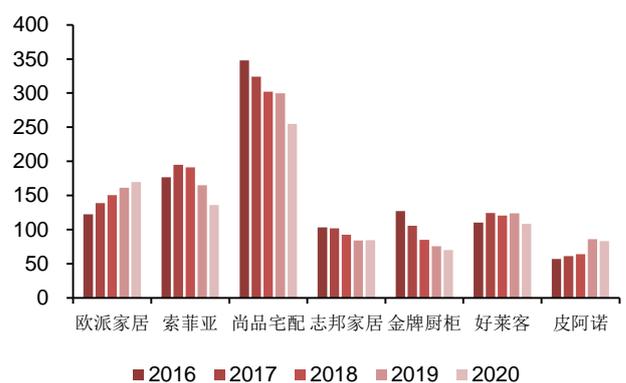
数据来源：WIND、公司公告，西南证券整理

图 30：2020 上半年/下半年定制企业零售收入增速对比


数据来源：WIND，公司公告，西南证券整理

图 31：2016-2020 定制家具公司现存门店数

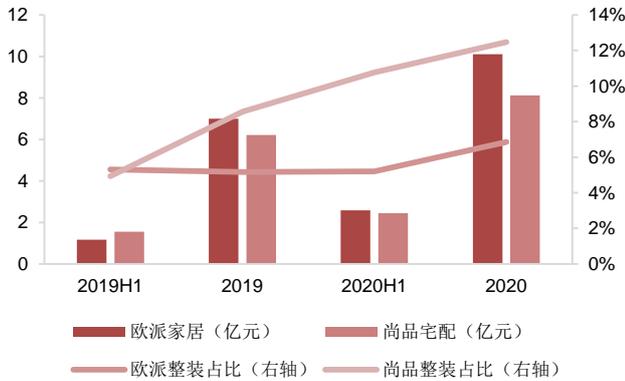

数据来源：WIND，公司公告，西南证券整理

图 32：定制家具单店收入（万元）


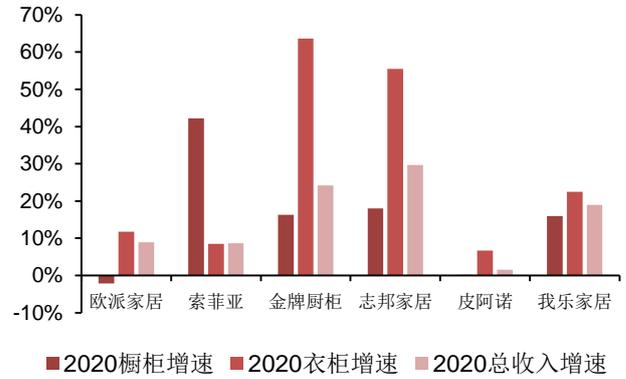
数据来源：WIND，公司公告，西南证券整理

值得关注的是，欧派、尚品、索菲亚等多家公司持续进行大家居和整装等新渠道推进，大家居的业务模式和流程逐渐理顺。20 年欧派大家居和尚品整装规模分别达到 10.1 亿元和 8.1 亿元，分别约占总收入的 6.8% 和 12.5%，收入已经具有一定规模。尽管目前整装占公司整体收入比例尚低，且企业对整装资源和渠道整合仍需较长时间建设摸索，但伴随企业逐渐

拓展与整装公司的合作规模，并凭借信息化系统逐渐整合多品类供应链，大家居的业务流程逐渐理顺。随着存量房交易占比上升，二次翻新需求上量，提前布局整装大家居的品牌长期看更具机会。

图 33：2019-2020 欧派和尚品整装收入及占比


数据来源：WIND，公司公告，西南证券整理

图 34：定制家具橱柜衣柜增速与总收入增速对比


数据来源：WIND，公司公告，西南证券整理

分品类看，橱柜凭借大宗渠道实现平稳增长，衣柜行业头部参与者规模逐渐扩大。从定制家具的两个主要品类橱柜衣柜来看，20 年大部分定制企业橱柜品类增长平稳，主要由于大宗业务集中放量，中和了零售端客流下滑的影响，其中欧派、索菲亚、志邦、金牌的橱柜业务增速分别为-2.1%，42.2%，18%和 16.3%，而索菲亚、志邦、金牌的大宗业务同样在行业中增速靠前，侧面验证前文观点。

衣柜品类增长相对更快，橱衣联动效率更高，衣柜品类参与者规模扩大。2020 年欧派、索菲亚、志邦、金牌的衣柜增速分别为 11.7%，8.5%、55.5%和 63.6%，主要由于衣柜受精装冲击较小，零售品牌的先发优势可持续积累。值得注意的是，2020 年欧派衣柜规模达到 57.7 亿元，收入规模已经接近橱柜，目前两大单品并驾齐驱；志邦衣柜也突破 11 亿元收入，目前已经初具规模，衣柜行业头部参与者的规模逐渐扩大。

表 1：定制品牌橱衣柜收入及增速

公司	品类收入 (亿元)	2017	2018	2019	2020
欧派家居	橱柜收入	53.5	57.7	61.9	60.6
	同比增速	22.6%	7.7%	7.4%	-2.1%
	衣柜收入	33.0	41.5	51.7	57.7
	同比增速	63%	25.9%	24.6%	11.7%
索菲亚	橱柜收入	5.9	7.1	8.5	12.1
	同比增速	42.9%	20.2%	20.0%	42.2%
	衣柜收入	51.6	60.6	61.8	67.0
	同比增速	31.2%	17.5%	1.9%	8.5%
志邦家居	橱柜收入	18.8	19.3	21.2	25.0
	同比增速	32.2%	2.8%	9.8%	18.0%
	衣柜收入	2.3	4.3	7.3	11.4
	同比增速	147.3%	91.1%	70.7%	55.5%

公司	品类收入 (亿元)	2017	2018	2019	2020
金牌橱柜	橱柜收入	13.9	15.4	17.8	20.7
	同比增速	49.8%	10.8%	16.0%	16.3%
	衣柜收入	0.2	1.4	3.1	5.0
	同比增速		475%	121%	63.6%

数据来源: WIND, 西南证券整理

1.2 软体家居: 头部企业加速开店, 行业格局持续优化

整体来看, 20 年软体家居营收受疫情影响有限, 下半年在内外销需求恢复增长和行业格局优化背景下实现全年收入较快增长, 在家居板块中展现出最强的修复能力。2020 年以顾家家居、喜临门、梦百合为主的软体家居板块营收为 248.2 亿元, 同比增长 25.4%, 其中 Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营收 40.7/51.8/72.7/83 亿元, 增速分别为 -0.4%/+14%/+41.7%/+37.5%。软体家居全年实现了高于 19 年的增速, 主要由于 1) 电商渠道发力, 上半年受疫情影响有限; 2) 美国地产热催化下, 海外订单下半年增长迅速; 3) 疫情后部分小品牌退出市场, 头部企业加速开店, 订单进一步向头部集中。

图 35: 2015-2020 软体家具营收及增速



数据来源: WIND, 西南证券整理

图 36: 2015-2020 软体家具归母净利润及增速



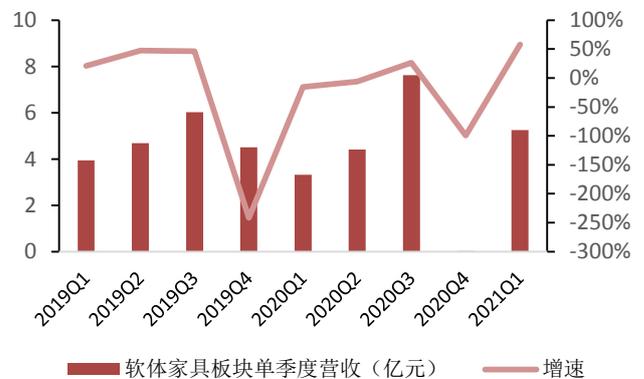
数据来源: WIND, 西南证券整理

图 37: 2019Q1-2021Q1 软体家具单季度营收及增速



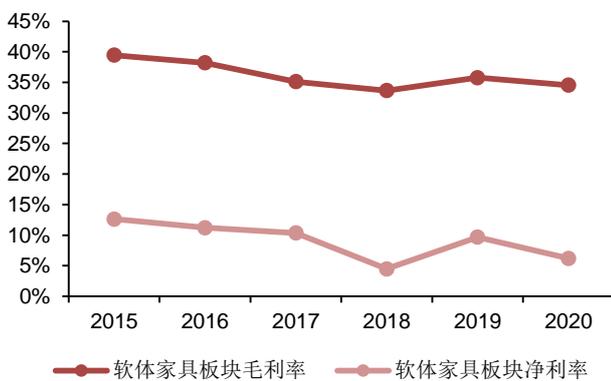
数据来源: WIND, 西南证券整理

图 38: 2019Q1-2021Q1 软体家具单季度净利润及增速

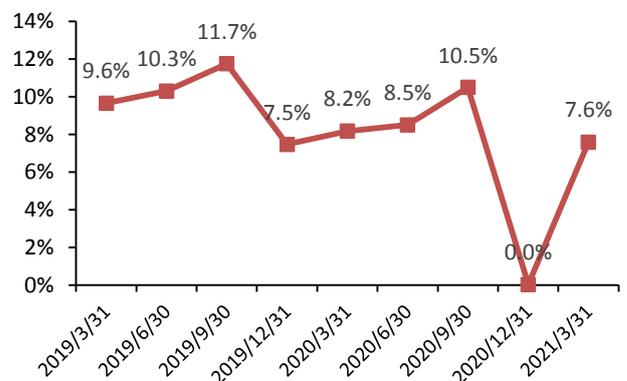


数据来源: WIND, 西南证券整理

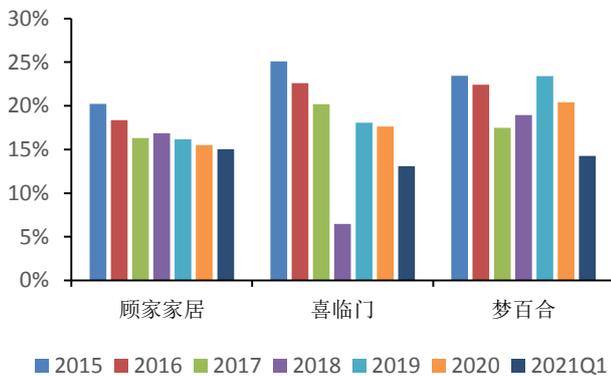
受疫情及原材料价格上涨影响，20 年软体板块毛销差持续收窄，顾家/喜临门/梦百合 20 年毛销差分别为 15.5%/17.6%/20.4%，同比分别下滑 0.7pp/0.5pp/3pp。下半年来看，20Q3/Q4 毛销差为 19.6%/15.2%，同比+1pp/-1.1pp，Q4 毛销差下滑主要由于软体家居主要原材料 TDI 和皮革等价格四季度快速上涨，影响毛利率水平。盈利能力方面，2020 软体家居板块净利率为 6.2%，同比下滑 3.5pp，全年来看盈利水平回落，除原材料价格波动外，亦存在板块外销占比较高，而 20 年初以来人民币汇率上行，部分企业汇兑损失增加的影响。分季度来看，Q1/Q2/Q3/Q4 净利率分别为 8.2%/8.5%/10.5%/0%。由于 Q4 原材料价格较快上涨，及顾家家居计提 4.8 亿元商誉减值损失，Q4 单季度利润率下滑。随着原材料成本回落，板块盈利能力有望回升。

图 39：2015-2020 软体家居毛利率变化


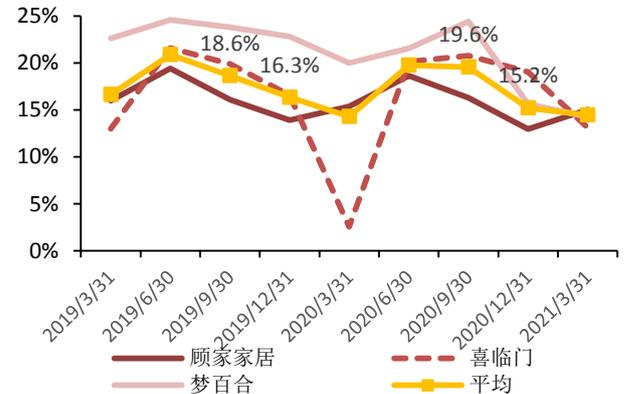
数据来源：WIND，西南证券整理

图 40：2019Q1-2021Q1 软体家居单季度净利率变化


数据来源：WIND，西南证券整理

图 41：2015-2021Q1 软体家居板块毛销差变化


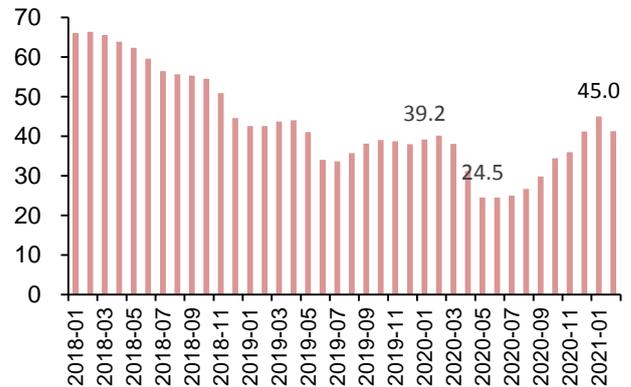
数据来源：WIND，西南证券整理

图 42：2019Q1-2021Q1 软体家居板块单季度毛销差变化


数据来源：WIND，西南证券整理

图 43：2015 至今 TDI/MDI 价格走势（元/吨）


数据来源：WIND，西南证券整理

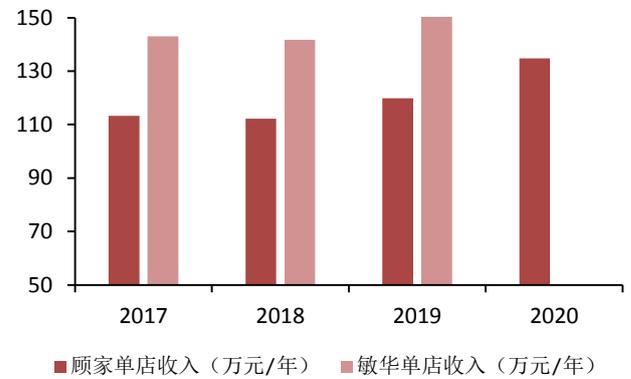
图 44：全球皮革实际市场价格（美分/磅）


数据来源：WIND，西南证券整理

软体家居头部企业拿店能力和意愿均更强势，行业集中度进一步提升。从 19-20 年开店数据来看，TOP2 软体品牌开店速度明显提升，20 年全年顾家全口径净开店 200 家以上，除去并购品牌净开店在 360 家左右；敏华 20 年预计开店千家以上。从单店收入来看，两家头部企业的店效没有随着开店数量增多而下滑。2019 年顾家及敏华的单店收入分别约为 120 和 150 万元/年，分别同比增长 6.8% 和 7%。20 年顾家单店收入持续提升约 12.5%，单店收入提升得益于头部企业对经销商精细化的管控能力，在门店向低线城市扩张的同时仍可保证良好的门店运营效率。

图 45：2015-2020H1 软体家具线下门店数量


数据来源：WIND，公司公告，西南证券整理

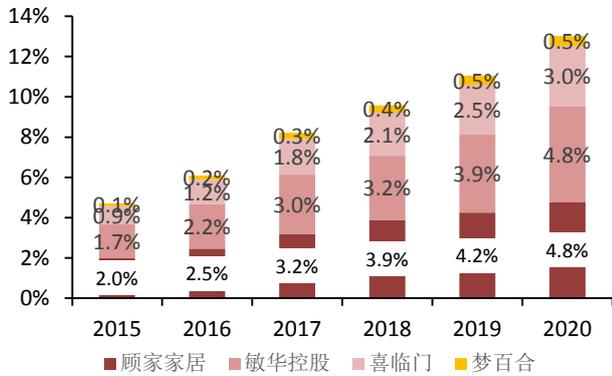
图 46：2017-2020 软体家具门店单店收入


数据来源：WIND，公司公告，西南证券整理

19-20 年经历头部品牌降价的降维打击和疫情影响，小品牌的市场逐渐出清，行业格局优化，头部企业的品类和系列都较两年前极大丰富，产品线下沉后，品牌的集聚效应开始显现。顾家向全屋布局，除原本的强势品类休闲、睡眠仍保持稳健开店步伐，新的布艺、定制、功能门店都较快扩张，加上高端系列 Natuzzi 和中低端天禧，高中低价格带的布局完善。敏华聚焦软体赛道深耕，在原有的 10 个品类基础上再次细分，目前形成 20 个品类系列的矩阵，充分发挥芝华仕品牌优势。目前头部品牌有产品品类和系列都趋于完善，基本可以覆盖各类风格、材质、配套品类需求，足以承接卖场中清退的小品牌客户，卖场流量被重新划分。假设 20 年软体家居行业规模增速与过去五年复合增速一致，测算得 2015-2020 年顾家市占率从 2% 提升至 4.8%，敏华市占率从 1.7% 提升至 4.8%（敏华 20 年内销规模为预测值），喜临门从 0.9% 提升至 3%，梦百合从 0.1% 提升至 0.5%，四家上市公司市占率合计从 4.7% 上升

至 13%，19-20 年市占率提升 2pp 左右，头部品牌市占率加速提升。

图 47：软体家居上市公司测算市占率



数据来源：WIND，前瞻产业研究院，西南证券整理

表 2：顾家和敏华产品系列梳理

	皮沙发	布沙发	功能沙发	床	定制
高端	顾家工艺/ Natuzzi	顾家布艺	Natuzzi	顾家 睡眠	
	芝华仕意斯特/ 尼科莱蒂		芝华仕意斯特/ 尼科莱蒂		
中高端	顾家工艺	顾家布艺	Lazboy	顾家 睡眠	顾家 定制
	芝华仕 都市休闲	芝华仕宜居 布艺/格调	芝华仕贵族/绅 士/时尚布艺	芝华仕 五星	
中低端	顾家天禧		顾家功能 /顾家天禧	顾家 天禧	

数据来源：公司官网，西南证券整理

1.3 工程业务：精装红利仍在，不排除短期竞争加剧可能

2020 年以来，受年初新冠疫情及房地产融资管理政策趋严影响，20 年国内精装套数增长放缓，精装楼市开盘规模 325 万套，同比基本持平。去年部分龙头地产商加快资金回笼的需求，但这是疫情和“三条红线”监管下的非常态情况。从长期看，无论是政策推动还是地产商利益驱动，精装率的提升是长趋势，房企经营质量改善后精装率将重回上升通道。根据奥维云预测，2021/2022 年精装房将达到 421 万套、505 万套，同比增长 29%、20%，精装配置率高、需求稳定的部品将伴随精装市场复苏，率先受益。

图 48：2017-2020 年精装房开盘套数及同比增速

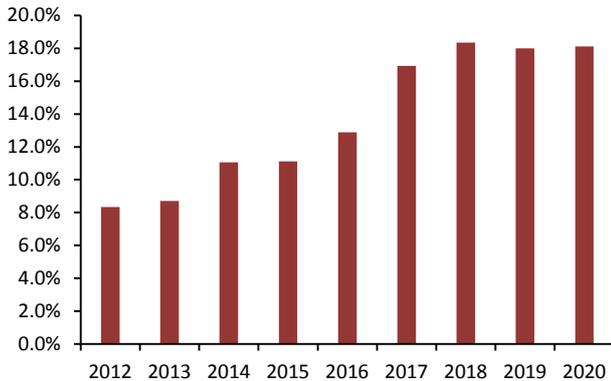


数据来源：奥维云网，西南证券整理

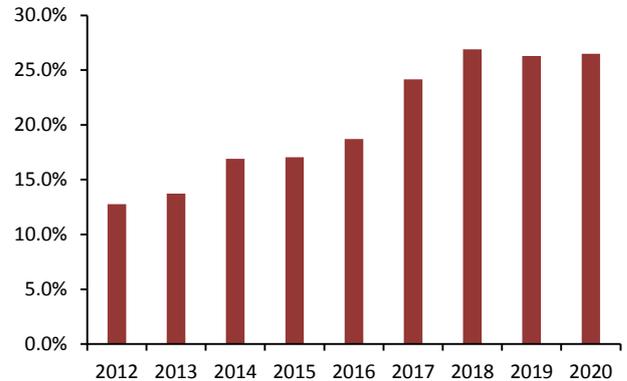
图 49：2019.9-2021.2 精装房开盘套数及同比增速



数据来源：奥维云网，西南证券整理

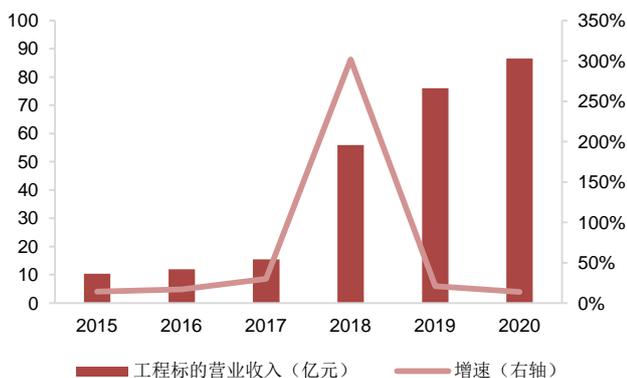
图 50：2012-2020TOP5 房企销售面积集中度


数据来源：WIND，西南证券整理

图 51：2012-2020TOP10 房企销售面积集中度


数据来源：WIND，西南证券整理

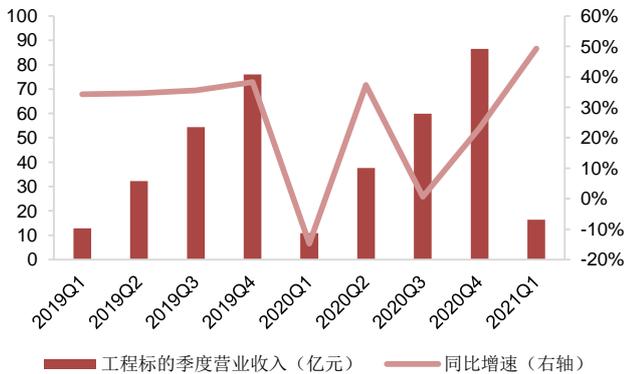
从板块业绩来看，工程订单表现出更强的确定性。工程板块保持着高于行业的景气度，20 年主要工程企业（帝欧家居、江山欧派）的营收增速达到 13.8%。其中江山欧派 20 年实现营收 30.1 亿元，同比增长 48.6%；帝欧家居营收达 56.4 亿，同比增长 1.2%。从毛销差来看。2020 年江山/帝欧毛销差分别为 26.3%/20.6%，同比增加 2.7pp/0.7pp，分季度看呈现出较强烈的季节性波动。盈利能力方面，20 年江山/帝欧净利率分别为 14.1%/10.1%，同比+1.2pp/-0.1pp。下半年来看，江山 Q3/Q4 净利率分别同比+2.2pp/-0.3pp，帝欧 Q3/Q4 净利率分别同比+0.1pp/+0.1pp，下半年盈利能力基本恢复至 19 年同期水平。21Q1 江山/帝欧净利率分别为 7%/6.5%，同比-5.5pp /+0.1pp，21Q1 江山净利率下滑主要由于去年同期受到政府补助导致基数较高所致。整体来看工程标的疫情后收入快速恢复增长，盈利能力表现出较强韧性。

图 52：2015-2020 工程标的营收及增速


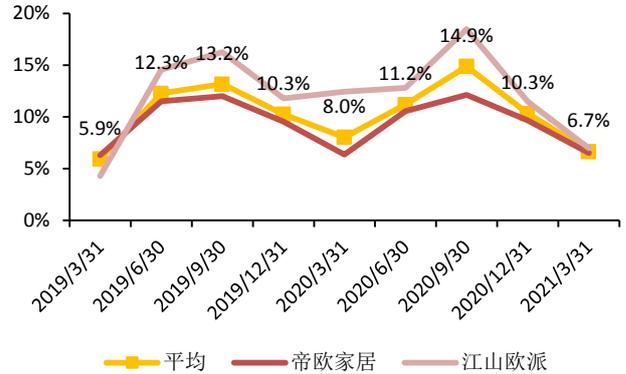
数据来源：WIND，西南证券整理

图 53：2015-2020 工程标的归母净利润及增速

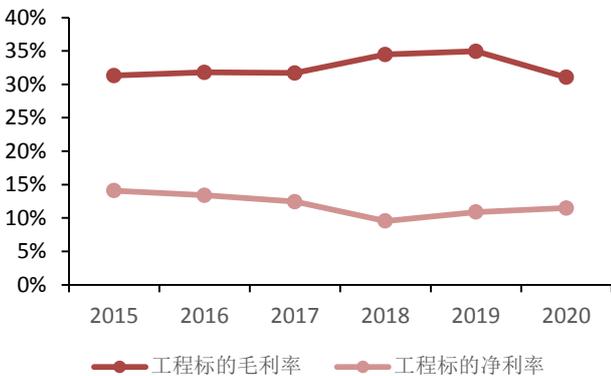

数据来源：WIND，西南证券整理

图 54：2019Q1-2021Q1 工程标的季度营收及增速变化


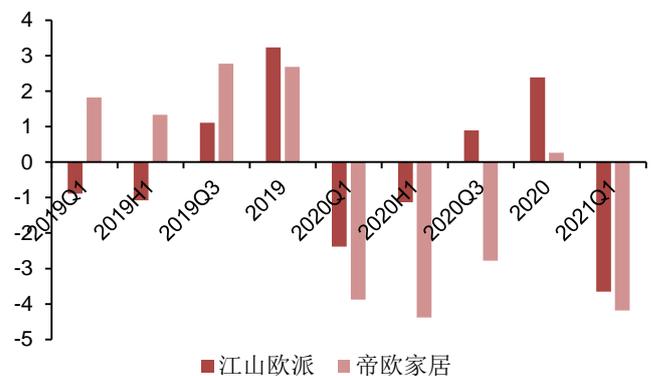
数据来源：WIND，西南证券整理

图 55：2019Q1-2021Q1 工程标的季度净利率变化


数据来源：WIND，西南证券整理

图 56：2015-2020 工程标的毛利率和净利率情况


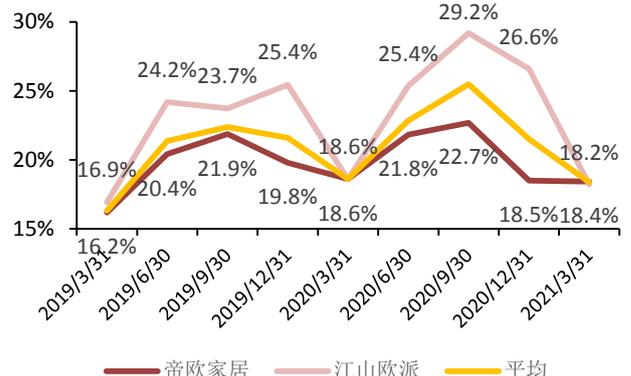
数据来源：WIND，西南证券整理

图 57：2019Q1-2021Q1 工程标的现金流对比 (亿元)


数据来源：WIND，西南证券整理

图 58：2015-2021Q1 工程标的板块毛销差变化

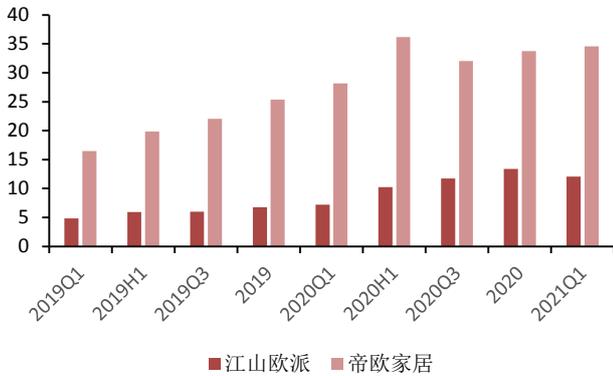

数据来源：WIND，西南证券整理

图 59：2019Q1-2021Q1 工程标的板块单季度毛销差变化


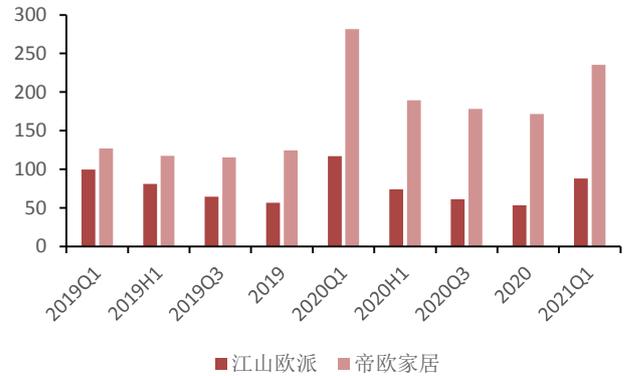
数据来源：WIND，西南证券整理

从 20 年的情况看，板块现金流较为紧张，20 年帝欧家居经营性现金流净额为 0.3 亿元，19 年为 2.7 亿元；江山欧派经营性现金流为 2.4 亿元，去年为 3.2 亿元，均较 19 年有所下降。应收款项方面。2020 年内工程标的应收票据及应收账款有所增加，2020 江山欧派应收票据及应收账款余额为 13.4 亿元 (+97%)，帝欧家居应收票据及应收账款余额为 33.8 亿元

(+33.1%)。主要由于今年上半年受疫情影响，工程项目交付滞后收款延迟；下半年受房地产政策变化影响，地产商现金流相对紧张，导致工程标的回款周期延长。

图 60：2019Q1-2021Q1 工程标的应收票据和应收账款对比


数据来源：WIND，西南证券整理

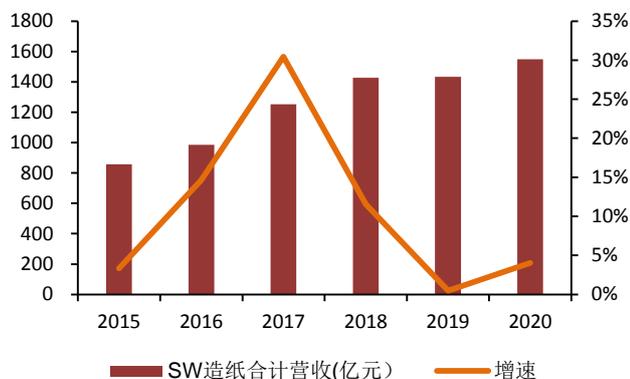
图 61：2019Q1-2021Q1 工程标的应收账款周转天数


数据来源：WIND，西南证券整理

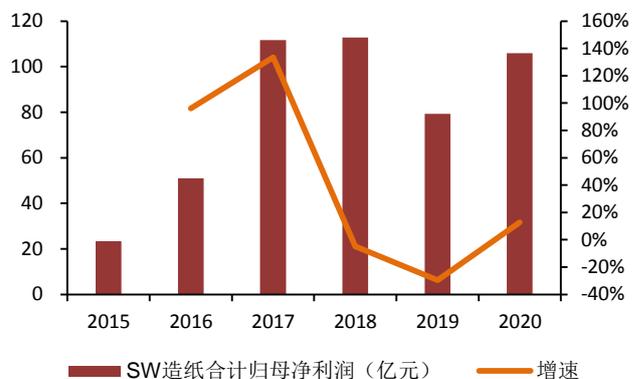
零售企业凭借自身品牌优势切入大宗赛道，规模快速扩张，短期竞争或有加剧的可能，但工程标的依然保持较高竞争壁垒，主要在于：1) 成本控制力强，工程标的规模效应更突出，招标价格上有更大的让利空间，在大宗业务市场上价格优势显著；2) 落地服务积累深厚，工程标的凭借多年工程业务经验和遍布全国的项目管理团队，能及时响应地产商的各项需求，能持续强化供应优势。

2 造纸：需求回暖，纸价底部反弹至高位

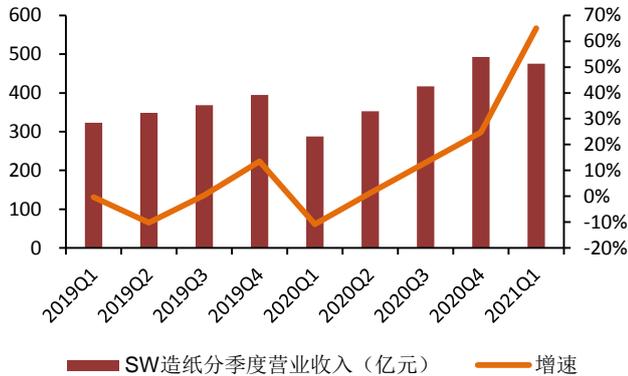
2020 年，由于受疫情影响，上半年行业景气度下滑，20Q1 营业收入同比下降 30.5%，净利润同比下降 30.9%，但得益于国内疫情管控有力，国内市场需求逐渐回暖，20 年后三个季度营业收入均保持 10% 以上的增长。纸价在 5 月后见底开始反弹，行业进入上行周期，综合之下 20 年板块营收增速恢复至 4%，净利润同比回升至 12.8%。进入到 2021 年，得益于海外经济复苏，供需错配，纸浆价格上涨，行业景气度提升，有自制浆的企业成本优势显著。另外得益于建党 100 周年和限塑令等事件催化，下游多个纸种价格上涨至历史高位。2021 年一季度行业营收同比增长 65%，净利润同比增长 216%。

图 62：2015-2020 SW 造纸板块营业收入及增速


数据来源：WIND，西南证券整理

图 63：2015-2020 SW 造纸板块净利润及增速


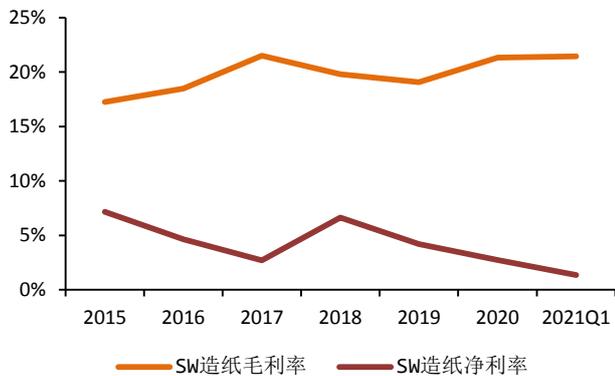
数据来源：WIND，西南证券整理

图 64：2019Q1-2021Q1 造纸板块季度营收及增速


数据来源：WIND，西南证券整理

图 65：2019Q1-2021Q1 造纸板块季度净利润及增速


数据来源：WIND，西南证券整理

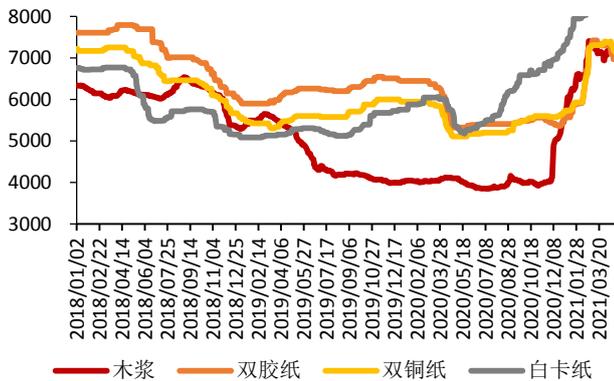
图 66：2015-2020H1 造纸板块毛利率和净利率情况


数据来源：WIND，西南证券整理

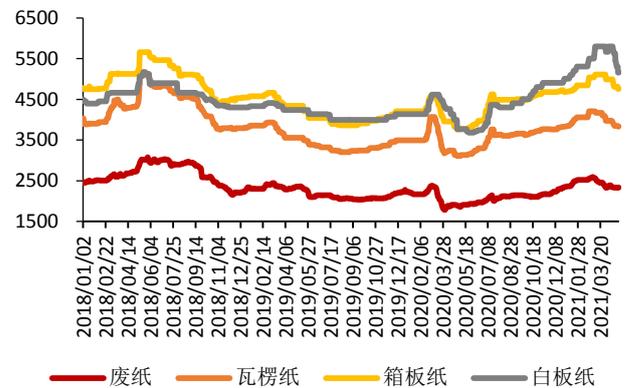
图 67：造纸板块 2015-2020H1 存货及存货周转率变化


数据来源：WIND，西南证券整理

去年下半年开始，造纸标的进入盈利能力提升阶段，在浆、纸价格双升情形下，自制浆占比高的公司迎来红利期。截至 21 年 3 月底木浆价格较 20 年初上涨 72.5%，废纸上涨 3.2%，浆价大幅上涨主要是疫情后经济逐步复苏，需求好转，库存消化，及大宗品上涨情绪带动；木浆纸方面，双铜纸、双胶纸、白卡纸的价格较 20 年初分别上涨 13.2%/24%/71.5%，其中白卡涨幅最为亮眼，白卡竞争格局在博汇被收购后大幅向好，集中度高（CR3 超过 70%），价格传导顺利。目前看各种纸价已处于历史较高水平，吨盈利也达到高位。

图 68: 木浆系纸价走势 (元/吨)


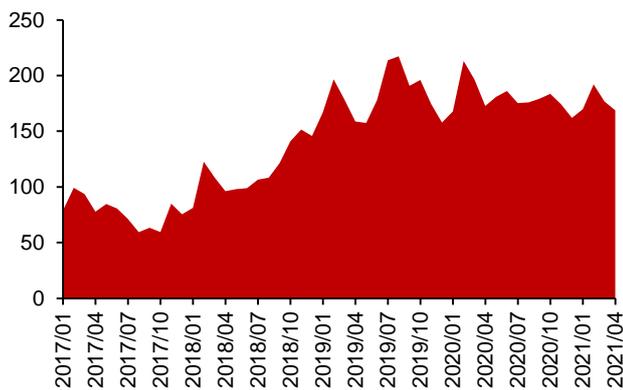
数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

图 69: 废纸系纸价走势 (元/吨)


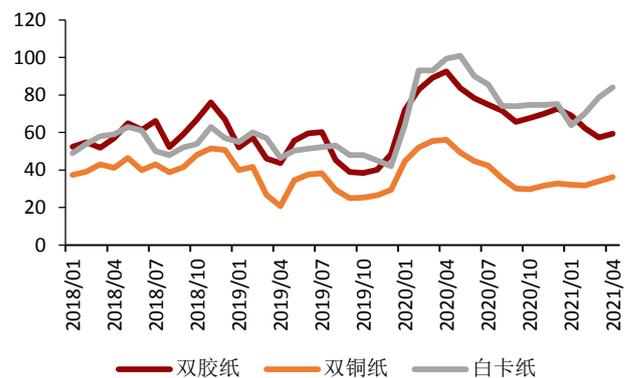
数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

文化纸未来供需均有新增量。2021/2022 年文化纸预计新增产能 117 万吨/45 万吨, 产能集中在大厂。目前行业集中度已达到较高水平, 根据产能测算, 2019 年 CR4 为 83.8%, 核心供应商 APP、晨鸣、太阳、华泰市占率分别为 43.4%、17.3%、13%、10%; 双胶纸处于集中度快速提升阶段中, 目前行业 CR4 达到 58.2%, 晨鸣、太阳、华泰、亚太森博的产能占比分别为 28.6%、14.6%、9.4%、5.6%。需求端来看, 文化用纸下游需求弹性较小, 需求受宏观经济影响较弱, 2021 年恰逢建党 100 周年, 短期党政类出版刊物的印刷需求小幅提升, 但长期文化纸需求增长相对缓慢。

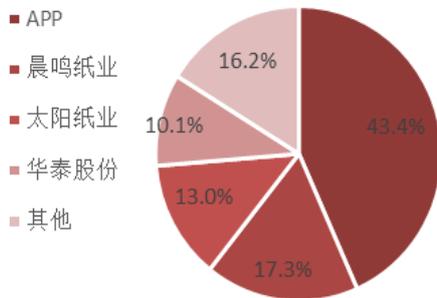
白卡纸方面, 未来白卡的新增产能较多。21-22 年有广西金桂浆纸 180 万吨、博汇纸业 100 万吨、联盛纸业 140 万吨、仙鹤股份 60 万吨新增产能投产。竞争格局方面, 20 年下半年 APP 收购博汇纸业, 其实际控制人变更为金光集团, 二者合并后白卡产能市占率达 48%, 行业 CR3 从 66.6% 提升至 79.4%, 竞争格局大幅改善。需求端来看, 白卡有两大新增需求: 1) 富阳白板产能腾退后, 白卡对白板有替代需求; 2) 限塑令促使白卡对部分塑料进行替代, 预计食品级卡纸的需求提升。由于供需双升, 未来价格变化有较大不确定性。

图 70: 木浆三大港口库存量 (万吨)


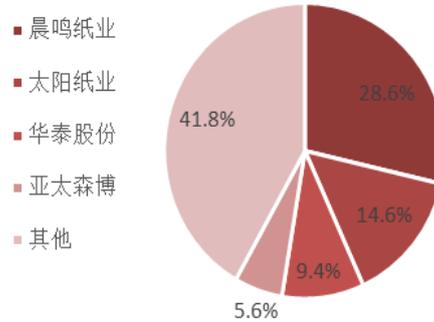
数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

图 71: 文化纸&白卡纸企业库存量 (万吨)


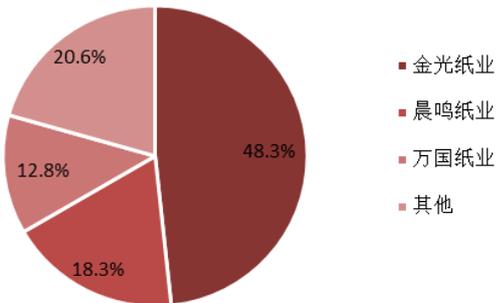
数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

图 72：2019 年铜版纸产能集中度情况


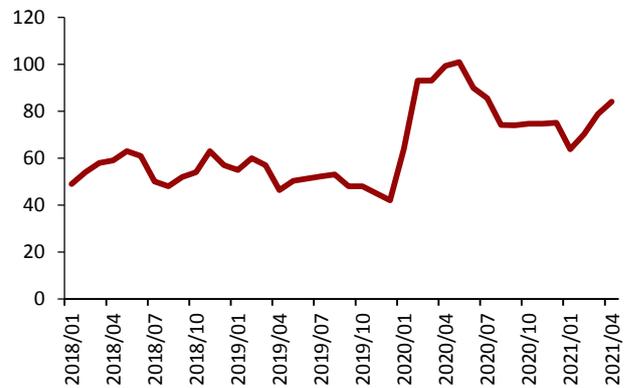
数据来源：公司公告、西南证券整理

图 73：2019 年双胶纸产能集中度情况


数据来源：公司公告、西南证券整理

图 74：金光收购博汇后白卡纸产能集中度情况


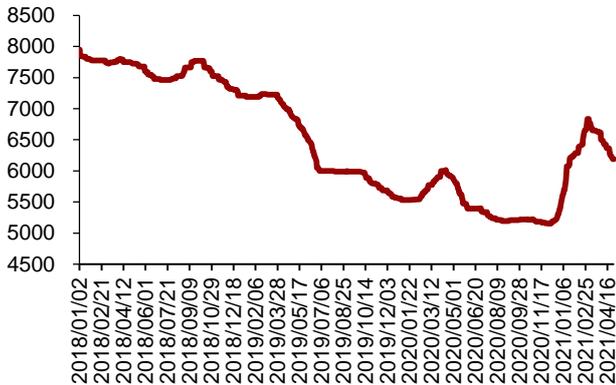
数据来源：卓创资讯、西南证券整理

图 75：白卡纸企业库存量（万吨）


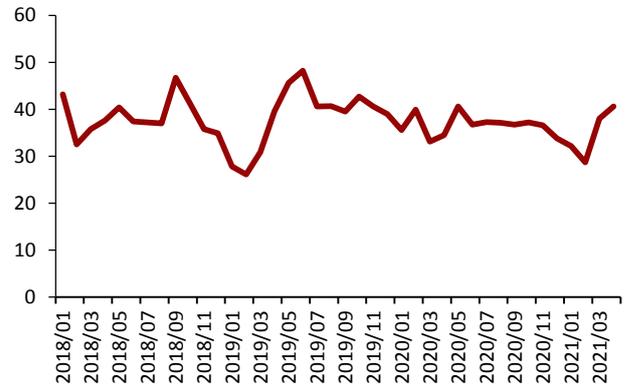
数据来源：卓创资讯、西南证券整理

生活用纸方面，行业整体产能过剩，但全国性品牌集中，作为传统消费品未来也难有新品牌崛起。在浆价下行期品牌企业可以享有低价浆优势，将成本红利留在企业内；浆价上行期品牌可以通过提价转移部分成本压力，由于大厂有较多低价浆库存，浆价上行时可以挤压小品牌份额实现市占率提升。目前品牌大厂就处于市占率提升阶段，浆价上行后部分小厂由于成本过高而停机，大品牌在低价浆红利下可保证较好的盈利水平。

生活用纸原纸价格从 20 年四季度开始反弹，21Q1 上升到 6837.5 元/吨，主要品牌在 20 年取得较好盈利。维达、恒安、洁柔 20 年分别实现营收 165.1 亿港元/223.7 亿元/78.2 亿元，同比+2.7%/-0.5%/+17.9%；归母净利润 18.7 亿港元/46 亿元/9.1 亿元，同比+64.7%/+17.6%/+50%。洁柔由于中高端产品占比提升，毛利率处于行业最高，达到 42.4% (+2.3pp)。我们仍然看好洁柔作为必选消费品所具备的成长因子：1) 区域空白网点仍有扩张空间，随着公司在华东区产能布局逐渐落地，华东、华北将成为公司扩张的重点区域；2) 品类矩阵逐步完善，优化产品结构，高端品占比上升，且推出“太阳”、“朵蕾蜜”等新品牌；3) 经销体系清晰，执行力强，电商渠道进入发力期。

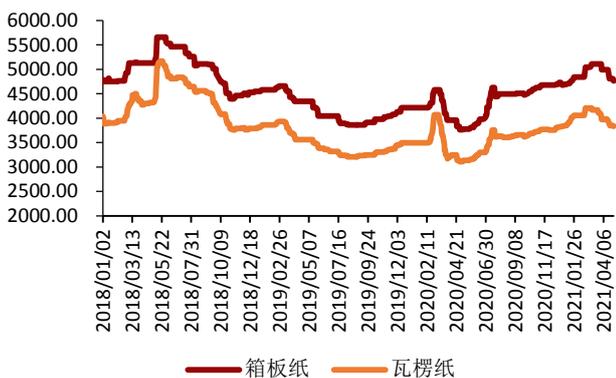
图 76: 生活用纸价格走势 (元/吨)


数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

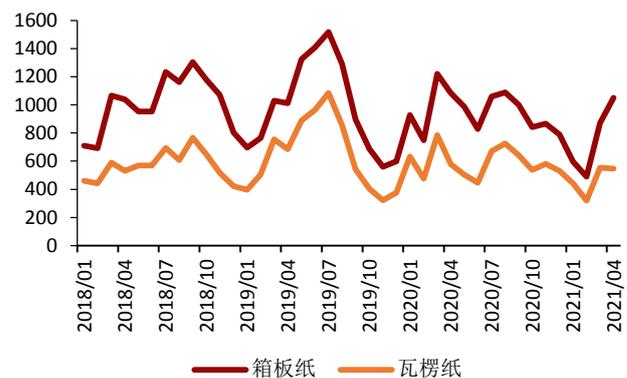
图 77: 生活用纸企业库存量 (万吨)


数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

2020 年至今, 废纸系业绩稳定增长。2020 年下半年以来, 国外产业链受到严重打击, 中国产业链较为完整, 带动箱板纸瓦楞纸需求高增长; 且箱板瓦楞纸由于集中度较低, 小产能扩产容易, 纸价波动较大。箱板/瓦楞纸价格从 12 月底到一季度末持续在 4676.7 元/吨、3832.5 元/吨高位波动。行业龙头山鹰国际 (600567) 20 年原纸销量同比增长 8.8% 至 517.6 万吨, 包装纸业务营收同比下滑 10.7% 至 48.6 亿元, 毛利率同比增长 0.8pp 至 10.3%, 盈利能力持续回升。价格波动较小, 盈利稳定。20 年下半年以来, 箱板/瓦楞纸价格逐步回升, 20 年初至 21Q1 涨幅达到 21.4%/16.1%, 同期废纸价格涨幅为 3.2%, 箱板瓦楞纸由于前期新增产能较多, 且小企业众多, 因此较木浆系相比难形成一致的提价预期, 盈利能力较木浆系弱。行业龙头山鹰国际 (600567) 20A/21Q1 营收同比增速为 7.4%/78%, 净利润同比增速为 1.4%/105.6%, 毛利率 16.7%/14.9%, 盈利较为稳定。

图 78: 箱板瓦楞纸价格走势 (元/吨)


数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

图 79: 箱板瓦楞纸企业库存量 (万吨)


数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

3 个护：消费品业务稳定增长，电商渠道发展迅速

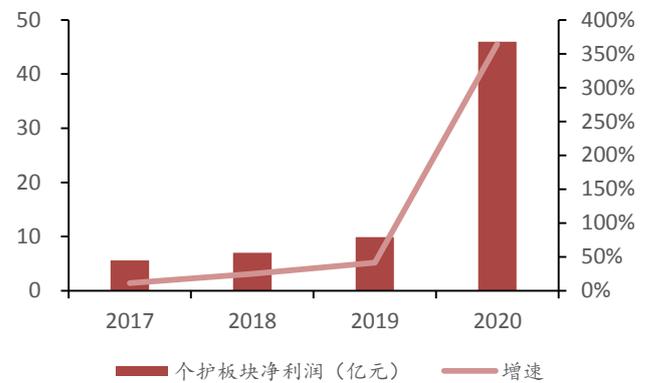
2020 年以百亚股份、稳健医疗、豪悦护理为代表的个护板块收入及业绩在 20 年实现高速增长，一方面由于卫生巾、纸尿裤、棉柔巾等产品相对刚需，且品类电商占比较高，疫情期间部分弥补了线下销量下滑的损失；另一方面豪悦护理 20 年新增口罩产线，稳健医疗口罩、防护服等防疫物资销量大比例提升，带动个护板块收入上行。剔除防疫物资收入后，个护板块 2020 年收入同比增长约 20%，消费品销量稳定增长。分季度来看，除了医用耗材出口比例较高的稳健医疗外，其余两家公司在 Q2-Q3 收入及利润增速基本恢复正常水平。2020 年 Q3/Q4 百亚的收入增速分别为 21.6%/4.7%；豪悦收入增速分别为 18.9%/-2%。Q4 收入增速放缓，主要由于 21 年春节时间晚于 20 年，下游备货时间点延后至 21 年初所致。

图 80：个护板块 2016-2020 营业收入及增速



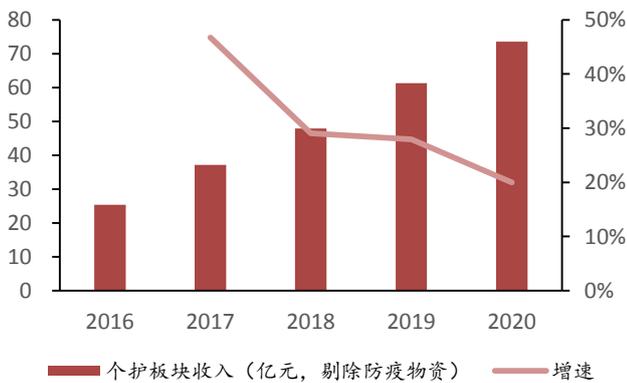
数据来源：WIND，西南证券整理

图 81：个护板块各公司 2016-2020 归母净利润及增速



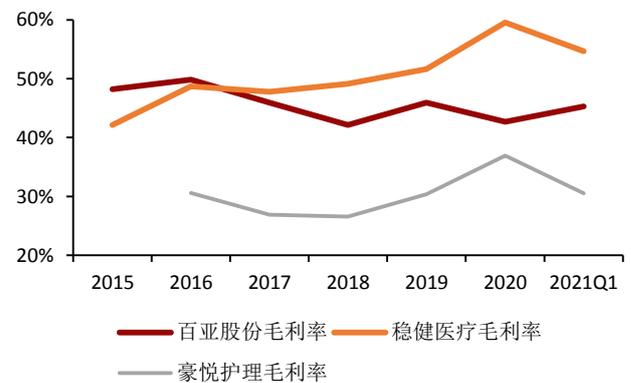
数据来源：WIND，西南证券整理

图 82：个护板块剔除防疫物资后营业收入及增速

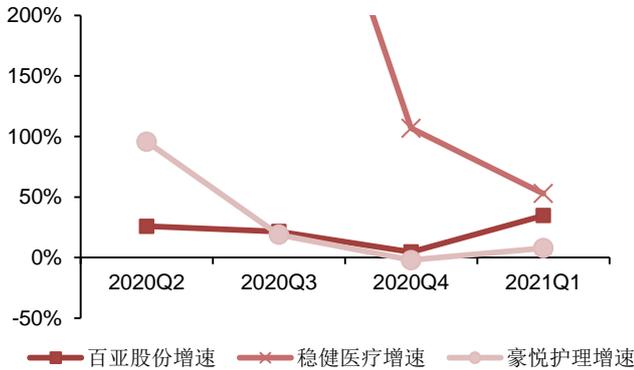


数据来源：WIND，西南证券整理

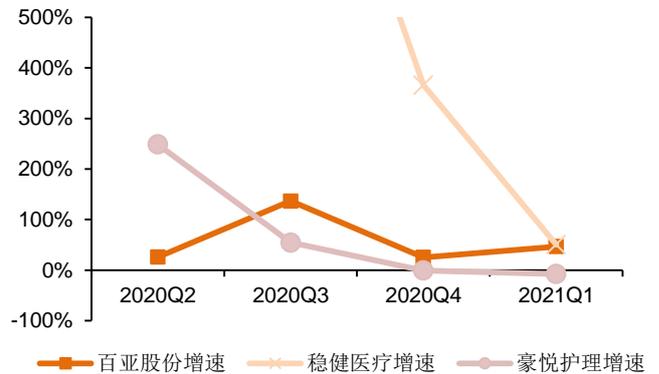
图 83：个护板块各公司 2015-2021Q1 毛利率变动情况



数据来源：WIND，西南证券整理

图 84: 个护板块各公司 2020Q2-2021Q1 收入增速


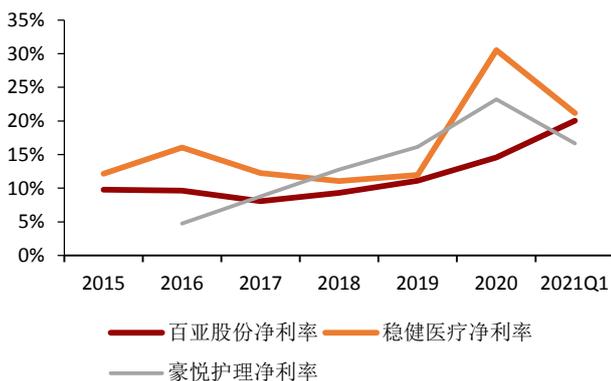
数据来源: WIND, 西南证券整理

图 85: 个护板块各公司 2020Q2-2021Q1 归母净利润增速


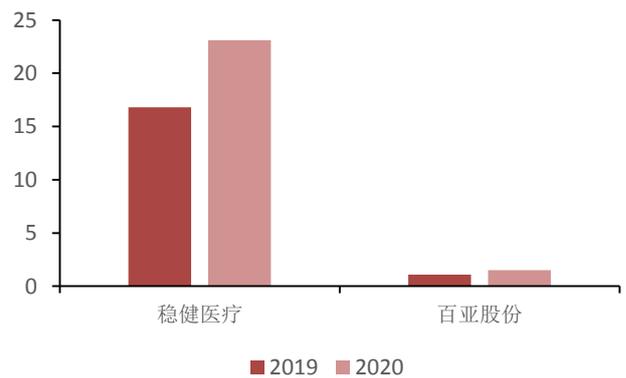
数据来源: WIND, 西南证券整理

从盈利能力来看,受毛利率较高的防疫物资拉动和原材料成本低位优势,个护板块整体净利率均有不同程度提升,2020 年百亚、稳健、豪悦净利率分别达到 14.6%, 30.5%, 23.2%, 同比增加 2.6pp/18.5pp/7.5pp。进入 21 年随着防疫物资价格回落至正常区间,稳健、豪悦净利率有所回落。21Q1 百亚/稳健/豪悦净利率分别达到 20%, 21.2%和 16.7%。

分渠道来看,受疫情影响消费者消费习惯向线上转移,加上品牌方更加重视线上渠道的营销和用户留存,个护板块电商渠道表现亮眼,其中稳健医疗电商渠道销售 23.1 亿元,同比上升 38.3%,其中在自有平台官网、小程序和 APP 端,实现销售 4.1 亿元,同比增长 425.6%,自有私域流量对收入的贡献逐渐提升。百亚股份电商渠道收入 1.5 亿元,同比增长 39%。从行业渠道份额来看,卫生巾电商渠道份额可达到 30%左右,目前公司的电商渠道占比约 12%,仍有较大提升空间。整体来看,电商渠道有助于品牌将产品销售至线下渠道尚不能触达的区域,有利于提升核心区域外的品牌知名度,与线下渠道的开拓形成协同,电商渠道整体有望保持较快增长。

图 86: 个护板块各公司 2015-2021Q1 毛利率变动情况


数据来源: WIND, 西南证券整理

图 87: 个护板块各公司电商渠道营业收入情况


数据来源: WIND, 西南证券整理

4 推荐标的

欧派家居 (603833): 1) 品类、渠道、信息化方面公司无短板, 厨衣木卫多品类已逐渐成熟, 开始全面发力, 连带销售效果显著, 店效提升; 2) 渠道布局完善, 无论是线下渠道、整装渠道还是大宗渠道, 公司均有涉猎, 整装渠道跑通, 未来有望成为重要支撑; 3) 信息化积累深厚, 能够快速适应前端渠道变革, 供应链重塑公司有望强者恒强。

志邦家居 (603801): 1) 多品类拓赛道, 衣柜业务高速增长, 过去四年衣柜复合增速达 139%, 产品矩阵不断完善, 协同效应显现; 2) 零售线上线下同步发展, 线下开店步伐稳健, 强化下沉市场店面布局; 线上借力新零售, 提高转化率; 3) 大宗业务发力, 与零售业务形成有效补充, 同时大力拓展优质战略合作地产客户, 目前公司百强地产客户占比达到 30% 以上。

顾家家居 (603816): 1) 渠道持续快速扩张。公司目前拥有门店 5000 多家, 终端销售渠道掌控力领先, 推动渠道继续下沉; 2) 全品类布局推进。已搭建起沙发、软床、床垫、集合产品、定制产品等多品类布局, 产品线丰富, 高性价比系列推出, 配合渠道下沉步伐, 对小品牌进行降维打击; 3) 信息化建设成果显著, 着眼于制造和技术能力提升, 布局七大技术平台和五个标准化项目以增强长期竞争力, 规模优势有望进一步扩大。

敏华控股 (01999): 1) 功能沙发受益于新零售渠道快速增长, 消费群体年轻化, 渗透率有望加速提升; 2) 国内功能沙发市场市占率最高, 近年通过低价爆款战略发力内销, 有望在渗透率提升的过程中占据绝对优势。3) 核心竞争壁垒在于优越的制造能力, 在强品牌、拓渠道、控成本等内生实力加持下, 公司得以持续推出高性价比产品, 整体利润率企稳回升, 看好在功能沙发赛道上乘风破浪, 迎来发展新机遇。

中顺洁柔 (002511): 1) 去年 11 月以来浆价上行, 涨幅约 60%, 小厂受制于成本压力停机, 大厂份额得到进一步提升; 2) 年后生活用纸品牌提价函频发, 叠加纸浆库存充裕, 盈利有望明显增厚, 头部大厂将迎来盈利和份额双升时机。3) 中长期来看, 公司品类矩阵成型、渠道扩张空间充分, 消费品成长逻辑持续演绎。

5 风险提示

家具企业受地产竣工不及预期影响销售下滑的风险; 各类纸品价格出现大幅波动的风险; 原材料价格波动的风险; 汇率波动的风险; 海内外疫情影响扩大的风险。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn