消费升级与娱乐研究中心

个护&家居线上专题分析报告

行业专题研究报告

1 月纸巾个护&家居品类阿里全网数据跟踪

基本结论

■ **一月阿里全网数据跟踪：**

纸巾品类：1 月线上增速显著改善。2021 年 1 月阿里全网纸巾增速同比、环比显著改善，主要原因系 2020 年 1 月春节提前、以及受疫情爆发影响整体出货进度导致的低基数。纸巾 1 月销售金额同比增长 13.8%，重回双位数增长，较 2019 年 1 月同比增长 7.9%。得宝&洁柔表现优异，清风&心相印低于全网均值。

卫生用品个护：女性卫生巾品牌表现依旧分化，外资、内资各有看点，细分品类裤型卫生巾备受青睐，增速持续亮眼；品牌角度，苏菲、高洁丝头部外资品牌持续表现不俗，高洁丝延续自去年 3 月以来单月 50%以上同比增速，1 月销售额同比增长 133.0%；Libresse/薇尔线上强势发力，1 月实现销售成交额 0.16 亿元，阿里全网市占率由去年同期 0.4%上升至 3%。婴儿纸尿裤品类方面，全网 1 月同比增速 45.2%，创 2020M2 后新高；传统外资品牌好奇持续引领外资龙头增长，1 月同比增速超 145%；内资新锐品牌 babycare、碧芭宝贝延续高成长，其中碧芭 1 月同比增速超 310%。**上市公司中，**中顺洁柔官方旗舰店表现突出，猫超增速有放缓的迹象。维达国际官方旗舰店相较天猫超市表现更为优异，卫生巾品牌 Libresse 增速靓眼，libresse 天猫旗舰店 1 月同比增速达 1983%。

软体家居品类：软体家居延续 2020 年 4 月以来高景气度，线上渗透率持续提升，1 月全网销售额为 34.7 亿元，同比+97.3%。品牌层面，传统头部品牌、互联网品牌各有看点，例如芝华仕连续两个月销售额同比增速超 170%，源氏木语等头部互联网家具品牌增长势头迅猛。**上市公司中，**顾家延续 2020 年下半年线上发力态势，顾家官方旗舰店 1 月同比增速 127.9%，中低价格带占比进一步爬升，这说明其开始主打“性价比”策略，官方旗舰店的角色逐渐由商品展示、引流线下转换为重要销售渠道之一。敏华控股 1 月官方旗舰店同比增长高达 319.9%，官方旗舰店以功能按摩椅为特色，中高价格带产品的销售额占比呈提升趋势，我们认为随着电商运营的发展成熟，公司线上渠道运营由高周转引流策略转向高客单策略。

投资建议

■ **纸品&卫生用品个护：**受木浆价格上涨的影响，生活用纸行业终端竞争有所放缓，龙头拥有率先提价能力+低价木浆储备，毛销差有望进一步扩大，盈利能力有望继续提升。推荐电商运营能力优质的中顺洁柔、维达国际。卫生用品个护方面，新兴渠道品牌不断崛起，关注拥有技术优势及供应链优势的卫生用品代工企业豪悦护理。

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

风险提示

■ 下游需求不及预期的风险；原材料价格大幅波动的风险

相关报告

1.《成本红利结束，但升级和个护红利仍将释放-维达国际-公司点评》，2020.9.8

2.《纸巾升级，个护发力，价值洼地，买入评级-纸巾升级，个护发力，...》，2020.6.17

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

尹新悦 联系人
yinxinyue@gjzq.com.cn

1、纸巾&卫生用品个护线上数据跟踪

1.1、1 月阿里行业数据回顾

受低基数影响，1 月线上增速显著改善。2021 年 1 月个护阿里全网增速同比、环比显著改善，主要原因系 2020 年 1 月春节提前、以及受疫情爆发影响整体出货进度导致的低基数。各品类销售额具体表现如下：

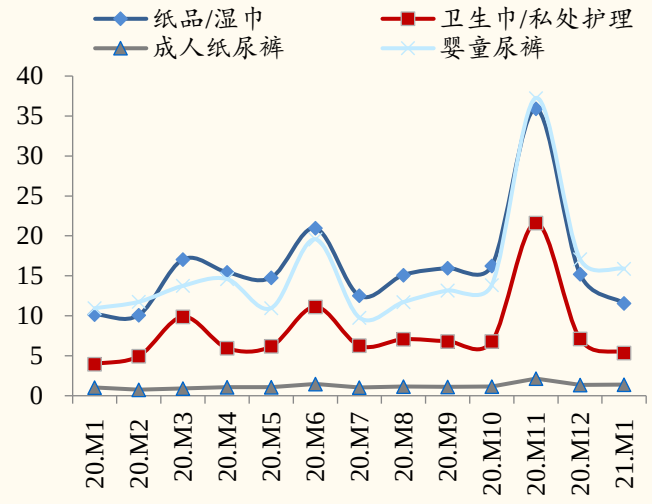
纸品/湿巾品类：竞争放缓，1 月重回双位数增长。2021 年 1 月纸巾品类成交金额 11.6 亿元，同比增长 13.8%，较 2019 年 1 月同比增长 7.9%。12 月受低价木浆带来的终端竞争加剧的影响，增速出现下滑，1 月木浆价格上涨导致终端促销竞争情况舒缓，纸品重新取得不错的增长。

女性卫生用品类：1 月女性卫生用品类销售额 5.4 亿元，同比增长 35.5%，增速较去年 12 月上升 30.0pct，较去年同期提升 27.5pct。

婴童尿裤品类：1 月婴童尿裤品类销售额 15.9 亿元，同比增长 45.2%，增速较上期提升 36.55pct，较去年同期提升 62.4pct。

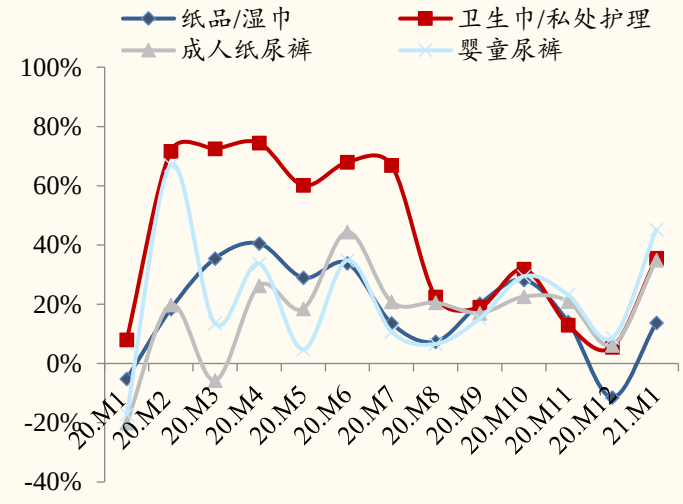
成人失禁用品类：1 月成人失禁用品类销售额 1.4 亿元，同比增长 34.9%，增速较 12 月上升 28.7pct，较去年同期提升 55.0pct。

图表 1：个护阿里全网销售额（亿元）



来源：国金证券研究所整理

图表 2：个护阿里全网销售额同比增速



来源：国金证券研究所整理

1.1.1、纸巾品类：得宝&洁柔表现优异，清风&心相印低于全网均值

维达主品牌增速放缓，得宝延续高速增长。维达国际旗下两个子品牌增速继续呈分化态势。成熟品牌 Vinda/维达品牌自 2020 年 10 月后增速放缓，12 月、1 月连续两个月保持个位数增长，1 月销售额同比增长 5.9%，低于行业全网平均增速。维达旗下中高端品牌 Tempo 延续 30%以上单月同比增速，Tempo 2021 年 1 月阿里全网销售额同比增长 43.6%，同比增速较上月提升 8.3pct。阿里全网市占率方面，Vinda/维达稳居品牌第一，维达国际旗下两个子品牌 1 月市占率合计达 15.5%。

洁柔 1 月销售亮眼，重回高增速。2021 年 1 月洁柔阿里全网销售额 1.2 亿元，同比增长 41.6%，高于行业全网平均水平，同比增速较上月提升 30.9pct。2020 年以来，洁柔线上市场份额显著提升，1 月达 10.5%，较去年同期增加 2.1pct。洁柔推出新品“抑菌纸巾”、“可冲散抽取式卫生纸”，通过产品迭代和功能性升级积极推进中高端产品战略。

图表 3：洁柔 1 月推出新品“抑菌纸”



来源：洁柔官方公众号，天猫，国金证券研究所

清风、心相印线上增长显乏力。其中清风 2021 年 1 月销售额 0.8 亿元，同比下滑 32.9%，不及阿里全网行业平均水平，单月同比增速较去年 1 月下滑 45pct。心相印 2021 年 1 月销售额同比增长 2.8%，低于行业全网平均水平，同比增速较上月有所回升，提高 27.2pct。市占率方面，近一年来清风和心相印都有所下滑，其中清风 2021 年 1 月市占率 7.2%，较上年 1 月大幅下滑 5.1pct。

图表 4：纸巾行业品牌阿里全网单月销售额同比增速一览

	维达国际		中顺洁柔	金红叶	恒安国际	全网
同比增速	Vinda/维达	Tempo/得宝	洁柔	清风	心相印	全网
2020.M1	-10.2%	25.4%	12.1%	12.1%	4.4%	-5.2%
2020.M2	12.3%	64.5%	25.2%	9.1%	11.0%	18.4%
2020.M3	33.9%	62.4%	80.7%	30.6%	33.2%	35.4%
2020.M4	44.5%	68.5%	36.8%	17.9%	29.8%	40.5%
2020.M5	38.8%	75.6%	30.2%	37.1%	12.2%	28.9%
2020.M6	52.0%	42.6%	67.8%	14.7%	20.3%	33.8%
2020.M7	17.2%	37.7%	38.9%	6.3%	38.4%	13.6%
2020.M8	11.7%	30.7%	28.6%	-12.2%	18.1%	7.4%
2020.M9	42.3%	74.8%	56.5%	17.7%	17.6%	20.2%
2020.M10	57.6%	107.5%	56.8%	2.7%	14.0%	28.3%
2020.M11	26.5%	30.2%	30.4%	5.7%	20.1%	14.1%
2020.M12	4.9%	35.3%	10.7%	-36.2%	-24.4%	-11.4%
2021.M1	5.9%	43.6%	41.6%	-32.9%	2.8%	13.8%

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

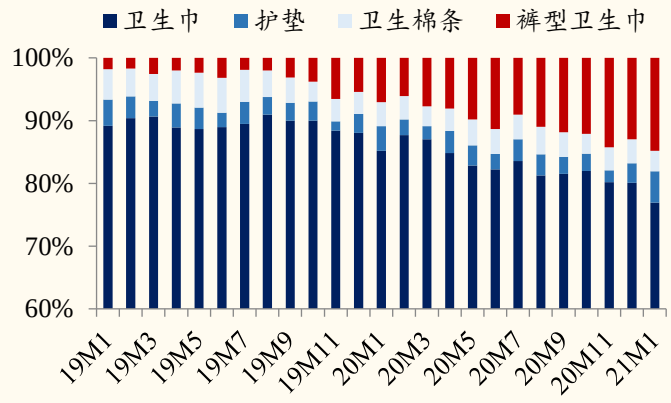
	维达国际		中顺洁柔	金红叶	恒安国际	稳健医疗
市占率	Vinda/维达	Tempo/得宝	洁柔	清风	心相印	全棉时代
2020.M1	13.8%	2.1%	8.4%	12.3%	10.2%	2.3%
2020.M2	14.4%	2.5%	8.9%	10.8%	8.9%	1.5%
2020.M3	15.8%	2.3%	11.3%	10.6%	10.1%	1.5%
2020.M4	15.2%	2.1%	7.9%	9.8%	9.6%	1.6%
2020.M5	15.6%	2.6%	8.5%	11.0%	8.8%	2.0%
2020.M6	18.5%	2.5%	11.1%	11.2%	9.2%	3.3%
2020.M7	14.6%	2.1%	9.3%	10.0%	10.7%	1.6%
2020.M8	15.0%	2.7%	9.0%	8.6%	9.3%	2.5%
2020.M9	16.1%	2.6%	10.5%	10.2%	8.9%	1.9%
2020.M10	17.3%	3.3%	10.6%	8.8%	9.2%	1.8%
2020.M11	20.6%	3.7%	12.4%	10.1%	9.5%	5.8%
2020.M12	17.1%	2.8%	11.1%	7.1%	8.7%	3.0%
2021.M1	12.8%	2.7%	10.5%	7.2%	9.2%	2.2%

来源：国金证券研究所整理，注：市占率=品牌销售额/全网销售总额

1.1.2、女性卫生巾：品牌表现分化，外资、内资各有看点

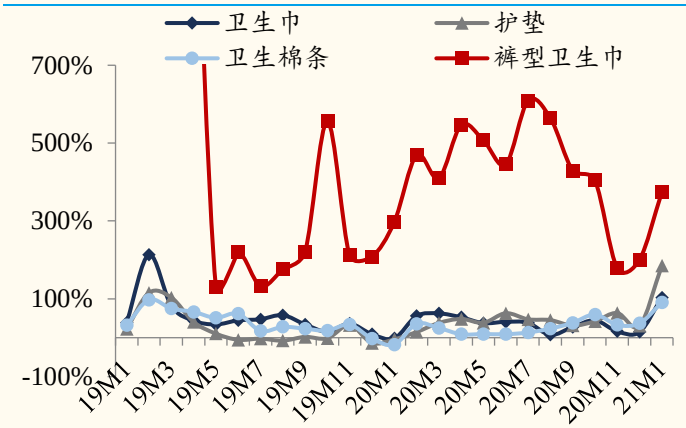
裤型卫生巾已成为品牌新的增长驱动点。裤型卫生巾由于包裹性好等产品特性受到消费者青睐，加之产品利润弹性较传统卫生巾更好，成为不少品牌主推产品。据淘数据统计，2019 年 1 月以来，裤型卫生巾在卫生巾品类占比中增幅最大，销售额占比也由 1.8%提升至 2021 年 1 月的 15%；裤型卫生巾单月同比增速全面领跑其他品类，各月均维持在 100%以上，2021 年 1 月同比增速 374%。

图表 6：2019 年以来卫生巾各品类销售占比



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

图表 7：2019 年以来卫生巾各品类销售单月同比增速



来源：国金证券研究所整理

外资品牌：苏菲、高洁丝销售表现不俗。

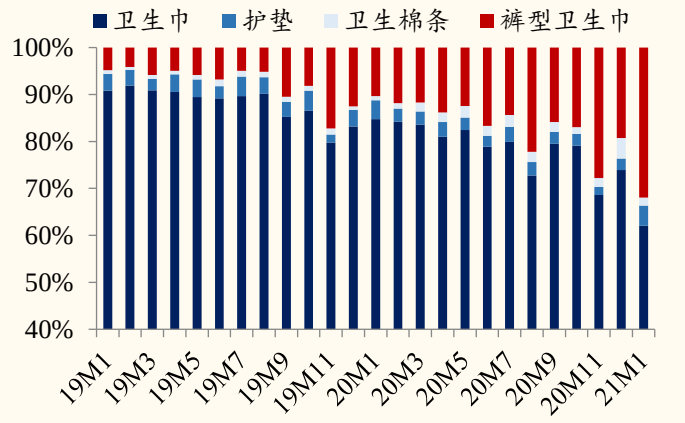
护舒宝：宝洁旗下的护舒宝 1 月销售额 0.57 亿元，同比增长 27.1%，低于行业全网平均增速，同比增速较上月下滑 3.9pct。与去年 1 月相比，护舒宝市占率排名跌至第二，1 月市占率 10.5%。

苏菲：1 月销售额 0.73 亿元，同比增长 66.0%，高于行业全网平均增速，苏菲通过直播+促销的方式积极推进其“经期裤”产品系列，2021 年 1 月，苏菲旗下裤型卫生巾安心裤销售额占比已达 32%，相较 2019 年 1 月提升 27.1pct。从单月同比增速来看，裤型卫生巾基本保持在各品类头部，2019 年 9 月以来其单月增速始终维持在 100%以上。市占率方面，苏菲 1 月阿里全网市占率为 13.5%，份额保持第一。另一方面，公司产品创新实力不断彰显，例如公司根据东亚女性体质，在冬天推出加热型“HOT 暖强卫生巾”，在高端品价格带中

形成差异化竞争。

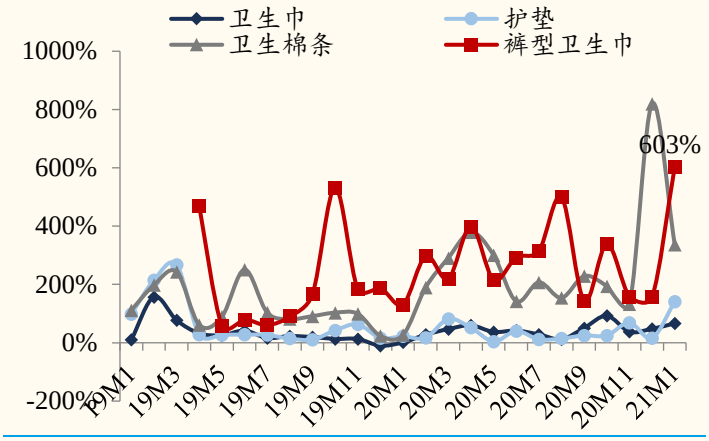
高洁丝：延续自去年 3 月以来单月 50%以上增速，2021 年 1 月销售额 0.51 亿元，同比增长 133.0%，远超行业全网平均水平，增速较上月提升 78.3pct。从市占率角度来看，高洁丝表现优异，近 1 年市场份额迅速提高，较去年 1 月提升 4.0pct 至 9.5%。

图表 8：苏菲卫生巾各品类销售额占比



来源：国金证券研究所整理，

图表 9：苏菲卫生巾各品类销售额单月同比增速



来源：国金证券研究所整理

内资品牌：Libresse 成长迅速，全棉时代借差异化定位和渠道优势表现持续亮眼。维达旗下 Libresse 线上强势发力，实现超高速增长，1 月实现销售额 0.16 亿元，阿里全网市占率由去年同期 0.4%上升至 3%。恒安旗下的七度空间线上增速乏力，近一年单月同比增速持续低于行业平均，1 月实现销售额 0.27 亿元，同比下跌 8.3%，阿里全网市占率 4.0%，同比下滑 2.0pct。全棉时代旗下的“奈丝公主”女性经期产品矩阵不断完善，借助“纯棉”的清晰定位高速发展；1 月全棉时代卫生巾销售额 0.14 亿元，同比增长 145.2%，远超全网平均增速。

图表 10：卫生巾品牌阿里全网销售额同比增速一览

	外资				内资					
所属公司	宝洁	尤妮佳	金佰利	花王	维达国际	恒安国际	重庆百亚	景兴健护	稳健医疗	全网
同比增速	护舒宝	苏菲	高洁丝	乐而雅	libresse	七度空间	自由点	ABC	全棉时代	全网
2020.M1	39.6%	9.0%	13.6%	34.4%	-	-1.4%	10.0%	-8.8%	104.7%	8.0%
2020.M2	106.8%	39.4%	34.1%	110.4%	-	-6.9%	246.5%	44.4%	254.0%	71.7%
2020.M3	100.2%	59.9%	104.9%	85.6%	-	-1.7%	107.7%	22.1%	51.5%	72.5%
2020.M4	90.4%	78.6%	68.6%	67.9%	-	-1.0%	187.1%	44.7%	61.7%	74.4%
2020.M5	46.9%	48.8%	88.9%	38.7%	-	5.9%	77.2%	57.1%	183.4%	60.1%
2020.M6	62.3%	60.4%	110.1%	88.4%	-	10.6%	39.7%	87.0%	100.3%	67.9%
2020.M7	58.1%	44.2%	92.2%	27.5%	-	-40.4%	60.0%	13.2%	207.6%	66.9%
2020.M8	-11.9%	39.1%	58.9%	22.0%	353.3%	-36.9%	38.8%	11.3%	33.0%	22.4%
2020.M9	25.4%	61.4%	91.1%	21.0%	879.6%	-11.9%	70.7%	40.9%	105.7%	19.0%
2020.M10	10.8%	110.6%	106.7%	48.3%	374.1%	2.9%	225.0%	37.7%	317.8%	31.9%
2020.M11	29.0%	49.8%	57.1%	69.4%	146.3%	-9.2%	-7.9%	18.2%	35.2%	12.9%
2020.M12	23.2%	66.5%	54.7%	51.7%	98.7%	-32.7%	-4.0%	5.2%	83.6%	5.5%
2021.M1	27.1%	66.0%	133.0%	25.8%	822.9%	-8.3%	34.6%	41.6%	145.2%	35.5%

来源：国金证券研究所整理

图表 11：卫生巾品牌阿里全网单月市占率一览

	外资				内资				
市场份额	护舒宝	苏菲	高洁丝	乐而雅	libresse	七度空间	自由点	ABC	全棉时代
2020.M1	11.2%	11.0%	5.5%	4.2%	0.4%	6.0%	2.2%	2.5%	1.4%
2020.M2	14.5%	10.9%	6.6%	4.9%	1.2%	5.5%	2.7%	3.6%	1.3%
2020.M3	17.2%	12.9%	8.3%	4.9%	1.4%	5.5%	2.7%	3.2%	1.5%
2020.M4	11.5%	12.0%	6.4%	3.8%	2.4%	5.0%	2.7%	3.3%	1.2%
2020.M5	11.0%	12.3%	7.1%	3.8%	2.3%	5.6%	2.6%	3.2%	2.1%
2020.M6	18.9%	12.6%	8.0%	5.1%	0.5%	5.2%	2.4%	3.5%	2.9%
2020.M7	10.6%	10.0%	6.8%	3.1%	1.4%	3.0%	2.3%	2.5%	1.9%
2020.M8	10.2%	11.3%	7.5%	3.5%	1.2%	3.8%	2.2%	2.5%	2.1%
2020.M9	12.6%	15.3%	9.6%	4.3%	1.9%	5.1%	4.0%	4.1%	2.3%
2020.M10	11.1%	16.9%	11.1%	3.9%	1.1%	5.2%	4.1%	3.7%	3.6%
2020.M11	23.6%	16.1%	9.7%	6.8%	1.0%	5.3%	2.3%	3.7%	4.3%
2020.M12	13.6%	16.4%	9.6%	5.4%	2.1%	4.8%	2.7%	3.4%	3.7%
2021.M1	10.5%	13.5%	9.5%	3.9%	3.0%	4.0%	2.2%	2.6%	2.6%

来源：国金证券研究所整理

1.1.3、婴儿纸尿裤：1 月同比增速 45.2%，创 2020M2 以来新高

传统外资品牌：好奇持续引领外资龙头增长，2021 年 1 月增速超 145%。好奇 1 月销售额 2.5 亿元，同比增长 145.9%，同比增速较上月提升 76.2pct；从阿里全网市占率来看，好奇自 2020 年 8 月起反超帮宝适登顶第一，1 月市场份额达 15.6%，较上年同期大幅提升 6.4pct，显著拉开与帮宝适的差距。宝洁旗下的帮宝适 2021 年 1 月销售额 1.7 亿元，同比增长 35.72%，低于行业全网平均增速。妙而舒 1 月实现销售额 0.61 亿元，同比下降 29.9%，市占率亦同比下滑 4.1pct 至 3.8%。Moony1 月销售额 0.84 亿元，同比增速 20.8%，与去年全年相比增速有所恢复。

内资新锐品牌：碧芭宝贝延续高增，2021 年 1 月增速超 310%。碧芭宝贝 1 月销售额 0.24 亿元，同比增长 318.1%，增速显著领跑新锐品牌，阿里全网市占率较去年 1 月增加 200%至 1.5%。Babycare1 月销售额同比增长 54.6%，全网市占率也由上年同期 2.8%提升至 4.3%。反观凯儿得乐和南极人表现不佳，其中南极人 1 月销售额 0.23 亿元，同比下降 4.6%。

图表 12：婴儿纸尿裤品牌阿里全网销售额同比增速一览

	传统外资				新锐品牌				
所属公司	金佰利	宝洁	花王	尤妮佳	凯儿得乐	比芭护理	babycare	南极人	全网
同比增速	huggies好奇	帮宝适	妙而舒	Moony	凯儿得乐	碧芭宝贝	bc babycare	南极人	全网
2020.M1	0.9%	-26.3%	21.6%	-10.1%	-27.7%	-	-	-28.7%	-17.2%
2020.M2	97.4%	81.4%	105.2%	94.5%	23.3%	-	-	-15.7%	67.0%
2020.M3	17.3%	23.2%	50.8%	-8.7%	-8.5%	-	-	-29.3%	13.5%
2020.M4	45.6%	40.0%	89.0%	-6.1%	8.1%	1050.9%	597.1%	8.3%	33.7%
2020.M5	24.6%	21.2%	38.5%	-16.5%	-34.4%	366.8%	193.7%	-0.9%	4.7%
2020.M6	75.2%	44.2%	50.0%	-21.0%	-15.9%	779.8%	141.1%	12.6%	34.8%
2020.M7	75.3%	33.7%	26.3%	-12.1%	1.3%	558.4%	143.5%	-8.6%	10.7%
2020.M8	59.9%	0.6%	-4.0%	-3.3%	-3.4%	442.4%	81.8%	-4.0%	6.6%
2020.M9	78.3%	6.8%	0.4%	-8.4%	33.5%	575.3%	84.9%	18.3%	15.2%
2020.M10	115.5%	23.6%	-6.8%	21.7%	80.4%	1007.0%	115.1%	10.5%	29.4%
2020.M11	77.8%	10.2%	7.7%	-19.7%	19.7%	440.1%	91.1%	-17.4%	23.2%
2020.M12	69.7%	6.4%	-28.3%	16.2%	9.7%	189.6%	127.0%	-25.6%	8.7%
2020.M1	145.9%	35.7%	-29.9%	20.8%	13.9%	318.1%	54.6%	-4.6%	45.2%

来源：国金证券研究所整理

图表 13：婴儿纸尿裤品牌阿里全网单月市占率一览

	传统外资				新锐品牌			
市占率	huggies好奇	帮宝适	妙而舒	Moony	凯儿得乐	碧芭宝贝	babycare	南极人
2020.M1	9.2%	11.4%	7.9%	6.3%	0.3%	0.5%	2.8%	2.2%
2020.M2	9.6%	11.9%	7.1%	5.4%	0.3%	0.8%	4.2%	1.5%
2020.M3	9.3%	14.3%	5.9%	5.0%	0.3%	1.0%	5.3%	1.4%
2020.M4	8.8%	13.0%	7.1%	4.3%	0.3%	1.5%	4.9%	1.8%
2020.M5	8.9%	14.8%	6.3%	4.0%	0.3%	1.1%	5.0%	1.9%
2020.M6	11.4%	14.7%	4.0%	5.3%	0.3%	1.8%	6.4%	1.1%
2020.M7	11.8%	11.8%	4.7%	4.2%	0.4%	1.4%	5.9%	1.6%
2020.M8	11.9%	11.6%	3.0%	4.4%	0.4%	1.4%	6.7%	1.5%
2020.M9	11.8%	11.7%	4.5%	4.9%	0.4%	1.7%	5.8%	1.7%
2020.M10	12.8%	10.9%	4.7%	5.7%	0.4%	1.7%	4.7%	1.9%
2020.M11	12.5%	11.8%	4.4%	5.6%	0.4%	6.0%	7.6%	0.8%
2020.M12	11.8%	11.6%	4.8%	6.0%	0.4%	1.7%	6.3%	1.5%
2021.M1	15.6%	10.7%	3.8%	5.3%	0.3%	1.5%	4.3%	1.5%

来源：国金证券研究所整理

1.1.4、成人失禁用品：高低端同时发力，全网增速强势开局

成人失禁用品 2021 年开局较好，1 月全网销售额同比增长 34.9%。全渠道品牌可靠 2021 年 1 月销售额 0.23 亿元，同比增长 68.3%，高于全网增速。互联网品牌老来福凭借低价策略保持较快增长，1 月销售额 1.14 亿元，同比增长 108.6%，远高于全网增速，增速较上月增加 57.2pct。互联网品牌周大人结束连续 6 个月的同比负增长，1 月销售额 0.13 亿元，同比增长 27.3%。

图表 14：成人失禁品牌阿里全网销售额同比增速一览

同比增速	可靠	老来福	Dr.p/包大人	周大人	全网
2020.M1	-6.2%	35.7%	44.0%	-21.8%	-20.1%
2020.M2	51.6%	82.7%	92.7%	35.8%	19.8%
2020.M3	15.3%	78.0%	16.9%	-4.7%	-5.8%
2020.M4	68.0%	115.3%	50.1%	-20.3%	26.2%
2020.M5	67.8%	141.6%	28.3%	-22.4%	18.5%
2020.M6	64.7%	184.1%	45.9%	35.8%	44.4%
2020.M7	44.0%	148.8%	9.1%	-16.3%	20.8%
2020.M8	46.3%	155.6%	15.4%	-16.9%	20.5%
2020.M9	31.7%	246.4%	9.3%	-23.0%	17.0%
2020.M10	30.5%	221.6%	2.1%	-8.4%	22.6%
2020.M11	46.7%	211.8%	19.7%	-9.8%	21.0%
2020.M12	57.3%	51.4%	4.7%	-2.0%	6.2%
2021.M1	68.3%	108.6%	-27.2%	27.3%	34.9%

来源：国金证券研究所整理

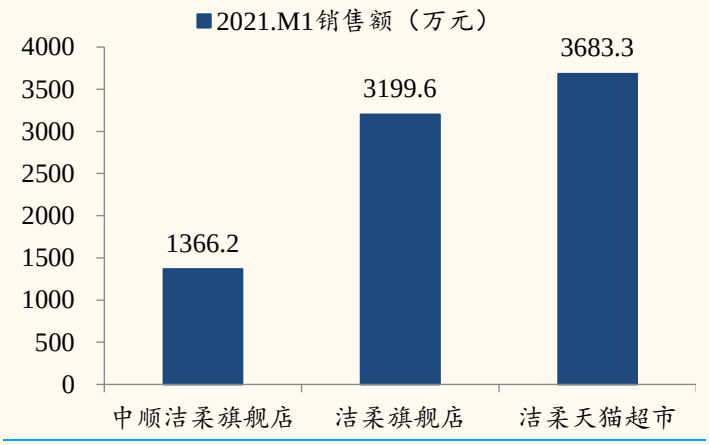
1.2、重点上市公司数据跟踪

中顺洁柔：官方旗舰店表现突出。其中，中顺洁柔旗舰店、洁柔旗舰店及天猫超市 1 月销售额同比增速分别为 102.9%/121.3%/-7.9%，两大旗舰店销售同比增速亮眼。从 2020 年全年来看，三大主要店铺销售额占比分别为 10%/32%/68%，天猫超市仍是主要销售渠道，近两个月以来，猫超单月同比

增速明显放缓，旗舰店表现更为突出，我们认为主要与公司持续通过在旗舰店推出新品、增加直播引流导致。

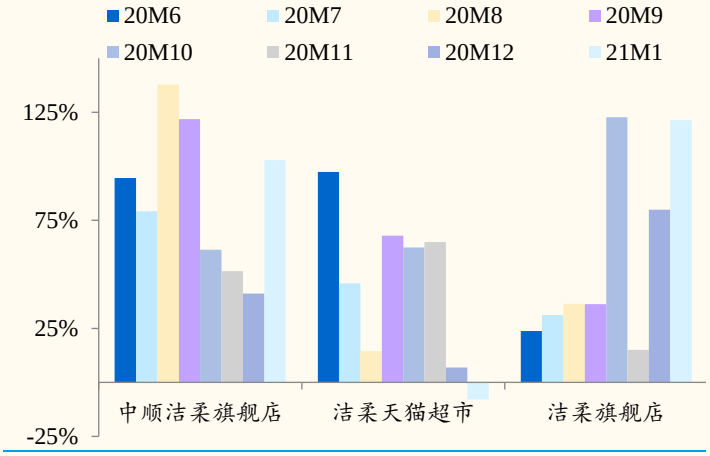
此外，洁柔新建立了卫生巾事业部，卫生巾品牌“朵蕾蜜”近来相继推出主打舒适的“进口棉花”系列、主打吸收防漏的“AB 芯系列”，加速产品矩阵的完善，期待公司卫生巾个护业务在 2021 年的业绩释放。

图表 15：洁柔两大天猫旗舰店及天猫超市月度销售额



来源：国金证券研究所整理

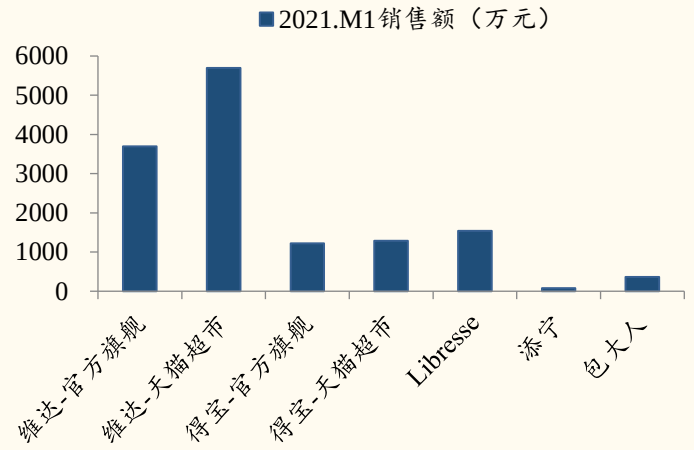
图表 16：洁柔天猫旗舰店及天猫超市销售额同比增速



来源：国金证券研究所整理

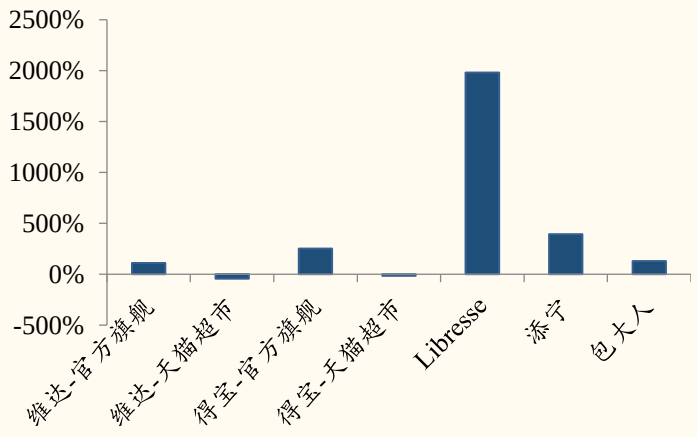
维达国际：官方旗舰店表现优异，卫生巾品牌 Libresse 增速靓眼。分店铺来看，自营官方旗舰店表现突出，得宝官旗、Libresse、添宁同比增速均超 200%，其中高端卫生巾品牌 Libresse 旗舰店表现更为靓眼，销售额同比增速近 2000%，天猫超市销售同比增速略有下滑。

图表 17：维达旗下主要旗舰店月度销售额（万元）



来源：国金证券研究所整理

图表 18：维达旗下主要旗舰店 1 月销售额同比增速

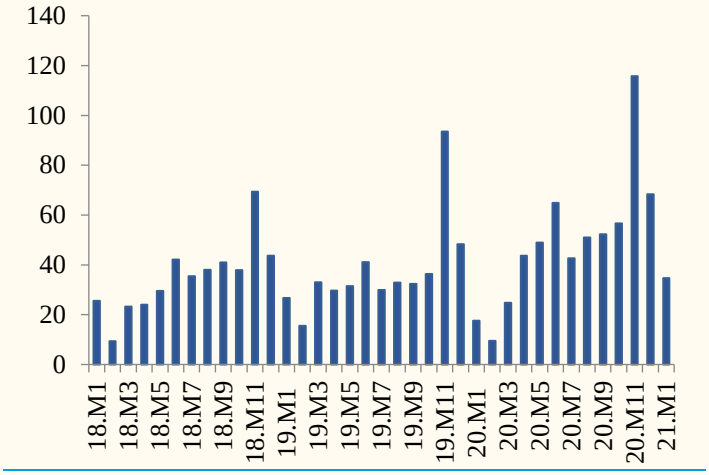


来源：国金证券研究所整理

2、软体家居线上数据跟踪

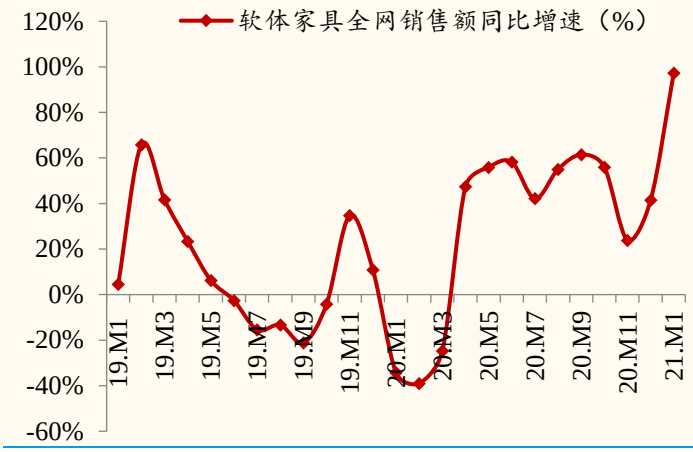
软体家具：持续保持高景气度，线上渗透率持续提升。受益于疫情恢复带来的前期刚性需求释放、竣工产业链回暖以及龙头加速线上化布局，软体家具（包括床、沙发、床垫）2020 年 4 月以来线上高景气度维持，1 月全网销售额 34.7 亿元，同比+97.3%，同比增速创 19 年 1 月以来新高。

图表 19：阿里全网软体家具销售额（亿元）



来源：国金证券研究所整理

图表 20：阿里全网软体家具销售额增速仍处于高位



来源：国金证券研究所整理

传统头部品牌、互联网品牌各有看点。以芝华仕为代表的传统软体家具品牌近年来积极发力线上，其中芝华仕 12 月、1 月连续两个月销售额同比增速超 170%。而部分具有先发优势的头部互联网家具品牌主打年轻、高性价比的产品策略，增长势头迅猛。

图表 21：沙发品类主要品牌单月销售额同比增速情况

	传统品牌			新兴线上品牌		全网
同比增速	顾家	芝华仕	全友	林氏木业	源氏木语	全网
2020.M1	-51.1%	-18.9%	-36.4%	7.0%	24.2%	-38.9%
2020.M2	-7.9%	11.9%	-50.4%	-6.1%	-19.5%	-39.1%
2020.M3	36.7%	3.4%	24.2%	47.5%	30.5%	-29.0%
2020.M4	74.9%	223.2%	27.7%	73.0%	79.6%	47.1%
2020.M5	-49.6%	164.2%	-71.5%	61.8%	214.7%	50.6%
2020.M6	28.8%	105.3%	60.0%	45.5%	184.3%	63.1%
2020.M7	1.4%	35.0%	18.9%	31.6%	78.1%	43.9%
2020.M8	79.1%	44.0%	1.6%	70.0%	165.7%	60.8%
2020.M9	195.2%	18.7%	-14.2%	51.5%	190.9%	83.5%
2020.M10	161.8%	115.0%	-6.0%	80.0%	1082.0%	59.7%
2020.M11	-34.5%	41.8%	-33.9%	22.4%	135.2%	16.2%
2020.M12	14.9%	173.1%	31.8%	79.8%	228.2%	42.9%
2021.M1	77.6%	275.1%	183.1%	88.8%	203.1%	108.2%

来源：国金证券研究所整理

图表 22：床垫品类主要品牌单月销售额同比增速情况

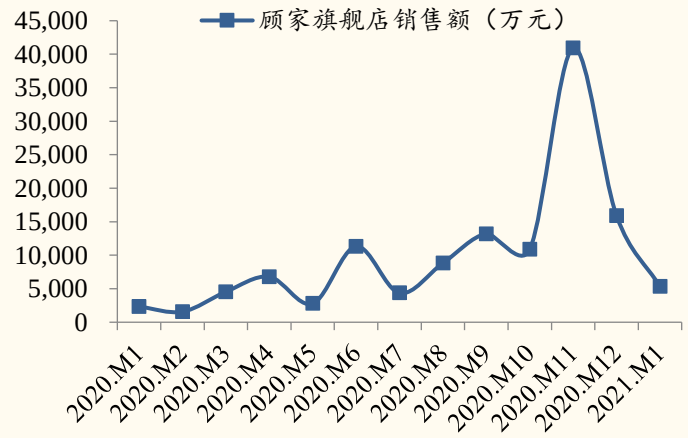
同比增速	喜临门	梦百合	慕思	雅兰	全网
2020.M1	5.0%	157.6%	-17.7%	-45.8%	-24.5%
2020.M2	-53.1%	877.5%	-31.0%	-59.4%	-33.3%
2020.M3	105.2%	151.5%	-27.4%	5.7%	1.9%
2020.M4	415.7%	376.5%	63.9%	58.6%	59.0%
2020.M5	69.8%	553.4%	25.1%	40.1%	31.8%
2020.M6	158.0%	940.5%	27.6%	69.6%	51.1%
2020.M7	180.5%	625.0%	26.1%	20.5%	46.5%
2020.M8	10.1%	1358.0%	48.4%	50.3%	53.4%
2020.M9	525.7%	906.3%	11.4%	17.0%	101.0%
2020.M10	1966.9%	263.6%	285.8%	65.0%	195.3%
2020.M11	271.2%	94.2%	11.8%	38.4%	65.9%
2020.M12	296.2%	126.2%	82.3%	101.3%	79.6%
2021.M1	872.5%	338.5%	351.9%	304.3%	136.4%

来源：国金证券研究所整理

2.2、上市公司天猫官方旗舰店数据跟踪

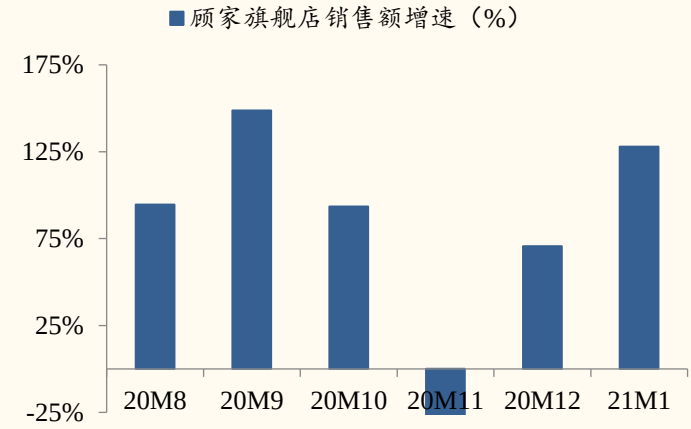
顾家家居：线上销售增速提升，中低价格带占比提升。2020 年下半年以来顾家开始发力线上，1 月官方旗舰店销售额同比增长 127.9%。从品类角度看，前五名大单品销售额占比呈下降趋势，1 月前五大销售单品销售额占比达 28.1%。价格带方面，中高价格带产品品类占比持续下降，0-8000 元产品占比超过 80%，说明顾家电商渠道开始主打“性价比”策略，官方旗舰店的角色也逐渐由商品展示、引流线下转换为重要销售渠道。

图表 23：顾家家居官方旗舰店销售额



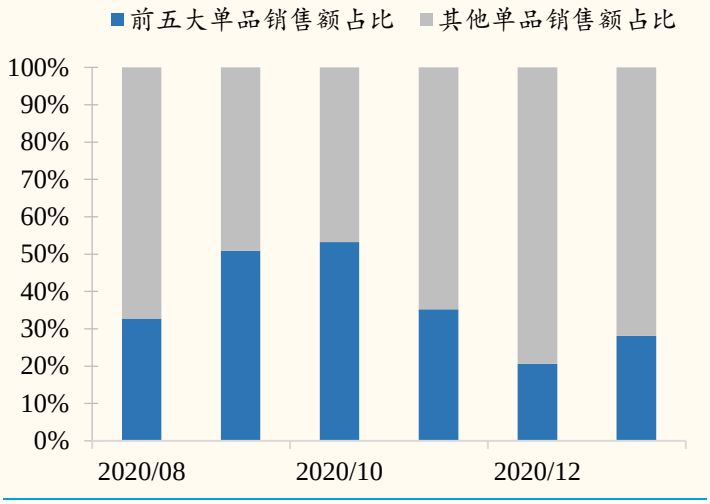
来源：国金证券研究所整理

图表 24：顾家家居官方旗舰店单月销售额增速



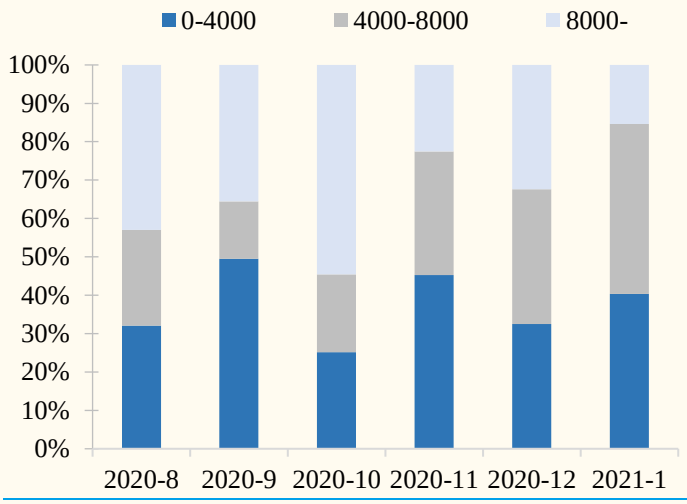
来源：国金证券研究所整理

图表 25：顾家线上品类分散度提升



来源：国金证券研究所整理

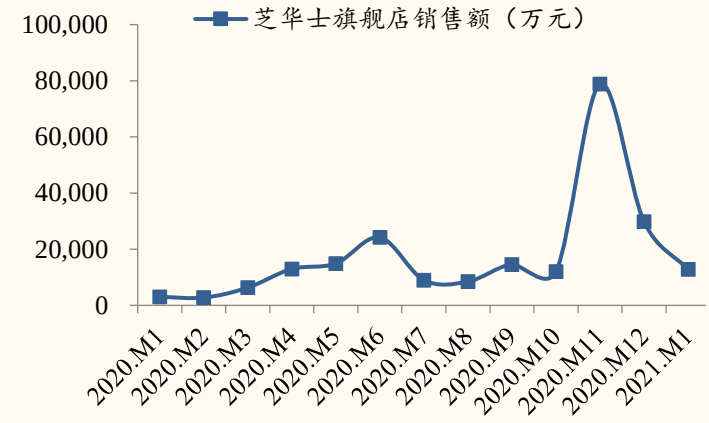
图表 26：顾家线上品类价格区间分布



来源：国金证券研究所整理

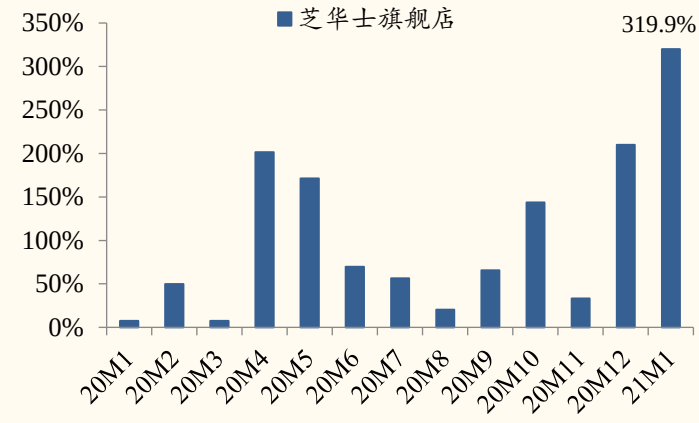
敏华控股：以功能按摩椅为特色，中高价格带占比提升。天猫芝华仕官方旗舰店 1 月销售额为 1.3 亿元，同比增长高达 319.9%。品类销售集中度愈加分散，前五大单品销售额占比逐渐降低，1 月前五大单品销售额占比降低至 20.8%，以功能按摩椅和功能单椅为主打卖点。品类价格区间上，4000-8000 元价格带的产品销售额占比逐步提升，1 月 4000-8000 元产品销售额占比达 43.3%，环比提升 6.3pct，中高价格带占比呈提升趋势，我们认为，随着电商渠道的发展成熟，公司线上运营逐渐由高周转策略转向高客单策略。

图表 27：芝华仕官方旗舰店销售额



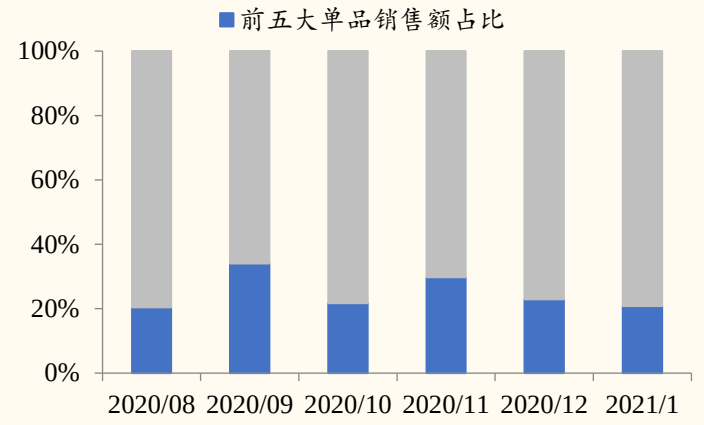
来源：国金证券研究所整理

图表 28：芝华仕官方旗舰店销售额增速



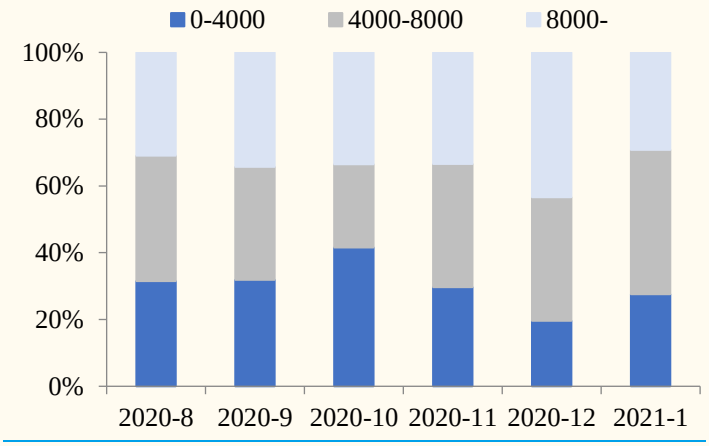
来源：国金证券研究所整理

图表 29：芝华士线上品类集中度继续分散



来源：国金证券研究所整理

图表 30：芝华士线上品类价格区间分布



来源：国金证券研究所整理

投资建议

纸品&卫生用品个护：受木浆价格上涨的影响，生活用纸行业终端竞争有所放缓，头部公司战略性储备低价库存，其中中顺洁柔低价阔叶木浆库存超 11 个月，维达国际拥有超 6 个月木浆库存，我们认为龙头拥有的率先提价能力+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，盈利能力有望继续提升。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，关注拥有技术优势及供应链优势的卫生用品代工企业豪悦护理。

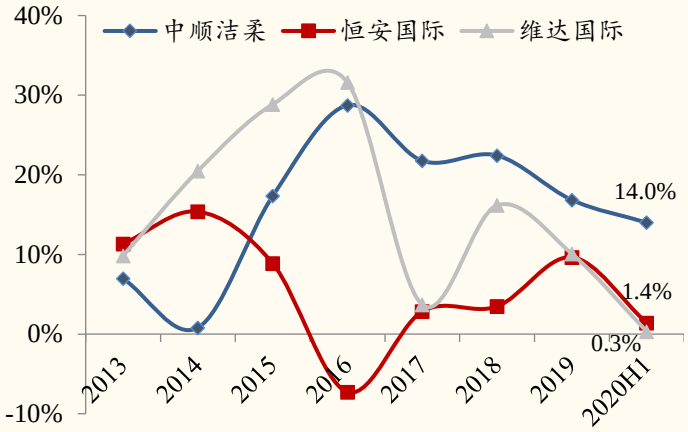
中顺洁柔：电商持续发力，品类优化驱动成长

渠道扩张仍在成长期，电商增速良好。公司的线上渠道仍处在高速成长期，线下渠道看，公司加速华北、东北地区线下渠道推进，积极探索社区电商等新型零售模式。品类端来看，中长期中低端品牌“太阳”蓄势待发，卫生巾品牌哆蕾蜜 2020 年设立独立团队，2021 年有望逐步发力。

短期浆价难大涨，产品优化带动毛利率提升。鉴于当下国内港口木浆库存仍处高位，以及我们对木浆供需关系测算，我们预计 2021 四季度以前保持浆价中枢上行趋势。公司拥有较高的木浆库存储备。公司高毛利产品 Face 占比仍持续提升，后续 Lotion、自然木等高端品牌发展空间大，整体毛利结构仍处在持续优化的通道中。

投资建议：我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.69、0.85 和 1.02 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 36.1/29.3/24.4X，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 31：17 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 32：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

纸巾业务结构优化，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。2020 年高端产品销售收入占比达 30%，且其同比增速也达到 30%，得宝中国区营收增速达到 40%。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。

个护业务加速发力。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，下半年增速超 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，中高端成人失禁品牌有望加速发力。

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%，维达电商业务仍保持高速发展，电商龙头第一的份额保持稳定。

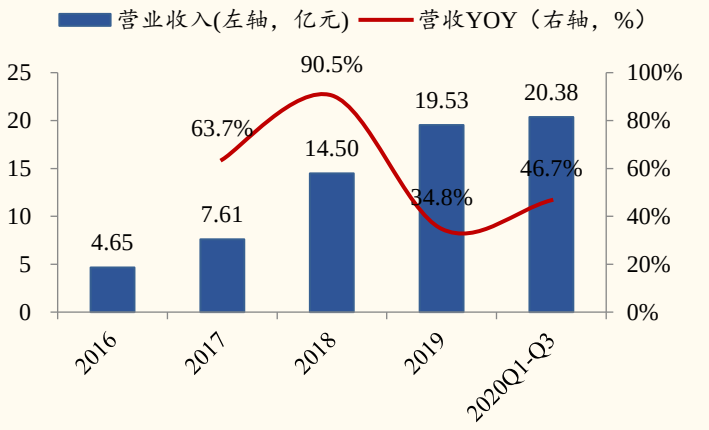
投资建议：我们预计 2021、2022、2023 年 EPS 至 1.71、1.96、2.32 元，当前股价对应 PE 分别为 12.0、10.5、8.9 倍，鉴于公司头部地位以及估值较国内和海外发达经济体同类公司显著便宜，维持“买入”评级。

豪悦护理：卫生用品 ODM 领跑者，拓客户+拓品类助力份额提升

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

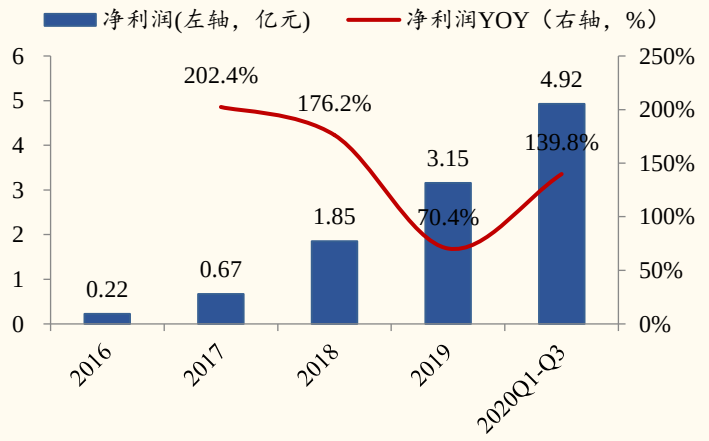
竞争壁垒：强供应链+快研发+成本管控，助力市场份额提升。生产端，公司凭借“强品控+快交付”的供应链优势，成功实现从小品牌到多类型客户矩阵的构建。在工艺研发端，公司拥有复合芯等的工艺研发优势和新兴品类的前瞻布局眼光，持续提升下游客户黏性，驱动公司年人均创收和人均创利的不断提升。

图表 33：2016-2020Q3 豪悦护理营收及增速



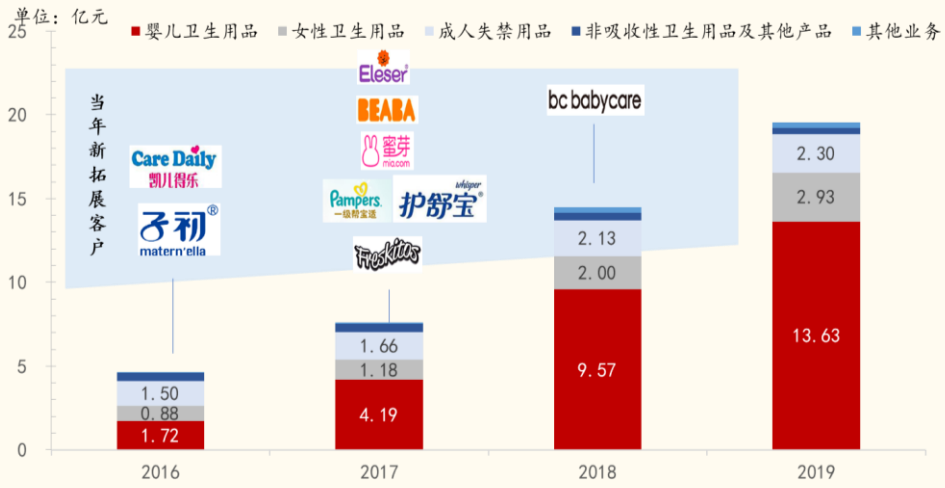
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 34：2016-2020Q3 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 35：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 2020-2022 年 EPS 为 5.7、6.6、7.8 元，当前股价对应 PE 分别为 27、23、20 倍，给予“增持”评级。

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

敏华控股：掌握成本优势，品类渗透与渠道红利加速释放

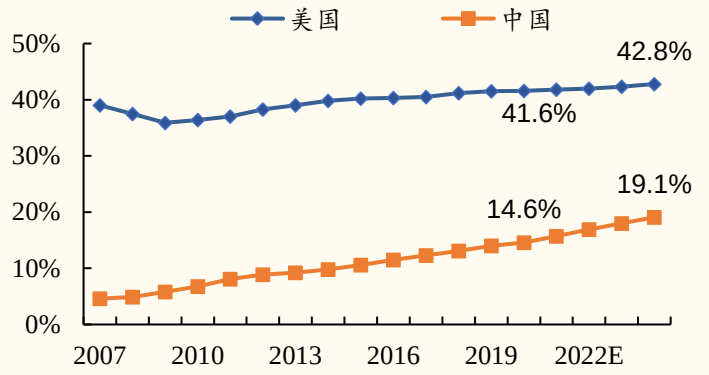
内销：通过掌控锐迈、钰龙，自产功能沙发核心零部件铁架与电机，使得敏华相较于同行，具备了明显的成本优势，公司具备扩大产品价格段覆盖，对小品牌进行降维打击的核心基础，并在此过程中功能沙发渗透率将迎来快速提升叠加渠道红利的释放，敏华内销迎来加速发展期。

外销：受益海外需求回暖叠加格局优化，外销也将为公司整体增长作出重要贡献。

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

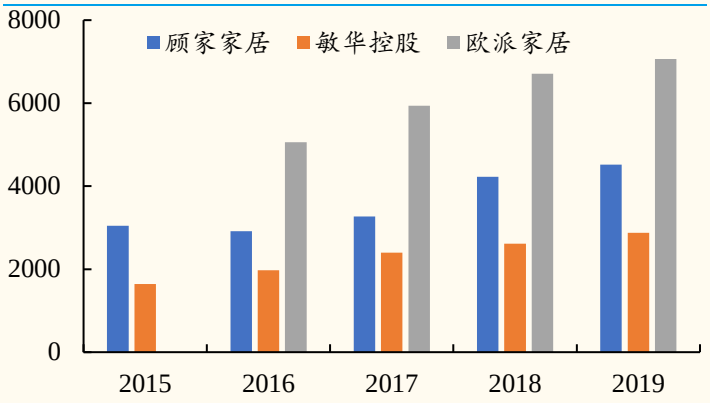
FY21-23 的 EPS 分别为 0.46、0.57、0.65 元，当前股价对应的 PE 分别为 38X、31X、27X，“买入”评级。

图表 36：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 37：敏华渠道红利亟待释放（家）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 38：铁架、电机单位成本下降幅度对出厂定价影响的敏感性分析

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

来源：国金证券研究所

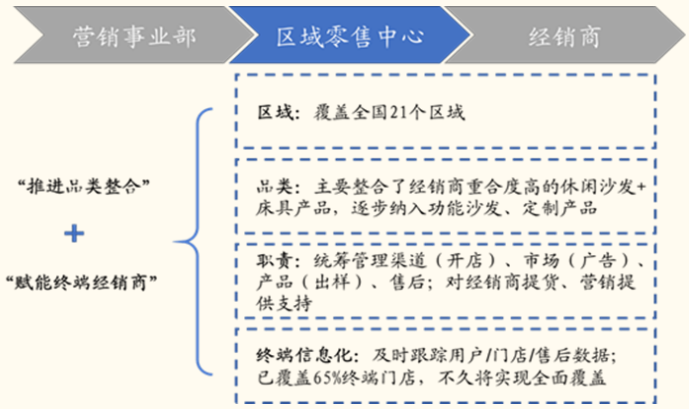
顾家家居：组织变革领先，正迎来改革红利期

内销：1、在具备多品类+广渠道布局的优势情况下，公司率先进行组织变革，2018 年下半年开始建立区域零售中心。**我们认为区域零售中心改革是公司继续品类融合+渠道下沉的关键一步，这一布局中短期将迎来变革红利，并且为公司长期可持续发展奠定了良好的基础。**2、中低端天禧品牌助推公司拓宽成长边界，加速下沉迎来利器。3、公司后端供应链持续优化，今年 11 月已正式上线 SAP 系统，前后端效率的提升可期。

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

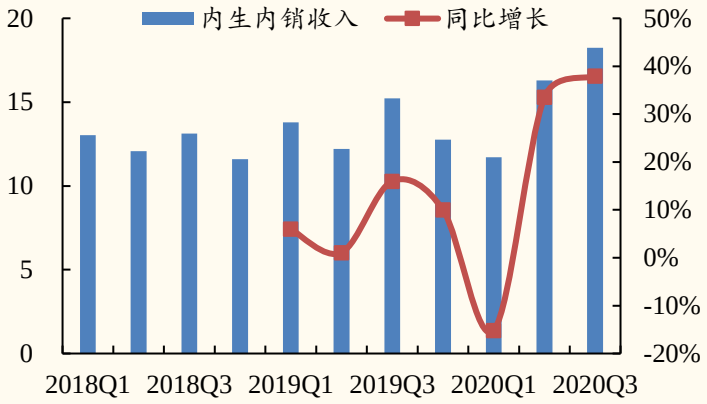
β与α兼具助推公司加速成长：预计 2020-2022 年公司的 EPS 为 2.10 元、2.61 元和 3.11 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 43x/34 x/29x，“买入”评级。

图表 39：顾家区域零售中心改革布局



来源：国金证券研究所

图表 40：顾家家居各季度内生内销收入（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

梦百合：内销快马加鞭，外销全球布局

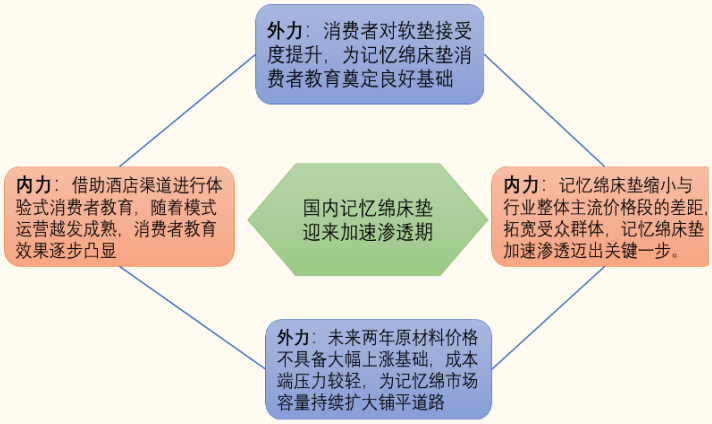
外销两大增长推动力均具备持续性：（1）美国地产投资与销售均将步入景气上行周期，海外需求回暖具备持续性；（2）第二轮反倾销即将落地叠加航运费未来两年价格中枢将抬升，具备全球产能布局的梦百合将进一步受益于格局优化带来的份额提升。

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，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。

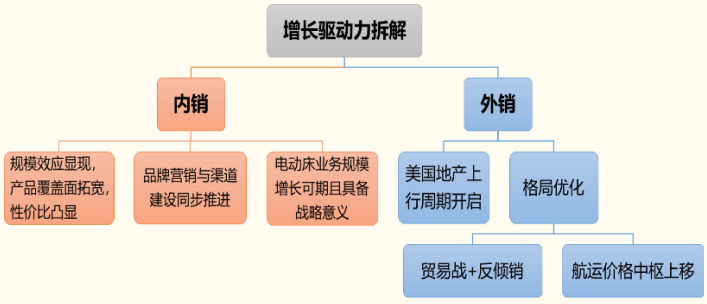
外销景气维持确保业绩高增，内销超预期贡献有望抬升估值中枢：我们预计 2020-2022 年公司 EPS 为 1.37 元、2.18 元、2.75 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 33x/21x/16x，给予“买入”评级。

图表 41：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 42：百合增长驱动力拆解



来源：国金证券研究所整理

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

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