

造纸个护篇：盈利拐点已现，稳步复苏可期 ——21年报&1Q22季报总结

21&1Q22 业绩总结

- **造纸：内部分化，浆系基本面已现拐点，废系仍需静待旺季。**下游需求疲软导致 4Q21 纸企库存去化较为缓慢，尽管行业在能源成本、木浆成本较高的影响下开启提价，从当前视角复盘来看，本轮浆系纸、特种纸整体提价落地节奏较前期偏慢，导致 4Q 盈利触底，1Q 起伴随能源成本影响边际减弱、几轮提价逐步落地，盈利已进入修复区间。以太阳纸业为代表的头部浆系纸企盈利修复节奏领先于行业整体。**展望未来：**伴随浆价拐点到来，特种纸有望率先渠道盈利修复弹性，浆系纸延续逐季修复，废纸静待需求好转。
- **家清个护：价值底部守望复苏，高端化&拓品类渐次展开。**需求角度，20 年受疫情影响居民家庭加速累库，形成较高基数，21 年起家清个护行业进入去库阶段，规模增长短期承压。盈利能力角度，下半年起原材料、能耗成本压力凸显，新品推广+竞争激烈推升销售费用，毛销差收窄，短期盈利承压。2Q 起库存端有望企稳需求好转，但盈利端仍表现分化，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，值得长期关注。
- **宠物板块：国内品牌梳理清晰，汇率波动扰动业绩平稳性。**21 年宠物食品代工行业景气度体现出较强的韧性，下半年受疫情对供应链影响导致表现分化。当前人民币进入贬值通道，我们预计宠物食品企业盈利端有望获得进一步修复。国内宠物食品上市公司基于供应链前瞻布局优势，将电商作为品牌推广和全国化拓展的“先锋兵”，布局逐步成熟，后续有望强化线下宠物店、特渠布局，把握行业发展红利。

投资建议

- **造纸：**建议关注原料自供率高、吨净利望逐季改善、业绩稳定性更强的浆系龙头**太阳纸业**（广西浆品类布局业绩弹性凸显，文化纸步入旺季需求回暖，吨盈利恢复至 400 元，中长期南宁 525 万吨产能释放支撑成长逻辑）；关注格局较好、有望率先受益浆价下行的特种纸标的**仙鹤股份**（提价稳步推进盈利进入修复通道，成长动能充沛，中长期林浆纸一体化提升战略优势，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）
- **家清个护：**建议精选改善品种，布局业绩改善确定性强、兼具成长性的**维达国际**（短期业绩承压，品类升级持续推进，去年底起公司稳步提价，盈利水平有望于 2Q 起触底修复。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，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，线下精细化运营力效果较优利润率稳步提升，产品升级优化盈利结构）
- **宠物板块：**建议关注**中宠股份**（海外景气度稳定份额提升，国内发布可转债预案，品类开拓驱动成长加速。公司高、中端品牌矩阵梳理清晰，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，渠道精耕细作，自主品牌成长有望加快。）

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

尹新悦 联系人
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 造纸：内部分化，浆系基本面已现拐点，废系仍需静待旺季	4
1.1 行业回顾：需求疲软纸价低迷，能源成本&原料成本双压盈利触底回暖	4
1.2 行业展望：浆系修复通道，废纸静待需求好转，特种纸关注成本拐点	8
1.3 投资建议	10
2 家清个护：价值底部守望复苏，高端化&拓品类渐次展开	11
2.1 行业回顾：高基数下居民开启去库，成本提升&费用投入压制盈利	11
2.2 行业展望：价值底部守望复苏，中高端&品类开拓值得关注	12
2.3 家清个护板块投资建议	12
3 宠物板块：国内品牌梳理清晰，汇率波动扰动业绩平稳性	13
风险提示	14

图表目录

图表 1：双胶纸价格平均吨纸毛利（元/吨）	4
图表 2：铜版纸价格平均吨纸毛利（元/吨）	4
图表 3：白卡纸价格平均吨纸毛利（元/吨）	4
图表 4：箱板纸价格平均吨纸毛利（元/吨）	4
图表 5：重点造纸企业营收及同比增速	5
图表 6：重点纸企净利润及同比增速	5
图表 7：分纸种季度收入及同比增速	5
图表 8：分纸种季度净利润及同比增速	5
图表 9：重点纸企单季度毛利率	6
图表 10：重点纸企 4Q 触底后边际修复	6
图表 11：重点纸企费用率管控向好	6
图表 12：重点纸企单季度净利率变化	6
图表 13：分纸种单季度净利率	7
图表 14：应收账款周转天数	7
图表 15：存货周转天数	7
图表 16：重点纸企 4Q 起账面存货边际下行（亿元）	8
图表 17：重点纸企经营性现金流与净利润	8
图表 18：重点纸企固定资产略有抬升	8
图表 19：重点纸企分季度资本开支及同比增速	8
图表 20：22 年起造纸及纸制品固定资产累计投资完成额累计同比进入上行区间	9
图表 21：4 月以来国际浆价高位下行	9
图表 22：2021 年起纸浆港口库存缓慢去化	9

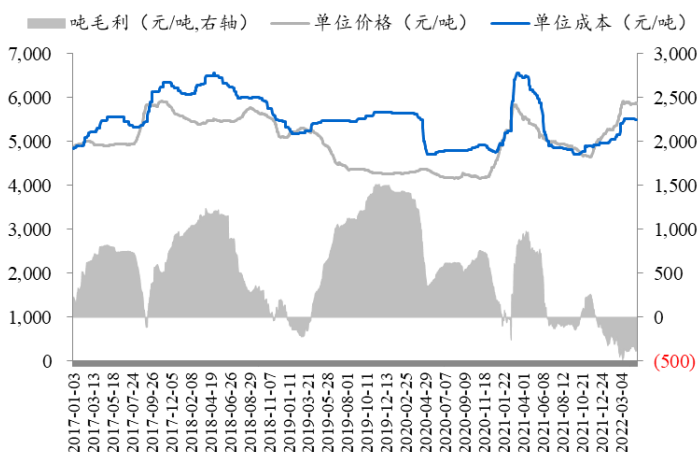
图表 23: 白卡社会库存去化较好, 双胶/铜版仍处高位.....	10
图表 24: 木浆系各纸种企业库存去化并企稳.....	10
图表 25: 废纸系各纸种社会库存仍在高位.....	10
图表 26: 废纸系各纸种企业库存处于历史平均水平.....	10
图表 27: 铜版纸、双胶纸、白卡纸开工率.....	10
图表 28: 废纸系纸企开工负荷率边际回暖.....	10
图表 29: 2021 家清个护企业营收增速有所下滑.....	11
图表 30: 受居民去库存影响, 1Q22 家清个护企业营收增速进一步收窄.....	11
图表 31: 家清个护企业累计毛销差变动情况	12
图表 32: 家清个护企业单季度毛销差	12
图表 33: A 股宠物食品公司财务指标一览	13
图表 34: A 股宠物食品公司国内外营收占比及增速	14

1 造纸：内部分化，浆系基本面已现拐点，废系仍需静待旺季

1.1 行业回顾：需求疲软纸价低迷，能源成本&原料成本双压盈利触底回暖

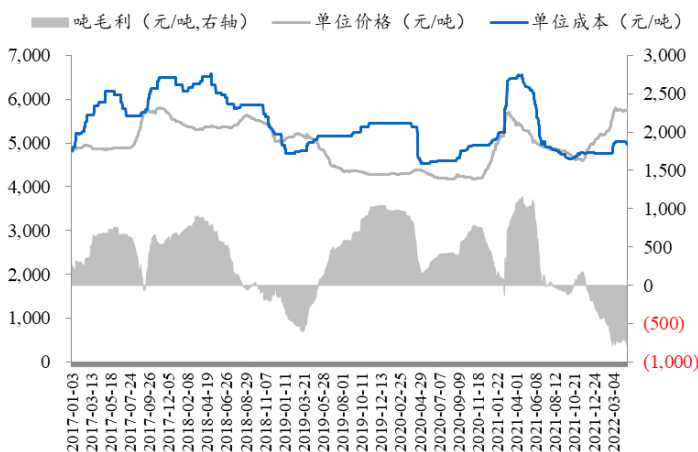
整体角度，下游需求疲软导致 4Q21 纸企库存去化较为缓慢，尽管行业在能源成本、木浆成本较高的影响下开启提价，从当前视角复盘来看，本轮浆系纸、特种纸整体提价落地节奏较前期偏慢，导致 4Q 盈利触底，1Q 起伴随能源成本影响边际减弱、几轮提价逐步落地，盈利已进入修复区间。

图表 1：双胶纸价格平均吨纸毛利（元/吨）



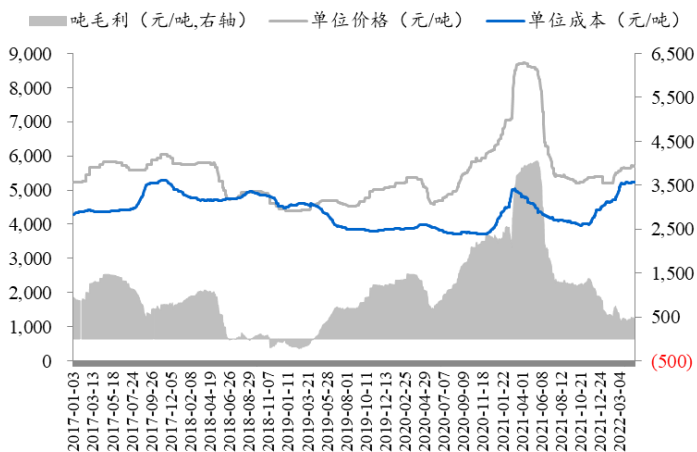
来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 2：铜版纸价格平均吨纸毛利（元/吨）



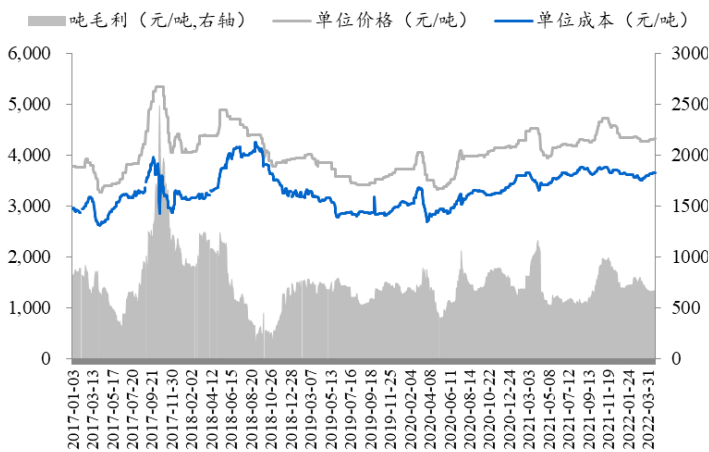
来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 3：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 4：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 21A/1Q22 重点纸企营收增速同比+28.0%/+8%，归母净利润同比+32%/-59.9%。下半年以来，在需求偏淡的行情下，产业链去库承压。具体来看，

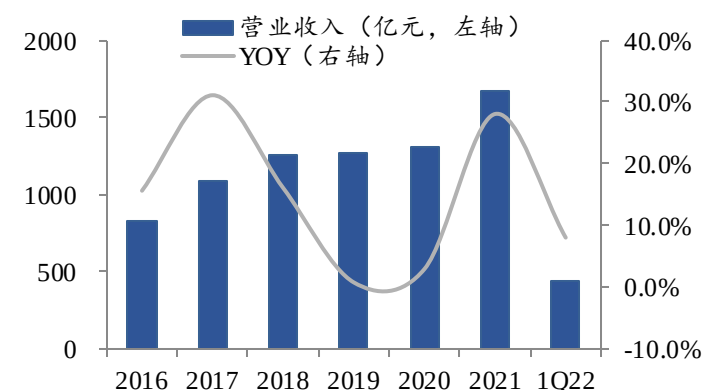
1) 供给端：下半年进口纸对行业供给端压力减弱，4Q 以来欧洲受能源成本压力较大、纸企罢工影响，东南亚造纸出口从中国转移至欧洲，1Q 以来国内白卡纸、铜版纸出口亦快速提升，国内供需矛盾进一步减弱。

2) 需求端：需求疲软导致提价缓慢，但已进入上行通道。其中，双胶纸国内呈

现旺季不旺态势，铜版纸出口边际好转。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。当前双胶纸/铜版纸/白卡纸价格分别6238/5680/6450元/吨，较12月底+625/290/351元/吨（上涨幅度11%/5%/6%）。下游涨价稳步落实，根据产业链跟踪，2月、3月纸企涨价函均落地较为顺利，1Q起迎来业绩拐点。废纸系受下游需求淡季影响，价格略有下滑。

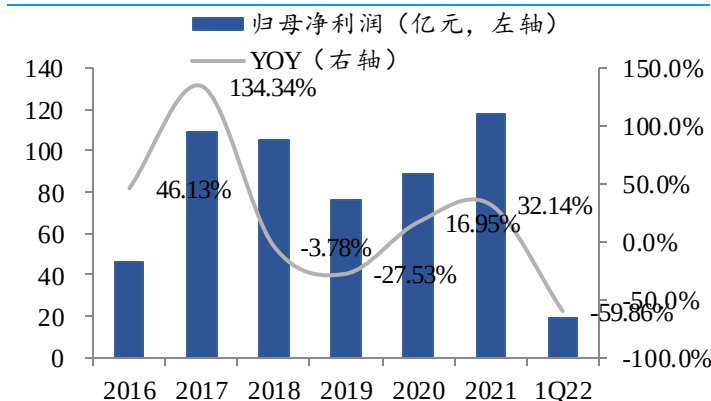
3) 成本端：①木浆价格：12月以来受UPM罢工、加拿大水灾供应链受阻、海运费高企影响，期货价格带动现货大幅提升，当前阔叶浆/针叶浆价格7000/6100元/吨，较12月初+1460/+1430元/吨，处于历史5年85%/92%分位。②废纸价格：受下游需求疲软影响，四季度以来废纸价格高位震荡下行。③能源成本：期内煤炭价格冲高回落但仍处于高位震荡区间，3月末秦皇岛动力煤价格1305元/吨，较12月末+520元/吨，较去年同期+600元/吨，纸企能源成本压力虽边际减弱但仍处高位。

图表 5：重点造纸企业营收及同比增速



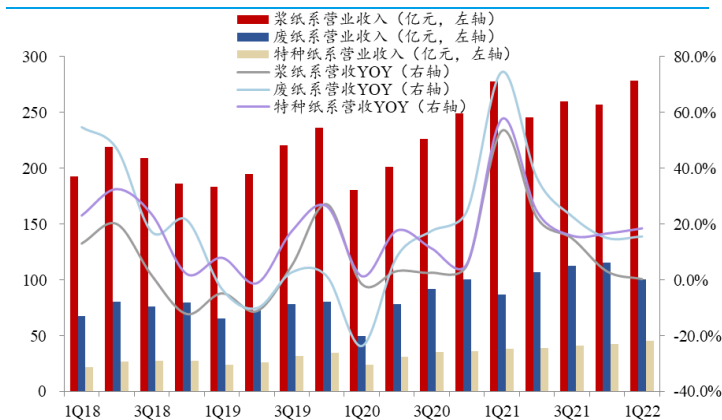
来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：重点纸企净利润及同比增速



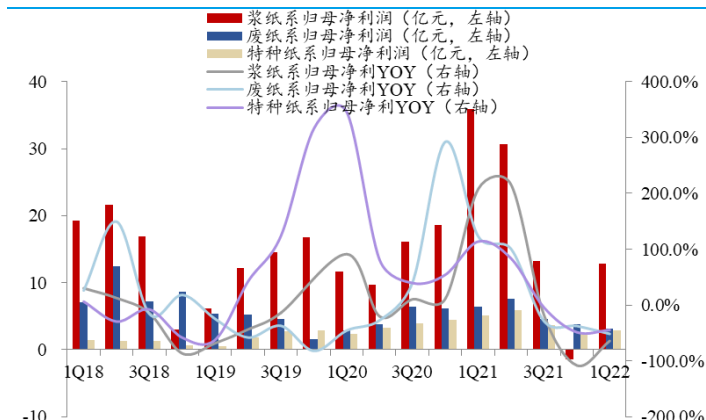
来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：分纸种季度收入及同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：分纸种季度净利润及同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

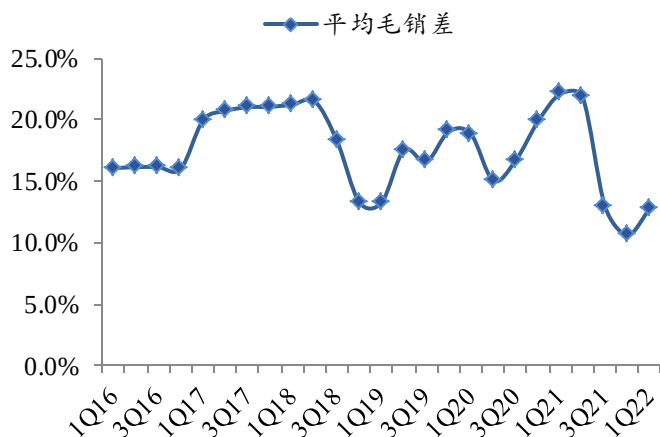
图表 9：重点纸企单季度毛利率

单季度毛利率		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22
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%
	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%
	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%
	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%
	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%
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%
	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%
	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%
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%
	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%
	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%
	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%

来源：Wind，国金证券研究所

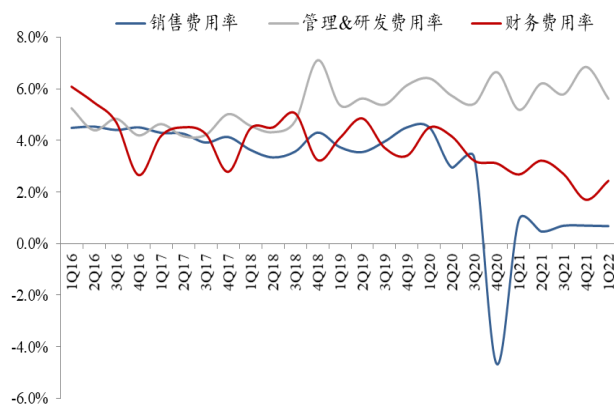
毛销差触底修复，成本管控效率优化。由于部分企业更改会计准则，我们采用毛销差指标进行分析，重点纸企 4Q21 毛销差触底，部分企业出现亏损，但 1Q22 起已进入修复通道。各纸企费用管控效率进一步优化，管理&研发费用率等改善明显。

图表 10：重点纸企 4Q 触底后边际修复



来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：重点纸企费用率管控向好



来源：Wind，国金证券研究所

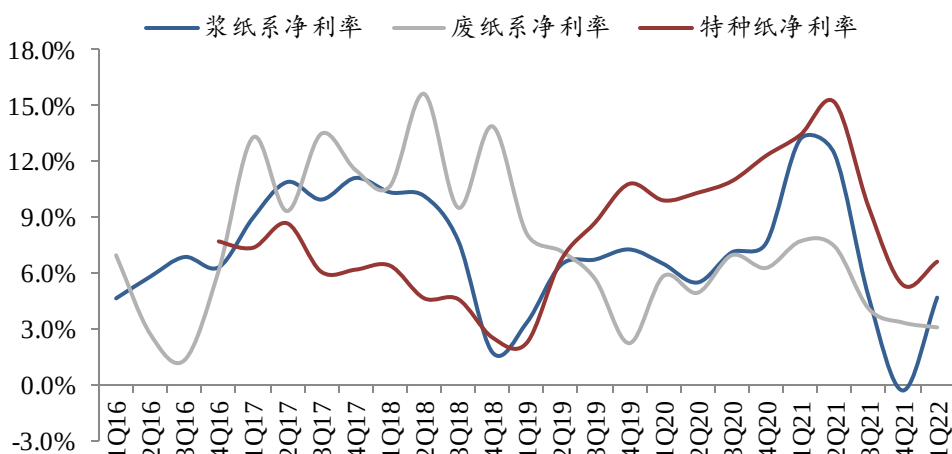
净利率：拥有自供浆的浆系纸盈利弹性凸显，特种纸波动性更大。拥有自供浆、产品结构更加均衡的头部浆系纸企如太阳纸业、晨鸣纸业、博汇纸业等，此轮盈利修复节奏快于行业整体。以太阳纸业为例，公司已形成溶解浆、文化纸、箱板纸前瞻性多品类布局，一季度业绩弹性一方面来自行业转暖带动的文化纸吨盈利修复，另一方面来自上游（溶解浆、化学浆对外销售）产业链布局带来的超额盈利。而特种纸由于自供浆上游产业链布局还处于初期阶段，且单吨浆耗、能源消耗更高，本轮盈利在应对上游成本端变化方面波动性更大。

图表 12：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
浆纸系	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%
	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%
	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%
	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%
	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%
废纸系	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%
	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%
	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%
特种纸系	仙鹤股份	12.31%	7.09%	7.34%	3.56%	3.52%	8.72%	11.61%	13.39%	11.61%	15.81%	16.31%	14.80%	18.38%	24.26%	20.00%	6.84%	8.73%
	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%
	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%
	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%

来源：Wind，国金证券研究所

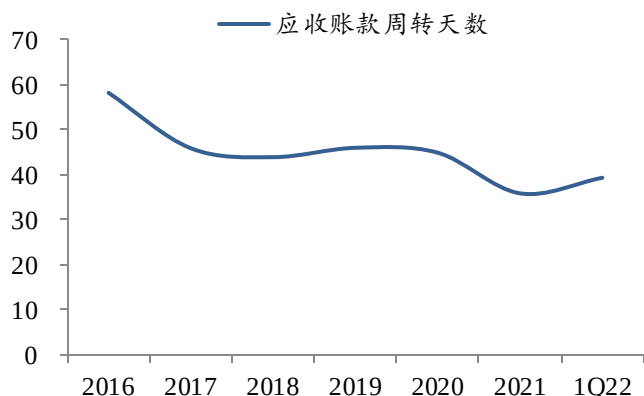
图表 13: 分纸种单季度净利率



来源: Wind, 国金证券研究所

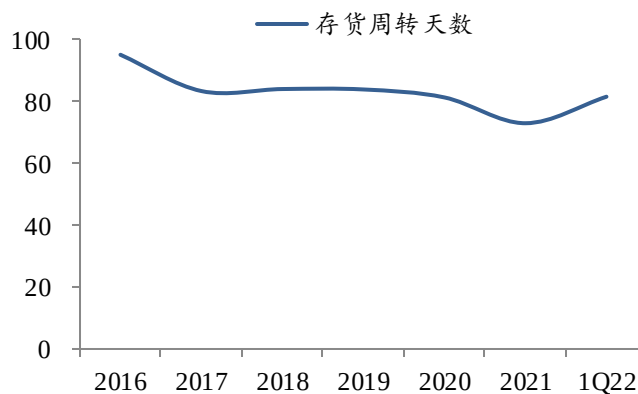
周转角度: 21 年重点纸企应收账款周转天数、存货周转天数均有所下滑。但 1Q22 起, 受下游景气度、疫情导致的物流周转变慢影响, 应收账款周转天数、存货周转天数略有回升。

图表 14: 应收账款周转天数



来源: Wind, 国金证券研究所

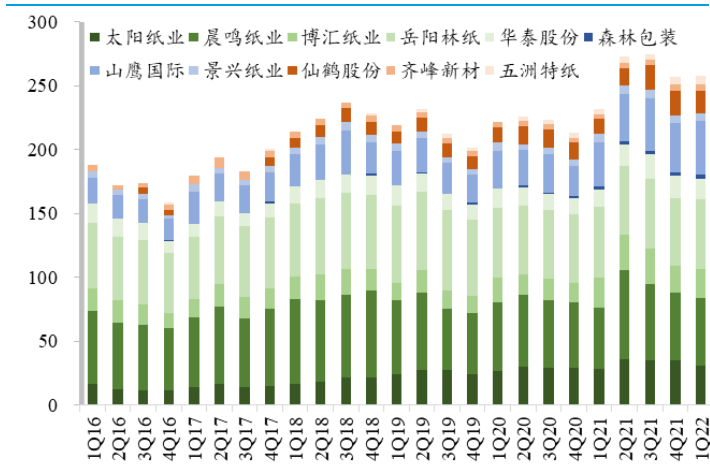
图表 15: 存货周转天数



来源: Wind, 国金证券研究所

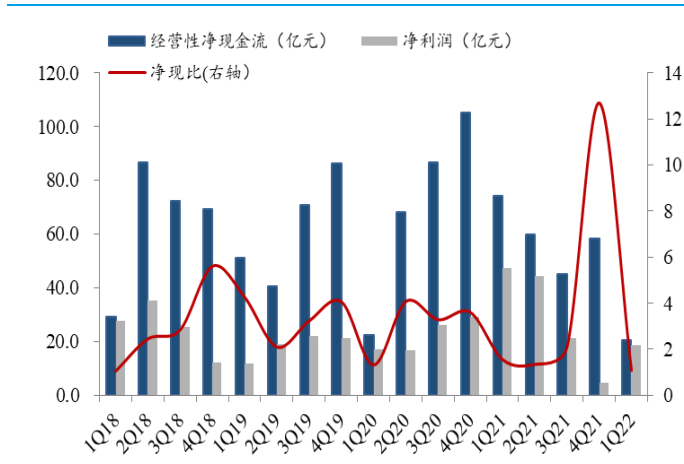
4Q 起纸企库存边际下行, 净现比同比略收窄。伴随上半年储存的低价库存原料木浆耗尽, 原料木浆库存水平预计恢复至平均水平, 另一方面开工率降低, 产品整体呈去库。经营性现金流角度, 4Q 受纸价下跌影响, 下游去库存, 一方面影响纸企单季度销量, 另一方面影响纸企预收款, 导致经营性净现金流入环比减少, 经营净现金流、净现比同比收窄。

图表 16：重点纸企 4Q 起账面存货边际下行（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

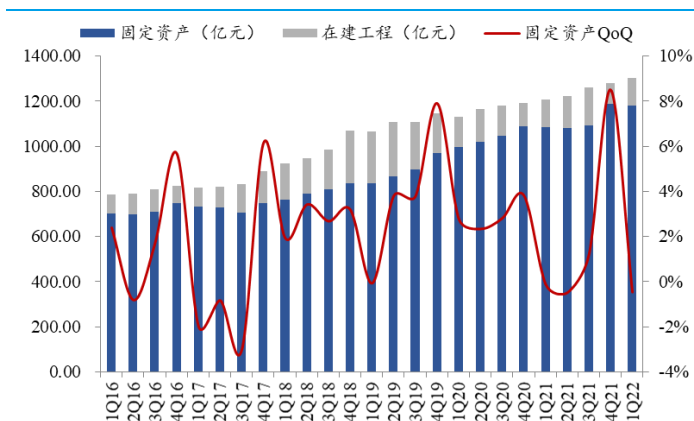
图表 17：重点纸企经营性现金流与净利润



来源：Wind，国金证券研究所

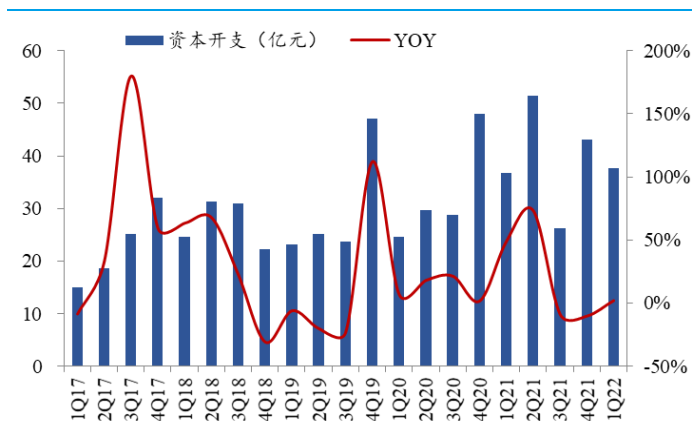
资本开支仍处高位，但双碳政策&能耗控制下，预计约束中长期产能新增。1Q 重点纸企账面固定资产及在建工程环比增速收窄，但资本开支仍处近年来高位状态，考虑到行业景气度的下滑、双碳政策下对于后续造纸项目的审批约束趋紧，行业产能扩张节奏将放缓，这有利于头部企业维护行业竞争格局，份额继续提升，对造纸行业中长期发展形成利好。

图表 18：重点纸企固定资产略有抬升



来源：WIND，国金证券研究所

图表 19：重点纸企分季度资本开支及同比增速

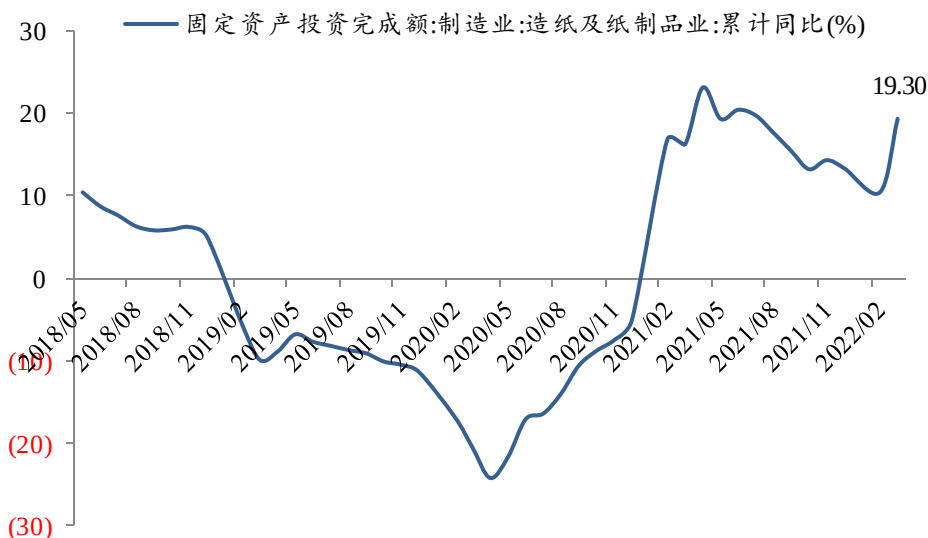


来源：WIND，国金证券研究所

1.2 行业展望：浆系修复通道，废纸静待需求好转，特种纸关注成本拐点

从造纸行业整体产能投放角度，2022 年以来行业固定资产投资额累计呈提升趋势，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。

图表 20: 22 年起造纸及纸制品固定资产累计投资完成额累计同比进入上行区间

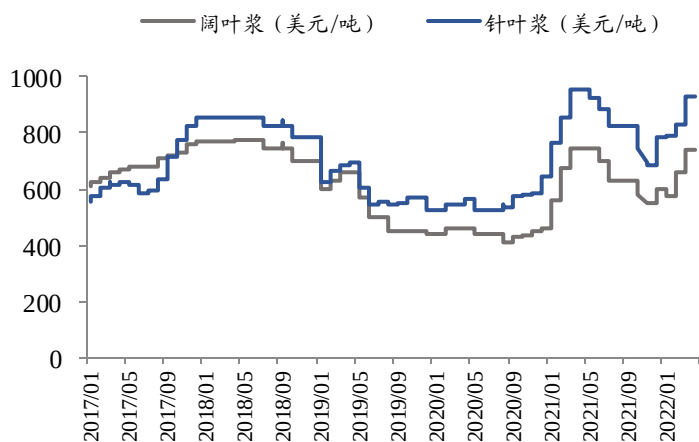


来源: Wind, 国金证券研究所

木浆价格: 关注供给端压制因素解除带来的拐点到来

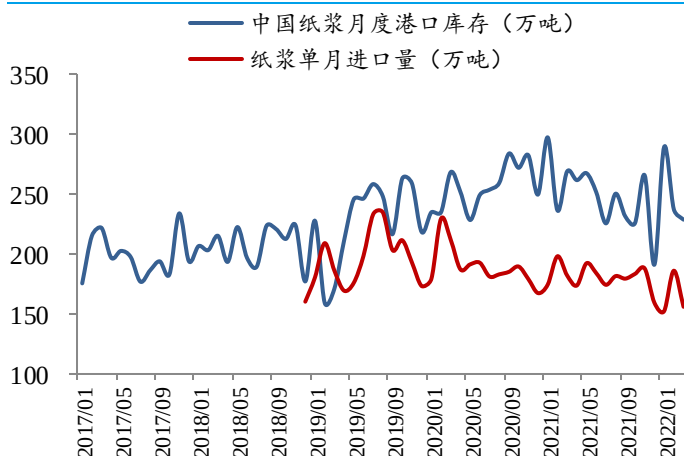
6 月新产能投产, 中期浆价有望回落至合理价格区间。从供给端约束因素来看, 前期长达 5 个月的 UPM 罢工已结束, 智利 Arauco MAPA156 万吨阔叶浆产能预计于 2022 年 6 月中旬释放。从中期供需测算来看, 未来三年全球木浆供需偏宽松, 伴随供给端约束因素的逐步解除, 中期浆价有望回归至正常价格区间,

图表 21: 4 月以来国际浆价高位下行



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

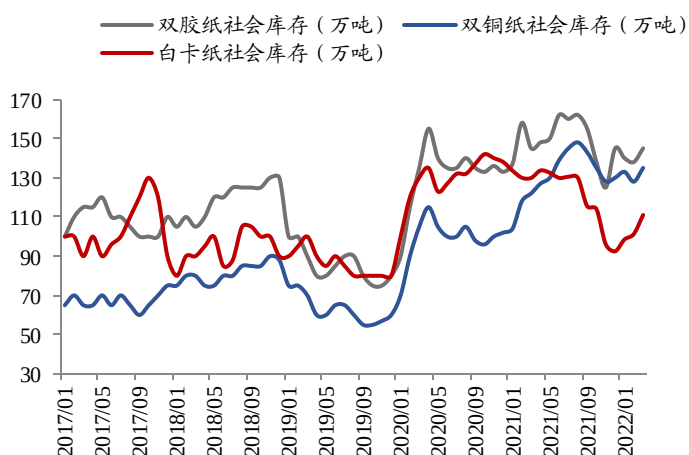
图表 22: 2021 年起纸浆港口库存缓慢去化



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

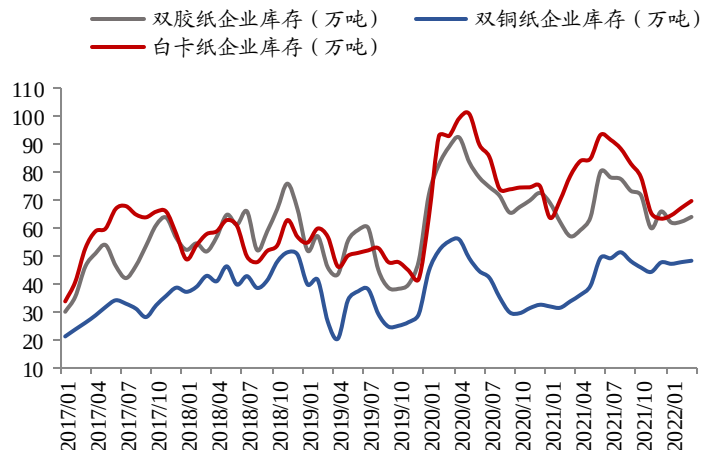
尽管短期行业阶段性由旺转淡, 或对短期提价幅度造成压力, 但伴随库存去化, 以及浆价下行拐点的到来, 成本压力有望减轻, 期待下半年旺季行情到来。当前, 浆系纸种企业、社会库存已进入去化阶段, 白卡、双胶纸企库存已降至历史平均水平, 社会库存整体仍处高位, 预计去化后, 下半年旺季有望迎来修复。

图表 23：白卡纸社会库存去化较好，双胶/铜版纸仍处高位



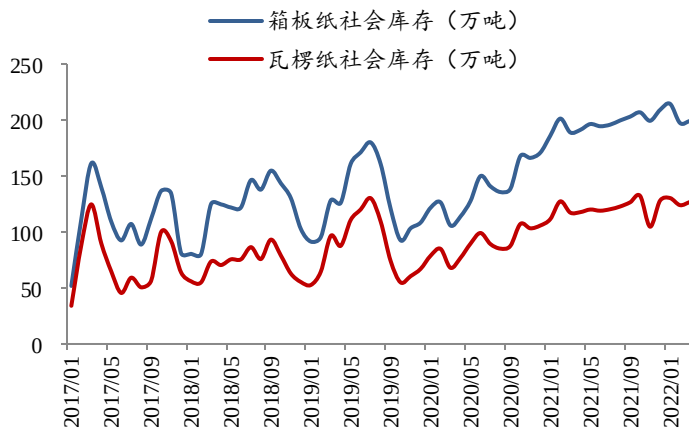
来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 24：木浆系各纸种企业库存去化并企稳



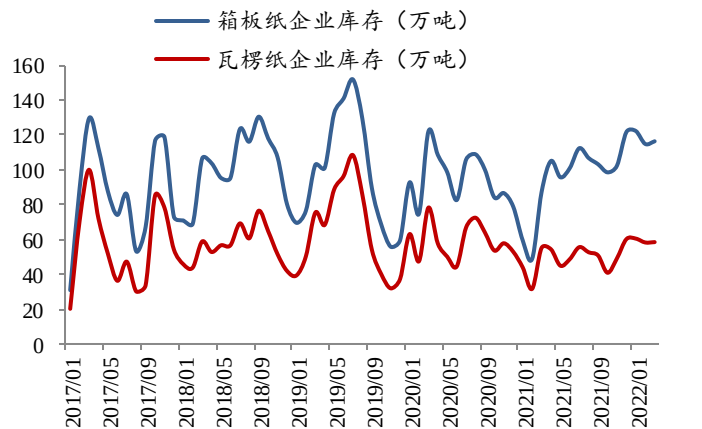
来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 25：废纸系各纸种社会库存仍在高位



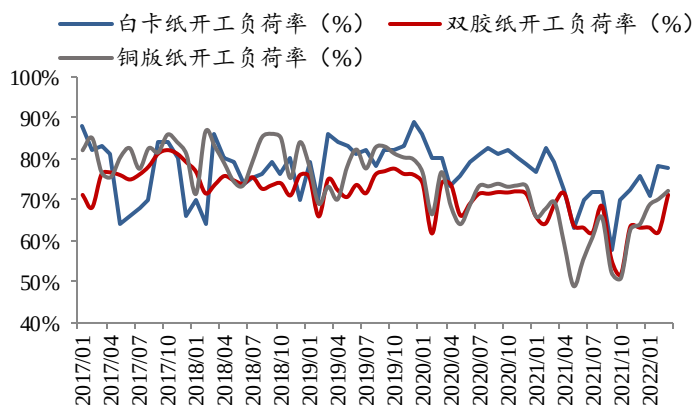
来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 26：废纸系各纸种企业库存处于历史平均水平



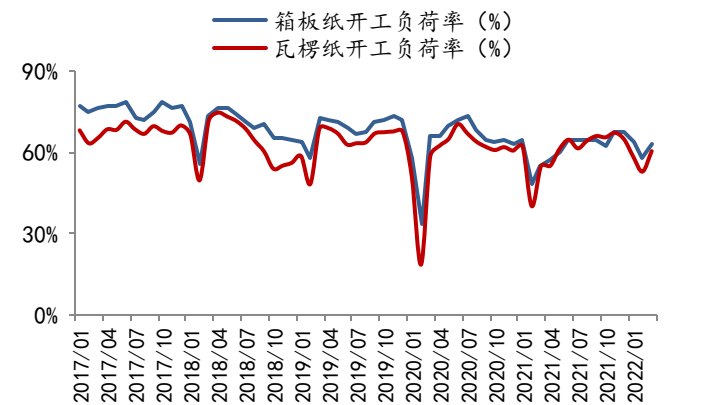
来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 27：铜版纸、双胶纸、白卡纸开工率



来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 28：废纸系纸企开工负荷率边际回暖



来源：卓创资讯，国金证券研究所

1.3 投资建议

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和原料自供率高、吨净利望逐季改善的浆系龙头。

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1Q业绩超预期。文化纸步入旺季需求回暖，补库&低盈利背景下纸厂4月提价逐步落地，吨盈利恢复至400元左右，成本端广西80万吨化学浆投产下，外盘浆价高企对成本端影响有限；中长期南宁525万吨产能释放支撑成长逻辑。

仙鹤股份：提价稳步推进盈利进入修复通道，成长动能充沛，中长期林浆纸一体化提升战略优势。公司通过提供“纸基解决方案”，提升客户粘性和单位客户价值，伴随广西100万吨、湖北160万吨浆纸产能投放，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。

2 家清个护：价值底部守望复苏，高端化&拓品类渐次展开

2.1 行业回顾：高基数下居民开启去库，成本提升&费用投入压制盈利

收入端：2020年受疫情影响居民家庭加速累库，形成较高基数，21年起家清个护行业进入去库阶段，终端竞争加剧，整体营收增速承压。

盈利能力：下半年起原材料、能耗成本压力凸显，新品推广+竞争激烈推升销售费用，毛销差收窄，短期盈利承压。①原材料角度，个护用品上游主要为SAP、无纺布等石油衍生物，生活用纸上游主要为木浆等，受大宗商品价格上涨影响，原料价格压力较大。②期内能耗、包材成本有所上涨。③受新品推广、新渠道开拓、终端竞争仍较为激烈的影响，销售费用仍保持高位，压制盈利能力，导致全年毛销差有所收窄。

图表 29：2021 家清个护企业营收增速有所下滑

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

来源：wind，国金证券研究所

图表 30：受居民去库存影响，1Q22 家清个护企业营收增速进一步收窄

季度营收YOY		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22
中游代工	依依股份	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	40.55%	-28.16%	10.17%	15.36%	13.87%
	可靠股份	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10.30%	6.06%	-38.72%	-45.54%	-20.44%	-3.34%
	豪悦护理	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	18.93%	-2.00%	7.78%	-37.92%	-13.90%	47.52%	-2.80%
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%
	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%	16.16%	30.74%	9.49%	7.19%	8.68%	2.15%
	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%	24.97%	25.81%	10.29%	4.54%	26.75%	-10.36%
	稳健医疗	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	52.97%	-33.58%	-67.06%	-26.35%	2.37%

来源：Wind，国金证券研究所

图表 31：家清个护企业累计毛销差变动情况

累计毛销差		2018	2019	2020	2021	1Q22
中游代工	依依股份	-	-	25.03%	15.27%	9.78%
	可靠股份	-	16.94%	23.83%	10.99%	5.17%
	豪悦护理	-	25.14%	32.02%	22.66%	17.27%
下游品牌商	百亚股份	-	19.02%	24.92%	25.65%	23.06%
	中顺洁柔	16.23%	18.99%	21.58%	14.21%	15.10%
	稳健医疗	-	22.01%	46.98%	25.13%	27.54%

来源：Wind，国金证券研究所

图表 32：家清个护企业单季度毛销差

季度毛销差		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22
中游代工	依依股份	-	-	-	-	-	-	-	-	19.23%	33.24%	-	-	17.34%	18.76%	17.02%	9.23%	9.78%
	可靠股份	-	-	-	-	-	-	-	-	22.19%	33.00%	19.30%	18.90%	19.83%	16.24%	8.27%	-1.08%	5.17%
	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%
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%
	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%
	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%

来源：Wind，国金证券研究所

2.2 行业展望：价值底部守望复苏，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。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。

2.3 家清个护板块投资建议

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**（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**（22 年聚焦线上强发力，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 2Q 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

渠道扩张亮点：电商提速强突围，线下以点带面向外省破局。1) 线上：引入专业化运作团队，淘系为基础，积极投入抖音、社区团购等新渠道，21 年线上营收 2.1 亿元，同比+36.8%，Q1 线上增速超过 70%。公司针对线上制定股权激励目标，预计 22-24 年线上营收同比增速不低于 60.8%/45.5%/40.6%。2) 线下：公司凭借在川渝打下扎实的渠道壁垒深厚，21 在重庆市占率第一，四川

市占率第二（约 20%），云贵陕市占率第二（10%+），线下精细化运营力效果较优利润率稳步提升，21 年 KA/经销渠道毛利率分别为 44.7%/50.6%，同比 +2.6/+0.2pct，未来在原有优势区域加密的同时，积极发力云贵陕等周边重点区域的外延突破。

“轻薄”差异化定位，产品持续高端化升级，品类开拓打开成长空间。自由点品牌以“轻薄”为主打差异点支撑中高端品牌定位，通过隐形、有机纯棉等产品创新优化升级，提升整体价格带。基于公司敏锐的品类布局眼光，积极推进新品类差异化战略，推动经期裤、婴儿学步裤等中高端新品类的迭代升级，结构性的抬升价格中枢以及利润弹性。

3 宠物板块：国内品牌梳理清晰，汇率波动扰动业绩平稳性

海外营收增速现分化，盈利受汇率影响承压。21 年宠物食品代工行业景气度体现出较强的韧性，中宠、佩蒂在上半年营收受益于海外集中度提升增速彰显韧性，但下半年出现分化，主因佩蒂主要生产基地位于越南，三季度受越南、海运影响生产、发货受到限制。盈利端，由于两家公司美国客户占比较高，人民币升值对盈利波动性影响较大。当前人民币进入贬值通道，我们预计两家公司盈利端有望获得进一步修复。

国内品牌梳理清晰，22 年电商扩容+拓品类驱动，有望快速成长。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，21 年中宠/佩蒂国内营收占比分别达 27.2%/16.6%，增速分别为 +28.1%/+5.6%，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“排头兵”，布局逐步成熟，后续有望强化线下宠物店、特渠布局，把握行业发展红利。

图表 33：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	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31
		1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2019	2020	2021
营收及增速									
002891.SZ	中宠股份	5.60	6.97	7.55	8.69	7.93	17.16	22.33	28.82
	yoy	50.19%	13.28%	19.48%	41.92%	41.58%	21.5%	30.1%	29.1%
300673.SZ	佩蒂股份	3.21	3.91	2.04	3.56	3.43	10.08	13.40	12.71
	yoy	33.02%	14.70%	-47.77%	-3.33%	7.03%	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%	23.8%	24.7%	20.0%
300673.SZ	佩蒂股份	21.9%	27.6%	30.8%	14.2%	24.7%	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%	79.0%	134.9%	115.6%
	净利率	3.8%	5.7%	4.1%	2.7%	3.0%	4.6%	6.0%	4.0%
300673.SZ	佩蒂股份	23.4%	41.6%	13.7%	-18.7%	28.5%	50.0%	114.8%	60.0%
	净利率	7.3%	10.6%	6.7%	-5.2%	8.3%	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	78.3	90.4	83.3
300673.SZ	佩蒂股份	103.3	102.3	141.0	133.4	153.7	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	43.7	41.0	38.7
300673.SZ	佩蒂股份	64.8	67.1	62.3	60.4	71.5	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	1.52	1.93	2.84
300673.SZ	佩蒂股份	0.88	0.74	0.23	0.26	0.39	1.44	3.70	2.11

来源：Wind，国金证券研究所

图表 34：A 股宠物食品公司国内外营收占比及增速

	占比	2018	2019	2020	2021	增速	2018	2019	2020	2021
002891.SZ 中宠股份	国内	18.0%	20.2%	26.5%	27.2%	国内	69.6%	36.6%	57.1%	28.1%
	国外	82.0%	79.8%	73.5%	72.8%	国外	34.9%	18.4%	19.8%	27.7%
300673.SZ 佩蒂股份	国内	7.8%	14.0%	14.9%	16.6%	国内	123.3%	108.1%	40.7%	5.6%
	国外	92.2%	86.0%	85.1%	83.5%	国外	33.2%	8.2%	31.6%	-7.0%

来源：Wind，国金证券研究所

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，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