

6月及上半年纸巾个护家居阿里全网数据跟踪 基本结论

■ 六月及上半年阿里全网数据跟踪:

纸巾/湿巾品类:受去年高基数影响,6月及上半年线上增速继续回落。2021年6月阿里全网纸巾增速同比继续回落,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导致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。6月纸巾/湿巾品类成交金额19.4亿元,同比下降7.5%,上半年成交额同比下降12.4%,但与2019年同期复合增速5.27%。本次618销售中,纸品销售呈现强者恒强,品类高端化的趋势,传统头部品牌维达、洁柔、心相印、清风地位稳固,成交额总额表现靓丽,其中维达旗下高端品牌得宝同比增长13.78%,排名第五。此外,头部品牌成交均价明显提升,主要原因系各品牌应对日益增长的需求不断推出高附加值产品,品牌均价有所提升。上市公司中,各品牌通过直播等方式积极发力官方旗舰店运营,旗舰店成长速度优于天猫超市。

卫生用品个护:女性卫生用品、婴儿尿裤景气度率先复苏,成人尿裤受高基数影响增速低迷。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,高洁丝凭借中高端产品系列的推进持续抢占市场份额;国产品牌全棉时代旗下的“奈丝公主”,产品矩阵不断完善,借助深入人心的“纯棉”定位高速发展,远超行业平均水平。2)婴儿纸尿裤品类:6月单月同比为正,上半年累计销售保持稳健成长;传统外资品牌好奇持续引领外资龙头;内资新锐品牌babycare、碧芭宝贝引领国产品牌成长。

软体家居品类:受去年高基数影响,6月阿里全网软体家具成交额60.35亿元,同比下降7%,与2019年同期相比复合增长21.3%。沙发品类618天猫中,互联网品牌林氏木业凭借高性价比排名第二,芝华仕表现强势位列第一,天猫顾家家居位列第三,旗下代理的中高端功能沙发品牌乐至宝排名升至第11,首次进入榜单。上市公司中,根据数据估算,顾家通过拓展品类和营销,6月官方旗舰店表现靓丽。芝华仕积极发力线上,通过高频直播扩大品牌声量,6月增速强劲反弹,上半年累计成交额表现靓丽,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,逐步拓展品类宽度,不断强化线上精细化运营。

投资建议

- **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,当前软体龙头在家居行业中从渠道的下沉、品类的开拓方面表现出比较顺畅的逻辑,上游原材料价格对利润率的压制因素也已经消退,顾家、敏华等龙头企业有望进一步释放发展潜力。推荐龙头软体标的: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;数据准确性

相关报告

- 1.《个护&家居618线上专题分析报告-轻工行业618线上专题分析》,2021.6.22
- 2.《5月纸巾个护&家居品类阿里全网数据跟踪-5月纸巾个护&家居线...》,2021.6.18
- 3.《4月纸巾个护&家居品类阿里全网数据跟踪-4月纸巾个护阿里数据...》,2021.5.20
- 4.《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

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

张杨桓 联系人
zhangyanghuan@gjq.com.cn

1、纸巾&卫生用品个护线上数据跟踪

1.1、6月及上半年阿里行业数据回顾

高基数影响下，6月及上半年线上增速继续回落。6月纸巾及卫生用品个护阿里全网成交额同比增长0.29%，与2019年同期相比复合增长18.7%。2021年上半年纸巾及卫生用品累计成交额208.47亿元，同比下降4.64%，与2019年同期相比复合增长10.68%。各品类成交额具体表现如下：

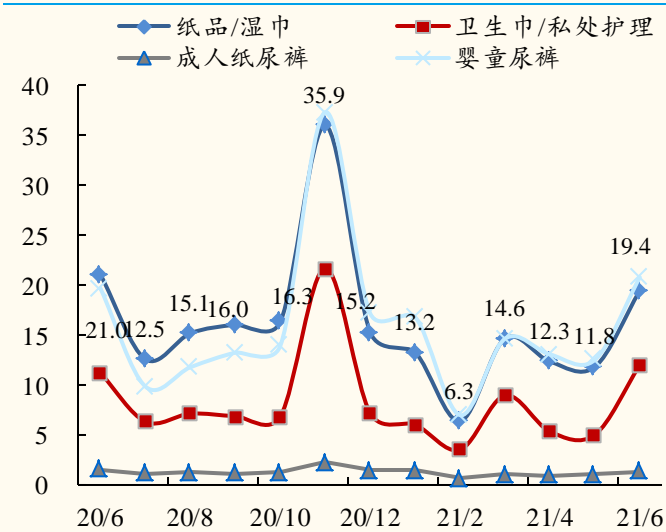
纸品/湿巾品类：6月纸品/湿巾品类成交金额19.4亿元，同比下降7.5%，与2019年同期相比复合增速11.2%，我们预计一方面系去年疫情影响，消费者短期购买渠道有所变迁，短期线上份额加速提升，导致整体基数较高；另一方面，上游木浆价格虽有回落，但与去年相比仍处于高位，电商终端的促销力度有所下降。2021年上半年纸品/湿巾品类成交额为77.56亿元，同比下降12.41%，与2019年同期相比复合增速5.27%，受促销力度、站内优惠券的影响，我们认为企业实际收入金额同比未必下降。

女性卫生用品类：6月女性卫生用品类成交额11.94亿元，同比增长7.24%，与2019年同期相比复合增长34.2%。2021年上半年总成交额为40.5亿元，同比下降3.81%，与2019年同期相比复合增长24.30%。

婴童尿裤品类：6月婴童尿裤品类成交额20.73亿元，同比增长5.80%，与2019年同期相比复合增速19.4%。2019年上半年总成交额为84.41亿元，同比增长3.41%，与2019年同期相比复合增长11.16%。

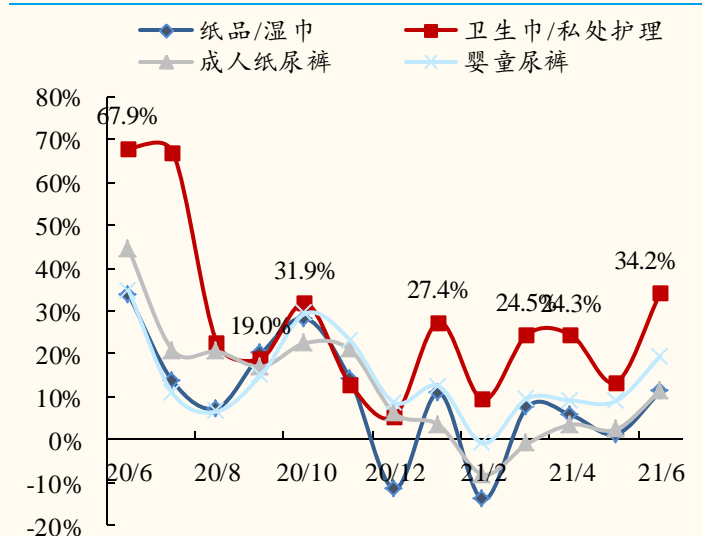
成人失禁用品类：6月成人失禁用品类成交额1.28亿元，同比下降14.05%，与2019年同期相比复合增长11.4%。2019年上半年总成交额为6亿元，同比下降5.28%，与2019年同期相比复合增长2.84%。

图表 1：个护阿里全网成交额（亿元）



来源：国金证券研究所整理

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（2021年增速调整为2019年同比复合增速）

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。根据估算，成熟品牌Vinda/维达自2020年10月后增速放缓，受去年高基数影响，2021年上半年表现与去年同期相比略有下降，但与2019年同期相比复合增长13.39%，高于行业全网平均增速。Tempo 2021年上半年阿里全网同比增长36.02%，延续良好的增长态势。阿里全网市占率方面，6月维达国际旗下两个子品牌合计市占率稳居第一位。

洁柔上半年速虽有所放缓，但较行业整体表现靓丽。根据数据估算，2021年上半年洁柔阿里全网成交额增速7.15%，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，2021年6月市占率已超过双位数。公司积极推进中高端产品战略，在今年6月推出“面子纯棉棉柔巾”等新品SKU，提高

产品迭代和功能性升级速度。同时，公司特约赞助《闯关吧，请指教》，将纸巾艺术与传统艺术、国潮文化深度融合，用新国潮美学吸引拥抱年轻人。

图表 3：洁柔 6 月推出 100% 纯棉棉柔巾新品&特约赞助《闯关吧！请指教》



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。根据数据估算，清风 2021 年上半年成交额同比有所下滑，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 6 月市占率有所下滑。心相印上半年成交额表现亦出现下滑。

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	生活用纸公司 A			生活用纸公司 B	生活用纸公司 C	生活用纸公司 D	全网
	品牌 A1	品牌 A2	A 总体	品牌 B	品牌 C	品牌 D	全网
2020. M1	-10.2%	25.4%	12.9%	12.1%	12.1%	4.4%	-5.2%
2020. M2	12.3%	64.5%	44.0%	25.2%	9.1%	11.0%	18.4%
2020. M3	33.9%	62.4%	63.9%	80.7%	30.6%	33.2%	35.4%
2020. M4	44.5%	68.5%	77.1%	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%	75.1%	67.8%	14.7%	20.3%	33.8%
2020. M7	17.2%	37.7%	43.9%	38.9%	6.3%	38.4%	13.6%
2020. M8	11.7%	30.7%	18.3%	28.6%	-12.2%	18.1%	7.4%
2020. M9	42.3%	74.8%	52.7%	56.5%	17.7%	17.6%	20.2%
2020. M10	57.6%	107.5%	68.5%	56.8%	2.7%	14.0%	28.3%
2020. M11	26.5%	30.2%	29.5%	30.4%	5.7%	20.1%	14.1%
2020. M12	4.9%	35.3%	13.3%	10.7%	-36.2%	-24.4%	-11.4%
2021. M1	61.3%	73.3%	63.0%	60.4%	-17.8%	22.8%	29.8%
2021. M2	-33.4%	-9.2%	-27.2%	-23.7%	-45.3%	-24.5%	-37.5%
2021. M3	-7.6%	30.1%	1.8%	-7.9%	-10.4%	-26.8%	-14.4%
2021. M4	-7.9%	53.4%	1.5%	15.6%	-27.1%	-18.2%	-20.5%
2021. M5	-5.4%	-5.9%	-5.7%	8.1%	-44.1%	-14.3%	-20.4%
2021. M6	-4.5%	66.7%	12.0%	7.1%	-22.7%	-5.7%	-7.5%
2021. M1~M6	-2.2%	36.0%	6.2%	7.2%	-26.6%	-12.1%	-12.4%

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	生活用纸公司 A			生活用纸公司 B	生活用纸公司 C	生活用纸公司 D	生活用纸公司 E
	品牌 A1	品牌 A2	A 总体	品牌 B	品牌 C	品牌 D	品牌 E
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	15.4%	3.6%	19.0%	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%
2021. M5	18.6%	3.1%	21.7%	11.5%	7.7%	9.5%	2.1%
2021. M6	19.1%	4.6%	23.6%	12.9%	9.4%	9.4%	3.7%

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

6·18 天猫累计成交额和排名来看，纸品销售呈现强者恒强，品牌高端化推进明显，其中，维达国际旗下得宝表现尤为亮眼。传统品牌维达成交额高达 3.75 亿元，位列第一，旗下高端品牌得宝成交额达到 8230 万元，排名第五，较 2020 年排名上升 3 位。其余，传统头部品牌洁柔、心相印、清风地位稳固，销售总额表现靓丽。从 618 品牌成交均价可以发现，各类品牌成交均价有所明显提升，一方面系原材料价格上涨带动成交均价提升，但我们认为原材料价格上涨对纸巾品牌提价作用贡献较小，主要原因是头部品牌针对消费者高端需求不断推出高附加值产品导致成交均价有显著提升。

图表 6：纸巾天猫 618 销量和成交均价一览

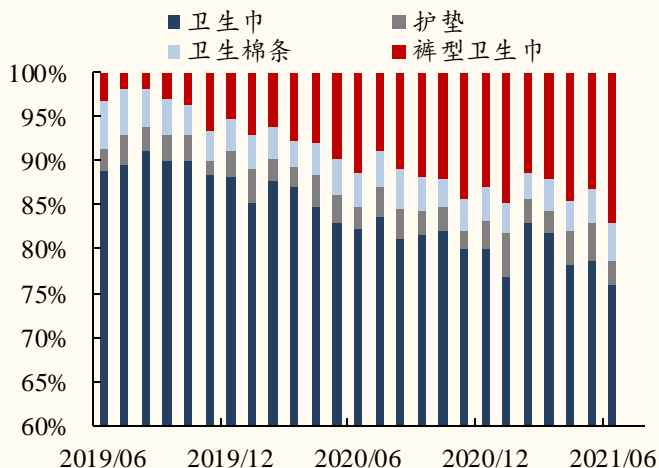
2021 排名	品牌名称	2021 成交额 (万元)	2020 年排名	排名上升	2021 成交均价 (元)	2020 成交均价 (元)
1	维达	37543	1	-	44.4	38.7
2	洁柔	22115	2	-	46.4	38.0
3	心相印	17165	3	-	41.5	40.4
4	清风	16829	4	-	52.8	46.0
5	得宝	8230	8	+3	59.6	65.5
6	全棉时代	6871	5	-1	106.1	136.5
7	植护	5272	6	1	18.4	23.5
8	可心柔	5059	9	1	67.5	62.0
9	斑布	5056	未进前 10	-	55.1	-
10	舒洁	2878	未进前 10	-	46.6	-

来源：魔镜市场情报、国金证券研究所整理

1.1.2、女性卫生巾：品牌表现分化，外资、内资各有看点

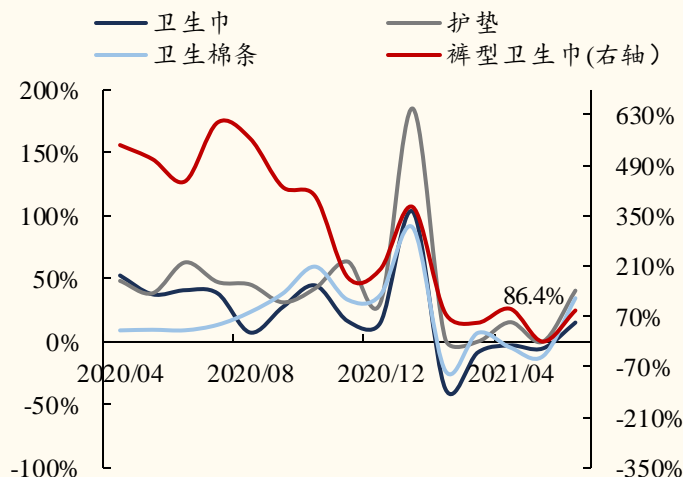
裤型卫生巾已成为品牌新的增长驱动点。裤型卫生巾由于包裹性好、舒适性高等产品特性受到消费者青睐，加之产品利润率较传统卫生巾更高，成为不少品牌主推产品。根据阿里平台统计，2019年1月以来，裤型卫生巾在卫生巾品类占比中增幅最大，成交额占比也由1.8%提升至2021年6月的17%。

图表 7：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 8：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（2021年增速调整为2019年同比复合增速）

外资品牌：高洁丝销售表现靓丽，护舒宝、苏菲强势反弹。

护舒宝：根据数据估算，宝洁旗下的护舒宝6月单月成交额同比回正，高于全网平均水平。

苏菲：根据数据估算，苏菲6月成交额同比回正，上半年合计成交额双位数增长，且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，旗下裤型卫生巾品类占苏菲卫生巾总成交额占比持续提升。从单月表现来看，裤型卫生巾仍保持高速增长，市占率方面，苏菲整体6月阿里全网市占率继续稳步提升。

高洁丝：根据数据估算，2021年6月成交额表现靓丽，远超全网平均水平。中高端产品的推出和产品的迭代激发品牌的成长动能，市场份额增长较快。

内资品牌：全棉时代借差异化定位和渠道优势表现持续亮眼。根据数据估算，维达旗下 Libresse 线上强势发力，继续实现超高速增长。恒安旗下的七度空间线上表现乏力，近一年单月同比增速持续低于行业平均，6月阿里全网市占率相比去年有所下滑。全棉时代旗下的“奈丝公主”女性经期产品矩阵不断完善，借助深入人心的“纯棉”定位高速发展，远超行业平均水平。

图表 9：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					全网
	公司 E	公司 F	公司 G	公司 H	公司 I	公司 J	公司 K	公司 L	公司 M	
同比增速	品牌 E	品牌 F	品牌 G	品牌 H	品牌 I	品牌 J	品牌 K	品牌 L	品牌 M	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. M5	-0.3%	-3.1%	21.6%	23.2%	-19.7%	-27.0%	-11.5%	-10.5%	8.0%	-19.7%
2021. M6	29.7%	32.0%	43.7%	80.9%	120.9%	-16.1%	7.7%	2.2%	42.7%	7.2%
2021. M1~M6	5.7%	19.8%	50.7%	31.2%	16.2%	-21.5%	-12.0%	-3.0%	60.0%	-3.8%

来源：国金证券研究所整理

图表 10：卫生巾品牌阿里全网单月市占率一览

市场份额	外资				内资				
	品牌 E	品牌 F	品牌 G	品牌 H	品牌 I	品牌 J	品牌 K	品牌 L	品牌 M
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%
2021. M5	13.7%	14.8%	10.7%	5.8%	2.3%	5.1%	2.9%	3.6%	2.8%
2021. M6	22.8%	15.5%	10.8%	8.6%	1.1%	4.0%	2.4%	3.3%	3.8%

来源：国金证券研究所整理

618 外资龙头品牌护舒宝、苏菲、U by Kotex 销售表现强劲，内资品牌 libresse 表现可圈可点。传统个护品牌护舒宝表现强势，销售成交额超过 3.23 亿元，品牌成交额排名第一。其他外资品牌苏菲、U by Kotex 销售表现靛眼，位列第二、第三。内资品牌维达旗下 libresse 表现强劲，总成交额超过 1562 亿元，首次进入前 11。头部地位稳固，其余内资品牌，七度空间成交额排名第五，总成交额 5477 万元，全棉时代品牌成交额排名第六，总成交额 3328 万元。

图表 11：卫生巾各品牌天猫 618 销售排行

2021 排名	品牌名称	2021 成交额	2020 排名	排名上升	2021	2020
		(万元)			成交均价 (元)	成交均价 (元)
1	护舒宝	32284	2	1	73.0	62.8
2	苏菲	15955	1	-1	46.0	62.4
3	U by Kotex	11994	3	-	45.3	34.9

4	乐而雅	8727	5	1	60.2	57.1
5	七度空间	5477	4	-1	35.9	66.0
6	全棉时代	3328	6	-	50.4	136.5
7	ABC	3084	8	1	43.4	23.5
8	洁婷	2731	9	1	50.7	62.0
9	自由点	2577	7	-2	68.1	73.2
10	丹碧丝	1946	未进前10	-	86.9	-
11	libresse	1562	未进前10	-	73.7	-

来源：魔镜市场情报、国金证券研究所整理

1.1.3、婴儿纸尿裤：6月同比增速放缓

传统外资品牌：好奇持续引领外资龙头成长。金佰利旗下的好奇6月继续保持高速增长，品牌规模居市场首位；帮宝适（宝洁）、妙而舒（花王）6月增速继续下滑；尤妮佳旗下的Moony稳健成长态势。

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，市场地位不断提升。

- ① **碧芭宝贝：强化IP联名推出多个“高颜值”系列产品矩阵，并且品牌积极通过直播方式进行推广，根据数据估算，6月保持翻倍成长，显著领跑新锐品牌，阿里全网市占率不断提升。**
- 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内，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，根据数据估算，6月成交额表现靛眼，全网市占率不断攀升。**

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
	公司 N	公司 O	公司 P	公司 Q	公司 R	公司 S	公司 T	公司 U	
同比增速	品牌 N	品牌 O	品牌 P	品牌 Q	品牌 R	品牌 S	品牌 T	品牌 U	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%
2021. M1	145.9%	35.7%	-29.9%	20.8%	13.9%	318.1%	46.9%	-4.6%	52.8%
2021. M2	20.0%	-52.7%	-65.4%	-37.8%	-44.6%	91.7%	56.1%	-51.3%	-41.1%
2021. M3	90.9%	8.8%	-14.5%	5.7%	-23.8%	120.3%	26.4%	-17.6%	5.9%
2021. M4	71.9%	-14.2%	-47.9%	-10.4%	-33.8%	49.4%	24.7%	-38.9%	-11.0%
2021. M5	89.8%	-11.6%	-20.7%	26.5%	20.4%	101.2%	65.8%	-34.2%	13.5%
2021. M6	41.7%	-6.1%	-13.0%	12.3%	-12.5%	123.3%	52.1%	-30.5%	5.8%
2021. M1-2021M6	70.7%	-6.8%	-33.1%	3.0%	-15.1%	111.7%	45.1%	-28.8%	3.4%

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			
	品牌 N	品牌 O	品牌 P	品牌 Q	品牌 R	品牌 S	品牌 T	品牌 U
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%
2021. M5	6.0%	11.5%	4.4%	4.5%	0.3%	2.0%	8.3%	1.1%
2021. M6	13.9%	13.0%	3.3%	5.6%	0.3%	3.8%	9.7%	0.8%

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

1.1.4、成人失禁用品：国产品牌可靠成长势头良好，阿里市占率稳居第一

成人失禁用品行业 6 月同比呈下滑态势，上半年累计成交额同比基本持平。根据数据估算，国产全渠道品牌可靠上半年累计成交额成长态势良好。互联网品牌老来福 2020 年下半年凭借低价促销策略市场份额快速提升，2021 年以来促销力度下降，市场份额较年初有所下滑。

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	品牌 V	品牌 W	品牌 X	品牌 Y	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. M5	-1.3%	-13.3%	5.0%	-2.8%	-11.5%
2021. M6	15.3%	-12.9%	-1.3%	-37.0%	-14.1%
2021. M1~M6	14.5%	6.8%	-10.3%	-19.9%	-5.3%

来源: 国金证券研究所整理

图表 17: 成人失禁品牌阿里全网市占率增速一览

同比增速	品牌 V	品牌 W	品牌 X	品牌 Y
2020. M1	13.1%	5.3%	9.2%	10.1%
2020. M2	15.4%	6.6%	8.1%	13.5%
2020. M3	15.8%	7.2%	6.9%	11.4%
2020. M4	15.7%	6.8%	6.7%	7.8%
2020. M5	16.3%	7.9%	6.7%	7.6%
2020. M6	15.2%	7.0%	7.3%	10.9%
2020. M7	14.9%	7.3%	6.2%	8.4%
2020. M8	15.6%	8.1%	6.4%	8.3%
2020. M9	15.1%	12.2%	6.3%	8.0%
2020. M10	14.5%	12.5%	6.9%	8.5%
2020. M11	20.7%	12.0%	6.5%	7.9%
2020. M12	19.4%	8.1%	7.0%	9.4%
2021. M1	16.5%	8.2%	4.8%	9.1%
2021. M2	17.2%	8.0%	6.8%	7.9%
2021. M3	19.2%	7.7%	8.1%	8.9%
2021. M4	18.7%	7.4%	6.6%	8.5%
2021. M5	18.1%	7.7%	8.0%	8.3%
2021. M6	20.4%	7.0%	8.4%	8.0%

来源: 国金证券研究所整理

1.2、重点上市公司表现情况跟踪

中顺洁柔: 官方旗舰店表现突出。根据数据估算, 上半年中顺洁柔旗下两大旗舰店成交额同比增速亮眼。天猫超市仍是主要销售渠道, 但旗舰店增速较

猫超表现更为突出，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。

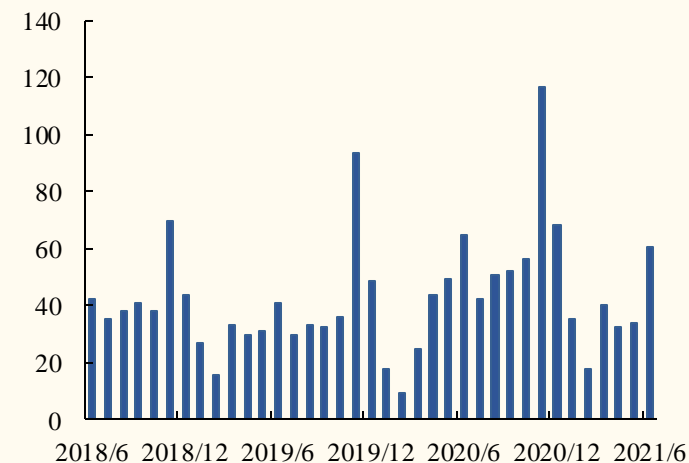
2020年洁柔新建立个护事业部，卫生巾品牌“朵蕾蜜”相继推出主打舒适的“进口棉花”系列、主打吸收防漏的“AB芯系列”，加速产品矩阵的完善与渠道布局；另一方面2021年初公司新推出婴儿护理品牌OKBEBE系列，定位“医护级多效护理”差异化竞争，产品矩阵、渠道布局仍在不断完善中。期待公司个护业务在2021年的业绩释放。

维达国际：根据数据估算，纸巾自营官方旗舰店表现优异，卫生巾品牌Libresse增速靚眼。

2、软体家居线上数据跟踪

软体家具：高基数影响下，6月线上增速同比有所回落。受去年6月高基数的影响，6月阿里全网软体家具成交额60.35亿元，同比-7%，但相较2019年同期复合增速21.26%。分品牌看，根据数据估算，芝华仕三大品类（沙发+床垫+床）6月单月成交额同比有所下滑，但上半年累计仍同比增长。

图表 18：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 19：阿里全网软体家具成交额增速



来源：国金证券研究所整理（2021年同比增速调整为2019年的复合增速）

图表 20：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
	品牌 Z	品牌 AA	品牌 AB	品牌 AC	品牌 AD	
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. M5	63.6%	-47.1%	-1.7%	-2.2%	-10.9%	-21.0%
2021. M6	25.7%	43.6%	-42.7%	7.2%	7.8%	-7.5%
2021. M1~M6	16.5%	27.6%	-0.3%	29.3%	23.6%	9.7%

来源：国金证券研究所整理

618 天猫顾家家居和芝华仕表现强势，互联网品牌林氏木业排名第二。芝华仕总成交额 2.04 亿元排名第一，顾家家居排名第三，总成交额 1.2 亿元，顾家旗下代理中高端功能沙发品牌乐至宝表现亮眼，排名第 11。互联网新锐品牌林氏木业排名第二，总成交额 1.88 亿元，且单位均价不足 3000 元，中低端定位特征显著。

图表 21：沙发行业各品牌天猫 618 销量和成交额一览

2021 排名	品牌名称	2021 成交额 (万元)	2020 年排名	排名上升	2021 成交均价 (元)	2020 成交均价 (元)
1	芝华仕	20413	2	+1	5894.4	3992.1
2	林氏木业	18846	5	+3	3981.1	1947.2
3	顾家家居	11962	8	+5	1467.9	5847.8
4	全友	6356	6	+2	4937.1	4122.8

来源：魔镜市场情报、国金证券研究所整理

床垫：行业同比增速回正，梦百合加速发力。床垫 6 月成交额 12.55 亿元，同比增长 26.6%。根据数据估算，喜临门 6 月增速恢复，上半年累计成交额表现靓丽。梦百合通过免费试睡，到店体验免费领取记忆枕往线下引流等营销活动，继续保持高增速，市场份额不断提升。

图表 22：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
	品牌 AE	品牌 AF	品牌 AG	品牌 AH	品牌 AI	品牌 AJ	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. M5	0.9%	293.2%	4.5%	-9.0%	130.9%	-28.9%	-20.6%
2021. M6	83.4%	307.8%	-5.9%	45.3%	-23.9%	75.9%	26.2%

2021. M1~M6	179.3%	328.1%	42.0%	59.4%	29.8%	39.1%	38.7%
-------------	--------	--------	-------	-------	-------	-------	-------

来源：国金证券研究所整理

618 喜临门强势领跑，记忆棉床垫品牌梦百合蓄力加速。喜临门天猫成交额排名第一，总成交额 2.43 亿元，领跑床垫品牌；慕思成交额排名第四，总成交额 8286 万元。记忆棉床垫梦百合进入 618 床垫品类前十大榜单，总成交额 5243 万元，成交额排名第六。

图表 23：床垫各品牌天猫 618 交易金额一览

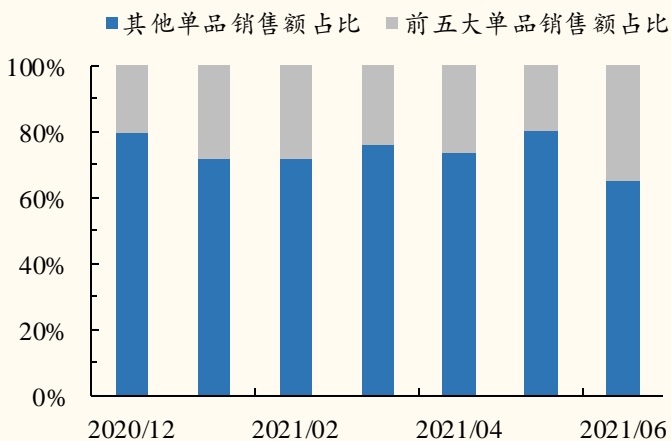
2021 排名	品牌名称	2021 成交额 (万元)	2020 排名	排名上升	2021 成交均价 (元)	2020 成交均价 (元)
1	喜临门	24327	2	+1	3315.9	2145.7
2	金可儿	17991	6	+4	1601.3	8914.4
3	雅兰	12483	1	-2	3834.5	2903.8
4	慕思	8286	3	-1	4709.3	4022.1
5	金橡树	7048	10	+5	1735.6	981.2
6	梦百合	5243	未进前 10	-	5208.5	-
7	舒达	4444	未进前 10	-	6586.3	-
8	丝涟	4253	7	-1	659.2	245.3
9	芝华仕	3754	9	-	2509.3	1830.9
10	林氏木业	2873	未进前 11	-	1947.0	-

来源：魔镜市场情报、国金证券研究所

2.2、上市公司天猫官方旗舰店数据跟踪

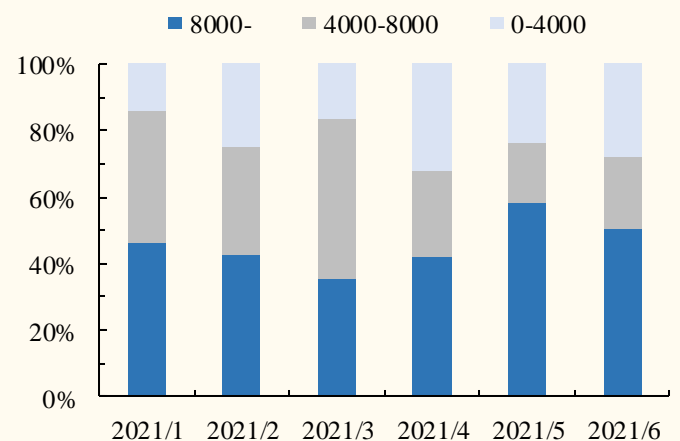
顾家家居：线上销售增速表现靓丽，中高价格带占比有所下降。根据数据估算，顾家天猫官方旗舰店 6 月成交额同比增速保持两位数，上半年总成交额位于行业前列。从品类角度看，6 月前五大销售单品成交额占比较上月有所提升，主要系 618 增加促销引流款产品所致。价格带方面，中高价格带产品成交额占比有所回落。我们认为顾家官方旗舰店的角色也由商品展示、引流线下转换为重要销售渠道。

图表 24：顾家线上品类集中度分布



来源：国金证券研究所整理

图表 25：顾家线上品类价格区间分布

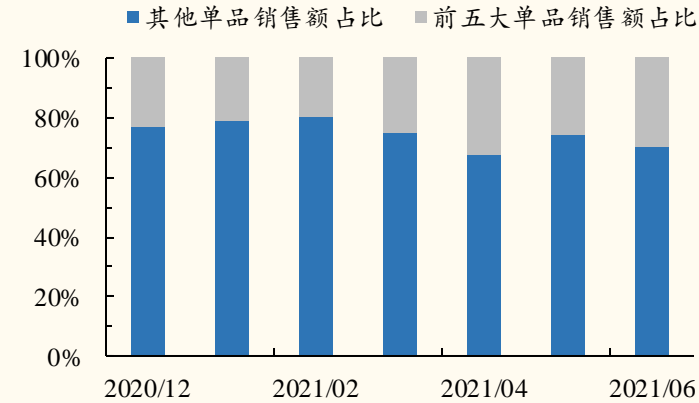


来源：国金证券研究所整理

敏华控股：以功能按摩单椅为特色，中高价格带占比提升。根据数据估算，芝华仕天猫官方旗舰店上半年成交额处于领跑地位，同比增长稳定。品类方面，6 月前五大单品成交额占比上升，主要原因系芝华仕加大对引流款销售力度，

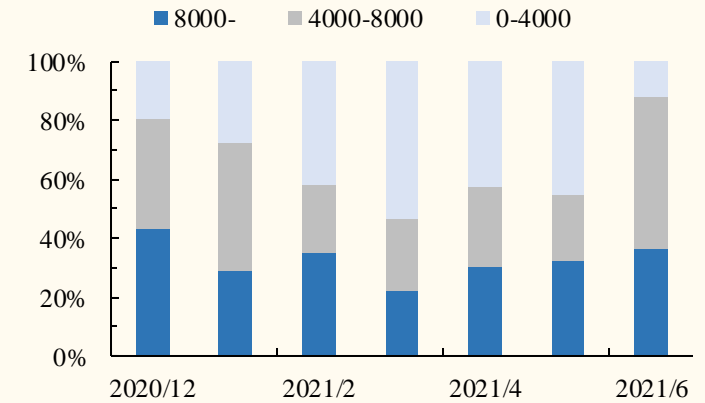
推出 0 元无门槛抽奖等促销活动，“孟美岐”同款单人沙发等爆款产品成交额有明显提升，使得 6 月 4000 元以上中高端产品成交额占比回升至年初水平。公司积极聚焦电商发展，灵活的迎合市场需求，通过高频直播扩大品牌声量，并且从门槛较低的单椅品类出发，逐步拓展至客单价较高的按摩椅、床垫等品类，不断强化精细化运营。

图表 26：芝华仕线上品类集中度



来源：国金证券研究所整理

图表 27：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：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：，渠道拓展品类优化驱动成长，股份回购增持倡议彰显信心

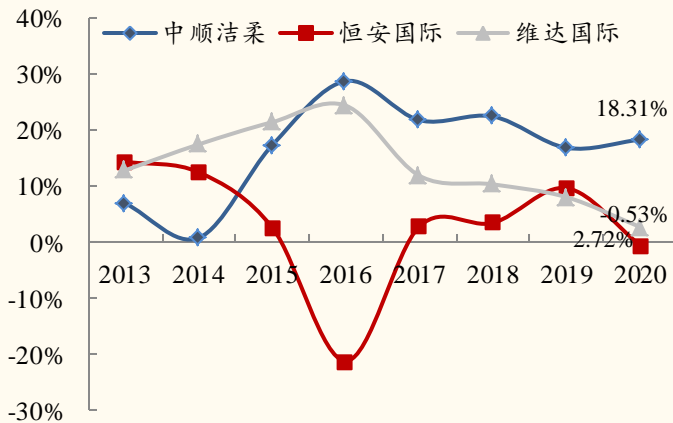
渠道扩张进程仍在成长期，电商增速良好。公司线上渠道仍处于成长期。此外加速华北、东北地区线下渠道推进，积极探索社区电商等新型零售模式。原材料涨价压力下，中小企业成本曲线上移导致利润受挤压，竞争格局改善，公司市场份额有望迎来加速提升的窗口期。伴随 2Q 提价逐步落地，年内高净利率有望保持。

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。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 26.7/21.8/17.2X，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 28：17 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 29：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成长点：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。

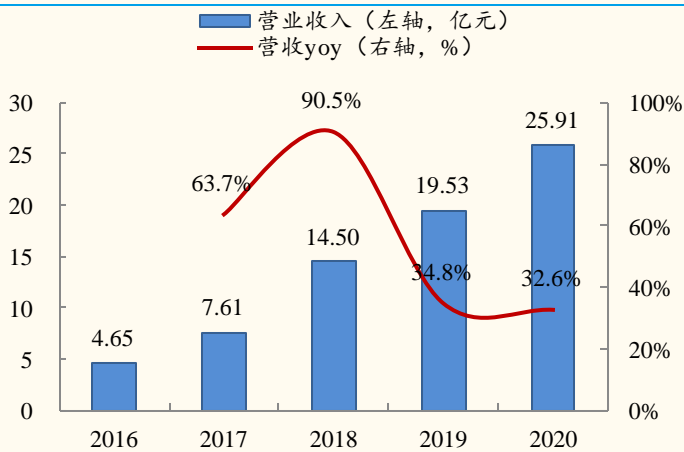
投资建议：我们预计 2021、2022、2023 年 EPS 至 1.88、2.15、2.45 元，当前股价对应 PE 分别为 12.3X、10.7X、9.4X，鉴于公司头部地位以及估值较国内和海外发达经济体同类公司显著便宜，维持“买入”评级。

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。

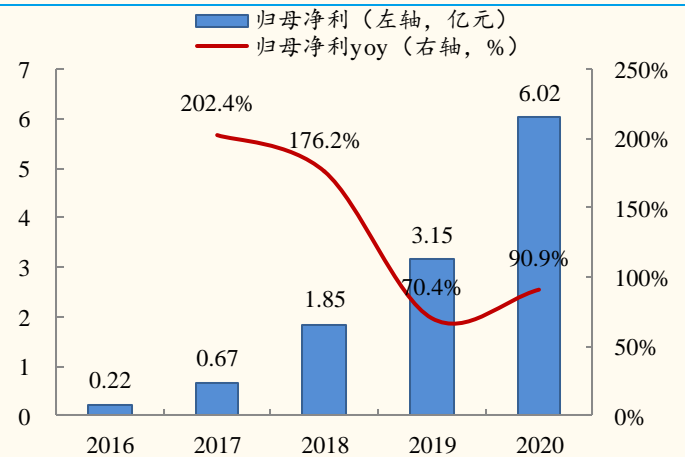
竞争壁垒：强供应链+快研发+成本管控+海外延伸，成长路径清晰。生产端，公司凭借“强品控+快交付”的供应链优势，成功实现从小品牌到多类型客户矩阵的构建。在工艺研发端，公司拥有复合芯等的工艺研发优势和新兴品类的前瞻布局眼光，持续提升下游客户黏性。海外生产建设端，泰国 3 条生产线已经到位，其中 2 条设备已开始试生产，东南亚市场亦将打开公司成长的地域半径。

图表 30: 2016-2020 豪悦护理营收及增速



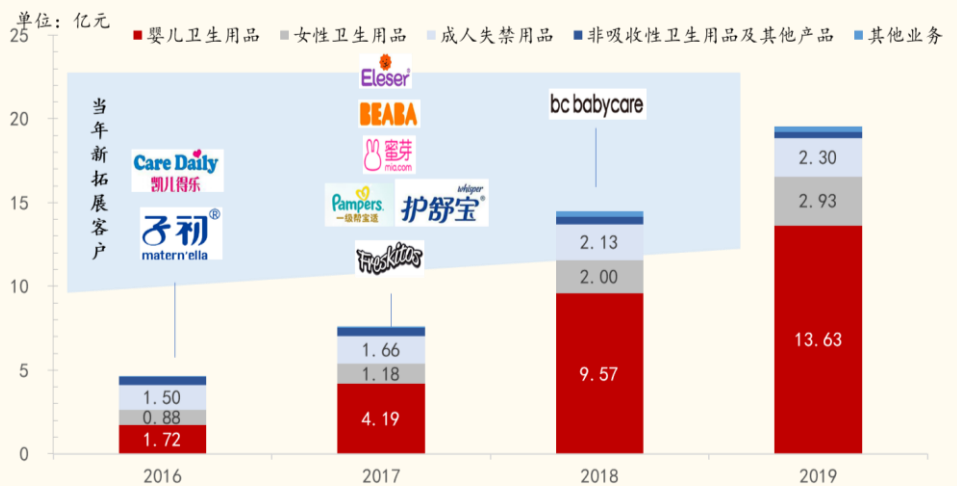
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 31: 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 32: 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 11.3、9.2、7.9 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

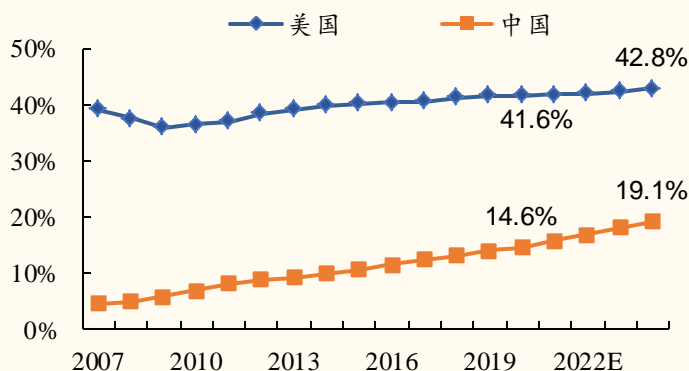
内销如期高增, 展现龙头实力: 国内如期获得快速增长主要由于公司贯彻“霸盘中国”的思路, 加大线下渠道开拓, FY2021 公司线下营收同比+76.8%至 69.1 亿港元, 线下门店净增 1125 家至 3999 家 (未含意斯特及乐德飞翼共计 123 家门店), 而在大幅新开与扩店的情况下, 门店坪效仍有高双位数增长, 内销市场展现出高质量健康发展态势。我们认为依然空间巨大, 公司内销 2-3 年仍可保持快速增长, 并且公司在快速发展的红利期, 也已开始重视数字化营销与生产等能力提升, 逐步为未来品类扩张与渠道深度下沉打下坚实基础。

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。

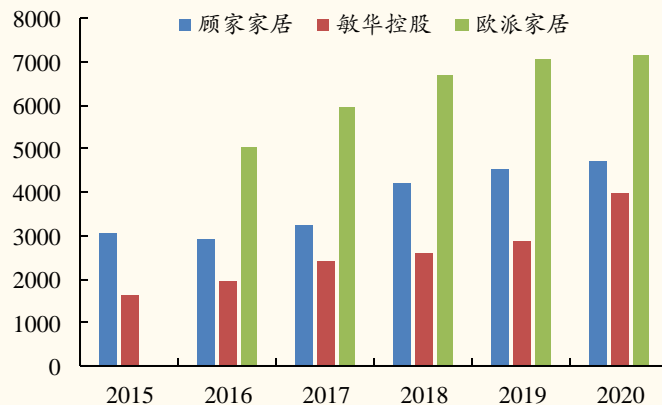
内外加速扩张，迎来戴维斯双击：公司内外销共同发力助推业绩迎来爆发期，且凭借降维打击内销中长期增长具备支撑，估值中枢有望进一步抬升，预计 FY21-23 的 EPS 分别为 0.49、0.62、0.78 元，当前股价对应的 PE 分别为 36.4X、28.8X、22.9X，“买入”评级。

图表 33：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 34：敏华渠道红利亟待释放 (家)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 35：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

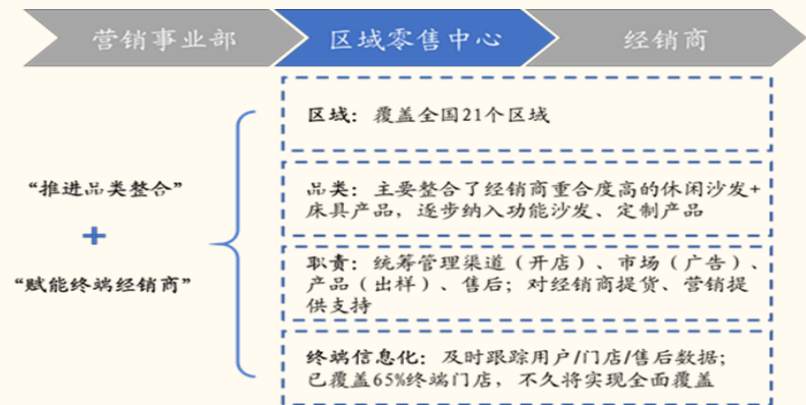
顾家家居：组织变革领先，正迎来改革红利期

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 26.9x/22.4x/18.5x，“买入”评级。

图表 36：顾家区域零售中心改革布局



来源：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

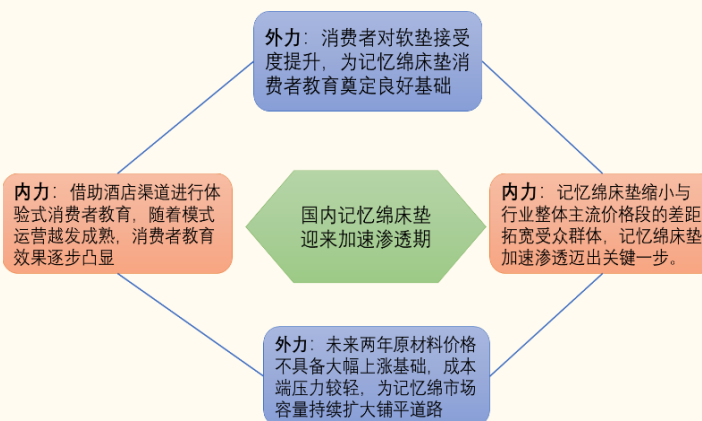
外销两大增长推动力均具备持续性：（1）美国地产投资与销售均将步入景气上行周期，海外需求回暖具备持续性；（2）梦百合通过海外产能调整及布局占据先发优势，美西海岸生产基地于 2021 年 2 月初开始投产，建成海外五大工厂。累计产能 50 亿元，资源调配效率升高第二次反倾销落地对公司影响有限。

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。

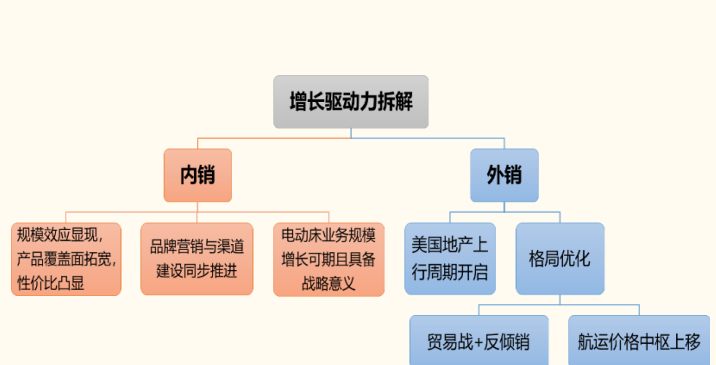
外销景气维持确保业绩高增，内销超预期贡献有望抬升估值中枢：我们预计 2021-2023 年公司 EPS 为 1.51 元、2.09 元、2.83 元，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 19.2x/13.9x/10.3x，给予“买入”评级。

图表 37：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 38：百合增长驱动力拆解



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:

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