

基本面行至底部，利润改善值得关注 ——轻工行业 3Q22 季报总结

3Q22 业绩总结

- **家居：**3Q 收入承压明显，成本压力有所缓解，4Q 盈利改善可期。受国内疫情反复、地产端压力传导叠加海外需求放缓影响，3Q 家居行业内外销收入均显著放缓，尤其外销收入同比出现下降，整体家居板块收入端承压明显，但分化也在延续，欧派、索菲亚等头部企业内销增长仍具韧性。而利润端，在成本压力逐步缓解的情况下，3Q 家居板块整体毛利率环比有所改善，其中成品家居板块受益于汇兑收益，3Q 利润表现更为优异。展望 4Q，收入端压力犹存，但在原材料成本压力缓解、部分产品提价落地叠加汇兑收益延续的情况下，4Q 重点关注盈利改善机会。
- **造纸：**头部特纸延续盈利韧性，大宗纸吨盈利受挤压底部徘徊。三季度进入淡季，下游需求疲软导致提价不畅，分纸种角度，纸价提涨幅度文化类双胶纸>文化类铜版纸>白卡纸>箱板纸。大部分纸企实际原材料成本进入高位区间，吨盈利触底，但整体成本管控效率优化。部分特纸龙头凭借优异的成本控制能力提价稳步落地，吨盈利延续强韧性。展望未来：大宗静待需求好转，特种纸关注成本拐点。
- **家清个护：**经营改善整体趋势确立，成本压力分化。低基数、必选消费属性下，板块整体在弱复苏基调下稳步回升，无纺制品个护板块成本压力边际放缓，木浆制品则受制高成本压力 3Q 盈利落入短期历史底部区间。中期我们认为高端化、品类丰富、全国化仍是国内个护企业的成长主线。
- **宠物板块：**海外增速略有放缓，国内强成长有效对冲成长压力。库存扰动、原料上涨等引发海外需求担忧，外贸订单短期边际波动，国内企业通过提价积极进行成本压力对冲，国内自主品牌借助兴趣电商扩容+拓品类驱动仍快速成长。

投资建议

- **家居：**推荐欧派家居（整装业务&平台化）、慕思股份（业绩增长具韧性，估值弹性较大）、索菲亚（自身多方面正改善，估值修复空间较大）。
- **造纸：**建议关注格局较好、有望率先受益浆价下行的特纸龙头标的仙鹤股份（看好后续原料成本下降预期下盈利进入修复，中长期林浆纸一体化提升战略优势）

风险提示

下游需求不及预期导致提价不及预期的风险；原材料价格大幅上涨的风险；新品推广不及预期的风险；代工商大客户流失的风险；汇率大幅波动的风险

张杨桓 分析师 SAC 执业编号：S1130522090001
zhangyanghuan@gjzq.com.cn

尹新悦 分析师 SAC 执业编号：S1130522080004
yinxinyue@gjzq.com.cn

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号：S1130521120003
xieliyuan@gjzq.com.cn

内容目录

1.家居板块：收入进一步承压，盈利有所分化	5
1.1 定制家居：3Q 收入进一步分化，盈利同比均承压	5
1.2 成品家居：3Q 内外销收入均承压，利润改善趋势延续	10
1.3 投资建议：坚定把握零售龙头，低估值改善型标的弹性可期	12
2.造纸：特种纸盈利平稳，大宗纸成本压力&需求疲软下盈利触底	14
2.1 行业回顾：头部特纸延续盈利韧性，需求疲软大宗纸价低迷	14
2.2 行业展望：大宗静待需求好转，特种纸关注成本拐点	18
2.3 投资建议：关注受益于浆价下行的特种纸标的	19
3.家清个护：经营改善整体趋势确立，成本压力分化	20
3.1 需求整体平淡，成本压力边际缓解	20
3.2 行业展望&投资建议：短期看好必选品改善趋势，中高端&品类开拓值得 关注	20
4.宠物板块：海外增速略有放缓，国内强成长有效对冲成长压力	21
5. 风险提示	22

图表目录

图表 1：家居行业板块历年营收与净利润同比增长率	5
图表 2：家居行业板块单季度营收与净利润同比增长率	5
图表 3：家居上市企业 22 年三季报业绩统览	5
图表 4：一线品牌单季度营收增速	6
图表 5：二线品牌单季度营收增速	6
图表 6：定制家居企业分季度利润同比情况	6
图表 7：一线品牌大宗渠道营收历年增长率	6
图表 8：二线品牌大宗渠道营收历年增长率	6
图表 9：大宗渠道收入占比稳中有降	7
图表 10：一线品牌零售渠道历年增长率	8
图表 11：二线品牌零售渠道历年增长率	8
图表 12：各公司衣柜门店历年净增情况	8
图表 13：各公司橱柜门店历年净增情况	8
图表 14：定制家居单季度毛利率	8
图表 15：定制家居单季度净利率	9
图表 16：各公司预收款同比变化情况	9
图表 17：大宗渠道收入占比低于 20%的企业净现比	10
图表 18：大宗渠道收入占比大于 20%的企业净现比	10
图表 19：软体板块历年营收增速	10

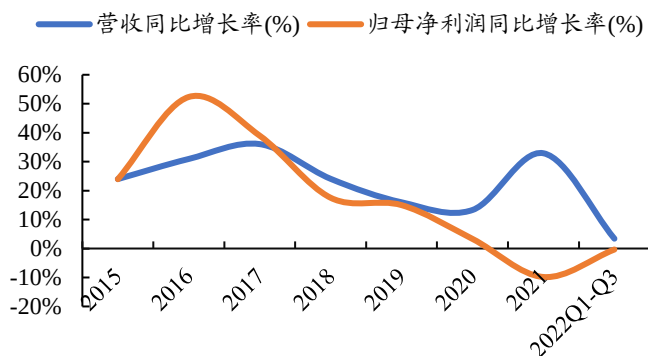
图表 20: 软体板块单季度营收增速.....	10
图表 21: 软体板块历年净利润增速.....	10
图表 22: 软体板块单季度净利润增速.....	10
图表 23: 软体家居历年毛利率.....	11
图表 24: 软体家居历年单季度毛利率.....	11
图表 25: 软体家居原材料价格.....	11
图表 26: 2022 年 H1 各企业汇兑收益明显 (百万元)	12
图表 27: 各企业单三季度财务费用对比 (百万元)	12
图表 28: 汇率波动对外贸企业利润影响弹性测算.....	12
图表 29: 历年零售渠道各家份额变化.....	13
图表 30: 定制家居各公司盈利预测及估值.....	13
图表 31: 顾家家居各季度内生内销收入 (亿元)	13
图表 32: 梦百合各季度毛利率、净利率情况.....	13
图表 33: 双胶纸价格平均吨纸毛利 (元/吨)	14
图表 34: 铜版纸价格平均吨纸毛利 (元/吨)	14
图表 35: 白卡纸价格平均吨纸毛利 (元/吨)	14
图表 36: 箱板纸价格平均吨纸毛利 (元/吨)	14
图表 37: 重点造纸企业营收及同比增速	15
图表 38: 重点纸企净利润及同比增速.....	15
图表 39: 分纸种季度收入及同比增速.....	15
图表 40: 分纸种季度净利润及同比增速	15
图表 41: 重点纸企单季度毛利率	15
图表 42: 重点纸企 3Q 反弹后略有收窄	16
图表 43: 重点纸企费用率管控向好.....	16
图表 44: 重点纸企单季度净利率变化.....	16
图表 45: 分纸种单季度净利率	16
图表 46: 应收账款周转天数.....	17
图表 47: 存货周转天数.....	17
图表 48: 重点纸企 3Q 起账面存货略有抬升 (亿元)	17
图表 49: 重点纸企经营性现金流与净利润.....	17
图表 50: 重点纸企固定资产增速放缓.....	18
图表 51: 重点纸企分季度资本开支及同比增速	18
图表 52: 22 年起造纸及纸制品固定资产累计投资完成额累计同比回落.....	18
图表 53: 2021 年起纸浆港口库存缓慢去化.....	18
图表 54: 白卡/双胶/铜版社会库存仍处高位.....	19
图表 55: 木浆系各纸种企业库存保持稳定.....	19
图表 56: 废纸系各纸种社会库存仍在高位.....	19
图表 57: 箱板纸企业库存处于历史高位	19
图表 58: 2-3Q22 家清个护企业营收增速有所回暖.....	20

图表 59: 2-3Q22 家清个护企业单季度营收增速	20
图表 60: 家清个护企业单季度毛销差环比呈改善趋势	20
图表 61: A 股宠物食品公司财务指标一览	22

1. 家居板块：收入进一步承压，盈利有所分化

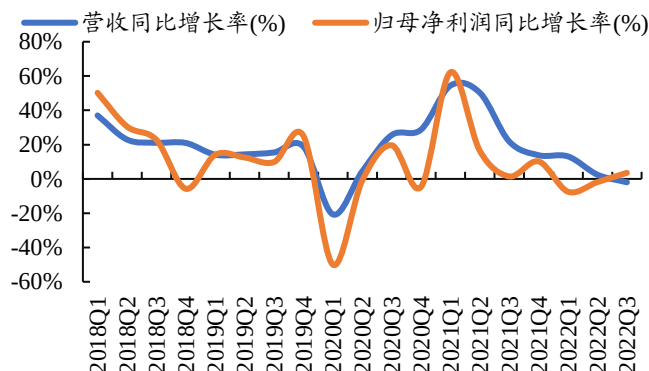
业绩综述：3Q 收入承压明显，软体盈利较优。22 年 3Q 家居板块整体收入进一步承压，利润端修复趋势显现。22 年 3Q 板块营收/利润分别-2.0%/3.5%，收入端主要受疫情反复、地产下行及海外需求放缓影响，而利润端由于原材料成本回落、产品提价落地叠加汇兑收益，正呈现逐步修复态势。在行业收入整体降速的情况下，可明显发现头部企业韧性较强，尤其定制家居板块，欧派/索菲亚 3Q 收入分别同比+6.0%/+7.1%，处于行业领先地位，而部分企业同比下滑明显。

图表 1：家居行业板块历年营收与净利润同比增长率



来源：Wind, 国金证券研究所

图表 2：家居行业板块单季度营收与净利润同比增长率



来源：Wind, 国金证券研究所；注：2021 年 Q1、Q2 增速为同比 2019 年

图表 3：家居上市企业 22 年三季报业绩统览

单位： 亿元	Q1-3 营收	Q1-3 营收同比	Q1-3 归母净利润同比	Q1-3 扣非归母净利润同比	22 年 Q3 营收同比	22 年 Q3 归母净利润同比	22 年 Q3 扣非归母净利润同比
定制家居							
欧派家居	144.0	13.0%	-5.8%	-4.6%	6.0%	-11.7%	-12.1%
索菲亚	72.4	9.5%	-5.4%	-5.0%	7.1%	-2.8%	0.2%
尚品宅配	51.6	-27.2%	-134.2%	-251.6%	-26.7%	59.9%	27.6%
志邦家居	33.2	5.9%	5.0%	2.4%	4.8%	6.0%	8.4%
金牌厨柜	22.2	12.1%	4.1%	-8.6%	18.5%	0.9%	-10.6%
好莱客	24.3	-12.7%	62.8%	-8.8%	-19.8%	167.0%	-0.3%
我乐家居	12.4	-5.6%	-7.9%	1.8%	-7.2%	8.3%	10.5%
皮阿诺	13.2	-25.6%	-34.2%	-47.9%	-14.2%	-27.7%	-38.0%
软体家居							
顾家家居	132.3	4.1%	13.4%	15.1%	-8.9%	10.1%	11.9%
梦百合	61.1	-0.7%	-154.8%	-237.8%	-10.2%	-108.0%	214.3%
喜临门	50.4	13.9%	4.1%	12.5%	10.3%	8.5%	8.1%

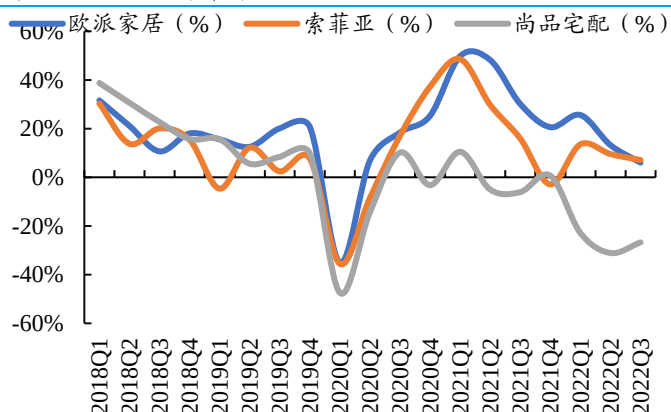
来源：公司公告，国金证券研究所；注：索菲亚、我乐家居、好莱客、皮阿诺 21 年利润剔除恒大减值影响，顾家家居 21 年同比数据剔除 20 年减值影响

1.1 定制家居：3Q 收入进一步分化，盈利同比均承压

从收入端来看，在地产影响逐步传导的情况下，定制家居板块整体收入增速有所放缓，但呈现强者恒强趋势，分化越发明显，欧派/索菲亚/志邦/金牌 3Q 收入增长具备韧性，分别同比+6.0%/+7.1%/+4.8%/+18.5%，依托于品类扩张及整装布局，整体收入增长仍处于行业领先地位，而其余企业同比仍处下滑状态。

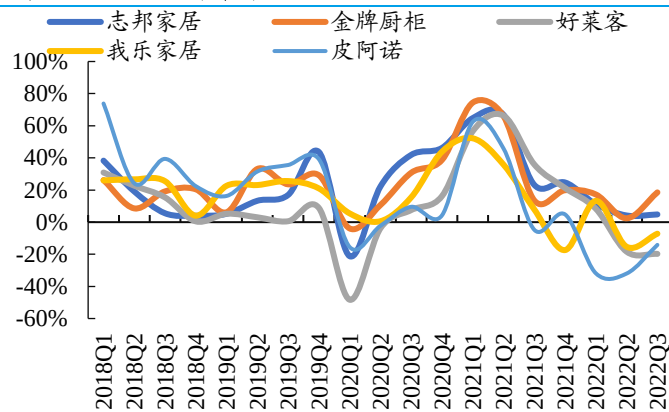
从利润端来看，3Q 整体盈利同比均承压，但环比来看，头部企业盈利能力有所改善，预计随着原材料成本边际回落、部分产品提价落地叠加基数下降，4Q 头部企业盈利能力同比与环比均有望迎来改善。

图表4：一线品牌单季度营收增速



来源：wind，国金证券研究所；注：2021年Q1、Q2增速为同比2019年

图表5：二线品牌单季度营收增速



来源：wind，国金证券研究所；注：2021年Q1、Q2增速为同比2019年

图表6：定制家居企业分季度利润同比情况

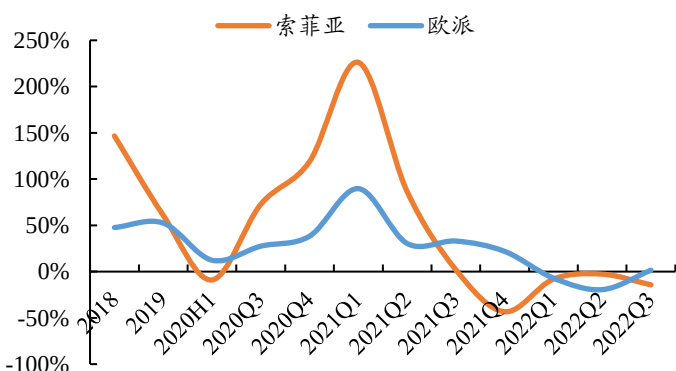
	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
一线品牌											
欧派家居	-210.3%	9.2%	28.9%	32.8%	扭亏	42.2%	14.6%	-9.8%	3.9%	-0.5%	-11.7%
索菲亚	-115.5%	26.5%	7.7%	38.5%	扭亏	15.5%	13.7%	-63.1%	-2.9%	-9.4%	-2.8%
尚品宅配	-589.3%	-82.3%	5.1%	-77.4%	扭亏	-81.3%	-75.4%	-93.9%	-1366.8%	-101.4%	59.9%
二线品牌											
志邦家居	-241.3%	21.4%	19.8%	104.9%	60.0%	28.8%	0.9%	3.9%	1.4%	5.3%	6.0%
金牌厨柜	-66.5%	8.6%	40.1%	30.4%	130.5%	-15.6%	-18.1%	24.9%	-31.2%	45.6%	0.9%
好莱客	-144.8%	-14.9%	-8.2%	-6.8%	2.5%	-10.5%	-7.2%	64.5%	3.9%	-14.7%	167.1%
我乐家居	230.5%	0.6%	41.8%	75.1%	1745.4%	-9.2%	-33.9%	-42.3%	15.7%	-34.2%	8.3%
皮阿诺	-74.1%	3.7%	14.1%	43.1%	131.6%	41.4%	-2.1%	-105.6%	-46.9%	-34.6%	-27.7%

来源：Wind，国金证券研究所；注：2021年Q1、Q2增速为同比2019年；索菲亚、我乐家居、好莱客、皮阿诺21年利润剔除恒大减值影响

1.1.1 保交付下3Q大宗业务有所恢复，零售竞争门槛显著提升

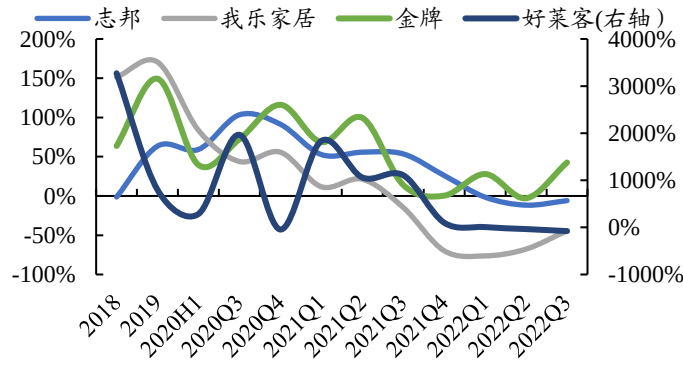
零售渠道仍将是主战场，门槛提升带来分化延续：近年来由于精装房渗透率放缓并且大部分地产商资金链紧张，家居企业主动控制大宗业务规模，大宗红利消退，虽然3Q在“保交付”的背景下，部分企业大宗业务有望恢复，但未来零售渠道仍是竞争主战场。并且零售渠道竞争门槛显著提升，各品牌也将因此进一步分化。

图表7：一线品牌大宗渠道营收历年增长率



来源：wind，国金证券研究所；注：2021年Q1、Q2增速为同比2019年

图表8：二线品牌大宗渠道营收历年增长率



来源：wind，国金证券研究所；注：2021年Q1、Q2增速为同比2019年

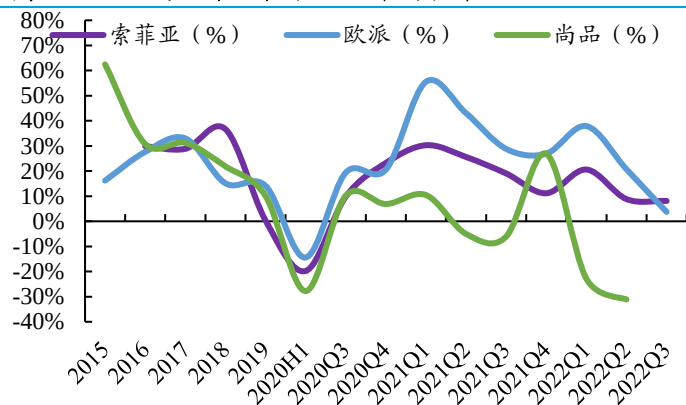
图表 9：大宗渠道收入占比稳中有降

		收入总增量 (亿元)	零售增速 (%)	零售增长量 (亿元)	零售贡献率 (%)	大宗贡献率 (%)
欧派家居	2017	25.8	33.3%	21.9	84.9%	15.1%
	2018	18.0	15.3%	13.4	74.6%	25.4%
	2019	20.2	12.7%	12.8	63.2%	36.8%
	2020	12.1	6.0%	6.9	56.9%	43.1%
	2021	54.0	42.2%	44.1	81.7%	18.3%
	2022Q1	7.7	36.7%	8.2	106.6%	-6.6%
	2022Q2	6.5	20.7%	8.2	125.8%	-25.8%
	2022Q3	3.7	11.2%	3.6	95.6%	4.4%
索菲亚	2017	16.3	34.0%	15.0	92.2%	7.8%
	2018	11.5	13.6%	8.0	69.8%	30.2%
	2019	3.8	0.3%	0.2	5.1%	94.9%
	2020	6.7	1.4%	1.0	14.5%	85.5%
	2021	20.5	28.5%	19.5	95.1%	4.9%
	2022Q1	2.4	19.9%	2.7	112.4%	-12.4%
	2022Q2	2.1	10.2%	2.2	104.9%	-4.9%
	2022Q3	2.1	10.7%	2.7	129.1%	-29.1%
志邦家居	2017	5.9	33.2%	4.4	74.8%	25.2%
	2018	2.8	16.0%	2.8	101.9%	-1.9%
	2019	5.3	13.7%	2.8	53.1%	46.9%
	2020	8.8	14.7%	3.4	38.9%	61.1%
	2021	13.1	48.6%	8.4	63.7%	36.3%
	2022Q1	0.8	24.4%	0.8	102.6%	-2.6%
	2022Q2	0.5	11.6%	1.0	189.2%	-89.2%
	2022Q3	0.7	9.1%	0.9	135.4%	-35.4%
金牌厨柜	2017	3.4	28.4%	2.9	85.1%	14.9%
	2018	2.6	13.7%	1.8	69.7%	30.3%
	2019	4.2	8.0%	1.2	28.5%	71.5%
	2020	5.2	7.8%	1.3	24.7%	75.3%
	2021	7.4	39.8%	4.9	66.0%	34.0%
	2022Q1	0.7	24.2%	0.3	40.9%	59.1%
	2022Q2	0.1	3.1%	0.2	232.5%	-132.5%
	2022Q3	1.7	9.2%	0.4	23.7%	76.3%

来源：wind，国金证券研究所

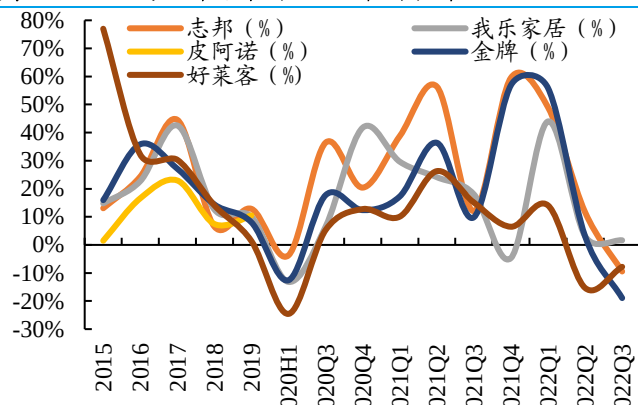
零售渠道竞争门槛显著提升：门店扩张驱动转为同店增长驱动，整装渠道越发重要。一线品牌企业由于流量分散化趋势明显叠加自身渠道布局较为充分，逐步进入存量门店优化调整阶段，推行厨衣融合店。二线品牌企业虽然渠道仍有扩张空间，但整体开店贡献度也正边际减弱。整体来看，行业整体的增长驱动力已明显开始从渠道门店扩张转为同店增长驱动。并且前置渠道（如整装渠道）布局越发关键。在这一背景下，对于品牌商渠道管理赋能以及经销商团队的能力要求明显提升，各品牌间该能力差异使得整体业绩表现逐渐分化。

图表 10：一线品牌零售渠道历年增长率



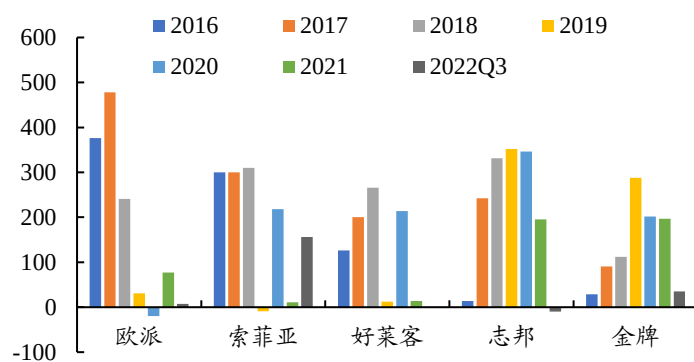
来源：wind，国金证券研究所；注：2021 年 Q1、Q2 增速为同比 2019 年

图表 11：二线品牌零售渠道历年增长率



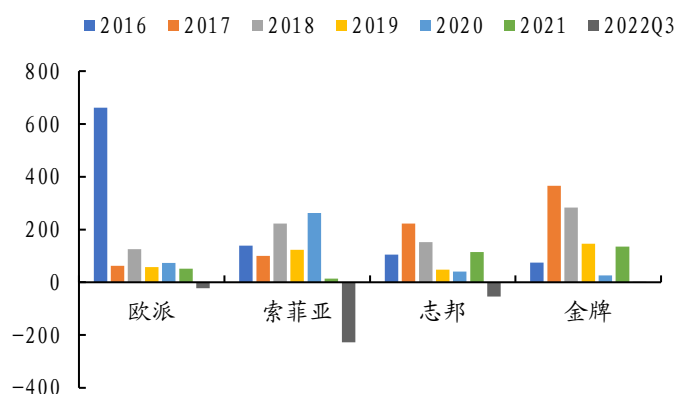
来源：wind，国金证券研究所；注：2021 年 Q1、Q2 增速为同比 2019 年

图表 12：各公司衣柜门店历年净增情况



来源：wind，国金证券研究所

图表 13：各公司橱柜门店历年净增情况



来源：wind，国金证券研究所

1.1.2 3Q 定制家居板块盈利同比仍承压，环比有所改善

整体来看，3Q 定制家居板块盈利同比虽仍承压，但在原材料成本逐步回落叠加提价落地的背景下，3Q 大部分企业毛利率、净利率环比有所改善。展望 4Q，预计在基数回落的情况下，整体盈利改善将更为明显。

图表 14：定制家居单季度毛利率

	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
一线品牌									
欧派家居	38.8%	33.0%	30.2%	33.7%	33.3%	29.0%	27.7%	34.0%	33.1%
索菲亚	38.7%	34.2%	31.2%	37.2%	35.8%	28.8%	31.3%	32.4%	34.2%
尚品宅配	39.1%	25.5%	35.5%	34.3%	33.0%	30.9%	31.6%	34.4%	36.7%
二线品牌									
志邦家居	38.8%	38.4%	36.5%	37.3%	35.5%	36.1%	35.1%	37.0%	37.5%
金牌厨柜	32.1%	32.7%	28.0%	27.6%	31.4%	32.8%	29.9%	28.3%	27.9%
好莱客	38.4%	34.3%	32.7%	35.0%	33.9%	33.7%	35.8%	36.5%	35.5%
我乐家居	44.6%	43.7%	40.1%	41.5%	42.3%	40.9%	41.4%	44.4%	46.1%
皮阿诺	40.3%	23.4%	31.6%	35.0%	35.0%	33.6%	29.8%	30.1%	28.9%

来源：wind，国金证券研究所

图表 15：定制家居单季度净利率

	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
一线品牌									
欧派家居	20.2%	12.2%	7.4%	15.7%	17.8%	9.1%	6.1%	13.8%	14.8%
索菲亚	14.5%	15.6%	6.5%	13.4%	14.3%	-22.8%	5.6%	11.2%	12.5%
尚品宅配	8.5%	2.1%	0.5%	2.0%	2.2%	0.1%	-9.3%	-0.1%	4.9%
二线品牌									
志邦家居	12.8%	13.5%	7.4%	8.3%	10.5%	11.2%	6.8%	8.3%	10.6%
金牌厨柜	11.0%	14.0%	8.9%	5.0%	7.9%	14.6%	5.0%	7.1%	6.7%
好莱客	15.2%	12.6%	10.2%	13.0%	12.9%	-31.4%	8.9%	13.1%	35.2%
我乐家居	16.2%	16.6%	4.1%	8.8%	9.9%	-54.5%	4.2%	6.9%	11.6%
皮阿诺	16.1%	16.6%	10.6%	13.3%	15.4%	-177.4%	7.8%	12.0%	12.7%

来源：wind，国金证券研究所

1.1.3 定制家居板块预收款有所下降，4Q 收入或仍存压力

预收款：Q3 末除索菲亚、志邦外，其余企业预收款（合同负债）环比均有下降，终端接单压力体现，并且同比来看也普遍承压。在地产端影响传导下，家居终端消费有所放缓，4Q 板块收入或仍存压力。

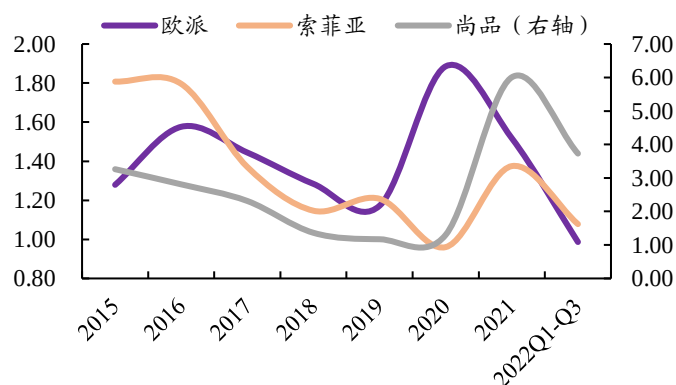
现金流：大宗占比较低的欧派、索菲亚前三季度现金流处于行业领先地位，体现优异经营质量。

图表 16：各公司预收款同比变化情况（单位：亿元）

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
一线品牌											
欧派	9.1	12.9	14.1	15.3	14.2	23.5	24.4	20.9	19.8	22.0	21.9
索菲亚	4.2	6	7.4	7.9	6.1	7.8	8.2	9.8	9.4	10.1	10.5
尚品	10.8	13	12.5	13.1	9.2	10.6	9.7	9.9	7.6	8.4	8.1
欧派 yoy	-16.50%	-10.20%	3.30%	32.00%	56.70%	83.10%	73.00%	36.40%	39.30%	-6.59%	-10.18%
索菲亚 yoy	5.10%	18.50%	24.70%	45.80%	45.00%	29.00%	11.60%	24.10%	55.30%	29.09%	27.15%
尚品 yoy	-1.00%	13.00%	8.20%	-0.80%	-15.00%	-18.00%	-22.30%	-24.60%	-17.40%	-20.75%	-17.04%
二线品牌											
志邦	2.6	4.5	4.7	4.7	3.3	4.7	5	5.3	4.1	4.3	4.4
金牌	1.9	3.1	3.4	3.5	2.6	4.1	4.2	4.2	3.0	4.1	3.4
好莱客	1	1.7	1.4	3.9	4.1	4.3	3.8	4.1	4.1	4.6	1.5
我乐	1.8	2.2	2.3	2.1	1.8	2.5	2.7	3.4	2.5	2.8	2.7
皮阿诺	0.8	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4	1.5	1.6	1.4	1.9	1.9
志邦 yoy	1.00%	26.70%	41.10%	26.00%	29.90%	5.40%	5.70%	14.30%	21.90%	-9.38%	-12.51%
金牌 yoy	13.70%	-2.50%	13.10%	14.20%	34.10%	33.90%	22.40%	20.10%	17.20%	-1.96%	-18.10%
好莱客 yoy	29.70%	121.20%	33.70%	192.60%	294.70%	155.30%	167.50%	5.10%	0.60%	5.24%	-60.25%
我乐 yoy	37.70%	25.20%	30.20%	-5.60%	-0.80%	12.30%	17.80%	59.40%	36.50%	11.84%	-0.87%
皮阿诺 yoy	24.10%	4.90%	17.40%	71.20%	90.50%	-3.00%	-0.10%	6.30%	-8.10%	29.54%	25.63%

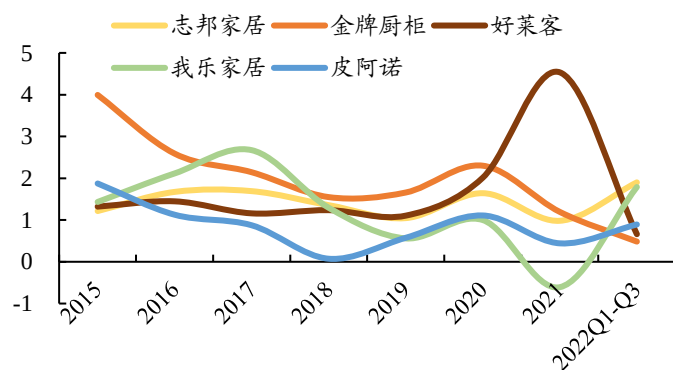
来源：Wind，国金证券研究所

图表 17：大宗渠道收入占比低于 20% 的企业净现比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 18：大宗渠道收入占比大于 20% 的企业净现比

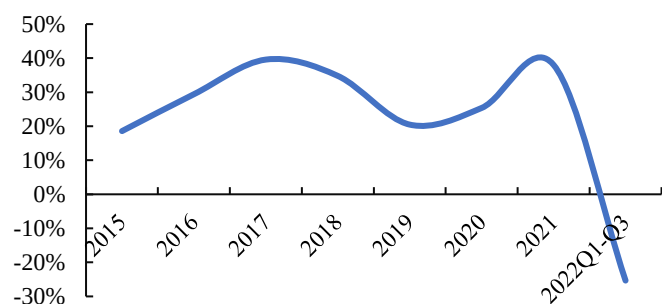


来源：Wind，国金证券研究所

1.2 成品家居：3Q 内外销收入均承压，利润改善趋势延续

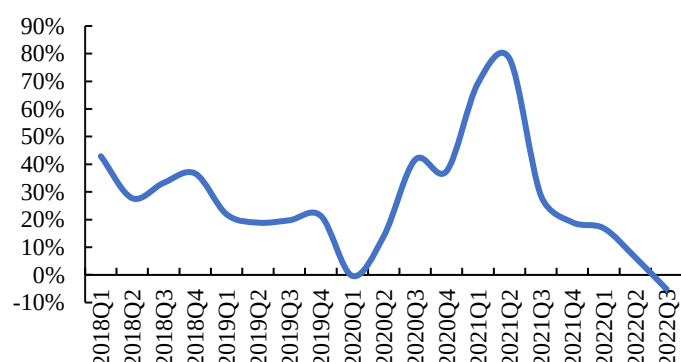
成品家居板块，整体来看，在国内疫情、地产端影响及外销需求放缓的情况下，收入端 3Q 承压明显，而利润端改善趋势延续，主要受益于原材料成本下降及汇兑收益。展望 4Q，国内地产端影响继续体现叠加海外需求乏力，成品家居板块收入端压力犹存，利润端来看，虽然原材料边际有所震荡，但汇兑收益预计仍然明显，4Q 利润或仍较为理想。

图表 19：软体板块历年营收增速



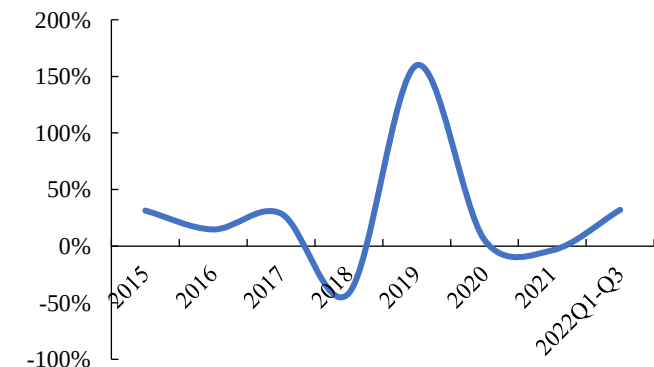
来源：wind，国金证券研究所

图表 20：软体板块单季度营收增速



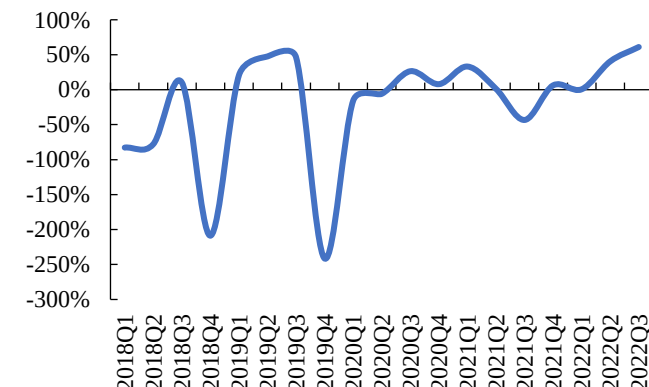
来源：wind，国金证券研究所；注：2021 年 Q1、Q2 增速为同比 2019 年

图表 21：软体板块历年净利润增速



来源：wind，国金证券研究所

图表 22：软体板块单季度净利润增速

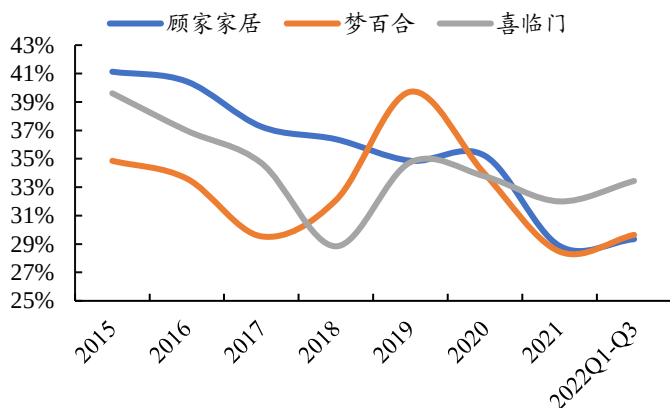


来源：wind，国金证券研究所；注：2021 年 Q1、Q2 增速为同比 2019 年

1.2.1 3Q 原材料成本边际回落支撑毛利率环比改善

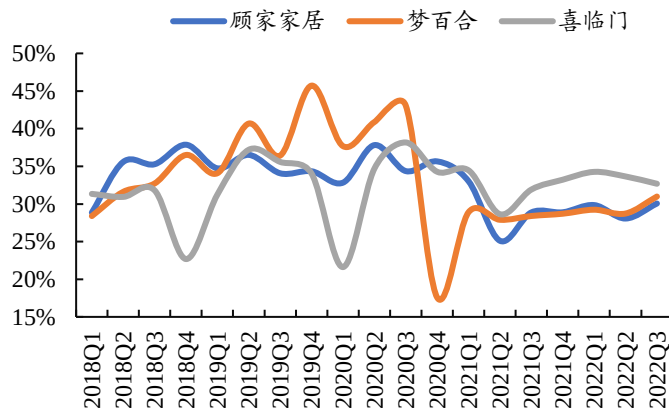
3Q 毛利率环比修复，4Q 或较为平稳。软体（成品）家居板块，此前随聚醚价格已大幅下降，软体家居板块毛利率 2Q 已迎来改善，并且 3Q 仍在延续趋势。但近期部分原材料（如 TDI）价格有所回升，聚醚、MDI 等原材料价格也未进一步下行，预计 4Q 整体软体（成品）家居板块毛利率或将较为平稳。

图表 23：软体家居历年毛利率



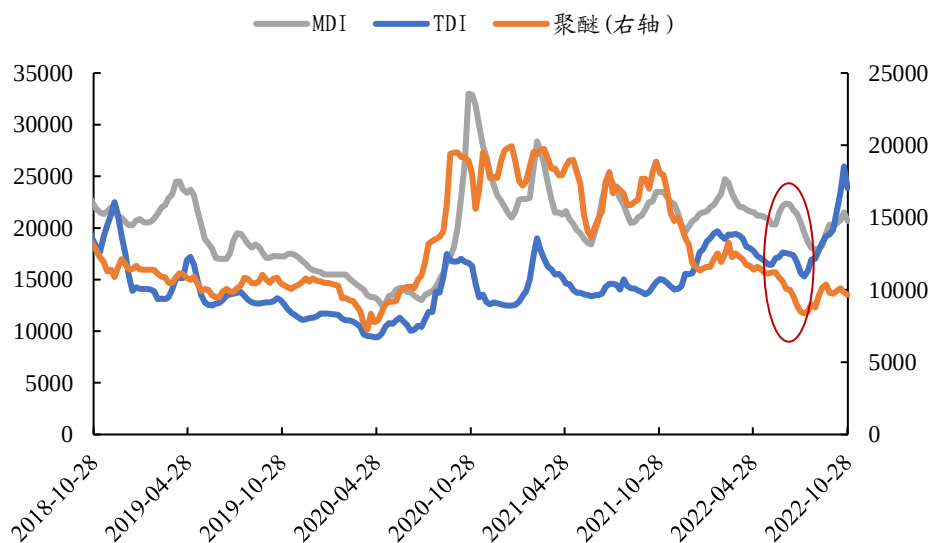
来源：wind，国金证券研究所

图表 24：软体家居历年单季度毛利率



来源：wind，国金证券研究所；注：2021 年 Q1、Q2 增速为同比 2019 年

图表 25：软体家居原材料价格



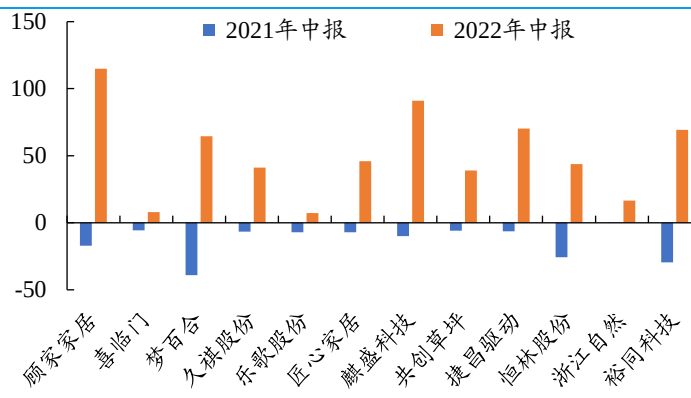
来源：wind，国金证券研究所

1.2.2 成品家居板块显著受益人民币贬值，4Q 汇兑收益仍值期待

人民币今年以来贬值较多，成品家居出口型企业 H1 显著受益于汇兑收益，其中顾家家居/梦百合/麒盛科技 H1 分别汇兑收益达 1.2/0.6/0.9 亿元。对各家利润增长贡献明显。从目前情况来看，4Q 各企业汇兑收益有望进一步显现。

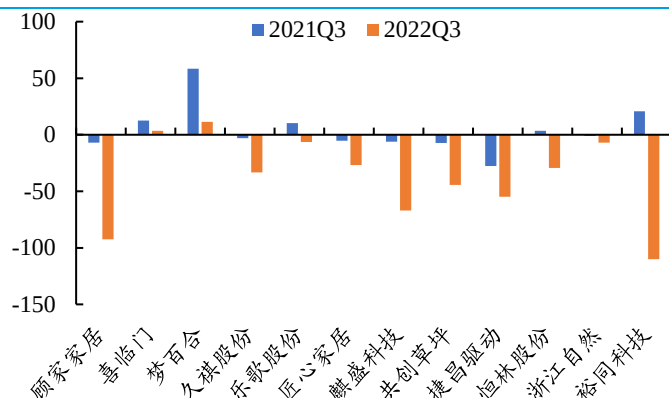
人民币贬值带来的利润受益幅度排序：根据测算，人民币贬值的情况下，最大受益的排序或为久祺股份/匠心家居/浙江自然/共创草坪/梦百合等。

图表 26：2022 年 H1 各企业汇兑收益明显（百万元）



来源：wind，国金证券研究所

图表 27：各企业单三季度财务费用对比（百万元）



来源：wind，国金证券研究所

图表 28：汇率波动对外贸企业利润影响弹性测算

公司名称	海外收入占比(%)	汇兑敞口(百万元)	汇兑收益 (百万元)					净利率总变化幅度 (pct)				
			人民币贬值幅度假设					人民币贬值幅度假设				
			1%	3%	5%	7%	10%	1%	3%	5%	7%	10%
顾家家居	37.7%	1352.5	13.5	40.6	67.6	94.7	135.2	0.5	1.4	2.3	3.2	4.5
喜临门	15.0%	188.8	1.9	5.7	9.4	13.2	18.9	0.2	0.5	0.9	1.2	1.7
梦百合	82.6%	13.1	0.1	0.4	0.7	0.9	1.3	0.8	2.5	4.1	5.8	8.3
久祺股份	98.7%	805.4	8.1	24.2	40.3	56.4	80.5	1.2	3.6	6.0	8.4	12.0
乐歌股份	90.7%	108.9	1.1	3.3	5.4	7.6	10.9	0.9	2.8	4.7	6.6	9.5
匠心家居	97.7%	791.1	7.9	23.7	39.6	55.4	79.1	1.4	4.2	6.9	9.7	13.9
麒盛科技	92.8%	912.4	9.1	27.4	45.6	63.9	91.2	1.2	3.7	6.2	8.7	12.4
共创草坪	87.4%	262.9	2.6	7.9	13.1	18.4	26.3	1.0	3.0	4.9	6.9	9.9
捷昌驱动	77.5%	363.7	3.6	10.9	18.2	25.5	36.4	0.9	2.7	4.6	6.4	9.1
恒林股份	76.9%	355.9	3.6	10.7	17.8	24.9	35.6	0.8	2.5	4.2	5.8	8.3
浙江自然	79.8%	186.5	1.9	5.6	9.3	13.1	18.6	1.0	3.1	5.1	7.1	10.2
裕同科技	15.4%	2017.3	20.2	60.5	100.9	141.2	201.7	0.3	0.9	1.4	2.0	2.9

来源：wind，国金证券研究所测算

1.3 投资建议：坚定把握零售龙头，低估值改善型标的弹性可期

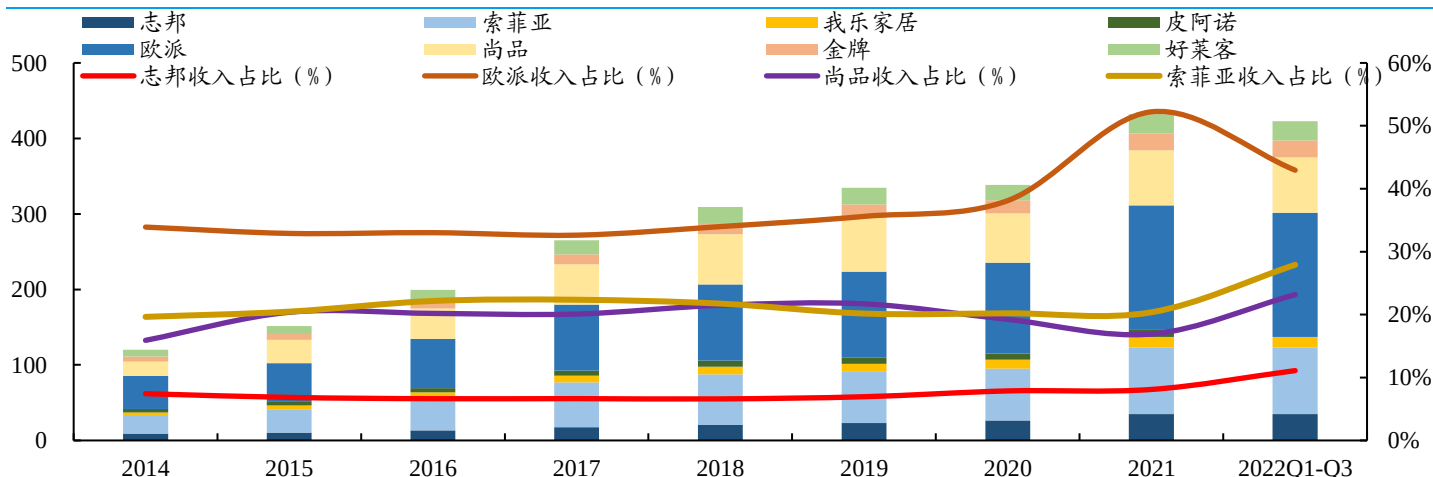
定制家居板块：重点关注大家居战略布局叠加整装渠道拓展领先的企业。综合来看，我们看好定制板块零售能力持续验证的【欧派家居】、【志邦家居】以及变革逐步体现成效的【索菲亚】。

欧派家居：公司凭借强大的零售能力，多品类扩张越发顺利，份额提升逻辑顺畅，22 年 PE20x，维持“买入”评级。

索菲亚：预计公司零售渠道 2022 年下半年开始有望逐季加速，2022 年 PE 仅 11x，在变革成效逐步体现的情况下，公司估值具备较大修复空间。

志邦家居：公司渠道、品类均仍有拓展空间，在优异零售能力支撑下，中长期增长可期，22 年 PE13x，维持“买入”评级。

图表 29：历年零售渠道各家份额变化



来源：wind，国金证券研究所

图表 30：定制家居各公司盈利预测及估值

公司	股价（元）	2022E	EPS 2023E	2024E	2022E	PE 2023E	2024E
索菲亚	14.9	1.3	1.7	2.1	11.2	8.7	7.2
欧派家居	89.9	4.6	5.5	6.5	19.7	16.2	13.8
志邦家居	21.6	1.7	2.0	2.4	12.7	10.7	8.9
*金牌橱柜	25.5	2.5	3.0	3.7	10.3	8.4	7.0
*好莱客	11.4	1.4	1.1	1.3	7.9	10.1	8.7

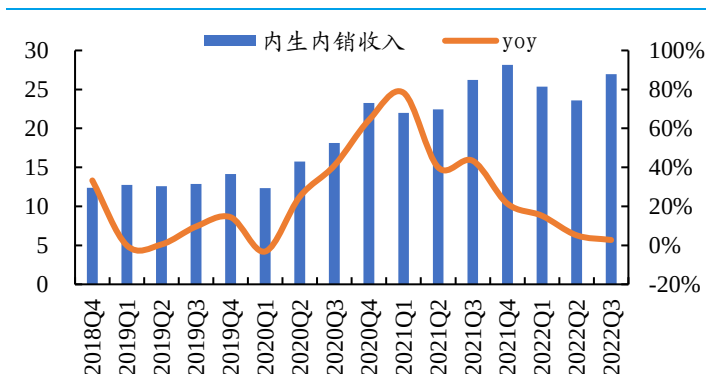
来源：wind，国金证券研究所；注：股价为 11 月 4 日收盘价，加*公司的 EPS 预测使用 wind 一致预期

软体家居板块：看好内销成长路径清晰，且外销利润有望逐步改善的龙头企业【顾家家居】，此外看好国内市场逐步扩张，并在管理优化下盈利稳定性逐步改善的【梦百合】。

顾家家居：公司近年来一系列渠道变革显著推动定制+功能+床垫三大高潜品类增长，随着定制家居业务的逐步增长，其为软体引流效果也将逐步显现，公司全品类融合销售优势正越发明显叠加外销利润弹性显现，成长路径清晰。预计 2022-2024 年公司的 EPS 为 2.42、2.87、3.50 元，当前股价对应 PE 分别为 13x/11x/9x，维持“买入”评级。

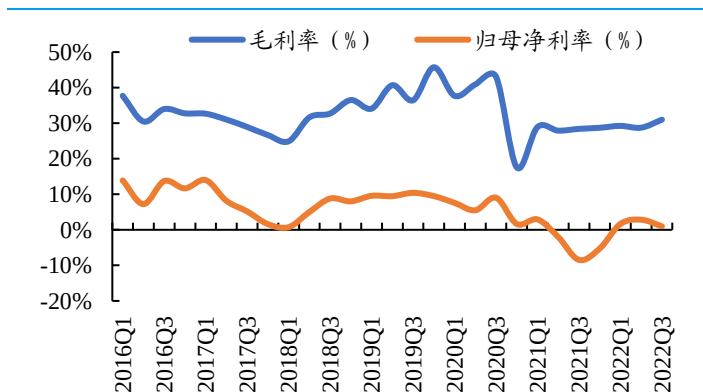
梦百合：随着原材料价格逐步回落、公司产品提价落地以及海外工厂效率提升，盈利修复趋势基本确立。随着国内业务逐步扩张叠加海外业务稳步修复，未来盈利弹性可期。

图表 31：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

图表 32：梦百合各季度毛利率、净利率情况



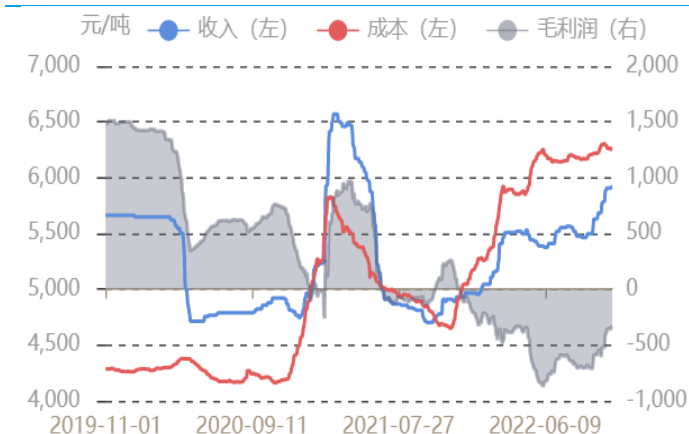
来源：wind，国金证券研究所

2. 造纸：特种纸盈利平稳，大宗纸成本压力&需求疲软下盈利触底

2.1 行业回顾：头部特纸延续盈利韧性，需求疲软大宗纸价低迷

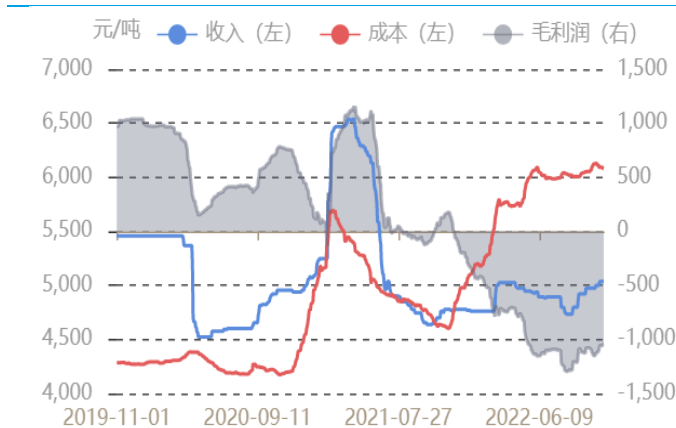
整体角度，三季度进入淡季，下游需求疲软导致提价不畅，分纸种角度，纸价提涨幅度文化类双胶纸>文化类铜版纸>白卡纸>箱板纸。成本来看，大部分纸企前期低价库存浆消耗完毕，原材料成本进入高位区间，吨盈利进入底部区间。

图表 33：双胶纸价格平均吨纸毛利（元/吨）



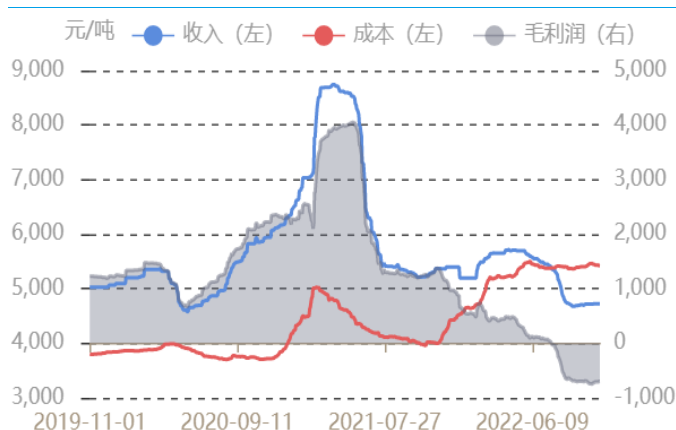
来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 34：铜版纸价格平均吨纸毛利（元/吨）



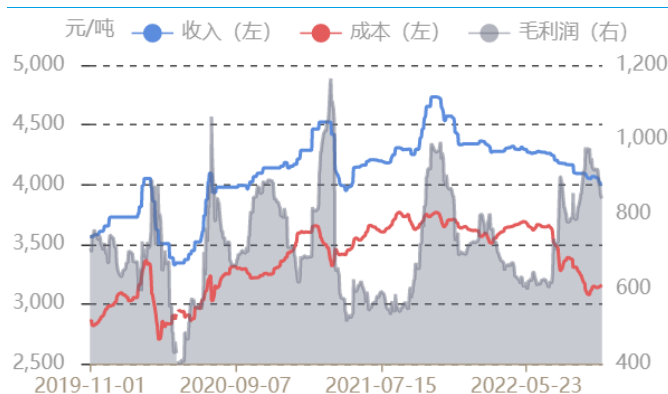
来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 35：白卡纸价格平均吨纸毛利（元/吨）



来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 36：箱板纸价格平均吨纸毛利（元/吨）



来源：卓创资讯，国金证券研究所

整体财务数据回顾

根据我们跟踪的 12 家重点造纸公司业绩表现，发现 3Q22 重点纸企营收增速同比+13.6%，归母净利润-35%，板块整体盈利水平自 21 年以来单季度触底，整体盈利能力对比来看，特种纸板块>浆纸系>废纸系。具体来看，

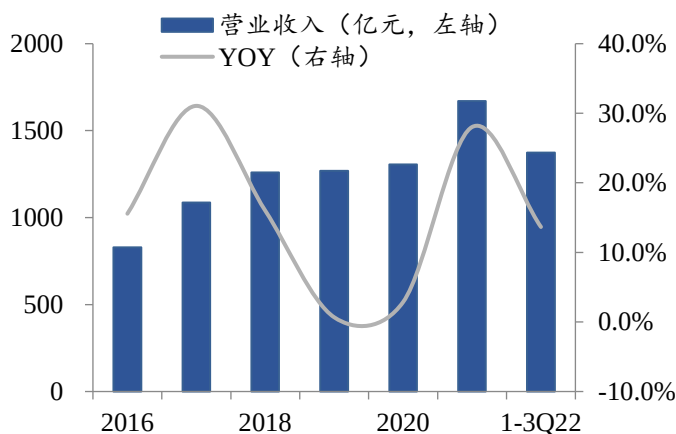
1) 供给端：年初以来进口纸对行业供给端压力减弱，国内白卡纸、铜版纸出口亦快速提升，1-10 月国内白卡&白板/双胶纸/双铜纸累计出口同比+146%/+37%/+51.7%，部分地缓解国内造纸供给端压力。由于下游需求疲软，以箱板纸为代表部分纸企延长停机检修时间，开工率浆纸最低点。

2) 需求端：需求疲软导致提价缓慢，纸价提涨幅度文化类双胶纸>文化类铜版纸>白卡纸>箱板纸。白卡纸、箱板纸则更多受国内社零消费需求疲软的影响，整体库存去化缓慢，纸价有所下滑。

3) 成本端：浆价高位盘整，废纸价格已现下行趋势。①木浆价格：浆价仍保持高位，当前阔叶浆/针叶浆到港价分别为 860/990 美元/吨，处于历史 100%/96%

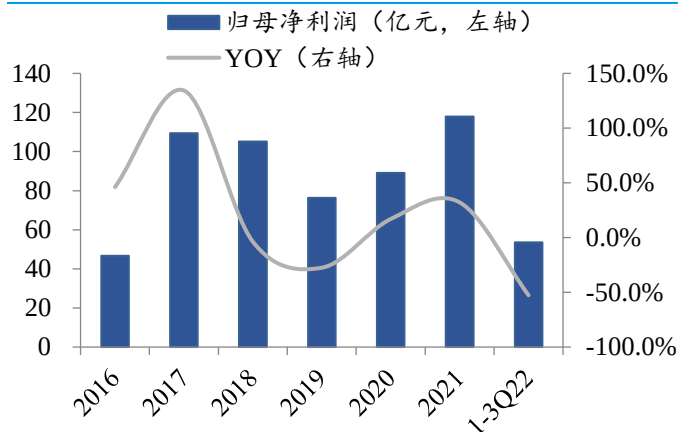
分位。近期 AUROCO 的 MAPA 新产能预计 11 月试产，强化产能投放供给舒缓预期，中期纸浆供给宽裕价格有望下行。②废纸价格：受下游需求疲软影响，3Q 以来废纸价格呈下行趋势，9 月末吨价 1920 元/吨，环比-400 元/吨，但下游废纸造纸企部分消耗前期高价库存，吨盈利短期触底。

图表 37：重点造纸企业营收及同比增速



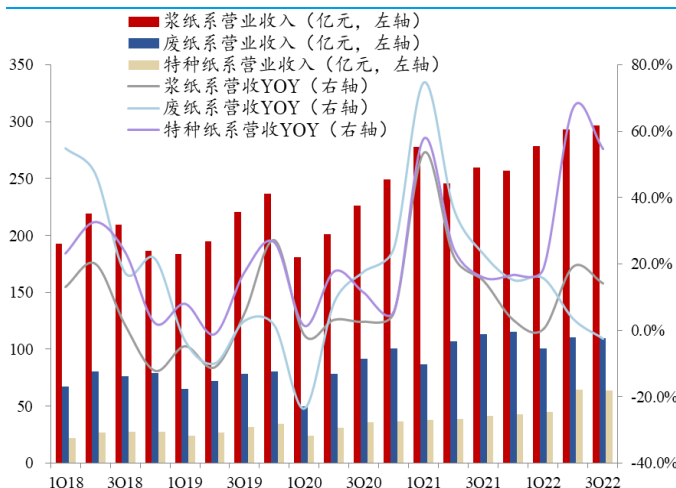
来源：Wind，国金证券研究所

图表 38：重点纸企净利润及同比增速



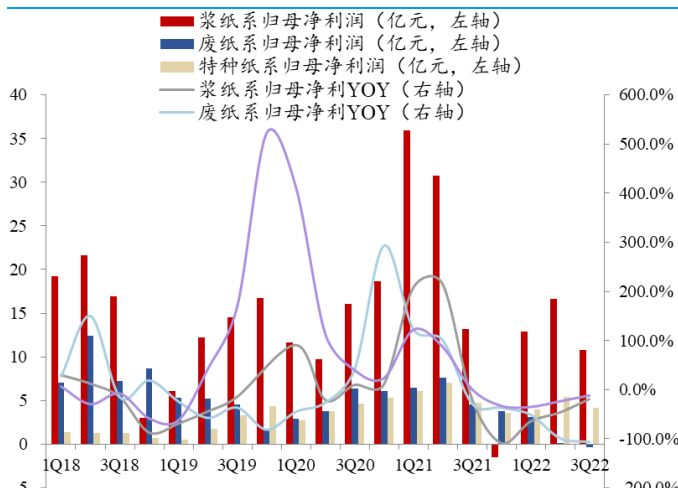
来源：Wind，国金证券研究所

图表 39：分纸种季度收入及同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 40：分纸种季度净利润及同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

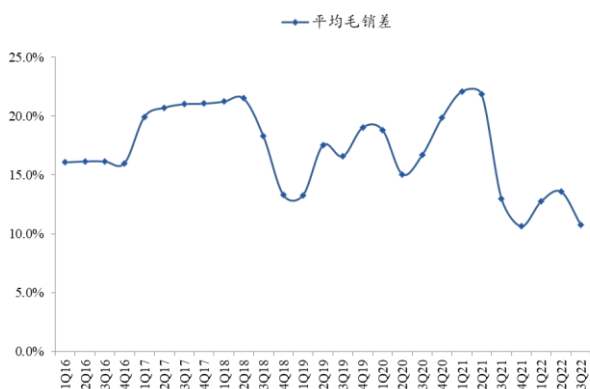
图表 41：重点纸企单季度毛利率

单季度毛利率		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
浆纸系	太阳纸业	27.53%	26.37%	23.14%	17.33%	17.70%	21.77%	23.84%	26.19%	24.59%	22.72%	22.56%	9.20%	23.44%	22.14%	14.42%	9.90%	13.97%	18.88%	14.50%
	晨鸣纸业	35.21%	33.00%	30.67%	24.21%	23.03%	30.27%	27.49%	31.56%	28.24%	22.57%	24.16%	18.81%	29.08%	33.64%	15.25%	16.20%	16.19%	15.23%	12.36%
	博汇纸业	28.08%	20.27%	13.77%	1.92%	15.23%	14.24%	11.18%	16.94%	21.66%	14.11%	19.40%	14.66%	33.42%	34.63%	21.81%	3.50%	14.92%	18.82%	14.79%
	岳阳林纸	23.22%	25.60%	19.35%	15.71%	10.81%	17.83%	19.78%	24.22%	21.89%	17.52%	18.46%	18.90%	21.10%	19.60%	12.86%	7.18%	18.70%	17.20%	15.47%
	华泰股份	13.85%	16.96%	17.99%	10.04%	10.62%	13.26%	14.82%	17.28%	17.07%	14.43%	16.41%	8.71%	14.21%	14.63%	11.14%	12.92%	11.91%	10.73%	9.39%
废纸系	森林包装	-	-	-	-	-	-	16.43%	20.94%	14.38%	15.51%	18.04%	17.41%	16.27%	14.16%	11.22%	15.81%	7.93%	8.91%	10.49%
	山鹰国际	21.27%	24.73%	20.26%	25.45%	19.78%	20.87%	17.40%	18.32%	23.12%	13.24%	16.60%	16.41%	14.91%	13.53%	9.61%	11.42%	10.70%	7.87%	7.14%
	景兴纸业	12.95%	17.57%	11.76%	8.28%	9.87%	9.71%	10.33%	13.84%	13.30%	7.67%	14.27%	15.70%	18.45%	16.57%	13.04%	12.57%	5.89%	6.67%	4.16%
特种纸系	仙鹤股份	21.51%	17.46%	17.28%	14.11%	11.09%	18.08%	20.95%	23.17%	23.53%	24.16%	23.22%	13.49%	22.45%	27.78%	19.67%	11.55%	11.54%	14.20%	11.81%
	齐峰新材	12.71%	12.05%	10.75%	9.59%	8.60%	15.15%	15.63%	16.56%	13.05%	15.26%	17.77%	10.91%	17.44%	14.05%	3.69%	8.11%	9.55%	9.31%	4.99%
	五洲特纸	-	-	-	-	-	-	19.04%	24.86%	29.65%	22.45%	18.08%	24.72%	28.99%	21.58%	11.07%	11.14%	16.44%	14.10%	8.42%
	冠豪高新	20.35%	19.00%	21.25%	20.42%	16.47%	20.20%	27.71%	35.84%	21.75%	20.05%	24.00%	27.26%	19.15%	17.50%	16.67%	23.21%	14.54%	17.44%	14.12%

来源：Wind，国金证券研究所

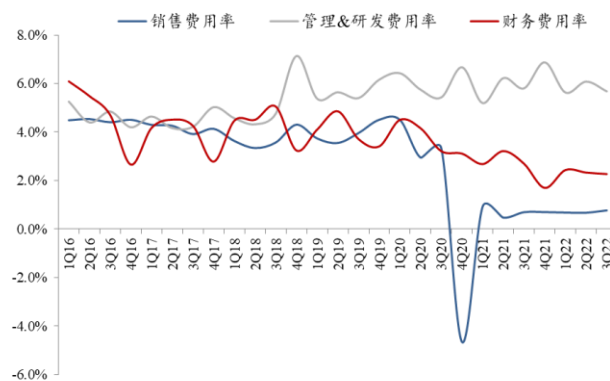
毛销差触底，成本管控效率优化。从毛销差来看，重点纸企 3Q22 毛销差触底，且已经进入 16 年以来毛销差最低区间。在行业低迷下，各纸企费用管控效率进一步优化，管理&研发费用率等改善明显。

图表 42：重点纸企 3Q 反弹后略有收窄



来源：Wind，国金证券研究所

图表 43：重点纸企费用率管控向好



来源：Wind，国金证券研究所

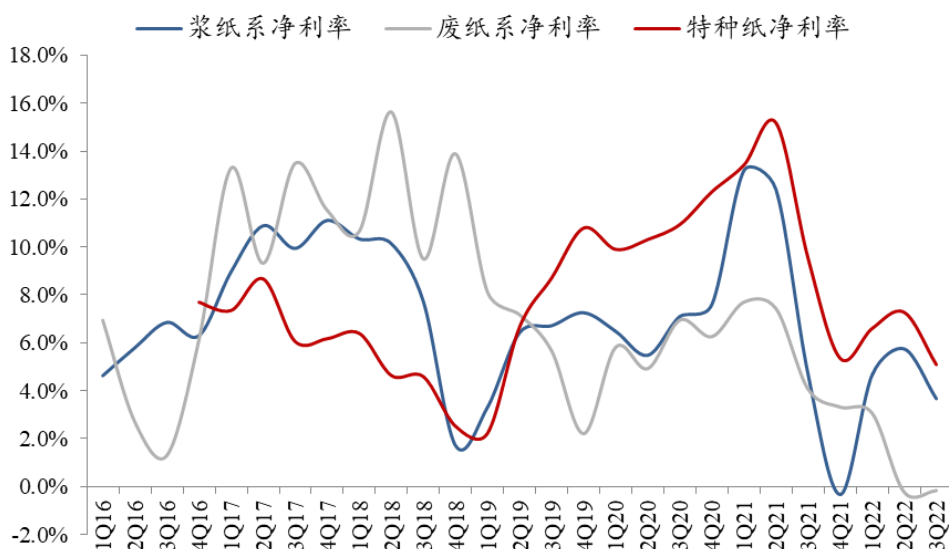
净利率：大宗纸盈利短期承压，特种纸龙头盈利韧性延续。大宗纸受成本、需求压力盈利进入底部区间，部分特种纸龙头凭借优异的成本控制能力、提价逐步落地，吨盈利延续强韧性。预计 Q4 部分优势纸种盈利能力继续保持。

图表 44：重点纸企单季度净利率变化

单季度净利率	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
太阳纸业	13.64%	12.14%	8.13%	7.71%	6.99%	9.67%	10.72%	10.98%	9.69%	8.27%	8.68%	9.65%	14.54%	13.78%	6.82%	2.29%	6.99%	9.67%	6.24%
晨鸣纸业	10.78%	12.07%	9.23%	0.90%	0.63%	6.92%	6.70%	7.59%	3.47%	6.00%	6.63%	7.88%	12.21%	11.77%	0.72%	-0.53%	1.55%	1.74%	0.32%
博汇纸业	11.95%	7.80%	4.78%	-13.16%	5.64%	0.50%	0.22%	-0.10%	7.11%	2.62%	7.24%	6.59%	20.00%	17.81%	10.24%	-4.86%	4.36%	5.33%	3.62%
岳阳林纸	9.53%	7.95%	2.84%	1.24%	-2.31%	3.56%	4.84%	9.01%	6.93%	2.98%	6.92%	6.57%	8.53%	7.45%	2.57%	-2.83%	7.50%	8.05%	6.87%
华泰股份	4.49%	5.61%	7.59%	1.76%	3.06%	4.93%	5.79%	5.37%	5.77%	4.00%	5.79%	5.34%	8.32%	7.03%	4.47%	0.89%	4.80%	3.17%	2.55%
森林包装	-	-	-	-	-	-	5.85%	14.07%	5.76%	7.17%	9.67%	14.43%	10.05%	10.28%	7.07%	10.82%	5.64%	5.04%	6.04%
山鹰国际	11.18%	16.85%	10.14%	17.46%	8.63%	7.77%	6.47%	0.87%	5.98%	4.57%	6.63%	5.14%	7.13%	6.64%	3.45%	2.28%	2.37%	-1.19%	-0.64%
景兴纸业	8.44%	10.24%	7.10%	-1.41%	6.03%	4.37%	1.94%	3.21%	5.14%	5.60%	7.30%	8.46%	9.63%	10.19%	5.97%	5.04%	5.76%	2.55%	-0.03%
仙鹤股份	12.31%	7.09%	7.34%	3.56%	8.72%	11.61%	13.39%	11.61%	15.81%	16.31%	14.80%	18.38%	24.26%	20.00%	6.84%	8.73%	10.90%	11.24%	
齐峰新材	2.56%	1.98%	1.14%	0.65%	0.26%	4.77%	5.69%	5.35%	2.70%	4.57%	7.33%	7.33%	10.24%	6.10%	0.69%	0.75%	2.48%	10.90%	11.24%
五洲特纸	-	-	-	-	-	-	9.84%	12.12%	17.97%	11.32%	9.42%	14.38%	14.84%	16.96%	5.05%	7.56%	7.74%	6.73%	0.65%
冠豪高新	3.95%	4.43%	5.48%	2.97%	2.52%	5.83%	6.13%	10.52%	5.02%	6.16%	6.33%	10.41%	4.23%	7.66%	5.73%	4.24%	4.12%	7.38%	5.34%

来源：Wind，国金证券研究所

图表 45：分纸种单季度净利率



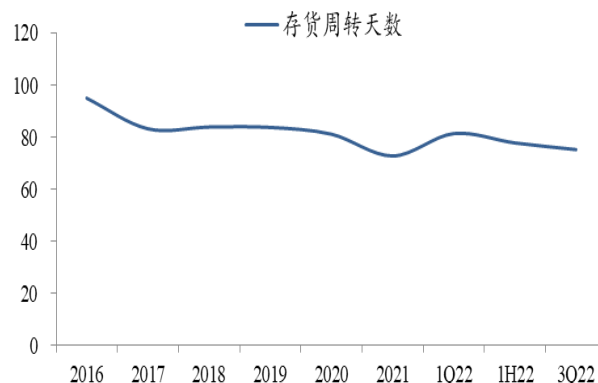
来源：Wind，国金证券研究所

图表 46: 应收账款周转天数



来源: Wind, 国金证券研究所

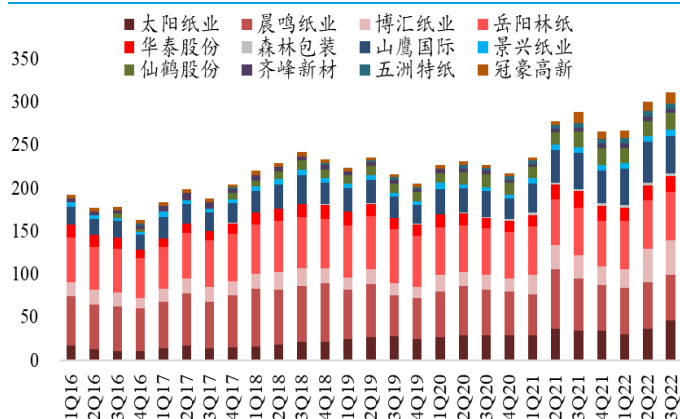
图表 47: 存货周转天数



来源: Wind, 国金证券研究所

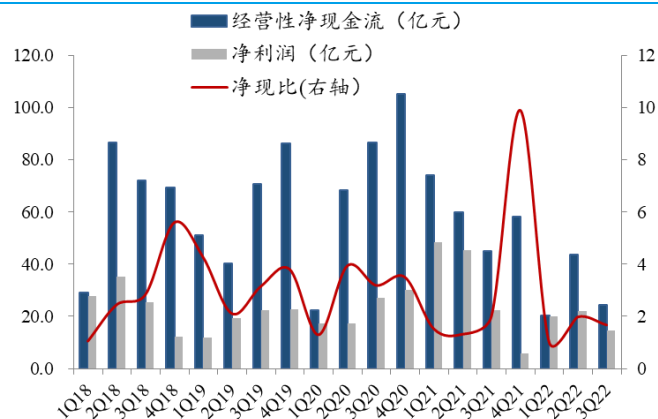
纸企库存行至高位, 净现比边际收窄。伴随上半年储存的低价库存原料木浆耗尽, 原料木浆价格水平行至高位, 叠加三季度部分企业出现物流运输问题出货短期受阻, 账面产成品存货有所增加。经营性现金流角度, 受纸价下跌影响, 下游去库存, 一方面影响纸企单季度销量, 另一方面影响纸企预收款, 导致经营性净现金流入环比减少, 经营净现金流、净现比同比收窄。

图表 48: 重点纸企 3Q 起账面存货略有抬升 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

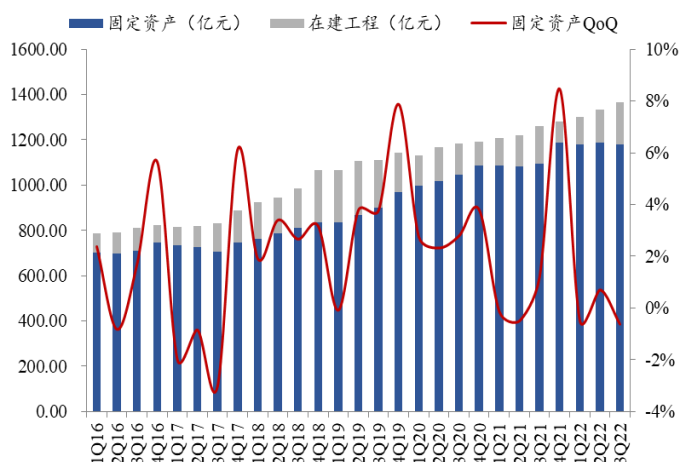
图表 49: 重点纸企经营性现金流与净利润



来源: Wind, 国金证券研究所

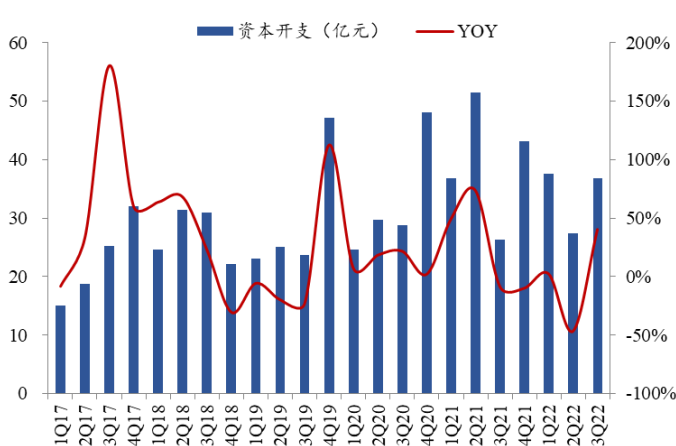
资本开支仍处高位, 但双碳政策&能耗控制下, 预计约束中长期产能新增。3Q 重点纸企账面固定资产及在建工程环比增速收窄, 但资本开支仍处近年来高位状态, 考虑到行业景气度的下滑、双碳政策下对于后续造纸项目的审批约束趋紧, 行业产能扩张节奏将放缓, 这有利于头部企业维护行业竞争格局, 份额继续提升, 对造纸行业中长期发展形成利好。

图表 50：重点纸企固定资产增速放缓



来源：WIND，国金证券研究所

图表 51：重点纸企分季度资本开支及同比增速



来源：WIND，国金证券研究所

2.2 行业展望：大宗静待需求好转，特种纸关注成本拐点

从造纸行业整体产能投放角度，2022 年下半年以来，受需求转弱悲观预期影响，行业固定资产投资累计增速开始下行，但行业产能投放仍处于供大于求的状态，后续应重点关注板块结构性投资机会。

木浆价格：关注供给端压制因素解除带来的拐点到来

11 月新产能预计投产，中期浆价有望回落至合理价格区间。智利 Arauco MAPA156 万吨阔叶浆产能预计于 2022 年 11 月试产，叠加 23Q1UPM 位于乌拉圭的 230 万吨阔叶浆产能投放，供给端压制减弱有望带动浆价下行。从中期供需测算来看，未来三年全球木浆供需偏宽松，伴随供给端约束因素的逐步解除，中期浆价有望回归至正常价格区间。

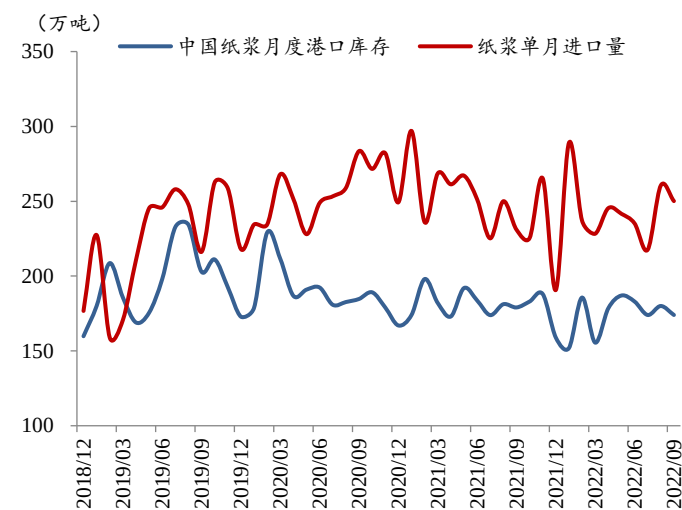
从库存角度，双胶&双铜提价落地库存去化至低位水平，包装类库存仍高企，静待需求好转，双胶、双铜纸开工率已现触底回暖，白卡、白板、箱板、瓦楞纸开工率仍处于低位运行区间。

图表 52：22 年起造纸及纸制品固定资产投资完成额累计同比回落



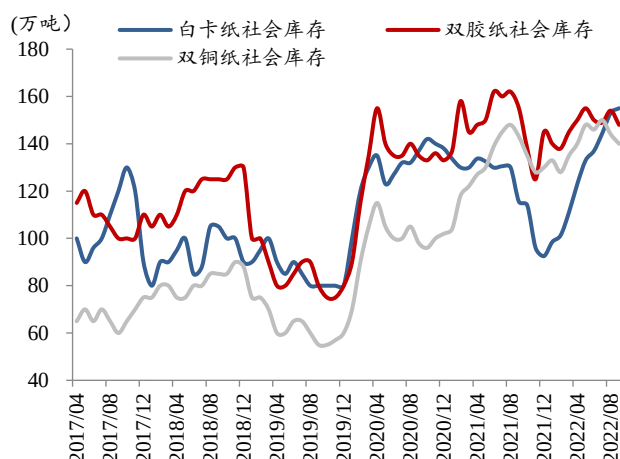
来源：Wind，国金证券研究所

图表 53：2021 年起纸浆港口库存缓慢去化



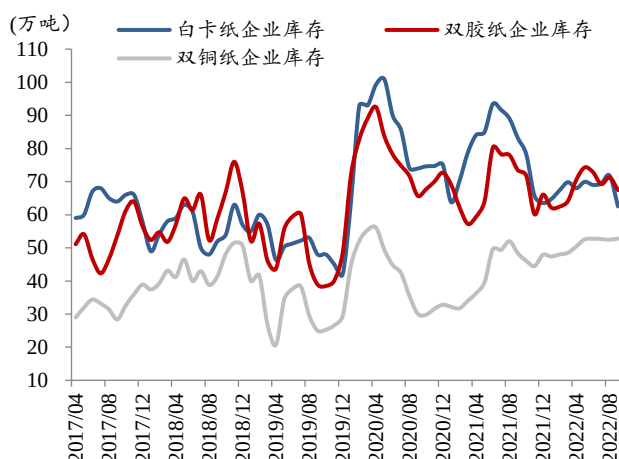
来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 54：白卡/双胶/铜版社会库存仍处高位



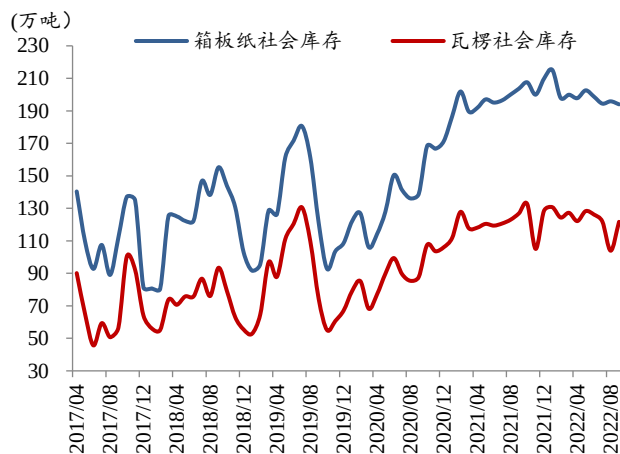
来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 55：木浆系各纸种企业库存保持稳定



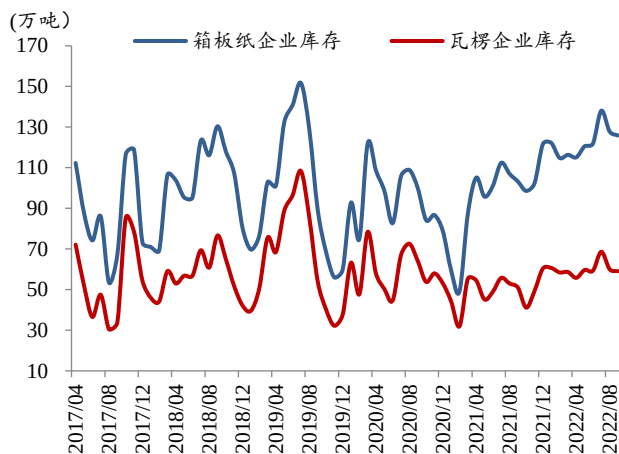
来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 56：废纸系各纸种社会库存仍在高位



来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 57：箱板纸企业库存处于历史高位



来源：卓创资讯，国金证券研究所

2.3 投资建议：关注受益于浆价下行的特种纸标的

我们建议关注格局较好、有望率先受益浆价下行的特种纸标的，中长期推荐关注原料自供率高、吨净利望逐季改善的浆系龙头太阳纸业，以及后续需求修复预期下，吨盈利弹性具备弹性的废系龙头山鹰国际。

仙鹤股份：业绩环比稳健修复，多元布局成长动能充沛。3Q 公司实现营收 19.12 亿元，同比增长 29.54%；实现归母净利润 2.13 亿元，同比减少 27.7%，提价+降本增效带动吨盈利稳步提升，剔除夏王投资收益，预计 1Q/2Q/3Q 吨净利 627/855/981 元/吨，环比+295/+228/+125 元，夏王吨盈利预计 500 元/吨左右（环比-610 元/吨），主要下游需求疲软导致提价较为弱势。伴随 Arauco、UPM 产能于 4Q22、1Q23 陆续投放，看好 23 年起浆价成本压力减轻带动的盈利弹性。中长期角度，公司将逐渐转型为林/草、浆、纸一体化企业，竞争力和盈利稳定性都将进一步增强。

太阳纸业：短期盈利承压，静待下游需求修复，中长期成长逻辑通畅。造纸业务：疫情扰动纸价提涨承压，用浆成本达到单季最高，3Q 盈利筑底。溶解浆&商品浆保证底层利润，再次彰显公司一体化配套对盈利底带来的优势。从中长期布局角度，南宁项目（一期）将建设年产 220 万吨高档包装纸生产线、50 万吨本色化学/15 万吨漂白化学浆技改生产线以及相关配套项目。有望在产品结

构优化、物流体系完善、销售渠道建设等方面进一步协同，山东-老挝-广西基地战略布局完整，进一步巩固龙头地位。

3. 家清个护：经营改善整体趋势确立，成本压力分化

3.1 需求整体平淡，成本压力边际缓解

收入端：低基数、必选消费属性下，板块整体在弱复苏基调下稳步回升，从微观视角来看，受单一原材料压制较为严重的个护品牌企业经营策略出现分化，部分企业采取积极扩张的方式底部抢占份额提升市场地位，部分企业则采取以利润为先的偏保守型策略，短期放缓渠道拓展进度，提升经营质量。

盈利能力：经营改善整体趋势确立，成本端压力有所分化。以无纺布品为原料的个护板块成本压力边际放缓，盈利呈改善趋势。而以木浆为原料的生活用纸品类则成本压力仍较高，各公司提价方式进行成本压力转嫁，盈利落入短期历史底部区间。

图表 58：2-3Q22 家清个护企业营收增速有所回暖

		2016	2017	2018	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22
中游代工	依依股份	6.71%	17.58%	21.54%	13.76%	20.76%	5.56%	13.87%	27.58%	20.77%
	可靠股份	-	-	15.16%	29.52%	39.31%	-27.44%	-3.34%	-8.59%	-2.02%
	豪悦护理	-	63.69%	90.48%	34.76%	32.64%	-4.98%	-2.80%	17.70%	20.57%
下游品牌商	百亚股份	6.85%	9.67%	18.63%	19.59%	8.82%	16.97%	6.59%	-2.86%	4.23%
	维达国际	24.35%	11.86%	10.33%	8.03%	2.72%	13.11%	2.15%	6.57%	6.55%
	中顺洁柔	28.74%	21.76%	22.43%	16.84%	17.91%	16.95%	-10.36%	2.82%	-2.56%
	稳健医疗	40.72%	36.63%	9.76%	19.16%	173.99%	-35.87%	2.37%	27.05%	31.31%

来源：wind，国金证券研究所

图表 59：2-3Q22 家清个护企业单季度营收增速

季度营收YOY	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
中游代工	依依股份	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	40.55%	-28.16%	10.17%	15.36%	13.87%	43.69%	10.26%
	可靠股份	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10.30%	6.06%	-38.72%	-45.54%	-20.44%	-3.34%	-14.47%	15.52%
	豪悦护理	-	-	-	-	-	-	-	-	-	18.93%	-2.00%	7.78%	-37.92%	-13.90%	47.52%	-2.80%	37.25%	26.11%
下游品牌商	百亚股份	-	-	-	-	-	-	-	-	25.91%	21.59%	4.67%	34.74%	16.11%	7.85%	10.17%	6.59%	-13.65%	20.90%
	维达国际	21.81%	10.92%	1.37%	8.39%	7.88%	7.27%	12.45%	5.19%	-16.18%	10.57%	-0.21%	30.74%	9.49%	7.19%	8.68%	2.15%	10.82%	6.54%
	中顺洁柔	18.65%	24.78%	21.65%	24.20%	25.78%	19.88%	10.21%	13.61%	8.46%	19.21%	17.70%	25.81%	10.29%	4.54%	26.75%	-10.36%	15.74%	-13.86%
	稳健医疗	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	52.97%	-33.58%	-67.06%	-26.35%	2.37%	58.30%	41.15%

来源：Wind，国金证券研究所

图表 60：家清个护企业单季度毛销差环比呈改善趋势

季度毛销差	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
中游代工	依依股份	-	-	-	-	-	-	-	19.23%	33.24%	-	-	17.34%	18.76%	17.02%	9.23%	9.78%	11.80%	14.06%
	可靠股份	-	-	-	-	-	-	-	22.19%	33.00%	19.30%	18.90%	19.83%	16.24%	8.27%	-1.08%	5.17%	1.48%	5.32%
	豪悦护理	-	-	-	-	-	24.03%	27.36%	30.43%	41.85%	27.70%	22.64%	24.50%	24.68%	21.55%	20.84%	17.27%	19.83%	19.57%
下游品牌商	百亚股份	-	-	-	-	19.04%	13.63%	22.05%	27.86%	20.02%	26.86%	25.01%	30.08%	25.11%	23.39%	23.34%	23.06%	15.89%	21.79%
	中顺洁柔	7.53%	16.99%	14.82%	15.63%	16.77%	18.26%	20.91%	19.78%	22.52%	23.67%	21.22%	19.39%	21.87%	14.46%	11.14%	10.59%	15.10%	11.26%
	稳健医疗	-	-	-	-	-	30.31%	16.99%	35.47%	40.71%	55.90%	42.43%	37.39%	25.91%	17.32%	18.17%	27.54%	32.71%	27.82%

来源：Wind，国金证券研究所

3.2 行业展望&投资建议：短期看好必选品改善趋势，中高端&品类开拓值得关注

短期角度：静待库存企稳需求好转。需求端来看，1Q 居民仍处于去库状态，预计 2Q 起企稳修复，但鉴于终端需求仍较为疲软，预计修复趋势较为确定，但修复幅度和修复节奏仍具有不确定性。

中长期角度，高端化、多品类仍是发展主线。尽管短期需求端的疲软部分的延缓了中高端新品的推出和升级速度，但中长期以产品力提升为引导的消费升级主线仍未改变。以洁柔、维达为代表的生活用纸企业积极推进产品结构高端化。例如，洁柔一方面完善并优化生活用纸品牌矩阵，另一方面建立护理用品、健康精品业务板块，从外界引进优质人才优化组织架构，战略性重点发展非传统干巾业务品类，加速更高毛利的个护、健康精品业务发展。维达则持续推进高端品牌立体美、得宝的多系列品类的开拓，且强化中高端个护卫生巾品牌 Libresse 的推广，中高端产品占比稳步提升，优化盈利结构。

短期虽竞争压力仍存，中长期我们看好头部品牌企业通过产品创新进行中高端升级以及个护等高毛利品类的开拓。重点关注**维达国际**（23年起预计浆价下行获得盈利弹性释放，纸巾得宝&立体美高端化升级、中高端卫生巾品牌 Libresse 丰富 SKU+拓渠道顺利推进）、**百亚股份**（线上进入放量期，核心区域修复较优，川渝向外围市场发力）。

维达国际：短期业绩承压，品类升级持续推进

短期静待成本压力缓解盈利修复，中期高端产品升级优化&个护红利有望持续释放。原材料角度，短期木浆价格仍高位震荡，但伴随海外浆产能投放，中期木浆价格预计进入回调期，自21年12月起，公司稳步提价，盈利水平有望于20起触底修复。产品结构角度，中高端纸巾系列 Tempo、立体美保持双位数增长，卫生巾品牌 Libresse 发展势头较好，品类矩阵丰富、各渠道的广泛铺货，有望进一步优化品类结构和盈利结构。

百亚股份：发力线上向全国突围，产品升级优化盈利结构

卫生巾恢复靓丽成长，敏感肌新品推出带动产品升级。电商成长加速，线下外围省份持续开拓。四川、贵州部分核心区域在疫情封控影响下 3Q 增速仍表现较优，外围省市开拓速度受疫情/渠道投放策略改变等节奏略有放缓，预计后续调整后重启加速开拓。近期产品端新发布天然蚕丝“敏感肌”系列，中高端新品推出推动产品结构优化，看好中期公司份额持续提升。

4. 宠物板块：海外增速略有放缓，国内强成长有效对冲成长压力

3Q 起海外营收增速放缓，受益汇率盈利增厚。受美国禽流感加剧引发鸡肉原料价格上涨、库存扰动等引发海外需求担忧，外贸订单短期边际波动，国内企业通过提价积极进行成本压力对冲。展望 Q4，短期订单受下游客户去库影响或有扰动，盈利端预计延续三季度。中期角度，从历史复盘角度宠物食品消费韧性好于消费行业大盘，中期角度看好国内头部宠物食品公司凭借成本&供应链优势外销份额攀升。国内成长逻辑持续兑现，龙头乖宝宠物过会强化板块关注度，头部企业产品研发升级速度加快+渠道深耕效果兑现，量利齐升期有望加速到来。

国内自主品牌借助兴趣电商扩容+拓品类驱动仍快速成长，部分对冲短期海外成长压力。伴随国内宠物品牌进入快速成长期，两家公司分别完成了主品牌梳理，中宠确立了顽皮、Zeal、领先三大主品牌，佩蒂确立了爵宴/好适嘉为代表的主品牌进行重点发力，22Q3 中宠/佩蒂增速分别+30%/+70%以上，例如，以佩蒂旗下爵宴为代表的自主品牌借助大单品、新兴渠道策略差异化突围，后续品牌势能持续性值得关注。

图表 61: A 股宠物食品公司财务指标一览

		2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30	2022/9/30	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31
		1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	2019	2020	2021
营收及增速											
宠物食品	中宠股份	5.60	6.97	7.55	8.69	7.93	7.97	8.53	17.16	22.33	28.82
	yoy	50.19%	13.28%	19.48%	41.92%	41.58%	14.24%	12.98%	21.5%	30.1%	29.1%
	佩蒂股份	3.21	3.91	2.04	3.56	3.43	5.03	5.09	10.08	13.40	12.71
	yoy	33.02%	14.70%	-47.77%	-3.33%	7.03%	28.70%	149.49%	16.0%	32.9%	-5.1%
宠物用品	依依股份	3.10	2.63	3.71	3.66	3.53	3.79	4.09	10.28	12.41	13.10
	yoy	40.55%	-28.16%	10.17%	15.36%	13.87%	43.69%	10.26%	13.8%	20.8%	5.6%
	源飞宠物	2.49	2.30	3.56	2.34	3.50	1.98	2.36	5.15	6.08	10.69
	yoy	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	40.36%	-13.65%	-33.75%	18.5%	18.2%	75.7%
毛利率											
宠物食品	中宠股份	21.9%	21.1%	18.9%	19.0%	18.5%	19.6%	20.0%	23.8%	24.7%	20.0%
	佩蒂股份	21.9%	27.6%	30.8%	14.2%	24.7%	27.9%	21.9%	25.0%	25.5%	22.9%
宠物用品	依依股份	18.4%	20.6%	18.1%	11.2%	10.8%	13.2%	15.3%	21.9%	26.0%	16.7%
	源飞宠物	24.6%	20.9%	24.7%	19.9%	26.5%	24.8%	20.1%	27.4%	26.2%	22.8%
归母净利润 (亿元) 及净利率											
宠物食品	中宠股份	0.21	0.40	0.31	0.24	0.23	0.45	0.46	0.79	1.35	1.16
	净利率	3.8%	5.7%	4.1%	2.7%	3.0%	5.6%	5.4%	4.6%	6.0%	4.0%
	佩蒂股份	0.23	0.42	0.14	(0.19)	0.29	0.62	0.67	0.50	1.15	0.60
	净利率	7.3%	10.6%	6.7%	-5.2%	8.3%	12.3%	13.3%	5.0%	8.6%	4.7%
宠物用品	依依股份	0.33	0.27	0.43	0.11	0.18	0.47	0.61	1.07	1.94	1.14
	净利率	10.7%	10.3%	11.6%	2.9%	5.2%	12.4%	15.0%	10.4%	15.7%	8.7%
	源飞宠物	0.36	0.21	0.57	0.23	0.58	0.44	0.36	0.55	0.83	1.37
	净利率	14.3%	9.2%	16.1%	9.7%	16.7%	22.1%	15.3%	10.7%	13.7%	12.8%
季度累计及年度存货周转天数											
宠物食品	中宠股份	106.3	91.4	88.4	83.3	73.1	76.5	78.2	78.3	90.4	83.3
	佩蒂股份	103.3	102.3	141.0	133.4	153.7	136.9	123.5	86.4	87.2	133.4
宠物用品	依依股份	35.9	44.4	41.2	46.4	47.7	52.6	52.0	36.1	38.1	46.4
	源飞宠物	-	76.4	-	73.5	60.3	84.7	84.6	51.9	75.9	73.5
季度累计及年度应收账款周转天数											
宠物食品	中宠股份	48.7	48.1	49.1	38.7	44.7	43.1	46.2	43.7	41.0	38.7
	佩蒂股份	64.8	67.1	62.3	60.4	71.5	66.5	64.0	63.2	55.9	60.4
宠物用品	依依股份	61.1	59.7	69.9	66.7	67.7	69.7	71.5	55.2	52.9	66.7
	源飞宠物	-	61.5	-	48.8	52.7	51.2	57.1	76.8	74.0	48.8
资本开支 (亿元)											
宠物食品	中宠股份	0.74	0.69	0.99	0.42	0.65	0.86	1.09	1.52	1.93	2.84
	佩蒂股份	0.88	0.74	0.23	0.26	0.39	0.17	0.25	1.44	3.70	2.11
宠物用品	依依股份	0.40	1.01	0.63	0.45	0.24	0.26	0.15	0.42	2.74	2.49
	源飞宠物	0.10	0.33	0.05	0.14	0.14	0.20	0.29	0.92	0.49	0.62

来源: Wind, 国金证券研究所

5. 风险提示

下游需求不及预期导致提价不及预期的风险: 若下游需求持续疲弱, 则影响了大宗造纸、生活用纸、个护等品类下游消费需求, 提价有望无法推进, 导致企业盈利持续承压。

原材料价格大幅上涨的风险: 若木浆等原材料价格大幅上涨, 则导致企业成本压力加大, 无法向下游及时传导进而导致盈利能力削弱, 造成业绩不及预期。

新品推广不及预期的风险: 家清及个护企业积极应对行业竞争, 推出新品以迎合下游消费需求, 若新品推广销售不及预期, 则会影响公司的业绩表现。

代工商大客户流失的风险: 个护代工商下游客户集中度较高, 且下游客户市场竞争较为激烈, 若出现大客户减少订单或流失, 则会影响公司的业绩表现。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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