



国金证券
SINOLINK SECURITIES

证券研究报告

国金证券 掘金 · 中报业绩总结

轻工行业中报总结： 板块业绩筑底，龙头韧性显现

分析师：谢丽媛

执业编号：S1130521120003

联系人：张杨桓/尹新悦

DATE: 2022.9.1

核心观点

家居：2Q龙头收入具备韧性，H2盈利修复可期。定制、成品家居2Q在疫情及地产端影响下，整体板块收入增长略承压，而头部企业依托强劲零售能力，整体收入增长韧性凸显，并且成品家居企业盈利改善也已开启。H2头部企业在收入端依托品类融合、渠道丰富，进一步“抢流量+扩客单”支撑稳步增长的情况下，随着原材料价格逐步回落叠加人民币贬值带来汇兑收益，H2利润大幅改善可期。坚定把握龙头的同时，重点还可关注低估值改善型标的弹性。

造纸：大宗静待需求回升盈利修复，特种纸关注浆价拐点。受上游成本压制+下游需求疲软影响，提价落地迟滞导致中游利润受挤压，2Q盈利修复弹性排序：特种纸>浆系纸>废纸系。伴随旺季到来，成本推动型提价仍可期待，但盈利弹性释放节奏和幅度仍以需求为主调节变量，中期木浆供给端压制因素解除，原料宽松供需格局下价格有望回落，看好格局较好的特种纸盈利弹性兑现。

宠物：汇率受益奠定底层利润，看好2H国内头部品牌加速成长。人民币贬值带来的利润端修复于Q2起兑现，短期提价落地+汇率持续优化盈利能力，底层利润进一步夯实，中期有望凭借优质制造能力提升海外宠物零食市场份额，国内基于优质产业链布局、精细化渠道管理、品牌矩阵搭建，长坡厚雪成长性值得期待。

风险提示：下游需求不及预期；原材料价格大幅上涨；新品推广不畅。

会议观点提炼

- 轻工行业家居、造纸、宠物等重点细分板块在诸多外部因素影响下，H1均呈现头部增长具备强韧性现象，分化进一步加剧。展望下半年及明年，各板块盈利均存进一步修复机会。家居板块稳健策略把握两大头部企业机会，弹性策略可重点关注低估值改善型标的的机会。造纸板块重点关注浆价拐点带来的特种纸盈利修复。宠物板块汇率受益奠定底层利润，看好H2国内头部品牌加速成长。

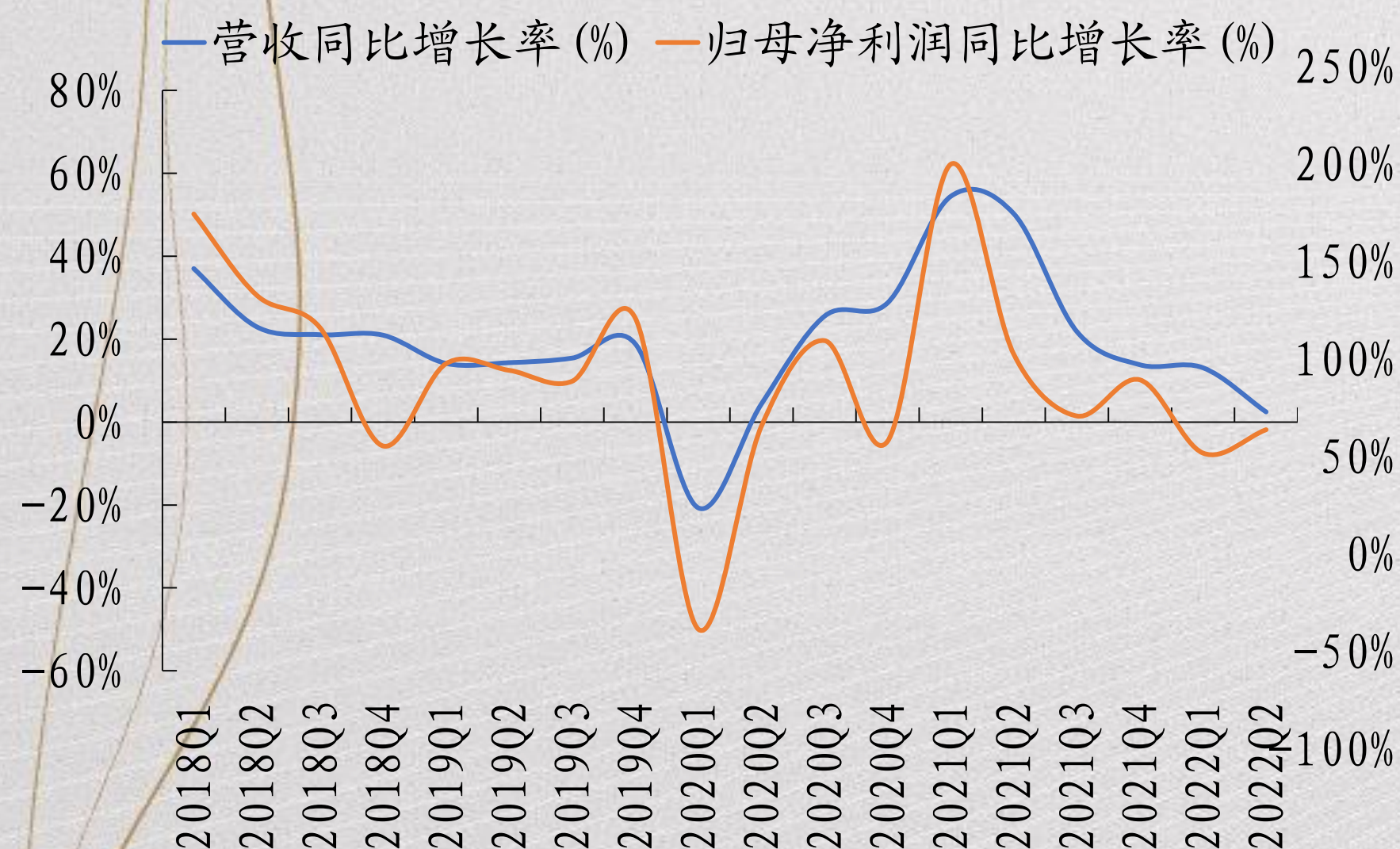
轻工行业总览：H1业绩整体承压，H2把握盈利改善主线机会

- **营收端：**H1轻工行业整体受疫情影响，下游需求承压，2Q整体行业营收增长较1Q有所放缓，但由于刚性需求相对偏多且下游需求较为分散，1Q/2Q行业整体营收分别同比+6.5%/+5.8%，未出现显著下降。
- **利润端：**H1除部分行业获汇兑收益外，整体来看，在原材料价格上涨影响下，利润相对承压。2Q起部分行业表观利润已开始修复，但若剔除汇兑贡献，实质利润修复仍不明显，H2随着原材料边际回落叠加提价落地，各板块盈利有望迎实质修复。

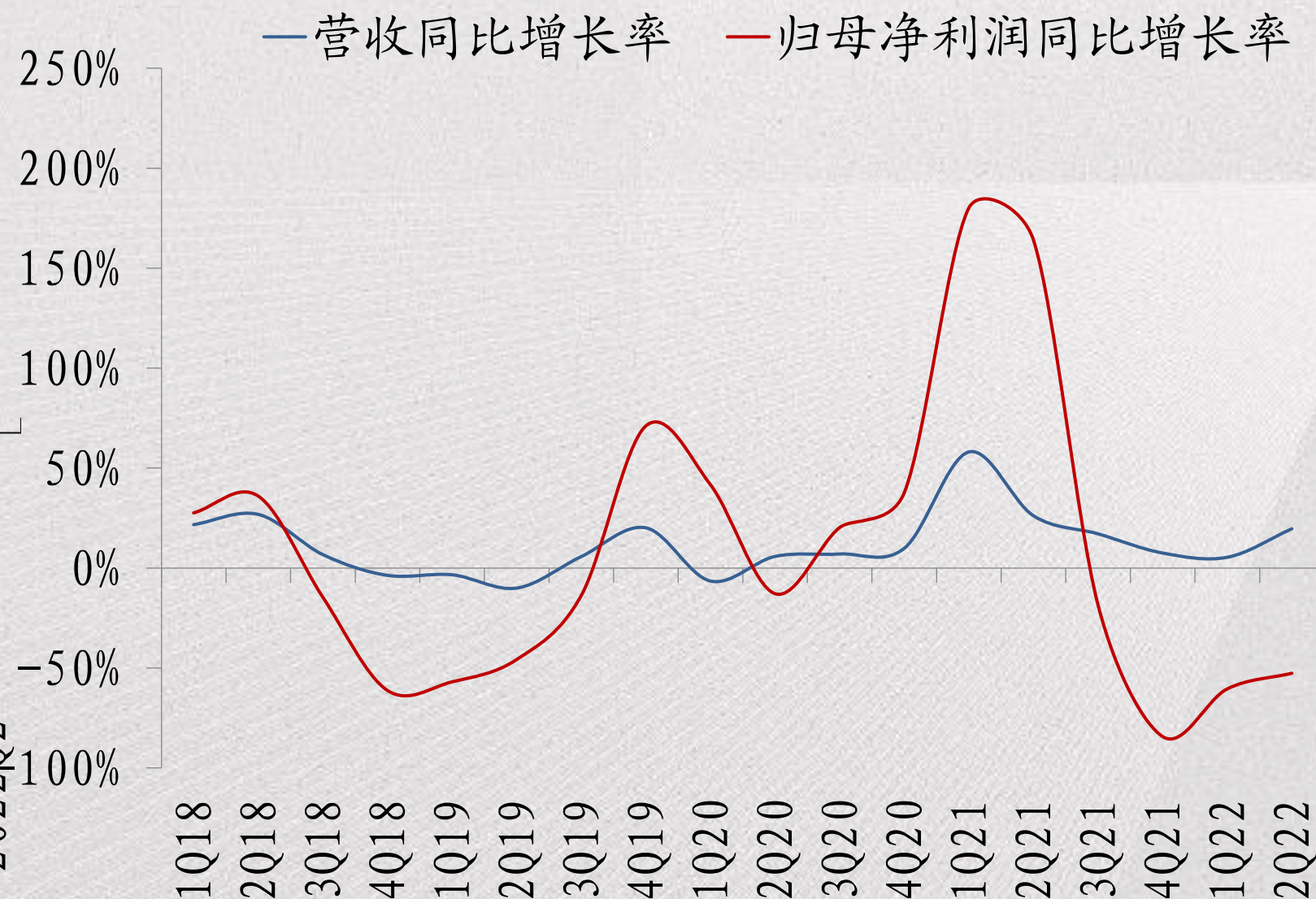
图表 轻工全行业分季度营收及利润增速



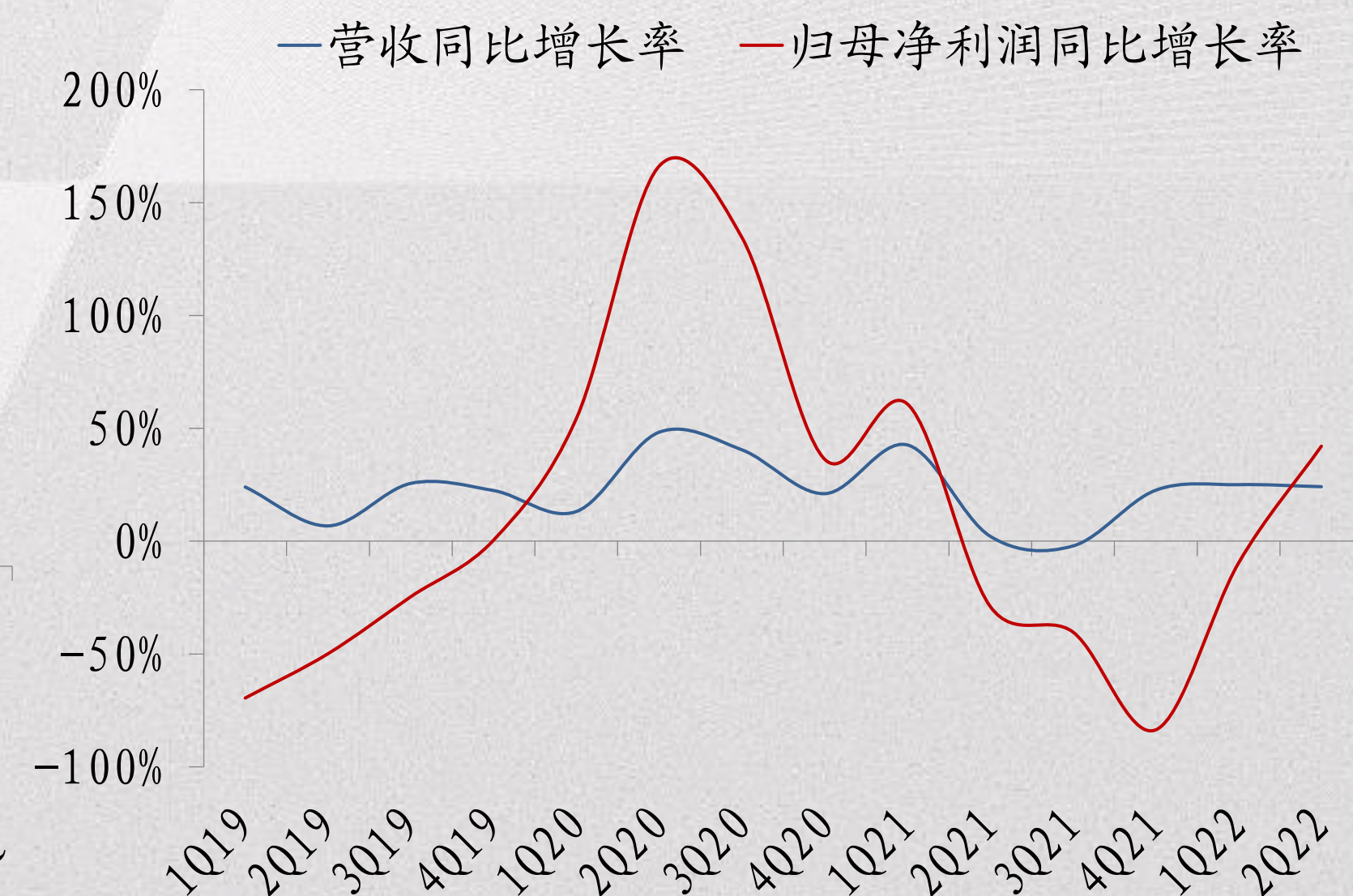
图表 家居板块分季度营收及利润增速



图表 造纸板块分季度营收及利润增速



图表 宠物板块分季度营收及利润增速



- 1 家居：利润亟待修复，低估值改善型标的机会显现**
- 2 造纸：大宗静待需求回升盈利修复，特种纸关注浆价拐点**
- 3 宠物板块：汇率受益奠定底层利润，国内品牌加速扩张**

1.家居板块总览：收入增长分化明显，盈利亟待修复

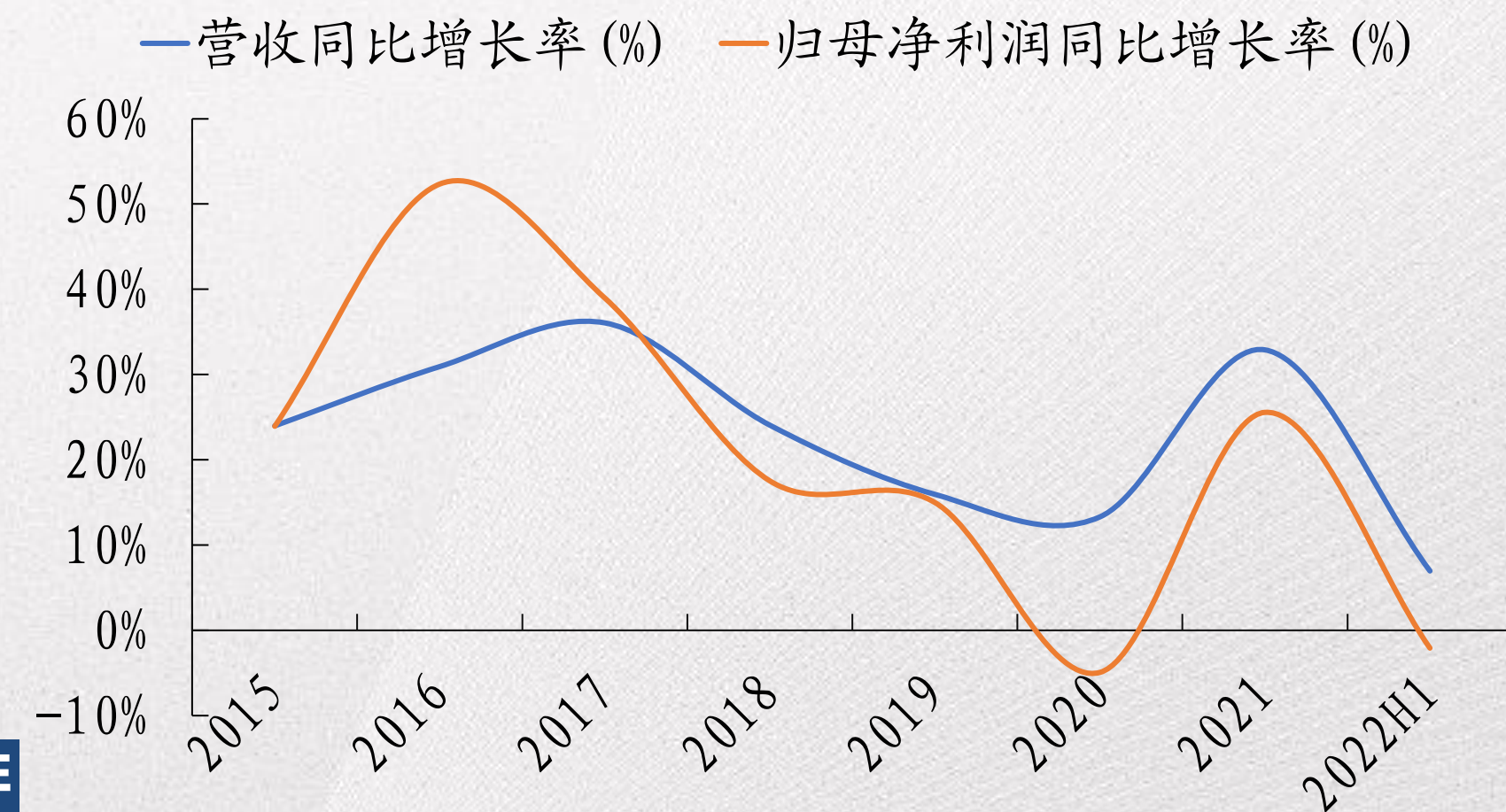
- **业绩回顾：板块内部分化加剧，龙头韧性显现。**22年Q2家居板块整体收入、利润增长均承压。22年Q2板块营收/利润分别+2.5%/-1.9%，收入端主要受疫情及地产端影响，而利润端由于原材料涨价叠加渠道竞争加剧，使得板块利润整体承压。但在整体降速的情况下，可明显发现头部企业韧性较强，行业内规模分化进一步加剧，欧派/喜临门2Q收入分别同比+13.2%/+18.5%，显著领先行业。

图表 家居上市企业22年中报业绩统览

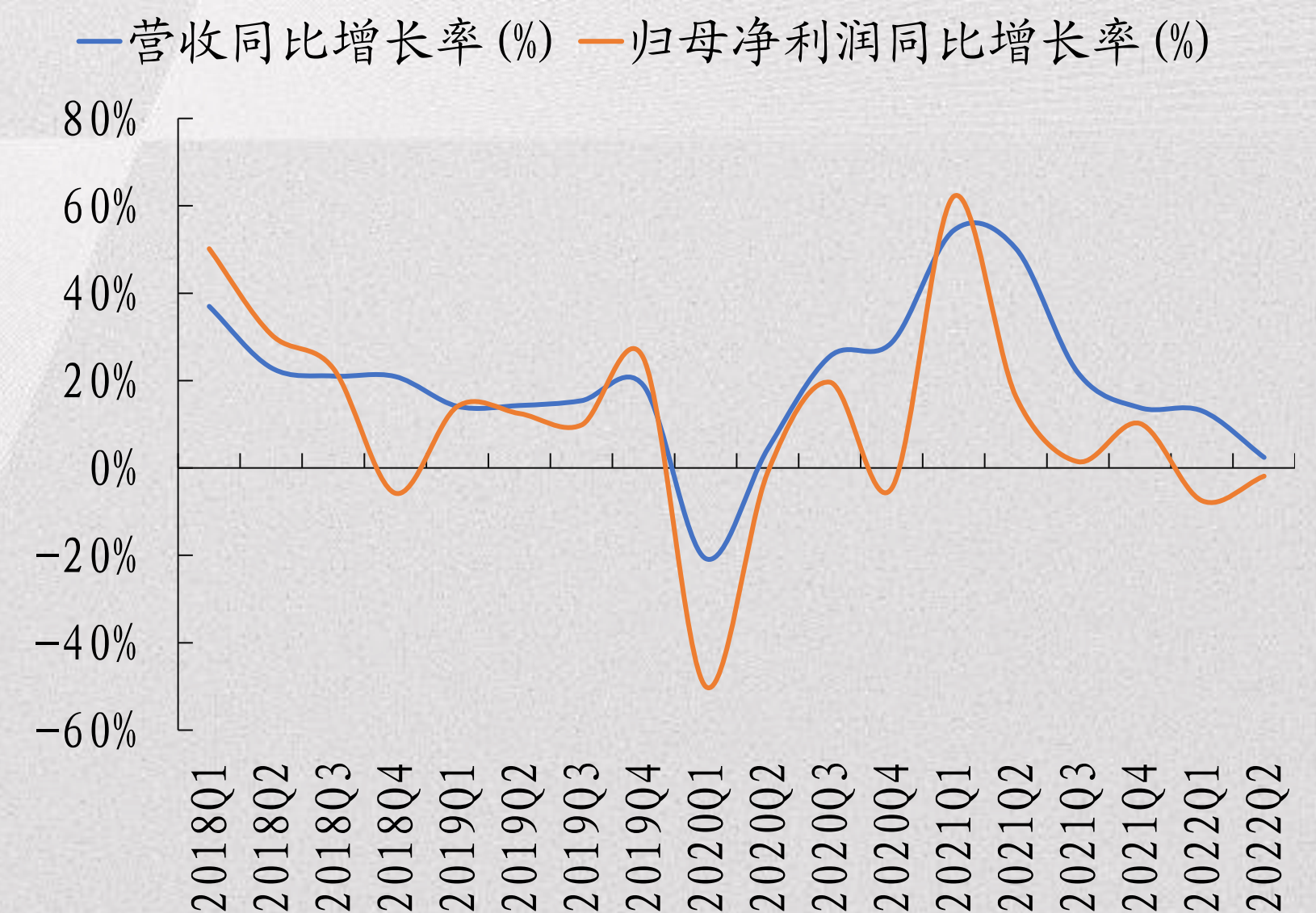
单位：亿元	H1营收	H1营收同比	H1归母净利同比	H1扣非归母净利同比	22年Q2营收同比	22年Q2归母净利同比	22年Q2扣非归母净利同比
定制家具							
欧派家居	96.9	18.2%	0.6%	3.8%	13.2%	-0.5%	1.5%
索菲亚	47.8	11.2%	-7.6%	-9.8%	9.6%	-9.3%	-14.7%
尚品宅配	23.0	-27.5%	-336.2%	-1095.9%	-31.1%	-101.4%	-191.3%
志邦家居	20.4	6.7%	4.0%	-3.5%	4.1%	5.3%	2.6%
金牌厨柜	14.3	7.8%	6.7%	-5.7%	2.4%	45.6%	-16.9%
好莱客	14.0	-8.4%	-9.4%	-14.4%	-18.4%	-14.7%	-20.7%
我乐家居	7.1	-4.5%	-23.1%	-11.7%	-15.3%	-34.2%	-27.7%
皮阿诺	5.7	-31.9%	-39.0%	-55.3%	-32.0%	-34.6%	-58.7%
软体家居							
顾家家居	90.2	12.5%	15.3%	17.2%	5.7%	15.5%	14.4%
梦百合	40.8	4.7%	849.0%	254.1%	-3.5%	213.8%	154.5%
喜临门	36.1	16.1%	0.9%	16.1%	18.5%	24.5%	17.2%

来源：Wind 国金证券研究所

图表 家居行业板块历年营收与净利润同比增长率



图表 家居行业板块单季度营收与净利润同比增长率



1.1 定制家居：2Q盈利仍未明显改善，收入分化已是主旋律

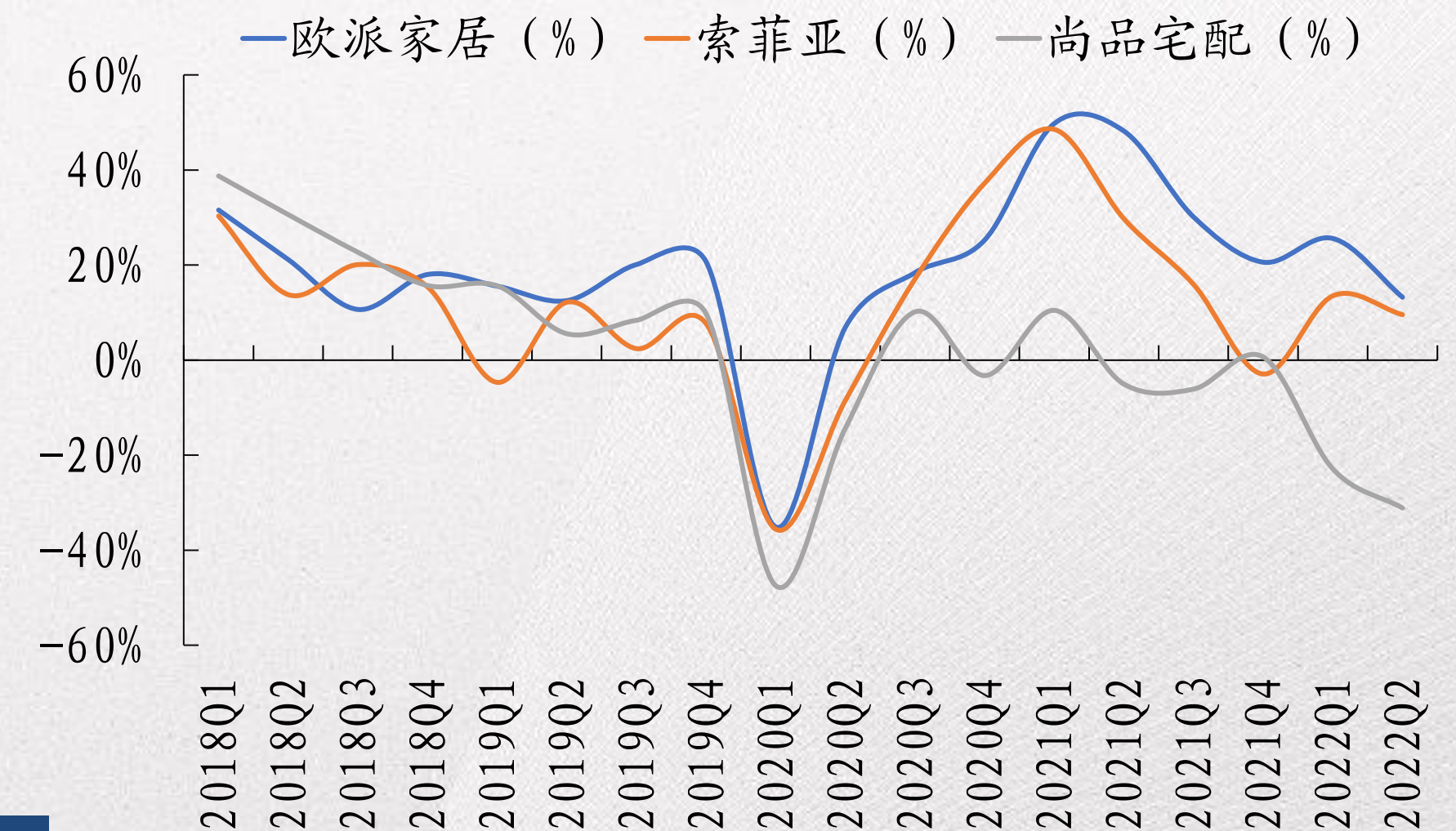
- 2Q在疫情影响收入增长的情况下，2Q由于原材料仍处高位，叠加大宗渠道显著压缩利润，整体使得2Q板块盈利仍全面承压。而收入端来看，呈现强者恒强的趋势，欧派/索菲亚依然增速显著领先行业，2Q分别同比+13.2%/+9.6%，零售能力优异。

图表 定制家居企业分季度利润同比情况

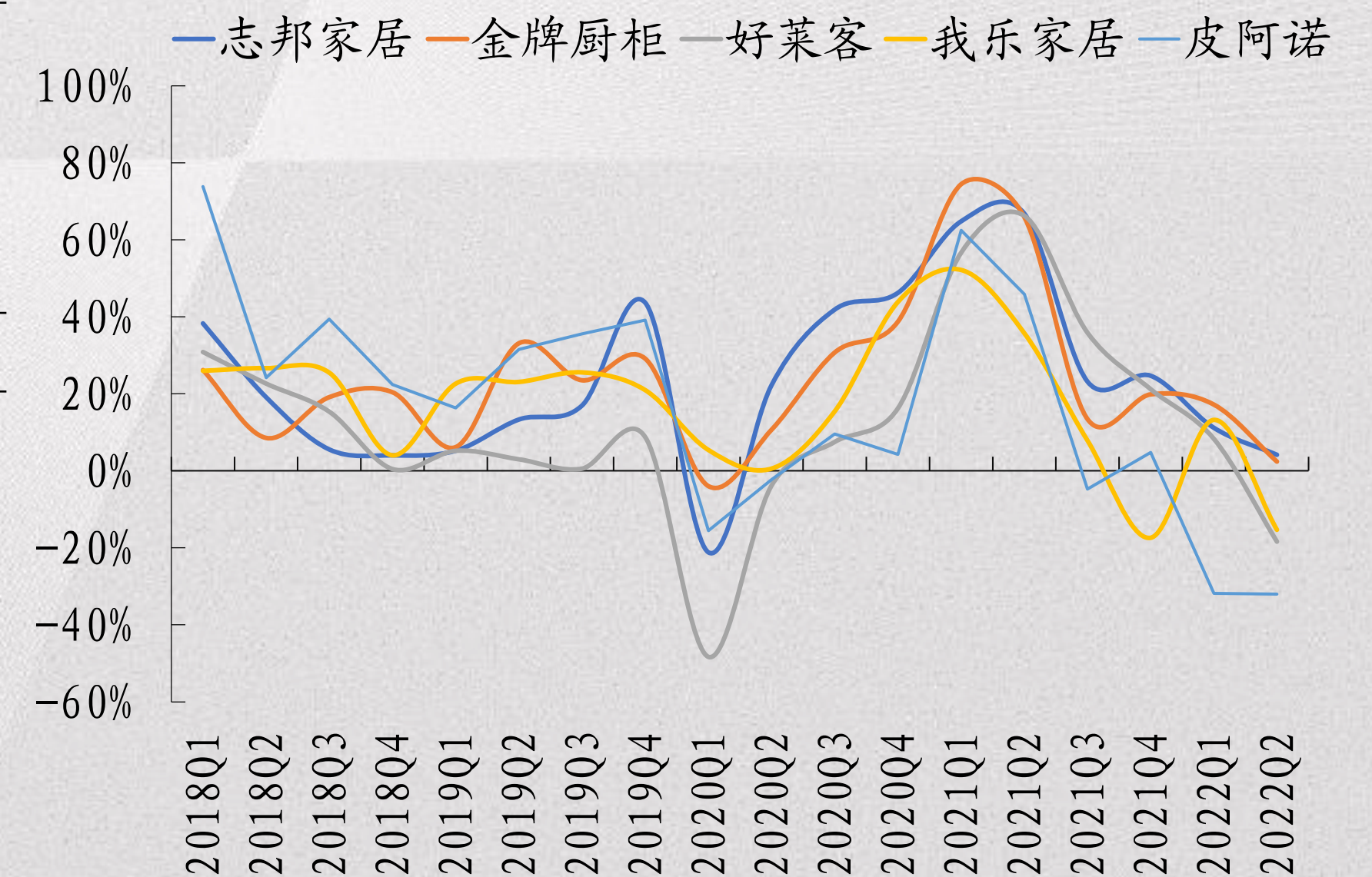
	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
一线品牌									
欧派家居	9.2%	28.9%	32.8%	340.0%	30.1%	14.5%	-10.0%	3.3%	-0.5%
索菲亚	27.4%	8.4%	39.1%	529.0%	-9.0%	14.4%	-242.0%	-2.1%	-8.7%
尚品宅配	-82.3%	4.8%	-77.4%	104.4%	10.2%	-75.5%	-95.1%	-1558.3%	-101.7%
二线品牌									
志邦家居	21.4%	19.8%	104.9%	213.2%	6.1%	0.9%	3.9%	1.4%	5.3%
金牌厨柜	8.3%	40.0%	30.1%	600.6%	-23.1%	-19.2%	24.8%	-33.9%	45.9%
好莱客	-15.9%	-7.6%	-3.8%	391.1%	36.1%	15.2%	-403.5%	-5.2%	-17.2%
我乐家居	0.6%	41.8%	75.1%	458.4%	-9.7%	-33.9%	-370.7%	15.7%	-34.2%
皮阿诺	16.8%	31.5%	50.7%	754.8%	29.6%	-8.7%	-1217.4%	-49.8%	-38.6%

来源：Wind 国金证券研究所

图表 一线品牌单季度营收增速



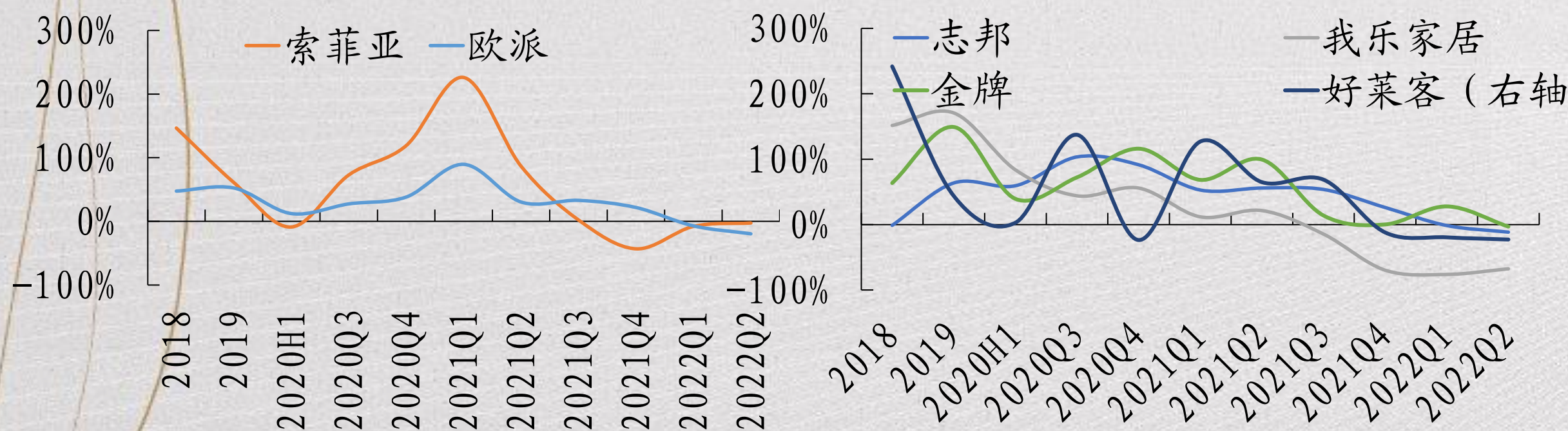
图表 二线品牌单季度营收增速



1.1.1定制家居：大宗红利逝去、零售门槛提升或是收入分化主因

- **大宗红利消退，零售渠道重要程度明显提升：**由于精装房渗透速度放缓并且地产商资金链较为紧张，家居公司主动控制大宗业务规模。今年H1大宗业务更是体现出负贡献，Q2欧派/索菲亚的大宗渠道对总收入增长的贡献度分别为-25.8%/-4.9%，其余，志邦/金牌的大宗渠道对各自也均呈现负贡献。大宗红利消退，行业竞争重回零售渠道。

图表 一线品牌大宗渠道营收历年增长率 图表 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

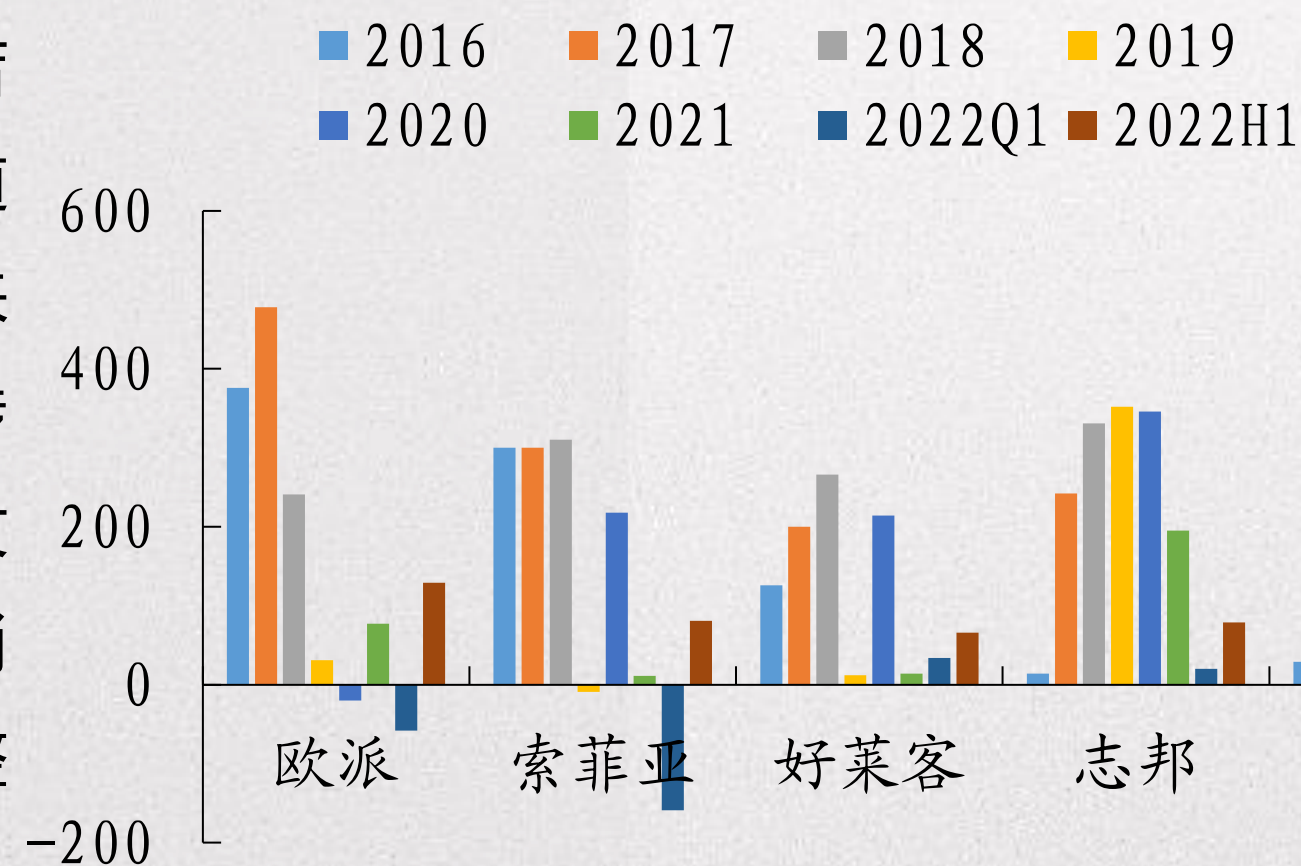
图表 各品牌大宗渠道增长贡献率正逐步下降

		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	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	42.2%	44.1	81.7%	18.3%
	2022Q1	7.7	36.7%	8.2	106.6%	-6.6%
	2022Q2	6.52	20.72%	8.20	125.8%	-25.8%
索菲亚	2017	16.3	34.0%	15	92.2%	7.8%
	2018	11.5	13.6%	8	69.8%	30.2%
	2019	3.8	0.3%	0.2	5.1%	94.9%
	2020	6.7	1.4%	1	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	2.08	10.17%	2.18	104.9%	-4.9%
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	0.76	24.4%	0.78	102.6%	-2.6%
	2022Q2	0.51	11.64%	0.97	189.2%	-89.2%
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	0.66	24.2%	0.27	40.9%	59.1%
	2022Q2	0.07	3.05%	0.16	232.5%	-132.5%

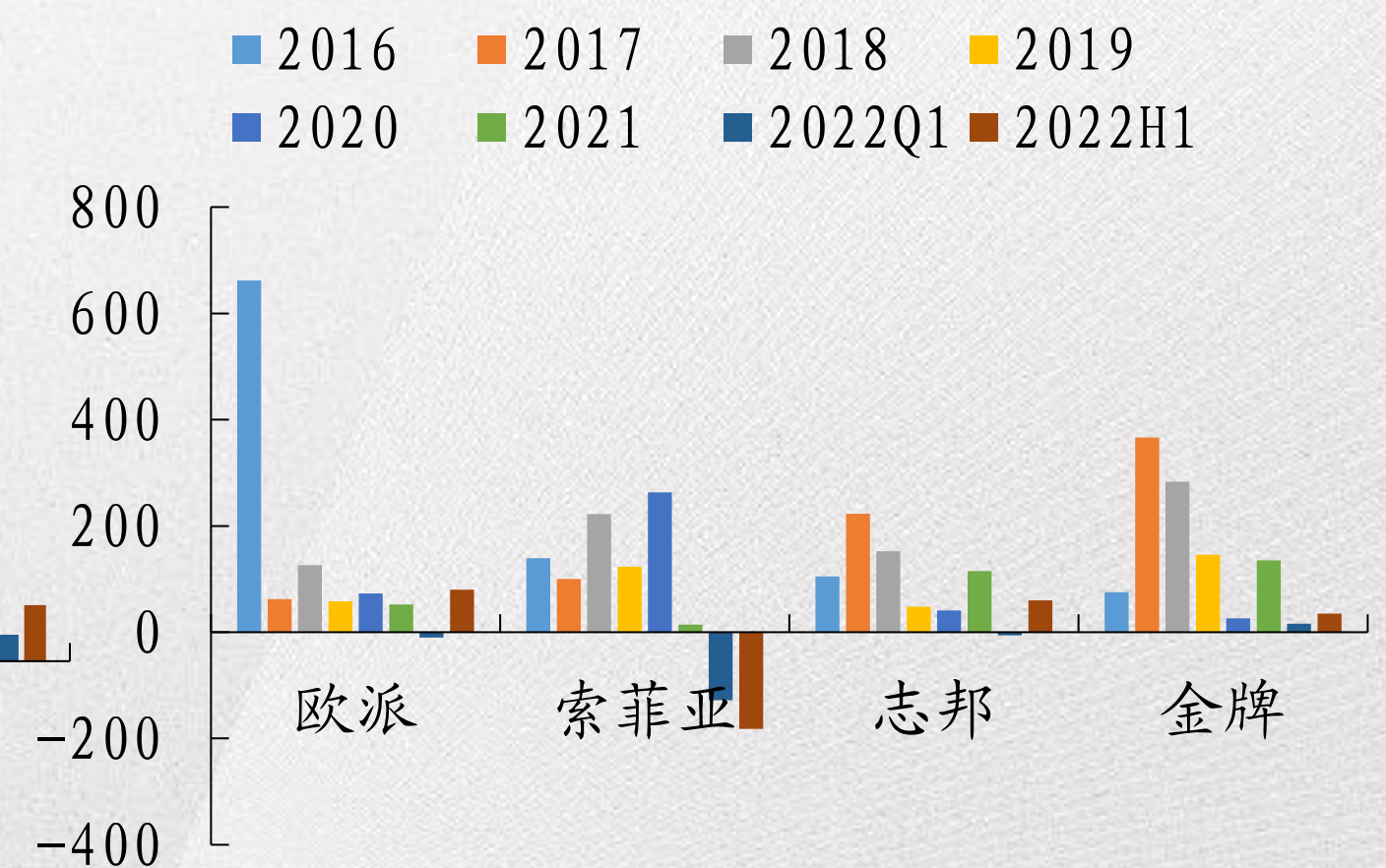
1.1.1定制家居：大宗红利逝去、零售门槛提升或是收入分化主因

➤ **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。

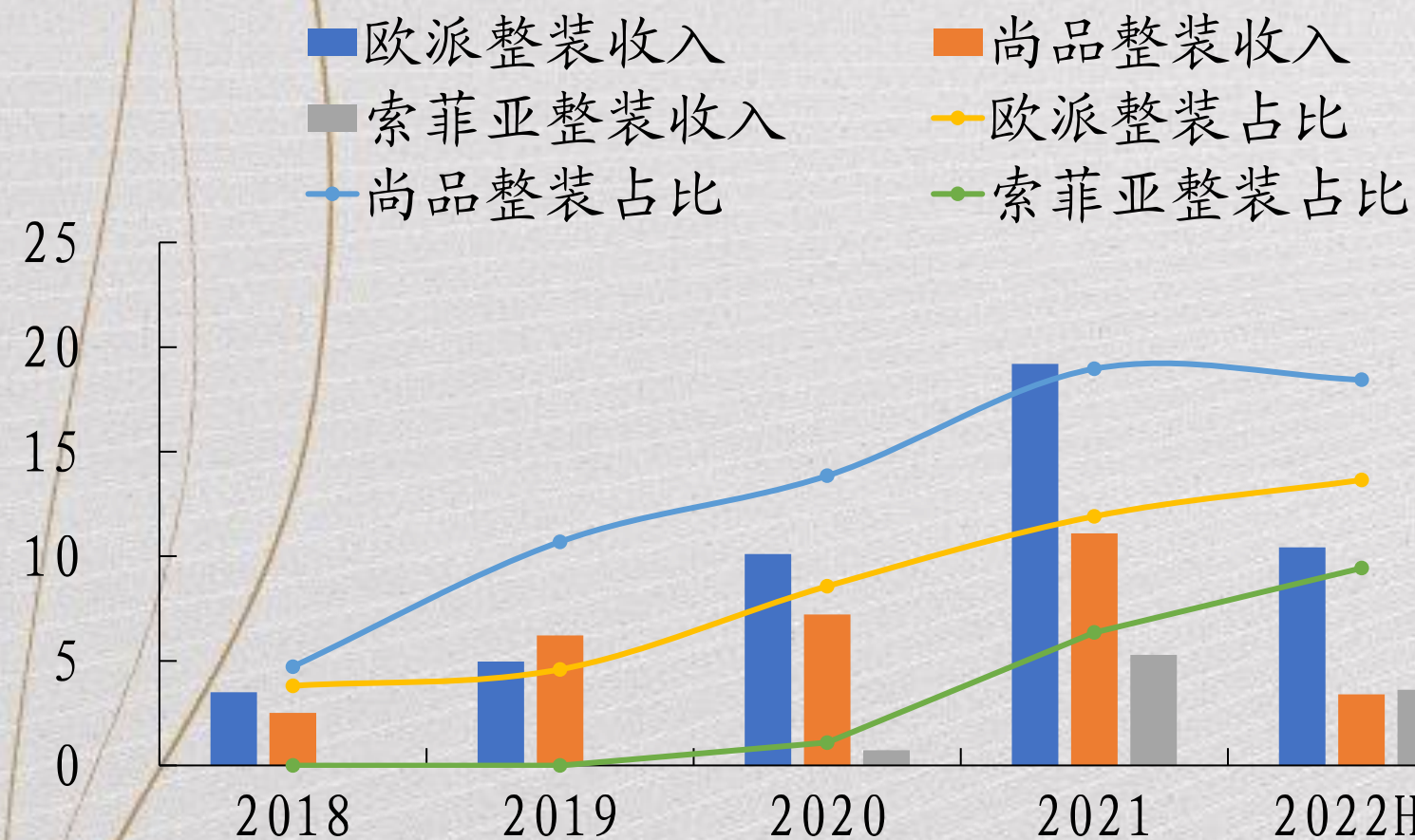
图表 各公司衣柜门店历年净增情况



图表 各公司橱柜门店历年净增情况

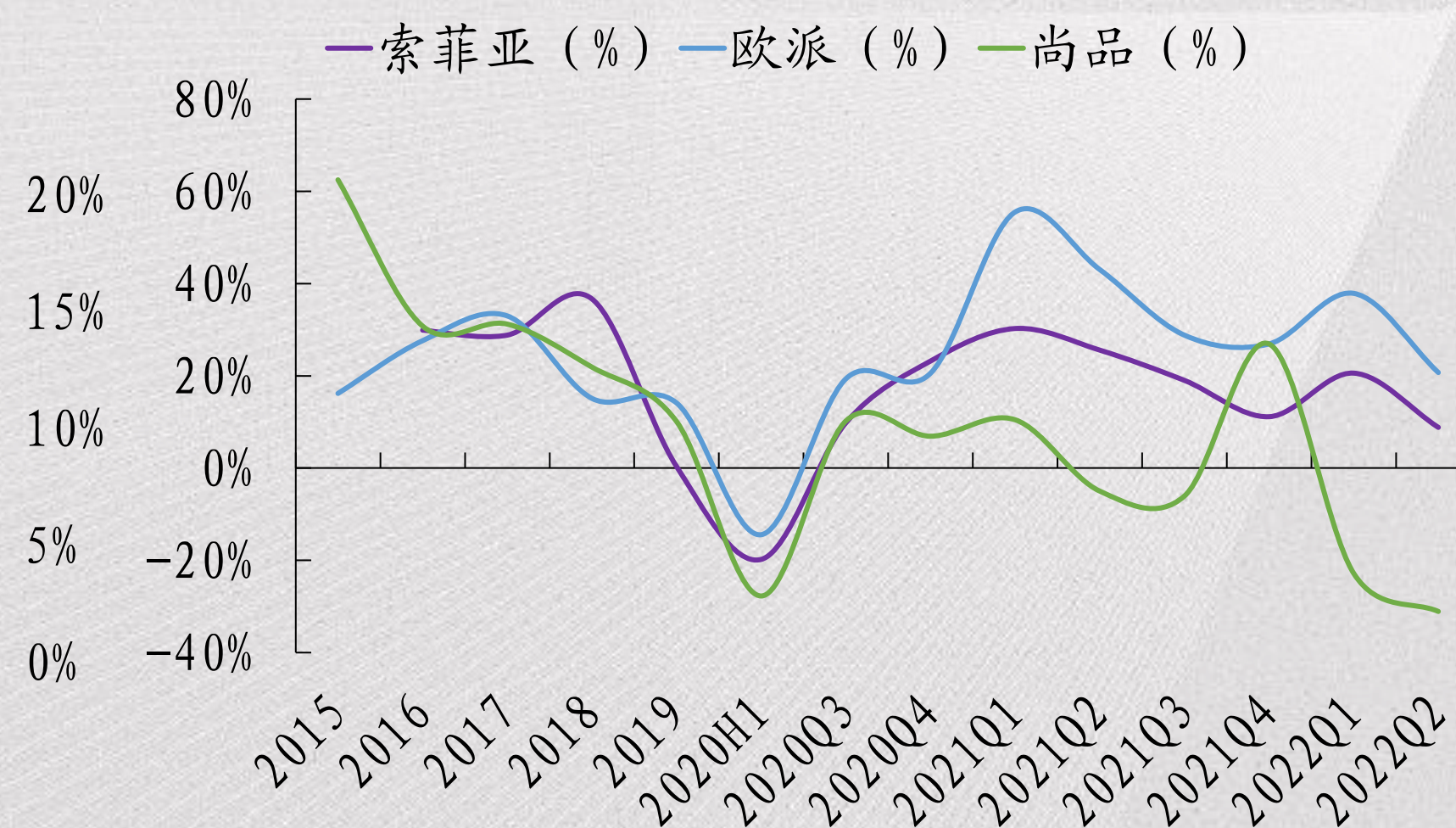


图表 各家整装业务收入及占比（亿元）

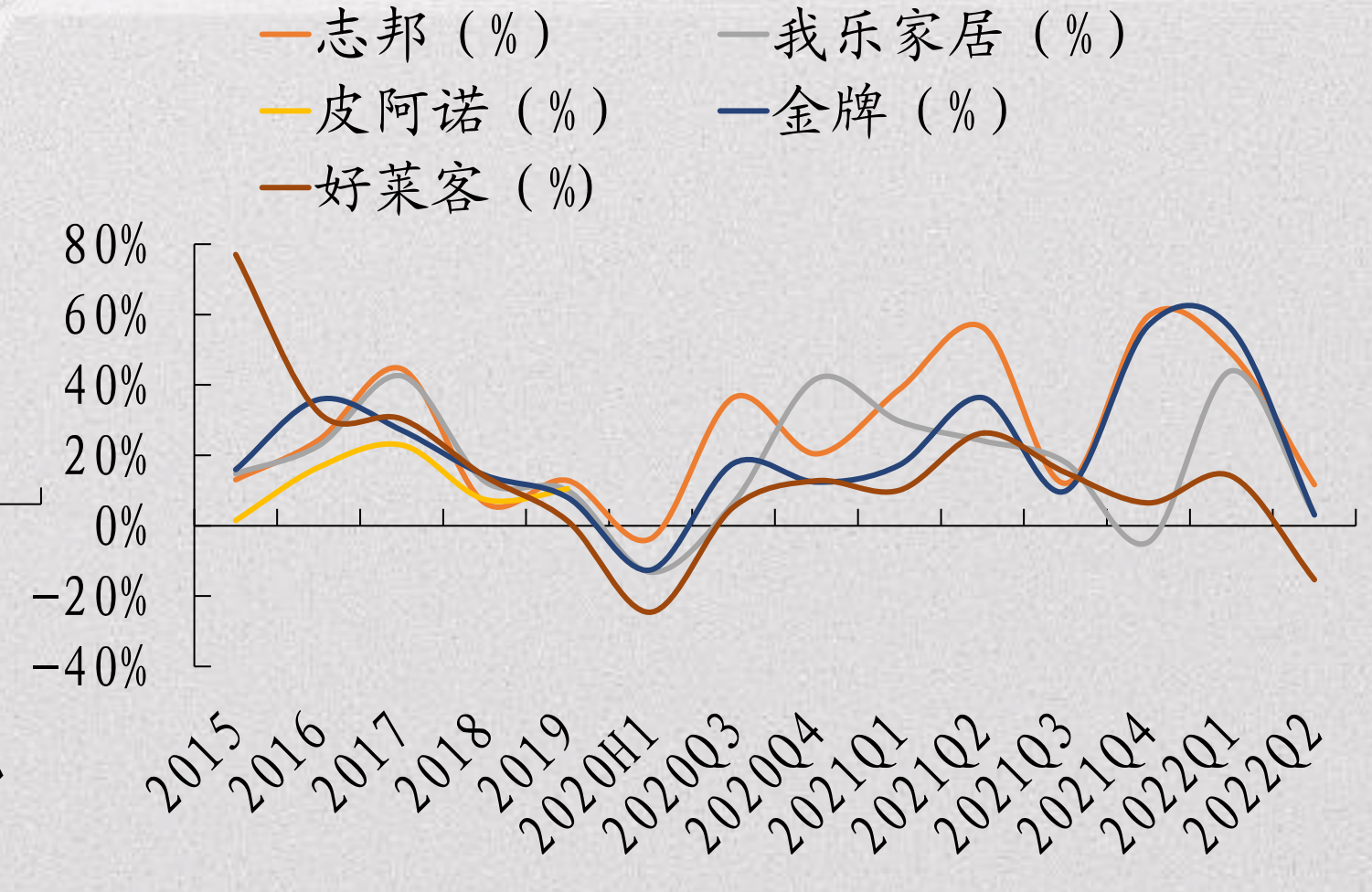


来源：Wind，国金证券研究所

图表 一线定制家居企业零售渠道各季度同比情况



图表 二线定制家居企业零售渠道各季度同比情况



1.1.2定制家居：盈利普遍承压，H2龙头改善可期

➤整体来看，在原材料价格高位、竞争加剧叠加配套产品结构占比提升的情况下，2Q各企业净利率同比普遍承压。但整体来看，2Q各家毛利率环比均有明显提升，同比下降幅度较1Q缩窄，其中欧派/金牌/我乐2Q毛利率分别同比+0.3/0.7/+3.0pct。

➤H2利润修复可期：随着原材料边际回落叠加产品涨价全面落地，H2各企业毛利率有望环比进一步修复，同比也有望大幅改善，在这一趋势下，H2优质零售企业利润率有望迎来率先改善。

图表 定制家居企业单季度毛利率

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
一线品牌										
欧派家居	23.9%	37.3%	38.8%	33.0%	30.2%	33.7%	33.3%	29.0%	27.7%	34.0%
索菲亚	30.9%	40.3%	38.7%	34.2%	31.2%	37.2%	35.8%	28.8%	31.3%	32.4%
尚品宅配	34.2%	35.4%	39.1%	25.5%	35.5%	34.3%	33.0%	30.9%	31.6%	34.4%
二线品牌										
志邦家居	37.7%	36.8%	38.8%	38.4%	36.5%	37.3%	35.5%	36.1%	35.1%	37.0%
金牌厨柜	32.0%	34.1%	32.1%	32.7%	28.0%	27.6%	31.4%	32.8%	29.9%	28.3%
好莱客	35.1%	38.5%	38.4%	34.3%	32.7%	35.0%	33.9%	33.7%	35.8%	36.5%
我乐家居	31.7%	43.5%	44.6%	43.7%	40.1%	41.5%	42.3%	40.9%	41.4%	44.4%
皮阿诺	35.7%	39.4%	40.3%	23.4%	31.6%	35.0%	35.0%	33.6%	29.8%	30.1%

图表 定制家居企业单季度净利率

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
一线品牌										
欧派家居	-7.1%	16.7%	20.2%	12.2%	7.4%	15.7%	17.8%	9.1%	6.1%	13.8%
索菲亚	-3.5%	20.9%	14.5%	15.6%	6.5%	13.4%	14.3%	-22.8%	5.6%	11.2%
尚品宅配	-23.3%	2.1%	8.5%	2.1%	0.5%	2.0%	2.2%	0.1%	-9.3%	-0.1%
二线品牌										
志邦家居	-13.7%	10.6%	12.8%	13.5%	7.4%	8.3%	10.5%	11.2%	6.8%	8.3%
金牌厨柜	2.3%	9.8%	11.0%	14.0%	8.9%	5.0%	7.9%	14.6%	5.0%	7.1%
好莱客	-10.6%	16.4%	15.2%	12.6%	10.2%	13.0%	12.9%	-31.4%	8.9%	13.1%
我乐家居	1.1%	13.2%	16.2%	16.6%	4.1%	8.8%	9.9%	-54.5%	4.2%	6.9%
皮阿诺	2.4%	15.3%	16.1%	16.6%	10.6%	13.3%	15.4%	-177.4%	7.8%	12.0%

来源：Wind，国金证券研究所

1.1.3定制家居：预收款、现金流，龙头相对优异

►预收款：索菲亚、我乐相对表现优异，同比增长较好，而欧派在高基数下，整体预收款相对稳健。

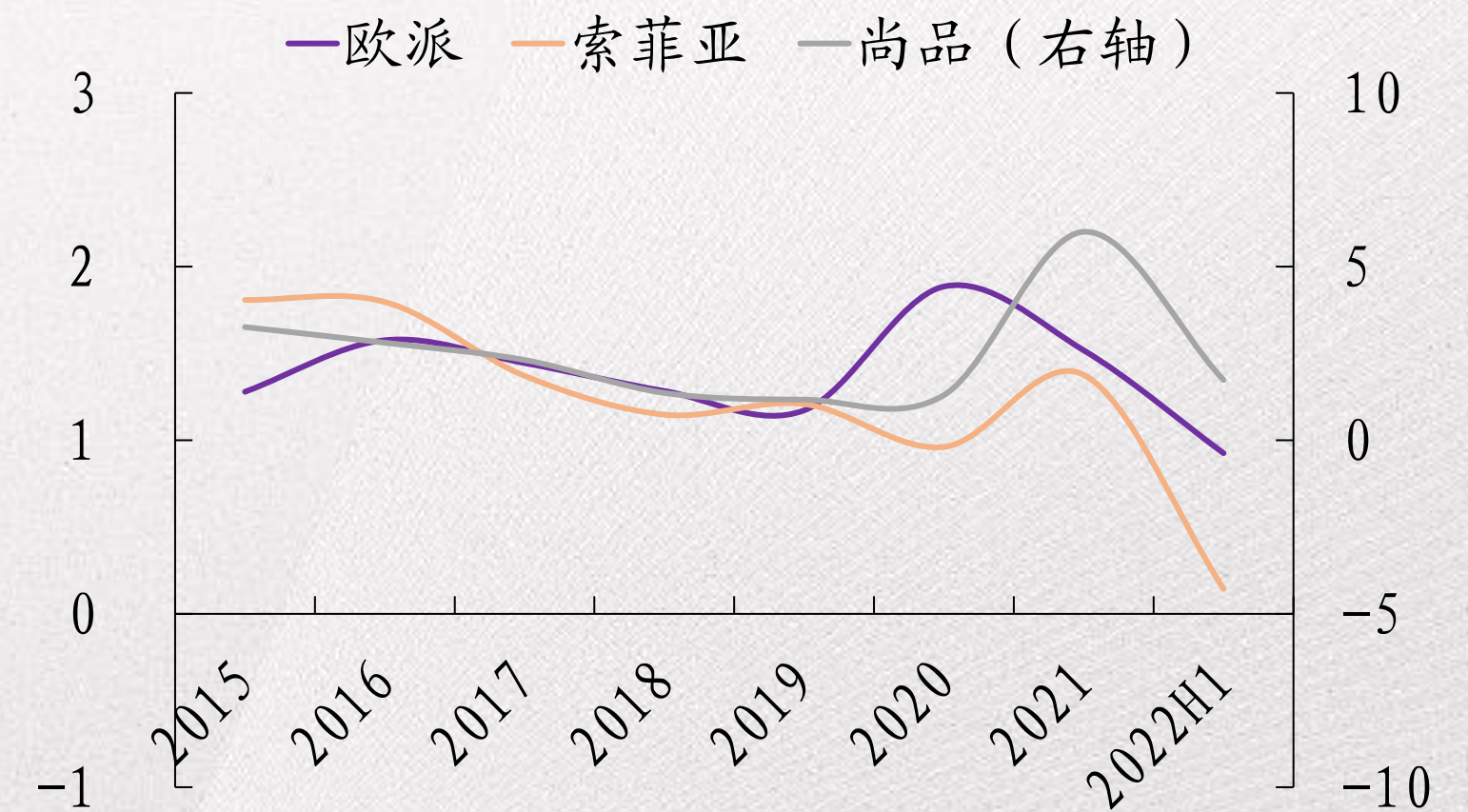
►现金流：大宗占比较低的欧派、索菲亚H1现金流均显著优于行业竞品，体现优异经营质量。

图表 各公司预收款变化情况

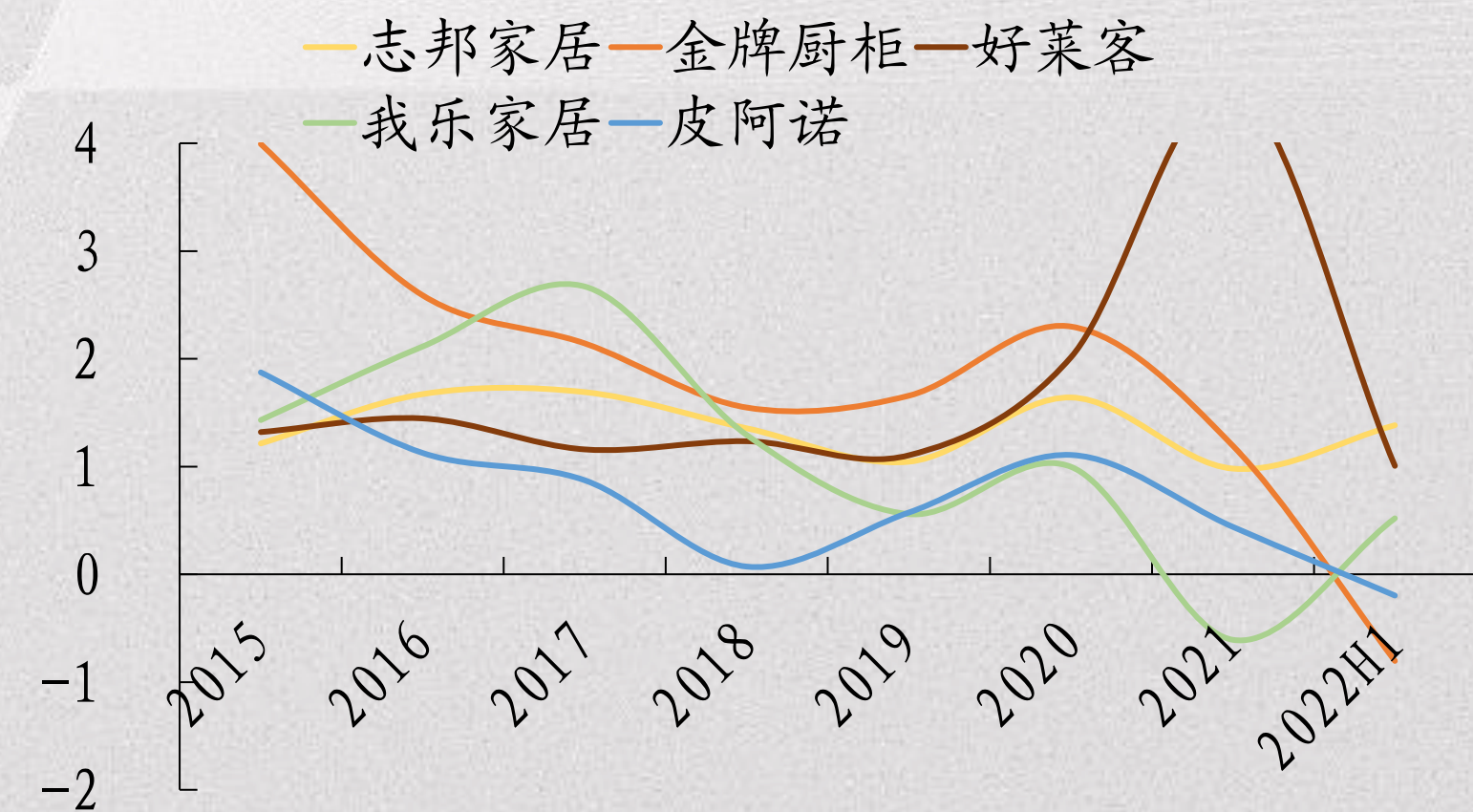
	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
一线品牌										
欧派	9.1	12.9	14.1	15.3	14.2	23.5	24.4	20.9	19.8	22.0
索菲亚	4.2	6.0	7.4	7.9	6.1	7.8	8.2	9.8	9.4	10.1
尚品	10.8	13.0	12.5	13.1	9.2	10.6	9.7	9.9	7.6	8.4
欧派yoy	-16.5%	-10.2%	3.3%	32.0%	56.7%	83.1%	73.0%	36.4%	39.3%	-6.6%
索菲亚yoy	5.1%	18.5%	24.7%	45.8%	45.0%	29.0%	11.6%	24.1%	55.3%	29.1%
尚品yoy	-1.0%	13.0%	8.2%	-0.8%	-15.0%	-18.0%	-22.3%	-24.6%	-17.4%	-20.7%
二线品牌										
志邦	2.6	4.5	4.7	4.7	3.3	4.7	5.0	5.3	4.1	4.3
金牌	1.9	3.1	3.4	3.5	2.6	4.1	4.2	4.2	3.0	4.1
好莱客	1.0	1.7	1.4	3.9	4.1	4.3	3.8	4.1	4.1	4.6
我乐	1.8	2.2	2.3	2.1	1.8	2.5	2.7	3.3	2.5	2.8
皮阿诺	0.8	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4	1.5	1.6	1.4	1.9
志邦yoy	1.0%	26.7%	41.1%	26.0%	29.9%	5.4%	5.7%	14.3%	21.9%	-9.4%
金牌yoy	-13.7%	-2.5%	13.1%	14.2%	34.1%	33.9%	22.4%	20.1%	17.2%	-2.0%
好莱客yoy	29.7%	121.2%	33.7%	192.6%	294.7%	155.3%	167.5%	5.1%	0.6%	5.2%
我乐yoy	37.7%	25.2%	30.2%	-5.6%	-0.8%	12.3%	17.8%	59.4%	36.5%	11.8%
皮阿诺yoy	24.1%	4.9%	17.4%	71.2%	90.5%	-3.0%	-0.1%	6.3%	-8.1%	29.5%

来源：Wind 国金证券研究所

图表 大宗渠道收入占比低于20%的企业净现比



图表 大宗渠道收入占比大于20%的企业净现比

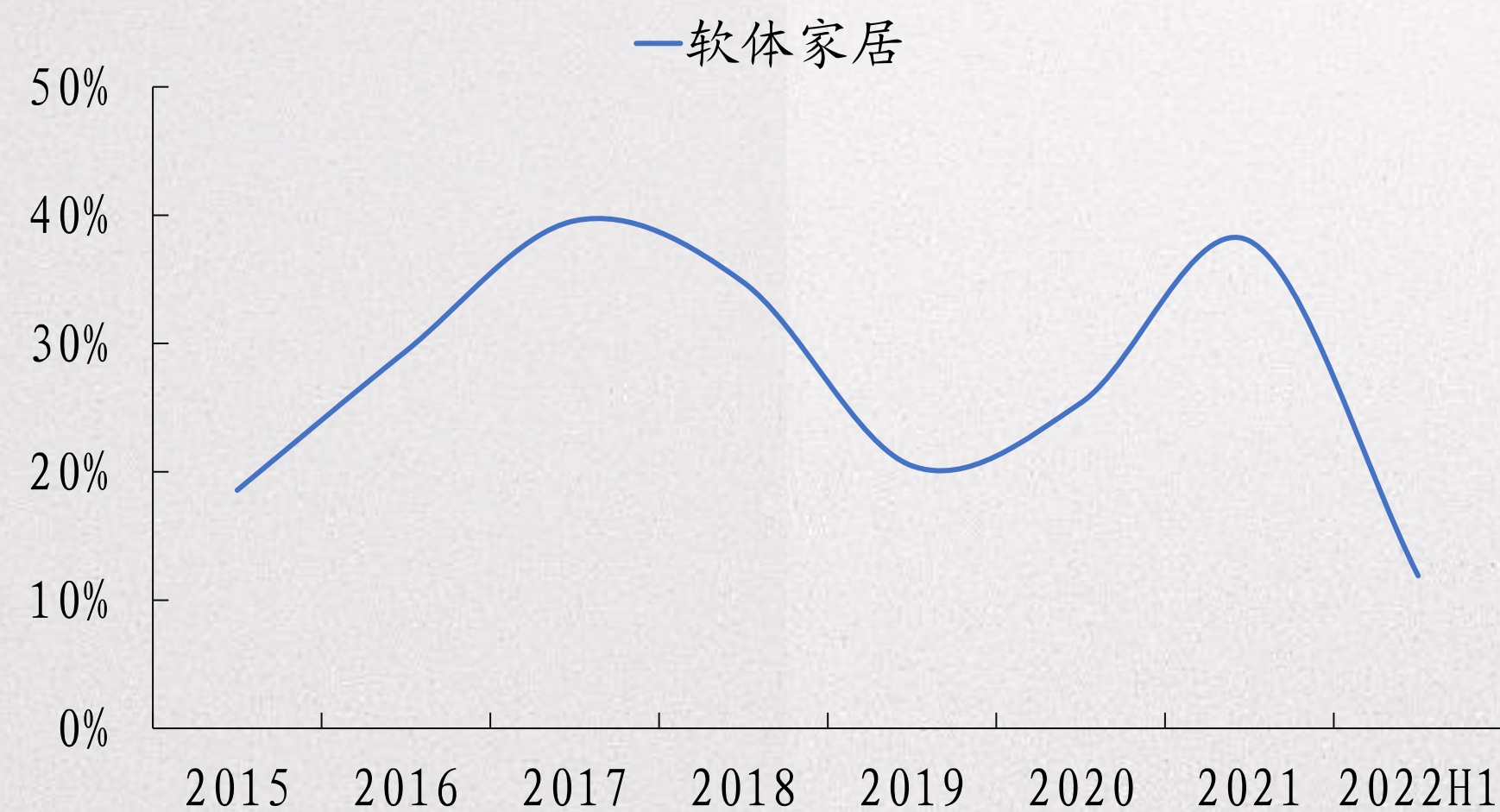


1.2 成品家居板块2Q收入增长放缓，利润开始修复

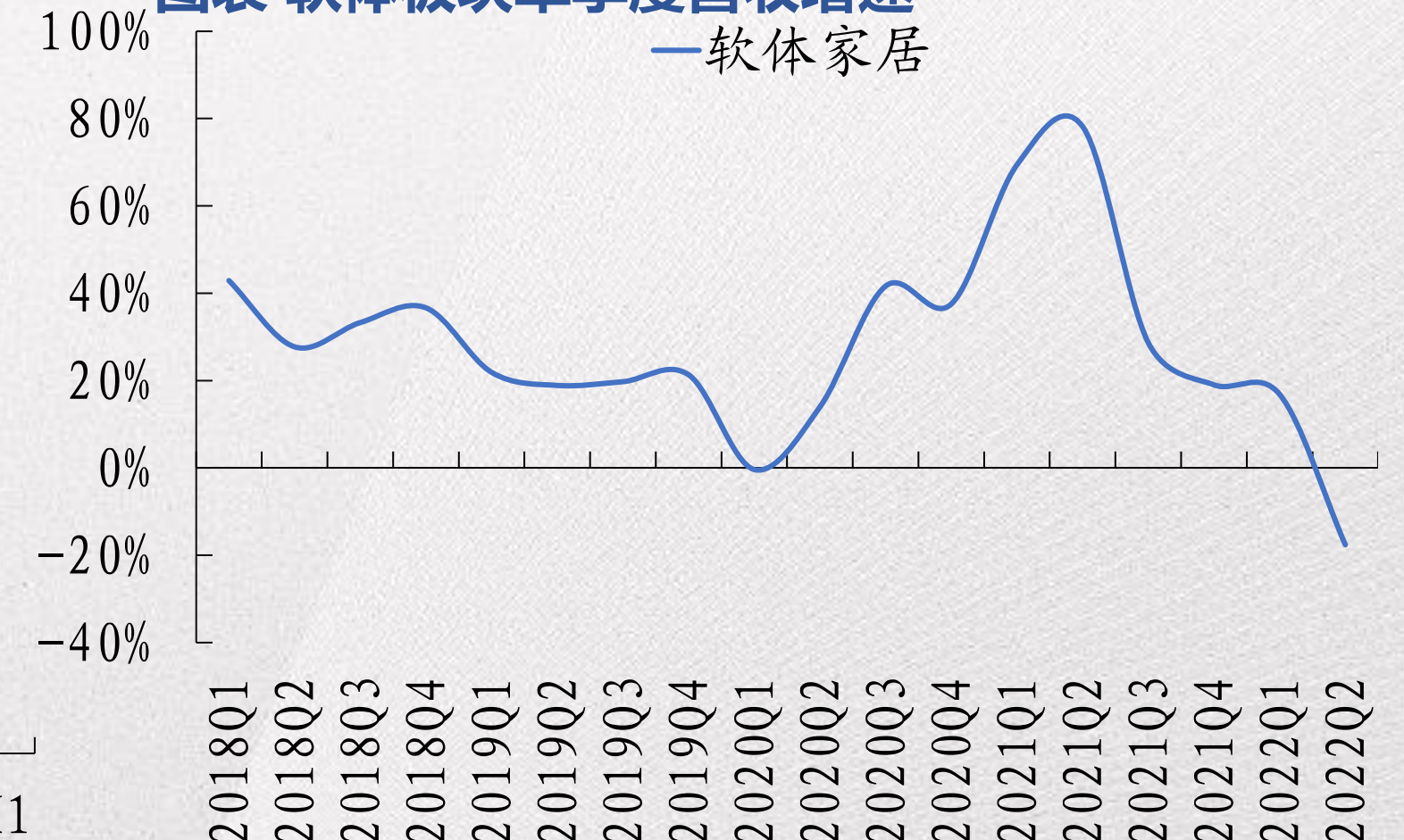
➤ 成品家居板块，整体来看，在疫情影响及外销需求放缓的情况下，收入端2Q增速环比放缓，尤其此后短期对于海外需求端持谨慎态度，国内市场有望稳步迎来阶段修复。

➤ 从利润角度来看，在提价逐步落地，汇兑收益显现的情况下，2Q板块利润已开始取得较好修复，同比+29.4%，整体H1同比+19.6%。

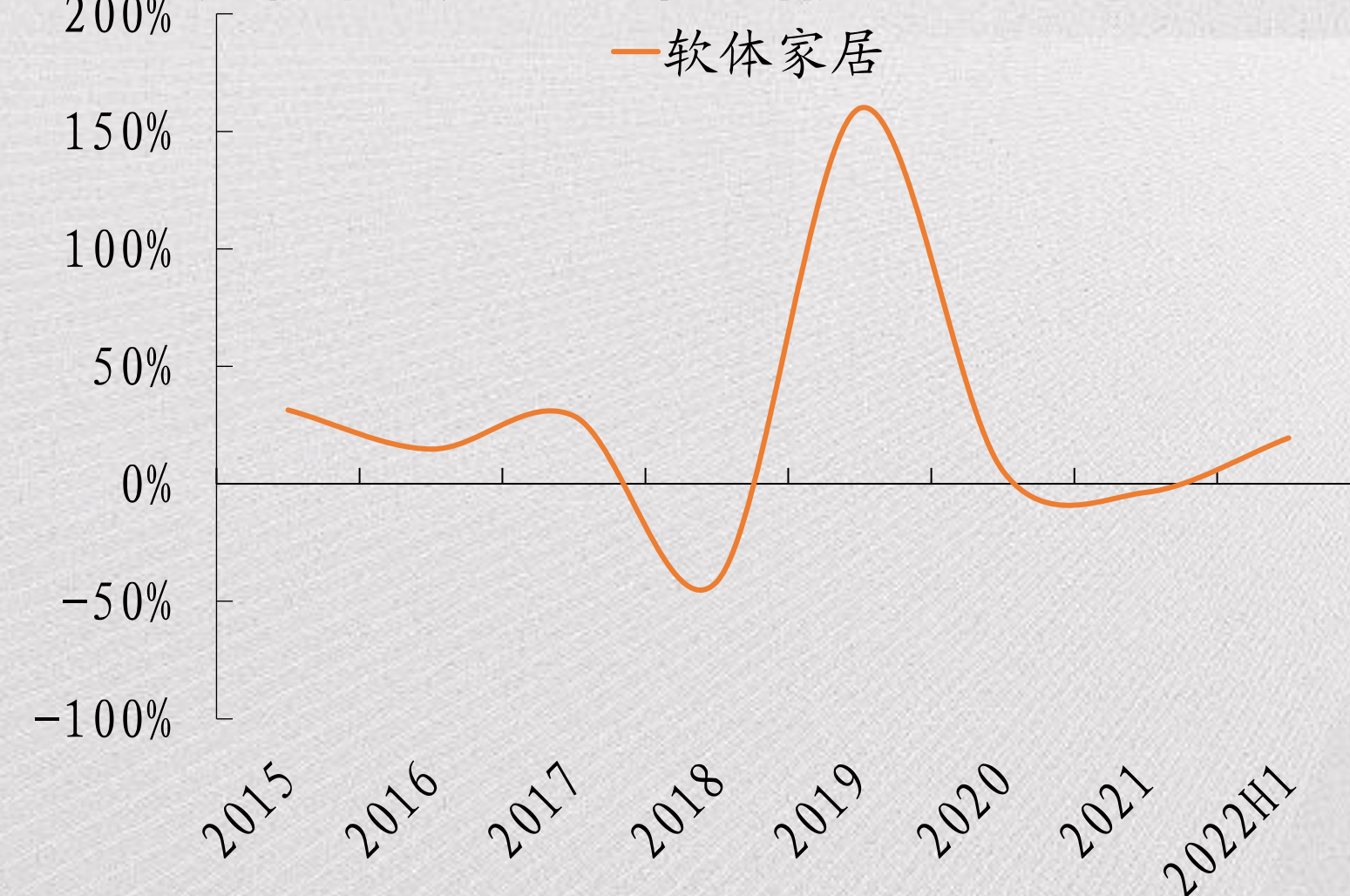
图表 软体板块历年营收增速



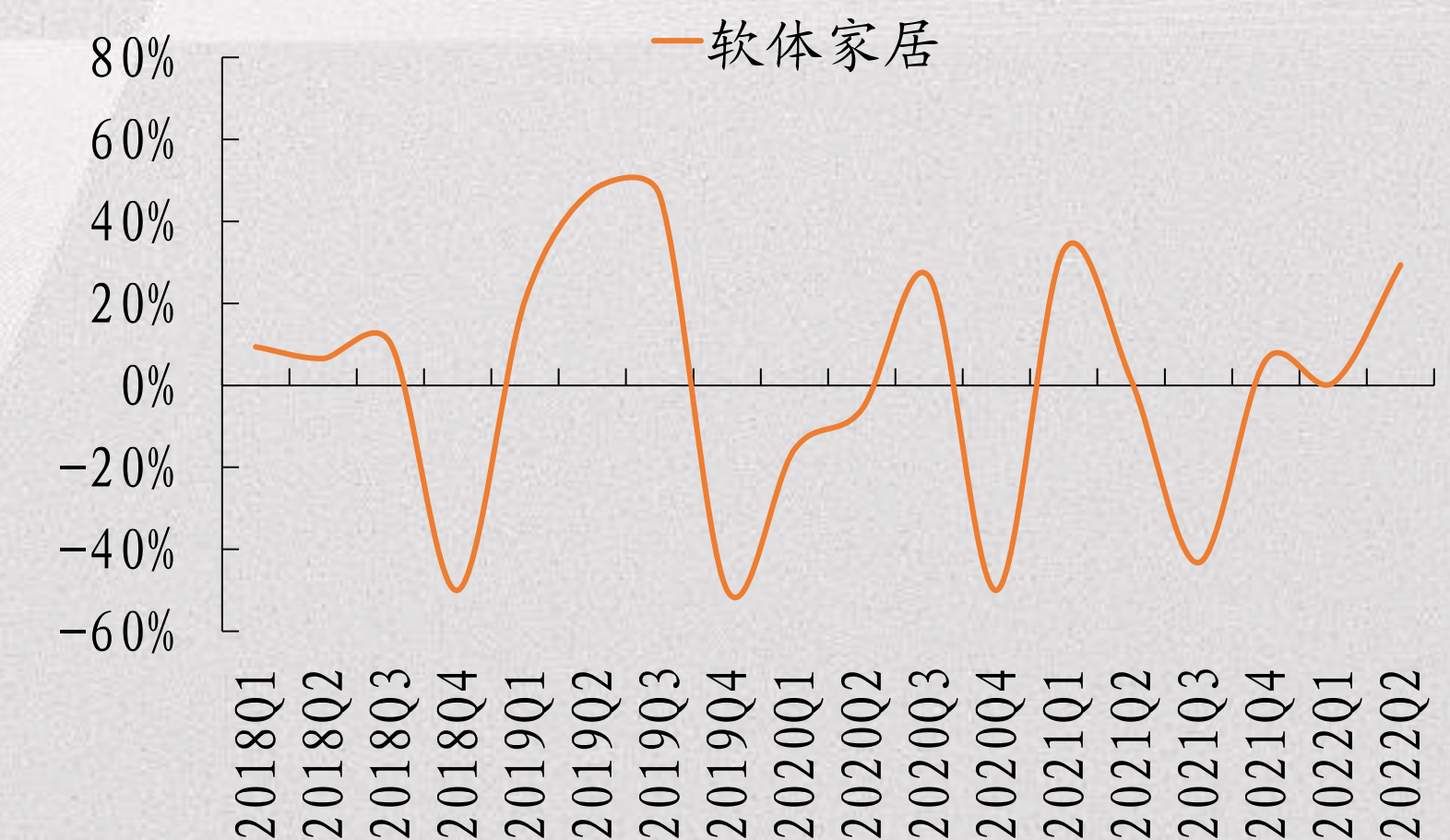
图表 软体板块单季度营收增速



图表 软体板块历年净利润增速



图表 软体板块单季度净利润增速

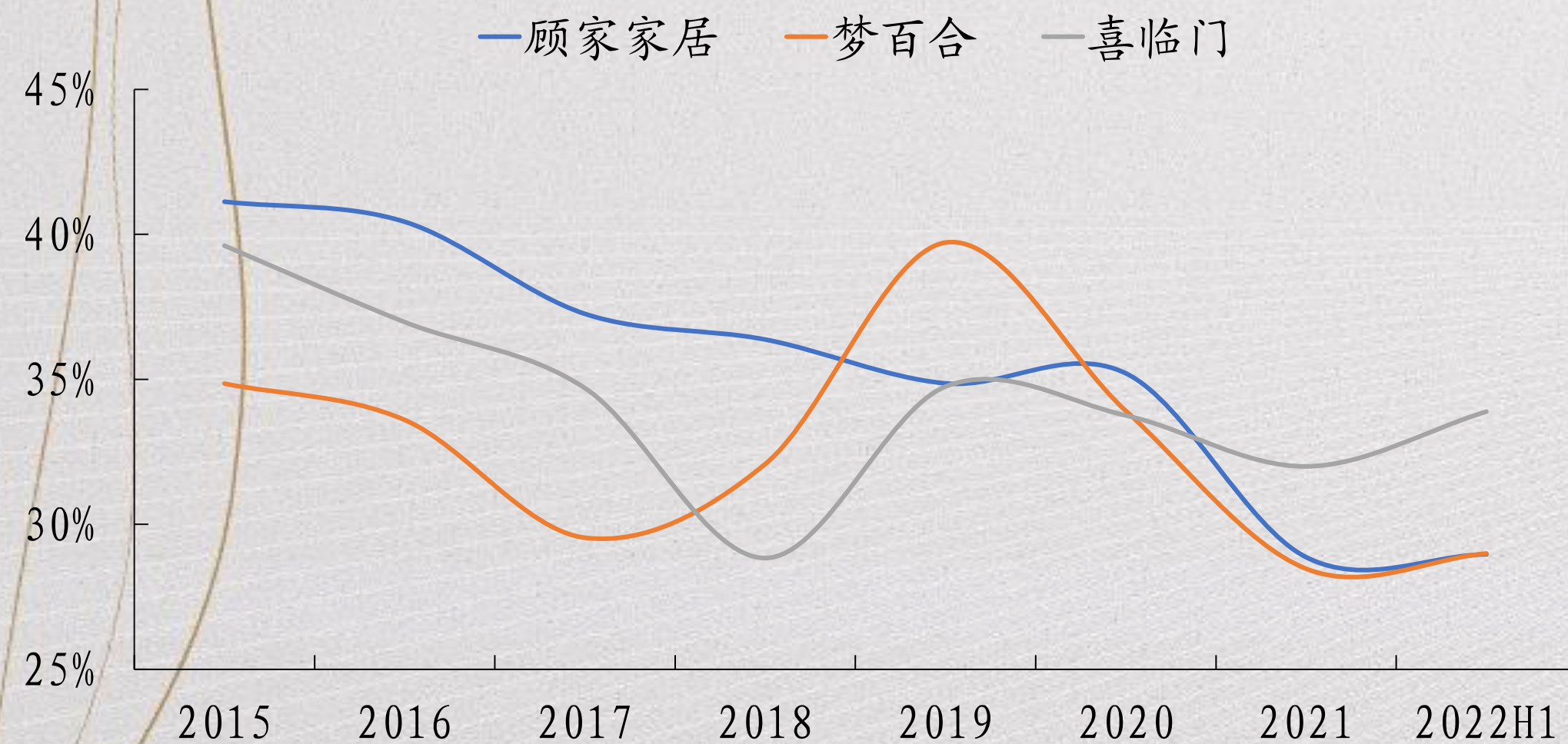


来源：Wind，国金证券研究所

1.2.1 原材料回落，毛利率回升支撑盈利进一步改善

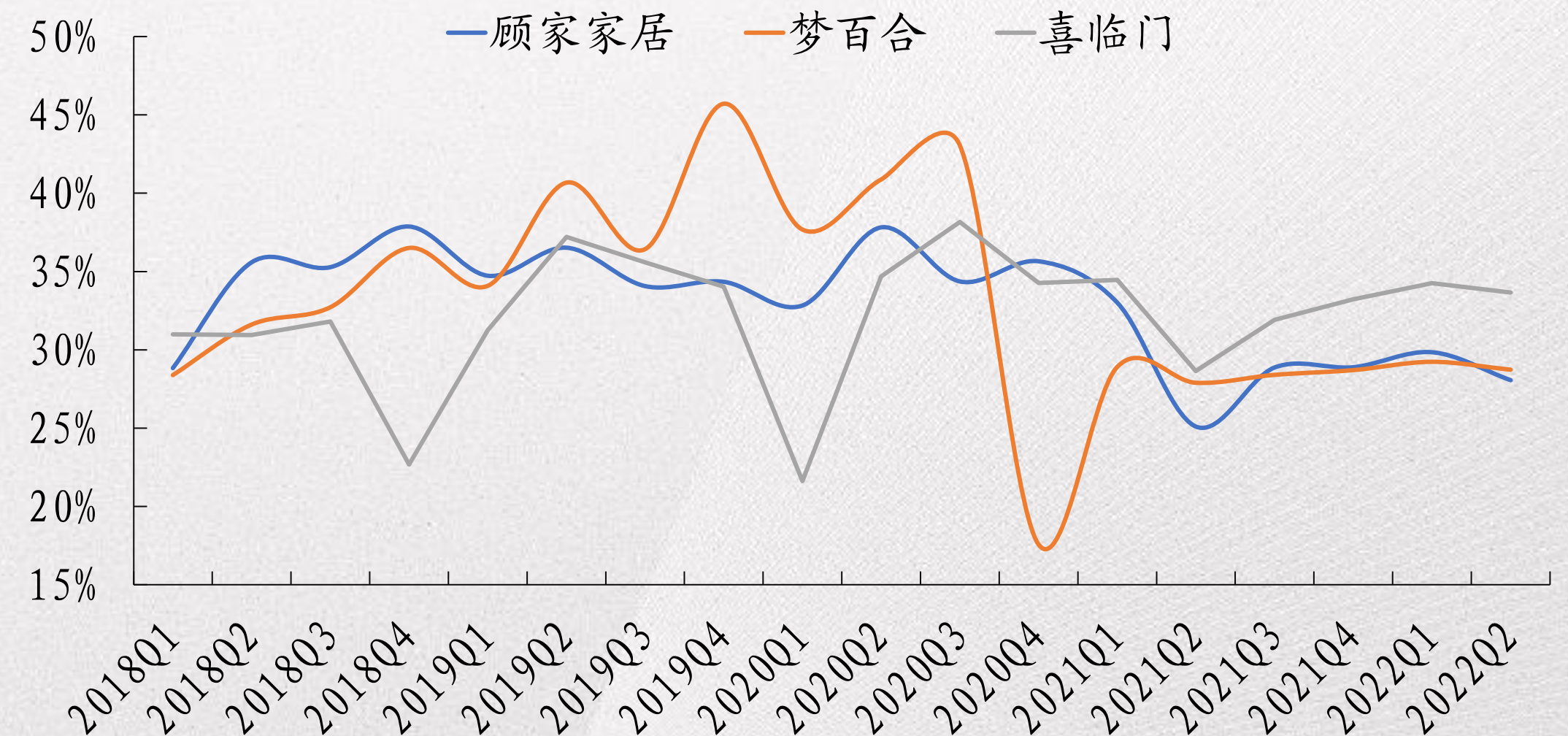
- **原材料价格边际回落，支撑H2毛利率进一步修复。**软体（成品）家居板块，聚醚价格已大幅下降，软体家居板块毛利率Q1已迎来改善，并且Q2整体来看，仍在延续趋势。后续随着更多原材料价格边际松动，预计H2整体软体（成品）家居板块毛利率修复具备持续性。

图表 软体家居主要公司历年毛利率

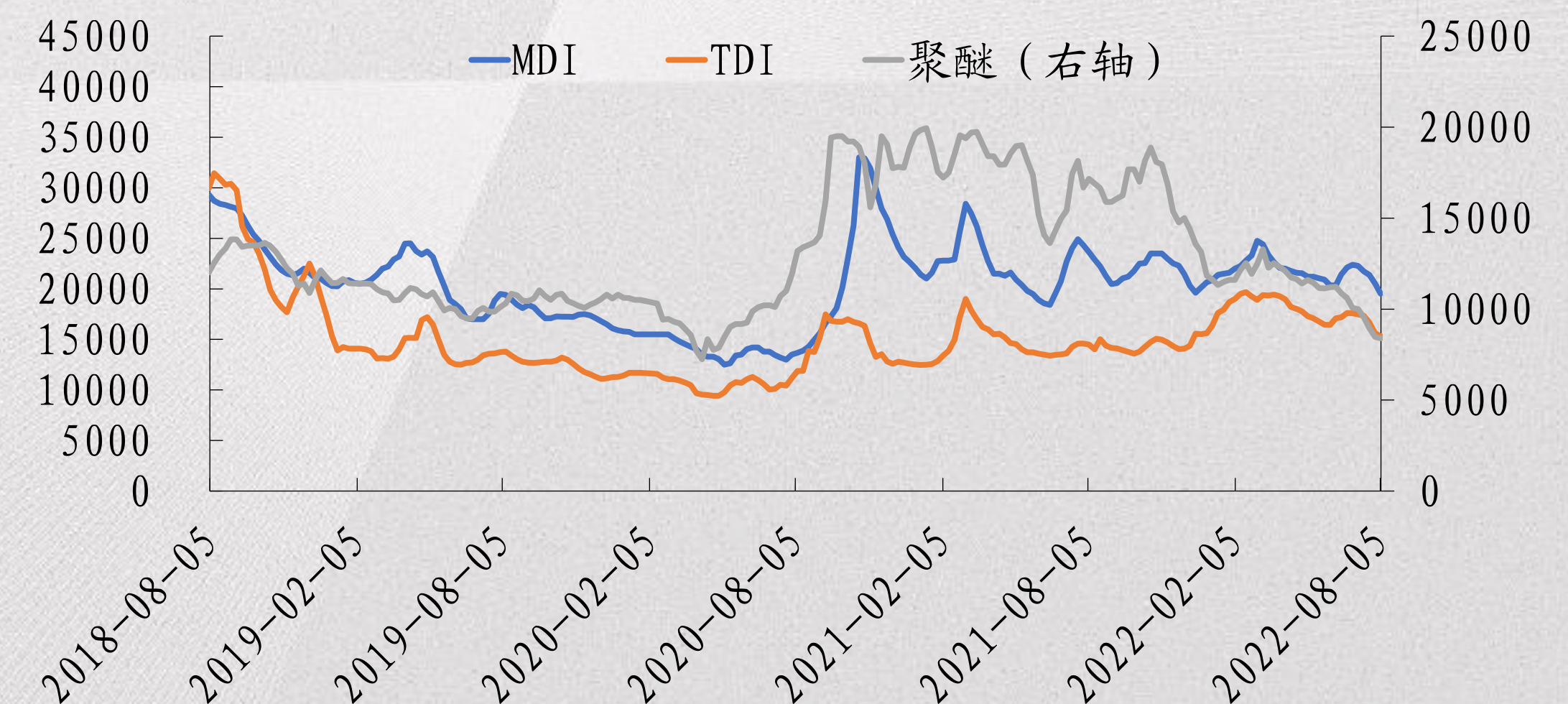


来源：Wind，国金证券研究所

图表 软体家居主要公司历年单季度毛利率



图表 软体家居原材料价格开始回落

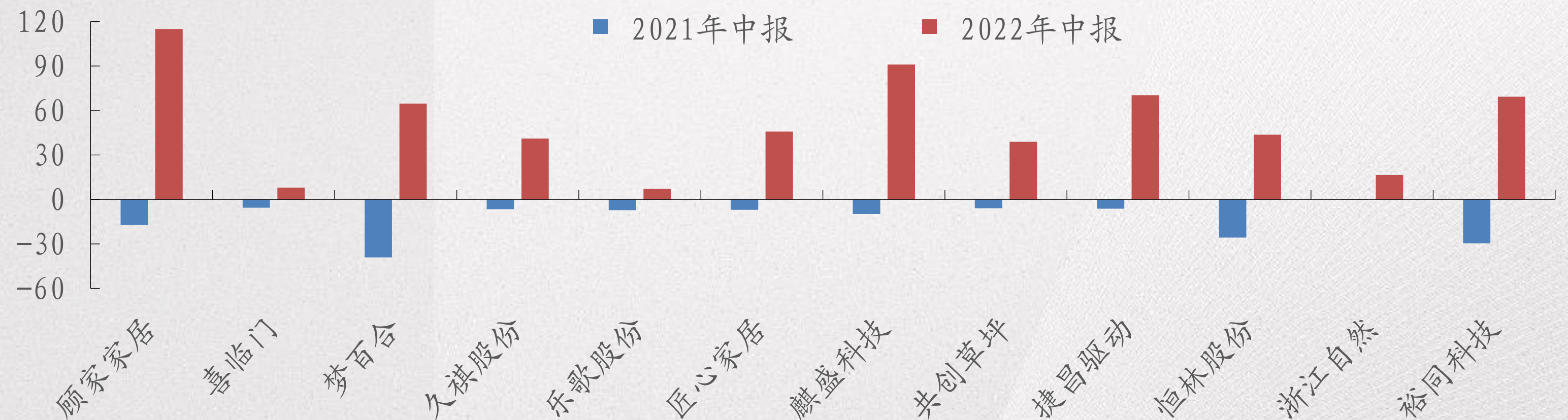


1.2.2 人民币短期仍存贬值压力，汇兑收益对利润贡献有望延续

➤ 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。与去年相反，今年各主流出口企业均实现汇兑净收益。其中顾家家居/梦百合/麒盛科技H1分别汇兑收益达115.0/64.6/91.0百万元。对各家利润增长贡献明显。并且从目前宏观环境来看，人民币短期仍存在贬值压力，这将使得汇兑收益持续性提升。

➤ **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，最大幅度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 22H1各企业汇兑收益明显（单位：）



图表 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

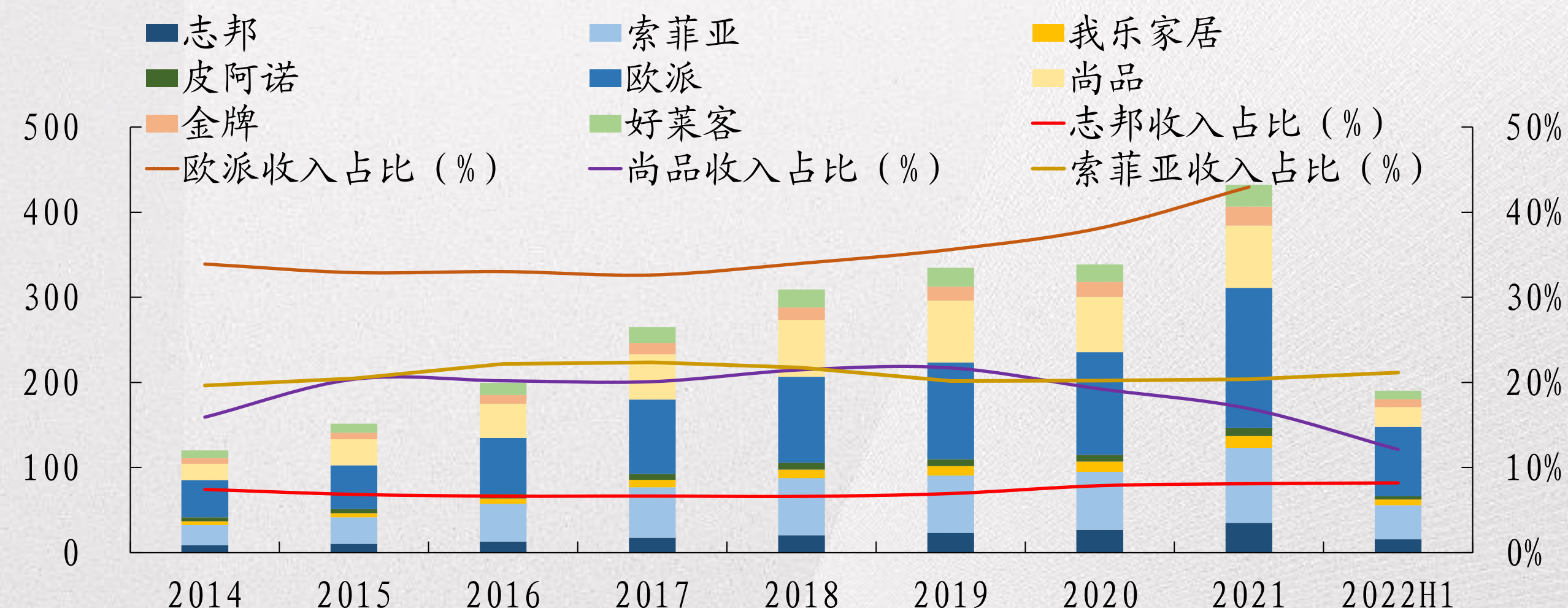
来源：Wind，国金证券研究所

1.3 投资建议：定制家居坚定把握零售龙头，低估值改善型标的弹性可期

- **定制家居：中短期：**看好零售能力强的一二线品牌龙头业绩修复。随着疫情扰动结束，零售端逐季修复，一二线品牌龙头零售端业绩有望快速释放。**中长期：**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突出的【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PE26x，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13x，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PE12x，维持“买入”评级。

来源：Wind，国金证券研究所

图表 历年零售渠道各家份额变化



图表 定制家居各公司盈利预测及估值

公司	股价 (元)	EPS (元)			PE		
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
索菲亚	18.5	1.4	1.8	2.2	13.2	10.3	8.4
欧派家居	130.5	5.0	6.0	7.1	26.1	21.8	18.4
志邦家居	22.7	1.9	2.3	2.8	11.9	9.9	8.1
金牌橱柜	24.9	2.7	3.2	3.9	9.4	7.7	6.4
好莱客	11.1	1.4	1.2	1.4	8.1	9.1	7.8

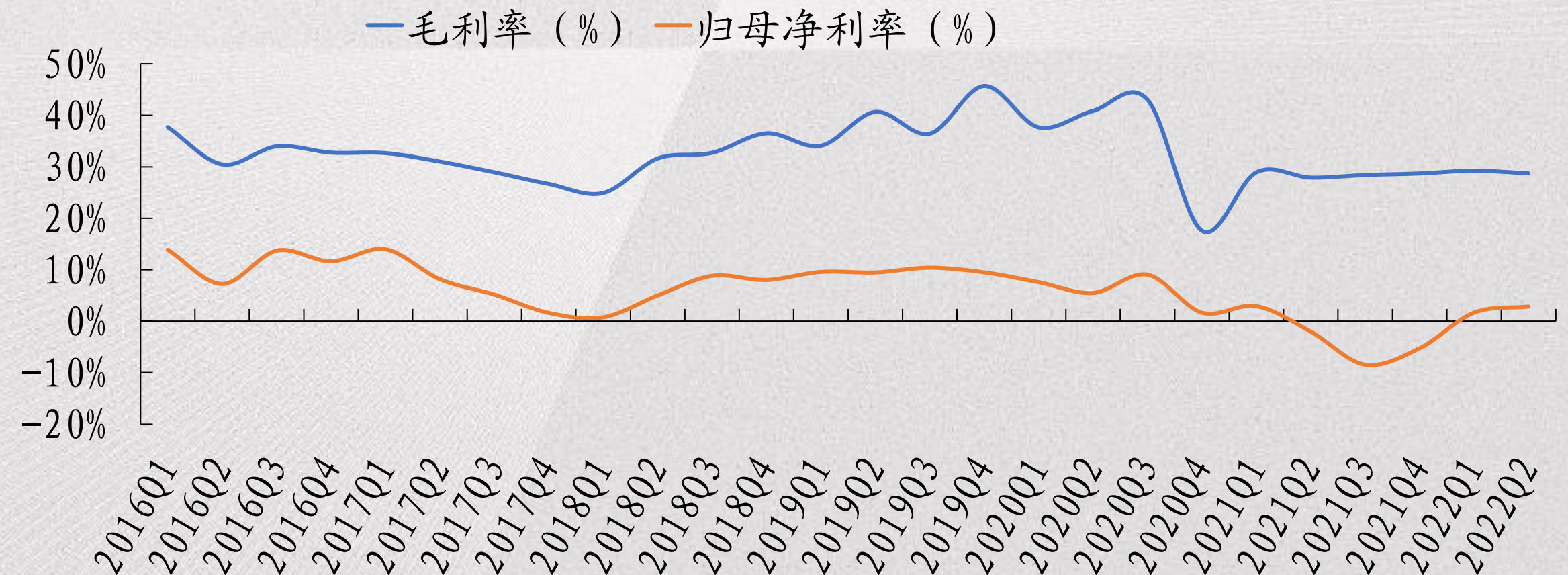
1.3 投资建议：成品家居重点把握盈利弹性标的

- **软体家居**：看好内销均将受益于集中度加速提升，且随着原材料价格回落利润逐渐，并且成长路径清晰的龙头企业【顾家家居】，此外看好盈利能力有望逐渐修复的【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，未来两年业绩增长无忧。预计2022-2024年公司的EPS为2.47、3.02元、3.68元，当前股价对应PE分别为18x/15x/12x，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产能提升，毛利率此前已连续三个季度环比提升，2Q毛利率因疫情导致收入结构性变化而环比下降，但整体来看，盈利修复趋势基本确立。

图表 顾家家居各季度内生内销收入（亿元）



图表 梦百合各季度毛利率、净利率情况



- 1 家居：利润亟待修复，低估值改善型标的机会显现
- 2 造纸：大宗静待需求回升盈利修复，特种纸关注浆价拐点
- 3 宠物板块：汇率受益奠定底层利润，国内品牌加速扩张

2.1 行业回顾：需求疲软+成本高企，提价力度特种纸>浆系纸>废纸系

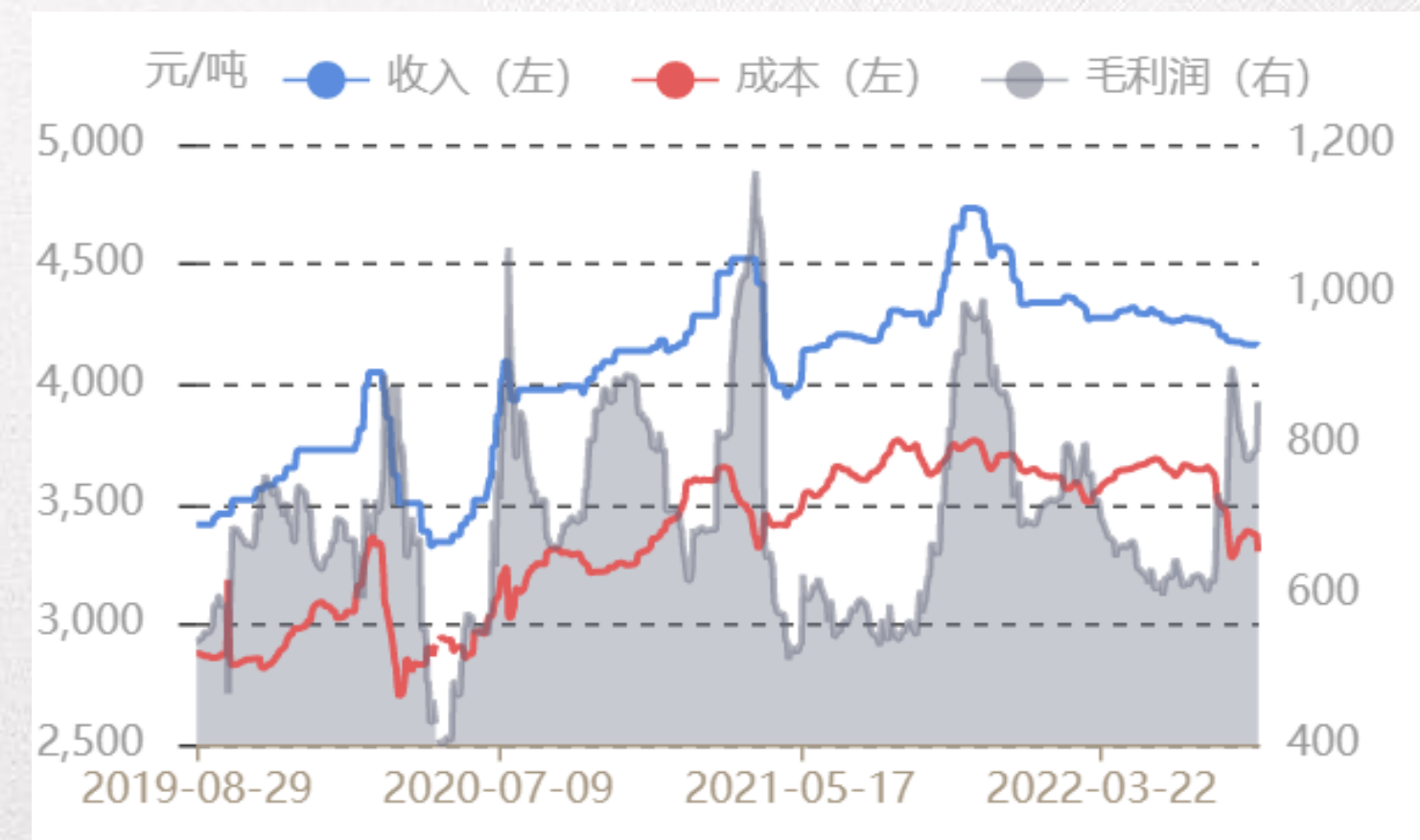
✓需求疲软，提价落地放缓，盈利修复弹性排序：特种纸>浆系纸>废纸系。

特种纸：格局更优&行业需求韧性强，提价落地更顺畅，2Q吨盈利环比提升

文化纸：进入淡季，提价落地偏缓，行业盈利环比收窄

白卡纸：需求疲软+新增供给加剧悲观预期，景气度下行，行业盈利环比收窄

箱板纸：下游直接对接消费，价格回落偏多，行业盈利承压



图表：双胶纸价格平均吨纸毛利（元/吨）



图表：各纸种及原材料价格变动走势

产品名称		3Q21均价 (元/吨)	环比2Q	4Q21均价 (元 /吨)	环比3Q	1Q22均价 (元/吨)	环比4Q	2022均价 (元/吨)	环比1Q	本周均价 (元/吨)	环比上周
原材料											
木浆系	针叶浆	6222	-566	5497	-725	6547	1050	7253	706	7244	-31
	阔叶浆	4713	-449	4637	-76	5568	932	6395	827	6682	-17
	化机浆	3523	-648	3847	324	4898	1051	5517	619	5446	0
废纸系	国废黄板纸	2391	167	2379	-12	2309	-70	2343	34	2105	34
纸品											
木浆系	双胶纸	5456	-1195	5501	46	5862	361	6155	293	6190	-55
	铜版纸	5443	-1402	5353	-90	5468	114	5593	125	5350	-2
	白卡纸	6169	-2944	6009	-159	6106	97	6374	268	5412	-205
废纸系	箱板纸	4801	171	5163	363	4888	-275	4844	-44	4708	-8
	瓦楞纸	3887	208	4260	374	3863	-397	3725	-138	3444	8

2.1.1 需求疲软+成本高企，提价力度特种纸>浆系纸>废纸系

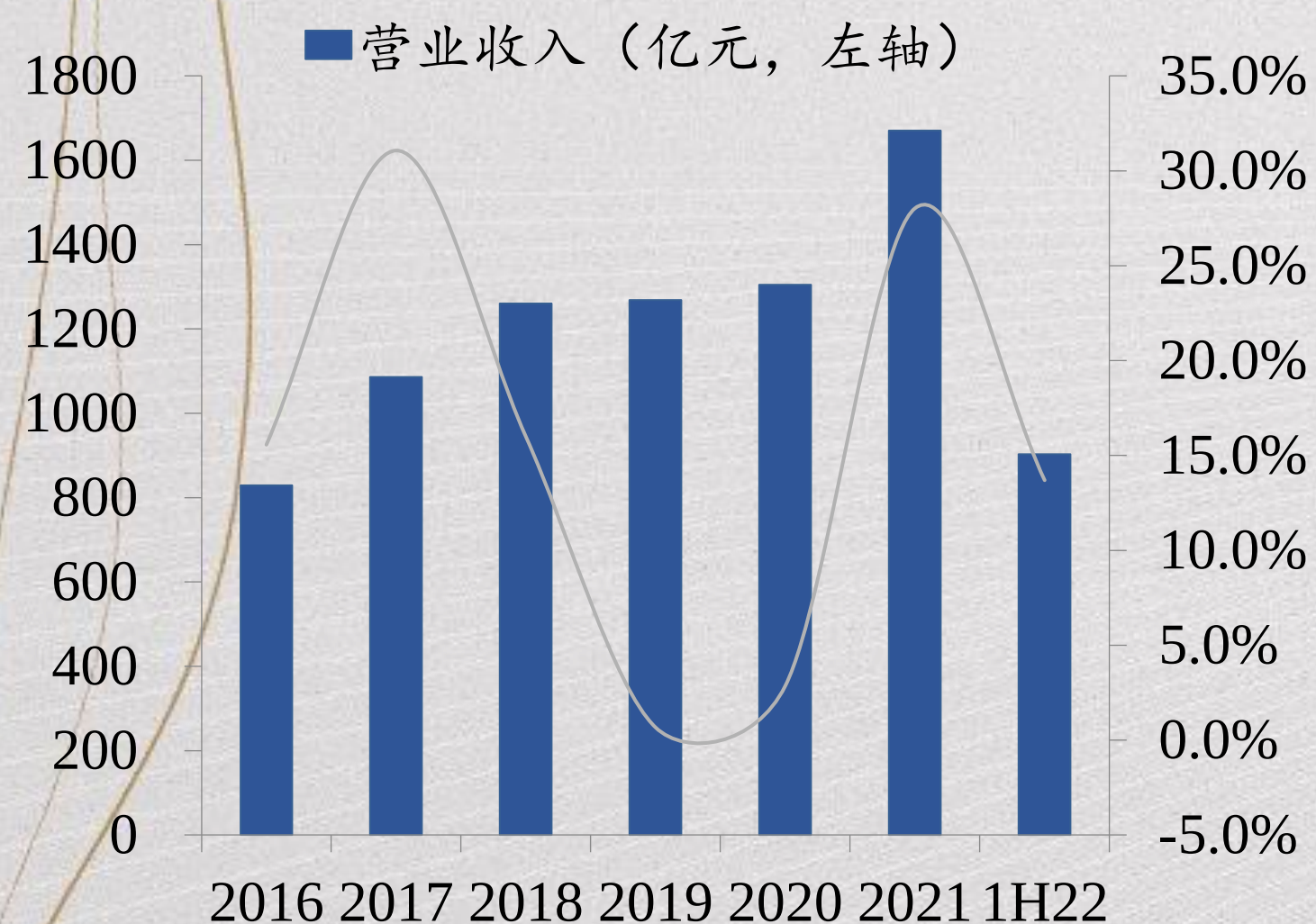
✓ **整体财务数据回顾：**21A/1Q22/2Q22重点纸企营收增速同比+28.0%/+8%/+13.7%，归母净利润同比+32%/-59.9%/-56.3%。

✓ **出口、上游产业链布局贡献业绩边际增量**

① **出口：**上半年全国纸及纸板出口量419万吨，同比增长62.12%。

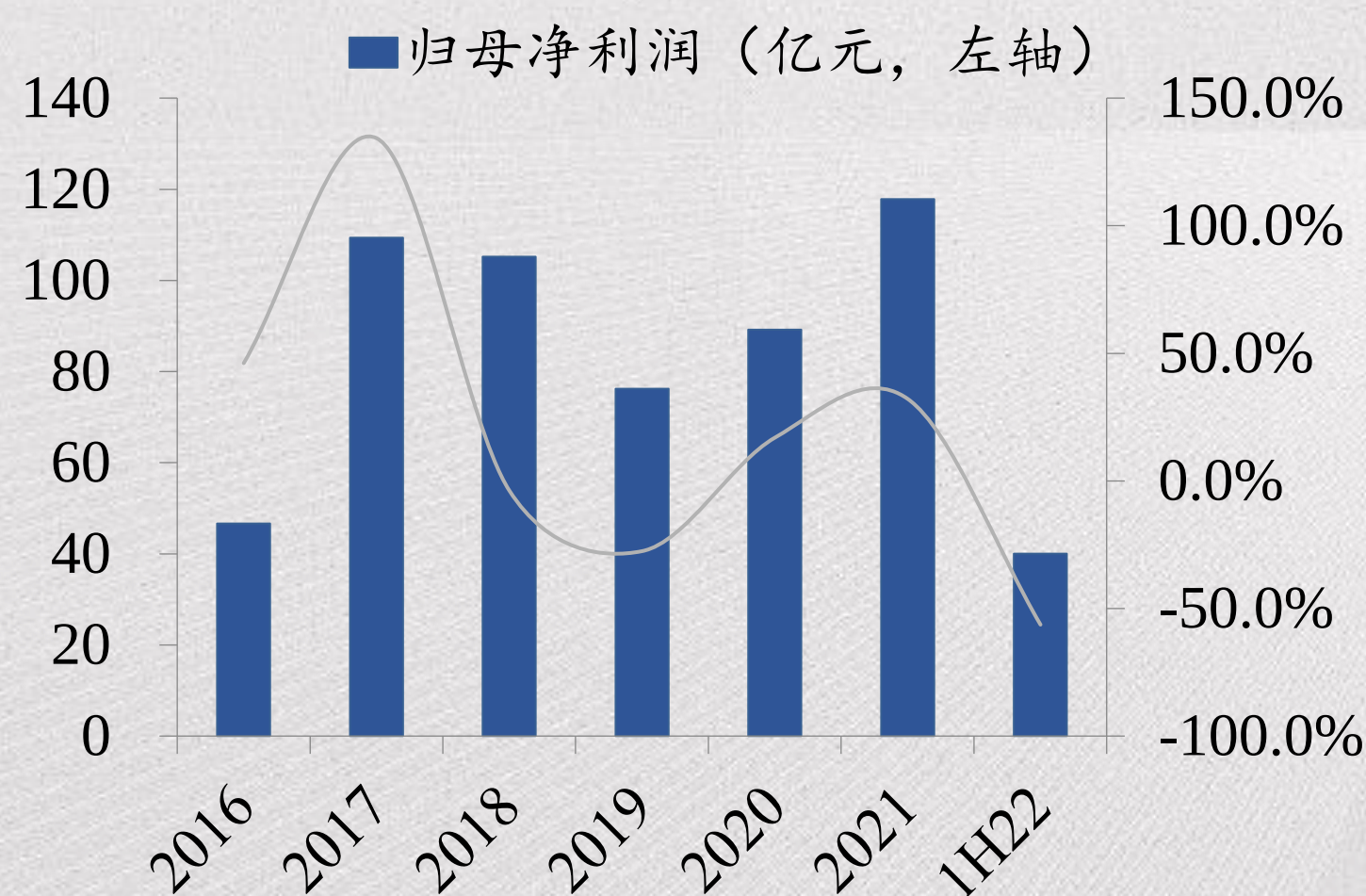
② **产业链布局：**太阳纸业2Q归母净利环比增长46%至9.84亿元，超出市场预期，溶解浆、化学浆等木浆产品贡献主要增量来源。

图表：重点造纸企业营收+yoy

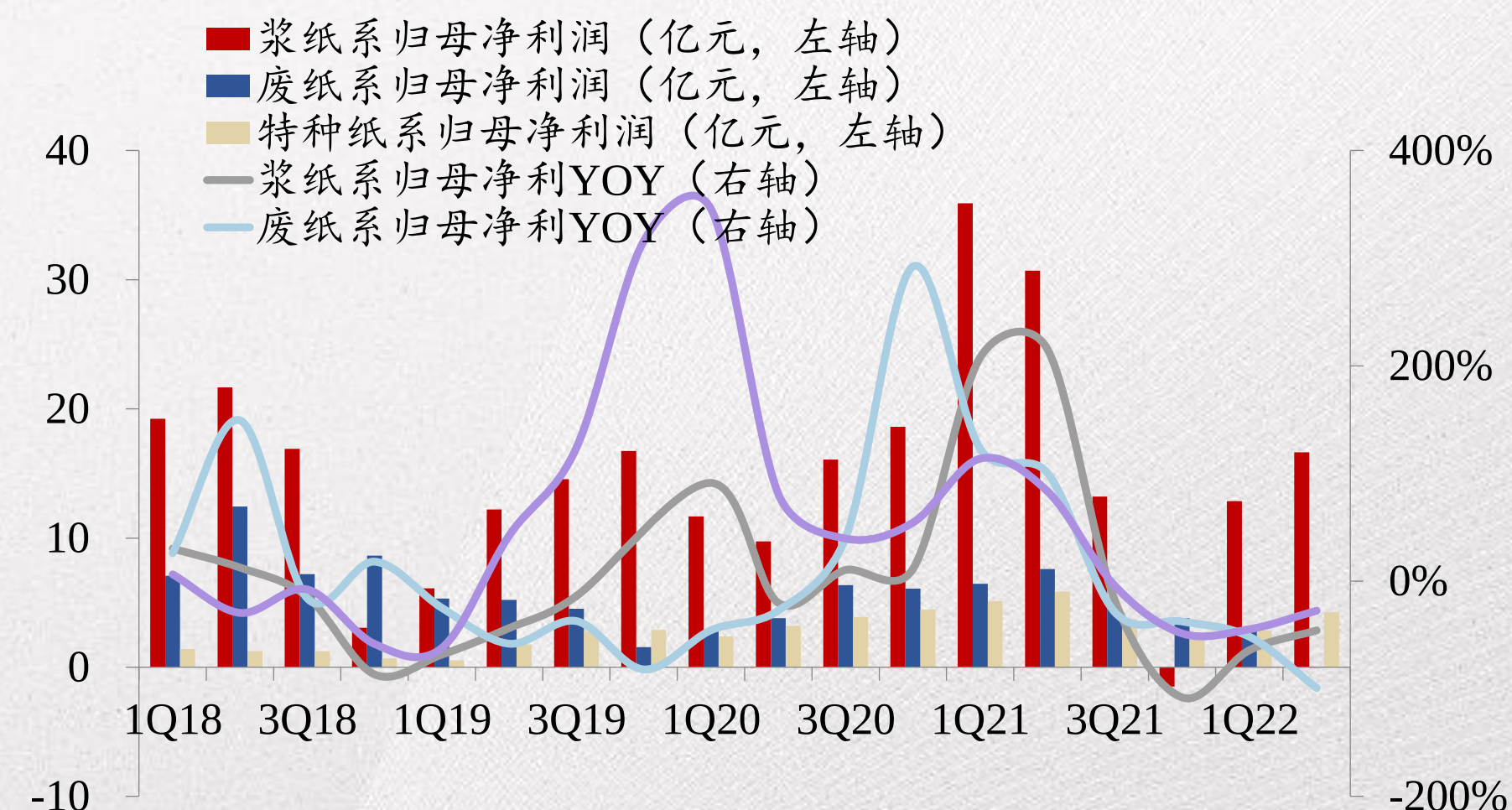


数据来源：Wind，国金证券研究所

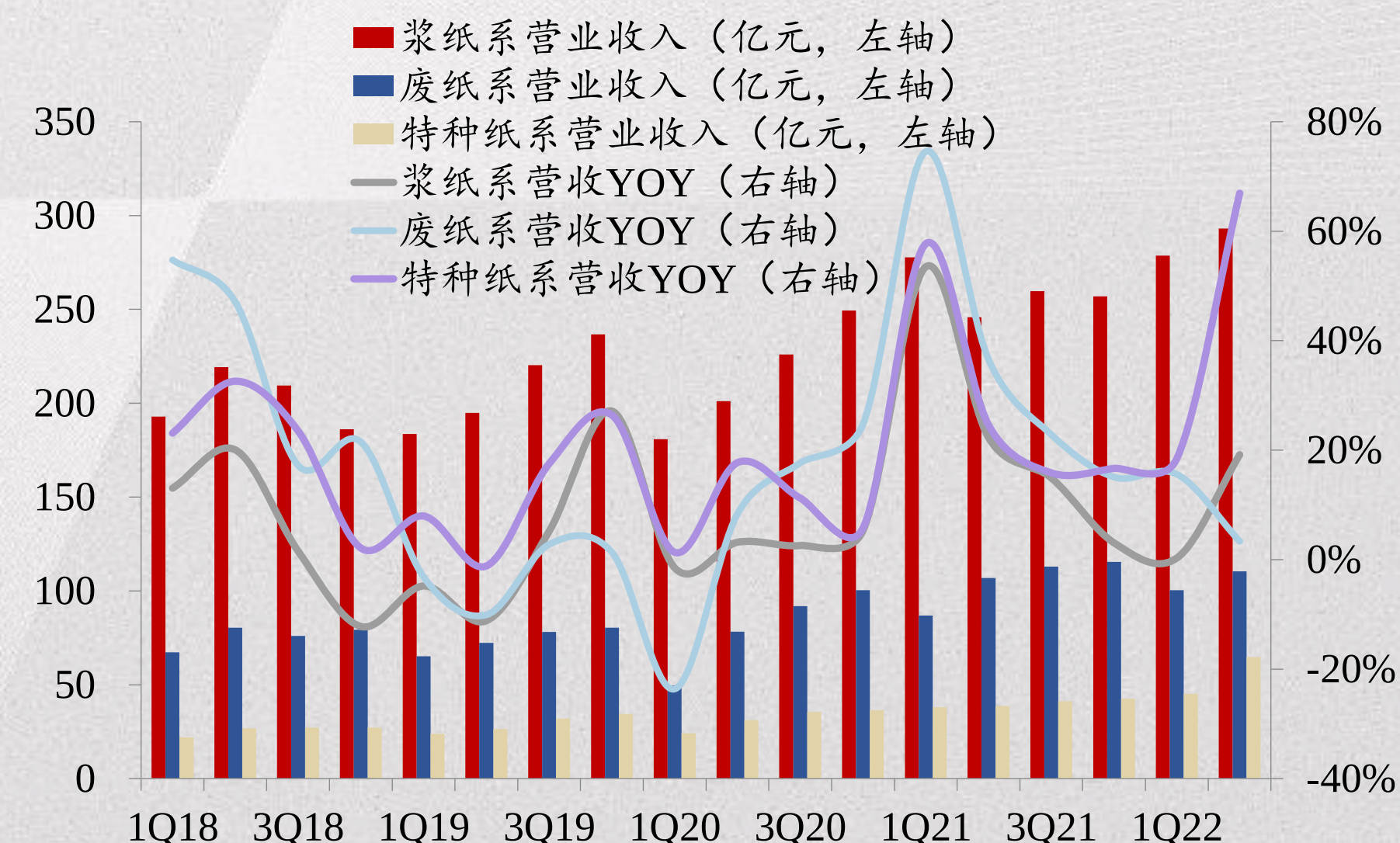
图表：重点造纸企业净利润+yoy

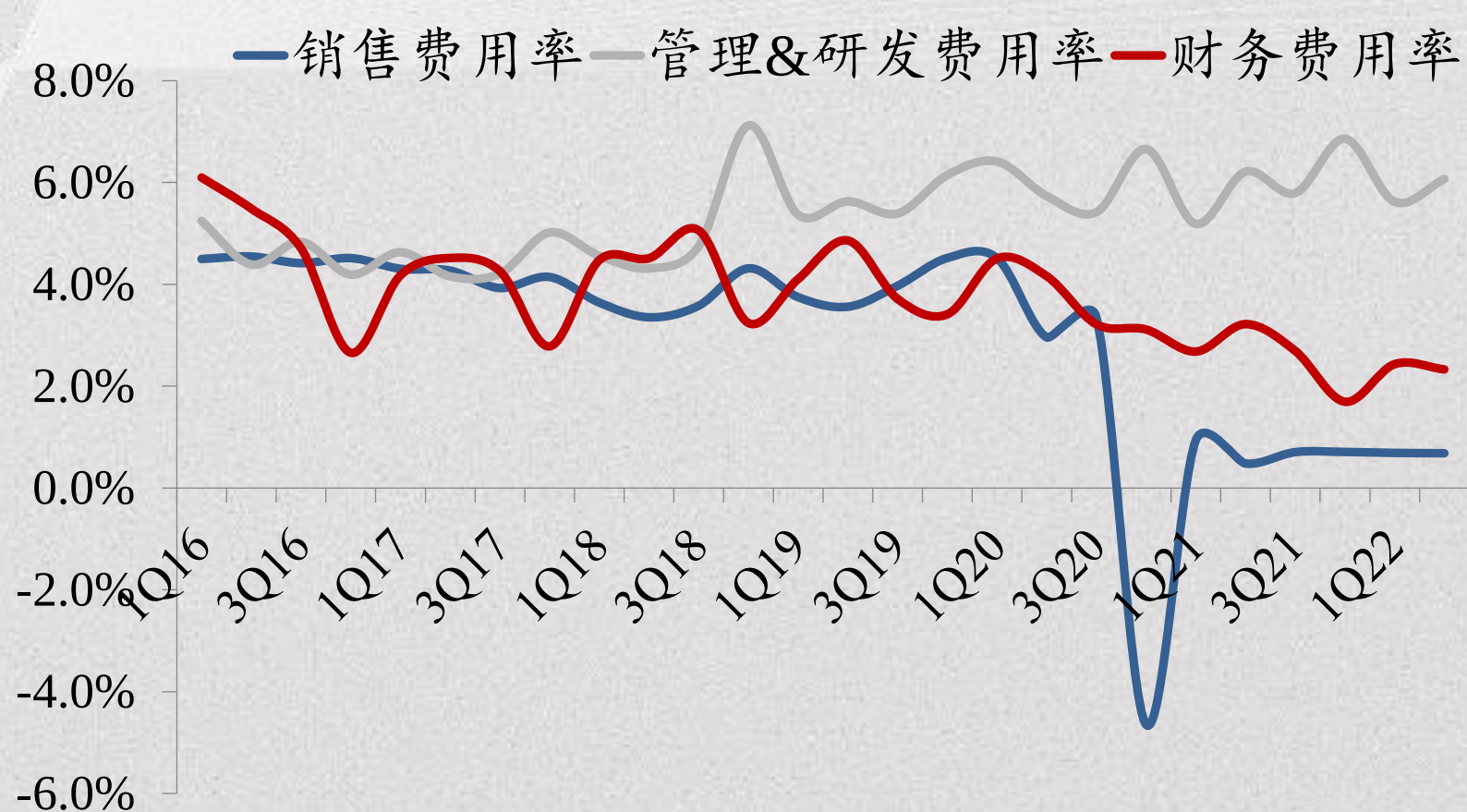


图表：分纸种净利润增速



图表：分纸种收入增速





2.1.3 旺季仍具备提涨空间，静待盈利边际回暖

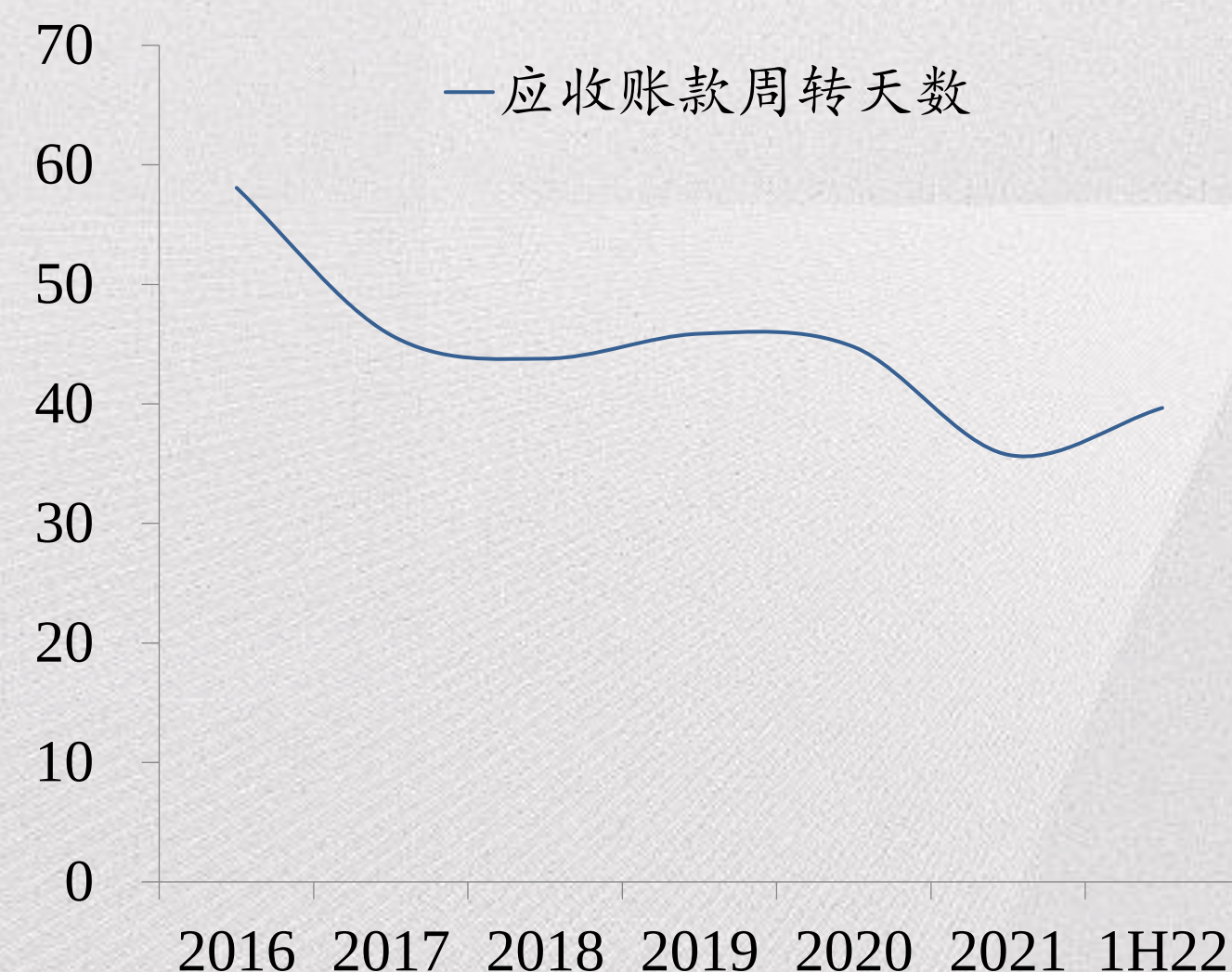
- ✓ **净利率：** 特纸提价带动盈利回升，浆系上游布局贡献底层利润，废纸系盈利仍承压。拥有自供浆、产品结构更加均衡的头部浆系纸企如太阳纸业、晨鸣纸业、博汇纸业等，此轮盈利修复节奏快于行业整体。以太阳纸业为例，公司已形成溶解浆、文化纸、箱板纸前瞻性多品类布局，二季度增量利润贡献来自上游（溶解浆、化学浆对外销售）产业链布局带来的超额盈利。
- ✓ **周转角度：** 受下游景气度、疫情导致的物流周转变慢影响，应收账款周转天数、存货周转天数略有回升。

图表：分纸种单季度毛利率

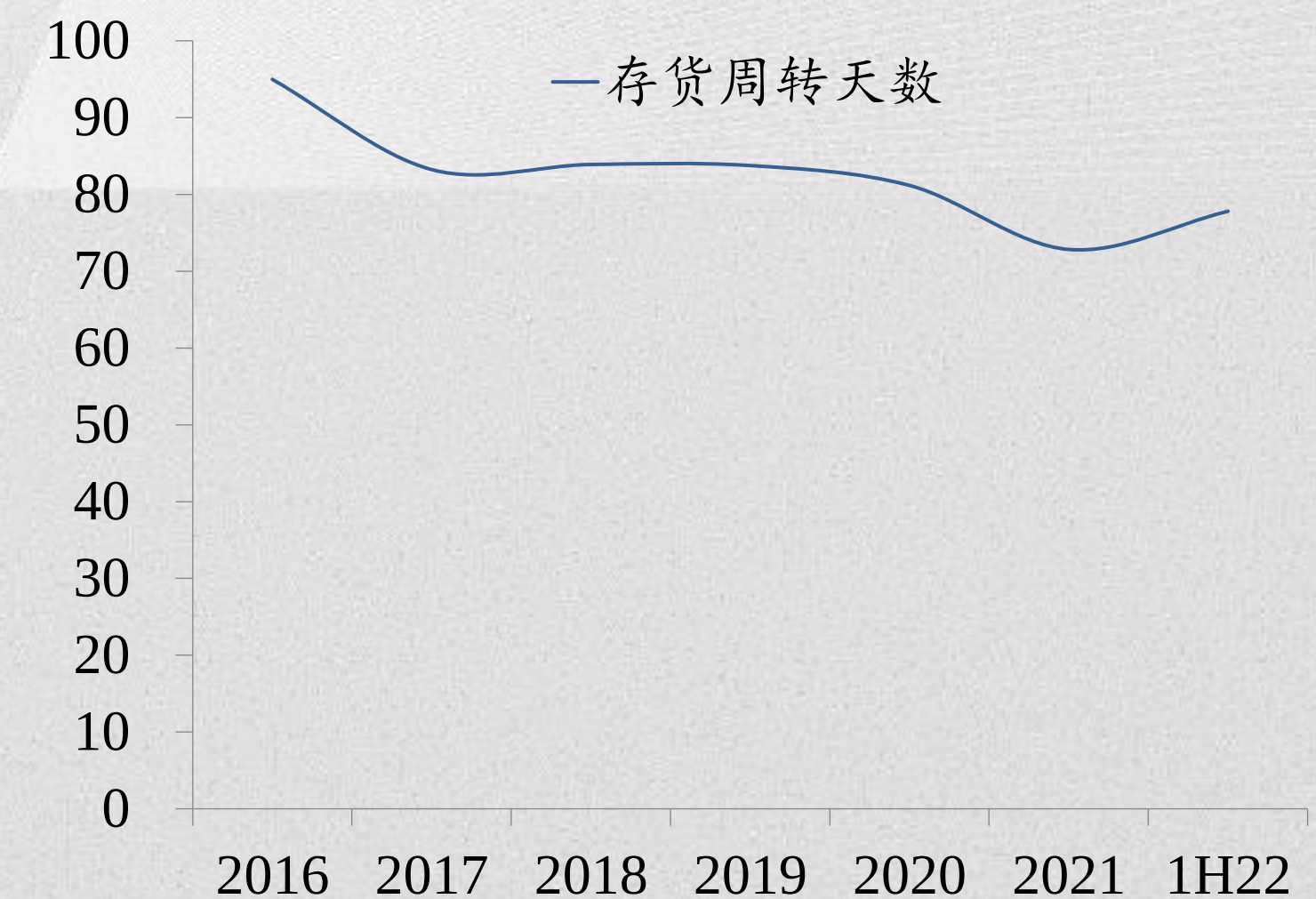


数据来源：Wind，国金证券研究所

图表：重点造纸企业应收转款周转天数



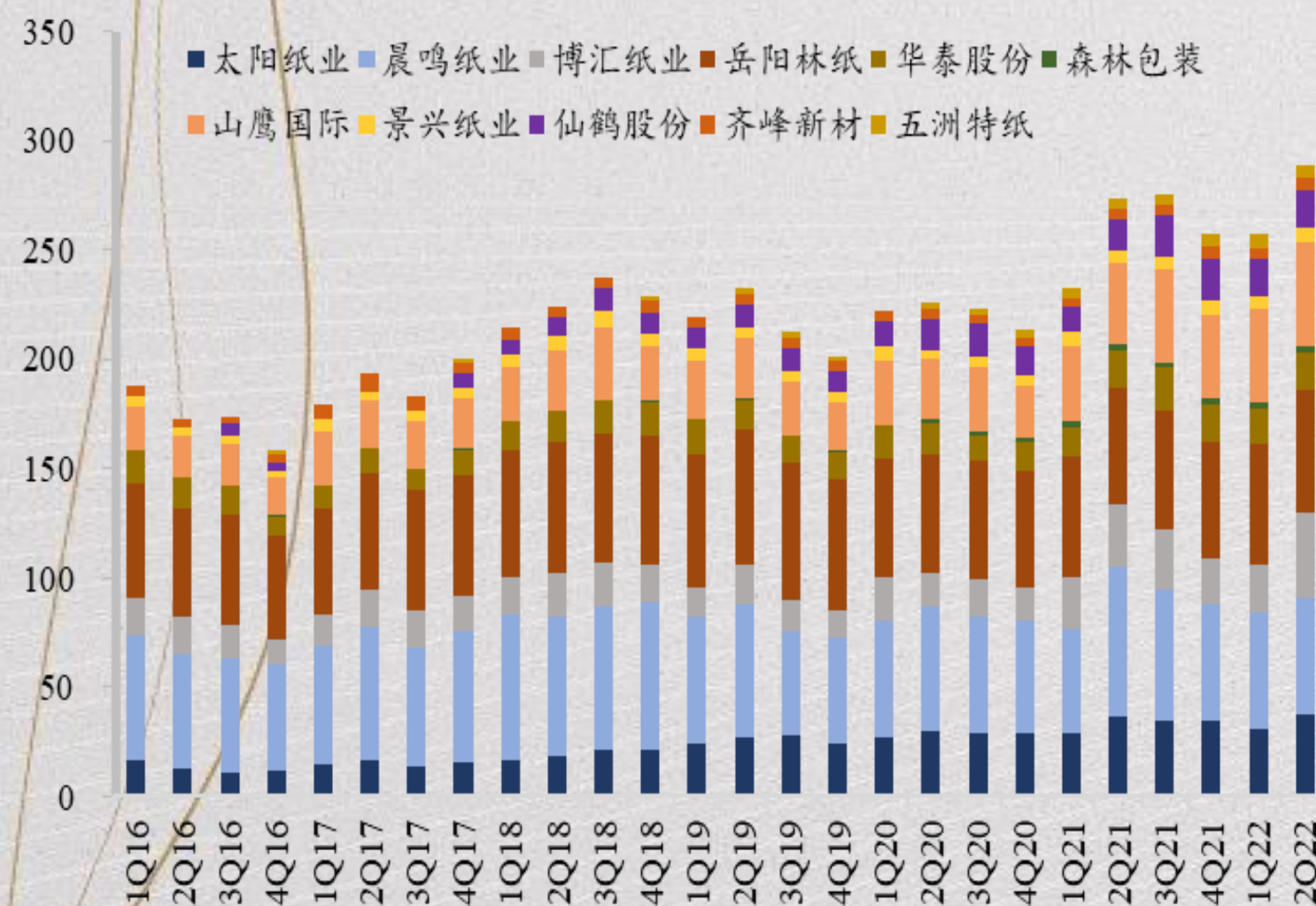
图表：重点造纸企业存货周转天数



2.1.4 行业资本开支放缓，看好头部企业逆势扩张

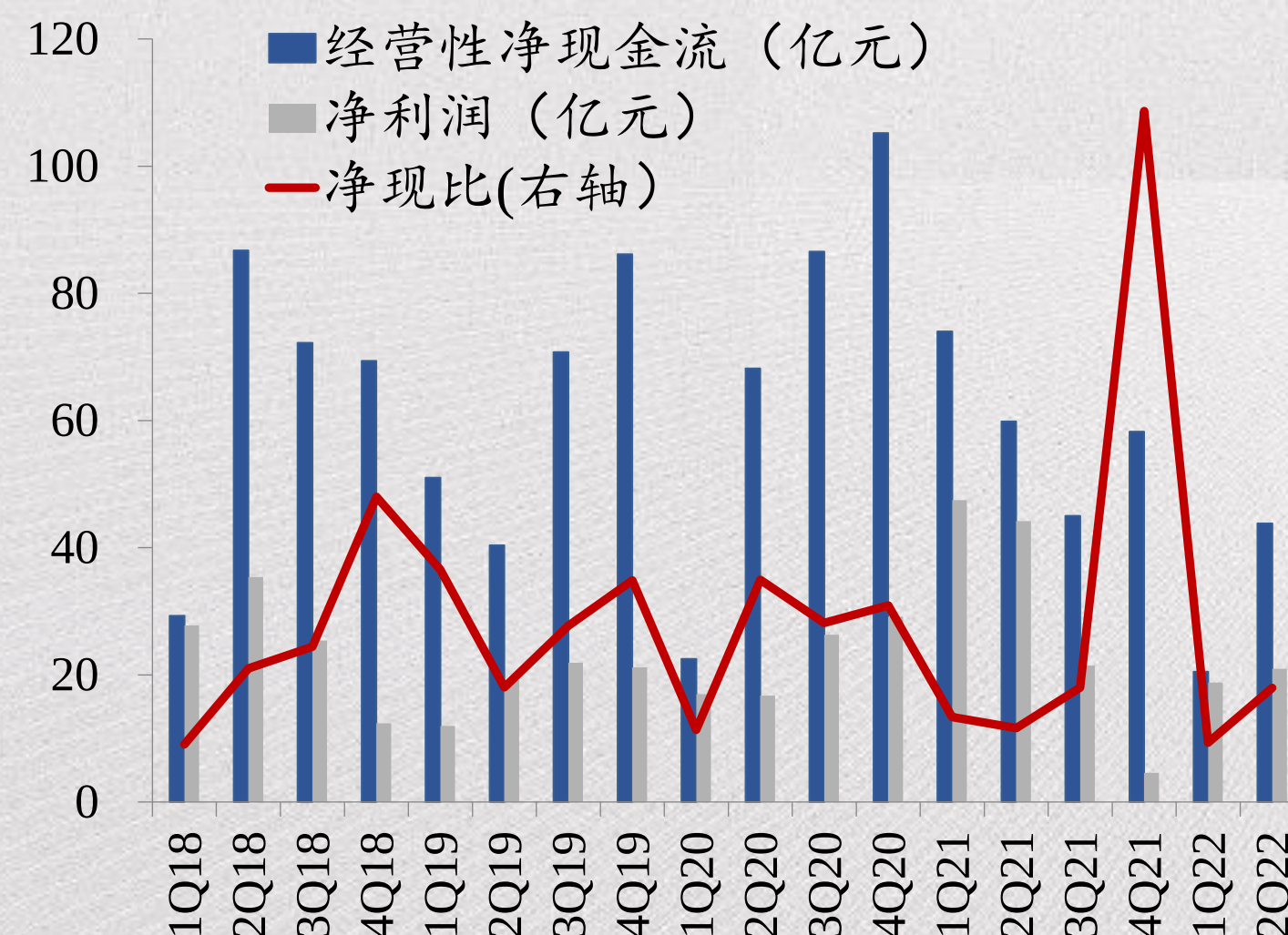
- ✓ **纸企库存边际提升，净现比环比改善但仍处缓慢修复期。**受成本上涨影响，纸企库存边际提升。2Q货运速度恢复，经营现金流有所修复，净现比环比提升但同比仍处低位。
- ✓ **资本开支：整体放缓，太阳、仙鹤、山鹰等保持逆势扩张。**重点纸企资本开支连续两个季度放缓，太阳通过收购、特纸头部企业仙鹤&五洲资本开支仍保持较高水平。

图表：重点纸企存货边际提升

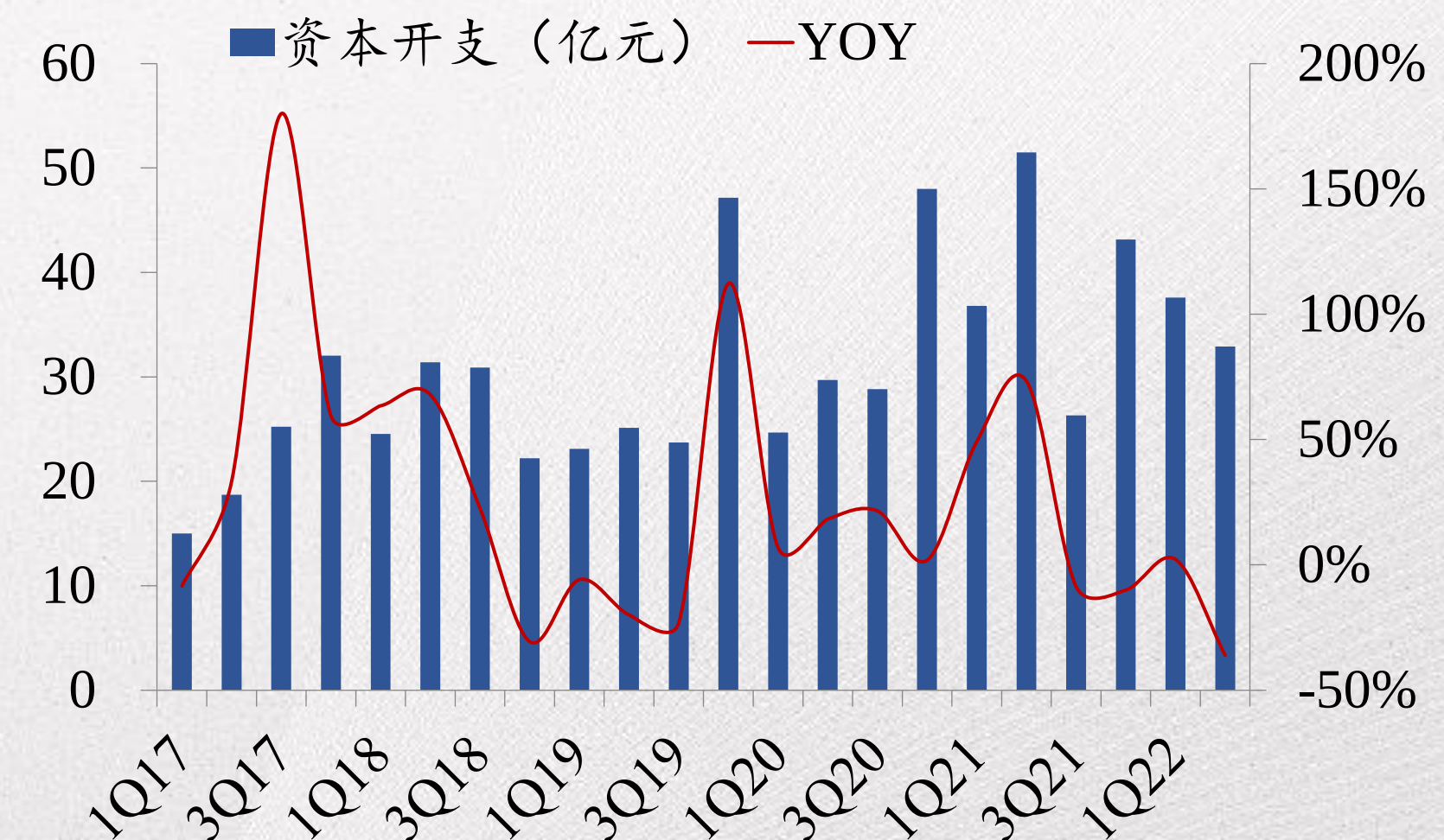


数据来源：Wind，国金证券研究所

图表：重点纸企经营性现金流与净利润



图表：重点纸企资本开支进度放缓



图表：2Q起造纸固定资产投资额累计增速放缓



2.2 行业展望：浆系&废系关注需求回暖，特种纸关注提价&成本拐点

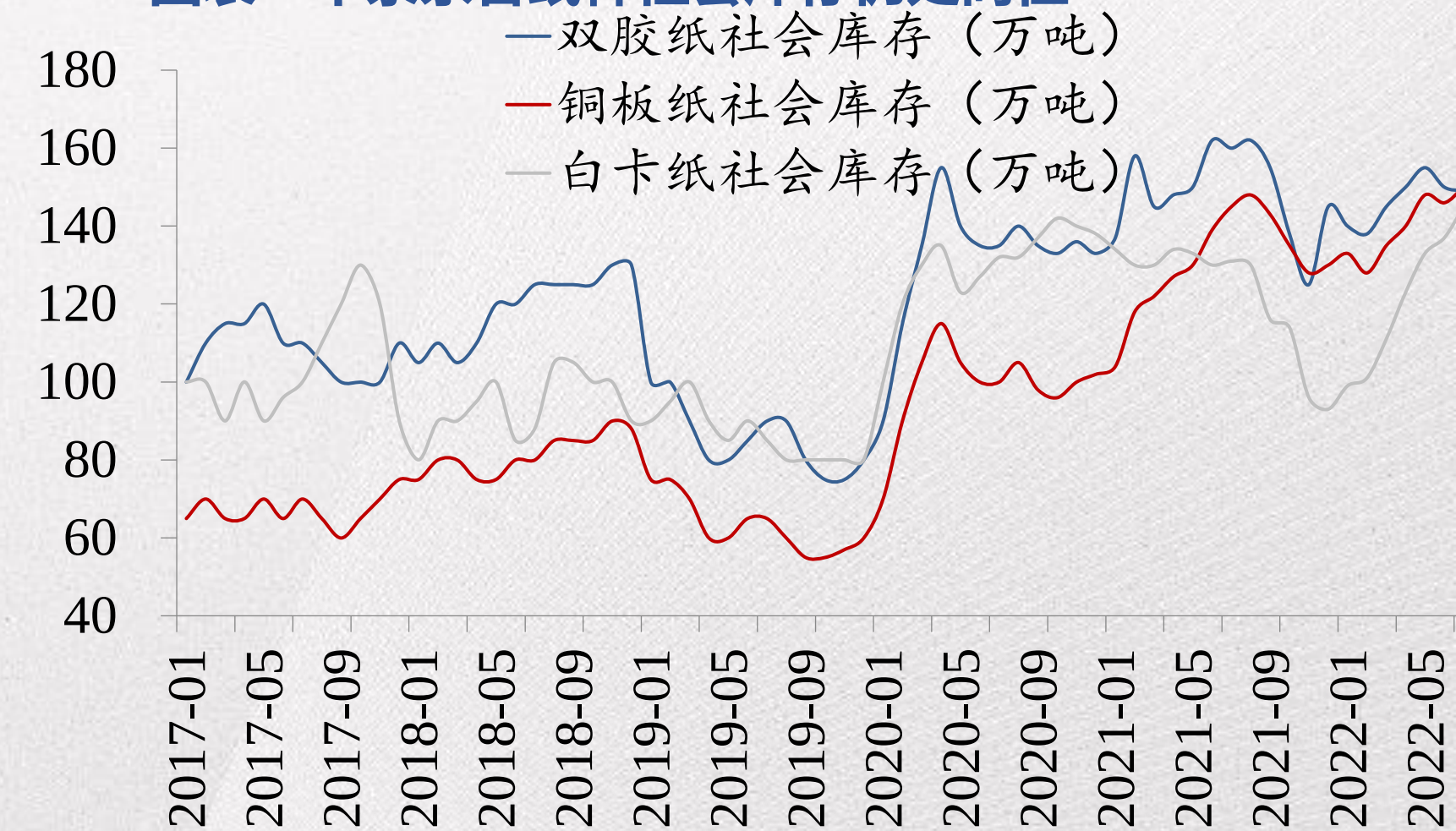
✓ **木浆价格：** 10月木浆新产能投产，关注供给端压制因素解除带来的拐点到来。智利

Arauco MAPA156万吨阔叶浆产能预计于2022年10月底释放，年内浆价高位震荡，中期木浆供需偏宽松，预计回落，但现金成本（木片&化工品、能源）抬升预计回落幅度低于20年

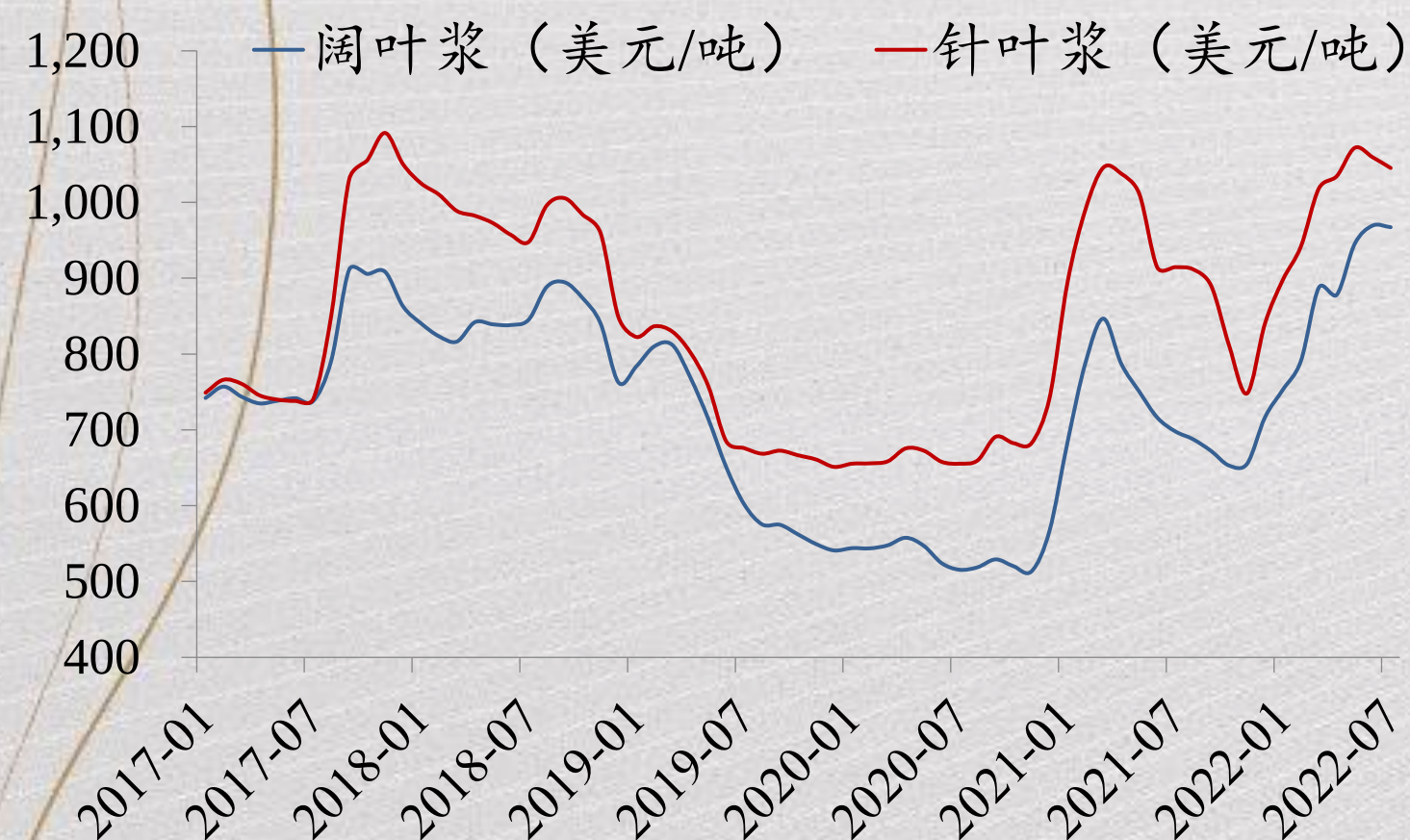
✓ **库存：** 企业库存已现高位去化，社会库存仍在高位，废纸头部纸企停机&需求旺季到来预计加速库存去化

✓ **提价函：** 8月热转印纸发布1000元/吨提价函，8月底文化纸企发布300元/吨涨价函，需求转旺成本驱动型涨价仍可期待

图表：木浆系各纸种社会库存仍处高位

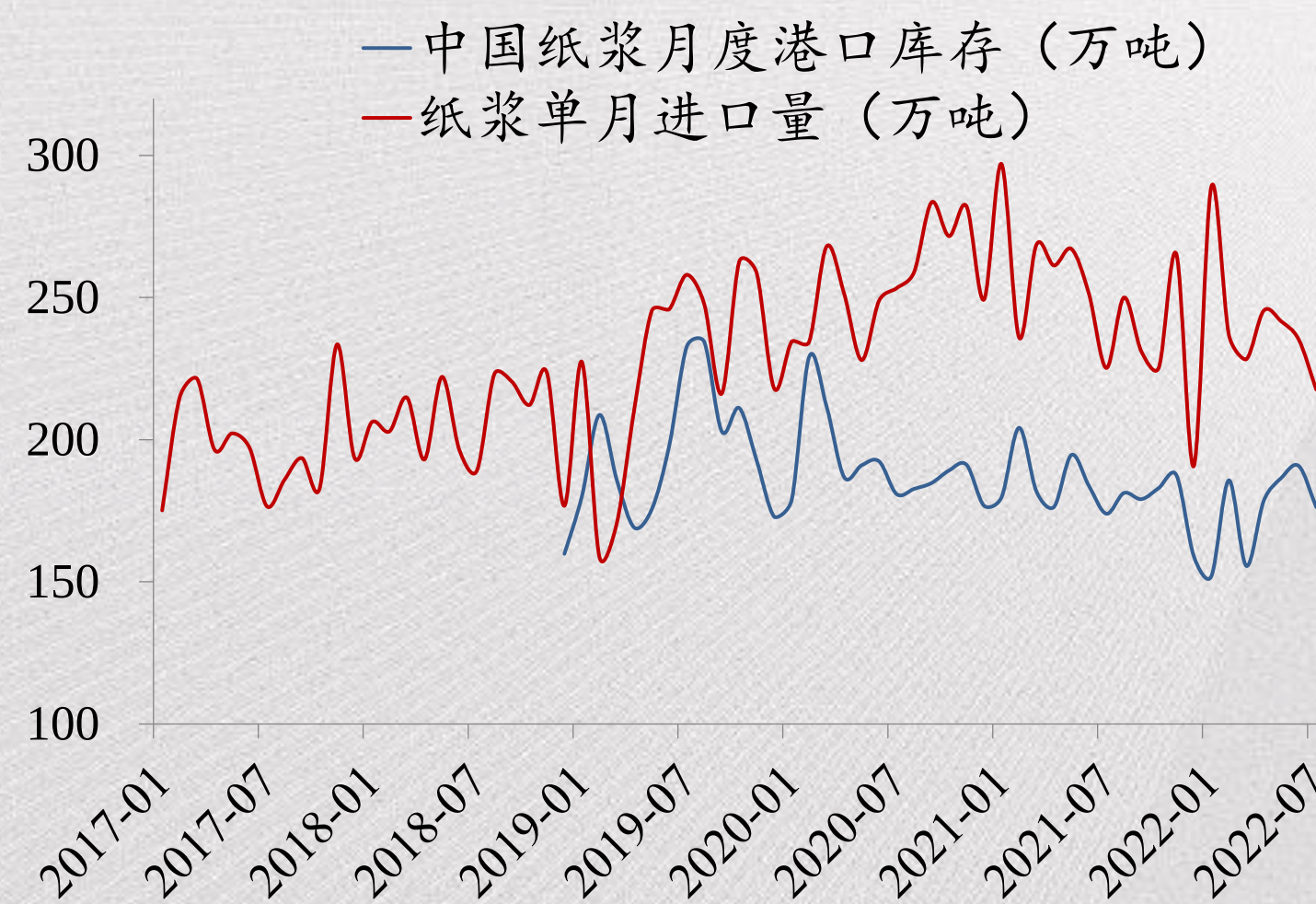


图表：8月下旬针叶浆现货价格已现松动

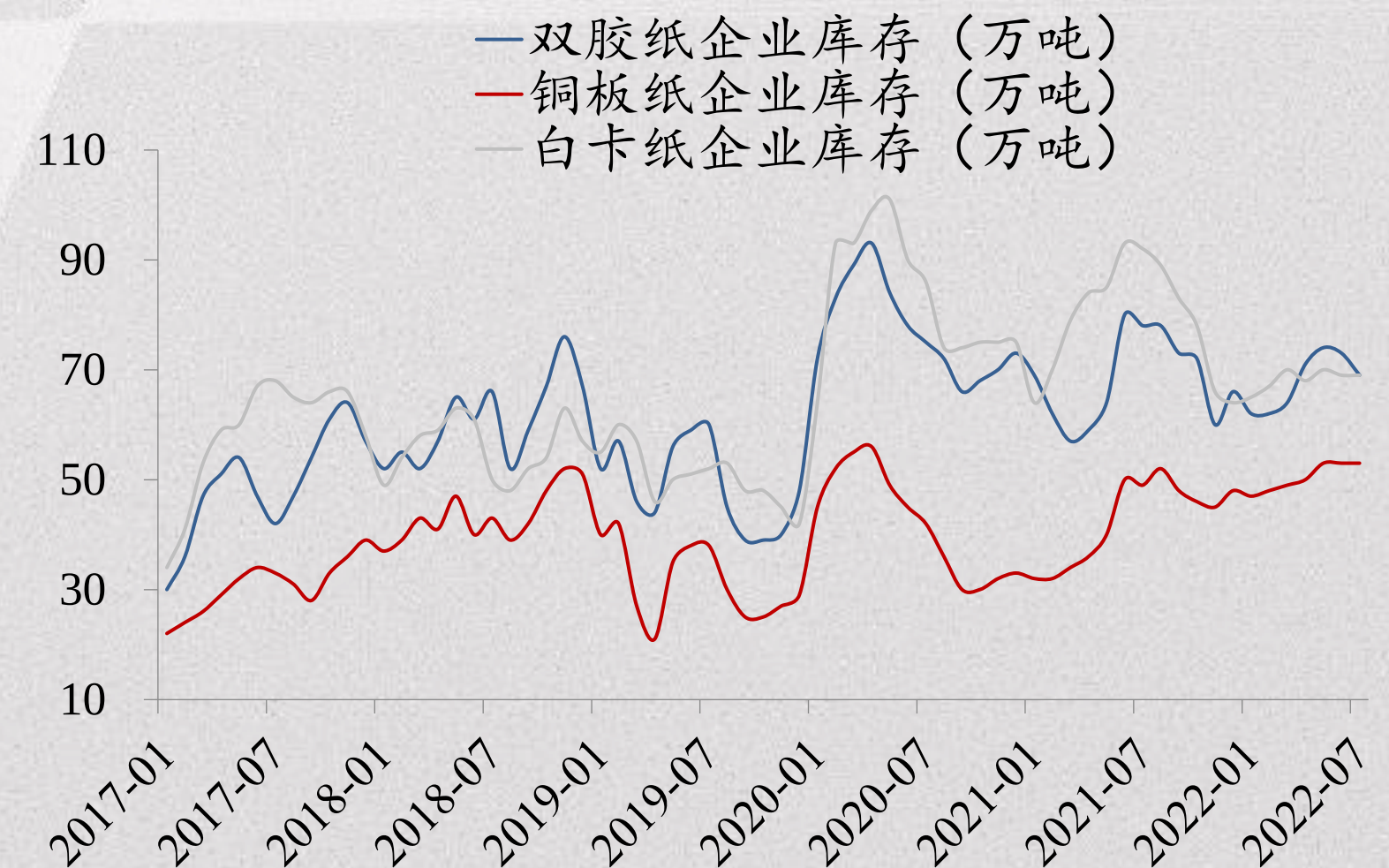


数据来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表：22年以来木浆到港减少导致港口库存去化



图表：木浆系各纸种企业库存去化并企稳



2.3 造纸板块-投资建议

- ✓我们建议关注格局较好&需求韧性强、有望率先受益浆价下行的特种纸标的和原料自供率高、高原料自供率底部利润夯实的浆系龙头。
- ✓**太阳纸业：浆品类布局业绩弹性凸显，平滑下游纸品盈利平淡表现，亦带动2Q业绩超预期。**高木浆自给率（55%+）平抑相当比例的成本波动；产能稳步扩张，22年3月收购广西六景成全（年产浆15万吨、纸20万吨），计划新增10万吨生活用纸于22H2投产及3.4万吨超高强度特种纸于23Q1投产，此外计划在南宁建设年产525万吨林浆纸一体化项目（一期预计24Q1投产，二期预计26Q1投产），伴随本轮林浆纸基地建成，收入、业绩规模有望再上新台阶。预计22-24年公司归母净利分别为33.8、35.6、38.2亿元，当前股价对应PE分别为9/9/8X。
- ✓**仙鹤股份：盈利拾级而上，多元布局成长动能充沛。**2Q吨盈利稳步修复，看好2H成本压力趋缓下、提价落地进一步强化盈利弹性。23年迎产能释放大年，中长期林浆纸一体化提升战略优势，成长动能充足。11月预计新增食品卡纸产能30万吨，1Q23公司预计本部新增8万吨产能，23年底湖北、广西纸、浆产能陆续投放，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。预计公司2022-2024年归母净利分别为9.1、13.3、16.3亿元，当前股价对应PE分别为22/15/12X。

- 1 家居：利润亟待修复，低估值改善型标的机会显现
- 2 造纸：大宗静待需求回升盈利修复，特种纸关注浆价拐点
- 3 宠物板块：汇率受益奠定底层利润，国内品牌加速扩张

3.1 行业回顾：2Q受益汇率盈利弹性凸显

✓**外销：出口韧性充足，2Q人民币贬值增厚利润。**5月/6月中国宠物食品出口金额分别同比+31%/+30%，年初以来海外宠物赛道景气度逆势表现强劲，且宠物零食、尿垫渗透率提升趋势下消费增速优于大盘，头部公司凭借产业链优势支撑份额提升。4月起人民币进入贬值通道，2Q盈利能力边际修复显著。

图表：A股宠物食品公司财务表现

		2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31
		1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	2019	2020	2021
营收及增速										
002891.SZ	中宠股份	5.60	6.97	7.55	8.69	7.93	7.97	17.16	22.33	28.82
	yoy	50.19%	13.28%	19.48%	41.92%	41.58%	14.24%	21.5%	30.1%	29.1%
300673.SZ	佩蒂股份	3.21	3.91	2.04	3.56	3.43	5.03	10.08	13.40	12.71
	yoy	33.02%	14.70%	-47.77%	-3.33%	7.03%	28.70%	16.0%	32.9%	-5.1%
毛利率										
002891.SZ	中宠股份	21.9%	21.1%	18.9%	19.0%	18.5%	19.6%	23.8%	24.7%	20.0%
300673.SZ	佩蒂股份	21.9%	27.6%	30.8%	14.2%	24.7%	27.9%	25.0%	25.5%	22.9%
归母净利及净利率										
002891.SZ	中宠股份	21.1%	39.6%	31.0%	23.9%	23.4%	44.9%	79.0%	134.9%	115.6%
	净利率	3.8%	5.7%	4.1%	2.7%	3.0%	5.6%	4.6%	6.0%	4.0%
300673.SZ	佩蒂股份	23.4%	41.6%	13.7%	-18.7%	28.5%	61.9%	50.0%	114.8%	60.0%
	净利率	7.3%	10.6%	6.7%	-5.2%	8.3%	12.3%	5.0%	8.6%	4.7%
季度累计及年度存货周转天数										
002891.SZ	中宠股份	106.3	91.4	88.4	83.3	73.1	76.5	78.3	90.4	83.3
300673.SZ	佩蒂股份	103.3	102.3	141.0	133.4	153.7	136.9	86.4	87.2	133.4
季度累计及年度应收账款周转天数										
002891.SZ	中宠股份	48.7	48.1	49.1	38.7	44.7	43.1	43.7	41.0	38.7
300673.SZ	佩蒂股份	64.8	67.1	62.3	60.4	71.5	66.5	63.2	55.9	60.4
资本开支 (亿元)										
002891.SZ	中宠股份	0.74	0.69	0.99	0.42	0.65	0.86	1.52	1.93	2.84
300673.SZ	佩蒂股份	0.88	0.74	0.23	0.26	0.39	0.17	1.44	3.70	2.11

数据来源 wind, 国金证券研究所

3.2 行业展望：看好下半年国内品牌开启加速跑，海外利润弹性仍可期

- ✓**外销**：看好景气度韧性，汇率对2H增量利润贡献仍可期。由于2H21人民币仍处于升值通道，2H22起人民币进入贬值通道，汇率剪刀差对毛利增量仍较为显著，看好下半年外销毛利率边际修复。
- ✓**国内自主品牌**：伴随国内宠物品牌进入快速成长期，中宠、佩蒂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，当前中宠/佩蒂/乖宝（未上市）国内营收占比分别达24.2%/13%/52%（21A），增速分别为+22.4%/+7.8%/+28.4%，国内基于供应链优势，将电商作为品牌推广和全国化拓展的“先头兵”，精细化渠道管理、品牌矩阵搭建，长坡厚雪赛道下成长性值得期待。

图表：头部宠物食品公司国内外业务占比及增速梳理

		占比	2018	2019	2020	2021	1H 2022	增速	2018	2019	2020	2021	1H 2022
002891.SZ	中宠股份	国内	18.0%	20.2%	26.5%	27.2%	24.2%	国内	69.6%	36.6%	57.1%	28.1%	22.4%
		国外	82.0%	79.8%	73.5%	72.8%	71.8%	国外	34.9%	18.4%	19.8%	27.7%	26.8%
300673.SZ	佩蒂股份	国内	7.8%	14.0%	14.9%	16.6%	13.0%	国内	123.3%	108.1%	40.7%	5.6%	7.8%
		国外	92.2%	86.0%	85.1%	83.5%	87.0%	国外	33.2%	8.2%	31.6%	-7.0%	20.9%
A21698.SZ	乖宝宠物	国内	44.3%	53.8%	51.6%	51.8%	-	国内	-	39.7%	37.6%	28.4%	-
		国外	55.7%	46.2%	48.4%	48.2%	-	国外	-	-4.9%	49.7%	26.9%	-

数据来源：wind，国金证券研究所

3.3 宠物板块-投资建议

✓中宠股份：湿粮强势领先，干粮产能投产、拓品类驱动高成长

国内自主品牌：发布可转债预案，发力干粮主品类赛道，品类开拓驱动成长加速。3月干粮新产能投放，标志着公司在国产湿粮和零食领域取得领先定位后，进一步加速主粮主赛道的布局，成长空间再度打开，下半年起国内自有品牌有望加速。公司前期发布7.7亿元可转债预案，用于国内干粮、湿粮项目的深度布局，凭借供应链前瞻布局，国内各品牌逐步构建零食、湿粮、干粮的全品类组合，2H起国内自主品牌成长有望加快。

海外：优质产业链优势大客户份额提升，人民币贬值盈利进入修复通道。基于国内宠物零食强供应链能力，Q伴随海外宠食需求韧性下提价顺利落地，新西兰PFNZ恢复生产、汇率积极影响，毛利率有望从15%提升至18%+，收入增速从20%修复至25%。中期角度，中宠凭借成本优势和优质产品品质，有望稳步提升下游大客户份额，保持稳健成长。预计公司22-24年归母净利润为1.8、2.5、3.2亿元，当前股价对应PE分别为46、33、26X。

✓佩蒂股份：自主品牌“大单品”策略推进顺利，海外咬胶领先者

国内自主品牌：聚焦打造主品牌“好适嘉”、“爵宴”，发力线上推行“大单品”策略，并陆续推出双拼粮、98K主食湿粮罐等系列产品。2022年618期间，佩蒂旗下品牌销售额同比增长300%，主打品牌爵宴品牌收入超1500万元，天猫狗零食类排行榜中，爵宴总销售额达到前三。爵宴鸭胸肉干在天猫狗零食热卖榜排名第一，狗零食好评榜排名第二。

海外不利因素消除，出口彰显韧性。越南工厂复工顺利，柬埔寨新建厂房产能利用率稳步提升并减亏，业绩稳步恢复。公司深耕咬胶领域多年工艺积淀深厚，且下游深度绑定品谱大客户，有望受益于品牌格局集中保持稳健成长。发布股权激励计划，深度绑定中层核心骨干，高目标彰显公司信心。

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、家居、宠物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。
- ✓**原材料价格持续上涨的风险：**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。
- ✓**费用投放过度，新品推广不及预期的风险：**宠物企业积极推广新品进行产品迭代和升级以优化盈利结构，若新品推广不及预期、且费用投放过度，则导致盈利能力下行的风险。

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。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。