

## 4月纸巾个护&amp;家居品类阿里全网数据跟踪

## 基本结论

## ■ 四月阿里全网数据跟踪:

**纸巾/湿巾品类:** 受高基数影响, 4月线上增速继续回落。2021年4月阿里全网纸巾增速同比、环比继续回落, 但与2019年的同期相比复合增速仍有中高单位数的增长。主要原因系去年疫情影响消费者短期购买渠道有所变迁导致去年线上整体基数较高。4月纸巾/湿巾品类成交金额12.3亿元, 同比下降20.5%, 与2019年同期相比复合增速+5.7%, 1-4月成交额同比下降12.1%, 较2019年同期复合增速4.1%。得宝&洁柔成长能力优异, 清风&心相印增速低于全网均值。上市公司中, 中顺洁柔官方旗舰店表现突出, 三大旗舰店成交额同比增速亮眼。维达国际旗下的高端纸巾湿巾品牌得宝增速靓丽, 得宝天猫旗舰店1-4月同比增速达105.39%。

**卫生用品个护:** 女性卫生用品增速回落, 婴儿尿裤、成人尿裤稳健成长。

1) 女性卫生巾: 品牌表现依旧分化, 外资、内资各有看点, 细分品类裤型卫生巾备受青睐, 增速持续亮眼; 品牌角度, 苏菲、高洁丝头部外资品牌持续表现不俗, 高洁丝延续增长态势, 1-4月成交额达到2.82亿元, 同比增长61.6%; 全棉时代线上强势发力, 1-4月成交额0.67亿元, 阿里全网市占率攀升至3.4%。2) 婴儿纸尿裤品类: 全网1-4月同比增速0.31%, 继续保持稳健成长; 传统外资品牌好奇持续引领外资龙头增长, 1-4月同比增速超80.5%; 内资新锐品牌babycare、碧芭宝贝延续高成长, 其中碧芭凭借高颜值、多系列持续领跑, 1-4月同比增速超100%, babycare全品类战略模式逐步验证, 1-4月成交额同比增速29.7%。

**软体家居品类:** 受去年4月高基数、以及今年3月天猫家装节带来的虹吸效应, 4月阿里全网软体家具成交额32.84亿元, 同比-24.8%。品牌层面, 传统头部品牌、互联网品牌各有看点, 例如芝华仕成交额1.13亿元, 同比下降13.1%, 较2019年同期复合增速47%。头部互联网家具品牌增长势头迅猛, 例如林氏木业继续保持高增速成长, 1-4月同比增速69%。上市公司中, 顾家受高基数影响, 4月官方旗舰店成交额同比下降9%。芝华仕积极发力线上, 通过高频直播扩大品牌声量, 天猫官方旗舰店1-4月成交额为4.1亿元, 同比增长高达63.2%, 品牌从消费门槛较低的单椅品类出发, 逐步拓展至客单价较高的按摩椅、床垫等品类, 充分迎合市场需求, 品类宽度逐步延展, 不断强化线上精细化运营。

## 投资建议

■ **纸品&卫生用品个护:** 受木浆价格上涨的影响, 我们认为生活用纸行业终端竞争有望放缓, 龙头拥有率先提价能力+低价木浆储备, 且在3月、4月纷纷发出涨价函, 涨价幅度超过10%, 预计21上半年毛销差有望进一步扩大, 盈利能力有望继续提升。推荐电商运营能力优质的中顺洁柔、维达国际。

■ **软体家居:** 软体家居正处于加速提升市场份额的阶段, 内销市场竞争格局优良, 当前家居行业中成长性较好, 顾家、敏华等龙头企业在高速增长的线上渠道聚焦更多资源, 有望进一步释放发展潜力。推荐标的: 顾家家居、敏华控股。

## 风险提示

■ 下游需求不及预期的风险; 原材料价格大幅波动的风险

## 相关报告

1. 《3月&1Q 纸巾个护&家居品类阿里全网数据跟踪-轻工专题月报》, 2021.4.7
2. 《2月纸巾个护&家居品类阿里全网数据跟踪-2月纸巾个护线上数据...》, 2021.3.9
3. 《1月纸巾个护&家居品类阿里全网数据跟踪-1月个护&家居线上专...》, 2021.2.10
4. 《成本红利结束, 但升级和个护红利仍将释放-维达国际-公司点评》, 2020.9.8

姜浩 分析师 SAC 执业编号: S1130520040003  
jianghao@gjzq.com.cn

尹新悦 联系人  
yinxinyue@gjzq.com.cn

## 1、纸巾&卫生用品个护线上数据跟踪

### 1.1、4月阿里行业数据回顾

高基数影响下，4月线上增速继续回落。4月纸巾及卫生用品个护阿里全网成交额同比下降15.15%，与2019年同期相比复合增长9.6%。1-4月纸巾及卫生用品累计成交额125亿元，同比下降5.60%，与2019年同期相比复合增长8.8%。各品类成交额具体表现如下：

**纸品/湿巾品类：**4月纸巾/湿巾品类成交金额12.3亿元，同比下降20.5%，与2019年同期相比复合增速+5.7%，我们预计一方面系去年疫情影响，消费者短期购买渠道有所变迁，短期线上份额加速提升，导致整体基数较高；另一方面在木浆上涨背景下，终端的促销力度下降。2021年1-4月纸巾/湿巾品类成交额为46.40亿元，同比下降12.10%，与2019年同期相比复合增速+4.1%。

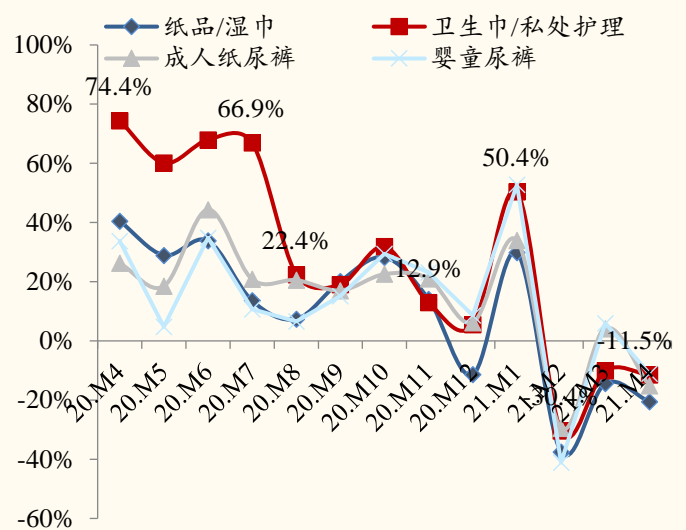
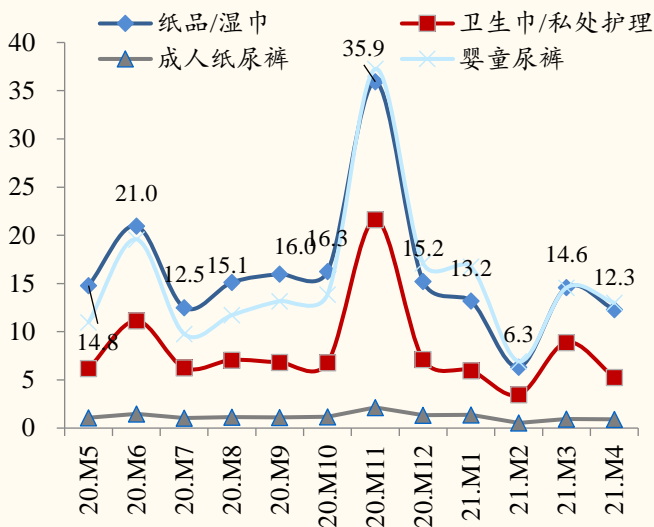
**女性卫生用品类：**4月女性卫生用品类成交额5.3亿元，同比下降11.5%，与2019年同期相比复合增长24.3%。1-4月总成交额为23.6亿元，同比下降4.80%。

**婴童尿裤品类：**4月婴童尿裤品类成交额13亿元，同比下降10.98%，与2019年同期相比复合增长9.11%。1-4月总成交额为38.23亿元，同比增长0.31%。

**成人失禁用品类：**4月成人失禁用品类成交额0.9亿元，同比下降15.1%与2019年同期相比复合增长3.52%。1-4月总成交额为3.78亿元，同比下降0.04%。

图表 1：个护阿里全网成交额（亿元）

图表 2：个护阿里全网成交额同比增速



来源：国金证券研究所整理

来源：国金证券研究所整理

#### 1.1.1、纸巾品类：得宝&洁柔表现优异，清风&心相印低于全网均值

**维达主品牌增速继续放缓，得宝延续高速增长。**维达国际旗下两个子品牌增速继续呈分化态势。成熟品牌Vinda/维达自2020年10月后增速放缓，2021年1-4月与去年基本持平，成交额达到7.72亿元，高于行业全网平均增速。维达旗下中高端品牌Tempo延续高双位数增长，Tempo 2021年1-4月阿里全网成交额同比增长35.9%。阿里全网市占率方面，4月维达国际旗下两个子品牌合计市占率达21.6%，稳居第一位。

**洁柔1-4月增速虽有所放缓，但较行业整体表现靓丽。**2021年1-4月洁柔阿里全网成交额5.25亿元，同比增长6.94%，高于行业全网平均水平。2020年以来，洁柔线上市场份额显著提升，3月达11.4%，较去年同期增加3.57pct。公司在今年4月推出“懒人抹布”和“纸浆餐具”等新品，在提高产品迭代和功能性升级速度同时加大品牌营销力度，积极推进中高端产品战略。

图表 3: 洁柔 4 月推出“懒人抹布”和“纸浆餐具”新品



来源: 洁柔官方公众号, 天猫, 国金证券研究所

清风、心相印线上增长显乏力。其中清风 2021 年 1-4 月成交额 4.34 亿元, 同比下降 23.24%, 不及阿里全网行业平均水平。销售疲软拖累清风市占率, 2021 年 4 月市占率 9%, 较同期相比下降 0.8pct。心相印 2021 年 1Q 成交额同比下降 13.89%, 不及行业全网平均水平, 4 月市占率下滑至 9.9%。

图表 4: 纸巾行业品牌阿里全网单月成交额同比增速一览

同比增速	维达国际			中顺洁柔	金红叶	恒安国际	全网
	Vinda/维达	Tempo/得宝	维达总体	洁柔	清风	心相印	全网
2020. M1	-10.2%	25.4%	11.6%	12.1%	12.1%	4.4%	-5.2%
2020. M2	12.3%	64.5%	41.5%	25.2%	9.1%	11.0%	18.4%
2020. M3	33.9%	62.4%	64.1%	80.7%	30.6%	33.2%	35.4%
2020. M4	44.5%	68.5%	78.1%	36.8%	17.9%	29.8%	40.5%
2020. M5	38.8%	75.6%	75.4%	30.2%	37.1%	12.2%	28.9%
2020. M6	52.0%	42.6%	79.8%	67.8%	14.7%	20.3%	33.8%
2020. M7	17.2%	37.7%	44.7%	38.9%	6.3%	38.4%	13.6%
2020. M8	11.7%	30.7%	16.8%	28.6%	-12.2%	18.1%	7.4%
2020. M9	42.3%	74.8%	50.2%	56.5%	17.7%	17.6%	20.2%
2020. M10	57.6%	107.5%	63.8%	56.8%	2.7%	14.0%	28.3%
2020. M11	26.5%	30.2%	28.5%	30.4%	5.7%	20.1%	14.1%
2020. M12	4.9%	35.3%	10.9%	10.7%	-36.2%	-24.4%	-11.4%
2021. M1	61.3%	73.3%	65.4%	60.4%	-17.8%	22.8%	29.8%
2021. M2	-45.3%	-9.2%	-39.1%	-23.7%	-45.3%	-24.5%	-37.5%
2021. M3	-7.6%	30.1%	11.7%	-7.9%	-10.4%	-26.8%	-14.4%
2021. M4	-7.9%	53.4%	-15.0%	15.6%	-27.1%	-18.2%	-20.5%
2021. M1~M4	-2.4%	35.9%	-2.8%	6.9%	-23.2%	-13.9%	-12.1%

来源: 国金证券研究所整理

图表 5: 纸巾行业品牌阿里全网单月市占率一览

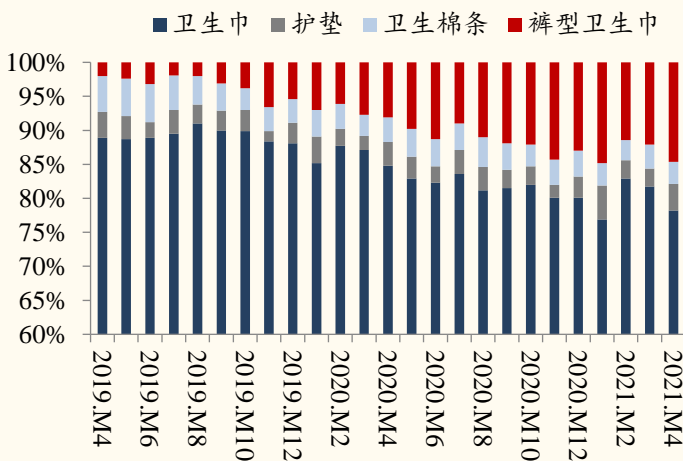
市占率	维达国际			中顺洁柔	金红叶	恒安国际	稳健医疗
	Vinda/维达	Tempo/得宝	维达整体	洁柔	清风	心相印	全棉时代
2020.M1	13.8%	2.1%	15.9%	8.4%	12.3%	10.2%	2.3%
2020.M2	14.4%	2.5%	17.0%	8.9%	10.8%	8.9%	1.5%
2020.M3	15.8%	2.3%	18.2%	11.3%	10.6%	10.1%	1.5%
2020.M4	15.2%	2.1%	17.3%	7.9%	9.8%	9.6%	1.6%
2020.M5	15.6%	2.6%	18.3%	8.5%	11.0%	8.8%	2.0%
2020.M6	18.5%	2.5%	21.0%	11.1%	11.2%	9.2%	3.3%
2020.M7	14.6%	2.1%	16.7%	9.3%	10.0%	10.7%	1.6%
2020.M8	15.0%	2.7%	17.7%	9.0%	8.6%	9.3%	2.5%
2020.M9	16.1%	2.6%	18.8%	10.5%	10.2%	8.9%	1.9%
2020.M10	17.3%	3.3%	20.6%	10.6%	8.8%	9.2%	1.8%
2020.M11	20.6%	3.7%	24.3%	12.4%	10.1%	9.5%	5.8%
2020.M12	17.1%	2.8%	19.9%	11.1%	7.1%	8.7%	3.0%
2021.M1	17.2%	2.8%	20.0%	10.4%	7.8%	9.6%	2.1%
2021.M2	12.6%	3.6%	16.3%	10.9%	9.5%	10.7%	2.8%
2021.M3	17.1%	3.6%	20.6%	12.2%	11.1%	8.6%	4.6%
2021.M4	17.6%	4.0%	21.6%	11.4%	9.0%	9.9%	1.9%

来源: 国金证券研究所整理, 注: 市占率=品牌成交额/全网销售总额

### 1.1.2、女性卫生巾: 品牌表现分化, 外资、内资各有看点

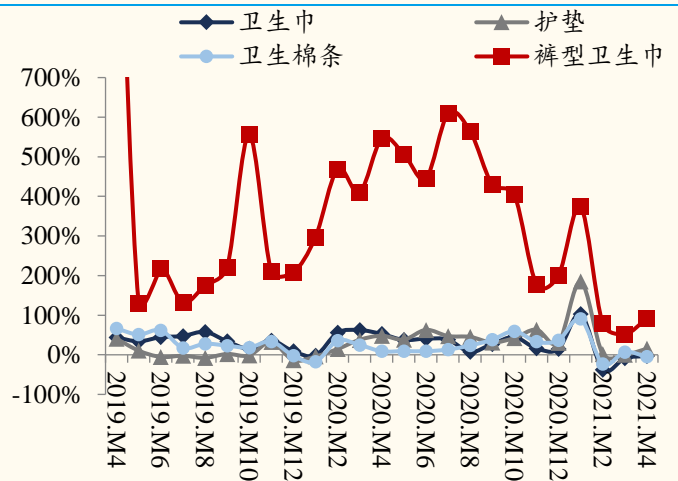
裤型卫生巾已成为品牌新的增长驱动点。裤型卫生巾由于包裹性好、舒适性高等产品特性受到消费者青睐, 加之产品利润率较传统卫生巾更高, 成为不少品牌主推产品。根据阿里平台统计, 2019年1月以来, 裤型卫生巾在卫生巾品类占比中增幅最大, 成交额占比也由1.8%提升至2021年4月的14.64%; 裤型卫生巾单月同比增速全面领跑其他品类, 4月同比增速91%, 不改强势成长趋势。

图表 6: 2019 年以来卫生巾各品类成交额占比



来源: 国金证券研究所整理, 注: 卫生巾品类统计口径包括卫生巾、卫生棉条、护垫、裤型卫生巾四类

图表 7: 2019 年以来卫生巾各品类成交额单月同比增速



来源: 国金证券研究所整理

外资品牌: 苏菲、高洁丝销售表现持续靓丽。

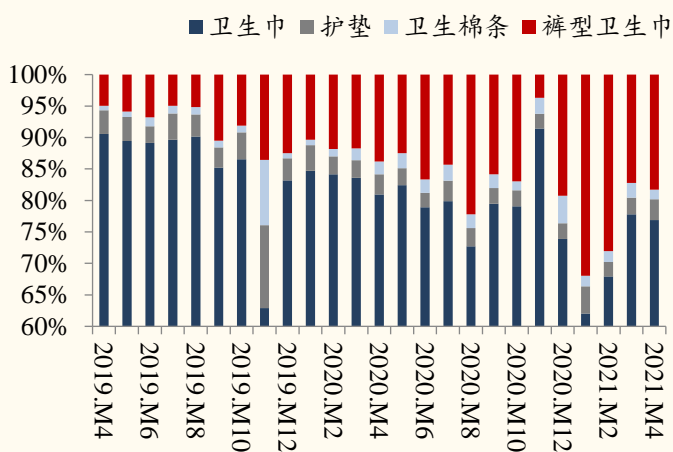
护舒宝: 宝洁旗下的护舒宝 4 月成交额 0.77 亿元, 同比增长 12.12%, 高于行业全网平均增速。1-4 月成交额为 3.3 亿元, 与去年同期相比下降 7.23%。

苏菲: 4 月成交额 0.87 亿元, 同比增长 21.38%, 1-4 月成交额 3.57 亿元, 与

去年同期相比增长 19.9%，高于行业全网平均增速。苏菲通过直播+促销的方式积极推进其“经期裤”产品系列，2021年4月，苏菲旗下裤型卫生巾占苏菲卫生巾总成交额占比已达 18.26%，相较去年同期提升 4.5pct。从单月同比增速来看，裤型卫生巾领跑各品类，4月同比增速 56.6%，仍然保持高速增长。市占率方面，苏菲4月阿里全网市占率为 16.4%，整体稳步提升。

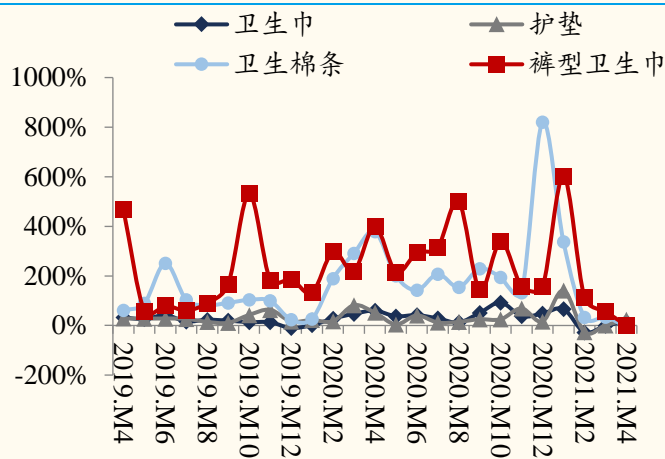
**高洁丝：**2021年4月成交额 0.68 亿元，同比增长 78.37%，1-4月成交额 2.82 亿元，与去年同期相比增长 61.56%，远超行业全网平均水平。从市占率角度来看，高洁丝表现优异，全品类市占率较去年4月提升 6.45pct 至 12.8%。

图表 8：苏菲卫生巾各品类成交额占比



来源：国金证券研究所整理

图表 9：苏菲卫生巾各品类成交额单月同比增速



来源：国金证券研究所整理

**内资品牌：Libresse 成长迅速，全棉时代借差异化定位和渠道优势表现持续亮眼。**维达旗下 Libresse 线上强势发力，实现超高速增长，1-4月实现成交额 0.4 亿元，同比+13.47%。恒安旗下的七度空间线上增速乏力，近一年单月同比增速持续低于行业平均，1-4月实现成交额 1.05 亿元，同比下跌 22.39%，4月阿里全网市占率相比去年下降 0.8pct 至 4.2%，市场份额呈下降趋势。全棉时代旗下的“奈丝公主”女性经期产品矩阵不断完善，借助“纯棉”的清晰定位高速发展；1-4月全棉时代卫生巾成交额 1.63 亿元，同比增长 95.49%，远超全网平均增速。

图表 10：卫生巾品牌阿里全网成交额同比增速一览

所属公司	外资				内资					
	宝洁	尤妮佳	金佰利	花王	维达国际	恒安国际	重庆百亚	景兴健护	稳健医疗	全网
同比增速	护舒宝	苏菲	高洁丝	乐而雅	libresse	七度空间	自由点	ABC	全棉时代	全网
2020.M1	39.6%	9.0%	13.6%	34.4%	-	-1.4%	10.0%	-8.8%	104.7%	8.0%
2020.M2	106.8%	39.4%	34.1%	110.4%	-	-6.9%	246.5%	44.4%	254.0%	71.7%
2020.M3	100.2%	59.9%	104.9%	85.6%	-	-1.7%	107.7%	22.1%	51.5%	72.5%
2020.M4	90.4%	78.6%	68.6%	67.9%	-	-1.0%	187.1%	44.7%	61.7%	74.4%
2020.M5	46.9%	48.8%	88.9%	38.7%	-	5.9%	77.2%	57.1%	183.4%	60.1%
2020.M6	62.3%	60.4%	110.1%	88.4%	-	10.6%	39.7%	87.0%	100.3%	67.9%
2020.M7	58.1%	44.2%	92.2%	27.5%	-	-40.4%	60.0%	13.2%	207.6%	66.9%
2020.M8	-11.9%	39.1%	58.9%	22.0%	353.3%	-36.9%	38.8%	11.3%	33.0%	22.4%
2020.M9	25.4%	61.4%	91.1%	21.0%	879.6%	-11.9%	70.7%	40.9%	105.7%	19.0%
2020.M10	10.8%	110.6%	106.7%	48.3%	374.1%	2.9%	225.0%	37.7%	317.8%	31.9%
2020.M11	29.0%	49.8%	57.1%	69.4%	146.3%	-9.2%	-7.9%	18.2%	35.2%	12.9%

2020. M12	23.2%	66.5%	54.7%	51.7%	98.7%	-32.7%	-4.0%	5.2%	83.6%	5.5%
2021. M1	50.7%	93.7%	232.0%	53.8%	846.8%	-5.4%	34.6%	59.3%	180.1%	50.4%
2021. M2	-15.4%	-10.2%	-22.0%	-48.2%	-18.3%	-47.2%	-60.3%	-41.4%	21.0%	-30.4%
2021. M3	-26.7%	6.6%	41.6%	7.0%	8.7%	-16.1%	-11.0%	0.1%	71.5%	-10.1%
2021. M4	12.1%	21.4%	78.4%	34.9%	-69.1%	-24.7%	-31.6%	-6.9%	144.3%	-11.5%
2021. M1~M4	-7.2%	19.9%	61.6%	7.6%	13.5%	-22.4%	-20.2%	-3.6%	95.5%	-4.8%

来源：国金证券研究所整理

图表 11：卫生巾品牌阿里全网单月市占率一览

市场份额	外资				内资				
	护舒宝	苏菲	高洁丝	乐而雅	libresse	七度空间	自由点	ABC	全棉时代
2020. M1	11.2%	11.0%	5.5%	4.2%	0.4%	6.0%	2.2%	2.5%	1.4%
2020. M2	14.5%	10.9%	6.6%	4.9%	1.2%	5.5%	2.7%	3.6%	1.3%
2020. M3	17.2%	12.9%	8.3%	4.9%	1.4%	5.5%	2.7%	3.2%	1.5%
2020. M4	11.5%	12.0%	6.4%	3.8%	2.4%	5.0%	2.7%	3.3%	1.2%
2020. M5	11.0%	12.3%	7.1%	3.8%	2.3%	5.6%	2.6%	3.2%	2.1%
2020. M6	18.9%	12.6%	8.0%	5.1%	0.5%	5.2%	2.4%	3.5%	2.9%
2020. M7	10.6%	10.0%	6.8%	3.1%	1.4%	3.0%	2.3%	2.5%	1.9%
2020. M8	10.2%	11.3%	7.5%	3.5%	1.2%	3.8%	2.2%	2.5%	2.1%
2020. M9	12.6%	15.3%	9.6%	4.3%	1.9%	5.1%	4.0%	4.1%	2.3%
2020. M10	11.1%	16.9%	11.1%	3.9%	1.1%	5.2%	4.1%	3.7%	3.6%
2020. M11	23.6%	16.1%	9.7%	6.8%	1.0%	5.3%	2.3%	3.7%	4.3%
2020. M12	13.6%	16.4%	9.6%	5.4%	2.1%	4.8%	2.7%	3.4%	3.7%
2021. M1	11.3%	14.2%	12.2%	4.3%	2.7%	3.8%	2.0%	2.6%	2.7%
2021. M2	17.6%	14.1%	7.4%	3.6%	1.4%	4.2%	1.6%	3.0%	2.3%
2021. M3	14.1%	15.3%	13.1%	5.8%	1.7%	5.1%	2.7%	3.5%	2.8%
2021. M4	14.6%	16.4%	12.8%	5.8%	0.8%	4.2%	2.1%	3.5%	3.4%

来源：国金证券研究所整理

### 1.1.3、婴儿纸尿裤：1-4月同比增速0.31%

**传统外资品牌：好奇持续引领外资龙头成长。**好奇4月成交额2.2亿元，同比增长71.91%，1-4月总成交额为8.46亿元，同比增长80.51%；从阿里全网市占率来看，好奇自2020年8月起反超帮宝适登顶第一，4月市场份额比去年同期大幅提升8.2pct达到16.9%，显著拉开与帮宝适的差距。宝洁旗下的帮宝适4月成交额1.63亿元，成交额同比下降14.24%，2021年1-4月成交额6.1亿元，同比下降5.96%，低于全网平均增速。妙而舒4月继续保持下滑态势，同比下降49.16%，1-4月实现成交额2.13亿元，同比下降39.94%，市占率亦同比下降至4.1%。4月Moony成交额同比下降10.44%，1-4月成交额2.52亿元，同比下降4.57%，呈现下降态势。

**内资新锐品牌：碧芭借多IP联名强化产品矩阵构建，Babycare全品类生态建立成功。**

- ① 碧芭宝贝：强化IP联名推出多个系列产品矩阵，并且品牌积极通过直播方式进行推广，1-4月成交额1.04亿元，同比增长106.22%，增速显著领跑新锐品牌，阿里全网市占率同比增加1.0pct至2.5%。
- ② Babycare：从低频的推车、腰凳出发，向标准化高频的尿裤、湿巾推广，

全品类战略推进顺利，价格带集中在百元以下，产品设计、包装造型和潮流色彩搭配，吸引年轻一代女性消费群体，1-4月成交额同比增长29.66%，全网市占率不断攀升，由2020年初的低于3%攀升至6.7%。

图表 12: 碧芭强化 IP 联名，不断丰富产品矩阵



来源: 天猫, 国金证券研究所

图表 13: Babycare 多品类布局战略较成功



来源: 天猫, 国金证券研究所

图表 14: 婴儿纸尿裤品牌阿里全网成交额同比增速一览

所属公司	传统外资				新锐品牌				全网
	金佰利	宝洁	花王	尤妮佳	凯儿得乐	比芭护理	babycare	南极人	
同比增速	huggies 好奇	帮宝适	妙而舒	Moony	凯儿得乐	碧芭宝贝	bc babycare	南极人	全网
2020. M1	0.9%	-26.3%	21.6%	-10.1%	-27.7%	-	-	-28.7%	-17.2%
2020. M2	97.4%	81.4%	105.2%	94.5%	23.3%	-	-	-15.7%	67.0%
2020. M3	17.3%	23.2%	50.8%	-8.7%	-8.5%	-	-	-29.3%	13.5%
2020. M4	45.6%	40.0%	89.0%	-6.1%	8.1%	1050.9%	597.1%	8.3%	33.7%
2020. M5	24.6%	21.2%	38.5%	-16.5%	-34.4%	366.8%	193.7%	-0.9%	4.7%
2020. M6	75.2%	44.2%	50.0%	-21.0%	-15.9%	779.8%	141.1%	12.6%	34.8%
2020. M7	75.3%	33.7%	26.3%	-12.1%	1.3%	558.4%	143.5%	-8.6%	10.7%
2020. M8	59.9%	0.6%	-4.0%	-3.3%	-3.4%	442.4%	81.8%	-4.0%	6.6%
2020. M9	78.3%	6.8%	0.4%	-8.4%	33.5%	575.3%	84.9%	18.3%	15.2%
2020. M10	115.5%	23.6%	-6.8%	21.7%	80.4%	1007.0%	115.1%	10.5%	29.4%
2020. M11	77.8%	10.2%	7.7%	-19.7%	19.7%	440.1%	91.1%	-17.4%	23.2%
2020. M12	69.7%	6.4%	-28.3%	16.2%	9.7%	189.6%	127.0%	-25.6%	8.7%
2020. M1	145.9%	35.7%	-29.9%	20.8%	13.9%	318.1%	46.9%	-4.6%	52.8%
2020. M2	20.0%	-52.7%	-65.4%	-37.8%	-44.6%	91.7%	56.1%	-51.3%	-41.1%
2020. M3	90.9%	8.8%	-14.5%	5.7%	-23.8%	120.3%	26.4%	-17.6%	5.9%
2020. M4	71.9%	-14.2%	-47.9%	-10.4%	-33.8%	49.4%	24.7%	-38.9%	-11.0%
2021. M1~M4	80.5%	-6.0%	-39.9%	-4.6%	-22.7%	106.2%	36.5%	-27.0%	0.3%

来源: 国金证券研究所整理

图表 15: 婴儿纸尿裤品牌阿里全网单月市占率一览

市占率	传统外资				新锐品牌			
	huggies 好奇	帮宝适	妙而舒	Moony	凯儿得乐	碧芭宝贝	babycare	南极人
2020. M1	9.2%	11.4%	7.9%	6.3%	0.3%	0.5%	2.8%	2.2%
2020. M2	9.6%	11.9%	7.1%	5.4%	0.3%	0.8%	4.2%	1.5%
2020. M3	9.3%	14.3%	5.9%	5.0%	0.3%	1.0%	5.3%	1.4%
2020. M4	8.8%	13.0%	7.1%	4.3%	0.3%	1.5%	4.9%	1.8%
2020. M5	8.9%	14.8%	6.3%	4.0%	0.3%	1.1%	5.0%	1.9%
2020. M6	11.4%	14.7%	4.0%	5.3%	0.3%	1.8%	6.4%	1.1%
2020. M7	11.8%	11.8%	4.7%	4.2%	0.4%	1.4%	5.9%	1.6%
2020. M8	11.9%	11.6%	3.0%	4.4%	0.4%	1.4%	6.7%	1.5%
2020. M9	11.8%	11.7%	4.5%	4.9%	0.4%	1.7%	5.8%	1.7%
2020. M10	12.8%	10.9%	4.7%	5.7%	0.4%	1.7%	4.7%	1.9%
2020. M11	12.5%	11.8%	4.4%	5.6%	0.4%	6.0%	7.6%	0.8%
2020. M12	11.8%	11.6%	4.8%	6.0%	0.4%	1.7%	6.3%	1.5%
2021. M1	14.8%	10.1%	3.6%	5.0%	0.3%	1.4%	4.1%	1.4%
2021. M2	19.5%	9.6%	4.2%	5.7%	0.3%	2.6%	6.5%	1.2%
2021. M3	16.7%	14.7%	4.8%	5.0%	0.2%	2.1%	6.7%	1.1%
2021. M4	16.9%	12.6%	4.1%	4.3%	0.3%	2.5%	6.1%	1.2%

来源: 国金证券研究所整理

#### 1.1.4、成人失禁用品: 高低端同时发力, 全网与去年成交额基本持平

成人失禁用品 2021 年开局较好, 1-4 月全网成交额与去年基本持平。全渠道品牌可靠 2021 年 1-4 月成交额 0.67 亿元, 同比增长 19.1%, 高于全网增速。互联网品牌老来福凭借低价策略保持较快增长, 1-4 月成交额 0.30 亿元, 同比增长 22.1%, 远高于全网增速。互联网品牌周大人保持下降态势, 1-4 月成交额 0.33 亿元, 同比下降 16.5%。

图表 16: 成人失禁品牌阿里全网成交额同比增速一览

同比增速	可靠	老来福	Dr. p/包大人	周大人	全网
2020. M1	-6.2%	35.7%	44.0%	-21.8%	-20.1%
2020. M2	51.6%	82.7%	92.7%	35.8%	19.8%
2020. M3	15.3%	78.0%	16.9%	-4.7%	-5.8%
2020. M4	68.0%	115.3%	50.1%	-20.3%	26.2%
2020. M5	67.8%	141.6%	28.3%	-22.4%	18.5%
2020. M6	64.7%	184.1%	45.9%	35.8%	44.4%
2020. M7	44.0%	148.8%	9.1%	-16.3%	20.8%
2020. M8	46.3%	155.6%	15.4%	-16.9%	20.5%
2020. M9	31.7%	246.4%	9.3%	-23.0%	17.0%
2020. M10	30.5%	221.6%	2.1%	-8.4%	22.6%
2020. M11	46.7%	211.8%	19.7%	-9.8%	21.0%
2020. M12	57.3%	51.4%	4.7%	-2.0%	6.2%
2021. M1	68.3%	108.6%	-29.8%	20.5%	34.0%
2021. M2	-20.9%	-14.1%	-40.5%	-58.5%	-29.5%
2021. M3	26.9%	10.1%	21.4%	-19.1%	4.2%
2021. M4	1.1%	-6.7%	-15.4%	-7.8%	-15.1%
2021. M1~M4	19.1%	22.1%	-17.5%	-16.5%	0.0%

来源: 国金证券研究所整理

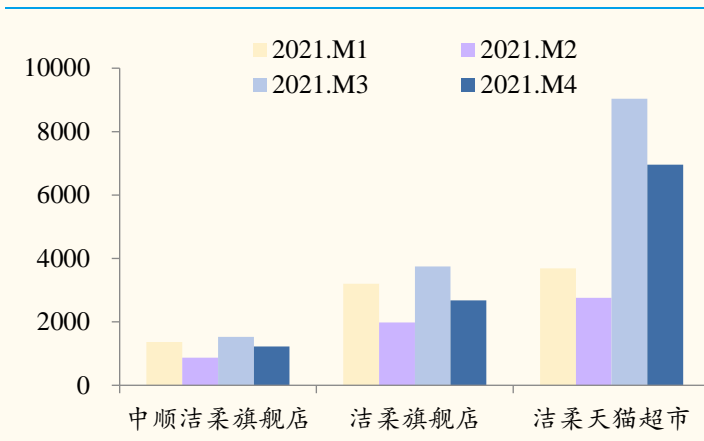


## 1.2、重点上市公司数据跟踪

**中顺洁柔：官方旗舰店表现突出。**1-4月中顺洁柔旗舰店、洁柔旗舰店及天猫超市成交额同比增速分别为54.57%/42.27%/11.66%，三大旗舰店成交额同比增速亮眼。从2020年全年来看，三大主要店铺成交额占比分别为12.8%/29.7%/57.5%，天猫超市仍是主要销售渠道，4月猫超单月同比增速反弹，旗舰店表现更为突出，我们认为主要与公司持续通过在旗舰店推出新品、增加直播引流导致。

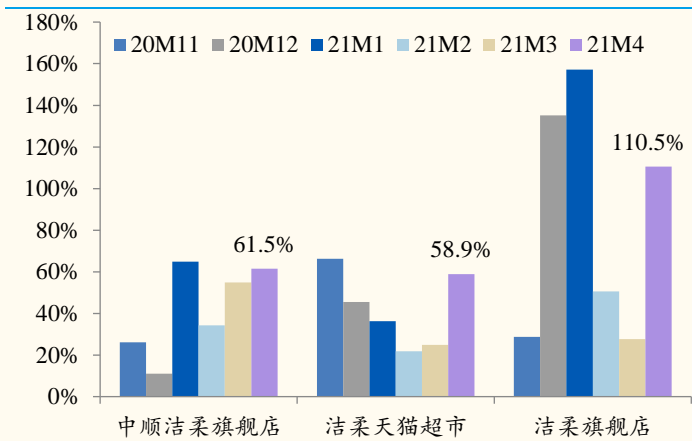
此外，洁柔新建立了卫生巾事业部，卫生巾品牌“朵蕾蜜”近来相继推出主打舒适的“进口棉花”系列、主打吸收防漏的“AB芯系列”，加速产品矩阵的完善，期待公司卫生巾个护业务在2021年的业绩释放。

图表 17：洁柔两大天猫旗舰店及天猫超市月度成交额（万元）



来源：国金证券研究所整理

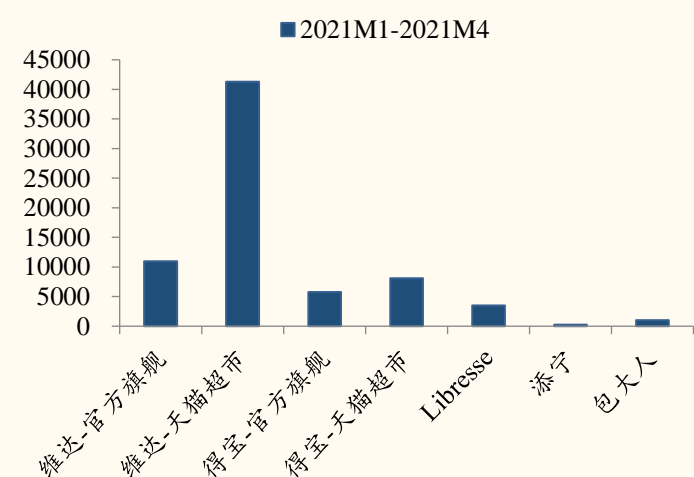
图表 18：洁柔天猫旗舰店及天猫超市成交额同比增速



来源：国金证券研究所整理

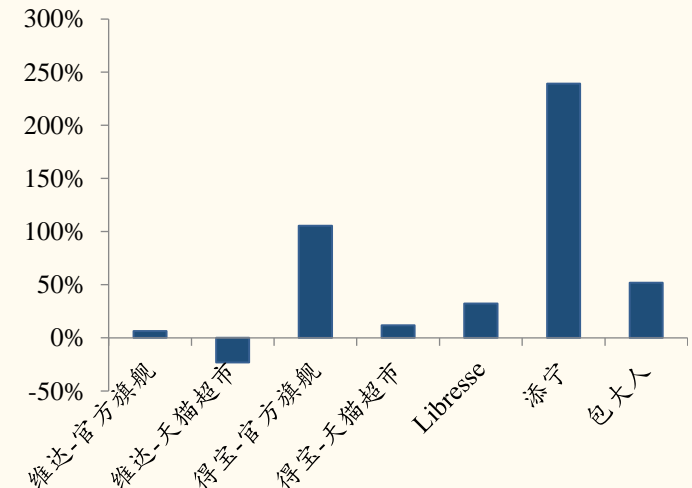
**维达国际：纸巾自营官方旗舰店表现优异，卫生巾品牌 Libresse 增速靓丽。**分店铺来看，自营官方旗舰店表现突出，得宝、添宁 1-4 月成交额同比增速均超 100%，其中高端纸巾品牌得宝旗舰店表现更为靓丽，成交额同比增速 105%，维达、得宝天猫超市成交额同比增速略有回落。

图表 19：维达旗下主要旗舰店 1-4 月成交额（万元）



来源：国金证券研究所整理

图表 20：维达旗下主要旗舰店 1-4 月成交额同比增速

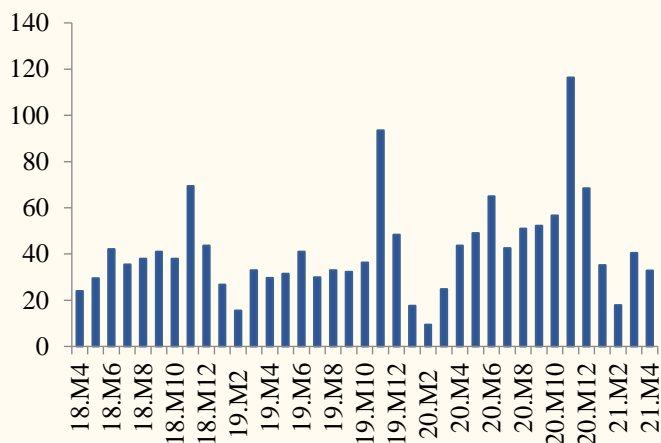


来源：国金证券研究所整理

## 2、软体家居线上数据跟踪

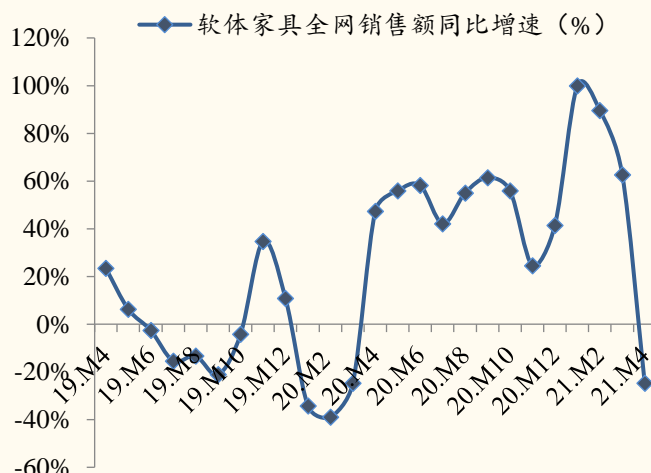
软体家具：高基数影响下，4月线上增速有所回落。受去年4月高基数、以及今年3月天猫家装节带来的虹吸效应，4月阿里全网软体家具成交额32.84亿元，同比-24.8%，相较2019年同期复合增速5.3%。分品牌看，芝华仕4月成交额同比下降17.5%，相较2019年同期复合增速46.9%，1~4月同比增长48.4%。互联网品牌头部企业林氏木业主打年轻、高性价比的产品策略，增长势头迅猛，4月依旧逆势高增，成交额同比+31.1%，1-4月成交额同比+56.7%。

图表 21：阿里全网软体家具成交额（亿元）



来源：国金证券研究所整理

图表 22：阿里全网软体家具成交额增速有所回落



来源：国金证券研究所整理

图表 23：沙发品类主要品牌单月成交额同比增速情况

同比增速	传统品牌			互联网品牌		全网
	顾家	芝华仕	全友	林氏木业	源氏木语	全网
2020. M1	-51.1%	-18.9%	-36.4%	7.0%	24.2%	-38.9%
2020. M2	-7.9%	11.9%	-50.4%	-6.1%	-19.5%	-39.1%
2020. M3	36.7%	3.4%	24.2%	47.5%	30.5%	-29.0%
2020. M4	74.9%	223.2%	27.7%	73.0%	79.6%	47.1%
2020. M5	-49.6%	164.2%	-71.5%	61.8%	214.7%	50.6%
2020. M6	28.8%	105.3%	60.0%	45.5%	184.3%	63.1%
2020. M7	1.4%	35.0%	18.9%	31.6%	78.1%	43.9%
2020. M8	79.1%	44.0%	1.6%	70.0%	165.7%	60.8%
2020. M9	195.2%	18.7%	-14.2%	51.5%	190.9%	83.5%
2020. M10	161.8%	115.0%	-6.0%	80.0%	1082.0%	59.7%
2020. M11	-34.5%	41.8%	-33.9%	22.4%	135.2%	16.2%
2020. M12	14.9%	173.1%	31.8%	79.8%	228.2%	42.9%
2021. M1	77.6%	280.1%	183.1%	88.8%	203.1%	114.2%
2021. M2	16.5%	89.7%	140.7%	72.8%	132.5%	77.3%
2021. M3	18.1%	89.3%	83.3%	55.4%	70.8%	60.6%
2021. M4	-33.1%	-17.5%	-11.2%	31.1%	-24.4%	-16.9%
2021. M1~M4	3.3%	48.4%	65.6%	56.7%	63.0%	36.1%

来源：国金证券研究所整理

床垫：行业维持高景气，传统家居品牌领跑。床垫4月成交额4.2亿元，同比下降18.78%。喜临门4月增速放缓，成交额0.29亿元，同比下降47.24%。

1-4月全网成交额达4.9亿元，同比增长328.69%。梦百合通过180天免费试睡，到店体验免费领取记忆绵枕头往线下引流等营销活动，一季度阿里全网成交额0.52亿元，同比增速454.5%，3月市占率提升至4.14%。传统家居品牌顾家家居1-4月床垫品类成交额0.31亿元，同比增长82.9%；芝华仕1-4月床垫品类成交额0.37亿元，同比增长40.1%。

图表 24: 床垫品类主要品牌单月成交额同比增速情况

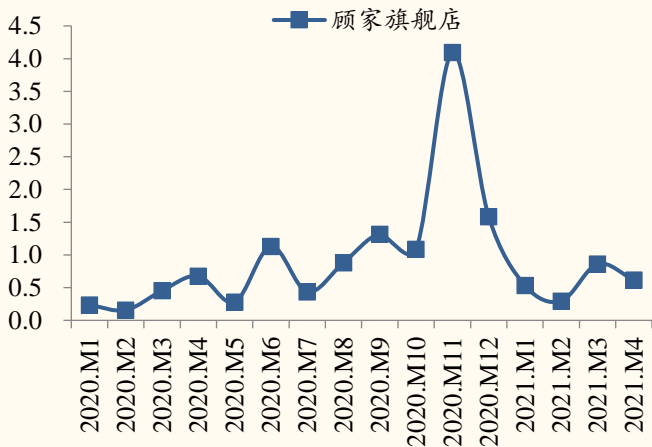
同比增速	传统床垫品牌				传统家具品牌		全网
	喜临门	梦百合	慕思	雅兰	顾家	芝华仕	全网
2020. M1	5.0%	157.6%	-17.7%	-45.8%	-17.8%	19.9%	-24.5%
2020. M2	-53.1%	877.5%	-31.0%	-59.4%	299.2%	57.6%	-33.3%
2020. M3	105.2%	151.5%	-27.4%	5.7%	75.0%	-53.2%	1.9%
2020. M4	415.7%	376.5%	63.9%	58.6%	111.8%	133.4%	59.0%
2020. M5	69.8%	553.4%	25.1%	40.1%	-7.1%	-14.7%	31.8%
2020. M6	158.0%	940.5%	27.6%	69.6%	255.2%	-33.1%	51.1%
2020. M7	180.5%	625.0%	26.1%	20.5%	154.7%	-28.0%	46.5%
2020. M8	10.1%	1358.0%	48.4%	50.3%	199.6%	-43.9%	53.4%
2020. M9	525.7%	906.3%	11.4%	17.0%	328.2%	43.4%	101.0%
2020. M10	1966.9%	263.6%	285.8%	65.0%	11.5%	110.6%	195.3%
2020. M11	271.2%	94.2%	11.8%	38.4%	24.6%	-41.4%	69.8%
2020. M12	296.2%	126.2%	82.3%	101.3%	237.8%	79.6%	79.6%
2021. M1	872.5%	338.5%	351.9%	304.3%	206.8%	197.0%	138.7%
2021. M2	2693.4%	272.1%	265.3%	273.4%	0.8%	94.3%	216.0%
2021. M3	398.3%	617.1%	121.9%	96.7%	116.7%	43.3%	94.7%
2021. M4	-47.2%	208.9%	2.9%	1.3%	71.1%	-11.5%	-18.8%
2021. M1~M4	328.7%	363.4%	120.7%	103.9%	82.9%	40.1%	3.0%

来源：国金证券研究所整理

## 2.2、上市公司天猫官方旗舰店数据跟踪

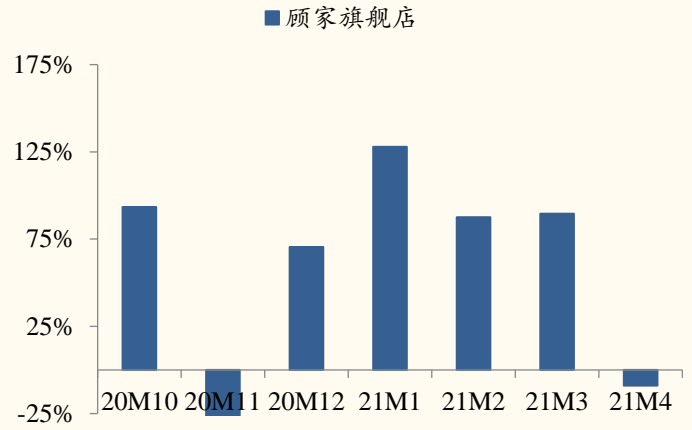
**顾家家居：线上销售增速放缓，中高价格带占比提升。**顾家天猫官方旗舰店4月官方旗舰店成交额同比下降9.0%，1-4月成交额为2.31亿元，同比增速51.4%。从品类角度看，前五名大单品成交额占比呈下降趋势，4月前五大销售单品成交额占比达26.2%。价格带方面，中高价格带产品成交额占比持续上升，8000以上产品成交额超过41.9%，我们认为顾家官方旗舰店的角色也由商品展示、引流线下转换为重要销售渠道。

图表 25: 顾家家居官方旗舰店成交额 (亿元)



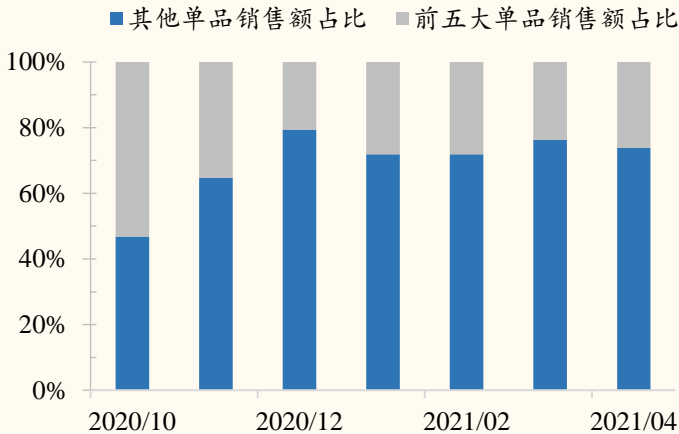
来源: 国金证券研究所整理

图表 26: 顾家家居官方旗舰店单月成交额增速



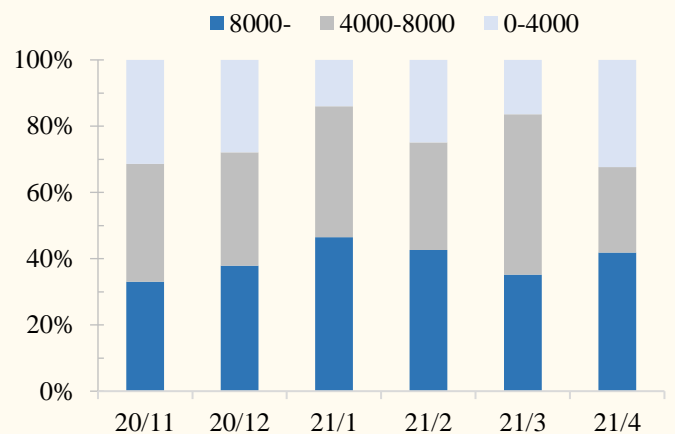
来源: 国金证券研究所整理

图表 27: 顾家线上品类集中度分布



来源: 国金证券研究所整理

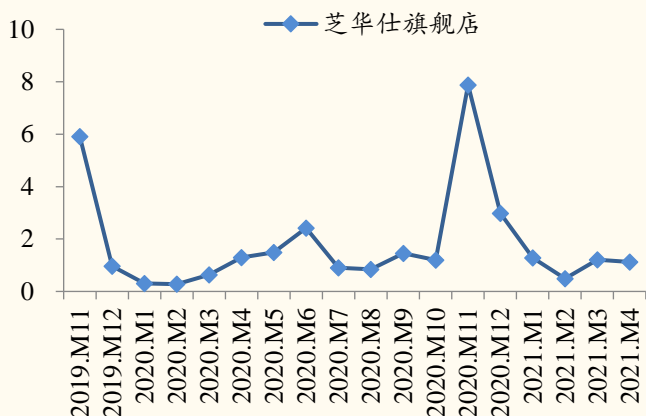
图表 28: 顾家线上品类价格区间分布



来源: 国金证券研究所整理

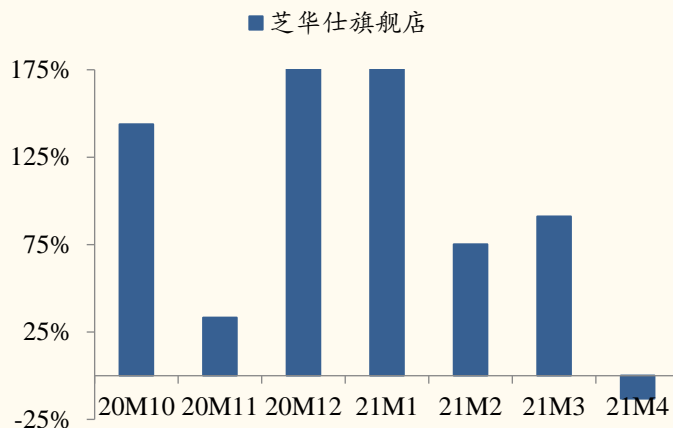
**敏华控股: 以功能按摩单椅为特色, 中高价格带占比提升。** 芝华仕天猫官方旗舰店 1-4 月成交额为 4.1 亿元, 同比增长高达 63.2%。芝华仕加大对促销引流款销售力度, 推出 0 元无门槛抽奖等促销活动, “孟美岐” 同款单人沙发等爆款产品成交额有明显提升, 这也使得 4 月前五大单品成交额占比提升至 32.4%, 4 月 8000 元以上产品成交额占比提升至 30.6%。公司积极聚焦电商发展, 灵活的迎合市场需求, 通过高频直播扩大品牌声量, 并且从门槛较低的单椅品类出发, 逐步拓展至客单价较高的按摩椅、床垫等品类, 不断强化精细化运营。

图表 29: 芝华仕官方旗舰店成交额 (亿元)



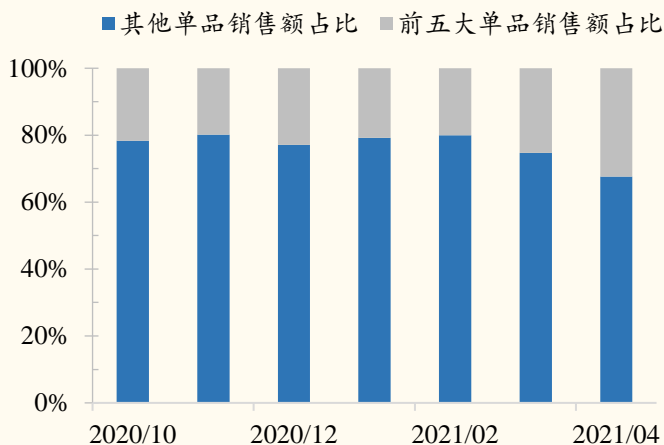
来源: 国金证券研究所整理

图表 30: 芝华仕官方旗舰店成交额增速



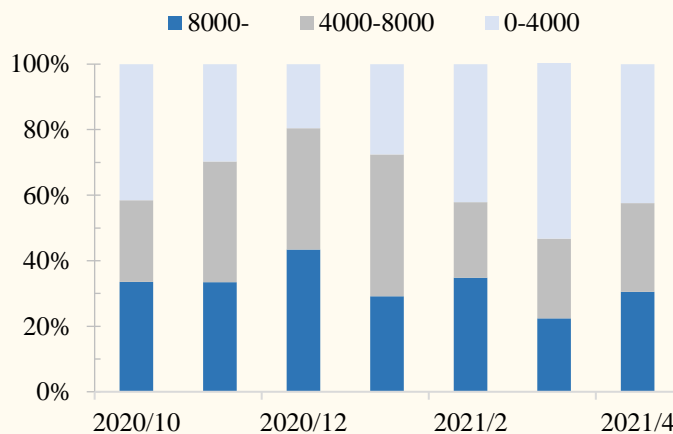
来源: 国金证券研究所整理

图表 31: 芝华仕线上品类集中度



来源: 国金证券研究所整理

图表 32: 芝华仕线上品类价格区间分布



来源: 国金证券研究所整理

## 投资建议

**纸品&卫生用品个护:** 受木浆价格上涨的影响, 生活用纸行业终端竞争有所放缓, 头部公司战略性储备低价库存, 且在 3 月、4 月纷纷发出涨价函, 涨价幅度超过 10%, 我们认为龙头拥有率先提价能力+低价木浆储备, 2021 年上半年在终端竞争舒缓的情况下毛销差有望进一步扩大, 高盈利能力有望得到保持。我们推荐电商运营能力优质的头部公司中顺洁柔、维达国际。卫生用品个护方面, 新兴渠道品牌不断崛起, 关注拥有技术优势、供应链优势的头部卫生用品代工企业豪悦护理。

**中顺洁柔:** 渠道拓展品类优化驱动成长, 股份回购增持倡议彰显信心

**产品结构持续优化, 华北区域加速开拓。** 公司先后推出油画系列、抑菌纸、元气包卫生巾等高毛利的中高端细分品类。成本方面, 12 月起浆价从底部大幅上涨, 公司对低价木浆进行了充足的战略备库, 4Q 报表存货 16.6 亿元。同时, 自 3 月起公司持续提价, 预计随着涨价逐步落地, 公司盈利能力稳定。在渠道方面, 公司积极开拓社区零售等新零售渠道, 线下渠道也加速原来相对弱势的华北地区市场开拓。1Q21 营收同比+25.8%, 其中华北/华东/电商营收同比+50%/30%/45.7%。

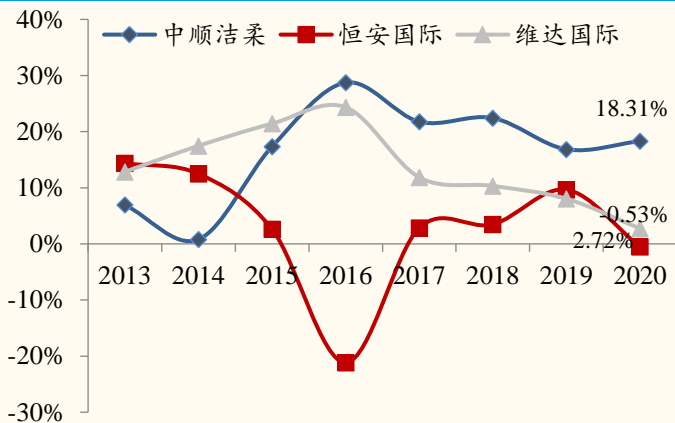
**区域开拓+“太阳”入局提份额, 看好个护打开长期第二成长曲线。** 公司前期公布新建华东地区 40 万吨产能计划, 彰显加速华东市场拓张的信心。中低端品牌太阳今年已经入局, 卫生巾、棉柔巾等个护品类已逐渐崭露头角, 2021 年初

新推出婴儿护理品牌 OKBEBE 系列，个护品类为公司中长期的成长打开新的空间。

**股份回购完善激励机制，增持倡议彰显信心。**2021 年 1 月 5 日，董事会通过回购方案，回购总金额 1.8-3.6 亿元，预计回购股份 571-1142 万股，拟全部用于股权激励计划或员工持股计划，截至 2021 年 5 月 7 日，累计回购股份数量合计 1074.36 万股，成交总金额 2.70 亿元，基本完成回购计划。实控人提出附带兜底承诺的增持倡议及不减持的承诺彰显实控人对公司管理层架构调整及后续增长的信心，并将基层员工利益与公司发展紧密绑定，增强凝聚力。

**投资建议：**我们预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.9、1.1 和 1.4 元，当前股价对应 PE 分别为 35.47/28.69/23.26X，考虑到公司优秀的经营管理能力、强大的品牌竞争力和清晰的成长路径，当前股价对应的估值较为便宜，维持“买入”评级。

图表 33: 17 年以来中顺洁柔收入增速高于维达和恒安



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 34: 中顺洁柔产品系列矩阵



来源：公司官网、国金证券研究所

**维达国际：升级&电商是核心战略**

纸巾业务中高端占比不断提升，龙头提价能力保证 2021 年盈利能力。公司受益于高端产品组合占比提升，以及原料成本降低，纸巾毛利率持续提升。预计公司目前拥有超过 6 个月的木浆库存，在当下生活用纸价格因成本处于提价周期的时间窗口，纸巾业务有望在 2021 年保持不俗的盈利能力。

个人护理成长势头旺盛。成人失禁高端品牌添宁的入局和高端卫生巾品牌 Libresse 的快速增长，进一步优化维达个护业务。2020 年女性卫生巾业务在中国取得 70% 增长，1Q2021 增速超过 100%。我们判断，未来 2-3 年公司卫生巾业务有望保持超过 50% 的增速，同时中高端成人失禁品牌伴随渠道的开拓，有望进一步发力。

渠道端，电商是现在和未来的核心增长点：分渠道看，2020 年 GT、KA、商销和电商的收入占比分别为 27%、24%、13% 和 36%，同比增速分别为 -10.5%、-1.4%、-11% 和 27.5%，公司电商运营团队优秀，积极发力各电商平台，探索 O2O 等新型电商模式，有望将天猫电商运营经验复制到其他平台，强势发展值得期待。

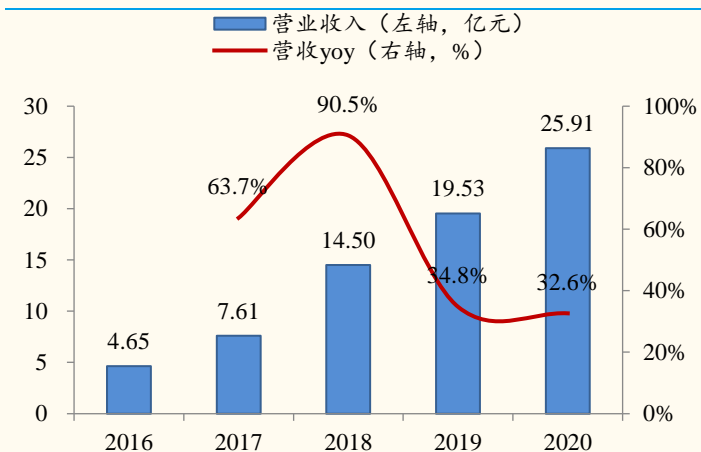
**投资建议：**我们预计 2021、2022、2023 年 EPS 至 1.88、2.15、2.45 元，当前股价对应 PE 分别为 13.22、11.56、10.14 倍，鉴于公司头部地位以及估值较国内和海外发达经济体同类公司显著便宜，维持“买入”评级。

**豪悦护理：卫生用品 ODM 领跑者，拓客户+拓品类助力份额提升**

拓客户+拓品类，成长路径清晰。公司客户结构不断完善，短期持续受益于下游新锐品牌客户的成长，中期有望持续“抢份额”，打开新客户合作空间。新品开拓方面，过去三年公司新品类经期裤营收增速超 90%，未来三年有望持续享受细分赛道高增长红利。

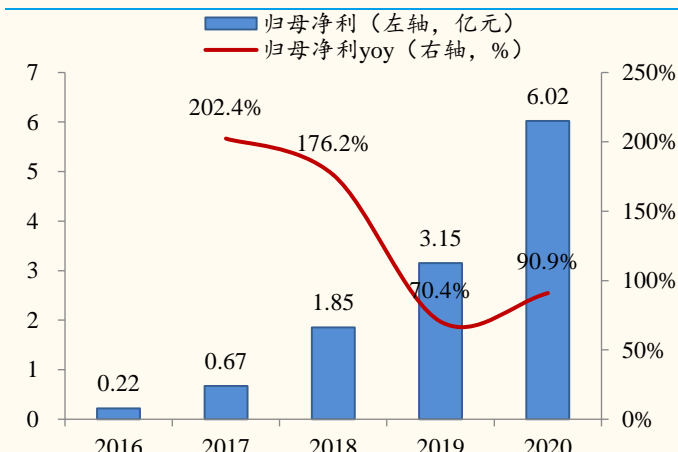
**竞争壁垒：强供应链+快研发+成本管控+海外延伸，成长路径清晰。**生产端，公司凭借“强品控+快交付”的供应链优势，成功实现从小品牌到多类型客户矩阵的构建。在工艺研发端，公司拥有复合芯等的工艺研发优势和新兴品类的前瞻布局眼光，持续提升下游客户黏性，驱动公司年人均创收和人均创利的不断提升。海外生产建设端，泰国3条生产线已经到位，其中2条设备已开始试生产，东南亚市场亦将打开公司成长的地域半径。

图表 35：2016-2020 豪悦护理营收及增速



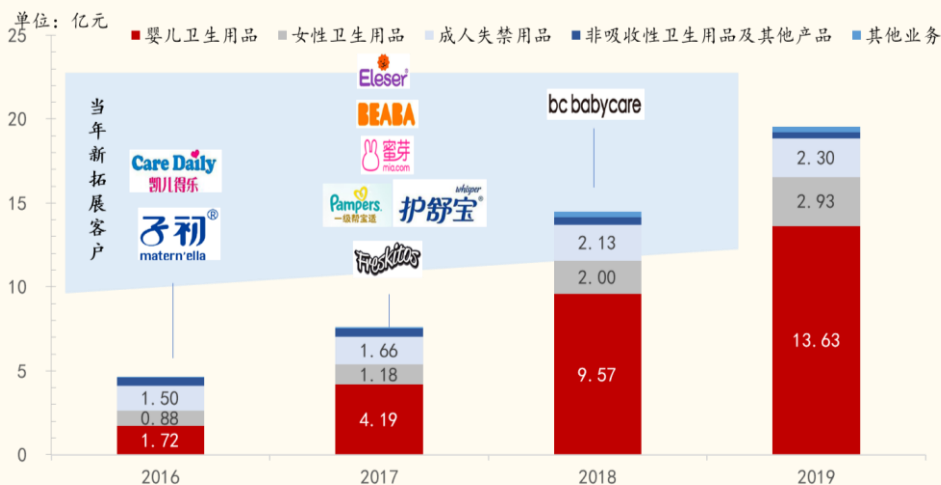
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 36：2016-2020 豪悦护理净利润及增速



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 37：豪悦护理下游新客户签订历程



来源：公司公告、国金证券研究所

**投资建议：**预计 2021-2023 年 EPS 为 6.22、7.64、8.88 元，当前股价对应 PE 分别为 21.1、17.2、14.8 倍，给予“买入”评级。

**软体家居板块：**软体家居正处于加速提升市场份额的阶段，内销市场竞争格局优良，顾家、敏华等龙头企业在高速增长的线上渠道聚焦更多资源，有望进一步释放发展潜力。推荐标的：敏华控股、顾家家居、梦百合。

**敏华控股：**内销如期高增，“霸盘中国”迈出坚实一步

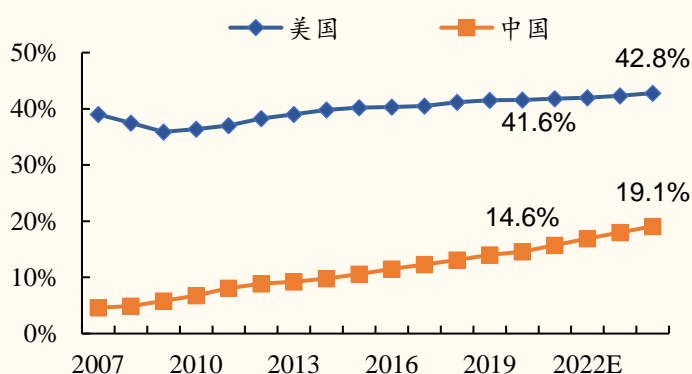
**内销如期高增，展现龙头实力：**国内如期获得快速增长主要由于公司贯彻“霸盘中国”的思路，加大线下渠道开拓，FY2021 公司线下营收同比+76.8%至 69.1 亿港元，线下门店净增 1125 家至 3999 家（未含意斯特及乐德飞翼共计 123 家门店），而在大幅新开与扩店的情况下，门店坪效仍有高双位数增长，内销市场展现出高质量健康发展态势。我们认为依然空间巨大，公司内销 2-3 年仍可保

持快速增长，并且公司在快速发展的红利期，也已开始重视数字化营销与生产等能力提升，逐步为未来品类扩张与渠道深度下沉打下坚实基础。

**外销：**需求方面，美国地产短周期已来临，历史上美国短周期跨度约 3-5 年，预计此轮景气期可持续至 2022 年，并且具备进入中期上行周期的基础。供给方面，公司越南工厂产能爬坡顺利，产能利用率已达 83%，顺利承接大部分对美出口。在此背景下，外销虽有海运等阶段性影响，但整体需求回暖持续性较强叠加出口格局优化，公司外销依然有望快速增长。

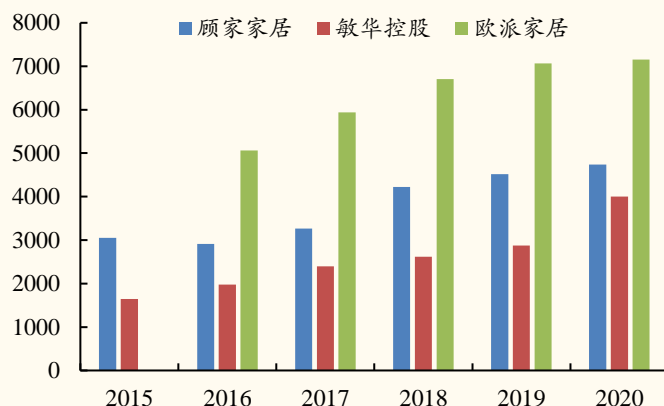
**内外加速扩张，迎来戴维斯双击：**公司内外销共同发力助推业绩迎来爆发期，且凭借降维打击内销中长期增长具备支撑，估值中枢有望进一步抬升，预计 FY21-23 的 EPS 分别为 0.49、0.62、0.78 元，当前股价对应的 PE 分别为 33.27X、26.29X、20.90X，“买入”评级。

图表 38：功能沙发渗透率亟待提升



来源：沙利文，国金证券研究所

图表 39：敏华渠道红利亟待释放（家）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 40：铁架、电机单位成本下降幅度对出厂定价影响的敏感性分析

		铁架单位成本下降 (元/个)							
		5	10	15	20	25	30	35	40
电机单位成本下降 (元/个)	5	49	74	98	123	148	172	197	221
	10	74	98	123	148	172	197	221	246
	15	98	123	148	172	197	221	246	270
	20	123	148	172	197	221	246	270	295
	25	148	172	197	221	246	270	295	320
	30	172	197	221	246	270	295	320	344
	35	197	221	246	270	295	320	344	369
	40	221	246	270	295	320	344	369	393

来源：国金证券研究所

### 顾家家居：组织变革领先，正迎来改革红利期

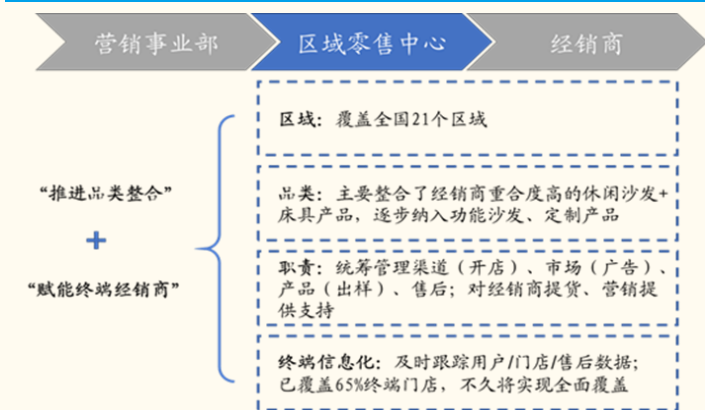
**内销：**1、公司持续进驻空白城市，积极探索“1+N+X”模式（各类大店+系列单店与品类综合店+各类新兴渠道业态），把握更多线下客流。我们认为区域零售中心改革是公司继续品类融合+渠道下沉的关键一步，这一布局中短期将迎来变革红利，并且为公司长期可持续发展奠定了良好的基础。2、中低端天禧品牌助推公司拓宽成长边界，加速下沉迎来利器。3、公司后端供应链持续优化，上线 SAP、OMS 等系统赋能供应链数字化管理，前后端效率的提升可期。

**外销：**在继续提效降本的基础上依托向海外转移产能以及加快拓展澳新市场，有望受益于大客户份额的提升驱动公司外销持续稳健增长。



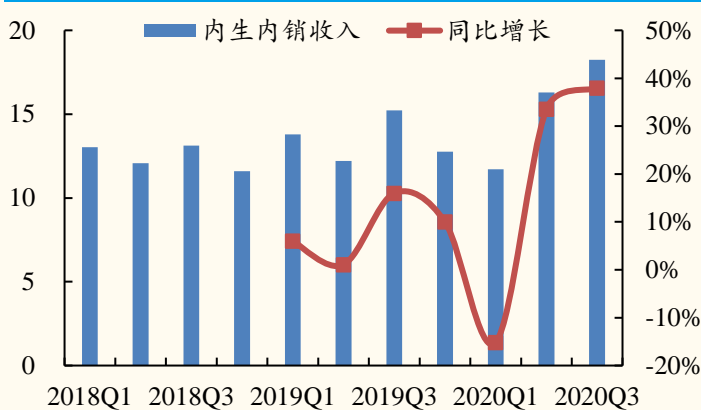
**β与α兼具助推公司加速成长：**预计 2021-2023 年公司的 EPS 为 2.73 元、3.28 元和 3.96 元，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 27.7x/23.1x/19.0x，“买入”评级。

图表 41：顾家区域零售中心改革布局



来源：国金证券研究所

图表 42：顾家家居各季度内生内销收入（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

**梦百合：内销发力海外产能爬坡压制因素消散，短期扰动不改长期成长逻辑**

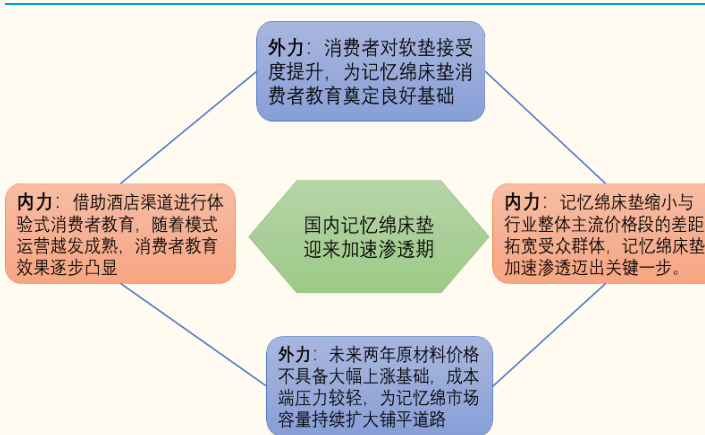
**外销两大增长推动力均具备持续性：**（1）美国地产投资与销售均将步入景气上行周期，海外需求回暖具备持续性；（2）梦百合通过海外产能调整及布局占据先发优势，美西海岸生产基地于 2021 年 2 月初开始投产，建成海外五大工厂。累计产能 50 亿元，资源调配效率升高第二次反倾销落地对公司影响有限。

**国内记忆绵床垫正进入加速渗透期，内销有望超预期：**内外四方面合力将助推国内记忆绵床垫进入加速渗透期，2021Q1 内销显现积极信号，其中直营店/加盟店营收与 2019Q1 相比分别+67%/+254%，国内直营/经销门店较 20 年底分别净增 9/56 家至 73/612 家，同时公司加大对经销渠道扶持力度。在这一背景下，梦百合依托产品+渠道+营销的布局逐渐完善，内销有望取得超预期增长。

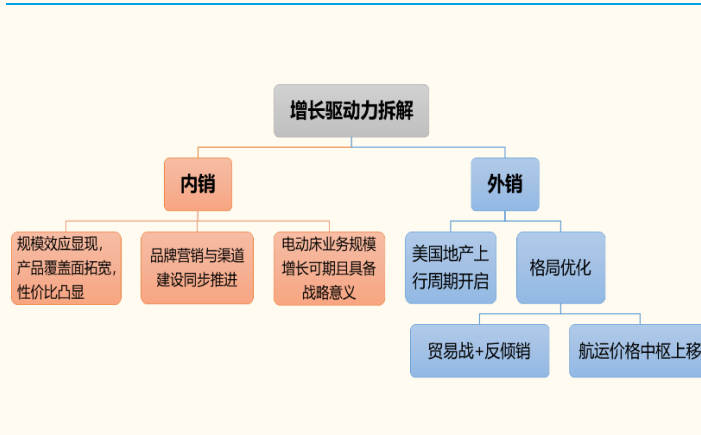
**三大因素将助推公司内销进入加速发展阶段：**（1）随着原料价格压力缓解叠加规模效应显现，依托成本优势公司已逐渐拓宽床垫产品价格段，扩大受众覆盖面；（2）公司加强前端品牌营销与后端服务保障的同时逐步完善渠道网络管理体系，确保渠道良性扩张；（3）多品类布局拓宽成长边界，电动床业务布局具备战略意义，短期做大规模的同时可部分绑定此后床垫更新客户，为可持续发展打下坚实基础。

**外销景气维持确保业绩高增，内销超预期贡献有望抬升估值中枢：**我们预计 2021-2023 年公司 EPS 为 1.51 元、2.09 元、2.83 元，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 19.1x/13.8x/10.2x，给予“买入”评级。

图表 43：国内记忆绵床垫将进入加速渗透期



图表 44：百合增长驱动力拆解



来源：国金证券研究所整理

来源：国金证券研究所整理

## 风险提示

国内外疫情反复；贸易战升级；原材料价格大幅提升。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应当视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402