

# 轻工制造中期投资策略

## 近看消费回暖，远看龙头分化

超配

### 核心观点

**行情回顾：上半年A股下行后反弹，家居板块反弹幅度较大。** A股年初至4月底先延续2021年底下行趋势，5月初开始反弹；港股下行至3月后震荡回暖。A股轻工制造板块趋势与大盘基本一致，下行幅度大于大盘；港股轻工制造指数（中信）弱于恒生指数和港股非必须性消费。分板块看，轻工各细分板块趋势与大盘基本一致，家居板块受地产回暖催化反弹加速。

**投资主线一：家居地产链回暖，分化趋势渐显。** 1) 定制规模增速放缓，分化趋势渐显，流量粉尘化时代渠道变革带来整合机遇。行业未来发展动能主要在于动力转换和渠道变革，集中度有望进一步提升。2) 软体生产、消费、出口规模领先，行业集中度低，消费升级带动产品发展。行业未来发展动能主要在于渗透率与更换频率提升，以及产品升级。我们看好地产销售回暖对产业链信心的提振、地产跌幅见底后修复对家居估值的拉动；以及上半年疫情和地产对家居板块产生冲击，基本面见底后的反弹，和龙头集中度的提升。

**投资主线二：文具量价提升空间大，疫后盈利有望改善。** 文具千亿级市场量价齐升，人均消费增长与龙头集中度提升为主要驱动力。日本20世纪末经济疲弱、教育投入持平，人均文具消费仍有显著增长；目前中国人均收入、教育投入与美国日本有3-5倍差距，提升空间大。看好购买力升级、中高端文具国产化背景下龙头公司不断深化品牌、渠道、产品壁垒，份额持续提升。

**投资主线三：短期下游需求回暖，中期涨价成本下行。** 1) 个护家清板块增长稳健，部分子板块渗透率、规模仍有提升空间，市场竞争加速行业整合，结构性机会显著。作为刚需品短期受疫情影响较小。2) 造纸板块目前处于盈利和估值的低位，涨价上半年因供给端收缩大幅上涨至高位，短期供给端仍紧张预计涨价持续震荡，中长期有望回调。纸价上半年受需求疲软影响涨价难，纸厂利润压力大，短期随需求复苏纸价提涨有望逐步落实。

**投资建议：** 看好疫后及地产回暖趋势下，行业基本面探底后回弹。基本面方面，板块整体2021全年和2022一季度业绩分别显示出疫后复苏高弹性和疫情加重业绩下滑的明显反差。需求方面，5月疫后消费恢复趋势渐显，零售额降幅收窄。产业链上游，伴随房地产宽松政策陆续下达、商品房销售面积同比增长回暖，疫后家居消费需求反弹可期。轻工消费类行业分化趋势渐显，龙头竞争实力加强，基本面增速高于行业。我们重点推荐业绩支撑性强，长期成长确定性强的优质龙头企业，欧派家居、索菲亚、志邦家居、晨光股份、百亚股份、太阳纸业。建议关注顾家家居、喜临门、敏华控股。

**风险提示：** 疫情反复多次冲击；地产开工持续下滑；行业竞争格局恶化。

### 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
603833	欧派家居	买入	148.71	905.87	5.18	6.17	28.71	24.10
002572	索菲亚	买入	26.86	245.06	1.45	1.78	18.56	15.07
603801	志邦家居	买入	26.75	83.54	1.90	2.27	14.08	11.78
603899	晨光股份	买入	54.65	506.57	1.90	2.37	28.73	23.01
2078	太阳纸业	买入	12.03	323.25	1.18	1.42	10.19	8.47
003006	百亚股份	买入	12.11	52.11	0.62	0.76	19.53	15.93

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

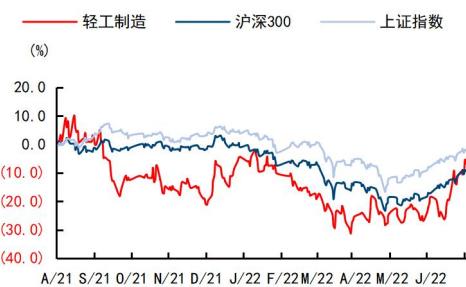
### 行业研究·行业投资策略

#### 轻工制造

#### 超配·维持评级

证券分析师：丁诗洁 联系人：刘佳琪  
0755-81981391 010-88005446  
dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn  
S0980520040004

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《轻工制造双周报（2212期）-地产销售反弹提振信心，消费端回暖趋势渐显》——2022-06-23
- 《轻工制造双周报（2211期）-618活动开启，家居家清品牌销售额亮眼》——2022-06-08
- 《轻工制造6月投资策略-地产销售展现回暖势头，看好疫后消费回暖》——2022-05-30
- 《轻工制造双周报（2210期）-零售与地产交易额下行，刚需消费反弹可期》——2022-05-18
- 《轻工2021年报和2022一季报总结-疫情扰动板块起伏，强者恒强持续兑现》——2022-05-15

# 内容目录

<b>行情回顾：上半年 A 股下行后反弹，家居板块反弹幅度较大 .....</b>	6
整体趋势先下行后反弹，轻工制造板块表现弱于大盘 .....	6
月度趋势 A 股 5 月起回暖，港股 4 月起震荡维稳 .....	6
轻工各细分板块趋势与大盘基本一致，家居板块受地产回暖催化反弹加速 .....	8
相关公司上半年表现整体不佳，少部分公司表现出抗跌属性 .....	9
<b>定制家居板块：规模增速放缓分化趋势渐显，流量粉尘化时代渠道变革带来整合机遇 ...</b>	10
市场规模：需求量增速放缓，价和渗透率仍有提升空间 .....	10
竞争格局：格局分散，随龙头优势进一步显现集中度有望提升 .....	10
动能转换：行业驱动力由地产后周期转向需求驱动 .....	11
渠道变革：渠道与商业模式变化带来行业整合机遇 .....	12
动能转换、渗透率和客单提升共同推动行业规模增长 .....	15
竞争力分析：行业变革下头部公司竞争优势明显 .....	16
业绩估值逻辑：业绩与地产竣工相关龙头分化趋势渐显，估值与地产销售相关投资者信心受影响 ..	17
<b>软体家具板块：生产消费出口规模领先，行业集中度低，消费升级带动产品发展 .....</b>	19
市场规模：全球规模 700 亿，中国生产消费出口规模居首 .....	19
竞争格局：传统沙发与床垫集中度低，功能沙发集中度高 .....	21
行业发展动能：渗透率与更换频率提升，产品升级伴随居民消费升级 .....	22
<b>文具板块：千亿级市场量价齐升，人均消费增长与龙头集中度提升为主要驱动力 .....</b>	25
文具市场规模千亿级，具备孕育行业巨头的条件 .....	25
人均文具开支增长驱动行业量价齐升，龙头集中趋势明显 .....	26
海外对标：中国文具行业的发展条件与日本 1980–2000 年代情况较为相似，人均消费升级空间大 ..	27
<b>个护家清板块：集中度有望提升，存量市场中仍存在结构性变化机遇 .....</b>	34
生活用纸行业增长稳健，规模仍有提升空间，市场竞争加速行业整合 .....	34
卫生巾行业发展成熟饱和，行业龙头市场地位稳定，市场集中度不断提升 .....	35
纸尿裤行业渗透率有待提升，市场竞争激烈，国产中小品牌兴起，头部份额遭挤压 .....	36
成人失禁行业市场规模快速增长，市场集中度低，渗透率提升空间大 .....	37
家庭清洁护理行业增长空间仍存，长期增速放缓，结构性机会显著 .....	37
<b>造纸板块：短期需求驱动纸价回暖，中期龙头整合浆价回落 .....</b>	38
浆价短期高位震荡，中期有望回调 .....	38
纸价受需求推动，短期有望回暖 .....	40
<b>投资建议：地产销售回暖提振产业链信心，看好疫后刚性消费需求回弹 .....</b>	41
<b>免责声明 .....</b>	48

# 图表目录

图1: A股大盘与板块指数行情走势 .....	7
图2: 美股大盘与板块指数行情走势 .....	7
图3: 港股大盘与板块指数行情走势 .....	7
图4: A股/港股/美股大盘与轻工制造相关指数行情表现 .....	8
图5: A股大盘与板块指数行情走势 .....	9
图6: A股相关上市公司行情表现 .....	9
图7: 港股相关上市公司行情表现 .....	10
图8: 中国定制家居行业市场规模 .....	10
图9: 中国定制家居市场渗透率 .....	10
图10: 2018年头部定制家居公司市场份额 .....	11
图11: 2019年定制橱柜行业竞争格局 .....	11
图12: 2019年定制衣柜行业竞争格局 .....	11
图13: 我国家装行业市场产值及增速(万亿元, %) .....	12
图14: 我国家装市场住宅供给结构(万套) .....	12
图15: 我国精装房渗透率 .....	12
图16: 2019年我国与海外国家精装修率 .....	12
图17: 我国精装房开盘数及变化(万套, %) .....	13
图18: 部分头部定制企业大宗渠道收入及同比增速(百万元, %) .....	14
图19: 我国整装行业市场规模 .....	14
图20: “爱空间”用户年龄结构 .....	15
图21: 用户选择整装服务因素分析 .....	15
图22: 定制家居行业市场规模测算 .....	16
图23: 定制家居行业增长逻辑及公司竞争力 .....	17
图24: 家具零售额与房地产竣工及完成相关度较高 .....	17
图25: 龙头增速优于行业增速 .....	18
图26: 龙头增速快于行业增速 .....	18
图27: 全球软体家具市场规模和同比增速(亿美元) .....	19
图28: 2020年主要软体生产国家产值占比 .....	19
图29: 2020年主要软体消费国家市场规模占比 .....	19
图30: 中国软体产值规模和同比增速(亿美元) .....	20
图31: 中国软体消费规模和同比增速(亿美元) .....	20
图32: 中国沙发市场规模(亿元) .....	20
图33: 中国床垫市场规模(亿美元) .....	20
图34: 中国软体出口额和同比增速(亿美元) .....	21
图35: 中国沙发出口规模(亿元) .....	21
图36: 中国床垫进口额(亿元) .....	21
图37: 2020年中国沙发竞争格局 .....	22

图38: 2020年中国功能沙发竞争格局 .....	22
图39: 2019年美国床垫竞争格局 .....	22
图40: 2020年中国床垫竞争格局 .....	22
图41: 中美功能沙发渗透率对比 .....	23
图42: 中国功能沙发市场规模及占比（亿元） .....	23
图43: 中国床垫不同更新频率占比 .....	23
图44: 中美床垫更新频率对比 .....	23
图45: 不同睡眠状况人群比例 .....	24
图46: 影响睡眠质量的主要环境因素 .....	24
图47: 我国沙发及床垫市场规模测算 .....	24
图48: 中国文教办公用品制造业营收及同比变化 .....	25
图49: 中国文化办公用品零售额及同比变化 .....	25
图50: 2021年文具行业各细分品类占比 .....	26
图51: 2018~2021制造端各文教用品子行业增速 .....	26
图52: 中美日三国书写工具零售额及增长情况 .....	26
图53: 中美日三国零售量及增长情况 .....	26
图54: 中美日三国书写工具零售单价变化情况 .....	27
图55: 2011~2021年中国K12在校生人数变化 .....	27
图56: 2011~2020年中美日文具前五大公司集中度比较 .....	27
图57: 2011~2020年中美日文具前五大品牌集中度比较 .....	27
图58: 中国与日本各项经济指标增速对比 .....	28
图59: 中国与日本各项经济指标金额对比 .....	29
图60: 中日主要文具人均消费对比 .....	30
图61: 日本主要文具品类单价情况（元/件） .....	31
图62: 中日主要文具品类单价对比(元/件) .....	31
图63: 日本中性笔产品升级 .....	31
图64: 日本主要文具各品类消费量变化及原因 .....	32
图65: 2021年日本三类主要书写工具销售额比例 .....	33
图66: 最近一年中国三类主要书写工具销售额比例 .....	33
图67: 斑马与晨光记号笔SKC对比 .....	33
图68: 三菱与晨光中性笔SKC对比 .....	33
图69: 中国未来50年人口年龄结构预测 .....	34
图70: 中国未来20年城市化率预测 .....	34
图71: 中美功能沙发渗透率对比 .....	35
图72: 中国功能沙发市场规模及占比（亿元） .....	35
图73: 2014~2020年生活用纸行业市场规模及同比增速 .....	35
图74: 2014~2020年生活用纸行业消费量及同比增速 .....	35
图75: 中国生活用纸行业品牌CR5 .....	35
图76: 中国、美国、日本品牌CR5对比 .....	35
图77: 2016~2020年卫生巾市场规模及同比增速 .....	36
图78: 2016~2020年卫生巾消费量及同比增速 .....	36

图79: 2020年卫生巾市场竞争格局 .....	36
图80: 2020年英美按企业CR5 .....	36
图81: 2013~2019年婴儿纸尿裤市场规模及同比增速 .....	37
图82: 2020年婴儿纸尿裤竞争格局 .....	37
图83: 2012~2020年成人纸尿裤市场规模及同比增速 .....	37
图84: 2020年成人纸尿裤竞争格局 .....	37
图85: 中国家庭清洁护理行业市场规模(亿元, %) .....	38
图86: 外盘针叶浆阔叶浆价格(美元/吨) .....	39
图87: 针叶浆阔叶浆现货价格(元/吨) .....	39
图88: 国内主要港口纸浆库存(千吨) .....	39
图89: 欧洲港口纸浆(万吨) .....	39
图90: 白卡纸和双胶纸价格(元/吨) .....	40
图91: 箱板纸和瓦楞纸价格(元/吨) .....	40
图92: 纸浆纸及其制品出口规模及同比增速(亿美元, %) .....	41
表1: 2021年中国笔类人均消费量测算 .....	25
表2: 全球木浆拟新增产能情况 .....	40
表3: 近期造纸企业涨价函 .....	41
表4: 欧派家居盈利预测与市场重要数据 .....	42
表5: 索菲亚盈利预测与市场重要数据 .....	43
表6: 志邦家居盈利预测与市场重要数据 .....	43
表7: 尚品宅配盈利预测与市场重要数据 .....	44
表8: 晨光股份盈利预测与市场重要数据 .....	44
表9: 百亚股份盈利预测与市场重要数据 .....	45
表10: 太阳纸业盈利预测与市场重要数据 .....	45
表11: 蓝月亮集团盈利预测与市场重要数据 .....	46
表12: 公牛集团盈利预测及市场重要数据 .....	46

## 行情回顾：上半年 A 股下行后反弹，家居板块反弹幅度较大

### 整体趋势先下行后反弹，轻工制造板块表现弱于大盘

**整体趋势：**A 股年初至 4 月底先延续 2021 年底下行趋势，5 月初至今有所反弹；港股下行至 3 月后震荡回暖；美股上半年震荡下行。A 股轻工制造板块趋势与大盘基本一致，下行幅度大于大盘；港股轻工制造指数（中信）弱于恒生指数和港股非必须性消费；美股非必须性消费品弱于标普、道琼斯指数和纳斯达克指数。

1. A 股：年初至 4 月底大盘下行，5 月初开始反弹。上证指数和沪深 300 指数年初至今分别下滑 6.6% 和 9.2%，在 4 月底下滑至最低点，年初至最低点两指数分别下滑 20.7% 和 23.4%；自最低点至今两指数分别上涨 14.1% 和 14.2%，点位仍未恢复年初水平。轻工制造板块跌幅大于大盘，年初至今下滑 14.9%，其中，4 月底降至最低点，下滑 30.0%；自最低点反弹 15.1%；
2. 港股：年初至今大盘呈下行趋势，3 月起跌幅收窄之后震荡回暖。恒生指数年初至今下滑 6.6%；在 3 月中旬降到最低点，下滑 21.3%，后自最低点反弹 14.7%。轻工制造板块（中信）与大盘相比跌幅较大，年初至今下滑 32.0%，其中，3 月中旬降到最低点，下滑 47.3%，后自最低点反弹 15.3%；
3. 美股：年初至今大盘呈下行趋势，震荡幅度较大，标普 500、道琼斯指数和纳斯达克指数分别下滑 19.9%/14.6%/28.6%，其中，6 月中旬降至最低点，三大指数分别下滑 23.1%/17.8%/32.0%。非必须消费品指数下滑幅度较大，年初至今下滑 28.4%，其中，6 月中旬降至最低点，下滑 34.7%；

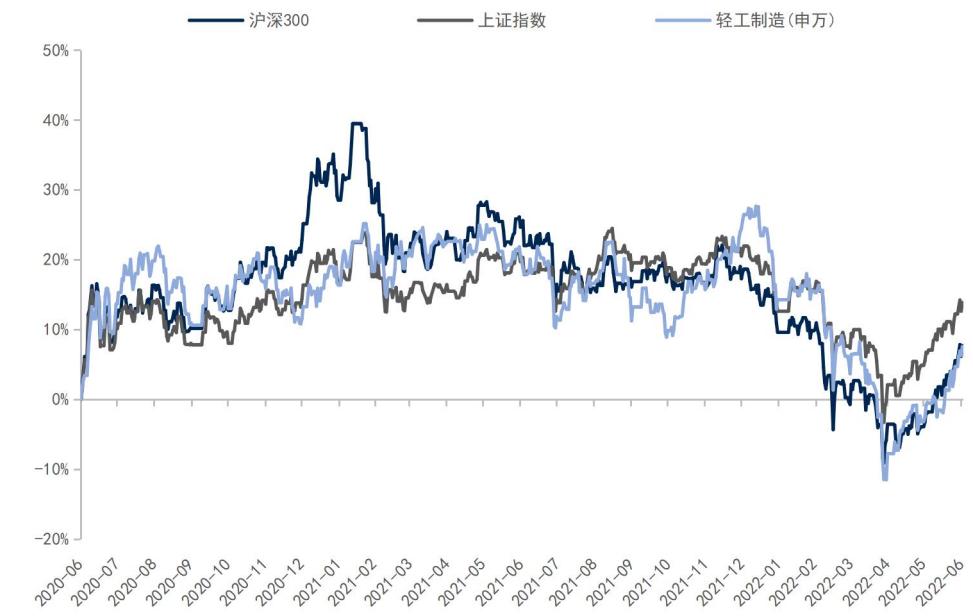
### 月度趋势 A 股 5 月起回暖，港股 4 月起震荡维稳

**分月趋势：**A 股大盘 1-4 月持续下行，5-6 月上行；港股 1-4 月持续下行，5-6 月震荡回暖；美股大盘基本维持下行趋势，5 月底和 6 月底出现短期反弹。A 股轻工制造板块 1 月表现强于大盘，2 月与大盘持平，3-5 月弱于大盘，6 月反弹幅度略强于上证指数；港股轻工制造指数（中信）年初至今弱于大盘；美股非必须性消费品 1-3 月与美股三大指数基本持平，4-6 月弱于美股三大指数。

1. A 股：大盘 1 月大幅回撤，上证指数和沪深 300 分别下滑 7.7% 和 7.6%，2 月震荡维稳，分别反弹 2.8% 和 0.4%，3 月大幅下行，分别下滑 5.8% 和 7.3%，4 月持续下行，分别下滑 5.6% 和 4.2%，5 月大盘小幅震荡回暖，分别反弹 3.8% 和 1.5%，6 月大幅上行，分别上涨 6.7% 和 9.6%。轻工制造板块趋势与大盘一致，但下行幅度高于大盘，1 月下滑 9.6%，2 月回暖 0.8%，3 月下滑 7.0%，4 月下滑 11.3%，5 月反弹 5.5%，6 月上涨 8.4%。
2. 港股：大盘 1 月大幅反弹后回撤，整体小幅上行，恒生指数上涨 1.7%，2 月持续下行，下滑 4.7%，3 月先下行再小幅反弹，下滑 3.1%，4 月震荡下行，下滑 3.9%，5 月小幅震荡上行，上涨 1.4%，6 月继续震荡，上涨 2.1%。轻工制造板块（中信）弱于大盘，下行幅度较大，1 月轻工制造指数（中信）下滑 15.2%，2 月下滑 7.7%，3 月下滑 17.3%，4 月下滑 3.1%，5 月反弹 4.2%，6 月上涨幅度高于大盘，上行 11.5%；
3. 美股：大盘 1 月下行，标普 500、道琼斯指数和纳斯达克指数分别下滑 5.3%/3.3%/9.0%，2 月持续下行后月末有所反弹，分别下滑 3.0%/3.4%/3.1%，3

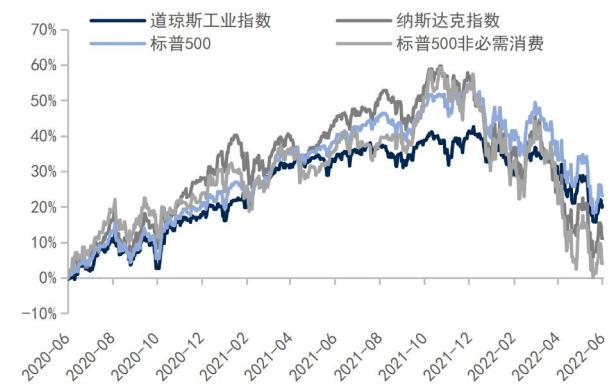
月小幅回暖，分别反弹3.3%/2.2%/3.0%，4月大幅下行，分别下滑8.4%/4.7%/12.1%，5月小幅下行基本维稳，仅纳斯达克指数下滑1.6%，其他指数稳定不变，6月先下行后反弹，三大指数分别下滑7.6%/5.9%/7.5%。非必须消费品指数弱于大盘，下行幅度较大，1月下滑9.7%，2月下滑3.7%，3月回暖4.2%，4月下滑11.8%，5月下滑3.9%，6月下滑9.5%；

图1：A股大盘与板块指数行情走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：美股大盘与板块指数行情走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：港股大盘与板块指数行情走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**图4：A股/港股/美股大盘与轻工制造相关指数行情表现**

市场	代码	指数	本月至今	上月涨跌幅	2个月涨跌幅	3个月涨跌幅	6个月涨跌幅	年初至今	月末价
A股	801140.SI	轻工制造(申万)	8.4%	10.4%	16.6%	3.8%	-14.4%	+14.9%	2,475
	801143.SI	造纸	2.5%	4.6%	10.4%	-4.2%	-11.7%	-12.0%	2,360
	801141.SI	包装印刷	6.4%	8.3%	13.9%	-5.0%	-23.2%	-24.2%	2,661
	801142.SI	家居	14.2%	16.3%	21.7%	13.4%	-10.6%	-11.0%	2,316
	801145.SI	文娱用品	5.9%	7.2%	18.4%	10.6%	-10.5%	-10.8%	1,928
	000300.SH	沪深300	9.6%	11.3%	11.7%	8.5%	-8.9%	-9.2%	4,485
	000001.SH	上证指数	6.7%	7.9%	11.5%	6.1%	-6.1%	-6.6%	3,399
港股	HSCI1D.HI	恒生综合行业指数-非必需性	8.2%	11.1%	11.0%	8.9%	-13.5%	-15.4%	2,591
	CIHK5009.WI	轻工制造HK(中信)	11.5%	17.7%	19.8%	9.7%	-30.6%	-32.0%	789
	HSI.HI	恒生指数	2.1%	3.5%	3.7%	-0.3%	-5.4%	-6.6%	21,860
美股	DJI.GI	道琼斯工业指数	-5.9%	-6.6%	-5.9%	-12.1%	-14.8%	+14.6%	31,029
	IXIC.GI	纳斯达克指数	-7.5%	-7.9%	-9.4%	-23.5%	-29.0%	-28.6%	11,178
	SPX.GI	标普500	-7.6%	-8.2%	-7.6%	-17.5%	-20.1%	-19.9%	3,819
	S5COND.SPI	标普500非必需消费	-9.5%	-8.8%	-14.0%	-27.7%	-32.2%	-32.0%	1,095

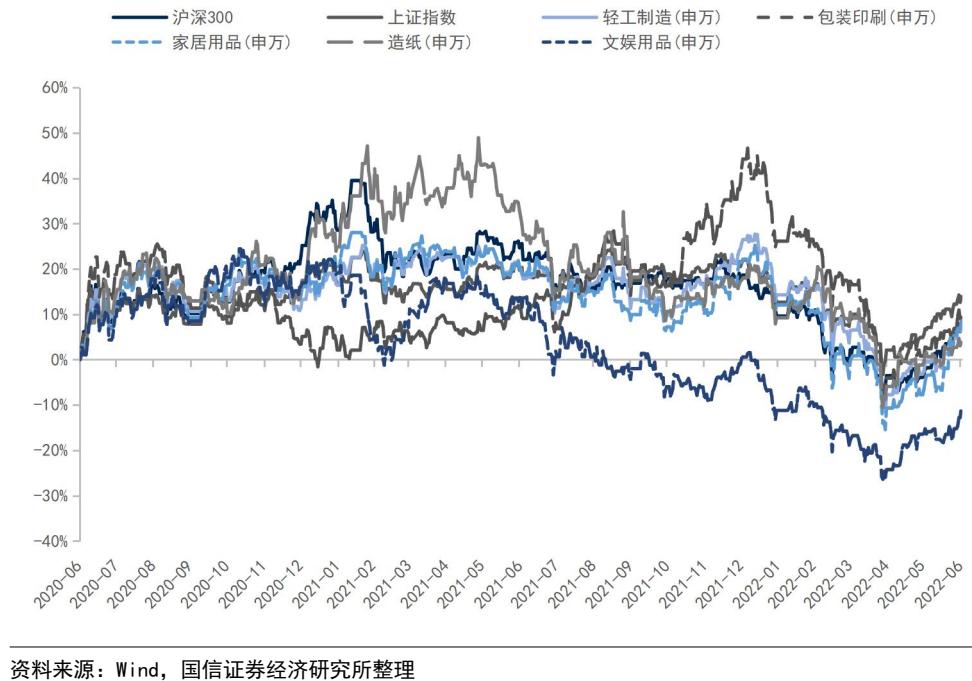
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：时间截至 2022 年 6 月 30 日

### 轻工各细分板块趋势与大盘基本一致，家居板块受地产回暖催化反弹加速

轻工各细分板块与大盘、轻工制造板块整体趋势基本一致，年初至今先下行后反弹，当前位点仍低于年初，按下滑幅度从大到小依次是包装印刷、造纸、家居、文娱用品，分别下滑 24.2%/12.0%/11.0%/10.8%。其中，各板块在 4 月下旬降至最低点，按下滑幅度从大到小分别是包装印刷、家居用品、文娱用品、造纸，分别下滑-36.2%/-30.8%/-26.8%/-24.2%；随后皆有所反弹，按反弹幅度从高到底分别是家居用品、文娱用品、造纸、包装印刷，分别反弹 19.8%/16.0%/12.2%/12.0%。从年初至今整体变化来看，造纸板块强于轻工板块，包装印刷板块弱于轻工板块，家居和文娱用品板块与轻工板块基本持平。

从月度趋势来看，各细分板块 1 月持续下行，包装印刷、家居用品、造纸、文娱用品 1 月分别下滑-12.6%/-8.3%/-7.4%/-11.7%，2 月震荡维稳，包装印刷、家居用品下滑-0.5%、-1.2%，造纸、文娱用品反弹 6.1%、0.9%，3 月大幅下行，各细分板块分别下滑-5.9%/-8.4%/-5.6%/-6.8%，4 月继续下行，分别下滑-14.5%/-9.0%/-13.3%/-7.0%，5 月回暖，分别反弹 4.7%/4.8%/6.2%/8.9%，6 月小幅回暖，分别反弹 9.3%/15.9%/8.3%/13.9%。其中，家居用品板块 6 月受地产销售回暖拉动，估值回升快，股价加速上行，涨幅高于大盘及其他轻工细分板块。

**图5: A股大盘与板块指数行情走势**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 相关公司上半年表现整体不佳，少部分公司表现出抗跌属性

1. A股方面，在大盘整体有较大幅度回调的情况下，绝大多数重点公司股价均为负增长，少部分公司跌幅较小或获得正收益，相对于大盘表现出抗跌属性，其中包括：索菲亚(27.4%)、太阳纸业(7.1%)、欧派家居(2.2%)、顾家家居(-2.8%)、喜临门(-6.0%)、公牛集团(-7.0%)、志邦家居(-9.3%)。

2. 港股方面，家清护理公司表现较好，其中包括：维达国际(8.0%)、恒安国际(-6.1%)、蓝月亮集团(-7.5%)，仅维达国际表现强于大盘。

**图6: A股相关上市公司行情表现**

细分板块	证券代码	证券名称	本月至今	上月涨跌幅	2个月涨跌幅	3个月涨跌幅	6个月涨跌幅	年初至今	收盘价
家居	603833.SH	欧派家居	26.0%	29.0%	29.4%	37.9%	3.1%	2.2%	151
	603816.SH	顾家家居	17.3%	22.3%	28.9%	30.5%	-2.6%	-2.8%	57
	002572.SZ	索菲亚	25.2%	30.6%	38.7%	59.4%	28.5%	27.4%	28
	300616.SZ	尚品宅配	10.7%	13.6%	14.3%	-6.1%	-33.7%	-33.3%	28
	603801.SH	志邦家居	36.2%	39.2%	34.7%	20.9%	-10.7%	-9.3%	27
	603180.SH	金牌厨柜	18.5%	22.3%	24.9%	7.4%	-17.1%	-16.2%	31
	603313.SH	梦百合	12.0%	13.7%	20.8%	-0.8%	-30.6%	-30.7%	12
	603008.SH	喜临门	36.4%	37.0%	56.3%	25.1%	-2.1%	-6.0%	37
造纸	002078.SZ	太阳纸业	1.6%	2.8%	-0.1%	10.1%	8.6%	7.1%	12
	600966.SH	博汇纸业	6.3%	7.2%	9.0%	-13.1%	-24.5%	-25.1%	8
	000488.SZ	晨鸣纸业	1.3%	4.4%	6.8%	-13.5%	-21.8%	-22.1%	6
家清护理	002511.SZ	中顺洁柔	13.7%	16.4%	20.1%	6.5%	-24.2%	-24.4%	13
	301009.SZ	可靠股份	-1.4%	0.3%	2.6%	-17.3%	-32.6%	-32.0%	12
	003006.SZ	百亚股份	14.5%	15.9%	24.5%	-4.4%	-29.6%	-29.0%	12
包装印刷	605009.SH	豪悦护理	9.6%	11.5%	12.7%	-7.0%	-27.0%	-27.4%	39
	002831.SZ	裕同科技	8.3%	10.1%	20.7%	18.7%	-9.7%	-11.5%	30
	601968.SH	宝钢包装	8.8%	5.6%	33.0%	14.4%	-19.1%	-25.4%	8
电子烟	002701.SZ	奥瑞金	5.7%	6.6%	6.8%	5.5%	-20.4%	-25.7%	5
	002191.SZ	劲嘉股份	24.2%	28.0%	26.7%	-18.3%	-24.7%	-26.6%	11
	603429.SH	集友股份	0.2%	-1.0%	-19.2%	-10.2%	-29.6%	-30.4%	13
文具	603899.SH	晨光文具	8.3%	10.0%	18.8%	18.2%	-12.4%	-11.9%	56
	603195.SH	公牛集团	4.9%	5.1%	8.5%	24.4%	-8.2%	-7.0%	153

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**图7：港股相关上市公司行情表现**

细分板块	证券代码	证券名称	本月至今	上月涨跌幅	2个月涨跌幅	3个月涨跌幅	6个月涨跌幅	年初至今	收盘价
家居	1999.HK	敏华控股	8.7%	15.8%	13.5%	2.5%	-28.9%	-29.8%	8
造纸	2689.HK	玖龙纸业	-4.5%	-1.2%	-3.4%	-1.7%	+17.2%	-19.5%	7
家清护理	1044.HK	恒安国际	-5.4%	-4.5%	1.3%	4.7%	-6.3%	-6.1%	37
	3331.HK	维达国际	2.2%	5.7%	8.0%	18.8%	9.0%	8.0%	20
	6993.HK	蓝月亮集团	9.6%	9.1%	10.9%	41.3%	-6.0%	-7.5%	7
电子烟	6969.HK	思摩尔国际	26.7%	39.0%	44.9%	16.0%	-36.8%	-38.5%	24
	0336.HK	华宝国际	43.8%	48.0%	40.1%	50.6%	-56.8%	-57.9%	6

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

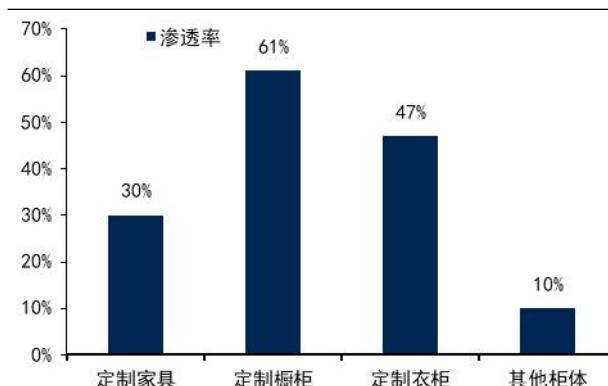
## 定制家居板块：规模增速放缓分化趋势渐显，流量粉尘化时代渠道变革带来整合机遇

### 市场规模：需求量增速放缓，价和渗透率仍有提升空间

根据中商产业研究院调查及预测，我国定制家居市场规模于2020年达到3811亿元，2016-2020年复合增速17.8%，近年来增速有所放缓。我国定制家居渗透率不断提升，目前行业整体在30%，而美韩等发达国家在60-70%左右，我国仍处于较低水平，有较大的提升空间。不同品类渗透率具有差异，定制橱柜由于起步较早发展时间最长，市场接受度最高，进而渗透率最高，可达61%；定制衣柜渗透率在47%，其他柜体为10%。

**图8：中国定制家居行业市场规模**


资料来源：中商产业研究院，国信证券经济研究所整理

**图9：中国定制家居市场渗透率**


资料来源：中商产业研究院，国信证券经济研究所整理

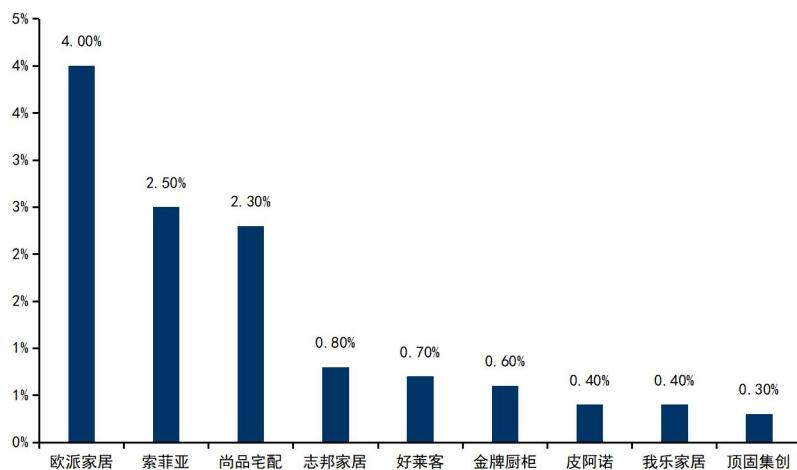
### 竞争格局：格局分散，随龙头优势进一步显现集中度有望提升

我国定制家居行业具有产品同质化、进入门槛低、品牌区隔不明显的特点，进而造成行业集中度低。根据前瞻产业研究院数据显示，我国定制家居企业市场份额极度分散，2018年CR3仅为8.8%，CR5为10.3%。与海外国家相比具有较大差距，欧洲国家2015年CR5达35.0%；韩国2016年CR3可达69.0%。细分行业中，定制橱柜和定制衣柜发展较为成熟，行业集中度与行业整体相比较高。其中定制橱柜以欧派家居为龙头，2019年欧派市占率为8.0%，CR5为16.0%；定制衣柜相对橱柜来说更加集中，2019年龙头公司索菲亚和欧派，市占率分别为13.0%和10.0%，

CR5 为 35.0%。

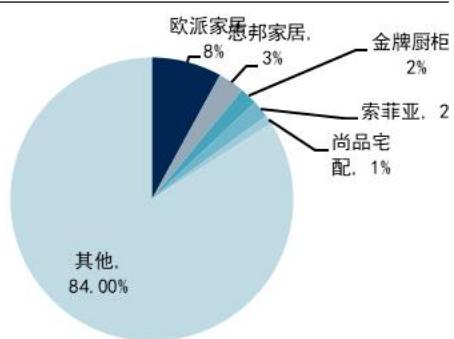
**随品类拓展、大宗渠道和整装业务的布局，龙头竞争力渐显，未来行业集中度有望进一步提升。**基于目前定制行业集中度低的原因，我们认为未来集中度提升的主要驱动力在于产品差异化的形成，具体而言就是龙头企业凭借自身优势，为消费者提供更高质量且更具性价比的产品；同时抓住渠道变革的机遇，通过多渠道布局以及流量前置来更早占领更多客户的心智，进而挤占中小公司市场份额，行业集中度提升。

图10：2018年头部定制家居公司市场份额



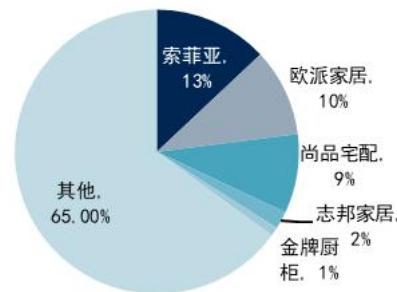
资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

图11：2019年定制橱柜行业竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

图12：2019年定制衣柜行业竞争格局



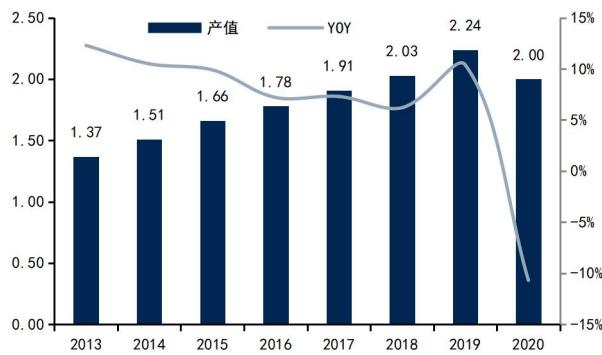
资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

## 动能转换：行业驱动力由地产后周期转向需求驱动

家居家具市场发展紧随房地产市场发展变化，行业景气度很大程度上受房地产竣工周期的影响。目前我国新房购置需求、新房销量已经逐渐趋缓，一二线城市逐渐迈入存量房时代，旧房翻新需求将逐渐成为零售渠道主要驱动力。根据中国建筑装饰协会数据，2020年全国家装行业产值受疫情影响同比减少10.7%，产值约为2万亿元；2019年达2.24万亿元，其中精装成品房8500亿元，同比+11.8%，占总产值41.7%；存量房装修产值6900亿元，同比+15.0%，占比为33.8%；毛坯

房市场产值 5000 亿元，同比-10.5%，占比为 24.5%。存量房改造市场增速最快，而毛坯房市场萎缩。未来随着存量房规模的迅速扩大，按照平均 7-10 年的再装修周期计算，可以预计，今后存量房改造市场将进一步扩大，且几乎不受房地产市场周期的影响，精装成品房市场、毛坯房市场是增量市场，受房地产周期及政策调控影响较大。

图13: 我国家装行业市场产值及增速（万亿元，%）



资料来源：中国建筑装饰业协会，亿欧智库，国信证券经济研究所整理

图14: 我国家装市场住宅供给结构（万套）



资料来源：政府官网，国家统计局，奥维云网，亿欧智库，国信证券经济研究所整理

## 渠道变革：渠道与商业模式变化带来行业整合机遇

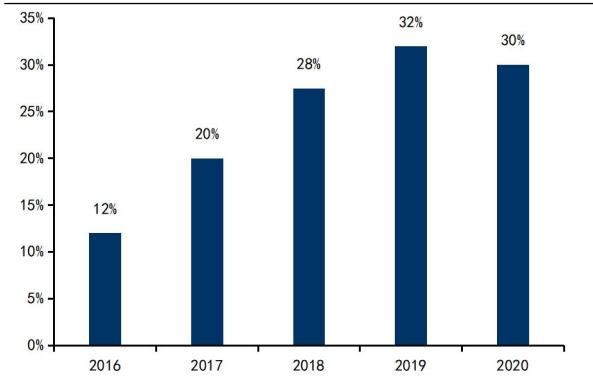
自 2018 年以来渠道变化趋势明显，各定制企业在大宗、整装以及线上渠道布局和发力，目前大宗渠道增速快，占比逐渐提升；整装业务仍在起步阶段，正处于从“全屋定制”到真正做到“整装”的过渡时期。由于布局时间和综合能力的差异，渠道变革的同时公司间开始出现分化，龙头公司优势渐显。一方面，随精装修渗透率的快速提升，大宗市场增速快，由于大宗规模化、标准化程度高，交付时间短，对服务要求高，所以房地产商倾向于与大公司大品牌合作，一些中小品牌、夫妻店的大宗渠道发展不理想。另一方面，整装对于公司来说不仅是渠道变革，同时也带来了商业模式的变革。整装对公司综合能力有更高要求，公司品类的多样性、品牌知名度、供应链整合能力、运营效率、信息化程度等因素对整装业务都有影响。目前市面上做整装或全屋定制的公司类型、模式、规模都有较大差异。

### ● 精装渠道：政策推动精装房渗透率提升，定制家居大宗渠道快速发展

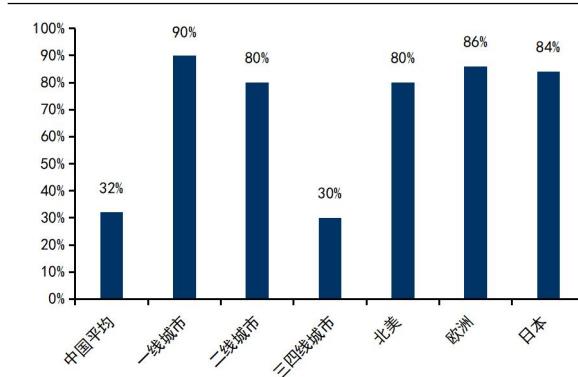
精装房与毛坯房相比，具有成本、环保、安全等多方面优势。自 2016 年起国家推出多项精装房政策，各省市进而推出相关细则，政策推动精装修普及率快速提升。据奥维云网统计，2016 年省、市、国家级政策数量合计增速达 83.3%，2020 年同比增速同样超过 80.0%。各省细则多对精装渗透率制订严格标准，2019~2020 年我国精装渗透率达到 30%以上，据各省目标以及海外国家水平仍有较大差距。

图15: 我国精装房渗透率

图16: 2019 年我国与海外国家精装修率



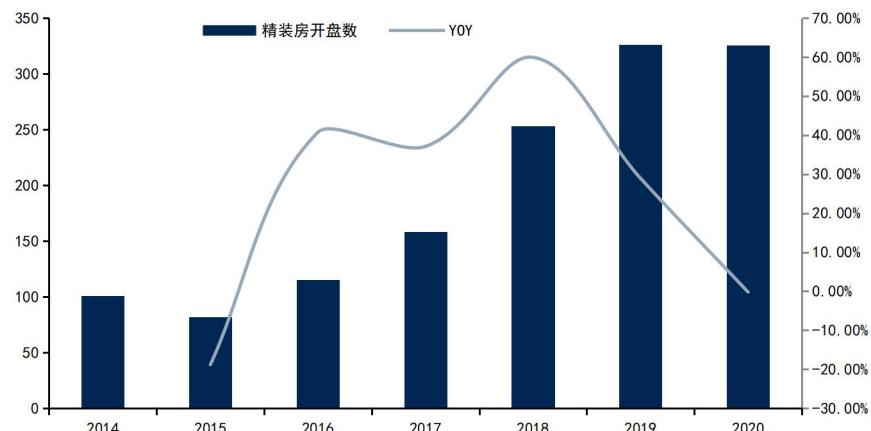
资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理



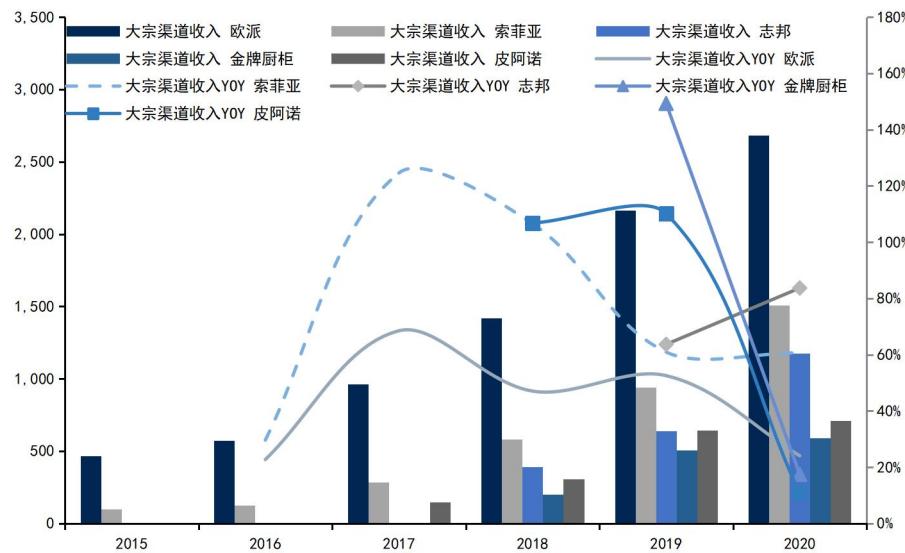
资料来源：中国产业信息网，国信证券经济研究所整理

精装房对于房地产商，批量采购和整体施工，能够享受较低的采购价格和较长的账期，因此房地产商具有较大的推动精装模式的动力。2015 年我国精装房开盘数仅 82.0 万套，2020 年达 325.5 万套，CAGR5 为 31.7%。对于定制家居企业，大宗渠道带来业务增量，近年来部分头部定制公司与各家地产商合作，大宗渠道收入增速显著。但是与房地厂商的合作对公司实力有所要求，头部定制公司中，欧派、索菲亚、志邦、金牌橱柜、皮阿诺抓住了大宗渠道的机会，2020 年大宗渠道收入分别达到 26.82/15.10/11.75/5.93/7.12 亿元，同比+24.1%/+60.7%/+83.7%/+17.4%/+10.7%。而尚品宅配、好莱客布局较晚，其余中小型公司与地产商合作难，因此我们预计未来大宗渠道的市场份额相较零售渠道将更为集中。对于消费者而言，精装房省心省时。

图17：我国精装房开盘数及变化（万套，%）



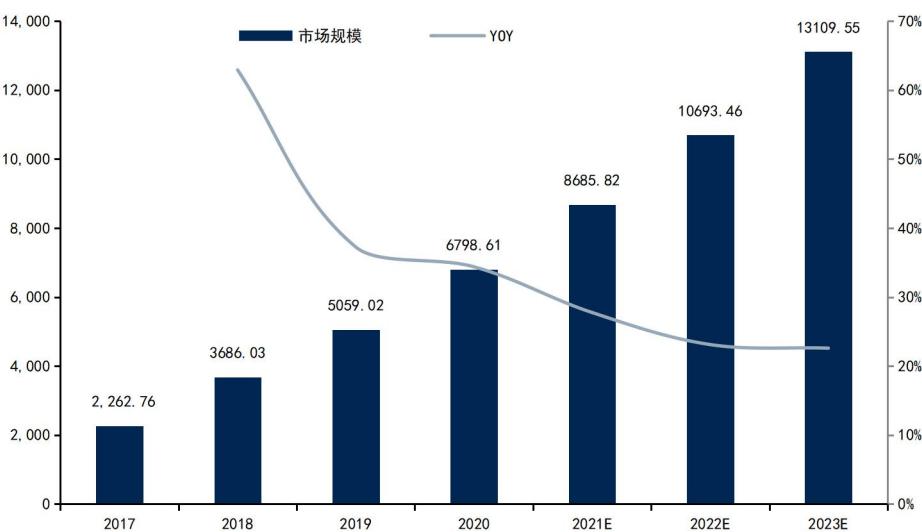
资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

**图18：部分头部定制企业大宗渠道收入及同比增速（百万元，%）**


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### ● 整装渠道：市场规模大，竞争日渐激烈

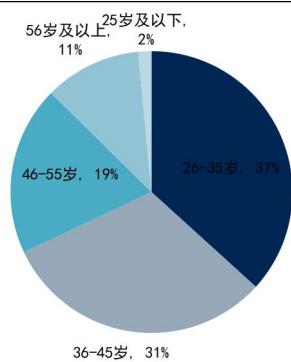
整装发展最早可追溯到 2010 年前后尚品宅配做全屋定制开始，随后欧派家居提出大家居战略；再到 2018 年左右整装概念正式出现，各类市场参与者纷纷入局；发展至今已形成多类型市场主体牵头、多模式并存的整装市场，各种模式基本是一市场参与者牵头，与其他家装供应链上的品牌合作，共同为消费者提供从设计、基装、硬装到软装乃至家电的一站式服务，不同公司所做的整装内容存在差异。从 2018 年发展至今，整装市场规模已经翻倍，2020 年整装市场规模为 6798.61 亿元，2021~2023 年行业增速预计在 20.0% 以上。

**图19：我国整装行业市场规模**


资料来源：国家统计局，亿欧智库，国信证券经济研究所整理

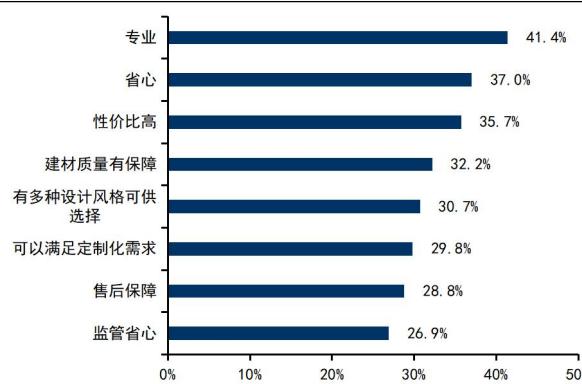
整装的发展，主要得益于供求双方的推动。需求端整装省心省力，更符合年轻消费者一站式购买的需求。家装市场消费群体年龄段集中在26-45岁，主流客户已向90、95后转移。据互联网整装公司“爱空间”披露，其用户结构中，26-35岁用户占36.7%，36-45岁用户占31.2%。年轻一代消费者出于工作时长较长等原因，缺乏时间和精力花费在冗长的家装流程上，因此对装修流程的简化有更高需求。此外，传统家装不仅流程长、环节多而复杂，耗时耗力，更存在信息价格不透明、装修队质量参差、不同产品搭配风格不一致等问题。而整装有大品牌的背书，流程价格透明、质量有保证、设计工程风格统一。

图20：“爱空间”用户年龄结构



资料来源：爱空间，艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

图21：用户选择整装服务因素分析



资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

**供给端机遇与挑战并存。**整装模式的机遇在于，公司将整装作为引流手段将获客时间前置到装修流程最初的设计环节，同时通过供应链的整合扩大市场空间。对于定制家居企业来说，获客时点从硬装前置到设计环节，获得更大客流的同时，对于客户对后续装修流程中品牌的选择具有更大的话语权，进而有利于自身不同品类产品的搭售以及对合作品牌形成赋能，实现共赢。

整装模式的挑战在于，一方面对于定制家居企业来说，竞争池扩大的同时，竞争环境更加复杂，目前市场上家装产业链上所有类型的玩家都对整装模式有所布局，同时还出现了互联网家装平台和互联网巨头布局整装。另一方面，整装对品牌影响力、产品和服务质量、供应链整合能力都提出更高要求，中小型企业与头部企业的差距渐显。

因此，整装模式更加突显龙头优势。在整装模式下，家装各子行业相互延伸，家居产业定制、建材、软体、卖场都在打破边界，在向大家居、整装、整家定制进军；各大公司凭借资金实力和成本端规模化优势，纷纷推出低价全屋定制或整装套餐，大品牌产品兼顾高质量和低价格，极高的性价比给中小企业带来了更大的压力，甚至降维式的打击，行业加速洗牌，市场向龙头企业集中。

### ● 线上渠道：加码直播赛道，线上引流线下转化

除大宗、整装渠道外，线上渠道也成为各定制家具企业近年来重点发力的新兴渠道。在当下主力消费群体更为线上化、渠道大环境变革、疫情催化线上渠道发展、线下门店引流效果下降、直播兴起等多重因素推动下，定制家具企业纷纷发力电商直播、短视频直播等互联网营销，并采取线上引流，叠加线下转化的方式，提升整体销售业绩。

## 动能转换、渗透率和客单提升共同推动行业规模增长

我们通过构建市场需求模型，对定制家居行业及其细分品类进行了更加详细的测算和预测。我们假设在新住宅销量和竣工面积逐年减少的情况下，未来行业增长动力主要在于，1) 存量房数量和翻新需求增加；2) 定制家居渗透率和单价逐年增加。二者叠加未来定制行业总规模有望保持在一定增速。在行业增长以及变革的基础上，龙头企业的品牌力、渠道力、产品力优势将逐渐强化且日益凸显，我们更加看好在行业变革趋势下龙头企业通过整合市场份额，获得超越行业的增速。

图22：定制家居行业市场规模测算

		单数	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>新房</b>	现房销售面积	万平方米	23,205	18,215	15,736	16,357	15,702	15,074	14,471	13,893	13,337	12,803	12,291	11,800	11,328
	面积增长率	%	-2%	-2%	-1%	4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%
	2年前期房销售面积	万平方米	105,609	113,545	124,725	131,929	139,142	140,175	135,269	130,535	125,966	121,557	117,303	113,197	109,235
	面积增长率	%	22%	8%	10%	6%	5%	1%	-3.5%	-3.5%	-3.5%	-3.5%	-3.5%	-3.5%	-3.5%
	住宅平均面积	平米/套	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90
	<b>新房装修套数</b>	万套	<b>1,431</b>	<b>1,464</b>	<b>1,561</b>	<b>1,648</b>	<b>1,720</b>	<b>1,725</b>	<b>1,664</b>	<b>1,605</b>	<b>1,548</b>	<b>1,493</b>	<b>1,440</b>	<b>1,389</b>	<b>1,340</b>
	新房套数占比	%	71%	69%	69%	67%	66%	67%	66%	66%	64%	65%	66%	64%	64%
<b>存量房</b>	10年前住宅竣工套数	万套	494	555	602	722	764	749	766	705	746	677	623	645	598
	二手房销售套数	万套	430	426	432	393	381	370	359	348	337	327	318	308	299
	二手房装修率	%	20%	22%	25%	26%	27%	28%	29%	31%	33%	37%	41%	45%	49%
	旧房更换套数+二手房 装修套数	万套	<b>580</b>	<b>649</b>	<b>710</b>	<b>824</b>	<b>867</b>	<b>853</b>	<b>870</b>	<b>813</b>	<b>857</b>	<b>798</b>	<b>753</b>	<b>784</b>	<b>744</b>
	存量房更换套数占比	%	29%	31%	31%	33%	34%	33%	34%	34%	36%	35%	34%	36%	36%
	<b>需装修住宅数</b>		<b>2,011</b>	<b>2,113</b>	<b>2,271</b>	<b>2,472</b>	<b>2,588</b>	<b>2,578</b>	<b>2,534</b>	<b>2,418</b>	<b>2,405</b>	<b>2,291</b>	<b>2,193</b>	<b>2,173</b>	<b>2,084</b>
<b>橱柜规模</b>	亿元	<b>951</b>	<b>1,013</b>	<b>1,079</b>	<b>1,229</b>	<b>1,345</b>	<b>1,399</b>	<b>1,435</b>	<b>1,426</b>	<b>1,477</b>	<b>1,463</b>	<b>1,455</b>	<b>1,497</b>	<b>1,489</b>	
	规模增长	%	6%	6%	14%	9%	4%	3%	-1%	4%	-1%	3%	3%	-1%	-1%
	渗透率		59%	60%	59%	61%	63%	65%	67%	69%	71%	73%	75%	77%	79%
	需求量	万套	1,189	1,267	1,349	1,518	1,641	1,686	1,708	1,678	1,717	1,682	1,654	1,682	1,654
	价格	元/套	8000	8000	8000	8100	8200	8300	8400	8500	8600	8700	8800	8900	9000
<b>衣柜规模</b>	亿元	<b>905</b>	<b>972</b>	<b>1,067</b>	<b>1,223</b>	<b>1,346</b>	<b>1,408</b>	<b>1,450</b>	<b>1,447</b>	<b>1,504</b>	<b>1,496</b>	<b>1,492</b>	<b>1,540</b>	<b>1,536</b>	
	规模增长	%	7%	10%	15%	10%	5%	3%	0%	4%	-1%	0%	3%	0%	-1%
	渗透率		45%	46.00%	47.00%	49%	51%	53%	55%	57%	59%	61%	63%	65%	67%
	需求量	万套	905	972	1,067	1,211	1,320	1,366	1,394	1,378	1,419	1,398	1,382	1,412	1,396
	价格	元/套	10,000	10,001	10,002	10,102	10,202	10,302	10,402	10,502	10,602	10,702	10,802	10,902	11,002
<b>木门规模</b>	亿元	<b>1,400</b>	<b>1,450</b>	<b>1,550</b>	<b>1,817</b>	<b>2,135</b>	<b>2,372</b>	<b>2,584</b>	<b>2,720</b>	<b>2,970</b>	<b>3,093</b>	<b>3,224</b>	<b>3,466</b>	<b>3,594</b>	
	规模增长	%	4%	7%	17%	18%	11%	9%	5%	9%	4%	4%	7%	4%	-1%
	木门/住宅		4	4	3	4	4	4	4	5	5	5	5	6	6
	需求量	万套	8,750	8,056	7,750	8,651	9,704	10,311	10,768	10,879	11,422	11,455	11,513	11,950	11,981
	价格	元/套	1600	1800	2000	2100	2200	2300	2400	2500	2600	2700	2800	2900	3000
<b>定制家居规模</b>	亿元	<b>3256</b>	<b>3435</b>	<b>3696</b>	<b>4270</b>	<b>4827</b>	<b>5178</b>	<b>5469</b>	<b>5593</b>	<b>5951</b>	<b>6052</b>	<b>6171</b>	<b>6502</b>	<b>6619</b>	
	规模增长	%	5%	8%	16%	13%	7%	6%	2%	6%	2%	2%	5%	2%	-1%

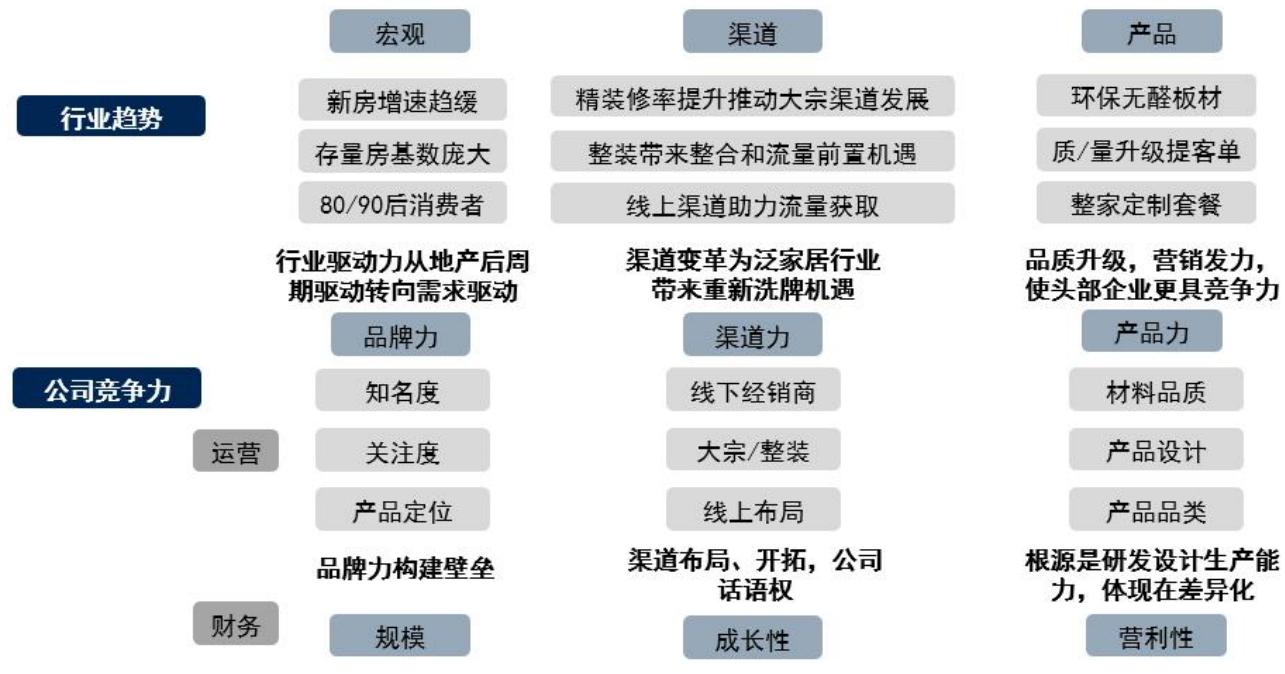
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所预测和整理

## 竞争力分析：行业变革下头部公司竞争优势明显

根据前面的行业分析，我们可以得到以下结论：1) 外部影响因素方面，行业驱动已从地产周期驱动转向需求驱动，零售端存量房基数庞大、新消费者进入，旧房翻新需求旺盛。2) 渠道变化带来行业整合机遇，渠道变化主要包括一是随精装房渗透率提升，大宗渠道快速发展；二是整装业务机遇，家装供应链开始整合，各参与者共同抢占万亿级泛家居市场和家装前置流量；三是线上渠道发展，短视频、直播为线下业务引流。

在以上行业背景下，我们更加看好产品质量好种类多、渠道拓展全发展进程快、具有高品牌力和高知名度的行业龙头。我们认为公司的核心竞争力从业务端来看，主要包含产品力、渠道力和品牌力；从财务端来看，主要关注其规模、成长性和营利性。

图23: 定制家居行业增长逻辑及公司竞争力



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 业绩估值逻辑：业绩与地产竣工相关龙头分化趋势渐显，估值与地产销售相关投资者信心受影响

家具零售额与地产竣工及投资完成额相关度较高。家具行业位于房地产下游，新房竣工和完成数量直接关系着新房装修需求和家具购买需求。从过去二十年家具零售额、住宅竣工面积、和房地产开发投资完成额的累计同比来看，三者变化趋势保持高度一致。

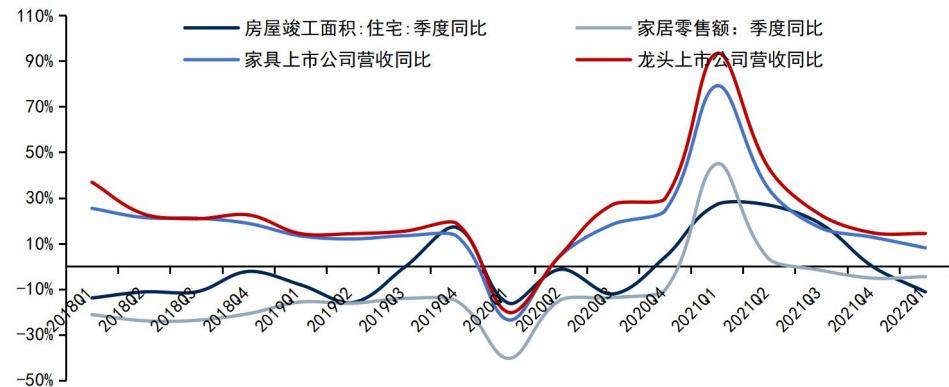
图24: 家具零售额与房地产竣工及完成相关度较高



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

**龙头分化趋势渐显，集中度有望提升。**我们通过整体法进行统计，从同比增速来看，家具上市公司营收同比增速明显高于行业，家具龙头上市公司（此处我们统计的公司包括：欧派家居、顾家家居、索菲亚、尚品宅配、志邦家居、金牌厨柜、喜临门、梦百合）的营收同比增速又明显高于所有家居上市公司，在地产销售同比下滑、家居行业整体销售同比下滑的同时，家居龙头仍能保持稳健增速。我们认为在行业整体呈现下行趋势时，龙头标的竞争优势愈加明显，基本面好于行业，集中度有望进一步提升。

图25：龙头增速优于行业增速

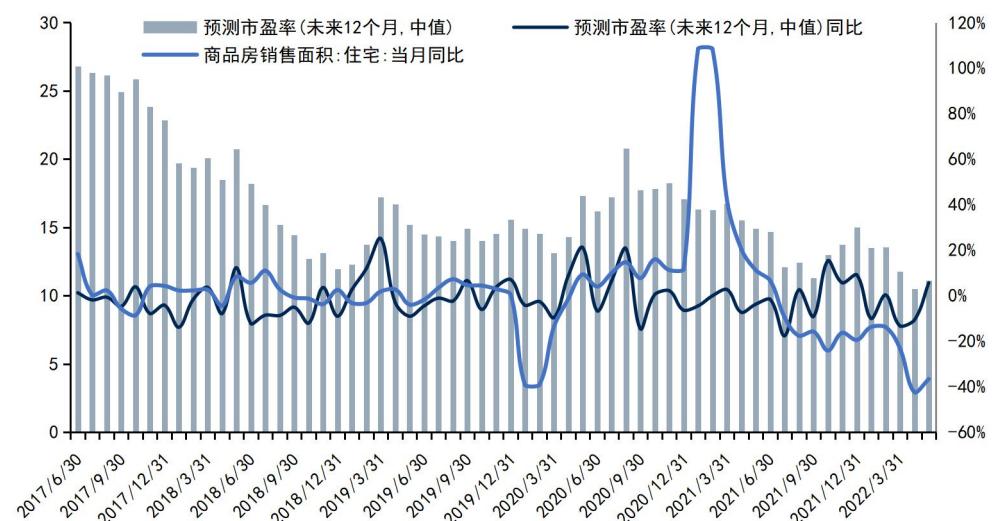


资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

注：龙头零售额按出厂价格的二倍计算

**估值与地产销售相关，投资者情绪受上游影响。**由于投资者情绪受上游地产景气度影响较大，家居板块估值一定程度受到地产销售数据影响。近一年来地产销售同比下滑幅度较大，家居板块、个股标的估值处于中等偏低位置，随近几月地产刺激政策力度加大，5月地产销售面积同比降幅收窄，6月初有回暖迹象，进而对家居板块的激励效果明显。我们看好地产销售回暖对产业链信心的提振、地产跌幅见底后修复对家居估值的拉动；以及上半年疫情和地产对家居板块产生冲击，基本面见底后的反弹，和龙头集中度的提升。

图26：龙头增速快于行业增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

## 软体家具板块：生产消费出口规模领先，行业集中度低，消费升级带动产品发展

### 市场规模：全球规模 700 亿，中国生产消费出口规模居首

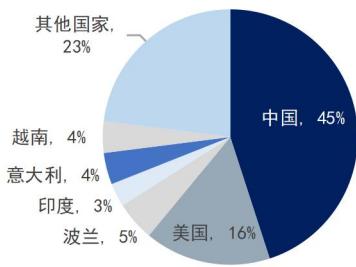
中国软体产值和消费量均居全球之首。根据 CSIL 的统计，全球软体家具的消费规模由 2010 年的 539 亿美元增长至 2020 年的 672 亿美元，年均复合增长率为 2.23%。其中，中国软体家居的产值全球占比和消费占比分别为 45% 和 31%，均位于全球首位。

图 27：全球软体家具市场规模和同比增速（亿美元）



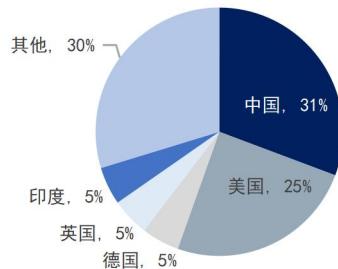
资料来源：CSIL，国信证券经济研究所整理

图 28：2020 年主要软体生产国家产值占比



资料来源：CSIL，国信证券经济研究所整理

图 29：2020 年主要软体消费国家市场规模占比



资料来源：CSIL，国信证券经济研究所整理

软体家具整体消费量随地产端数据下行见顶回落，但沙发和床垫消费量持续增长。据 CSIL 统计，2018-2020 年中国软体家具消费规模分别为 230/211/188 亿美元，同比增速 7%/-8%/-11%，2018-2020 年中国软体行业产值分别为 369/350/343 亿美元，同比增速分别为 9%/-5%/-2%。2020 年，我国沙发市场规模为 666 亿元（约为 99 亿美元），同比+9.2%。2020 年中国床垫行业消费规模为 85.4 亿美元，

是全球第二大的消费国。2010 年至 2020 年，中国床垫行业消费规模的年均复合增长率达到 6.15%，高于其他国家床垫消费市场的增速。

图30：中国软体产值规模和同比增速（亿美元）



资料来源：CSIL，国信证券经济研究所整理

图31：中国软体消费规模和同比增速（亿美元）



资料来源：CSIL，国信证券经济研究所整理

图32：中国沙发市场规模（亿元）



资料来源：智研咨询，国信证券经济研究所整理

图33：中国床垫市场规模（亿美元）

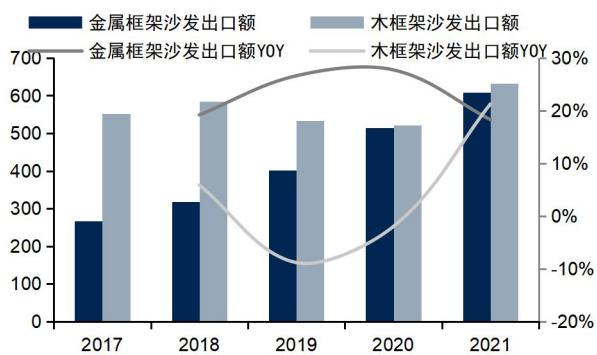


资料来源：CSIL，慕思股份招股说明书，国信证券经济研究所整理

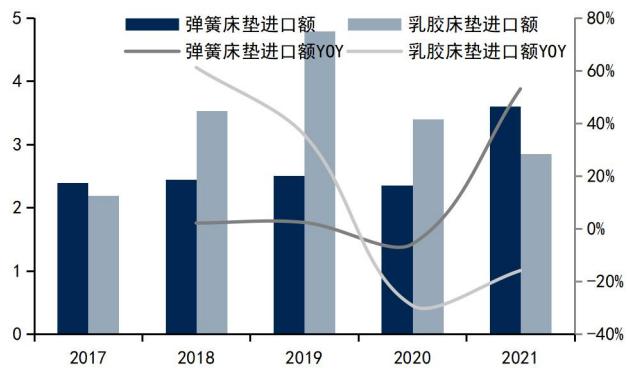
**软体家具出口规模仍在上涨，每年出口大量沙发销往欧美地区。**2020 年软体出口额 155 亿美元，占中国软体家具总产值在历年中枢上有小幅增长，2017-2020 的出口额三年复合增速为 7.7%。2020 年增幅较大或与疫情后海外财政补贴刺激居民耐用品消费所致。我国沙发主要出口国家是美国，出口美国金额占全部出口金额的 26.8%。根据海关总署披露的数据，2019/2020/2021 年我国木质框架沙发出口额分别为 533/522/633 亿元，同比-8.8%/-2.0%/+21.3%；功能沙发等金属框架沙发出口额分别为 402/514/ 608 亿元，同比+26.6%/+27.7%/+18.3%。金属框架沙发出口额近年来增速较快，规模逐渐趋于木质框架沙发。床垫进出口规模与沙发相比较小，近年弹簧床垫出口额赶超乳胶床垫。根据海关总署披露的数据，2019/2020/2021 年我国弹簧床垫出口额分别为 48.8/54.8/54.9 亿元，同比+2.8%/+12.1%/+0.2%；乳胶床垫出口额分别为 44.5/37.4/46.1 亿元，同比-29.6%/-16.1%/+23.3%。弹簧床垫出口额近年来增速较快，数额已超过乳胶床垫；2021 年乳胶床垫出口增速有所回升。

**图34: 中国软体出口额和同比增速 (亿美元)**


资料来源: CSIL, 国信证券经济研究所整理

**图35: 中国沙发出口规模 (亿元)**


资料来源: 海关总署, 国信证券经济研究所整理

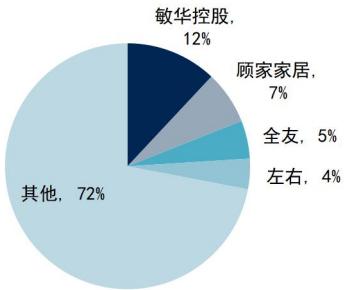
**图36: 中国床垫进口额 (亿元)**


资料来源: 海关总署, 国信证券经济研究所整理

## 竞争格局: 传统沙发与床垫集中度低, 功能沙发集中度高

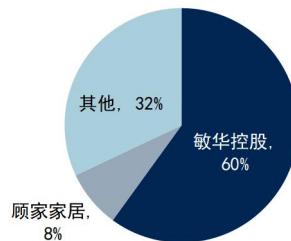
我国沙发行业竞争格局分散, 功能沙发行业格局集中。2020年沙发行业CR4仅28%, 敏华控股市占率最高, 占12%; 而美国2017年沙发行业CR4便达到51%, CR10可达79%, 头部公司La-z-boy/Ashley/敏华控股市占率分别达到21%/11%/10%。我国功能沙发敏华控股市占率可达60%, 敏华控股在我国功能沙发领域市占率可达60%, 高于美国CR5。敏华控股的高市占率主要得益于其在行业内发展历史悠久, 是我国功能沙发的开拓者; 同时其凭借产品创新、海绵自产、电机资产, 具备一定的技术壁垒和成本优势, 在功能沙发领域龙头优势明显。

图37: 2020年中国沙发竞争格局



资料来源：敏华控股官网，国信证券经济研究所整理

图38: 2020年中国功能沙发竞争格局



资料来源：敏华控股官网，国信证券经济研究所整理

**我国床垫行业竞争格局分散。**相比发达国家，我国床垫行业的集中度显著偏低。根据 Furniture Today 发布的《2019 年全美床垫制造商排行榜》，全美前 5 大品牌（CR5）丝涟、席梦思、舒达、泰普尔、Sleep Number 合计占 69.40% 的市场份额。根据华经产业研究院数据统计，2020 年 CR3 和 CR8 合计市场份额约为 11.43% 和 18.66%，其中前三喜临门、舒达和慕思分别占比 4.38%、3.88% 和 3.17%。

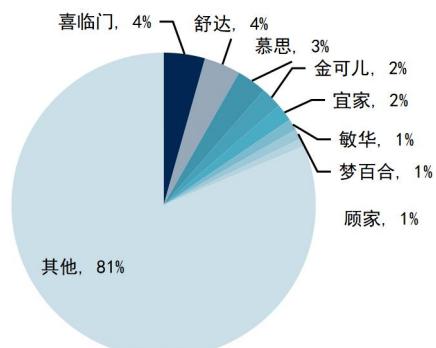
我国床垫行业竞争加剧，我国具有自主品牌的床垫企业凭借已建立的较高品牌认知度与品牌美誉度、较高的消费者黏性、完善且广泛的市场布局、优异的售前、售中与售后服务能力、更有利的知名卖场的店铺位置、稳定的经销商客户等优势，更利于在行业竞争中脱颖而出，进而提升行业集中度，并在行业竞争中能够获取较高的产品价格溢价。现已具备规模化与智能化生产制造能力、自主设计与创新能力、较高品牌知名度、完善的渠道布局等的床垫企业在行业洗牌的过程中更有优势，并有望凭借行业整合机遇取得更大市场份额。

图39: 2019年美国床垫竞争格局



资料来源：Furniture Today，慕思招股书，国信证券经济研究所整理

图40: 2020年中国床垫竞争格局



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

## 行业发展动能：渗透率与更换频率提升，产品升级伴随居民消费升级

沙发行业功能性需求增加，功能沙发渗透率较低，市场空间大。我国功能沙发的发展起始于 1998 年敏华控股收购功能沙发品牌芝华仕，后续顾家家居、喜临门等

软体家具企业相继推出功能沙发产品，市场逐渐被开拓。目前我国功能沙发行业正处于低渗透、高增长的成长阶段。2019年，我国功能沙发渗透率仅14.0%，与功能沙发市场发展时间较长的美国相比差距较大，美国2019年渗透率为41.5%。2020年我国功能沙发消费总金额为96亿元，同比+9.9%，5年CAGR为14.2%，增速高于沙发沙发销售总额，占销售总额的14.5%。若以美国的成熟市场的渗透率为锚，假设我国功能沙发销售额占比达到约40%的水平，按照目前我国沙发市场约700亿的销售规模来看，我国功能沙发市场空间可达近300亿，是目前规模的3倍。

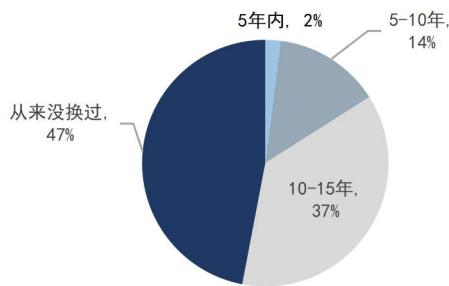
**图41：中美功能沙发渗透率对比**


资料来源：弗若斯特沙利文，CSIL，敏华控股财报，国信证券经济研究所整理

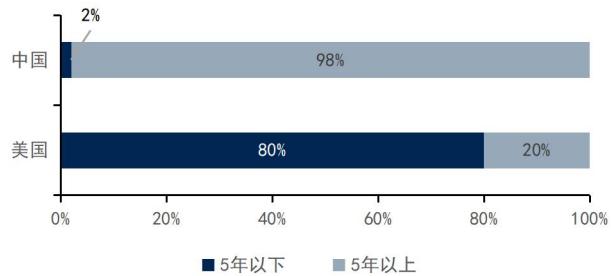
**图42：中国功能沙发市场规模及占比（亿元）**


资料来源：智研咨询，国信证券经济研究所整理

**床垫行业渗透率与更换频率低，多数床垫接近寿命极限+换新周期缩短有望持续释放需求。**根据CSIL的统计，发达国家床垫渗透率达到85%，而中国床垫渗透率仅60%。我国早期床垫以弹簧床垫为主，其弹簧寿命通常在10-20年间，填充层及面料寿命约5-10年间。中国当前床垫更新频率远低于美国，37%消费者10-15年更换床垫，47%消费者从来没换过，大部分床垫使用年限已接近床垫寿命极限。我们认为，寿命到达极限的床垫替换需求叠加居民寝具舒适度要求提升带来的换新频率有望持续提升我国床垫需求。具备品牌、渠道、服务等优势的头部企业未来数年有望迎来重要发展窗口期。

**图43：中国床垫不同更新频率占比**


资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

**图44：中美床垫更新频率对比**


资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

**现代睡眠问题普遍，寝具舒适度为睡眠质量核心因素之一，睡眠消费升级寝具重要性提升。**据梦洁大数据调研，我国约75%居民存在不同程度睡眠问题，其中超半数存在失眠情况。寝具不舒适在影响睡眠质量环境因素中位列第二，消费者

具备较强动机通过更换寝具提升睡眠质量。

图45: 不同睡眠状况人群比例

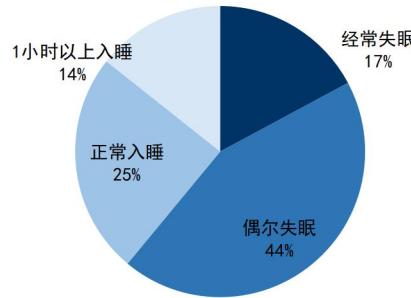
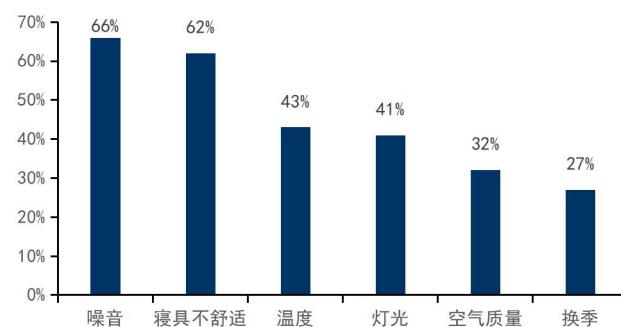


图46: 影响睡眠质量的主要环境因素



资料来源：梦洁大数据调研，国信证券经济研究所整理

资料来源：国民睡眠健康趋势洞察，国信证券经济研究所整理

我们通过模型测算，未来8年内，沙发和床垫市场规模一方面会受到房屋装修总套数下降的影响；另一方面单价的提升和渗透率的提升会一定程度抵消房地产端影响，同时更换周期变短在模型中暂未体现，未来行业总规模有望保持在一定规模。在行业发展的基础上，龙头企业的品牌力、渠道力、产品力优势将逐渐强化，我们更加看好龙头企业获得超越行业的增速。

图47: 我国沙发及床垫市场规模测算

	单位	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>新房</b>	现房销售面积 万平方米	23,204.71	18,215.21	15,736.48	16,356.74	15,702.47	15,074.37	14,471.40	13,892.54	13,336.84	12,803.36	12,291.23	11,799.58	11,327.60
	面积增长率 %	-26%	-22%	-14%	4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%
	2年前期房销售面积 万平方米	105,608.62	113,545.13	124,724.71	131,929.12	139,141.99	140,175.43	135,269.29	130,534.87	125,966.15	121,557.33	117,302.83	113,197.23	109,235.32
	面积增长率 %	22%	8%	10%	6%	5%	1%	-3.5%	-3.5%	-3.5%	-3.5%	-3.5%	-3.5%	-3.5%
	住宅平均面积 平方米/套	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90
	新房装修套数 万套	1,431.26	1,464.00	1,560.68	1,647.62	1,720.49	1,725.00	1,663.79	1,604.75	1,547.81	1,492.90	1,439.93	1,388.85	1,339.59
	新房套数占比	67%	66%	66%	64%	64%	65%	64%	65%	63%	64%	65%	63%	64%
<b>存量房</b>	10年前住宅竣工套数 万套	493.92	554.89	601.98	721.92	764.24	749.31	765.94	705.01	745.54	677.06	622.92	645.28	597.66
	二手房销售套数 万套	430.00	426.00	432.00	393.00	381.21	369.77	358.68	347.92	337.48	327.36	317.54	308.01	298.77
	二手房装修率 %	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
	旧房更换套数+二手房装修套数 万套	708.92	767.89	817.98	918.42	954.84	934.20	945.28	878.97	914.28	840.74	781.69	799.29	747.04
	存量房更换套数占比	33%	34%	34%	36%	36%	35%	36%	35%	37%	36%	35%	37%	36%
	<b>沙发市场规模</b> 亿元	590.26	634.24	696.25	772.36	828.02	846.26	853.72	835.59	851.60	829.84	812.17	822.33	806.12
	规模增长率 %	7%	10%	11%	7%	2%	1%	-2%	2%	-3%	-2%	1%	-2%	
	渗透率 %	80%	81%	81%	82%	82%	83%	83%	84%	84%	85%	85%	86%	86%
	每户套数 户/户	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
	单价 元	3,447.48	3,530.09	3,613.67	3,693.17	3,774.42	3,857.46	3,942.33	4,029.06	4,117.70	4,208.29	4,300.87	4,395.49	4,492.19
	价格增长率 %	2.2%	2.4%	2.4%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
	<b>床垫市场规模</b> 亿元	551.68	594.01	653.99	728.97	785.16	806.11	816.81	802.91	821.74	804.02	790.03	803.02	790.17
	规模增长率 %	8%	10%	11%	8%	3%	1%	-2%	2%	-2%	-2%	2%	2%	-2%
	渗透率 %	60%	61%	62%	62%	63%	64%	65%	66%	66%	67%	68%	69%	70%
	每户套数 户/户	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
	单价 元	2,148.10	2,188.70	2,231.68	2,276.31	2,321.84	2,368.28	2,415.64	2,463.95	2,513.23	2,563.50	2,614.77	2,667.06	2,720.40
	价格增长率 %	2%	2%	2%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%

资料来源：国家统计局，wind，中指研究，国信证券经济研究所整理

# 文具板块：千亿级市场量价齐升，人均消费增长与龙头集中度提升为主要驱动力

## 文具市场规模千亿级，具备孕育行业巨头的条件

**文具消费频次高、单价低、受众广，具备孕育行业巨头的条件。**传统文具属于单价较低、消费频次较高的日常生活用品，收入弹性很小，对经济周期波动不敏感。以笔类文具为例，根据中国制笔协会、国家统计局、中国海关的数据，我国文具主要消费人群(5-70岁人口)约12亿人，2021年人均月消费约2支笔，笔的零售单价普遍在2元左右。由于具备高频、低价、广泛的消费属性，文具行业市场规模广阔，龙头品牌具备较大的提价空间。

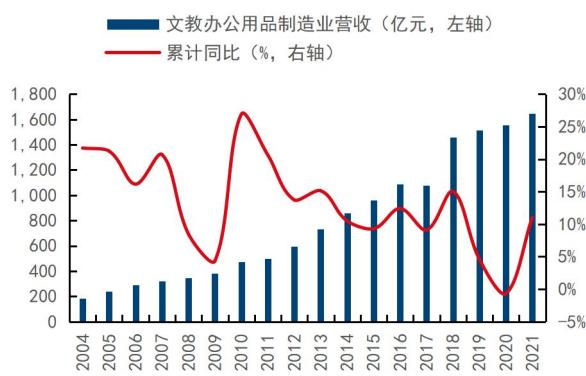
表1：2021年中国笔类人均消费量测算

项目(单位)	数值	备注
总产量(亿支)	571.84	2021年主要笔类产量
出口量(亿支)	268.93	2021年主要笔类出口量
进口量(亿支)	18.80	2021年主要笔进口量
消费量(亿支)	321.71	
消费群体(亿人)	12.2	5-70岁人口占比约86%
人均年消费量(支/人)	26.4	
人均月消费量(支/人)	2.2	

资料来源：中国制笔协会、国家统计局、中国海关，国信证券经济研究所整理

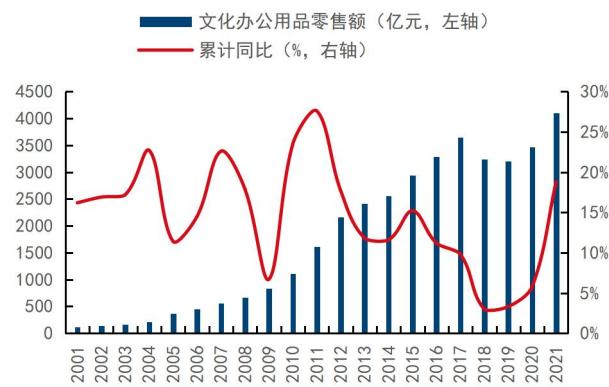
**市场规模千亿级，行业进入成熟期增速放缓，近期增长提速。**从制造端来看，2021年中国规模以上文教办公用品制造业营收达1655亿元，累计同比增长11.1%；从零售端来看，2021年中国文化办公用品零售额为4122亿元，累计同比增长18.8%；2018年后文具行业制造端和零售端的增速均有放缓，2021年增速恢复双位数，2022年3月在基数较高的情况下仍保持10%的较好增长势头，4月由于疫情影响较多地区工厂停产下滑5%。

图48：中国文教办公用品制造业营收及同比变化



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图49：中国文化办公用品零售额及同比变化

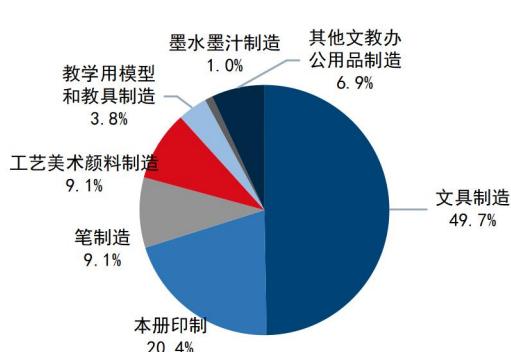


资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

**分品类来看，笔和本册处于成熟期，行业增长主要由产品升级和新兴文具带动。**在行业2021年1655亿的制造端收入规模中，分细分品类的占比看，文具、本册占比较高，分别接近五成/二成；笔、美术颜料均占比接近一成；教具、墨汁、其

他文教办公用品占比较低。从行业增速来看，笔和本册近年增速较慢，行业处于成熟期；文具制造行业增长较快，主要由传统文具产品的升级创新以及新兴文具如手账、文创产品带动；美术颜料、墨水制造等规模较小增速波动较大。

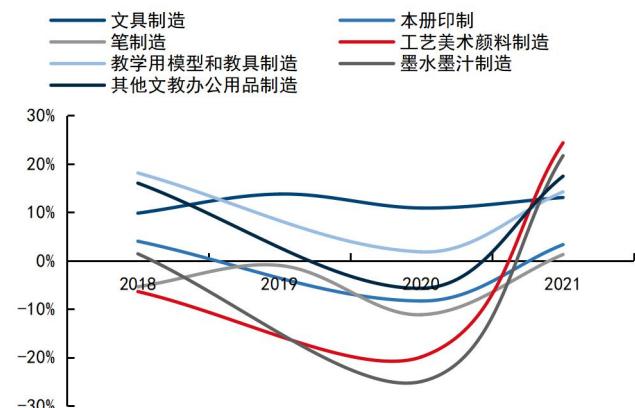
图50：2021年文具行业各细分品类占比



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

注：文具制造包括文具袋、文件夹、装订类、修改类、文印类、画具等。

图51：2018-2021制造端各文教用品子行业增速

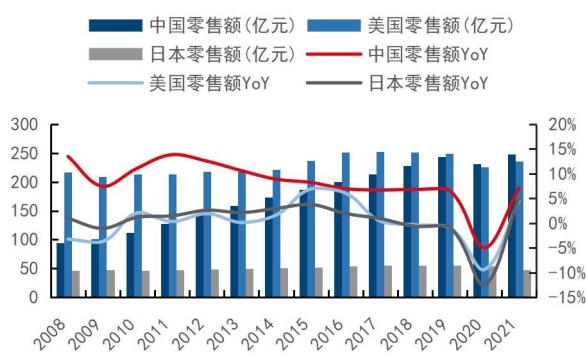


资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

## 人均文具开支增长驱动行业量价齐升，龙头集中趋势明显

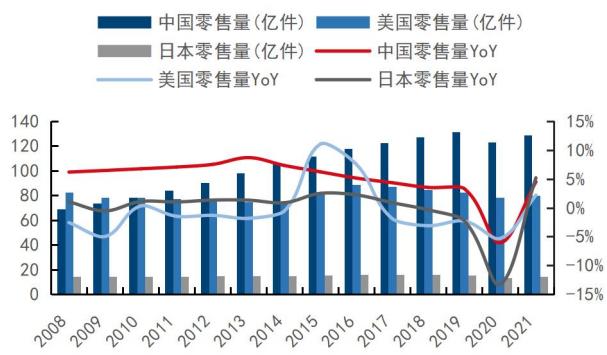
**中国书写工具零售额市场增长较快、单价提升趋势明显。**2021年中国书写工具市场零售额约250亿元，体量与美国相当，约为日本的5倍。从增长趋势看，中国市场保持中单位数左右的复合增长，而美国、日本规模相对稳定。拆分量价来看，三个市场的单品都持续上升趋势，而零售量有一定波动，其中同样也是中国市场量价齐升的趋势最为明显，量价持续保持低单位数的增长水平。人均文具消费方面，由于文具品类丰富、功能性和时尚性附加值高、在中国起步较晚、人均消费显著低于发达国家，未来品类扩张将推动人均消费量提升、产品创新将推动单价提升。消费人数方面，近年文具主要消费人群5~70岁人口数量趋于稳定。从学生数量来看，2011~2016年放开二胎之后出生率由原本的12‰上升13‰~14‰，而这一波婴儿潮的新生儿达到上学年龄分别是在2017年和2023年，K12在校生人数有望在短期内增长，长期看预计文具行业的消费人群数量将基本持平。

图52：中美日三国书写工具零售额及增长情况

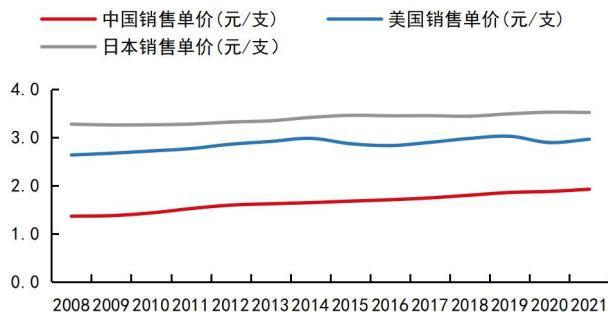


资料来源：中国产业信息网，国信证券经济研究所整理

图53：中美日三国零售量及增长情况



资料来源：中国产业信息网，国信证券经济研究所整理

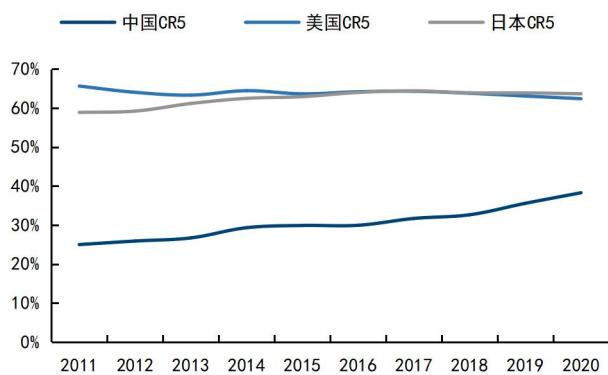
**图54：中美日三国书写工具零售单价变化情况**


资料来源：中国产业信息网，国信证券经济研究所整理

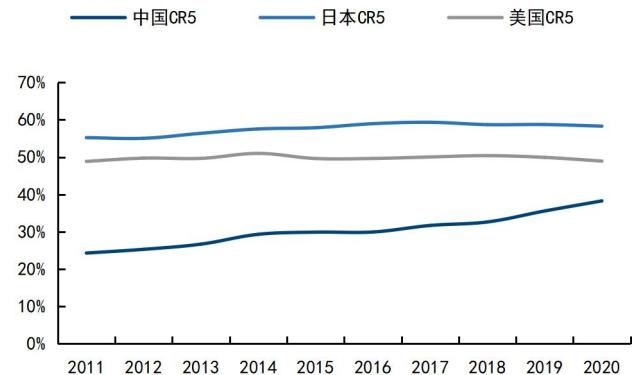
**图55：2011–2021年中国K12在校生人数变化**


资料来源：中国产业信息网，国信证券经济研究所整理

**中国文具市场集中度加速上升，仍有较大提升空间。**中国文具市场集中度仅为美国和日本的 $1/3$ - $1/2$ ，市场仍具有较大竞争空间和发展潜力。目前，中国文具行业前五大公司的集中度为38.2%，远低于美国的62.4%和日本的63.6%。同时，中国文具市场的集中度在持续稳步上升，近五年来中国前五大公司集中度分别提升8.3个百分点。

**图56：2011–2020年中美日文具前五大公司集中度比较**


资料来源：智研咨询，国信证券经济研究所整理

**图57：2011–2020年中美日文具前五大品牌集中度比较**


资料来源：智研咨询，国信证券经济研究所整理

## 海外对标：中国文具行业的发展条件与日本1980–2000年代情况较为相似，人均消费升级空间大

中国当下的经济增长背景在多个方面与日本1980–2000年的情况较为相似，人均购买力和教育投入水平相当于日本70年代水平，而与当下日本的人均水平相比有数倍差距。具体来看：

- 1) 从GDP增速方面，中国在经过改革开放后30余年的高速增长后有所放缓，近十年增速放缓至高单位数，与日本1990年代初的经济增速较为相近。
- 2) 从人口结构与其变化趋势来看，日本的两次婴儿潮分别出现在1947–1949年与1971–1974年；中国的两次婴儿潮分别出现在1962–1975年与1982–1997年，1990年是日本第二次婴儿潮过去后的约20年，而目前中国也处于第二次婴儿潮过去之后的20多年，人口自然增长率近十余年下降至3%–5%，与日本1985–1990年代的情况较为相似。从文具主要消费人群来看，中国5–64岁人口数量近年从以往的

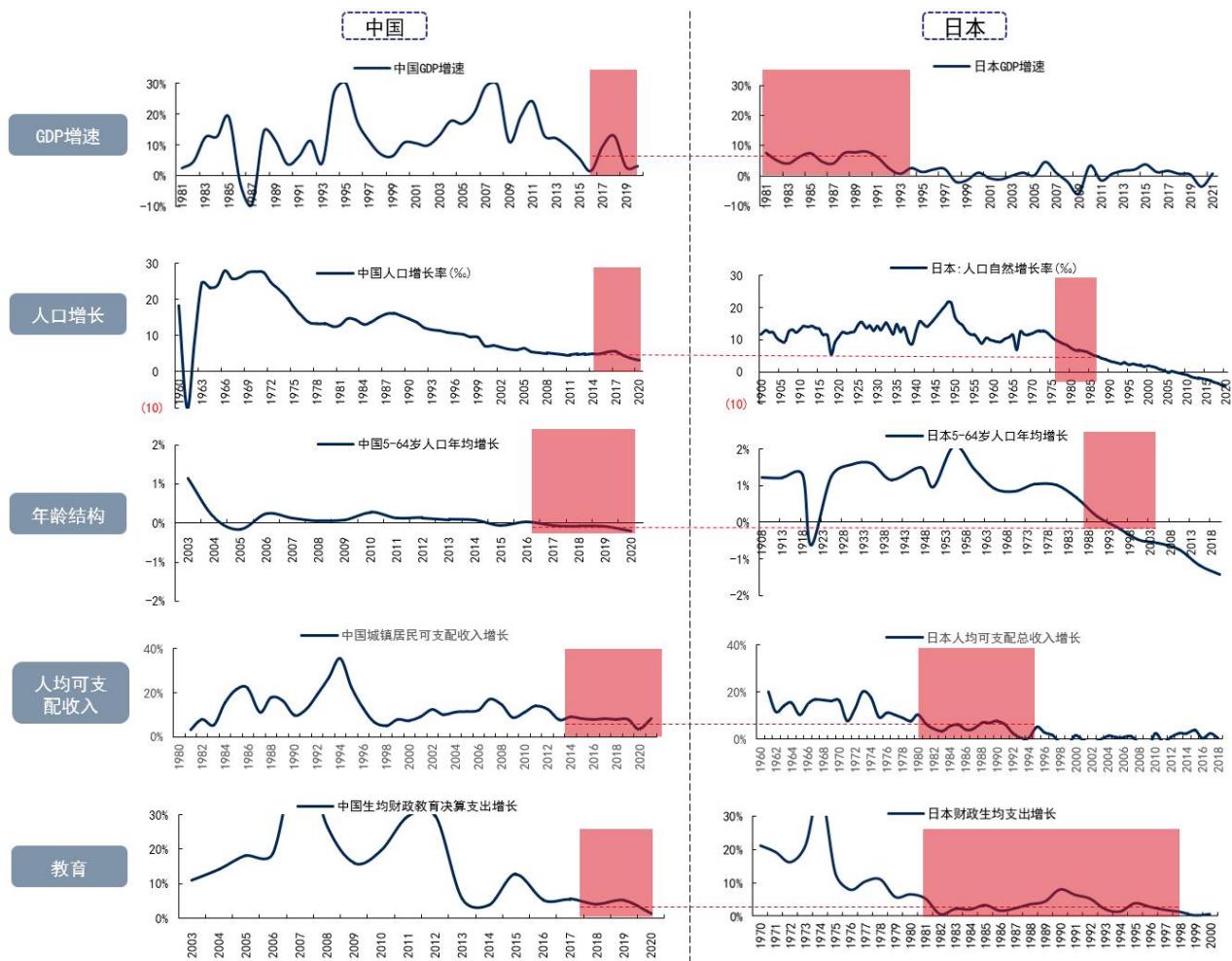
小幅正增长到近期的小幅下降，与日本 1990 年代初的人口结构变化趋势较为接近。

3) 城镇化率方面，中国城镇人口近年约为 60%且持续提升，与日本 1990 年的水平基本相当。

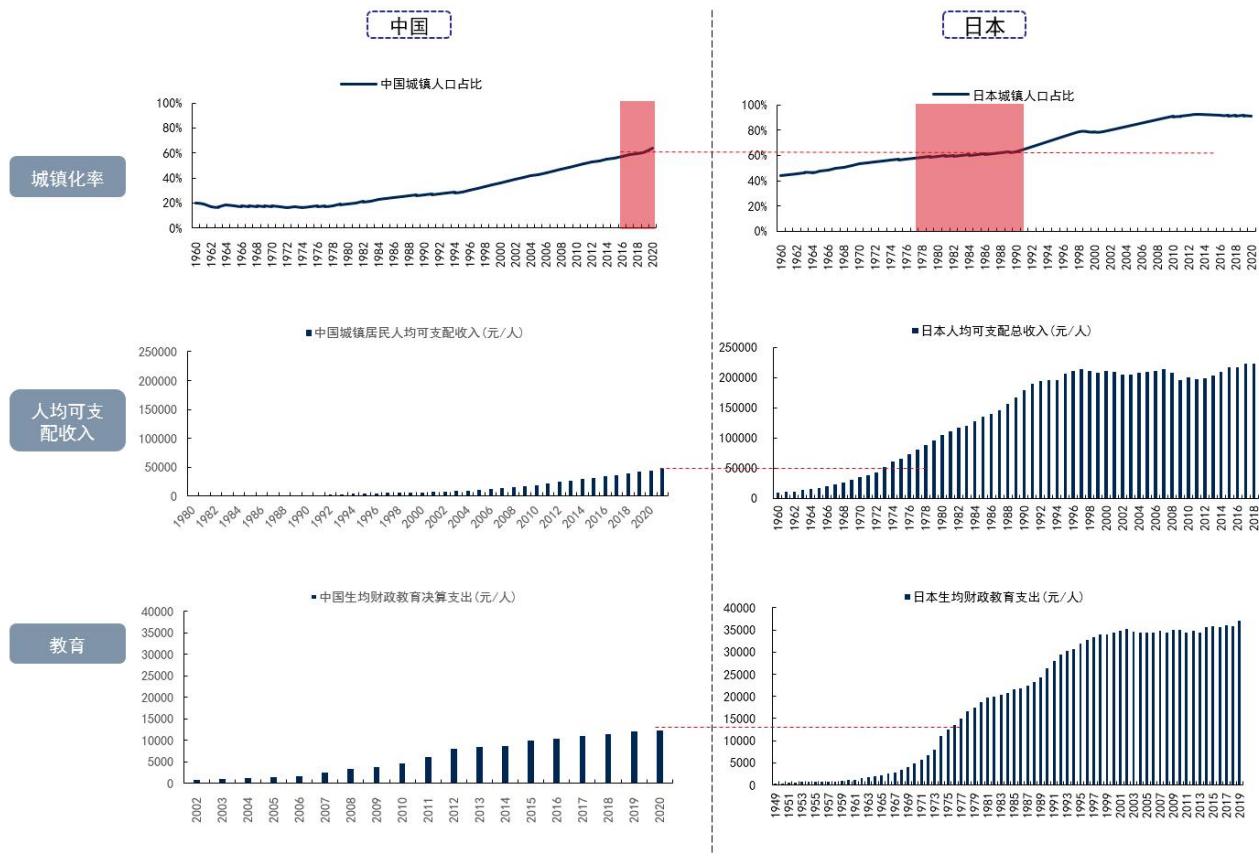
4) 从人均可支配收入来看，中国城镇居民可支配收入近年的增速为 7%-8%，与日本 1980 年代末 1990 年代初的增速较为接近。但从金额来看，中国城镇居民可支配收入为 4.7 万元/人，为当下日本的接近 1/5，相当于日本 1970 年代初的水平。

5) 教育投入方面，近年中国生均财政教育支出的增速为 2%-6%，与日本 1980 年代初至 1990 年代末的水平较为接近。但从金额上来看仍有较大差距，2021 年中国财政生均支出为 1.2 万元，约为当下日本的 1/3，相当于日本 1970 年代后期的水平。

图58：中国与日本各项经济指标增速对比



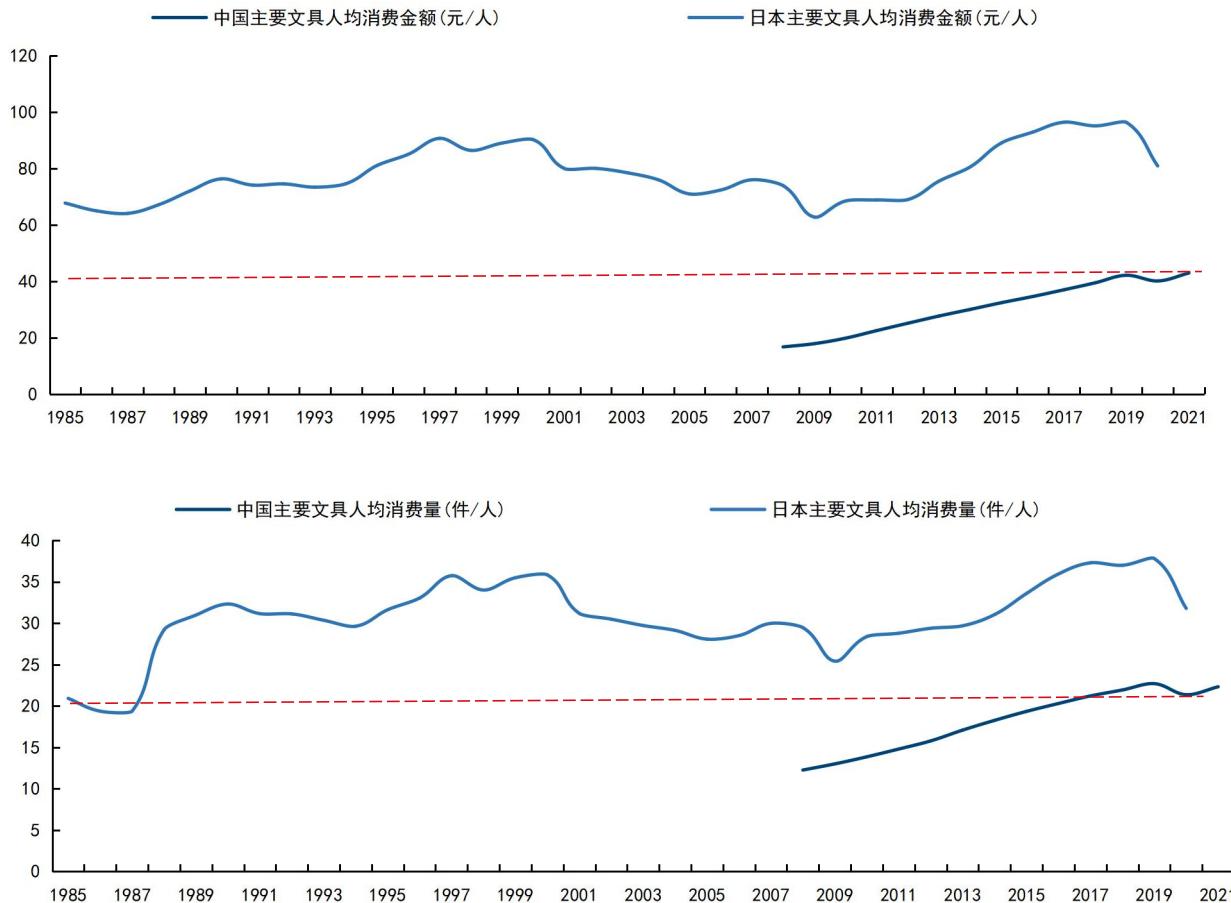
资料来源：国家统计局、choice 数据、日本国家统计局，国信证券经济研究所整理

**图59：中国与日本各项经济指标金额对比**


资料来源：国家统计局、choice 数据、日本国家统计局，国信证券经济研究所整理

**参考日本的历史经验，即使经济疲弱、教育支出持平，文具市场尤其是主要品类依然能实现扩张，主要是由人均消费的提升所推动，而人均文具消费的提升主要由人均消费量和单价的提升所推动。**

1) **量价推动人均文具消费金额增长，教育宽松政策的负面影响不明显。**参考日本，1980 年文具行业的红利期过后，人均文具消费金额仍持续实现增长，从 1985 年的 64 元/人上升至近年的 95 元/人，中国目前的人均消费金额为 40 元(为日本的不足 1/2 且低于日本 1985 年的水平)。拆分量价来看，人均文具消费量也基本呈上升趋势，从 1985 年的 20 件上升到近年的 30-40 件；单价方面，与 1990 年代初相比日本文具整体单价略有提升。日本教育宽松政策对人均文具消费的影响不明显。日本 1980 年代初、1990 年代末、2000 年代初，日本分别推行三次“宽松教育”，但人均文具消费金额仍有提升，教育宽松对文具消费的影响较为有限。中国 2021 年 7 月施行“双减”政策，全面压减作业总量和工作时长，提升课后服务质量、全面规范校外培训行为，短期内对文具需求产生一定的冲击，但不影响人均文具消费长期增长的趋势。

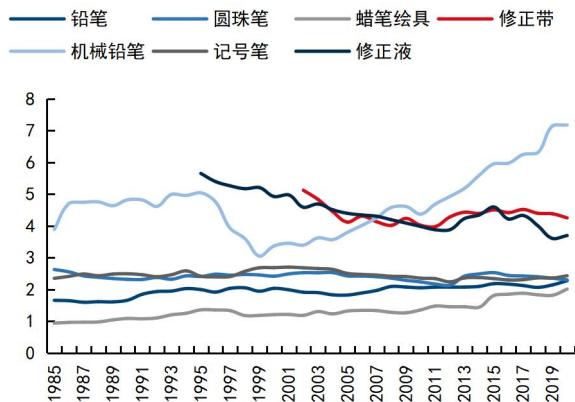
**图60：中日主要文具人均消费对比**


资料来源：日本产经省、日本统计局、中国产业信息网，国信证券经济研究所整理

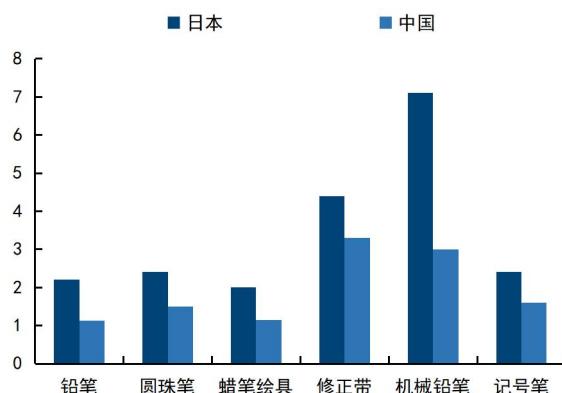
注：由于未有官方数据统计中国文具市场销售金额与消费量，我们参考日本数据进行推算。日本书写工具零售额为85-90亿元、零售量为14-16亿支，与日本产经省数据中圆珠笔（包括中性笔、油性圆珠笔等）基本相当，而圆珠笔从量和金额而言占主要文具的约五成，因此我们同口径推算中国的主要文具市场销售金额和消费量均为书写工具的2倍。

**中国人均文具消费额具有3-5倍的提升空间。**参考海外，日本人均可支配收入是中国的接近5倍，在教育投入方面是中国的3倍，如果假设书写工具占主要文具消费的美国、日本的主要文具消费分别约为150元、90元，约为中国的接近5倍、接近3倍，未来随着购买力增强、中高端产品国产化，中国人均文具消费额与美国日本的差距将逐步缩窄。

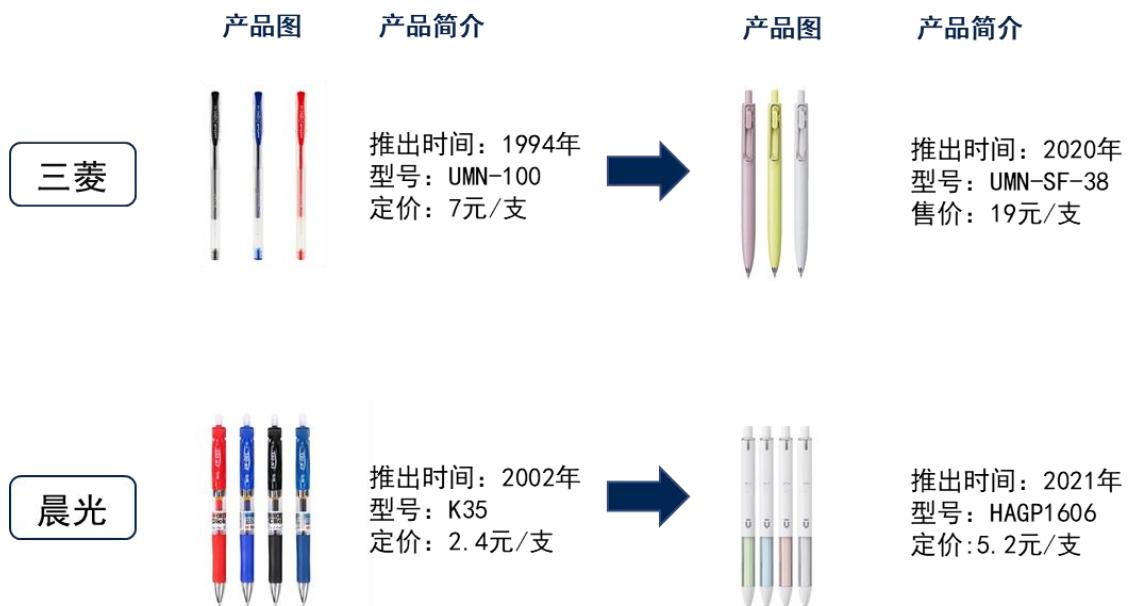
单价提升主要由产品创新升级所推动。分品类看，日本各品类文具的单价为中国的1.5-2倍，从历史经验来看，日本文具单价提升是由产品迭代升级推动的。以中性笔为例，三菱1994年推出的首款UMN100中性笔售价约6元/支，后持续推进墨水速干、低阻尼技术，并改善外观、握感，完善设计细节如笔夹，2020年左右推出定价19元/支的UMN-SF-38；晨光2002年推出的K35首款中性笔售价2.4元/支，经过墨水、笔尖、外观等改进后于2021年左右推出售价5.2元/支的HAGP1606，成功实现产品升级。在中性笔方面，国内目前已有优质龙头企业如晨光掌握核心制造技术，丰富的技术储备将在未来推动新品尖货开发，从而推动国内文具销售单价的提升。

**图61：日本主要文具品类单价情况（元/件）**


资料来源：日本产经省，国信证券经济研究所整理

**图62：中日主要文具品类单价对比(元/件)**


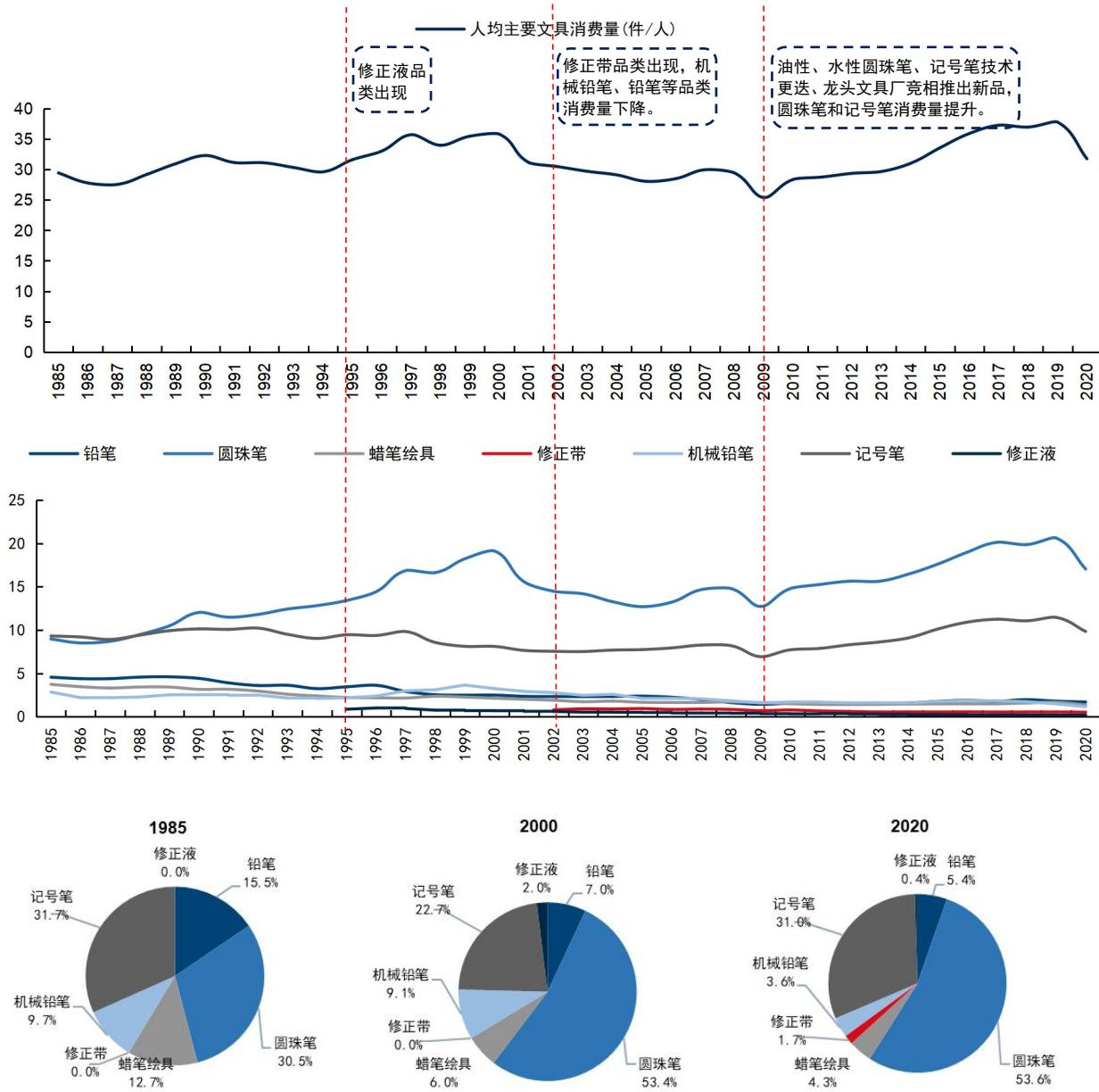
资料来源：日本产经省、阿里第三方数据，国信证券经济研究所整理。注：中国各品类单价采用近1年天猫平台销售数据估算

**图63：日本中性笔产品升级**


资料来源：天猫、晨光官网，国信证券经济研究所整理

**人均文具消费量主要由品类扩展所推动，产品创新功能性丰富的品类成长性强。**

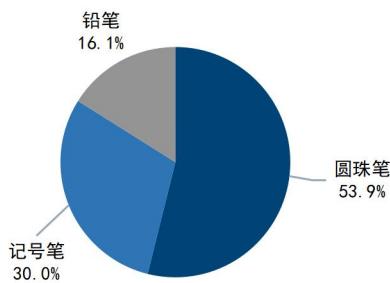
日本的人均文具消费量在1995年后提升主要是由于修正液产品的出现，2009年后由于日本龙头企业开始竞相推出油性圆珠笔、水性圆珠笔、记号笔新品，并不断推出新的墨水颜色，日本人均文具消费量在圆珠笔和记号笔品类的推动下再次提升。从具体品类占比看，相比早期1985年，铅笔、机械铅笔和蜡笔占日本主要文具消费量的比例接近40%，而圆珠笔占比在30.5%，记号笔31.7%；随着圆珠笔产品创新迭代和消费结构的转变，圆珠笔的销售量占比最近20年稳定保持在超过50%的高位，记号笔的比例也相对稳定在30%左右，而传统产品铅笔、机械铅笔、蜡笔比例持续下降，2021年达到13.3%。

**图64：日本主要文具各品类消费量变化及原因**


资料来源：日本产经省，国信证券经济研究所整理

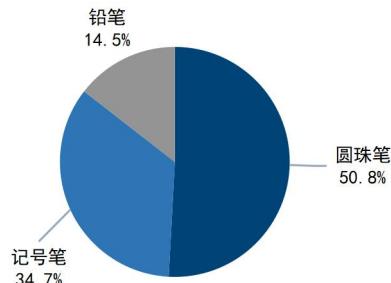
**目前中国市场书写工具品类结构与日本类似，圆珠笔和记号笔的产品丰富度有待提升。**中国龙头文具品牌的品类丰富度不弱于日本，圆珠笔、记号笔等品类齐全，但SKC少于日本产品，如斑马的记号笔有25种可选颜色，而晨光最热销记号笔仅有18种可选颜色；三菱的UMN-100中性笔有18种可选颜色，而晨光本味系列彩色中性笔有6种可选颜色。

图65：2021年日本三类主要书写工具销售额比例



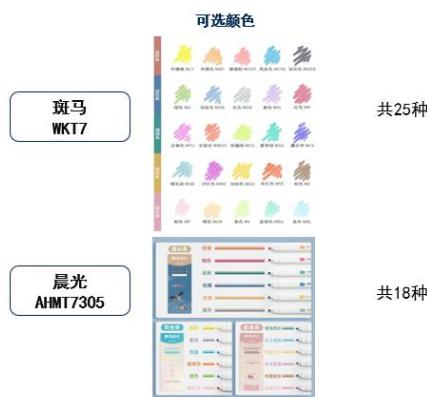
资料来源：日本产经省，国信证券经济研究所整理

图66：最近一年中国三类主要书写工具销售额比例



资料来源：第三方阿里数据，国信证券经济研究所整理

图67：斑马与晨光记号笔SKC对比



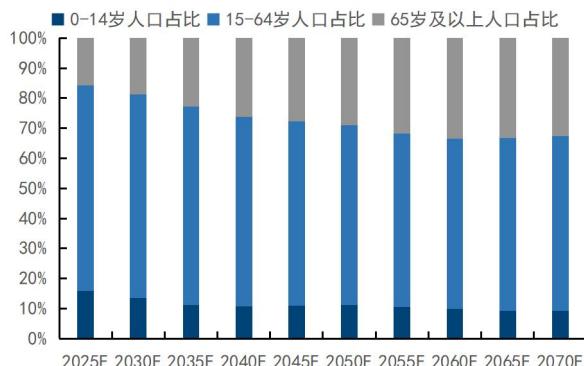
资料来源：天猫，国信证券经济研究所整理

图68：三菱与晨光中性笔SKC对比

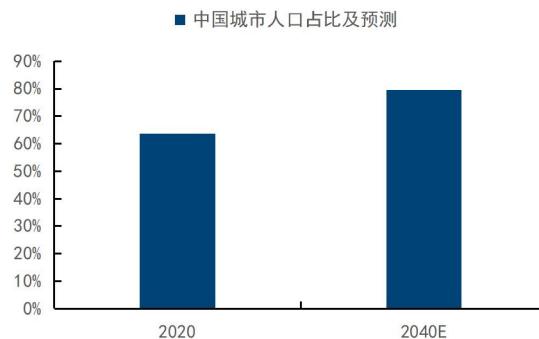


资料来源：天猫，国信证券经济研究所整理

**文具主要消费人群数量预计基本持平或略增，行业未来增长主要由人均文具消费量和文具单价推动。**地域分布方面，根据娲育研究，预计2040年城镇化率将达79%，超八成新增城镇人口分布在都市圈、城市群，预计2020-2040年十大城市群城镇人口占比将从76%升至77%，城镇人口尤其是城市圈人口的增加将推动购买力的提升，从而推动文具人均消费的提升。年龄结构方面，根据北大国发院智库预测，2040年我国0-14岁人口占比预计为26%，15-64岁人口占比将下降到63%；到2050年，0-14岁人口占比预计为11%，15-64岁人口占比将下降至60%；到2070年，0-14岁人口占比为33%，15-64岁人口占比为58%。预计城镇人口上升与15-64岁人口的下降此消彼长之下，文具主要消费人群将基本等于人口自然增长率。

**图69：中国未来50年人口年龄结构预测**


资料来源：国家统计局、北大国发院，国信证券经济研究所整理

**图70：中国未来20年城市化率预测**


资料来源：企查查，国信证券经济研究所整理

## 个护家清板块：集中度有望提升，存量市场中仍存在结构性变化机遇

生活用纸/卫生巾/婴儿纸尿裤作为必选消费品，市场规模已达百亿/千亿级别，复合增速稳健维持个位数，长期看好量价稳步提升，竞争激烈、有望进一步整合提升市场集中度；成人纸尿裤市场处于蓝海阶段，看好老龄化加速、中高收入老年规模提升以及养老政策扶持带来的庞大空间需求。

### 生活用纸行业增长稳健，规模仍有提升空间，市场竞争加速行业整合

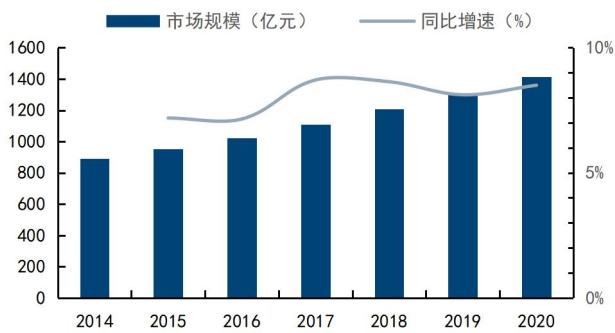
根据前瞻产业研究院、欧睿数据，2020 年生活用纸市场规模 1261 亿元，14~20 年年复合增长率约 8.0%；根据中国造纸协会披露，2020 年中国生活用纸消费量达 996 万吨，14~20 年年复合增长率约 4.6%。2019 年行业 CR5 31.1%，前 5 大品牌分别为心相印、维达、洁柔、清风、洁云（9.5%/9.4%/5.5%/5.3%/1.4%），美日发达国家 CR5 则在 50%以上。市场规模长期来看，经济收入增长、消费升级、个人卫生观念的提升推动量价提升，根据观研天下数据，目前瑞典、美国等发达国家人均年生活用纸在 20kg 以上，日韩 15kg 以上，中国 21 年 6.67kg 具备较大提升空间；消费者品质需求提升、多元化使用场景诉求增加推动中高端产品需求增加、单价提升。短期来看，疫情刺激卫生观念升温，利于短期卫生纸巾用品需求增加。市场竞争来看，行业产能过剩、环保政策加剧市场竞争，2021 年产能利用率仅为 63.4%，将加速行业整合。

**图71：中美功能沙发渗透率对比**


资料来源：弗若斯特沙利文，CSIL，敏华控股财报，国信证券经济研究所整理

**图72：中国功能沙发市场规模及占比（亿元）**

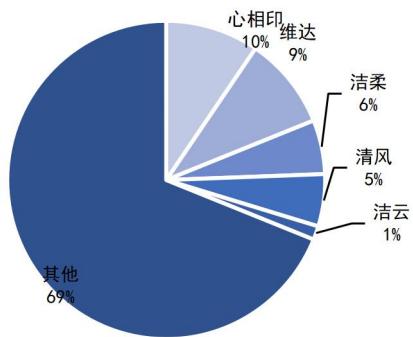

资料来源：智研咨询，国信证券经济研究所整理

**图73：2014~2020年生活用纸行业市场规模及同比增速**


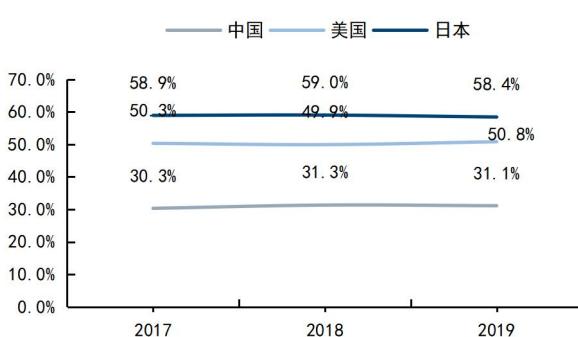
资料来源：前瞻产业研究院、欧睿、国信证券经济研究所整理

**图74：2014~2020年生活用纸行业消费量及同比增速**


资料来源：前瞻产业研究院、中国造纸协会国信证券经济研究所整理

**图75：中国生活用纸行业品牌CR5**


资料来源：前瞻产业研究院、欧睿、国信证券经济研究所整理

**图76：中国、美国、日本品牌CR5对比**


资料来源：前瞻产业研究院、欧睿、国信证券经济研究所整理

## 卫生巾行业发展成熟饱和，行业龙头市场地位稳定，市场集中度不断提升

根据观研天下研究院数据，2020年卫生巾市场规模594.8亿元，同比增速3.9%，

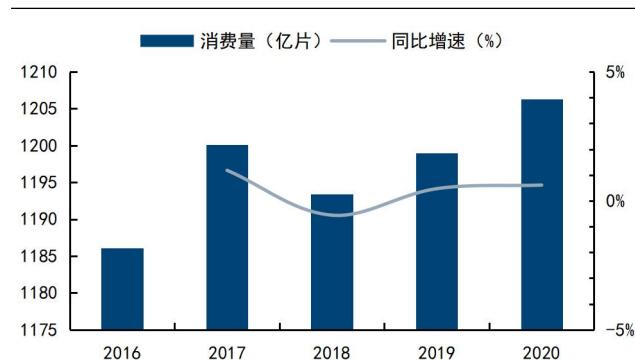
16~20 年年复合增长率 4%，消费量达 1206 亿片，同比增加 0.6%，16~20 年年符合增长 0.05%，整体市场处于成熟饱和阶段。2020 年行业按品牌 CR5 36.7%，前 5 大品牌分别为苏菲、七度空间、护舒宝、高洁丝、ABC(12.7%/10.8%/6%/3.8%/3.4%)，20 年英/美发达国家按企业 CR5 83.5%/81.1%。市场集中度的提升，与需求端消费升级的节奏是相匹配的，龙头企业在产品品质、品牌知名度、销售渠道拓展上都具备更大的优势。目前，卫生巾产品渗透率已达高位，价增成为主要增长引擎，随着女性受教育程度、经济实力和社会低位提升，对品质和场景多元化需求提高，拉动中高端产品增长；同时，高渗透率加剧市场竞争，行业有进一步整合空间，集中度有望进一步提升。

图77: 2016~2020 年卫生巾市场规模及同比增速



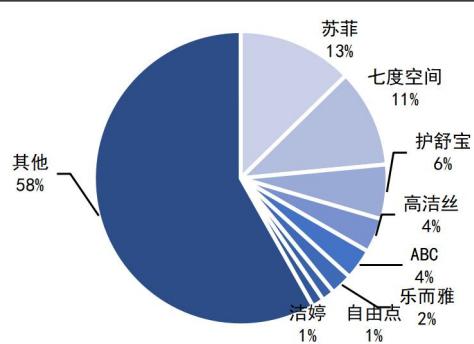
资料来源：观研天下数据中心、国信证券经济研究所整理

图78: 2016~2020 年卫生巾消费量及同比增速



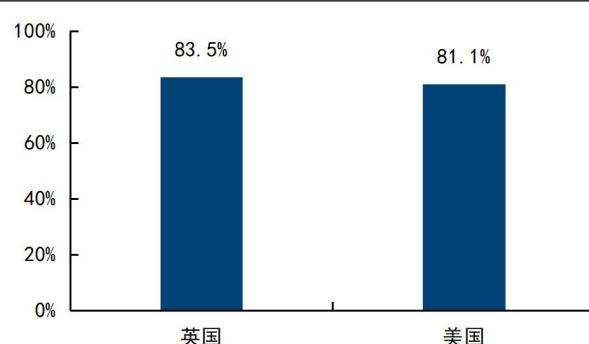
资料来源：观研天下数据中心、国信证券经济研究所整理

图79: 2020 年卫生巾市场竞争格局



资料来源：华经产业研究院、国信证券经济研究所整理

图80: 2020 年英美按企业 CR5



资料来源：前瞻产业研究院、欧睿、国信证券经济研究所整理

### 纸尿裤行业渗透率有待提升，市场竞争激烈，国产中小品牌兴起，头部份额遭挤压

根据前瞻研究研究院、欧睿数据，2019 年婴儿纸尿裤市场规模 610.6 亿元，同比增速 5.2%，13~19 年年复合增速 9.7%，2020 年 CR5 42.4%，前 5 大企业分别为宝洁、金佰利、花王、大王、尤妮佳 (17.2%/7.2%/7.1%/5.8%/5.1%)。适龄人口自 2018 年起已进入负增长，二孩/三孩生育政策一定程度上可促进新生儿人口数量的增加。渗透率、人均使用量和价格未来有望增涨。婴儿纸尿裤渗透率大约从 2013 年的 47.0%，增至 2020 年的 77.1%；与发达国家渗透率相比差距仍较大，美、日等发达国家渗透率约为 90.0%。从竞争格局看，我国婴儿纸尿裤市场竞争激烈，

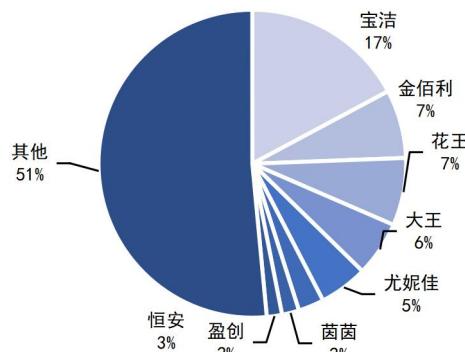
竞争格局不稳定，外资企业始终占据市场主导地位，但近些年国内母婴品牌的快速崛起，国产品牌和中小企业进入市场，头部公司市场份额逐年下降。根据华经产业研究院数据，CR3 2015 年~2020 年由 47.7% 下降至 31.5%。

图81：2013~2019 年婴儿纸尿裤市场规模及同比增速



资料来源：前瞻产业研究院、欧睿、国信证券经济研究所整理

图82：2020 年婴儿纸尿裤竞争格局

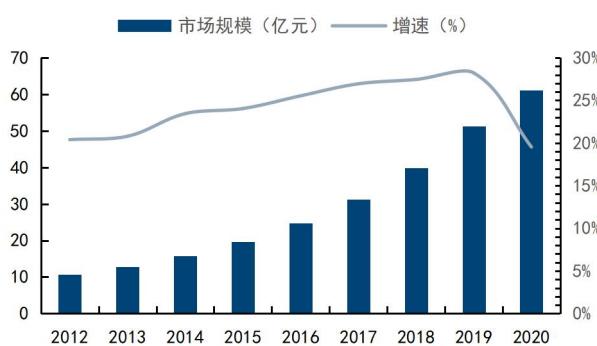


资料来源：华经产业研究院、国信证券经济研究所整理

## 成人失禁行业市场规模快速增长，市场集中度低，渗透率提升空间大

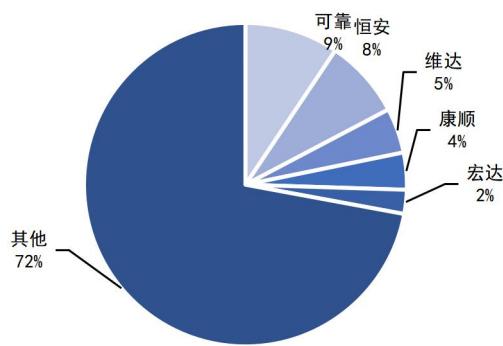
2020 年成人纸尿裤市场规模 61 亿元，同比增速 19.5%，12~20 年年复合增速 24.5%，2020 年 CR5 27.9%。成人失禁用品的主要消费者，以 65 岁以上老龄人口中的重度失禁患者为主。随我国人口老龄化形式日益加剧，65 岁以上老龄人口规模及占比逐渐上升，产品的适龄人口数量上升；同时随消费群体代际更迭和消费观念的升级，渗透率同步小幅提升，仍有充足提升空间。2020 年我国成人失禁用品渗透率仅为 5%，世界平均水平为 12.0%，日本、北美和西欧在 2018 年渗透率分别达到 80.0%、60.0% 和 58.0%。未来市场规模及增速的提升一方面来自于老龄人口数量的进一步爆发；另一方面来自于经消费者教育和消费者代际更迭后，消费观念的转变，最终带来渗透率的提升。2020 年人社部长期护理保险试点扩大至 49 个城市，有望带来政策加持。从竞争格局看，集中度低，市场参与者多，尚未形成稳定明确的市场竞争格局。

图83：2012~2020 年成人纸尿裤市场规模及同比增速



资料来源：前瞻产业研究院、欧睿、国信证券经济研究所整理

图84：2020 年成人纸尿裤竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院、欧睿、国信证券经济研究所整理

## 家庭清洁护理行业增长空间仍存，长期增速放缓，结构性机会显著

家庭清洁护理行业包括衣物清洁护理、个人清洁护理和家居清洁护理。2010–2020 年间行业整体规模由 589.78 亿元增长至 1174.16 亿元，复合增速 7.13%。近年来行业整体增速有所下行，2020 年市场规模整体增速仅为 2.24%。考虑到清洁护理用品的普及度已经较高、行业整体产能充裕、市场格局仍较为分散，我们认为未来从量的角度看，市场整体规模长期增速大概率将随城市化、人均收入等底层变量增长趋势的放缓而减慢；从价的角度看，与目标客群更加精准契合的高端化、新型产品渗透率的提升等有望带动整体均价稳步上行。此外，与西方发达国家相比，我国洗衣助剂占衣物清洁护理用品市场规模的比例仍旧偏低，未来该细分领域若能出现受到消费者青睐的高质量产品，亦将有望带动市场规模提升。从竞争格局来看，本土品牌市占率先领先，头部集中度提升。本土企业和国际日化龙头并存。目前本土企业主要包括立白、纳爱斯、蓝月亮、白猫等，国际企业包括宝洁、联合利华、利洁时、庄臣等日化企业。据欧睿数据统计，2019 年中国家庭护理行业 TOP10 企业零售市占率 68.1%，其中本土企业/国际企业均为 5 家，合计市占率分别为 42.3%/25.8%，其中立白集团以 17.8% 的市占率领跑。

图85：中国家庭清洁护理行业市场规模（亿元，%）



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

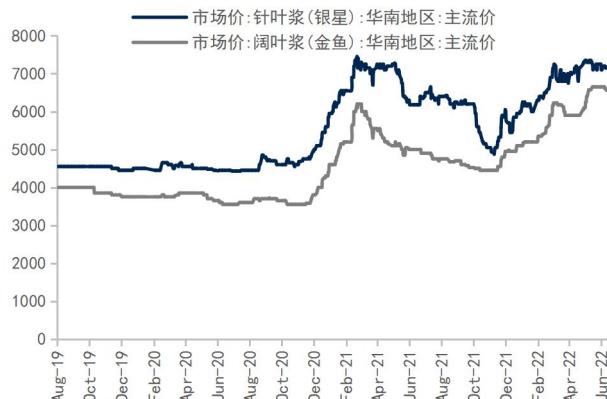
## 造纸板块：短期需求驱动纸价回暖，中期龙头整合浆价回落

### 浆价短期高位震荡，中期有望回调

浆价因供给端收缩大幅上涨至高位。2022 上半年，浆价先持续上涨，涨至近 2019 年以来的最高位，后维持高位震荡。从外盘浆价来看，7 月 1 日智利针叶浆银星和巴西阔叶浆金鱼外盘报价分别为 1010 美元/吨和 860 美元/吨，皆为 2019 年以来最高值，2022 年以来分别上涨 31% 和 37%。从我国现货价格来看，以华南地区针叶浆银星和阔叶浆金鱼主流价为例，7 月 1 日市场价分别为 7300 元/吨和 6600 元/吨，2022 年以来分别上涨 23% 和 29%。今年浆价大幅上涨，主要受加拿大暴雨泥石流导致 Crofton 工厂停产、芬兰浆厂 UPM 罢工、印尼金光 APP 宣布暂停向市场供应阔叶浆、海运物流不通畅等因素影响，供给端收缩；同时还受到俄乌冲突导致商品宏观环境变化影响，原油价格上涨，影响全球供应链。

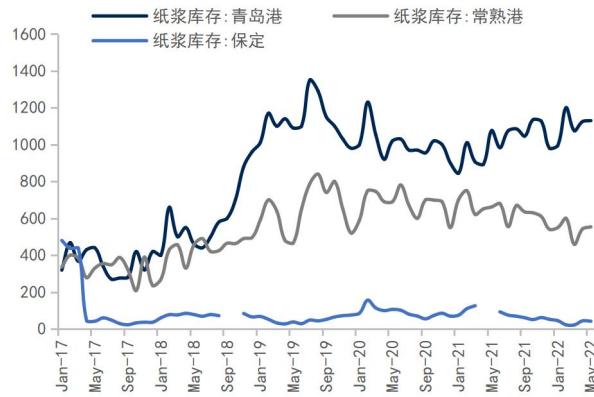
**图86: 外盘针叶浆阔叶浆价格 (美元/吨)**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**图87: 针叶浆阔叶浆现货价格 (元/吨)**


资料来源: i find, 国信证券经济研究所整理

**短期供给端仍紧张预计浆价持续震荡，中长期有望回调。**因 5 月底集中到港和消费需求不振，港口木浆库存明显上升，6月初数据仍继续上升，4-5月部分纸厂的停机限产对国内木浆消耗影响已开始出现。供给端来看，国际纸浆库存量持续下行。据俄罗斯 ILIM 消息，6月份针叶浆已全部顺利成交，7月份针叶浆对中国市场无量供应，针叶浆供货继续吃紧；芬兰芬宝宣布旗下 AKI 浆厂因碱炉故障及库存偏低问题，6月对中国预计减少 50% 供应，从历史发货数据看，可能影响 6-7 万吨针叶浆，预计短期木浆价格持续震荡整理。中长期来看，针叶浆近 2 年无产能投放计划，阔叶浆 Arauco 的 156 万吨产线预计要推迟至 2022Q3 末投产，UPM 宣布乌拉圭新浆厂 210 万吨阔叶浆延期至 2023Q1 投产，随短期制约供给的因素逐步缓解，以及全球木浆厂家陆续投产，中长期浆价有望震荡下行。

**图88: 国内主要港口纸浆库存 (千吨)**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**图89: 欧洲港口纸浆 (万吨)**


资料来源: i find, 国信证券经济研究所整理

**表2：全球木浆拟新增产能情况**

地点	拟新投产能工厂	拟投产情况	原计划时间	现计划时间
巴西	Bracell	阔叶浆 280 万吨/年或切换生产溶解浆 150 万吨/年	目前已投产	
智利	Arauco	阔叶浆 156 万吨	2021 年底	2022Q3 末
乌拉圭	UPM	阔叶浆 210 万吨	2022H2	2023Q1
芬兰	Mets a	针叶浆 80 万吨	2023	2023
巴哥	Suzano	阔叶浆 220 万吨	2024	2024

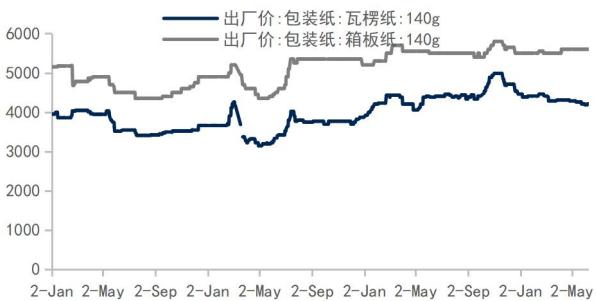
资料来源：纸业联讯，国信证券经济研究所整理

## 纸价受需求推动，短期有望回暖

**纸价受需求疲软影响涨价难。**2022 上半年，从成本角度看，对于文化纸、白卡纸等纸浆系纸种来说，纸浆价格的持续高位震荡给纸企带来了巨大的成本压力。对于废纸系，包括瓦楞、箱板、白板纸等，相对原材料涨幅较小，由于人工成本、能源价格等也有所上涨，基本处于持平或微增。为缓解或转嫁上游成本压力，纸企以提价函的形式向下游进行传导，但由于终端需求疲软，涨价行动落实难。如生活用纸 5 月份有 1200 元/吨的喊涨幅度，最终当月落实 1000 元/吨的涨幅；瓦楞纸、箱板纸宣布提涨 100-150 元/吨，最终落实 50 元/吨的涨幅；文化纸提涨更难，5 月份宣布涨价 300 元/吨，实际涨幅落实 50 元/吨。

**图90：白卡纸和双胶纸价格（元/吨）**


资料来源：ifind，国信证券经济研究所整理

**图91：箱板纸和瓦楞纸价格（元/吨）**


资料来源：ifind，国信证券经济研究所整理

**短期随需求复苏纸价有望回暖。**在 6 月中旬掀起一轮涨价潮后，近日，包括晨鸣纸业、APP 等多家造纸厂商再度发布涨价函，宣布自 7 月 1 日起，公司旗下纸种价格在 6 月基础上调涨 200 元/吨。随下半年教材印刷出版旺季逐步到来，以及疫情逐步好转，需求端预计开始复苏，此轮喊涨或有望落实，短期内纸价有望回暖。

**表3：近期造纸企业涨价函**

类别	造纸企业	细分纸种	提价时间	提价情况
文化纸	岳阳林纸	文化纸	2022/6/15	上调 300 元/吨
	太阳纸业	非涂布纸	2022/6/16	上调 300 元/吨
	晨鸣纸业	文化纸	2022/6/16	上调 300 元/吨
	晨鸣纸业	文化纸	2022/7/1	上调 200 元/吨
	太阳纸业	涂布纸和非涂布纸	2022/7/1	上调 200 元/吨
	APP 中国	全系列产品	2022/7/1	上调 200 元/吨
白卡纸	万国太阳	全系列产品	2022/6/3	上调 200 元/吨
	博汇纸业	卡纸类产品	2022/6/15	上调 200 元/吨
	博汇纸业	卡纸类产品	2022/7/1	上调 300 元/吨
	万国太阳	全系列产品	2022/7/1	上调 300 元/吨
	晨鸣纸业	白卡纸	2022/7/1	上调 300 元/吨
特种纸	五洲特纸	食品卡纸	2022/5/1	上调 200 元/吨
	太阳纸业	淋膜原纸	2022/6/1	上调 300 元/吨
	浙江仙鹤新材料	格拉辛纸	2022/6/15	上调 500 元/吨
	浙江仙鹤新材料	喷绘热转印纸	2022/7/1	上调 1500 元/吨
	冠豪高新	热升华转印纸	2022/7/1	上调 1500 元/吨
	河南江河纸业	全系列产品	2022/7/1	上调 1500 元/吨

资料来源：纸业联讯，天章纸品，国信证券经济研究所整理

**出口助力造纸景气度提升。**2022 年以来纸浆纸及其制品出口额持续提升，5 月出口额达近两年最高：1-5 月纸浆纸及其制品出口额分别同比增长 36%/19%/34%/34%/49%，出口量上涨一定程度上提振造纸景气度。

**图92：纸浆纸及其制品出口规模及同比增速（亿美元，%）**


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

## 投资建议：地产销售回暖提振产业链信心，看好疫后刚需性消费需求回弹

疫情冲击下，4 月消费端零售额下行，地产交易额与开工数降幅持续扩大。5 月疫后恢复趋势已渐显，消费端零售额降幅收窄，制造端增长回暖。从线上数据来看，

家清用品作为必选消费，线上销售额增长加速；部分家居产品线上销量同样亮眼，但家居产品的主要消费场景仍在线下，由于消费者装修需求短期内难改变，同时伴随房地产宽松政策陆续下达、商品房销售面积同比增长回暖，疫后家居消费需求反弹可期。

重点推荐业绩支撑性强，长期成长确定性强的优质龙头企业。具体推荐公司与逻辑如下：

**1) 家居地产链复苏主线：重点推荐欧派家居、索菲亚、志邦家居，另外建议关注顾家家居、喜临门、敏华控股、尚品宅配、江山欧派。**

### **欧派家居：业绩具备稳定性和成长性，行业龙头竞争实力显著**

我们看好公司业绩的稳定性和成长性。公司身为行业龙头竞争实力显著，尤其在整装渠道欧派目前体现出强大的竞争优势，一方面公司零售整装和整装大家居业务抢占先机，具备先发优势；另一方面整装业务规模快速发展，欧派凭借自身行业龙头的产品、渠道、品牌优势，未来有望协助公司提高获客效率，降低获客成本，同时带动更多品类实现快速增长。为其长期持续增长进一步扩大空间。预测 2022-2024 年的收入分别为 251.2、301.1 和 352.8 亿元，同比增速 22.9%、19.9%、17.2%；净利润分别为 31.5、37.1 和 43.3 亿元，同比增速 18.2%、17.8%、16.6%。我们维持“买入”评级和 169.7~175.3 元的合理估值区间，合理估值对应 2022 年 32.8~33.9x PE。

表4：欧派家居盈利预测与市场重要数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	14,740	20,442	25,122	30,111	35,279
(+/-%)	8.9%	38.7%	22.9%	19.9%	17.2%
净利润(百万元)	2063	2666	3151	3713	4329
(+/-%)	12.1%	29.2%	18.2%	17.8%	16.6%
每股收益(元)	3.43	4.38	5.17	6.10	7.11
EBIT Margin	15.2%	14.2%	14.2%	13.9%	13.7%
净资产收益率(ROE)	17.3%	18.5%	18.8%	19.0%	19.1%
市盈率(PE)	32.6	25.5	21.6	18.3	15.7
EV/EBITDA	26.7	21.7	17.7	15.6	13.8
市净率(PB)	5.63	4.72	4.06	3.49	3.00

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

### **索菲亚：全面实行大家居战略，百亿起点全新启航**

我们看好公司战略调整后长期增长空间。2022 年公司正式推出全新整家套餐，力争做到“配置最高、件数最多、品牌最强、性价比最高”。整装业务的发展有望为公司带来新增长曲线。我们看好索菲亚在定制家居领域具有市场领先地位，尤其在衣柜领域深耕多年，拥有强大的产品力、渠道力、品牌力。未来通过品类拓展、多品牌运营和渠道开拓，仍有较高的成长性。预测 2022-2024 年的收入分别为 123.2、143.1、166.8 亿元，同比增速 18.3%、16.2%、16.6%；净利润分别为 13.2、16.3、19.3 亿元，同比增速+976.9%、23.2%、18.5%。维持合理估值对应 2022 年 18.5~20.6x PE，合理估值区间为 26.9~29.9 元，维持“买入”评级。

**表5：索菲亚盈利预测与市场重要数据**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,353	10,407	12,315	14,306	16,681
(+/-%)	8.7%	24.6%	18.3%	16.2%	16.6%
净利润(百万元)	1192	123	1320	1626	1929
(+/-%)	10.7%	-89.7%	976.9%	23.2%	18.6%
每股收益(元)	1.31	0.13	1.45	1.78	2.11
EBIT Margin	16.8%	12.8%	13.5%	13.9%	14.0%
净资产收益率(ROE)	19.5%	2.2%	20.7%	22.4%	23.1%
市盈率(PE)	14.4	140.5	13.0	10.6	8.9
EV/EBITDA	12.5	13.9	11.2	9.7	8.6
市净率(PB)	2.81	3.05	2.70	2.37	2.07

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

### 志邦家居：成长速度快，致力多渠道全品类发展

公司橱柜业务在业内享有高知名度；衣柜近年来快速发展成为公司第二增长曲线；木门业务2021年规模显著提升；其它成品家具持续扩充。随公司品类逐渐补全，多品类产生协同效益。同时随整装模式的发展，零售端业务逐步释放业绩；大宗渠道得益于与优质房地产商建立长期稳定合作，业绩确定性高、增速快。看好公司多渠道全品类增长潜力；志邦家居在橱柜领域的市场领先地位，和衣柜、木门及其他品类的成长性；以及各渠道的快速发展。基于部分品类的快速增长以及多渠道的持续拓展预计2022-2024年的收入分别为62.6、75.6和91.1亿元，同比增速21.5%、20.8%、20.4%；净利润分别为5.9、7.1和8.5亿元，同比+17.3%/19.4%/19.6%。维持“买入”评级，合理估值区间为28.5~30.4元，对应2022年15~16x PE。

**表6：志邦家居盈利预测与市场重要数据**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,840	5,153	6,259	7,563	9,106
(+/-%)	29.7%	34.2%	21.5%	20.8%	20.4%
净利润(百万元)	395	506	593	708	847
(+/-%)	20.0%	27.8%	17.3%	19.4%	19.6%
每股收益(元)	1.77	1.62	1.90	2.27	2.71
EBIT Margin	11.1%	10.8%	10.5%	10.5%	10.4%
净资产收益率(ROE)	17.7%	19.5%	20.1%	21.0%	21.8%
市盈率(PE)	10.7	11.8	10.0	8.4	7.0
EV/EBITDA	11.9	12.6	10.7	9.6	8.8
市净率(PB)	1.91	2.29	2.01	1.76	1.53

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

### 尚品宅配：信息化优势独特，整装有望成为新增长引擎

尚品宅配在家居领域具有独特的信息化优势，在整装业务上是唯一一家有自营整装经验的公司，未来整装业务将成为推动公司业绩增长的一大重要增长引擎。同时公司在家居行业的产品、渠道布局已逐渐成熟，未来通过经验复用使得网点扩张提速、利润率逐渐爬坡，收入和利润规模都有望加速增长。尚品宅配通过多年的线上运营和营销，线上引流效果好，品牌具备高知名度。未来凭借其独有的信息化优势、供应链优势以及整装领域的经验，我们看好其中长期整装业务成果的显现。预测2022-2024年的收入分别为78.4、88.2和98.8亿元，同比增速7.2%、12.6%、11.9%；净利润分别为2.42、3.11和3.87亿元，同比增速169.2%、28.8%、24.5%。合理估值区间为32.9~34.2元，合理估值对应2022年27~28x PE。维持“买入”评级。

**表7：尚品宅配盈利预测与市场重要数据**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,513	7,310	7,837	8,823	9,877
(+/-%)	-10.3%	12.2%	7.2%	12.6%	11.9%
净利润(百万元)	101	90	242	311	387
(+/-%)	-80.8%	-11.5%	169.2%	28.8%	24.5%
每股收益(元)	0.51	0.45	1.22	1.57	1.95
EBIT Margin	0.7%	0.6%	2.8%	3.3%	3.7%
净资产收益率(ROE)	2.9%	2.5%	6.4%	7.7%	8.9%
市盈率(PE)	50.6	57.2	21.2	16.5	13.2
EV/EBITDA	40.6	37.0	19.9	16.3	14.1
市净率(PB)	1.46	1.43	1.36	1.28	1.18

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

## 2) 疫后消费复苏盈利改善主线：重点推荐文具龙头晨光股份。

### 晨光股份：深化品牌/渠道/产品壁垒，份额持续提升

2021年公司在双减、疫情、较高基数的影响下，收入业绩仍实现快速的增长。公司传统业务行业成长空间充足、产品高端化推进顺利、渠道壁垒深厚持续改善；新业务经营能力提升、发展势头强劲。2022一季度上海等地疫情对公司生产经营造成较为明显影响，未来随疫情缓和，短期不利因素将消散，公司业绩拐点可期；长期看，公司传统核心主业品牌优势显著、产品高端化推进顺利、渠道壁垒深厚，具有长期持续成长动能；新业务零售小店与科力普齐头并进，呈现高质量快速发展。基于疫情对业绩的影响，我们预计公司2022-2024年净利润分别为17.7/22.6/5亿元，分别同比增长16.3%/24.8%/20.5%，EPS分别为1.9/2.37/2.86元，我们看好公司长期高质量的成长性，短期不可抗力扰动带来配置良机，维持合理估值对应2023 PE 32-33x，合理估值区间为76-78元，维持“买入”评级。

**表8：晨光股份盈利预测与市场重要数据**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,138	17,607	21,214	25,256	29,756
(+/-%)	17.9%	34.0%	20.5%	19.1%	17.8%
净利润(百万元)	1255	1518	1765	2203	2654
(+/-%)	18.4%	20.9%	16.3%	24.8%	20.5%
每股收益(元)	1.35	1.64	1.90	2.37	2.86
EBIT Margin	10.8%	9.6%	9.2%	9.5%	9.5%
净资产收益率(ROE)	24.2%	24.5%	23.9%	24.9%	25.0%
市盈率(PE)	36.2	30.0	25.8	20.7	17.1
EV/EBITDA	31.0	26.3	23.0	19.1	16.7
市净率(PB)	8.76	7.35	6.17	5.14	4.28

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

## 3) 下游需求回暖上游成本压力缓解主线：重点推荐个护板块的百亚股份，以及造纸板块的太阳纸业，建议关注公牛集团、维达国际、恒安国际、蓝月亮集团、仙鹤股份、裕同科技。

### 百亚股份：必选消费受疫情影响小，核心品类和电商渠道增速快

公司产品结构持续优化：一是公司核心产品、高毛利率品类“自由点”卫生巾收入占比提升，系公司收入增长的主要推动引擎，同时带动利润率提升；二高单价产品收入增速更快，从而带动客单价提升。渠道端重点发力电商渠道，开拓核心区域外省份。我们看好公司的生产研发、迭代创新能力；以及通过渠道拓展进一步向全国更多区域扩张的能力。从赛道长期前景、公司自身竞争力、标的稀缺性等角度考虑，给予一定

的估值溢价，合理估值对应 2022 年 26.5~29.0x PE，合理估值区间为 16.4~18.0 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表9：百亚股份盈利预测与市场重要数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,251	1,463	1,836	2,233	2,695
(+/-%)	8.8%	17.0%	25.5%	21.6%	20.7%
净利润(百万元)	183	228	268	327	387
(+/-%)	42.4%	24.9%	17.7%	21.8%	18.5%
每股收益(元)	0.43	0.53	0.62	0.76	0.90
经营利润率	16.8%	16.1%	16.7%	16.7%	16.2%
净资产收益率(ROE)	16.2%	18.8%	20.3%	22.5%	24.1%
市盈率(PE)	30.5	24.5	20.9	17.2	14.5
EV/EBITDA	24.1	21.3	17.0	13.8	11.7
市净率(PB)	4.96	4.59	4.25	3.86	3.49

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

### 太阳纸业：林浆纸一体化稳步推进，综合竞争力持续提升

广西项目中 55 万吨/年文化用纸项目、12 万吨/年生活用纸项目和配套的 80 万吨/年化学木浆项目、20 万吨/年化机浆均于 2021 年底前建成投产。老挝基地目前已形成 150 万吨的浆纸生产能力，速生林建设亦在重点推进中，预计每年新增约 1 万公顷的种植面积，并于未来加大种植力度。此外，公司积极探索开发高附加值的特种纸产品，研发并量产了高克重双面牛卡、白色防粘原纸、黄色防粘原纸、相片原纸等产品。综合来看，公司通过规模扩张、林浆纸一体化、高附加值产品研发等举措实现规模效应、强化对原材料的把控能力以及产品附加值，其综合竞争力不断加强。预计 2022~2024 年归母净利润 32/38/44 亿元，同比增速 0%/9%/6%；EPS 为 1.18/1.42/1.64 元，当前股价对应估值为 10/9/7 倍 PE。公司产能扩张，林浆纸一体化程度加深有望进一步强化公司规模效应与成本优势。维持合理估值区间 14.88~15.72 元，对应 2023 年相对估值为 10.5~11.1 倍 PE，维持“买入”评级。

表10：太阳纸业盈利预测与市场重要数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	21,589	31,997	32,039	34,987	36,998
(+/-%)	-5.2%	48.2%	0.1%	9.2%	5.7%
净利润(百万元)	1953	2957	3174	3803	4407
(+/-%)	-10.3%	51.4%	7.3%	19.8%	15.9%
每股收益(元)	0.74	1.10	1.18	1.42	1.64
经营利润率	13.5%	12.3%	13.1%	13.9%	14.8%
净资产收益率(ROE)	12.1%	15.8%	15.1%	16.0%	16.3%
市盈率(PE)	17.2	11.6	10.8	9.0	7.8
EV/EBITDA	12.2	10.2	8.3	7.3	6.5
市净率(PB)	2.08	1.83	1.63	1.44	1.27

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

### 蓝月亮集团：品牌力依旧强劲，渠道改革红利有望持续释放

公司产能扩张进度低于我们此前预期，且我们预计原材料价格上涨对毛利率影响短期内较难消退，预计 2022~2024 年净利润 12/14/16 亿港元，同比增速 21/17/11%；摊薄 EPS 为 0.21/0.24/0.27 元。公司近年来国际日化巨头整体增长陷入停滞的情况下仍能维持平稳较快增长，且毛利率与净利率位居可比公司前列。公司多年专注洗衣液在该领域建立的卓越声誉有望使其在“液替粉”进程中获得更大的增长空间和市场份额。综合对成长与盈利能力的考量，我们认为蓝月亮集团的相对估值倍数应高于可比公司，给予其 2023 年 25~30 倍 PE，对应合理估值区间 6.00~7.20 港元，维持“买入”评级。

**表11：蓝月亮集团盈利预测与市场重要数据**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,996	7,597	8,537	9,529	10,546
(+/-%)	-0.8%	8.6%	12.4%	11.6%	10.7%
净利润(百万元)	1309	1014	1226	1431	1582
(+/-%)	21.3%	-22.5%	20.8%	16.7%	10.6%
每股收益(元)	0.22	0.17	0.21	0.24	0.27
经营利润率	26.1%	14.1%	17.1%	17.8%	17.9%
净资产收益率(ROE)	11.2%	8.2%	9.3%	10.1%	10.3%
市盈率(PE)	25.1	34.72	28.72	24.62	22.27
EV/EBITDA	21.8	39.91	18.88	16.43	15.14
市净率(PB)	2.81	2.85	2.67	2.48	2.30

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

### 公牛集团：C端重点拓展装饰渠道，B端强化服务专业性

公司针对C端渠道进一步推进装饰渠道专卖化和综合化，导入公司墙开插座、LED照明、智能门锁等多累产品，现已成功开发18000余家终端网点。B端渠道公司重点提升组织能力，推出适配B端渠道产品，强化服务能力。期内家装、工装市场开拓进展良好，公司与圣都、业之峰、贝壳等120余家知名装企达成合作。2021年B端渠道收入增长175.2%。预计2022-2024年归母净利润33/39/44亿元，同比增速20/17/14%；EPS为5.53/6.45/7.35元，当前股价对应估值为24/21/18倍PE。公司各类产品持续推陈出新，渠道优化进展良好，且有望凭借自身研发、制造、渠道优势进入更多民用电工细分领域，实现长期稳健成长。考虑到公司规模扩张后业绩中长期增长中枢或略有下降，下调合理估值区间至162.5-181.2元，对应2023年25-28倍PE，维持“买入”评级。

**表12：公牛集团盈利预测及市场重要数据**

盈利预测及市场重要数据	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,051	12,385	14,490	16,606	18,643
(+/-%)	0.1%	23.2%	17.0%	14.6%	12.3%
净利润(百万元)	2313	2780	3324	3877	4421
(+/-%)	0.4%	20.2%	19.6%	16.6%	14.0%
每股收益(元)	3.85	4.62	5.53	6.45	7.35
EBIT Margin	25.9%	24.5%	25.3%	25.6%	25.8%
净资产收益率(ROE)	25.3%	25.8%	26.4%	26.3%	25.8%
市盈率(PE)	37.7	31.4	26.3	22.5	19.8
EV/EBITDA	31.9	28.3	24.2	20.8	18.5
市净率(PB)	9.55	8.12	6.94	5.94	5.09

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

**附表：相关公司盈利预测及估值**

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价(人民币)	EPS			PE			PB 2021
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
603833	欧派家居	买入	148.71	4.40	5.18	6.17	33.8	28.7	24.1	6.3
002572	索菲亚	买入	26.86	0.13	1.45	1.78	206.6	18.6	15.1	4.3
603801	志邦家居	买入	26.75	1.62	1.90	2.27	16.5	14.1	11.8	3.2
300616	尚品宅配	买入	27.58	0.45	1.22	1.57	61.3	22.6	17.6	1.5
603208	江山欧派	买入	70.36	2.45	6.40	7.60	28.7	11.0	9.3	4.1
603816	顾家家居	无评级	55.12	2.65	2.53	3.09	20.8	21.8	17.8	4.3
1999	敏华控股	无评级	7.23	0.46	0.65	0.78	15.7	11.2	9.2	-
603008	喜临门	无评级	36.34	1.45	1.86	2.41	25.1	19.6	15.1	4.4
603313	梦百合	无评级	12.09	-0.57	0.81	1.26	-21.2	15.0	9.6	2.0
603818	曲美家居	无评级	9.58	0.31	0.75	1.02	30.9	12.7	9.4	2.8
000910	大亚圣象	无评级	9.03	1.09	1.21	1.36	8.3	7.5	6.7	0.8
603610	麒盛科技	无评级	13.41	1.28	1.21	1.45	10.5	11.1	9.3	1.2
301061	匠心家居	无评级	33.55	4.59	2.71	3.47	7.3	12.4	9.7	1.1
603180	金牌厨柜	无评级	30.33	2.31	2.71	3.33	13.1	11.2	9.1	1.9
603898	好莱客	无评级	10.20	0.21	1.19	1.40	48.6	8.6	7.3	1.2
002614	奥佳华	无评级	8.54	0.74	0.74	0.88	11.5	11.5	9.7	1.1
603579	荣泰健康	无评级	24.85	1.75	2.00	2.44	14.2	12.4	10.2	2.0
002078	太阳纸业	买入	12.03	1.12	1.18	1.42	10.7	10.2	8.5	1.7
2689	玖龙纸业	买入	5.66	1.51	1.18	2.11	3.7	4.8	2.7	0.6
603733	仙鹤股份	买入	26.82	1.44	2.37	2.69	18.6	11.3	10.0	3.1
000488	晨鸣纸业	无评级	5.61	0.56	0.63	0.71	10.0	8.9	7.9	0.9
2314	理文造纸	无评级	2.87	0.59	0.83	0.85	4.9	3.5	3.4	0.5
600567	山鹰纸业	无评级	2.77	0.34	0.35	0.43	8.1	7.9	6.5	0.8
600966	博汇纸业	无评级	7.77	1.29	1.14	1.32	6.0	6.8	5.9	1.4
600963	岳阳林纸	无评级	6.07	0.17	0.29	0.35	35.7	20.7	17.2	1.3
605007	五洲特纸	无评级	19.45	0.98	1.42	1.80	19.8	13.7	10.8	4.0
605377	华旺科技	无评级	17.80	1.57	1.50	1.76	11.3	11.9	10.1	2.0
6969	思摩尔国际	买入	20.62	0.89	0.88	1.13	23.3	23.4	18.3	6.4
603899	晨光股份	买入	54.65	1.65	1.90	2.37	33.2	28.7	23.0	8.2
002301	齐心集团	无评级	6.59	-0.77	0.33	0.45	-8.6	20.0	14.5	1.7
1044	恒安国际	增持	31.40	2.79	3.01	3.24	11.3	10.4	9.7	1.9
6993	蓝月亮集团	买入	5.71	0.14	0.21	0.23	39.9	27.5	24.8	3.3
3331	维达国际	无评级	17.13	1.12	1.39	1.63	15.3	12.4	10.5	1.9
002511	中顺洁柔	买入	12.70	0.45	0.93	1.02	28.2	13.7	12.5	3.4
605009	豪悦护理	无评级	38.47	2.28	2.33	2.82	16.9	16.5	13.7	2.1
003006	百亚股份	买入	12.11	0.53	0.62	0.76	22.8	19.5	15.9	4.3
301009	可靠股份	无评级	12.33	0.17	0.34	0.58	72.5	36.2	21.2	2.4
001206	依依股份	无评级	32.96	1.35	1.38	1.68	24.4	23.8	19.6	1.8
6601	朝云集团	无评级	2.04	0.07	0.22	0.27	28.1	9.3	7.7	1.0
603195	公牛集团	买入	155.55	4.63	5.53	6.45	33.6	28.1	24.1	8.7
605099	共创草坪	无评级	26.89	0.95	1.30	1.73	28.3	20.7	15.6	5.4
605299	舒华体育	无评级	10.85	0.28	0.41	0.49	38.8	26.2	22.0	3.5
603848	好太太	无评级	17.30	0.75	0.88	1.05	23.1	19.6	16.5	3.7
300729	乐歌股份	无评级	17.46	0.85	1.17	1.69	20.5	14.9	10.3	2.1
300993	玉马遮阳	无评级	12.65	1.19	0.74	0.94	10.6	17.2	13.4	1.5
002831	裕同科技	无评级	29.40	1.09	1.57	1.96	27.0	18.8	15.0	3.0
002191	劲嘉股份	无评级	9.72	0.70	0.86	1.06	13.9	11.3	9.2	1.8
002701	奥瑞金	无评级	5.17	0.37	0.39	0.44	14.0	13.4	11.8	1.7
601968	宝钢包装	无评级	7.62	0.26	0.35	0.43	29.3	21.9	17.5	2.4
0336	华宝国际	无评级	5.15	0.22	0.36	0.45	23.7	14.3	11.4	1.2

数据来源: Wind, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理。

注: 无评级公司盈利预测来自 Bloomberg, Wind 一致预期

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032