

个护&家居 618 线上专题分析报告

行业专题研究报告

个护&家居 618 线上专题分析报告

基本结论

- 根据星图数据，洗护清洁类全网 GMV102 亿元，刚需以及大促销售催化影响下，家清洗护类产品囤货迹象明显，其中卫生纸品牌中维达表现优异，全网排名第一。洁柔/心相印分别位列天猫平台纸巾销售的第二/第三名。家居建材品类以 413 亿元成交额居于全品类的第六名。根据阿里全网数据估算，618 期间，纸巾/个护类 GMV 达 24 亿元，其中纸巾/湿巾和卫生巾类占据主导，GMV 分别达到 13.7 亿元和 9.6 亿元；婴童尿裤类 GMV 达到 16 亿元；软体家具中以整床、沙发和床垫为主，累计获得 GMV43 亿元。
- **细窥品类升级：产品结构优化明显，成长型“新兴品类”多点开花。**纸巾品类中，抽纸、卷筒纸占比不断降低，而湿巾、棉柔巾等新兴品类占比提高接近 10pcts。卫生巾品类中，裤型卫生巾的占比由 2020 年 6 月的 10% 提升至 2021 年的 14.2%，同比提升 4.2pcts。婴童尿裤中，单价较高的升级品类拉拉裤占比同比提升 6.6pcts，渗透率显著提升。
- **天猫榜单数据：龙头强者恒强趋势显著。**根据魔镜，纸巾品类四大龙头继续领跑行业，维达居于首位，得宝首次上榜进入第六名；卫生巾方面，海外品牌中高端产品潜力进一步释放，护舒宝凭借液体卫生巾差异化竞争居于首位，国产品牌表现稳健。软体家具中，沙发类芝华仕凭借先发优势领跑行业，且与第二名林氏木业的差距进一步拉大；床垫类喜临门稳居第一，梦百合首次进入前五。
- **抖音平台数据：整体处于导入期，快消品类率先爆发。**纸巾品类四大龙头继续领跑行业，洁柔表现强势居于首位。卫生巾品类国产品牌表现靓丽，恒安旗下的七度空间、百亚旗下的自由点、维达旗下 Libresse 位列第二/三/四名。婴儿尿裤品类下，国产新锐品牌爱酷熊和碧芭宝贝表现靓丽，好奇大王紧随其后。软体家具方面，芝华仕凭借先发优势领跑行业，沙发、床垫和整床大类均处于领先地位。

投资建议

- 整体来看，高频卫生用品的国产快消品牌日趋注重线上渠道的精细化运营，以及在流量分散趋势下注重平台的延展和开拓。在品牌出淘趋势下，抖快等新平台的开拓进度，展现了各公司在品牌运作和渠道布局方面的战略前瞻性。而家具等强调体验属性的耐用品类也在积极向电商平台进军，积极通过爆款功能单椅、床垫进行引流，渠道变迁趋势值得关注。
- **纸品&卫生用品个护：**伴随下游需求进入淡季，木浆价格从高位回落，预计 7-8 月份木浆价格继续回调，但价格较去年 3Q 仍处高位，中小厂商仍具有成本压力，头部公司成本端受益于木浆低价战略备库，且在 4 月、5 月纷纷发出涨价函，涨价幅度超过 10%，看好头部公司年内利润率的保持，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、敏华等龙头企业积极拥抱电商，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。**

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；数据准确性

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

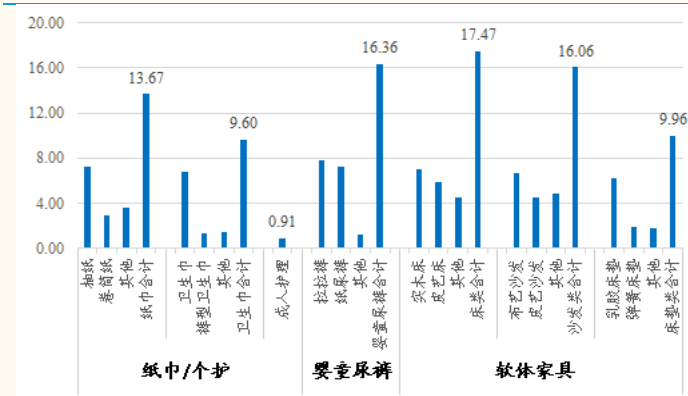
1、618 线上数据整体情况回顾

1.1、轻工行业 618 数据整体回顾

今年“618”期间（6.1-6.18），京东累计下单金额超 3,438 亿元，同比增长 27.7%；根据星图数据，阿里 618 全网 GMV 达 5785 亿元，同比+26.5%，两大平台在高基数下保持稳健增长。分品类来看，①洗护清洁类全网 GMV102 亿元，受刚需作用以及大促销售催化的影响，家清洗护类产品囤货迹象明显，其中卫生纸品牌维达表现优异，全网排名第一。洁柔/心相印分别位列天猫平台纸巾销售的第二/第三名。②家居建材品类以 413 亿元成交额居于第六名。

根据阿里全网数据估算，618 期间，纸巾/个护类 GMV 达 24 亿元，其中纸巾/湿巾和卫生巾类占据主导，GMV 分别达到 13.7 亿元和 9.6 亿元；婴童尿裤类 GMV 达到 16 亿元；软体家具中以整床、沙发和床垫为主，累计获得 GMV43 亿元。

图表 1：轻工细分行业阿里全网 618 成交额（亿元）



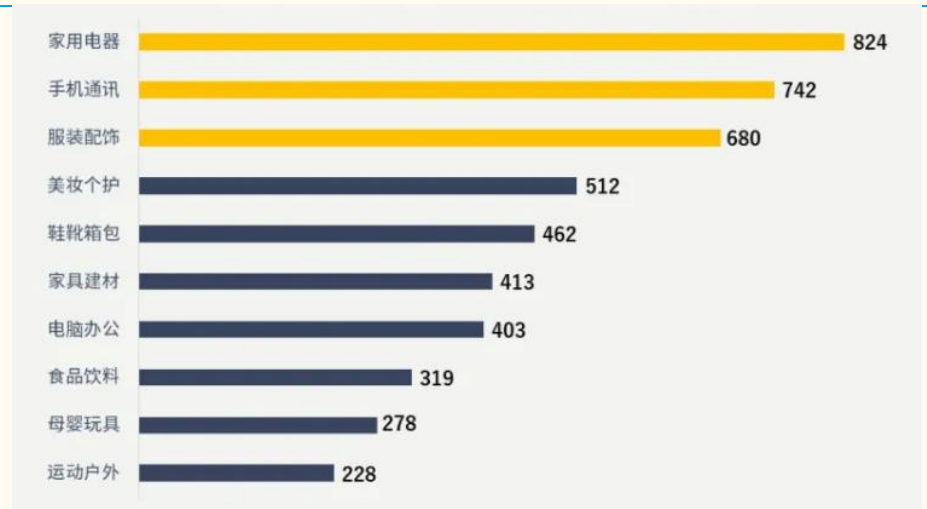
图表 2：维达居洗护清洁类全网销售额第一名



来源：国金证券研究所整理

来源：星图数据，国金证券研究所

图表 3：家居建材品类以 413 亿元成交额居于第六名



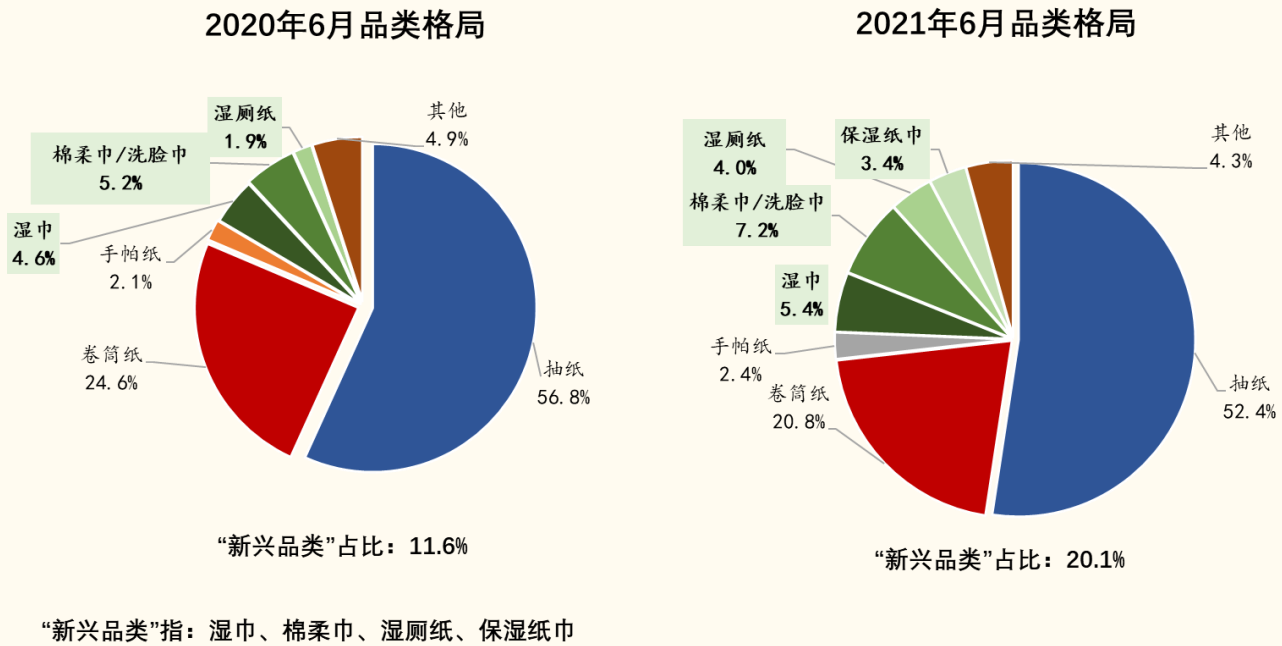
来源：星图数据，国金证券研究所

1.2、细窥品类升级：产品结构优化明显，成长型“新兴品类”多点开花

纸巾：纸巾品类中的湿巾、棉柔巾等新兴品类占比提高接近 10pcts。根据阿里全网统计，传统的抽纸、卷筒纸占比不断降低，截至 2021 年 6 月 17 日，6 月抽纸+卷筒纸二者合计占比 73.2%，去年同期为 81.4%，同比下滑 8.2pct。而以湿巾、棉柔巾、湿厕纸、保湿湿巾为代表的细分“新兴品类”占比则不断提

升，截至 2021 年 6 月 17 日，21 年 6 月四者合计占比 20.1%，较去年同期提升 8.5pcts。

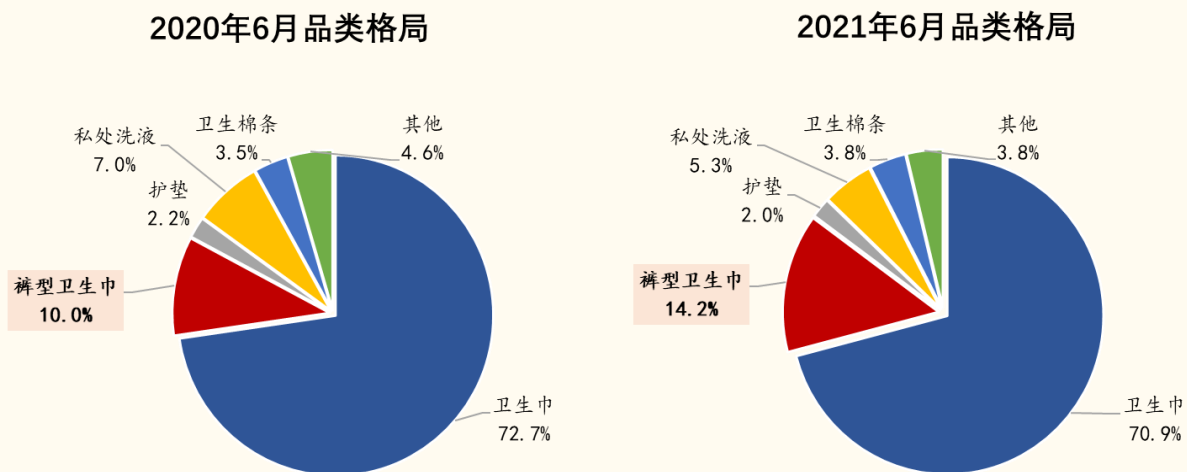
图表 4：纸巾品类中的湿巾、棉柔巾等新兴品类占比提高 8.5pcts



来源：国金证券研究所整理；注：2021 年 6 月份数据所属时间范围为 2021.6.1~2021.6.17

卫生巾：裤型卫生巾占比继续提升。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，且单价是普通卫生巾的 2-4 倍，产品利润率较传统卫生巾更高，已成为不少卫生巾品牌主推升级产品。根据阿里平台统计，裤型卫生巾的占比由 2020 年 6 月的 10% 提升至 2021 年的 14.2%，同比提升 4.2pcts。

图表 5：卫生巾品类升级进程成果显现，裤型卫生巾份额提升 4.2pct

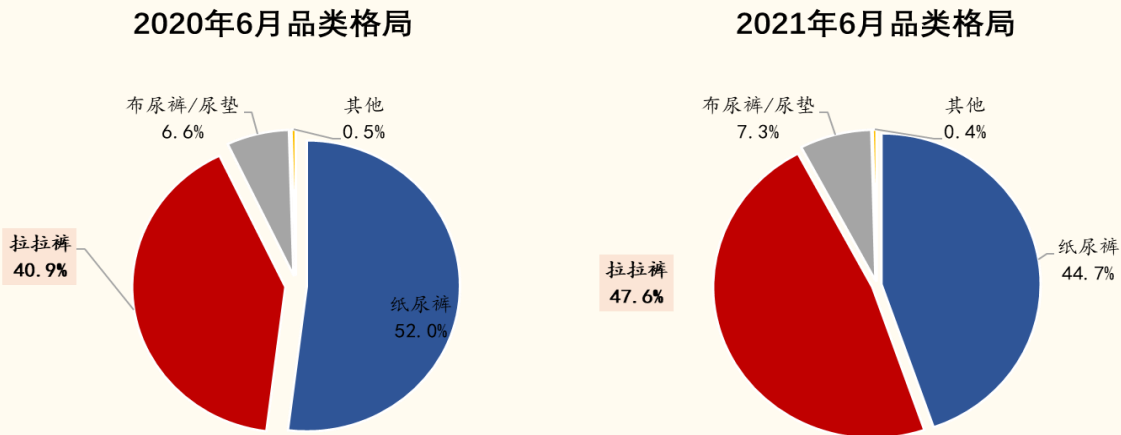


来源：国金证券研究所整理；注：2021 年 6 月份数据所属时间范围为 2021.6.1~2021.6.17

婴童尿裤：单价较高的升级品类拉拉裤渗透率显著提升。单价较高的拉拉裤渗透率持续提升，拉拉裤的单价是同等档次纸尿裤单价的 1.2-1.5 倍；伴随品牌

对于拉拉裤品类方面的推广，拉拉裤占比由 2020 年 6 月的 40.9% 提升至 2021 年的 47.6%，同比提升 6.6pcts。

图表 6：婴童尿裤品类升级进程成果显现，拉拉裤的份额提升 6.6pcts



来源：国金证券研究所整理；注：2021 年 6 月份数据所属时间范围为 2021.6.1~2021.6.17

2、品牌数据情况跟踪

2.1、天猫 618 榜单数据跟踪

纸巾品类：四大龙头继续领跑行业，维达居于首位，得宝首次上榜。根据魔镜数据，今年 618 纸品/湿巾销售额的前五榜单仍然为维达、洁柔、心相印、清风与全棉时代，得宝成长表现靛眼，首次进入前十榜单，居于第六名。纸巾品牌在 618 期间，更多采用直播间的方式，通过联名款、整箱包装的形式提高客单价，满足消费者的囤货需求。

卫生巾：海外品牌中高端产品潜力进一步释放，护舒宝居于首位。根据魔镜数据，618 护舒宝凭借高端液体卫生巾的系列的推广增长强势，稳居卫生巾榜单第一，且单价同比+32 元/单。苏菲保持稳健成长，居于第二位。国产品牌表现较为稳健。

沙发类：芝华仕凭借先发优势领跑行业。根据魔镜数据，芝华仕稳居第一名，且与第二名林氏木业的差距进一步拉大。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、组合沙发等品类，不断强化精细化运营。顾家家居处于第四名。

床垫类：喜临门稳居第一，梦百合首次进入前五。根据喜临门官方发布，喜临门全网总销量 3.62 亿元，同比+145%，获得天猫卧室家具、京东床垫类总销量第一名；全网软床总销量 5576 万个，同比+179%。梦百合提升较快，首次进入天猫床垫类排名第五名，芝华仕作为全品类家具品牌，旗下床垫品类成长较快，通过爆品床垫的形式进行引流。

2.2、抖音 618 数据跟踪

整体来看，轻工赛道中的纸巾、尿裤等快消品类由于消费高频、刚需且单价较低，作为引流产品，相较沙发、床垫等耐用品类，品牌的入驻和推广更加顺利。软体家具品牌整体仍处于抖快渠道的导入期，从品牌的直播频次来看，芝华仕等电商实力较强的软体品牌销售额成长较快，其他软体品牌也在 618 期间加快直播频次，如梦百合。我们认为，本次 618 有望进一步提升各品牌在抖音快手等短视频渠道的品牌资源倾斜，提升对于直播的重视程度。

纸巾品类：四大龙头继续领跑行业，洁柔表现强势居于首位。分品牌来看，洁柔在活动预热期（5月24日~5月31日）即表现强劲，预热器销售额高达1062万元，强势领跑行业，根据飞瓜数据估算，洁柔在618期间取得2851万元的销售成绩。传统品牌清风和心相印紧随其后，销售额均站上2000万元关口。维达旗下的维达品牌销售额排名第四，得宝作为中高端品牌代表排名第八。全棉时代凭借棉柔巾大单品的推广，整体单价较高。

卫生巾：国产品牌表现靓丽。根据飞瓜数据估算，苏菲居于榜单首位，旗下卫生巾在预热期就取得527万元的销售额，随后几周均处于领先地位，总成交额达到1529万元。恒安旗下的七度空间在活动第三周表现抢眼，代替苏菲成为当周领头羊，最终取得608万元的销售成绩居于第二位。自由点和全棉时代分别排名第三和第八。维达旗下的Libresse位居第四名，且单价高达82.6元，中高端定位清晰。

婴童尿裤：竞争激烈，国产新锐品牌爱酷熊和碧芭宝贝表现靓丽。爱酷熊在抖音平台宣传力度较大，根据飞瓜数据估算，活动期间成交额达到974万元，排名第一。碧芭宝贝第三周起强势发力，活动期间以650万元的总销售成绩，排名第二。好奇纸尿裤总销售额差距不大，位列第四；babycare以490万元的成绩排名第七。

软体家具：芝华仕凭借先发优势领跑行业，沙发、床垫和整床大类均处于领先地位。根据飞瓜数据估算，芝华仕凭借在强大的电商团队，在抖音平台占据先发优势，直播频次远超同业，根据飞瓜数据估算，活动期间总成交额达到1575万元，其中沙发销售额达到1000万元以上，直播商品中既有引流定位1399元功能单椅，也有各类组合类沙发。互联网品牌林氏木业和传统品牌顾家家居分别排名第二和第四。床垫品牌慕思销售额达到284万元排名第三，其中子品牌V6销售额超240万元。梦百合通过“618老倪推荐日”直播间的形式进行品牌推广，成交额在90万元左右，位列第五名。

图表 7：抖音 618 活动预估销售数据

纸巾					
排行	品牌	销售额(万元)	销量(万件)	单价(元)	
1	洁柔	2,851.1	75.8	37.6	
2	清风	2,570.8	69.4	37.0	
3	心相印	2,137.1	64.4	33.2	
4	维达	1,513.8	49.9	30.3	
5	全棉时代	559.8	7.2	77.8	
6	斑布	484.1	13.8	35.2	
7	植护	384.6	19.7	19.5	
8	得宝	223.7	7.4	30.2	
卫生巾					
排行	品牌	销售额(万元)	销量(万件)	单价(元)	
1	苏菲	1,529.0	24.0	63.7	
2	七度空间	608.8	9.3	65.5	
3	自由点	499.1	7.3	68.2	
4	Libresse	469.4	5.7	82.6	
5	高洁丝	358.1	6.5	55.2	
6	ABC	142.1	2.3	61.5	
7	护舒宝	122.1	2.0	61.9	
8	全棉时代	30.8	0.5	65.5	
婴童尿裤					
排行	品牌	销售额(万元)	销量(万件)	单价(元)	
1	爱酷熊	974.5	15.3	63.6	
2	碧芭宝贝	650.1	13.8	47.2	
3	大王	620.9	8.7	71.4	
4	好奇	604.4	4.4	137.2	
5	婴芽	600.5	9.7	61.8	
6	哆啦哈蕾	536.5	14.1	38.0	
7	babycare	490.8	3.6	138.0	
软体家具					
排行	品牌	销售额(万元)	销量(件)	单价(元)	
1	芝华仕	1,575.4	11,120	1417	
2	林氏木业	781.0	13,557	576	
3	慕思	284.9	2,470	1153	
4	顾家家居	109.4	858	1275	
5	梦百合	94.1	175	5377	
6	喜临门	91.3	601	1519	

来源：飞瓜数据，国金证券研究所

2.3、软体家居选品策略跟踪

整体来看，根据数据估算，芝华仕、顾家店铺前十名产销单品销售额占比均超过 40%，相较去年同期集中度进一步提升。芝华仕根据其在产品方面的主打优势不同，在单品品类表现方面亦有显著差异。

芝华仕在按摩椅方面表现突出，逐步向床垫、组合沙发延伸。芝华仕充分发挥自身在功能单椅的低消费决策成本特点，借助强大的供应链优势进行单品推广，并且从单椅出发，逐步拓展至客单价较高的按摩椅/床垫。另一方面，产品的功能性特征明显，可以很好的进行品牌间的差异化竞争。

顾家皮艺沙发、皮艺床优势突出，客单价较高。顾家在皮艺材质积淀深厚优势突出，因此前十大单品中组合皮艺沙发、皮艺床占比较高。与 20 年相比，顾家的皮艺床与皮艺沙发在其畅销前十单品的占比进一步提升，布艺沙发退出前十畅销单品榜单。

图表 8：芝华仕 618 前十大畅销品类

排名	2021年618芝华仕前十畅销单品		2020年618芝华仕前十畅销单品	
	名称	类型	名称	类型
1	小户型客厅功能布艺沙发8908A	布艺沙发	真皮沙发功能客厅太空船椅k621	单人皮艺沙发
2	软硬两用席梦思1.8mD026	乳胶床垫	软垫席梦思D026	乳胶床垫
3	单人电动真皮沙发太空舱椅k621	单人皮艺沙发	多功能电动太空舱m1040	按摩椅/沙发
4	家用全身豪华多功能电动太空舱m1040	按摩椅/沙发	真皮床储物1.8米C039	皮艺床
5	功能单人沙发布艺芝华士单椅 K8790躺摇椅	单人布艺沙发	小户型客厅套餐10257	功能沙发
6	功能单人椅沙发阳台休闲躺椅家用沙发50616	单人功能沙发	按摩椅家用全身小型迷你m2050	按摩椅/沙发
7	沙发科技布电动中大户型客厅家用50622	功能沙发	转角沙发客厅牛皮电动多功能组合5103	皮艺沙发
8	按摩椅家用全身小型迷你m2050	按摩椅/沙发	客厅小户型3005	皮艺沙发
9	按摩椅沙发家用全身小型太空舱迷你多功能m2030	按摩椅/沙发	小户型客厅家具50366	功能沙发
10	乳胶床垫1.8m床席梦思软垫加厚d060	乳胶床垫	电动可升降真皮主卧双人床Z008	皮艺床

来源：魔镜，国金证券研究所整理

图表 9：顾家 618 前十大畅销品类

排名	2021年618顾家家居前十畅销单品		2020年618顾家家居前十畅销单品	
	名称	类型	名称	类型
1	高脚双人皮床家具B175	皮艺床	静音弹簧床垫	乳胶床垫
2	客厅现代轻奢真皮沙发头层牛皮欧式沙发1076	皮艺沙发	沙发组合套装2055	布艺沙发
3	真皮床卧室软床家具双人床B159	皮艺床	头层牛皮客厅家具1036	皮艺沙发
4	储物床皮床真皮床主卧双人床家具B168	皮艺床	真皮床双人床890	皮艺床
5	客厅现代轻奢小户型欧式乳胶沙发1077	皮艺沙发	北欧小户型组合皮艺家具1022	皮艺沙发
6	软硬两用席梦思独立静音弹簧床垫	乳胶床垫	美式小户型家具1029	皮艺沙发
7	大床轻奢真皮床双人床家具主890	皮艺床	静音弹簧垫5G垫/梦想垫	乳胶床垫
8	真皮沙发小户型组合皮艺家具1022	皮艺沙发	真皮双人床1.8m婚床B151	皮艺床
9	功能牛皮单人沙发小户型XJ	单人皮艺沙发	椰棕乳胶垫弹簧床垫席梦思	乳胶床垫
10	客厅现代轻奢头层牛皮沙发1083	皮艺沙发	三人皮艺沙发组合1038	皮艺沙发

来源：魔镜，国金证券研究所

投资建议

整体来看，由于品类差异性，纸巾、卫生巾等快消品牌一方面更注重线上渠道的精细化运营，从选品思路、各平台资源投入、针对平台特点进行选品/运营战略的匹配，另一方面在流量分散趋势下注重平台的延展和开拓。在品牌出淘趋势下，抖快等新平台的开拓进度，展现了各公司在品牌运作和渠道布局方面的战略前瞻性，销售额成绩背后展现的更多的是品牌自身在电商运营方面的底层实力。而家具等强调体验属性的耐用品类也在积极向电商平台进军，积极通过“1元枕头”、客单价较低的爆款功能单椅、床垫进行引流，渠道变迁趋势值得关注。

纸品&卫生用品个护：伴随下游需求进入淡季，木浆价格从高位回落，预计7-8月份木浆价格继续回调，但价格较去年3Q仍处高位，中小厂商仍具有成本压力，头部公司战略性储备低价库存，且在4-5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：看好提价落地带来的盈利能力提升，电商&多品类持续发力

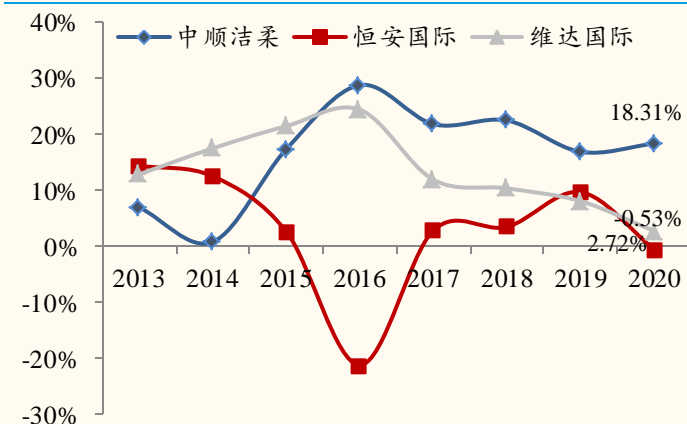
渠道扩张进程仍在成长期，电商增速良好。公司线上渠道仍处在高速成长期；公司加速华北、东北地区线下渠道推进，积极探索社区电商等新型零售模式。

竞争格局改善+Q2 提价落地，看好高盈利能力的保持。原材料涨价压力下，中小企业成本曲线上移导致利润受挤压，竞争格局改善，公司市场份额有望加速提升。伴随 2Q 提价逐步落地，年内高净利率有望保持。

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。中低端品牌太阳已经入局，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，逐步打开成长空间。

投资建议：我们预计 2021-2023 年公司的 EPS 分别为 0.90/1.11/1.37 元，当前股价对应 PE 分别为 32.0/25.9/21.0 倍，考虑到公司优秀的成长性以及逐渐在个护领域厉兵秣马，维持“买入”评级。

图表 10：17 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 11：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：电商发展是核心战略，个护成长值得期待

纸巾业务中高端占比不断提升，充足木浆储备+龙头提价能力保证 2021 全年盈利能力。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。预计公司拥有超 6 个月的木浆库存，2021 年有望保持不俗的盈利能力。

电商是渠道端核心成长点，个人护理成长势头旺盛。2020 年 GT、KA、商销和电商的收入增速分别为 -10.5%、-1.4%、-11% 和 27.5%，公司电商运营团队优秀，探索 O2O 等新型电商模式，强势发展值得期待。成人失禁高端品牌添宁的入局和高端卫生巾品牌 Libresse 快速增长。1Q2021 内地卫生巾增速超过 100%。未来 2-3 年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有望进一步发力。

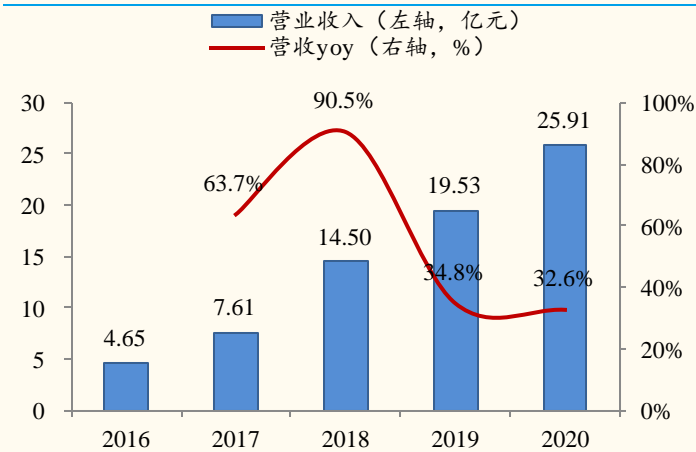
投资建议：我们预计 2021、2022、2023 年 EPS 至 1.88、2.15、2.45 元，当前股价对应 PE 分别为 12.7、11.1、9.8 倍，鉴于公司头部地位以及估值较国内和海外发达经济体同类公司显著便宜，维持“买入”评级。

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。

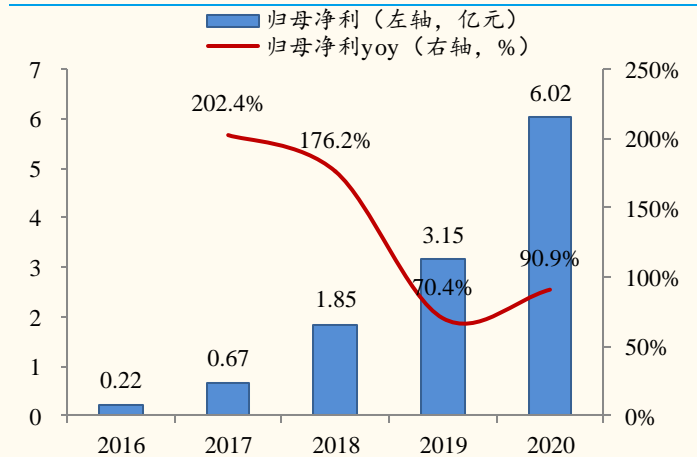
竞争壁垒：强供应链+快研发+成本管控+海外延伸，成长路径清晰。生产端，公司凭借“强品控+快交付”的供应链优势，成功实现从小品牌到多类型客户矩阵的构建。在工艺研发端，公司拥有复合芯等的工艺研发优势和新兴品类的前瞻布局眼光，持续提升下游客户黏性。海外生产建设端，泰国 3 条生产线已经到位，其中 2 条设备已开始试生产，东南亚市场亦将打开公司成长的地域半径。

图表 12: 2016-2020 豪悦护理营收及增速



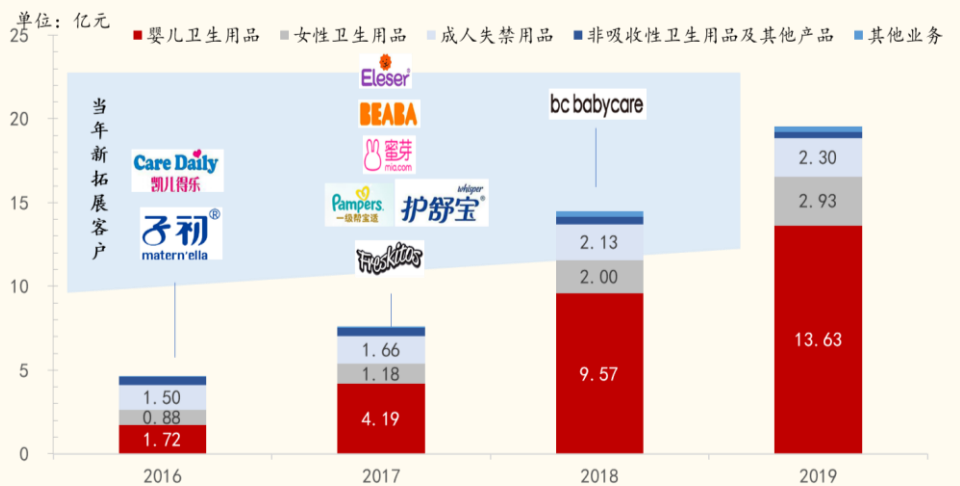
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 13: 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 14: 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 11.9、9.7、8.3 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。

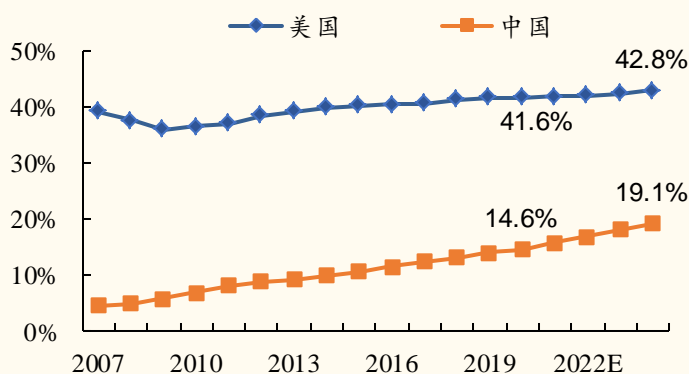
敏华控股: 掌握成本优势, 品类渗透与渠道红利继续释放

内销层面: (1) 敏华通过掌握核心零部件, 获取明显成本优势, 具备扩大产品价格段覆盖, 对小品牌进行降维打击的核心基础, 并在此过程中功能沙发渗透率将迎来快速提升叠加渠道红利的释放, 敏华内销迎来加速发展期。(2) 渠道扩张与品类渗透红利释放的逻辑已开始兑现, 无论从品类渗透空间还是渠道拓展空间来看, 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：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。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。

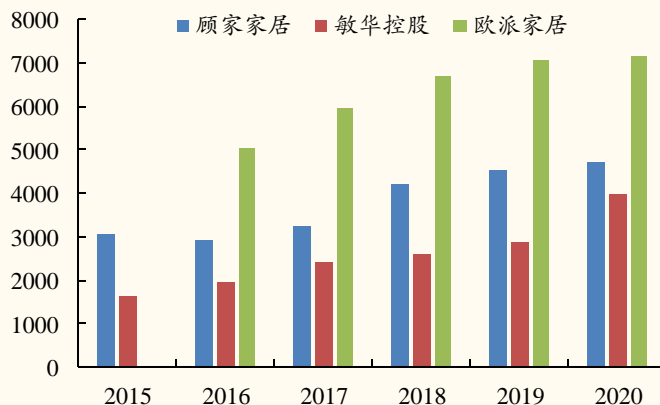
内外加速扩张，迎来戴维斯双击：公司内外销共同发力助推业绩迎来爆发期，且凭借降维打击内销中长期增长具备支撑，估值中枢有望进一步抬升，预计 FY22-23 的 EPS 分别为 0.62、0.78 港元，当前股价对应的 PE 分别为 31X、24X，“买入”评级。

图表 15：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 16：敏华渠道红利亟待释放 (家)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 17：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

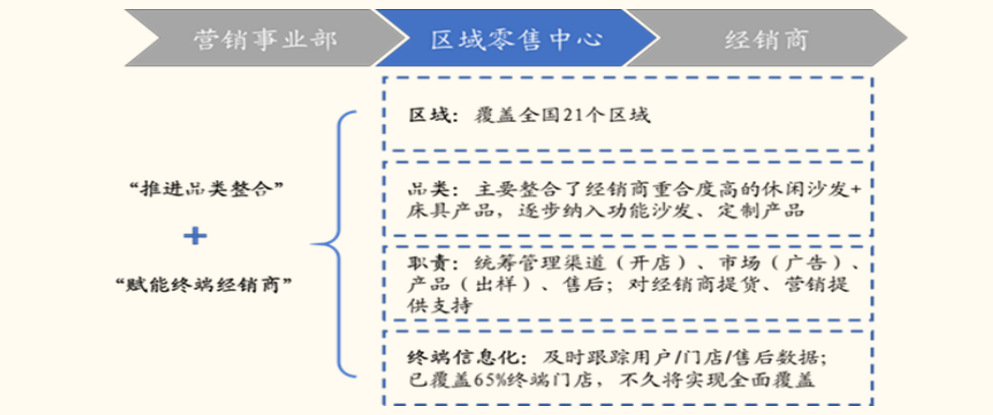
顾家家居：组织变革领先，正迎来改革红利期

内销：1、在具备多品类+广渠道布局的优势情况下，公司率先进行组织变革，2018 年下半年开始建立区域零售中心。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、公司后端供应链也在持续优化，已正式上线 SAP 系统，前后端效率的提升可期。

外销：一方面受益于海外需求回暖，另外一方面公司除拥有东南亚产能布局外，墨西哥也已布局，床垫第二轮反倾销最终落地，公司可向墨西哥转移产能，将进一步收割出口份额。

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 29.4x/24.4x/20.2x，“买入”评级。

图表 18：顾家区域零售中心改革布局



来源：国金证券研究所

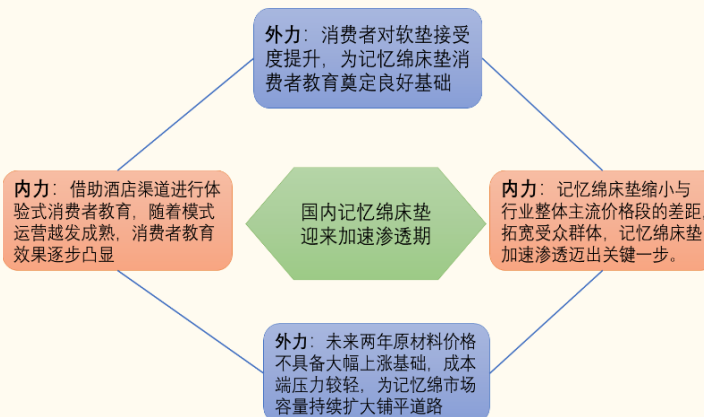
梦百合：多重利空因素逐渐消散，拐点有望来临

外销两大核心压制因素正在转好：外销景气度延续，而前期两大压制因素正在转好，（1）原材料价格方面，5 月 MDI/TDI/聚醚价格已分别较 3 月高点下降 11.0%/31.2%/27.8%；（2）海外产能方面，美国两个工厂一号管理人员已调整，效率正在逐步提升，西班牙工厂基本已经达到理想状态，整体来看产能预计在 6 月将会有较大突破。

国内记忆绵床垫正进入加速渗透期，内销有望超预期增长：消费者对于软垫的接受度提升以及价格逐步亲民将助推国内记忆绵床垫进入加速渗透期，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。

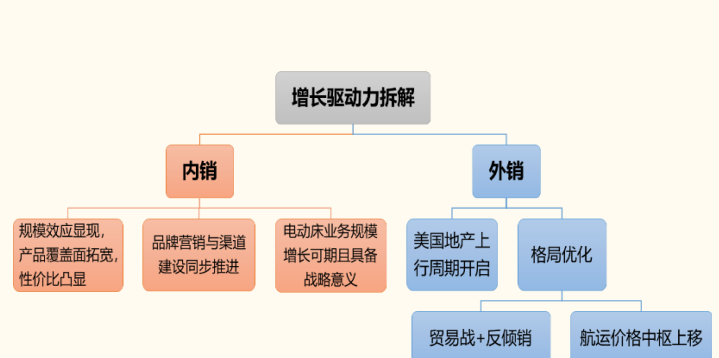
外销景气维持确保业绩高增，内销超预期贡献有望抬升估值中枢：我们预计 2021-2023 年公司 EPS 为 1.51 元、2.09 元、2.83 元，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 20.5x/14.8x/10.9x，“买入”评级。

图表 19：国内记忆绵床垫将进入加速渗透期



来源：国金证券研究所整理

图表 20：百合增长驱动力拆解



来源：国金证券研究所整理

风险提示

国内需求不及预期；贸易战升级；原材料价格大幅提升；数据准确性

特别声明:

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