

2021-12-17

轻工行业-证券研究报告



龙头优势持续巩固 α 显著，低估值修复行情值得期待

——2022年轻工行业投资策略

证券分析师：陈天蛟
E-MAIL: chentj@tpyzq.com
执业证号：S1190517110002

证券分析师：庞盈盈
E-MAIL: pangyy@tpyzq.com
执业证号：S1190521050002

- **行情回顾：**2021年轻工板块表现整体优于沪深300，年初至今轻工板块涨幅6.0%，沪深300整体下跌3.0%，轻工板块整体较沪深300跑赢9.0pct。分板块来看，包装、家具子板块表现优异，年初至今分别上涨23.1%、14.1%；文娱用品、造纸子板块有所下跌，年初至今分别下跌-1.2%、-21.3%
- **家具：短期政策边际放松推动估值修复，中长期优选 α 显著的龙头。**2021年地产新开工、销售数据承压，竣工端表现相对较佳。受地产景气下滑、恒大事件影响，2021Q2起家具企业股价回调，估值持续回落，截至11月估值已处于历史较低水平，伴随地产等家具板块相关利好政策频发，政策边际改善促进板块迎来估值修复。**1) 定制家具：流量结构调整持续，看好全品类、全渠道布局的龙头。把握两条投资主线：**一是在渠道布局、品类扩张、品牌力、产品力等方面具备显著优势的龙头企业欧派家居；二是具备估值性价比的优质标的，如索菲亚、志邦家居。**2) 软体家具：市场集中度持续提升，龙头渠道、品牌等优势显著。看好龙头份额提升，推荐顾家家居、敏华控股、喜临门。****3) 家具出口：原材料、运费等不利因素有望改善，出口利润弹性充足，关注出口收入占比较高、享有利润弹性的家具企业梦百合、敏华控股、顾家家居**
- **造纸：木浆价格或将中低位震荡，文化纸盈利有望边际回暖。**木浆：供给端新产能投放、需求维稳，预计2022年木浆价格中低位震荡。文化纸盈利有望边际回暖，关注太阳纸业。白卡纸新产能较多盈利仍需观察。废纸系成本推动箱瓦纸价温和上涨，行业盈利或将继续分化。
- **推荐标的：****1) 定制家具：** α 显著的龙头欧派家居；具备估值性价比的索菲亚、志邦家居；**2) 软体家具：**份额提升、 α 显著的龙头顾家家居、敏华控股；**3) 家具出口：**出口收入占比较高、享有利润弹性的梦百合、敏华控股、顾家家居；**4) 造纸：**文化纸盈利有望边际回暖，关注太阳纸业
- **风险提示：**地产景气度不及预期；疫情反复；成品纸价格大幅下滑。

1 行情回顾：2021年轻工整体表现优于沪深300，包装、家具子板块涨幅明显

2 家具：短期政策边际放松推动估值修复，中长期优选 α 显著的龙头

- 2.1 地产：相关政策边际放松，短期板块估值修复可期
- 2.2 定制家具：流量结构调整持续，看好全品类、全渠道布局的龙头
- 2.3 软体家具：市场集中度持续提升，龙头渠道、品牌等优势显著
- 2.4 家具出口：运费、原材料等不利因素有望改善，出口利润弹性充足

3 造纸：木浆价格或将中低位震荡，文化纸盈利有望边际回暖

- 3.1 木浆：供给端新产能投放、需求维稳，预计2022年木浆价格中低位震荡
- 3.2 木浆系：文化纸盈利有望边际回暖，白卡纸新产能较多盈利仍需观察
- 3.3 废纸系：成本推动箱瓦纸价温和上涨，行业盈利或将继续分化

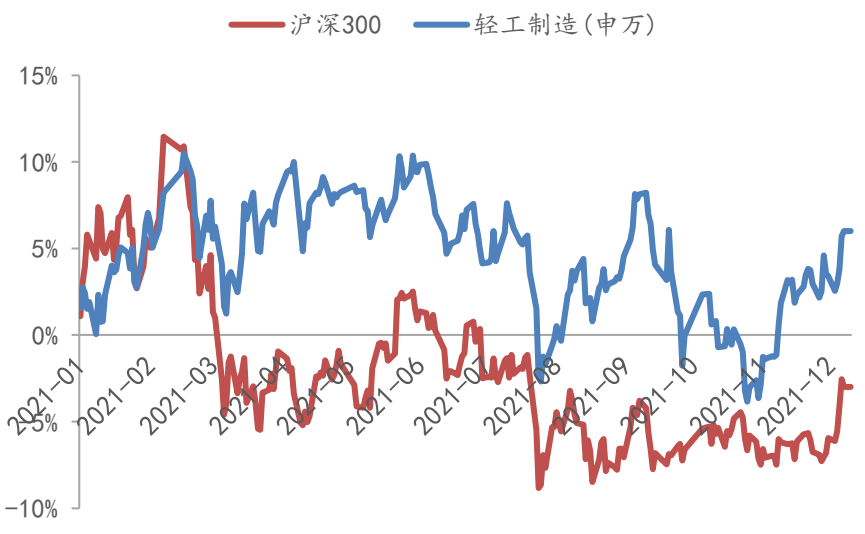
4 推荐标的

- 定制家具： α 显著的龙头**欧派家居**；具备估值性价比的**索菲亚**、**志邦家居**
- 软体家具：份额提升、 α 显著的龙头**顾家家居**、**敏华控股**
- 家具出口：出口收入占比较高、享有利润弹性的**梦百合**、**敏华控股**、**顾家家居**
- 造纸：文化纸盈利有望边际回暖，关注**太阳纸业**

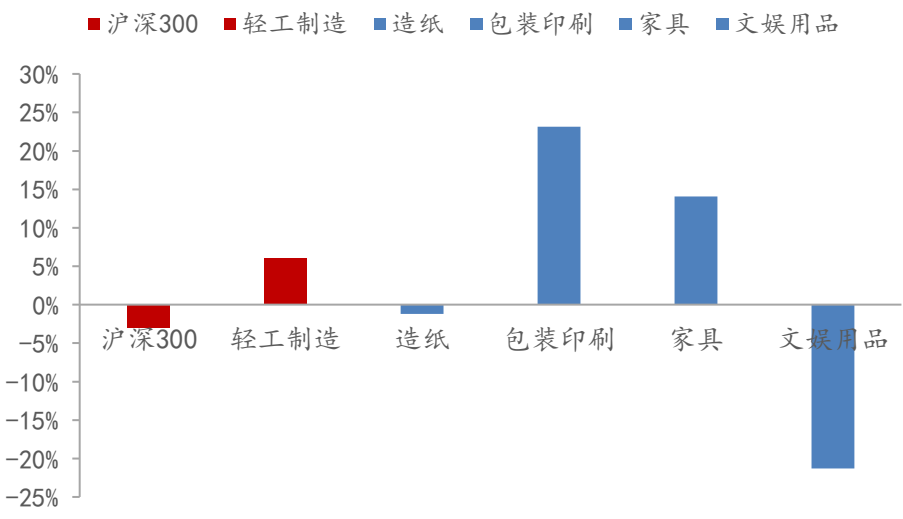
行情回顾：2021年轻工整体表现优于沪深300，包装、家具子板块涨幅明显

- 2021年轻工板块表现整体优于沪深300，年初至今轻工板块涨幅6.0%，沪深300整体下跌3.0%，轻工板块整体较沪深300跑赢9.0pct
- 分板块来看，包装、家具子板块表现优异，年初至今分别上涨23.1%、14.1%；文娱用品、造纸子板块有所下跌，年初至今分别下跌-1.2%、-21.3%

图表：2021年年初至今轻工板块涨幅优于沪深300



图表：2021年包装、家具子版块涨幅表现优异



资料来源：wind, 太平洋证券

1 行情回顾：2021年轻工整体表现优于沪深300，包装、家具子板块涨幅明显

2 家具：短期政策边际放松推动估值修复，中长期优选 α 显著的龙头

- 2.1 地产：相关政策边际放松，短期板块估值修复可期
- 2.2 定制家具：流量结构调整持续，看好全品类、全渠道布局的龙头
- 2.3 软体家具：市场集中度持续提升，龙头渠道、品牌等优势显著
- 2.4 家具出口：运费、原材料等不利因素有望改善，出口利润弹性充足

3 造纸：木浆价格或将中低位震荡，文化纸盈利有望边际回暖

- 3.1 木浆：供给端新产能投放、需求维稳，预计2022年木浆价格中低位震荡
- 3.2 木浆系：文化纸盈利有望边际回暖，白卡纸新产能较多盈利仍需观察
- 3.3 废纸系：成本推动箱瓦纸价温和上涨，行业盈利或将继续分化

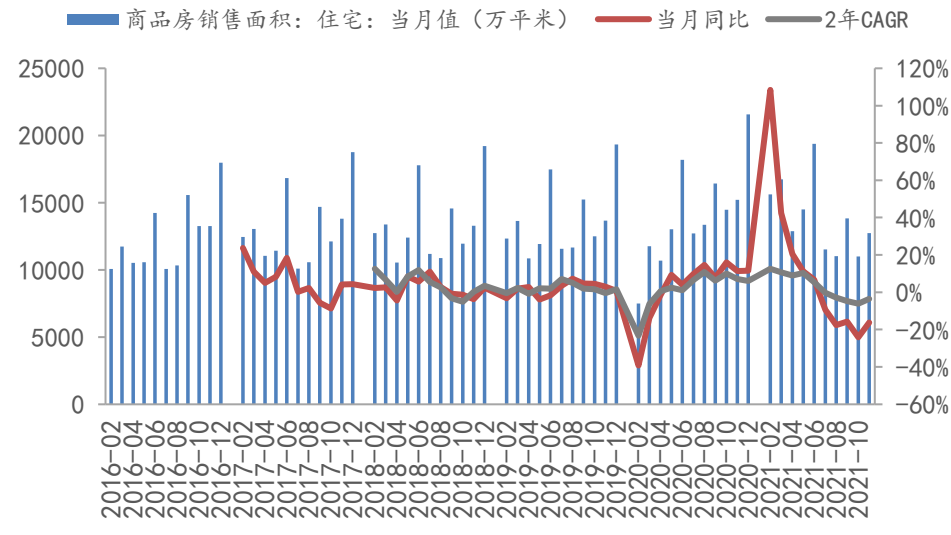
4 推荐标的

- 定制家具： α 显著的龙头**欧派家居**；具备估值性价比的**索菲亚**、**志邦家居**
- 软体家具：份额提升、 α 显著的龙头**顾家家居**、**敏华控股**
- 家具出口：出口收入占比较高、享有利润弹性的**梦百合**、**敏华控股**、**顾家家居**
- 造纸：文化纸盈利有望边际回暖，关注**太阳纸业**

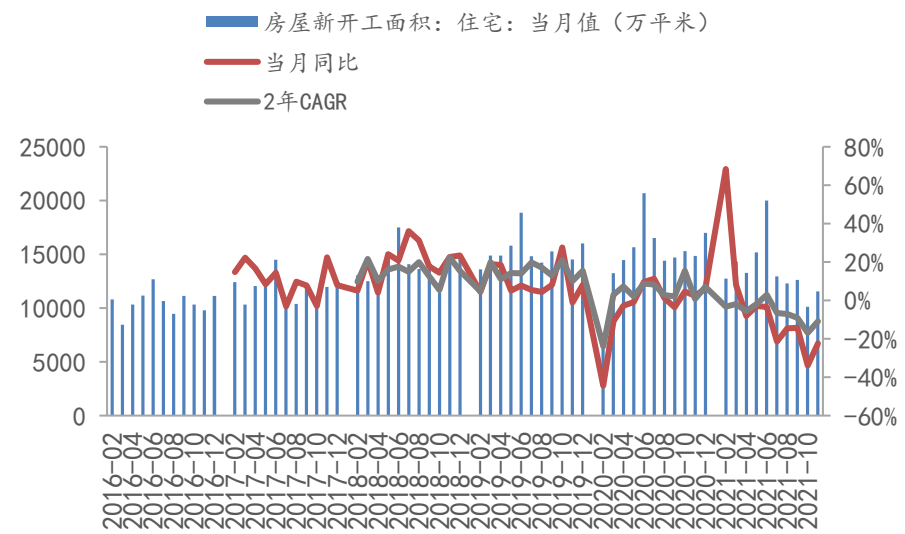
家具：地产新开工、销售数据承压，竣工端表现相对较佳

- **新开工**：2021年1-11月住宅房屋新开工面积累计同比下滑8.4%，2年CAGR-5.6%；4月起当月同比持续下滑，11月当月同比下滑22.4%，2年CAGR-10.8%
- **销售端**：2021年1-11月住宅商品房销售面积累计同比增长4.4%，2年CAGR+3.1%；7月起当月同比持续下滑，11月当月同比下滑16.3%，2年CAGR-3.5%
- **竣工端**：2021年1-11月住宅商品房竣工面积累计同比增长16.2%，2年CAGR+4.7%；继10月当月同比下滑21.3%后，11月当月同比恢复正增长，同比+13.2%，2年CAGR为+9.6%

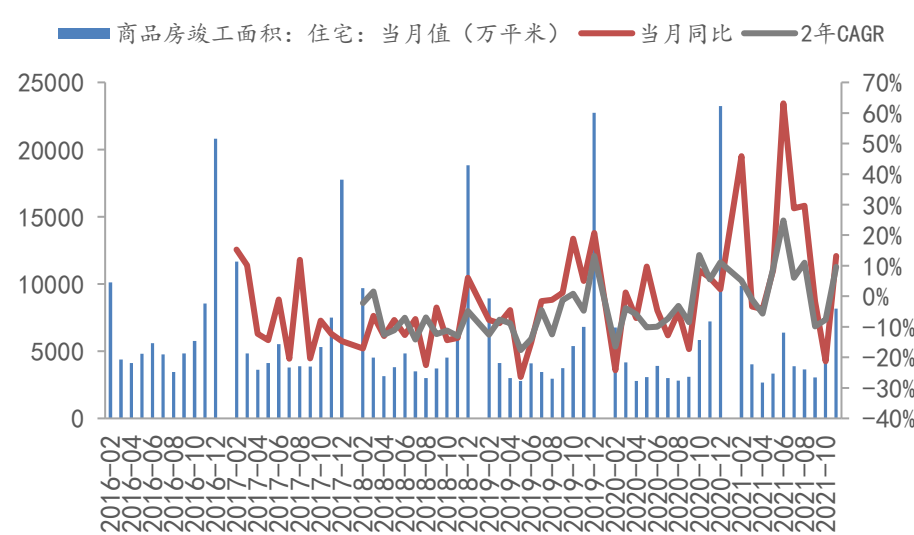
图表：2021年11月住宅商品房销售面积当月同比下滑16.3%



图表：2021年11月住宅房屋新开工面积当月同比下滑22.4%



图表：2021年11月住宅商品房竣工面积当月同比+13.2%



资料来源：wind, 太平洋证券

家具：龙头收入增速表现优异，相较于定制软体企业相对坚挺

- Q3个股收入表现有所分化，龙头收入延续高增：受2020年疫情下低基数影响，2021Q1、Q2家具企业收入同比去年均实现较大增幅；Q3基数效应基本消失，个股收入增速出现分化，龙头企业表现相对优异，如定制家具的欧派家居，软体家具的顾家家居、敏华控股、喜临门等21Q3营收仍能延续高速增长
- 相较于定制企业，软体企业收入表现更佳：Q3个股收入表现有所分化，整体而言，受益于市场份额迅速提升，软体家具企业收入增速表现优于定制企业，如顾家、喜临门21Q3营收同比分别增长41.34%、31.1%，敏华FY22H1营收同比增长53.9%

图表：21Q3龙头企业收入延续高增，相较于定制企业，软体企业相对坚挺

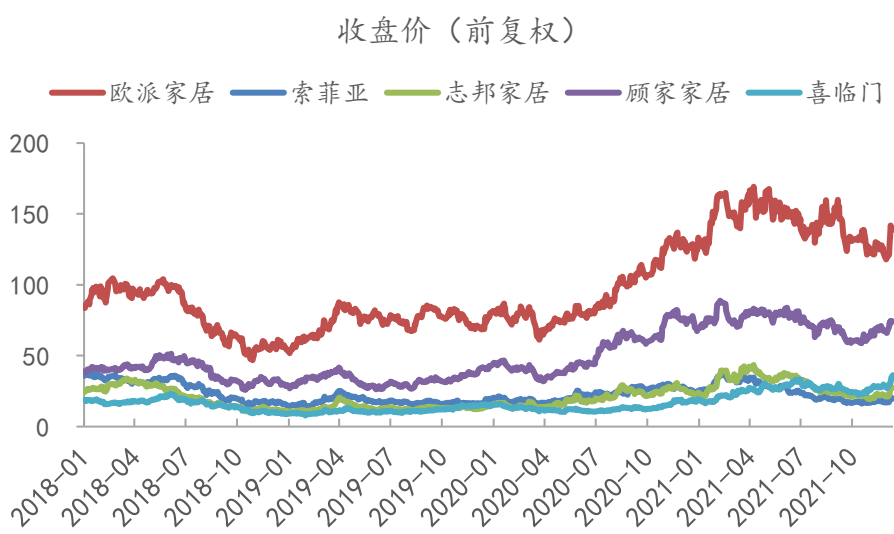
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2年CAGR		
												21Q1	21Q2	21Q3
定制家具企业单季度收入同比增速														
欧派家居	15.6%	12.5%	21.1%	20.7%	-35.1%	6.9%	18.4%	25.3%	130.7%	38.6%	30.1%	22.4%	21.7%	24.1%
索菲亚	-4.7%	12.2%	2.4%	7.7%	-35.6%	-8.5%	17.1%	37.2%	130.6%	41.8%	15.9%	21.9%	13.9%	16.5%
尚品宅配	15.7%	5.6%	8.4%	9.8%	-47.5%	-14.3%	10.2%	-3.2%	110.3%	10.8%	-6.1%	5.1%	-2.6%	1.7%
志邦家居	5.2%	13.3%	16.9%	43.7%	-21.2%	22.2%	41.9%	46.2%	109.1%	36.5%	23.2%	28.4%	29.2%	32.2%
金牌厨柜	6.2%	33.1%	23.5%	29.2%	-3.9%	10.7%	30.8%	38.8%	81.6%	49.9%	13.5%	32.1%	28.8%	21.8%
好莱客	5.2%	3.0%	0.6%	8.8%	-48.3%	-3.8%	7.5%	16.2%	203.0%	72.9%	35.9%	25.2%	29.0%	20.9%
皮阿诺	16.3%	31.5%	35.6%	39.2%	-15.5%	-2.3%	9.6%	4.3%	92.3%	49.2%	-4.8%	27.5%	20.8%	2.1%
我乐家居	22.6%	23.1%	25.6%	21.0%	5.4%	0.6%	15.5%	43.9%	44.3%	35.0%	7.9%	23.4%	16.5%	11.6%
软体家具单季度收入同比增速														
顾家家居	32.8%	16.1%	18.0%	19.4%	-7.0%	0.9%	33.2%	24.2%	65.3%	64.5%	41.4%	24.0%	28.8%	37.3%
喜临门	-5.6%	25.9%	16.9%	21.9%	-13.6%	4.0%	12.8%	42.8%	72.5%	48.4%	31.1%	22.1%	24.2%	21.6%
梦百合	28.8%	18.1%	28.9%	26.2%	34.4%	71.2%	99.4%	68.0%	78.5%	48.1%	4.8%	54.9%	59.2%	44.5%
		FY2020H1		FY2020H2		FY2021H1		FY2021H2		FY2022H1			2年CAGR (FY22H1)	
敏华控股		2.0%		13.5%		18.7%		49.5%		53.9%			35.1%	

资料来源：wind, 太平洋证券

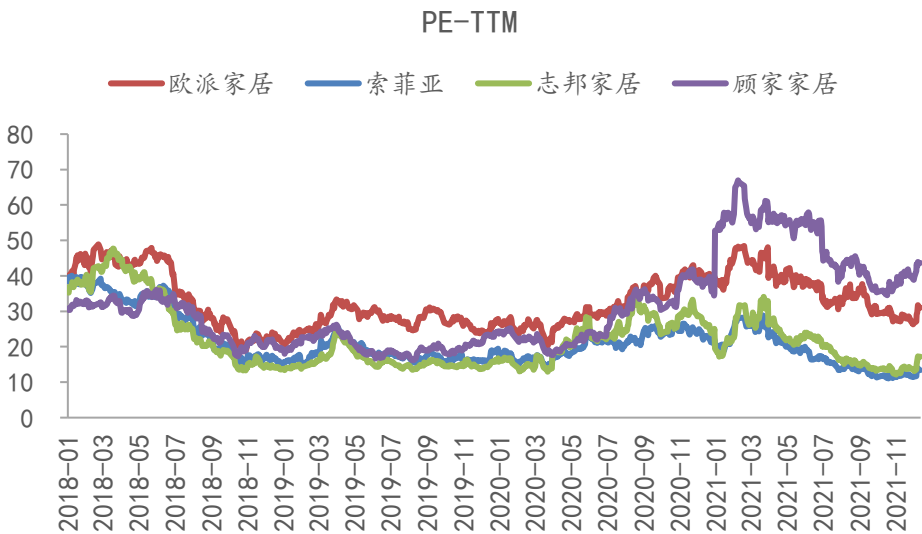
家具：地产景气下滑、恒大事件影响，Q2起家具企业估值回调

- **地产景气下滑**：2021年4月起地产新开工数据当月同比开始下滑，7月起地产销售数据开始下滑，地产景气度下滑，同时基于2020年下半年高基数，市场存在2021年下半年家具企业业绩承压的预期
- **恒大债务危机事件加速行业悲观预期**：7月份恒大债务危机爆出，引发市场对于家居企业应收账款的担忧；另外信贷等地产调控政策持续收紧，行业预期愈发悲观
- **2021Q2起家具企业估值回落**：受地产景气下滑、恒大事件影响，2021Q2起家具企业股价回调，估值持续回落，截至11月估值已处于历史较低水平

图表：2021Q2起主要家具公司股价有所回调



图表：2021Q2起主要家具公司估值有所回调



资料来源：wind, 太平洋证券

家具：相关政策边际放松，短期板块估值修复可期

- 12月以来利好政策频发：12.3一行两会就恒大事件积极发声；12.6中央政治局会议、12.8-10中央经济工作会议强调“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环”；12.6 降准0.5个百分点释放长期资金约1.2万亿元；12.8提出“实施家具家装下乡补贴，促进农村居民耐用消费品更新换代”
- 政策触底回升，家具板块短期估值修复：伴随地产等家具板块相关利好政策频发，同时经历前期估值回调，家具板块估值已处于较低水平，政策边际改善促进板块迎来估值修复

图表：12月以来地产等家具板块相关政策频发

时间	相关政策或事件
10月21日	国新办发布会督促银行落实房地产开发贷款、个人住房贷款监管要求，保障好房贷刚需群体信贷需求
10月23日	全国人大常委会授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作
12月3日	恒大发布公告称无法履行2.6亿美元债务担保义务，当天央行、银保监会、证监会就恒大问题发声，短期个别房企出现风险不会影响中长期市场的正常融资功能；支持房地产企业合理正常融资；重点满足首套房、改善性住房按揭需求，加大保障性租赁住房支持力度
12月6日	中共中央政治局会议召开，会议指出要推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环
12月6日	央行公告称决定于12月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，此次降准将释放长期资金约1.2万亿元
12月8日	国家发改委农村经济司司长吴晓提到，鼓励有条件的地区开展农村家电更新行动，实施家具家装下乡补贴和新一轮汽车下乡，促进农村居民耐用消费品更新换代
12月8-10日	中央经济工作会议再次定调“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”，“坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求和促进房地产业良性循环”
12月13日	深圳部分中小银行下调房贷利率，目前首套房贷款利率最低可至4.95%，二套房贷利率最低可至5.25%

资料来源：财联社，新华网，发改委，wind，太平洋证券

定制家具：流量结构调整持续，看好全品类、全渠道布局的龙头

- 定制家具行业渗透率提升红利阶段已过，流量入口呈现多元化，除传统零售渠道外，工程渠道、整装渠道重要性凸显；同时单品类成长空间有限，全品类布局的大家居战略打开成长空间
- 传统零售：在工程、整装等渠道流量分散作用下，传统卖场流量下滑，同时龙头企业开店空间已经不大，传统零售业务增速放缓，尤其橱柜零售端增长整体承压
- 工程渠道：伴随精装房渗透率持续提升，大宗渠道成为定制家具企业重要的流量补充，B端市场对企业品牌力、交付能力等要求较高，龙头家具企业优势突出
- 整装渠道：家装公司是家具行业重要流量入口之一，同时消费者全品类的一站式家装需求提升，家具企业通过与家装公司合作推出整装模式，整装渠道对于流量补充、全品类供应链整合意义重大，成为家具企业打开成长空间、实现全品类布局的重要途径
- 定制家具板块把握两条投资主线：一是在渠道布局、品类扩张、品牌力、产品力等方面具备显著优势的龙头企业欧派家居；二是具备估值性价比的优质标的，如索菲亚、志邦家居

图表：2020年橱柜整体、B端CR3分别为8.1%、21.4%

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
橱柜市场规模 (万套)	1,321	1,506	1,611	1,574	1,565	1,502
橱柜行业整体市占率						
欧派家居	2.4%	2.4%	2.9%	3.2%	3.6%	3.8%
志邦家居	0.9%	1.1%	1.4%	1.4%	1.5%	2.0%
金牌橱柜	0.5%	0.7%	0.9%	1.1%	1.3%	2.4%
橱柜整体CR3	3.7%	4.2%	5.2%	5.7%	6.4%	8.1%
橱柜B端市场规模 (万套)	66	87	132	191	285	401
橱柜B端市占率						
欧派家居	13.2%	11.6%	12.7%	9.7%	10.4%	8.0%
志邦家居	4.8%	5.9%	6.1%	4.2%	4.5%	5.9%
金牌橱柜	1.9%	3.5%	3.3%	3.5%	3.9%	7.6%
橱柜B端市占率 CR3	19.9%	21.0%	22.1%	17.4%	18.9%	21.4%

图表：2020年橱柜C端、C端中高端市占率分别为6.1%、30.3%

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
橱柜零售市场规模 (万套)	1,255	1,419	1,479	1,383	1,279	1,101
零售C端市占率						
欧派家居	2.5%	2.5%	2.9%	3.2%	3.1%	3.6%
志邦家居	0.9%	1.0%	1.4%	1.4%	1.3%	1.2%
金牌橱柜	0.5%	0.7%	1.0%	1.1%	1.1%	1.3%
橱柜C端市占率 CR3	3.9%	4.2%	5.2%	5.7%	5.6%	6.1%

衣柜整体市占率	2015	2016	2017	2018	2019	2020
索菲亚	2.8%	2.9%	3.1%	3.2%	3.0%	2.7%
欧派家居	1.3%	1.2%	1.5%	1.5%	1.7%	1.7%
志邦家居	0.0%	0.1%	0.1%	0.3%	0.5%	0.7%
金牌橱柜	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%
CR4	4.2%	4.2%	4.8%	5.1%	5.3%	5.4%

资料来源：wind, 太平洋证券

软体家具：市场集中度持续提升，龙头渠道、品牌等优势显著

- 沙发：市场整体较为分散，但顾家、敏华龙头地位稳固
- 2020年沙发市场销量合计约1756万套，其中敏华、顾家沙发销量分别约79、67万套，占比为4.5%、3.8%，沙发行业销售量CR2为8.3%；预计2021年沙发市场销售量CR2将提升至9.4%
 - 2020年沙发市场终端销售额约966亿元，其中敏华、顾家沙发收入（出厂）分别为61、33亿元，经换算后，敏华、顾家销售额份额分别为10.7%、6.7%，沙发行业销售额CR2为17.4%；预计2021年沙发市场销售额CR2将提升至20.9%
 - 虽然沙发市场目前比较分散，但顾家、敏华龙头地位突出，伴随其近2年快速开店、占据卖场核心位置，顾家、敏华在沙发市场的格局比较稳定，看好其份额持续提升

图表：预计2021年沙发市场CR2为9.4%（销量口径）

图表：预计2021年沙发市场CR2为20.9%（销售额口径）

	2018	2019	2020	2021E
销量（万套）				
沙发市场规模	1573	1679	1756	1802
敏华销量	39	50	79	89
顾家销量	44	53	67	81
销量市占率				
敏华	2.5%	3.0%	4.5%	4.9%
顾家	2.8%	3.1%	3.8%	4.5%
CR2	5.3%	6.1%	8.3%	9.4%

	2018	2019	2020	2021E
销售额（亿元）				
沙发市场规模	849	915	966	1000
敏华出厂收入	34	36	61	72
顾家出厂收入	23	27	33	45
销售额市占率				
敏华	6.7%	6.7%	10.7%	12.2%
顾家	5.3%	5.7%	6.7%	8.8%
CR2	12.0%	12.4%	17.4%	20.9%

软体家具：市场集中度持续提升，龙头渠道、品牌等优势显著

沙发市场集中度天花板测算

- 1) 2020年中国沙发市场规模1756万套，顾家、敏华销量分别为67、79万套；2020年功能沙发渗透率5.5%；预计2030年中国沙发市场规模2375万套，即CAGR约3.1%
- 2) 悲观：预计2030年功能沙发渗透率提升至20%，顾家在功能、非功能沙发市场渗透率分别为20%、6%，则顾家整体市占率为8.8%，销量为209万套（相比2020年+212%）；敏华在功能沙发、非功能沙发渗透率分别为40%、2%，则敏华整体市占率为9.6%，销量为228万套（相比2020年+189%）
- 3) 中性：预计2030年功能沙发渗透率提升至25%，顾家在功能、非功能沙发市场渗透率分别为25%、9%，则顾家整体市占率为13.0%，销量为309万套（相比2020年+361%）；敏华在功能沙发、非功能沙发渗透率分别为45%、4%，则敏华整体市占率为14.3%，销量为338万套（相比2020年+328%）
- 4) 乐观：预计2030年功能沙发渗透率提升至30%，顾家在功能、非功能沙发市场渗透率分别为30%、12%，则顾家整体市占率为17.4%，销量为413万套（相比2020年+517%）；敏华在功能沙发、非功能沙发渗透率分别为50%、6%，则敏华整体市占率为19.2%，销量为456万套（相比2020年+477%）

2020年行业数据			
	渗透率	顾家市占率	敏华市占率
功能市场	5.5%	13.0%	59.0%
非功能市场	94.5%	3.3%	1.3%
合计		3.8%	4.5%

顾家长期市占率				
		悲观	中性	乐观
在功能沙发市占率		20%	25%	30%
在非功能沙发市占率		6%	9%	12%
功能沙发渗透率	20%	8.8%	12.2%	15.6%
	25%	9.5%	13.0%	16.5%
	30%	10.2%	13.8%	17.4%
顾家长期销量(万套)				
		悲观	中性	乐观
在功能沙发市占率		20%	25%	30%
在非功能沙发市占率		6%	9%	12%
功能沙发渗透率	20%	209	290	371
	25%	226	309	392
	30%	242	328	413

敏华长期市占率				
		悲观	中性	乐观
在功能沙发市占率		40%	45%	50%
在非功能沙发市占率		2%	4%	6%
功能沙发渗透率	20%	9.6%	12.2%	14.8%
	25%	11.5%	14.3%	17.0%
	30%	13.4%	16.3%	19.2%
敏华长期销量(万套)				
		悲观	中性	乐观
在功能沙发市占率		40%	45%	50%
在非功能沙发市占率		2%	4%	6%
功能沙发渗透率	20%	228	290	352
	25%	273	338	404
	30%	318	387	456

资料来源：wind, 太平洋证券

软体家具：市场集中度持续提升，龙头渠道、品牌等优势显著

床垫：“大行业、小公司”特征显著，龙头企业具备一定优势

- 中国床垫市场呈“大行业、小公司”特征，2020年中国床垫市场终端销售规模约658亿元，按销售额计算，行业CR5约19.2%；2020年中国床垫市场销量规模约2634万张，销量CR5约20.5%
- 相较于沙发，中国床垫市场仍有较多品牌，除慕思、喜临门、敏华、顾家等国内龙头外，也有丝涟、席梦思、舒达等高端海外品牌
- 当前中国床垫市场各龙头份额相对较低，且价格带区隔明显，如慕思（高端）、喜临门（中高端）、顾家及敏华（性价比），因此短期内预计各床垫龙头企业收入均能保持较高增速

图表：预计2021年床垫市场CR5为27.2%（销售额口径）

	2018	2019	2020	2021E
销售额（亿元）				
床垫市场规模	531	598	658	710
慕思出厂收入	17.8	21.8	23.2	34.9
喜临门出厂收入	15.6	17.6	19.9	29.9
顾家出厂收入	4.5	5.2	7.4	12.4
敏华出厂收入	2.2	5.5	10.0	16.0
梦百合出厂收入	2.0	2.6	2.6	3.5
销售额市占率				
慕思	6.7%	7.3%	7.1%	9.8%
喜临门	5.9%	5.9%	6.1%	8.4%
顾家	1.7%	1.7%	2.3%	3.5%
敏华	0.8%	1.8%	3.0%	4.5%
梦百合	0.8%	0.9%	0.8%	1.0%
CR5	15.9%	17.6%	19.2%	27.2%

图表：预计2021年床垫市场CR5为28.1%（销量口径）

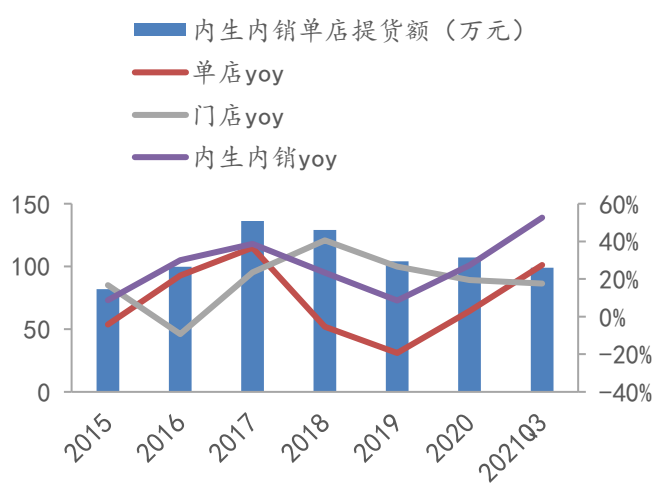
	2018	2019	2020	2021E
销量（万张）				
床垫市场规模	2310	2493	2634	2730
慕思销量	70.8	88.4	108.3	162.4
喜临门销量	152.3	175.7	194.7	265.5
顾家销量	51.7	60.4	85.3	129.7
敏华销量	25.6	64.0	115.0	167.0
梦百合销量	30.2	37.4	35.3	43.4
销量市占率				
慕思	3.1%	3.5%	4.1%	5.9%
喜临门	6.6%	7.0%	7.4%	9.7%
顾家	2.2%	2.4%	3.2%	4.7%
敏华	1.1%	2.6%	4.4%	6.1%
梦百合	1.3%	1.5%	1.3%	1.6%
CR5	14.3%	17.1%	20.5%	28.1%

资料来源：wind, 太平洋证券

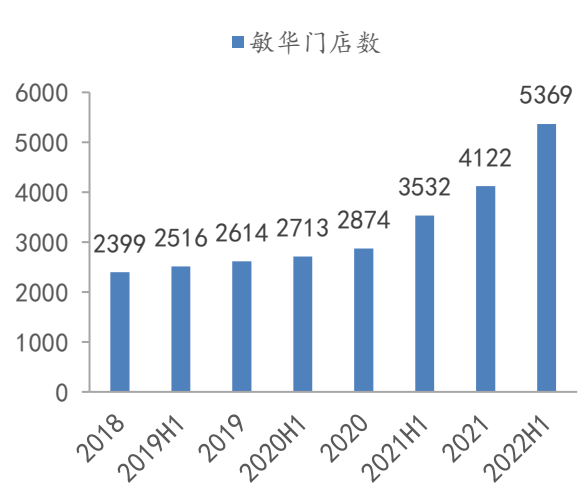
软体家具：市场集中度持续提升，龙头渠道、品牌等优势显著

- 受益于疫情后居家时间变长、消费升级驱动产品售价提升、床垫等渗透率提升，软体家具行业处于扩容阶段
- 中国软体家具市场整体较为分散，龙头在渠道、品牌、产品等方面形成优势，看好龙头份额提升，推荐顾家家居、敏华控股、喜临门
- 顾家家居：渠道变革促进品类融合，门店数及同店水平均有增长，内销逻辑持续得到验证，床垫、功能沙发、定制家具三大高潜品类快速放量，公司中长期成长路径清晰
- 敏华控股：中国功能沙发市场渗透率持续提升（2021年销量渗透率约6.2%），公司处于绝对龙头地位（市占率为59%），同时垂直一体化享有成本优势，渠道下沉打开开店空间，沙发收入延续高增，床垫及软床持续放量，业绩维持快速增长
- 喜临门：自主品牌延续高增，业绩贡献持续提升，品类延伸布局客卧空间，渠道加速拓展，市场份额持续提升

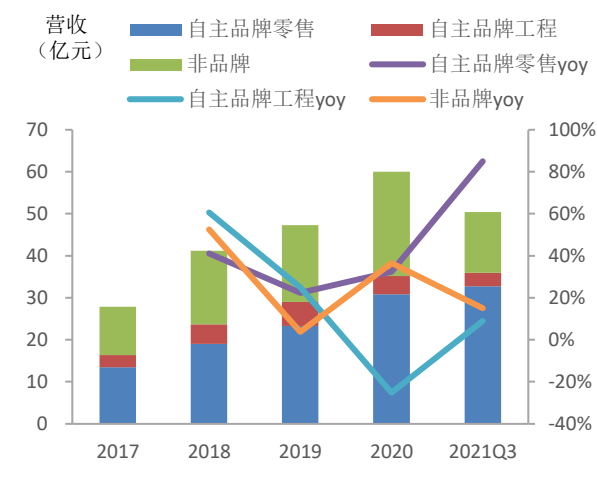
图表：21年顾家门店、同店均有提升



图表：FY22H1敏华门店净+1247家



图表：喜临门自主品牌快速增长



资料来源：wind, 太平洋证券

家具出口：原材料、运费等不利因素有望改善，出口利润弹性充足

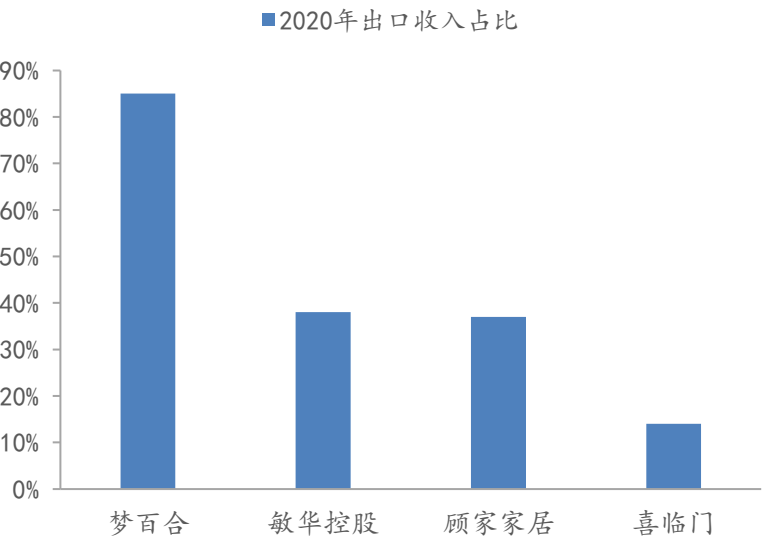
- 在原材料涨价、海运费涨价、关税等多重因素影响下，家具出口端盈利触底；2022年家具出口端原材料、海运费等不利因素有望缓解，关注出口收入占比较高、享有利润弹性的家具企业**梦百合、敏华控股、顾家家居**
- **原材料**：伴随钢材等大宗商品价格回落、聚醚及TDI新增产能投产，成本端原材料价格有望回落，家具成本压力缓解；以2021年出口毛利率24%为基数，若2022年皮革成本分别下滑3%、5%、10%，则预计毛利率分别提升0.7、1.2、2.5pct。
- **关税**：若中美贸易关系缓解，关税豁免有望推进，出口盈利有望回暖

图表：原材料变动对毛利率的敏感性分析

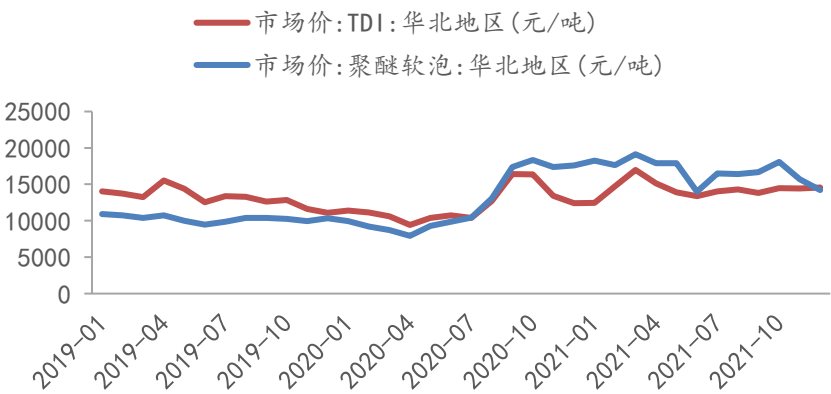
	成本占比	原材料变动幅度对毛利率的影响幅度						
		+10%	+5%	3%	0%	-3%	-5%	-10%
皮革	32.4%	-2.5%	-1.2%	-0.7%	0.0%	0.7%	1.2%	2.5%
海绵	7.1%	-0.5%	-0.3%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.3%	0.5%
木材	9.1%	-0.7%	-0.3%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.3%	0.7%
其他材料	24.2%	-1.8%	-0.9%	-0.6%	0.0%	0.6%	0.9%	1.8%

注：2021年出口毛利率按24%计算

图表：2020年主要家具企业出口收入占比



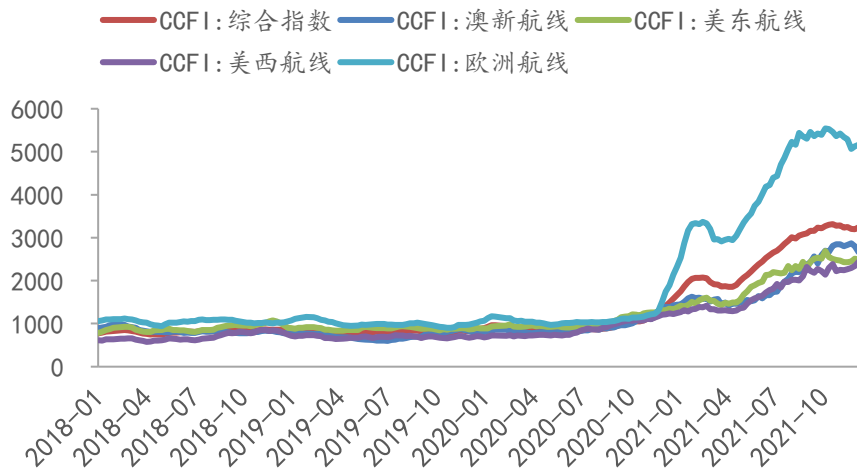
图表：2020年下半年以来TDI、聚醚软泡市场价大幅上涨



家具出口：运费、原材料等不利因素有望改善，出口利润弹性充足

- **海运费：**伴随疫情修复，从海运费价格走势来看，二阶拐点已经出现，即海运费已经见顶；伴随疫情修复，预计2022年运费价格有望回落。
- **根据测算，**以单柜货值10万美元、运费1.5万美元/单柜为计算基数：若出口公司运费承担比例10%，运费分别下滑10-50%，则对利润率影响幅度为0.15%-0.75%；若出口公司运费承担比例30%，运费分别下滑10-50%，则对利润率影响幅度为0.45%-2.25%；若出口公司运费承担比例50%，运费分别下滑10-50%，则对利润率影响幅度为0.75%-3.75%；

图表：当前海运费基本见顶



图表：海运费变动对出口公司利润率的敏感性分析

卖方承担比例	海运费变动对利润率的影响幅度						
	+10%	0	-10%	-20%	-30%	-40%	-50%
10%	-0.15%	0.00%	0.15%	0.30%	0.45%	0.60%	0.75%
20%	-0.30%	0.00%	0.30%	0.60%	0.90%	1.20%	1.50%
30%	-0.45%	0.00%	0.45%	0.90%	1.35%	1.80%	2.25%
40%	-0.60%	0.00%	0.60%	1.20%	1.80%	2.40%	3.00%
50%	-0.75%	0.00%	0.75%	1.50%	2.25%	3.00%	3.75%

1 行情回顾：2021年轻工整体表现优于沪深300，包装、家具子板块涨幅明显

2 家具：短期政策边际放松推动估值修复，中长期优选 α 显著的龙头

- 2.1 地产：相关政策边际放松，短期板块估值修复可期
- 2.2 定制家具：流量结构调整持续，看好全品类、全渠道布局的龙头
- 2.3 软体家具：市场集中度持续提升，龙头渠道、品牌等优势显著
- 2.4 家具出口：运费、原材料等不利因素有望改善，出口利润弹性充足

3 造纸：木浆价格或将中低位震荡，文化纸盈利有望边际回暖

- 3.1 木浆：供给端新产能投放、需求维稳，预计2022年木浆价格中低位震荡
- 3.2 木浆系：文化纸盈利有望边际回暖，白卡纸新产能较多盈利仍需观察
- 3.3 废纸系：成本推动箱瓦纸价温和上涨，行业盈利或将继续分化

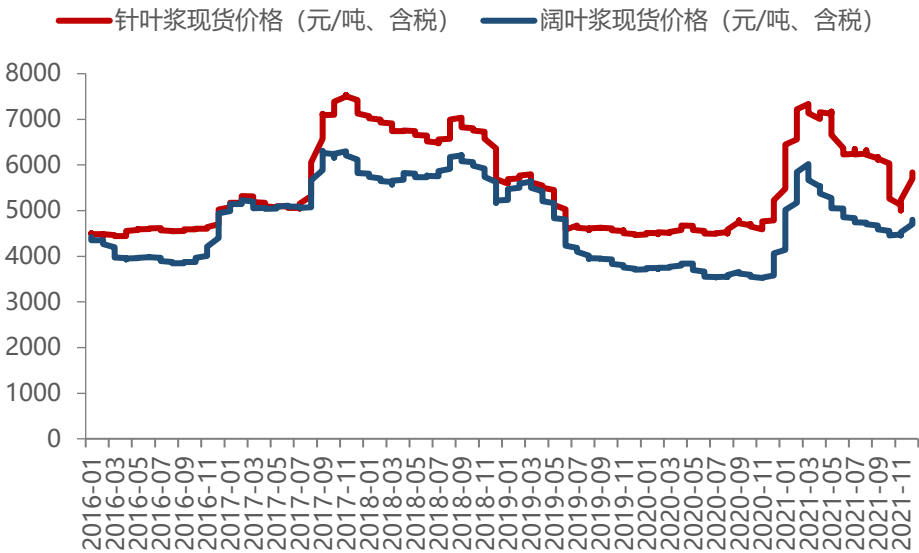
4 推荐标的

- 定制家具： α 显著的龙头**欧派家居**；具备估值性价比的**索菲亚**、**志邦家居**
- 软体家具：份额提升、 α 显著的龙头**顾家家居**、**敏华控股**
- 家具出口：出口收入占比较高、享有利润弹性的**梦百合**、**敏华控股**、**顾家家居**
- 造纸：文化纸盈利有望边际回暖，关注**太阳纸业**

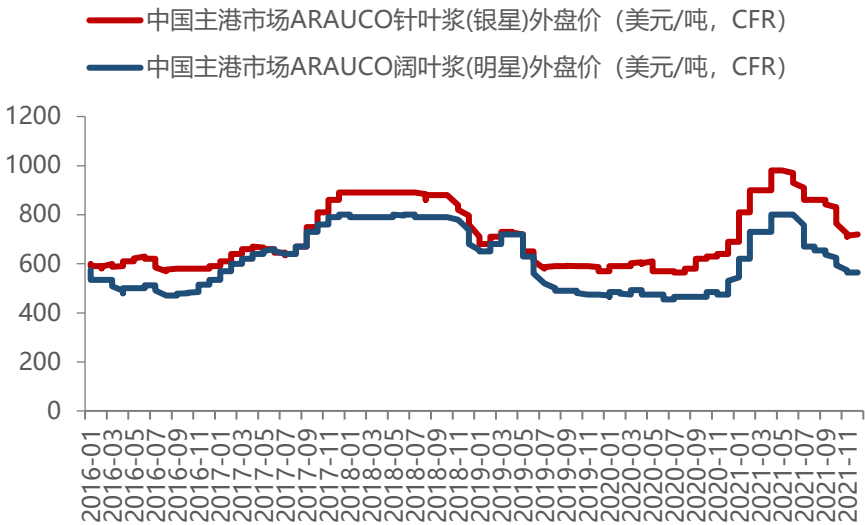
木浆：供给端新产能投放、需求维稳，预计2022年木浆价格中低位震荡

- 受下游需求疲软、能耗双控下企业减产等因素影响，2021年Q2以来木浆价格整体呈回落趋势，截至2021.12.11，针叶浆、阔叶浆现货价格分别为5839、4801元/吨，外盘价分别为720、565美元/吨
- 展望未来，考虑需求端整体维稳，供给端阔叶浆新增产能较多、针叶浆新增产能有限，预计2022年木浆价格或将保持中低位运行

图表：2021年3月起木浆现货价回落



图表：2021年5月起木浆外盘价回落

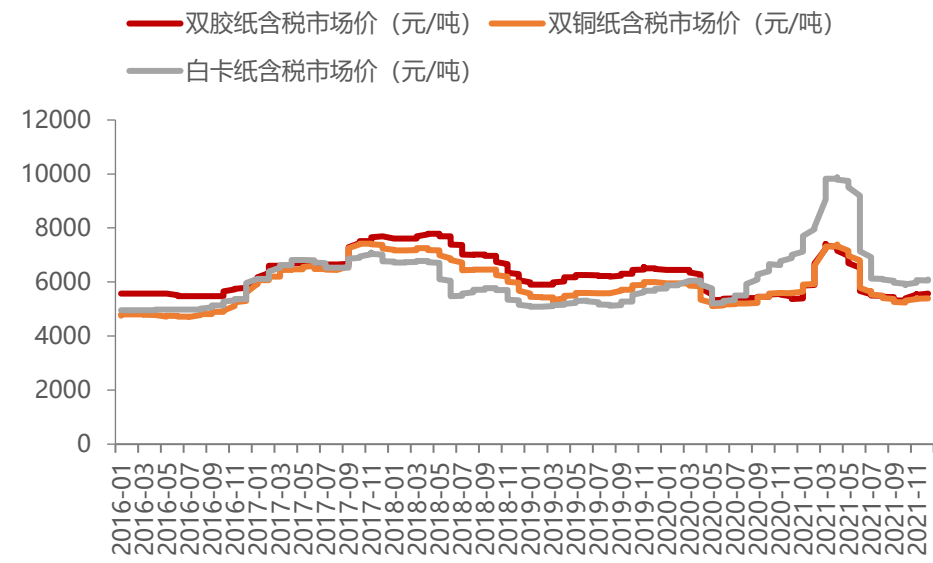


资料来源：卓创资讯, 太平洋证券

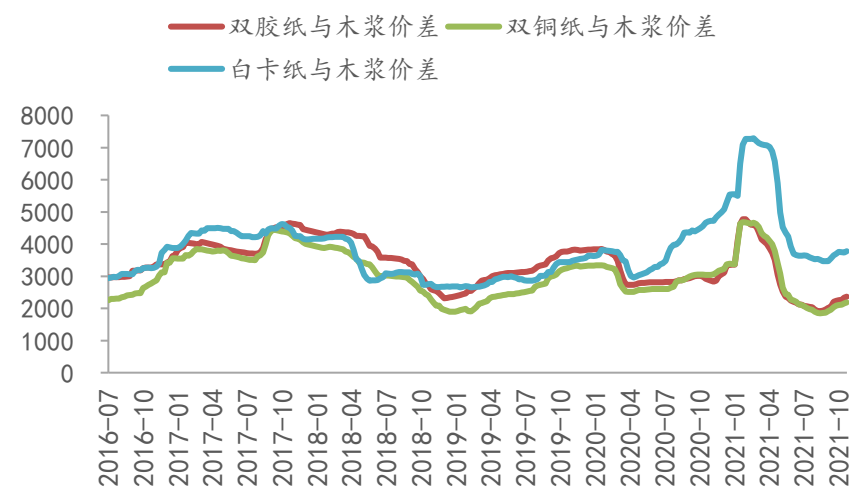
木浆系：文化纸盈利有望边际回暖，白卡纸新产能较多盈利仍需观察

- 文化纸：受进口纸冲击影响，2021年4月起文化纸价格快速回落；9月受“双减”影响，同时进口纸冲击仍在，文化纸价格持续下探，截至2021.12.11，双胶纸、双铜纸价格分别为5575、5400元/吨。文化纸价格及盈利水平均处于历史较低水平
- 白卡纸：受终端需求疲软影响，2021年4月以来白卡纸价格大幅回落，截至2021.12.11，白卡纸价格为6099元/吨
- 展望未来：考虑2022年成本端木浆价格或将中低位震荡，供给端文化纸新增产能较少，伴随需求端边际改善文化纸盈利有望回暖，推荐太阳纸业；白卡纸考虑新增产能较多，价格走势或将存在不确定性，盈利仍需观察

图表：2021年4月起木浆系纸价持续下跌



图表：文化纸、白卡纸盈利水平已处于历史较低水平

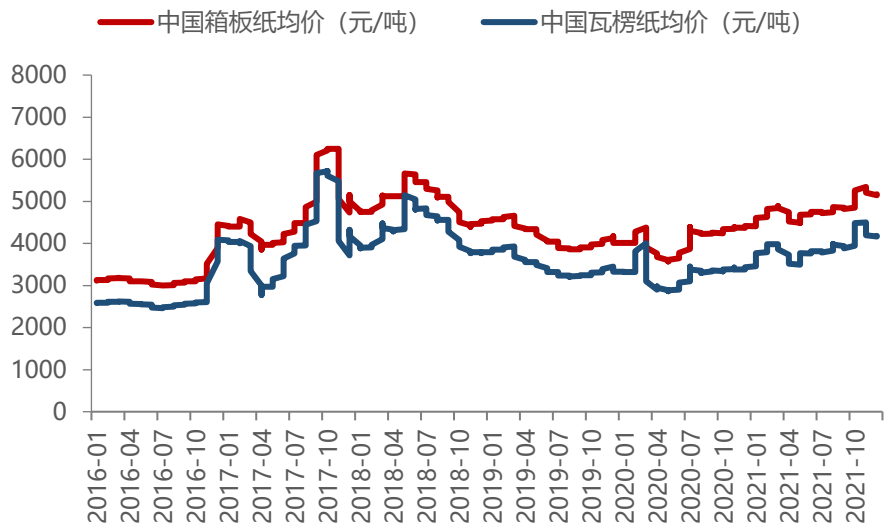


资料来源：卓创资讯, 太平洋证券

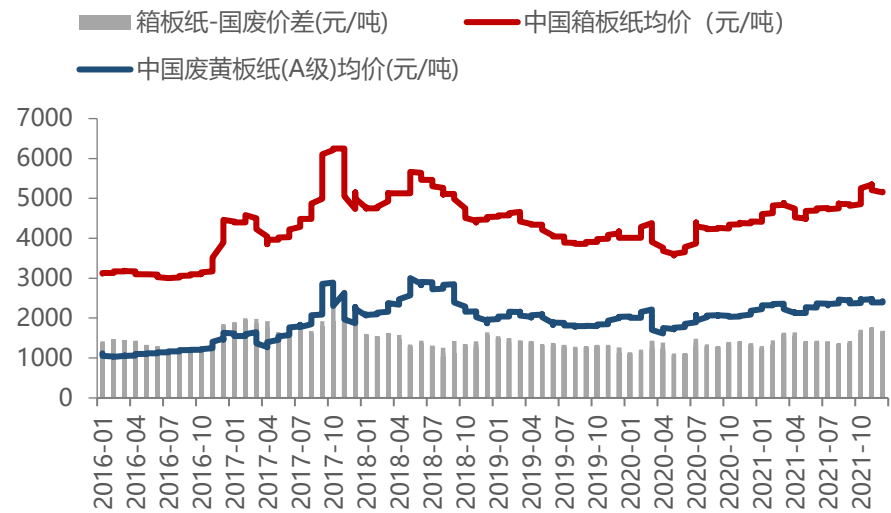
废纸系：成本推动箱瓦纸价温和上涨，行业盈利或将继续分化

- 受成本端国废价格、海外废纸浆价格走高影响，箱瓦纸价格自2021年7月以来温和上涨，截至2021.12.11，箱板纸、瓦楞纸价格分别为5166、4182元/吨，国废价格为2427元/吨
- 展望未来，供给端箱瓦纸新增产能以龙头为主，需求端内销、出口存在不确定性，因此综合供需关系来看，2022年箱瓦纸价格走势仍需观察。成本端，预计2022年外废价格回落为废纸浆带来成本优势，具备海外废纸浆布局的龙头之企或将享有盈利优势，建议关注山鹰国际

图表：2021年7月以来箱板纸、瓦楞纸价格温和上涨



图表：近期箱板纸盈利水平温和上涨



资料来源：卓创资讯, 太平洋证券

1 行情回顾：2021年轻工整体表现优于沪深300，包装、家具子板块涨幅明显

2 家具：短期政策边际放松推动估值修复，中长期优选 α 显著的龙头

- 2.1 地产：相关政策边际放松，短期板块估值修复可期
- 2.2 定制家具：流量结构调整持续，看好全品类、全渠道布局的龙头
- 2.3 软体家具：市场集中度持续提升，龙头渠道、品牌等优势显著
- 2.4 家具出口：运费、原材料等不利因素有望改善，出口利润弹性充足

3 造纸：木浆价格或将中低位震荡，文化纸盈利有望边际回暖

- 3.1 木浆：供给端新产能投放、需求维稳，预计2022年木浆价格中低位震荡
- 3.2 木浆系：文化纸盈利有望边际回暖，白卡纸新产能较多盈利仍需观察
- 3.3 废纸系：成本推动箱瓦纸价温和上涨，行业盈利或将继续分化

4 推荐标的

- 定制家具： α 显著的龙头**欧派家居**；具备估值性价比的**索菲亚**、**志邦家居**
- 软体家具：份额提升、 α 显著的龙头**顾家家居**、**敏华控股**
- 家具出口：出口收入占比较高、享有利润弹性的**梦百合**、**敏华控股**、**顾家家居**
- 造纸：文化纸盈利有望边际回暖，关注**太阳纸业**

推荐标的

- **定制家具：**一是在渠道布局、品类扩张、品牌力、产品力等方面具备显著优势的龙头企业**欧派家居**；二是具备估值性价比的优质标的，如**索菲亚、志邦家居**
- **软体家具：**中国软体市场整体较为分散，龙头在渠道、品牌、产品等方面形成优势，看好龙头份额提升，推荐**顾家家居、敏华控股、喜临门**
- **家具出口：**运费、原材料等不利因素有望改善，出口利润弹性充足，关注出口收入占比较高、享有利润弹性的家具企业**梦百合、敏华控股、顾家家居**
- **造纸：**文化纸供给端新增产能较少，伴随需求端边际改善文化纸盈利有望回暖，推荐**太阳纸业**

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com

免责声明

- 太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。
- 本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。
- 联系人：陈天蛟 13601877996/庞盈盈 18801904361