

轻工造纸行业研究

买入（维持评
级）

行业深度研究

证券研究报告

轻工组

分析师：张杨桓（执业 S1130522090001） 分析师：尹新悦（执业 S1130522080004）

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

yinxinyue@gjzq.com.cn

22A&23Q1 业绩综述：Q1 业绩触底，逐季改善趋势将显现

投资逻辑

家居板块：疫情滞后影响 23Q1 报表端业绩，定制预收款率先改善，Q2 起逐季提速可期。22 年及 23Q1 收入端整体承压，主要受疫情、地产下行及海外需求放缓影响，尤其 22 年 12 月疫情集中爆发后对 Q4 前端接单及工厂出货交付均造成影响，并且 22Q4 前端接单的影响滞后反应于 23Q1 各企业报表端，但整体来看，定制家居头部企业依托多渠道扩张叠加多品类融合（客单价提升），体现更强增长韧性，并且在春节后终端需求迎来释放，23Q1 头部定制企业预收款（合同负债）环比已出现显著改善。展望全年，收入端来看，依托 23Q1 前端接单的显著改善，定制家居板块 Q2 起收入有望显著改善，而软体家居外销拐点仍不明显，且 Q1 预收款未明显改善，后续收入改善节奏或慢于定制家居，但目前国内经营环境已逐步转好叠加海外去库存进入末期，软体家居整体收入改善趋势仍较为确定。利润端来看，22 年 Q4 各细分板块毛利率均有改善，23Q1 受疫情阶段性扰动，但在原材料成本压力减弱、海运费下降叠加部分企业提价落地的情况下，家居板块整体盈利能力有望逐步迎来修复。

造纸板块：盈利触底行业承压，Q2 起压力缓解，静待需求转暖。22 年受外部因素影响需求表现疲软，高木浆成本价格贯穿全年，造纸板块整体盈利承压；进入 23Q1，由于造纸下游需求较为分散，整体景气度与整体社零消费相关性较强，在需求弱复苏节奏下，行业景气度修复节奏偏缓。分纸种角度，文化纸受需求韧性、格局较优影响整体价格温和提涨，白卡纸在出口&内销需求边际下滑叠加新增产能投放预期下价格下行，箱板纸价年初以来快速下跌并于 3 月止跌。成本来看，23Q1 大部分纸企仍在消化前期高价木浆库存，盈利能力仍在底部徘徊。建议关注格局较好、Q2 有望受益浆价下行的特种纸标的；后续需求修复预期下，进口纸压力预计趋缓，国内中小产能出清后格局优化，Q2 起吨盈利弹性逐步释放的废系龙头。

家清个护：经营改善趋势确立，二线国货品牌逆势成长。收入端角度，低基数、必选消费属性下，板块收入端表现稳健，成本端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，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的部分转嫁，22Q4、23Q1 盈利落入短期历史底部区间。短期看好盈利修复，中期视角，二线国货品牌加速成长、龙头借高端化&多品类打开第二成长曲线是两大投资主线。

宠物：下游去库导致外销订单短期承压，国内强成长有效对冲成长压力。受库存调整影响 22 年外销前高后低，宠物食品 4-5 月出口订单已出现边际改善，预计 Q2 起订单环比现拐点、Q3 同比拐点预期强化。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。国内自主品牌：宠物食品线上修复速度显著优于电商整体增速，上市公司旗下中高端副牌成长靓丽，外资品牌短期略显疲态，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。

投资建议

家居板块：推荐志邦家居（估值较低&零售能力持续验证）、索菲亚（客单价提升逻辑顺畅，估值修复空间较大）、森鹰窗业（铝包木窗渗透率提升叠加新品类开拓，正迎快速发展期）

造纸板块：推荐特种纸华旺科技（下游需求修复&成本压力缓解，看好盈利弹性，外销拓客户&拓品类支撑中期成长）

宠物板块：推荐中宠股份（外销订单预期转暖，国内高管到位看好高端化战略转型推进，盈利模型有望优化）

风险提示

地产竣工改善速度与进度不及预期的风险；原料价格大幅上涨的风险；下游需求不及预期导致提价不及预期的风险；新品推广不及预期的风险；代工商大客户流失的风险

内容目录

1. 家居板块：Q1 业绩完成筑底，Q2 改善趋势较为确定.....	5
1.1 定制家居：头部企业显现经营韧性，Q1 预收款率先改善.....	5
1.2 软体家居：23Q1 收入仍承压，盈利能力改善趋势已现.....	11
1.3 投资建议：定制更值超配，坚定把握零售龙头.....	15
2. 造纸：盈利触底行业承压，Q2 起压力缓解，静待需求转暖.....	16
2.1 行业回顾：成本压力行至弱复苏趋势下纸企盈利磨底.....	16
2.2 行业展望：特种纸成本拐点已现，大宗静待需求好转.....	20
2.3 投资建议：关注 Q2 起有望显现盈利弹性纸种.....	21
3. 家清个护：经营改善趋势确立，二线国货品牌逆势成长.....	22
3.1 需求韧性凸显，成本压力缓解盈利修复兑现.....	22
3.2 行业展望&投资建议：短期看好必选品盈利修复趋势，二线国货品牌加速成长值得期待.....	22
4. 宠物板块：下游去库导致外销短期承压，国内强成长有效对冲成长压力.....	23
风险提示.....	25

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 年年报及 23 年一季报业绩统览（亿元）.....	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.....	7
图表 8：二线品牌大宗渠道营收历年增长率.....	7
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：欧派、索菲亚整装渠道收入贡献度(亿元，%).....	9
图表 15：定制家居单季度毛利率.....	9
图表 16：定制家居单季度净利率.....	9
图表 17：各公司预收款同比变化情况（亿元）.....	10

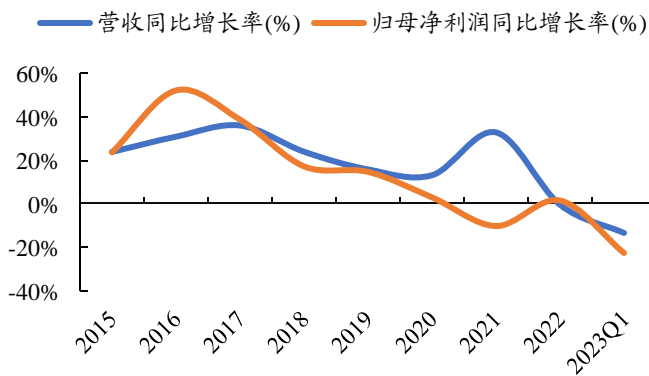
图表 18:	大宗渠道收入占比低于 20%的企业净现比.....	10
图表 19:	大宗渠道收入占比大于 20%的企业净现比.....	10
图表 20:	软体板块历年营收增速.....	11
图表 21:	软体板块单季度营收增速.....	11
图表 22:	软体板块历年净利润增速.....	11
图表 23:	软体板块单季度净利润增速.....	11
图表 24:	顾家、梦百合内销收入同比增速.....	12
图表 25:	顾家、梦百合外销收入同比增速.....	12
图表 26:	美国家具及家居摆设批发商库存及同比增速 (百万美元, %)	12
图表 27:	美国家具及家居摆设批发商库存销售比及同比增速.....	12
图表 28:	软体家居历年毛利率.....	12
图表 29:	软体家居历年单季度毛利率.....	12
图表 30:	软体家居原材料价格 (元/吨)	13
图表 31:	软体家居历年净利率.....	13
图表 32:	软体家居历年单季度净利率.....	13
图表 33:	软体家居历年期间费用率.....	14
图表 34:	软体家居历年单季度期间费用率.....	14
图表 35:	软体家居历年销售费用率.....	14
图表 36:	软体家居历年单季度销售费用率.....	14
图表 37:	软体家居历年 Q1 预收款同比增长 (亿元, %)	14
图表 38:	软体家居预收款 (分季度) 同比增长 (%)	14
图表 39:	历年上市定制家居企业零售渠道份额变化 (亿元)	15
图表 40:	定制家居各公司盈利预测及估值.....	15
图表 41:	顾家家居各季度内生内销收入及同比 (亿元)	16
图表 42:	梦百合各季度毛利率、净利率情况.....	16
图表 43:	双胶纸价格平均吨纸毛利 (元/吨)	16
图表 44:	铜版纸价格平均吨纸毛利 (元/吨)	16
图表 45:	白卡纸价格平均吨纸毛利 (元/吨)	17
图表 46:	箱板纸价格平均吨纸毛利 (元/吨)	17
图表 47:	重点造纸企业营收及同比增速.....	17
图表 48:	重点纸企净利润及同比增速.....	17
图表 49:	分纸种季度收入及同比增速.....	18
图表 50:	分纸种季度净利润及同比增速.....	18
图表 51:	重点纸企单季度毛利率.....	19
图表 52:	重点纸企单季度净利率变化.....	19

图表 53: 应收账款周转天数	19
图表 54: 存货周转天数	19
图表 55: 重点纸企 2Q 起账面存货持续抬升 (亿元)	20
图表 56: 重点纸企经营性现金流与净利润	20
图表 57: 重点纸企固定资产增速放缓	20
图表 58: 重点纸企分季度资本开支及同比增速	20
图表 59: 木浆价格进入下行区间	21
图表 60: 纸浆库存处于中等偏高位置	21
图表 61: 2023-2026 年全球新增商品阔叶浆产能 490 万吨	21
图表 62: 欧洲港口局木浆进入补库周期且库存创新高	21
图表 63: 家清个护企业单季度营收增速	22
图表 64: 家清个护企业单季度毛销差	22
图表 65: A 股宠品公司财务指标一览 (亿元)	24
图表 66: 宠物公司国内外增速、占比梳理	24
图表 67: 美国零售商库销比进入下行周期, 批发、制造业库销比仍在高位	25

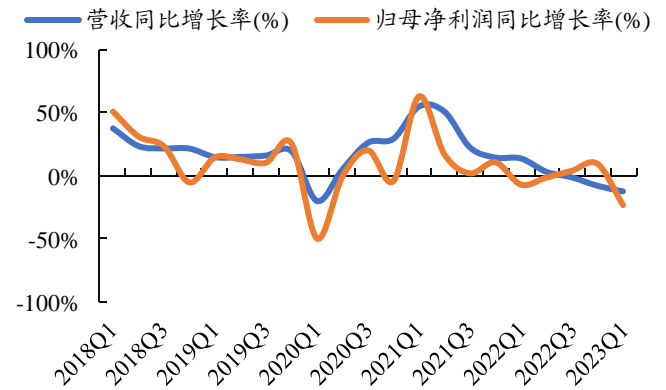
1.家居板块：Q1 业绩完成筑底，Q2 改善趋势较为确定

业绩综述：22Q4 与 23Q1 收入整体仍承压，盈利有所分化。收入端来看，22Q4/23Q1 家居板块营收分别-8.6%/-13.1%，收入端主要受疫情、地产下行及海外需求放缓影响，尤其 22 年 12 月疫情集中爆发后对 Q4 前端接单及工厂出货交付均造成影响，22Q4 前端接单的影响滞后反应于 23Q1 各企业报表端，但整体来看，定制家居头部企业相对仍具增长韧性。并且 23 年春节后前端接单已开始显著改善，考虑发货节奏及基数情况，预计 23Q2 起优质企业收入端增长有望迎来逐季加速。利润端来看，22Q4/23Q1 家居板块归母净利润分别+9.0%/-22.2%，虽然在原材料成本回落、产品提价落地的情况下，整体理应呈现修复态势，但由于疫情扰动叠加各企业产能利用率、费用投放节奏差异，板块内部盈利分化明显，展望全年，板块整体盈利能力改善趋势不变。

图表1：家居行业板块历年营收与净利润同比增长率



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

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 年年报及 23 年一季报业绩统览（亿元）

单位：亿元	22 年营收	22 年营收同比	22 年归母净利润同比	22 年 Q4 营收同比	22 年 Q4 归母净利润同比	23 年 Q1 营收同比	23 年 Q1 归母净利润同比	23 年 Q1 扣非归母净利润同比
定制家居								
欧派家居	224.8	10.0%	0.9%	2.8%	26.4%	-13.8%	-39.8%	-44.4%
索菲亚	112.2	7.8%	3.1%	4.0%	42.4%	-9.7%	-8.9%	-15.6%
尚品宅配	53.1	-27.3%	-48.4%	-27.6%	2757.4%	-25.5%	-4.9%	-4.4%
志邦家居	53.9	4.6%	6.2%	2.3%	8.0%	6.2%	0.5%	8.7%
金牌厨柜	35.5	3.1%	-18.0%	-13.3%	-37.5%	1.1%	8.2%	-2.9%
好莱客	28.2	-16.3%	10.2%	-25.5%	-68.0%	-43.5%	-70.7%	-97.2%
我乐家居	16.7	-3.4%	-11.1%	2.1%	-17.0%	-16.9%	-50.7%	-328.8%
皮阿诺	14.5	-20.4%	-7.0%	-7.0%	-1118.5%	-24.2%	-120.7%	-160.8%
软体家居								
顾家家居	180.1	-1.8%	8.9%	-17.0%	-4.1%	-12.9%	-9.7%	-10.9%
梦百合	80.2	-1.5%	扭亏	-3.9%	-39.9%	-20.7%	-45.6%	-81.2%
喜临门	78.4	0.9%	-57.5%	-23.1%	-181.9%	4.5%	14.3%	1.7%

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。

1.1 定制家居：头部企业显现经营韧性，Q1 预收款率先改善

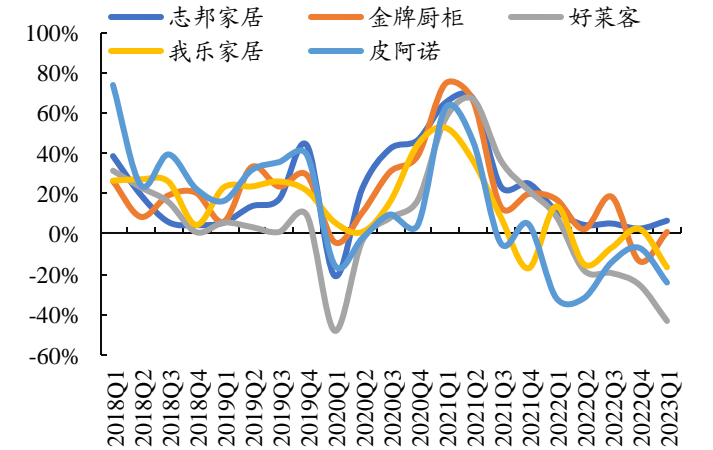
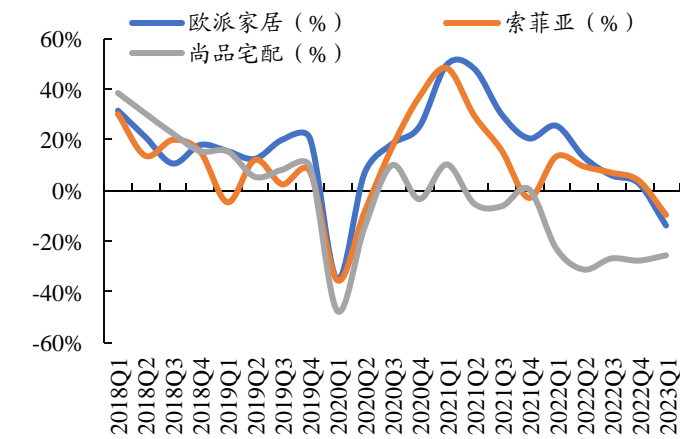
从收入端来看，22 年受地产周期性下行及疫情影响，各定制企业收入增长均承压，欧派/索菲亚/志邦 22 年收入分别同比+10.0%/7.8%/4.6%，其中 4Q 收入分别+2.8%/+4.0%/+2.3%，头部企业在外部环境较严峻的情况下经营韧性凸显。进入 23 年，22 年 Q4 疫情影响前端订单，23Q1 收入端仍存压力，同比来看，一二线品牌中除志邦/金牌收入端+6.2%/+1.1%，

其余品牌收入均有不同程度下滑，但 23 年春节后前端接单已迎来改善，欧派、索菲亚 23Q1 预收款（合同负债）分别环比+82.4%/+42.3%，随着外部经营环境逐步向好，定制板块收入增长仍可期，但板块内部分化也或将进一步延续。

从利润端来看，22Q4 各企业在原材料成本压力缓解叠加基数较低的情况下，整体来看呈现同比改善，但 23Q1 在收入端均承压的情况下，由于受疫情影响程度、产能利用率及费用投放节奏差异，各企业盈利出现一定分化。

图表4：一线品牌单季度营收增速

图表5：二线品牌单季度营收增速



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表6：定制家居企业分季度利润同比情况

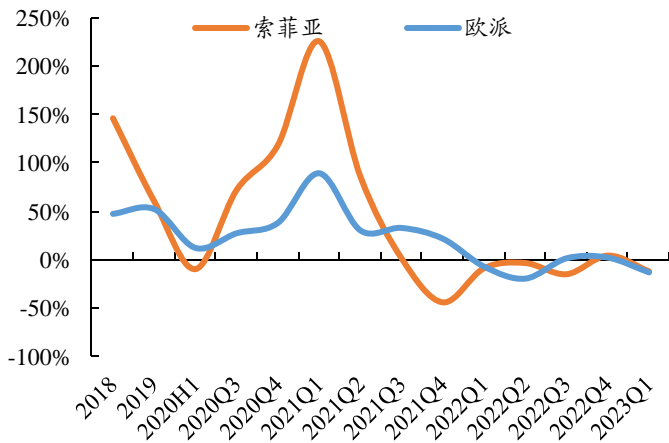
	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
一线品牌								
欧派家居	42.2%	14.6%	-9.8%	3.9%	-0.5%	-11.7%	26.4%	-39.8%
索菲亚	15.5%	13.7%	-63.1%	-2.9%	-9.4%	-2.8%	42.4%	-8.9%
尚品宅配	-81.3%	-75.4%	-93.9%	-1366.8%	-101.4%	59.9%	2757.4%	-4.9%
二线品牌								
志邦家居	28.8%	0.9%	3.9%	1.4%	5.3%	6.0%	8.0%	0.5%
金牌厨柜	-15.6%	-18.1%	24.9%	-31.2%	45.6%	0.9%	-37.5%	8.2%
好莱客	-10.5%	-7.2%	64.5%	3.9%	-14.7%	167.1%	-68.0%	-70.7%
我乐家居	-9.2%	-33.9%	-42.3%	15.7%	-34.2%	8.3%	-17.0%	-50.7%
皮阿诺	41.4%	-2.1%	-105.6%	-46.9%	-34.6%	-27.7%	扭亏	-120.7%

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

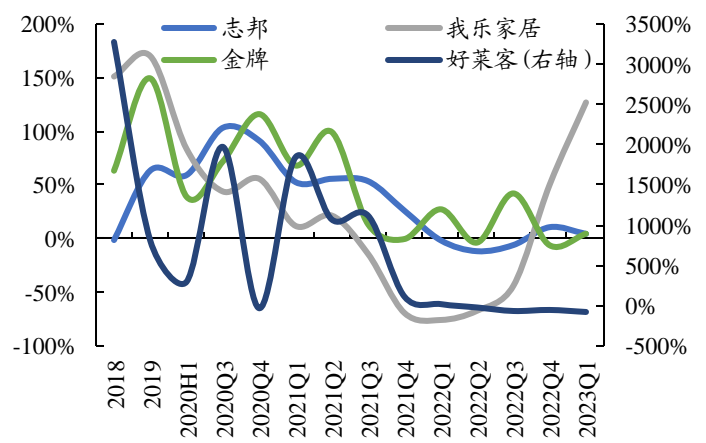
1.1.1 收入端：零售渠道短期承压，不改后续主战场地位

疫情扰动零售渠道的情况下，大宗渠道短期增长贡献度有所提升：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，大宗红利逐步消退。虽然在 22 年 Q4 疫情扰动下，22Q4 及 23Q1 大宗渠道贡献度有所回升，但在疫情影响消退后，未来零售渠道或仍将是竞争主战场，大宗渠道增长贡献度逐步回落趋势仍将延续。

图表7：一线品牌大宗渠道营收历年增长率



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

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	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%
	2022Q4	1.7	2.8%	1.4	83.3%	16.7%
	2023Q1	(5.0)	-12.1%	(4.1)	82.4%	17.6%
索菲亚	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%
	2022Q4	1.3	2.8%	0.8	61.8%	38.2%
	2023Q1	(1.9)	-9.4%	(1.6)	80.6%	19.4%
志邦家居	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%
	2022Q4	0.4	-3.3%	(0.4)	-88.7%	188.7%
	2023Q1	0.5	6.5%	0.4	87.8%	12.2%
金牌厨柜	2018	2.6	13.7%	1.8	69.7%	30.3%

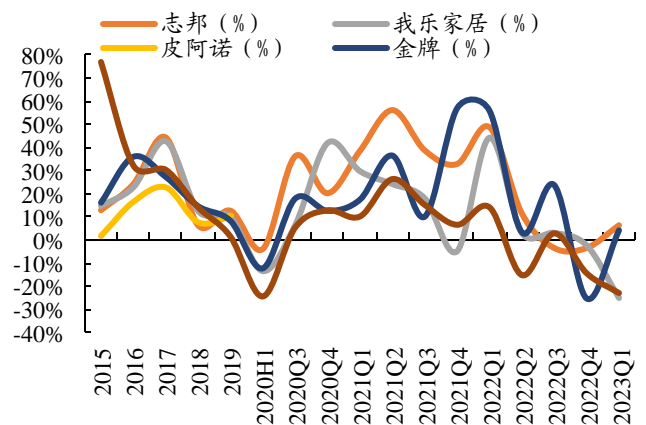
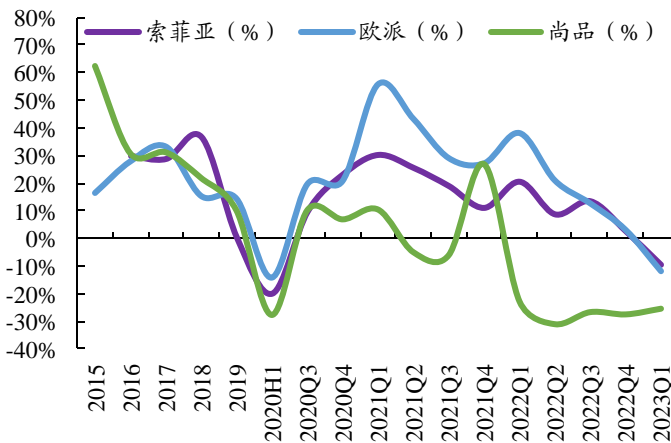
2019	4.2	8.0%	1.2	28.5%	71.5%
2020	5.2	7.8%	1.3	24.7%	75.3%
2021	7.4	39.8%	4.9	66.0%	34.0%
2022Q1	0.7	24.2%	0.3	40.9%	59.1%
2022Q2	0.1	3.1%	0.2	232.5%	-132.5%
2022Q3	1.7	9.2%	0.4	23.7%	76.3%
2022Q4	(1.6)	-25.7%	(2.4)	146.0%	-46.0%
2023Q1	0.2	3.9%	0.1	60.8%	39.2%

来源: Wind, 国金证券研究所

零售渠道两大特点越发明显: 1) 强者恒强, 头部企业欧派、索菲亚、志邦等在 Q4 疫情影响下零售渠道依然显现增长韧性; 2) 零售渠道由门店扩张驱动转为同店增长驱动的趋势越发明显, 此外整装渠道越发重要。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已较为充分, 逐步进入存量门店优化调整阶段, 门店数量增长趋缓。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。并且前置整装渠道布局也越发关键, 逐渐成为重要增长驱动力, 22 年欧派/索菲亚整装渠道增长贡献度分别已达 34.3%/74.4%。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

图表11: 二线品牌零售渠道历年增长率

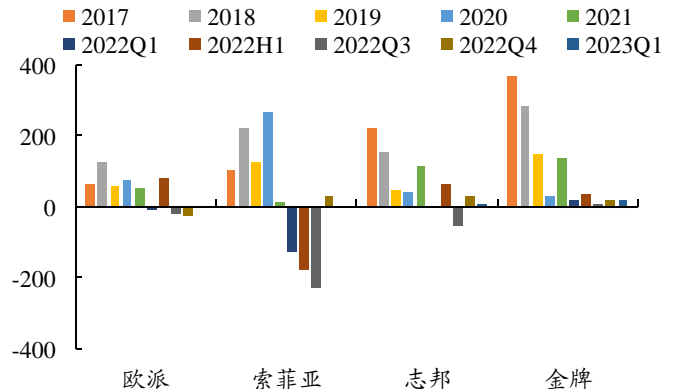
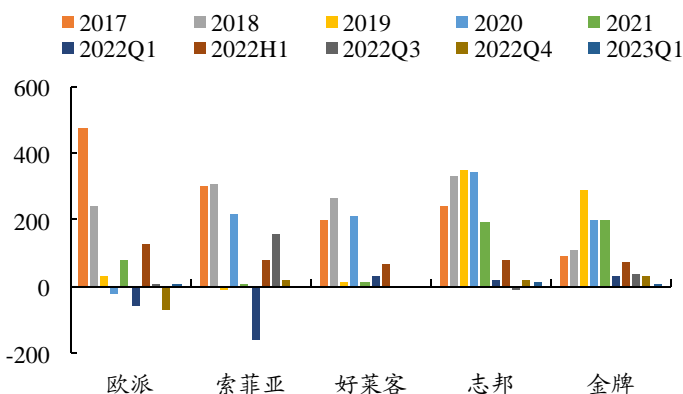


来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 2021 年 Q1、Q2 增速为同比 2019 年

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

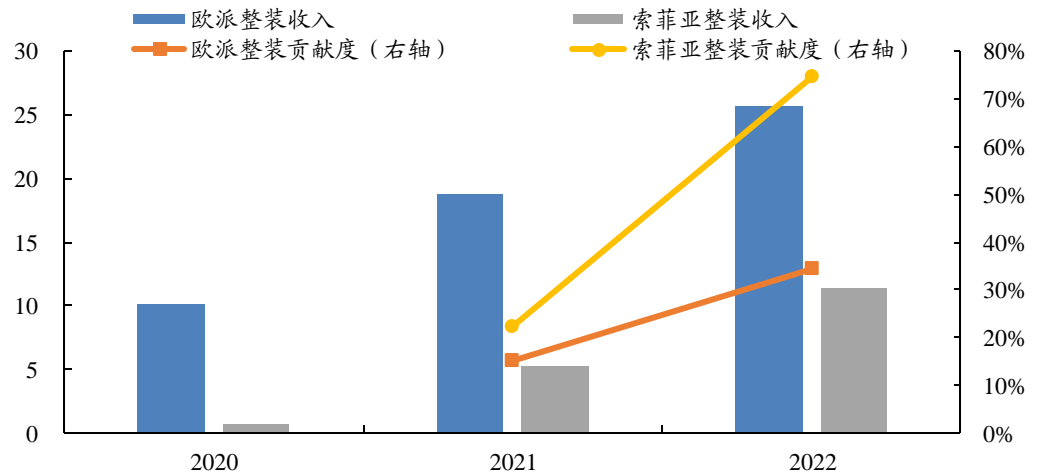
图表13: 各公司橱柜门店历年净增情况



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表14: 欧派、索菲亚整装渠道收入贡献度(亿元, %)



来源: Wind, 国金证券研究所

1.1.2 盈利能力: 疫情扰动毛利率修复节奏, Q2起修复趋势有望显现

整体来看,22年Q4定制家居板块在原材料成本逐步回落叠加部分产品提价落地的背景下,大部分企业毛利率、净利率同比均有所改善。而23年Q1盈利短期仍承压,主因疫情扰动使得23Q1收入端承压,各企业生产端产能利用率较低的同时刚性费用仍需投放。整体来看,疫情扰动了各企业毛利率短期改善节奏,但在原材料成本逐步回落叠加规模效应进一步显现的情况下,改善趋势有望从Q2起逐步开始显现。

图表15: 定制家居单季度毛利率

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
一线品牌									
欧派家居	30.2%	33.7%	33.3%	29.0%	27.7%	34.0%	33.1%	30.5%	26.7%
索菲亚	31.2%	37.2%	35.8%	28.8%	31.3%	32.4%	34.2%	33.3%	33.3%
尚品宅配	35.5%	34.3%	33.0%	30.9%	31.6%	34.4%	36.7%	34.9%	31.0%
二线品牌									
志邦家居	36.5%	37.3%	35.5%	36.1%	35.1%	37.0%	37.5%	39.4%	36.9%
金牌厨柜	28.0%	27.6%	31.4%	32.8%	29.9%	28.3%	27.9%	31.7%	29.1%
好莱客	32.7%	35.0%	33.9%	33.7%	35.8%	36.5%	35.5%	32.7%	35.5%
我乐家居	40.1%	41.5%	42.3%	40.9%	41.4%	44.4%	46.1%	45.4%	40.2%
皮阿诺	31.6%	35.0%	35.0%	33.6%	29.8%	30.1%	28.9%	31.1%	24.4%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表16: 定制家居单季度净利率

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
一线品牌									
欧派家居	7.4%	15.7%	17.8%	9.1%	6.1%	13.8%	14.8%	11.2%	4.2%
索菲亚	6.5%	13.4%	14.3%	-22.8%	5.6%	11.2%	12.5%	7.8%	5.8%
尚品宅配	0.5%	2.0%	2.2%	0.1%	-9.3%	-0.1%	4.9%	4.9%	-11.8%
二线品牌									
志邦家居	7.4%	8.3%	10.5%	11.2%	6.8%	8.3%	10.6%	11.8%	6.4%
金牌厨柜	8.9%	5.0%	7.9%	14.6%	5.0%	7.1%	6.7%	10.4%	5.5%
好莱客	10.2%	13.0%	12.9%	-31.4%	8.9%	13.1%	35.2%	5.9%	3.5%
我乐家居	4.1%	8.8%	9.9%	-54.5%	4.2%	6.9%	11.6%	9.4%	2.5%

皮阿诺 | 10.6% | 13.3% | 15.4% | -177.4% | 7.8% | 12.0% | 12.7% | 8.4% | -2.3%

来源: Wind, 国金证券研究所

1.1.3 预收款及现金流: 预收款改善幅度呈现分化, 头部企业现金流仍较优

预收款: 22Q4 疫情影响需求释放, 终端接单压力体现, 各定制企业预收款(合同负债)同比、环比来看均有下降。进入 23 年以来, 随着经营环境改善, 家居消费需求逐步释放, 终端接单情况已有所修复, 头部企业由于更早布局, 其接单情况好转更为明显, 其中欧派、索菲亚 Q1 预收款(合同负债)分别环比+82.4%/+42.3%, Q2 收入改善趋势较确定。

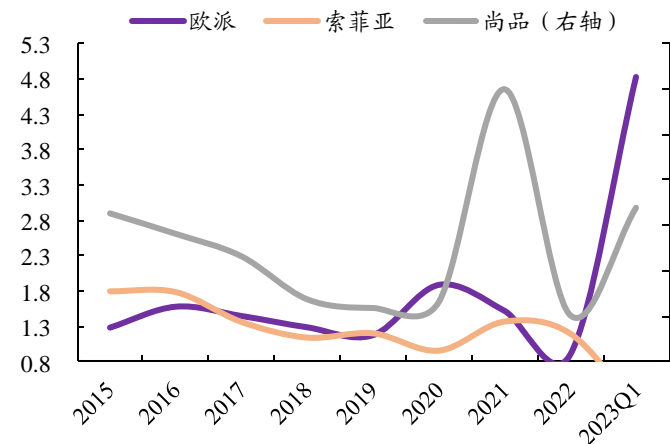
现金流: 大宗占比较低的企业 23Q1 净现比处于行业领先地位, 体现较优经营质量。

图表17: 各公司预收款同比变化情况(亿元)

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
一线品牌									
欧派	14.2	23.5	24.4	20.9	19.8	22	21.9	11.5	20.9
索菲亚	6.1	7.8	8.2	9.8	9.4	10.1	10.5	7.0	10.0
尚品	9.2	10.6	9.7	9.9	7.6	8.4	8.1	6.2	7.1
欧派 yoy	56.7%	83.1%	73.0%	36.4%	39.3%	-6.6%	-10.2%	-45.1%	5.5%
索菲亚 yoy	45.0%	29.0%	11.6%	24.1%	55.3%	29.1%	27.2%	-28.7%	5.8%
尚品 yoy	-15.0%	-18.0%	-22.3%	-24.6%	-17.4%	-20.8%	-17.0%	-36.9%	-6.5%
二线品牌									
志邦	3.3	4.7	5	5.3	4.1	4.3	4.4	4.4	3.6
金牌	2.6	4.1	4.2	4.2	3	4.1	3.4	3.3	2.8
好莱客	4.1	4.3	3.8	4.1	4.1	4.6	1.5	1.0	1.5
我乐	1.8	2.5	2.7	3.4	2.5	2.8	2.7	2.6	2.7
皮阿诺	1.5	1.4	1.5	1.6	1.4	1.9	1.9	1.4	1.7
志邦 yoy	29.9%	5.4%	5.7%	14.3%	21.9%	-9.4%	-12.5%	-18.1%	-12.1%
金牌 yoy	34.1%	33.9%	22.4%	20.1%	17.2%	-2.0%	-18.1%	-21.3%	-7.4%
好莱客 yoy	294.7%	155.3%	167.5%	5.1%	0.6%	5.2%	-60.3%	-74.9%	-63.7%
我乐 yoy	-0.8%	12.3%	17.8%	59.4%	36.5%	11.8%	-0.9%	-23.4%	9.0%
皮阿诺 yoy	90.5%	-3.0%	-0.1%	6.3%	-8.1%	29.5%	25.6%	-10.2%	27.7%

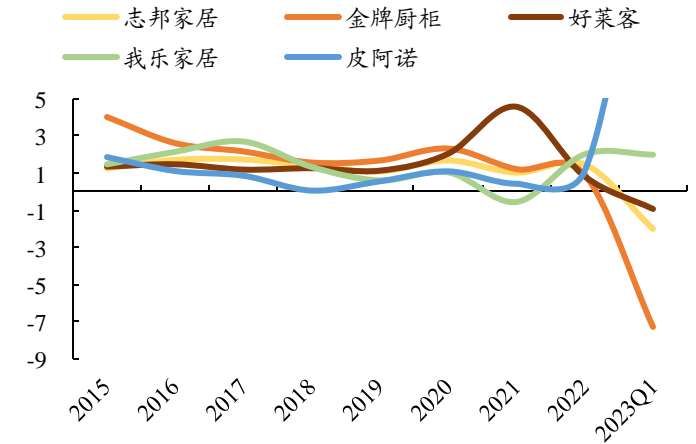
来源: Wind, 国金证券研究所

图表18: 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19: 大宗渠道收入占比大于20%的企业净现比

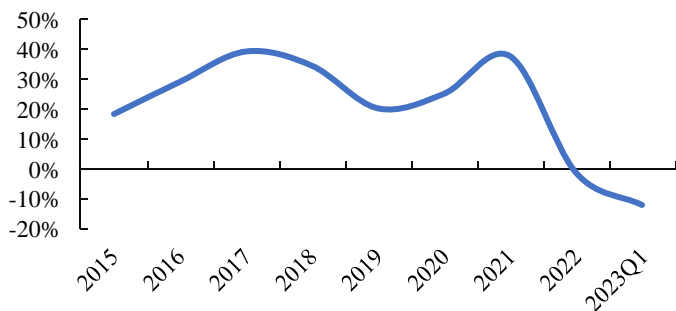


来源: Wind, 国金证券研究所

1.2 软体家居：23Q1 收入仍承压，盈利能力改善趋势已现

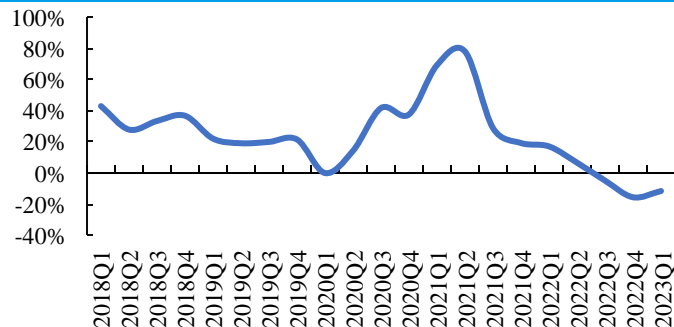
软体家居板块，整体来看，在国内疫情、地产端影响及外销需求放缓的情况下，22 年 Q4 及 23 年 Q1 收入及利润端均承压，22 年 Q4 板块收入/归母净利润同比分别-16.0%/-61.2%，23 年 Q1 板块收入/归母净利润同比分别-12.0%/-9.4%，23Q1 在收入承压的情况下，整体盈利能力呈现弱复苏态势。展望全年，相对定制家居而言，软体家居 Q1 预收款仍未明显改善，后续业绩改善节奏或慢于定制家居，但目前国内经营环境已逐步转好叠加海外去库存进入末期，软体家居整体业绩改善趋势仍较为确定。

图表 20：软体板块历年营收增速



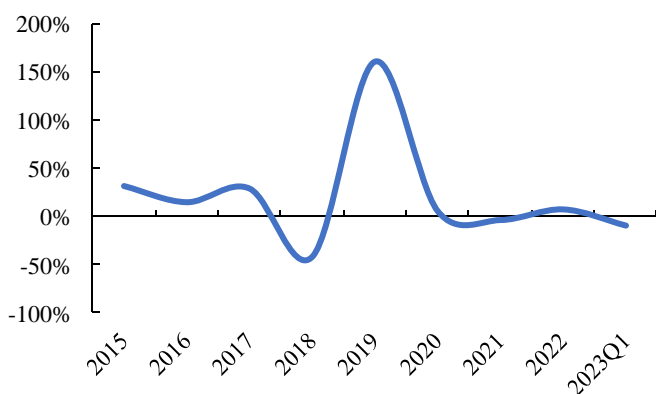
来源：Wind，国金证券研究所

图表 21：软体板块单季度营收增速



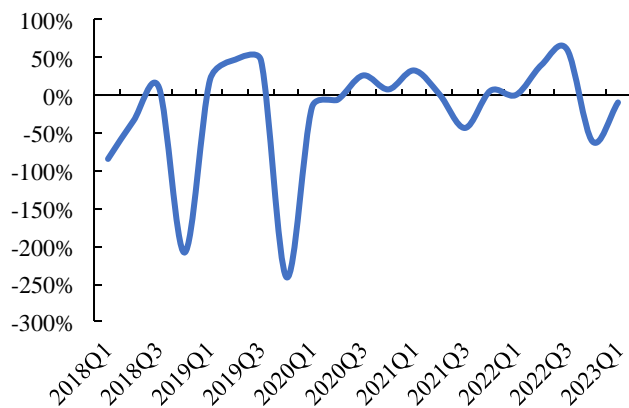
来源：Wind，国金证券研究所；注：2021 年 Q1、Q2 增速为同比 2019 年

图表 22：软体板块历年净利润增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 23：软体板块单季度净利润增速

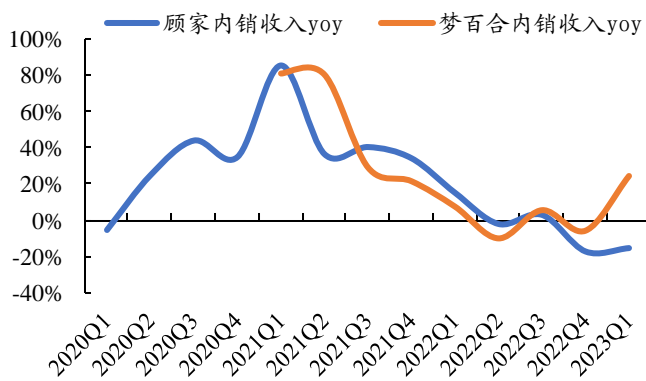


来源：Wind，国金证券研究所；注：2021 年 Q1、Q2 增速为同比 2019 年

1.2.1 收入端：23Q1 国内外需求同步承压，内销拐点或早于外销

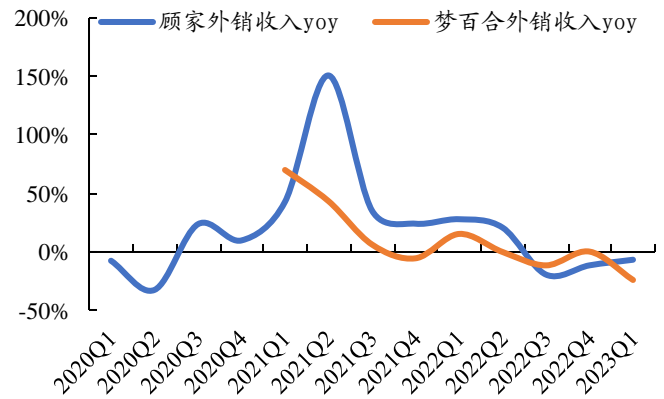
22 年下半年起软体家居内外销逐季转弱，主因疫情及海外需求放缓，23 年 Q1 除梦百合依托渠道扩张内销逆势增长外，多数企业内外销仍承压。展望后续，海外市场方面，目前根据美国家居批发商库存数据来看，美国从 22 年 Q4 开始已进入到去库存阶段，库存金额呈现逐步降低趋势，并且库销比也正逐步改善，海外市场需求拐点即将迎来。国内市场方面，随着地产销售、竣工情况逐步转好，终端家居需求有望逐步修复，软体家居内销 Q2 起有望逐步改善。

图表24: 顾家、梦百合内销收入同比增速



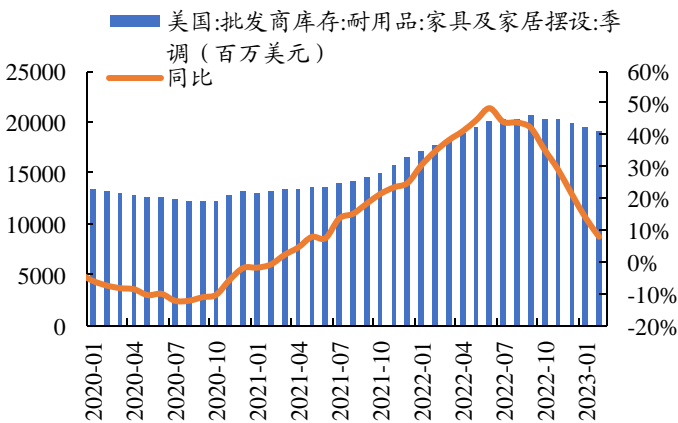
来源: Wind, 国金证券研究所

图表25: 顾家、梦百合外销收入同比增速



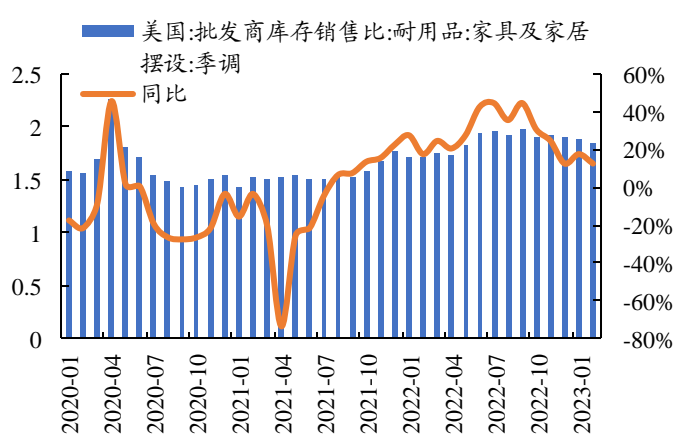
来源: Wind, 国金证券研究所

图表26: 美国家具及家居摆设批发商库存及同比增速
(百万美元, %)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表27: 美国家具及家居摆设批发商库存销售比及同比增速

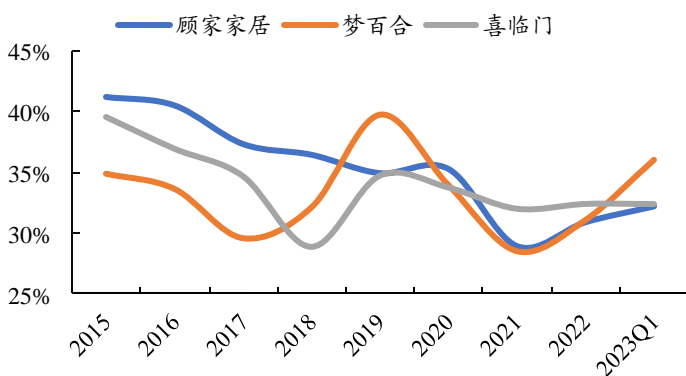


来源: Wind, 国金证券研究所

1.2.2 盈利能力: 毛利率改善趋势已现, 费用亟待摊薄

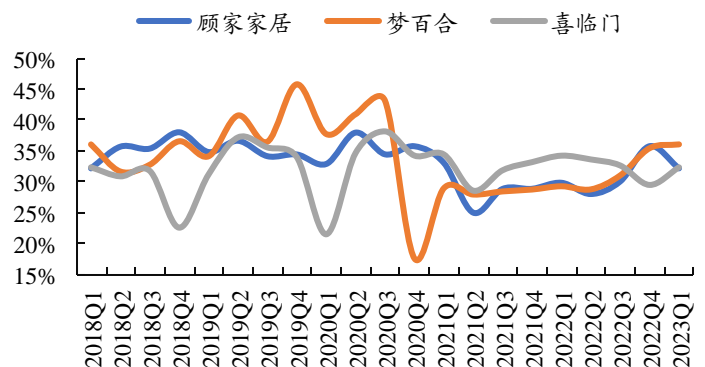
毛利率方面, 在各家已对产品进行提价并且原材料价格、运费回落的情况下, 22年Q4起各家毛利率环比企稳回升。23年Q1板块整体毛利率延续改善趋势, 顾家家居/喜临门/梦百合毛利率分别同比+2.3/-1.9/+6.8pct至32.1%/32.4%/36.0%。

图表28: 软体家居历年毛利率



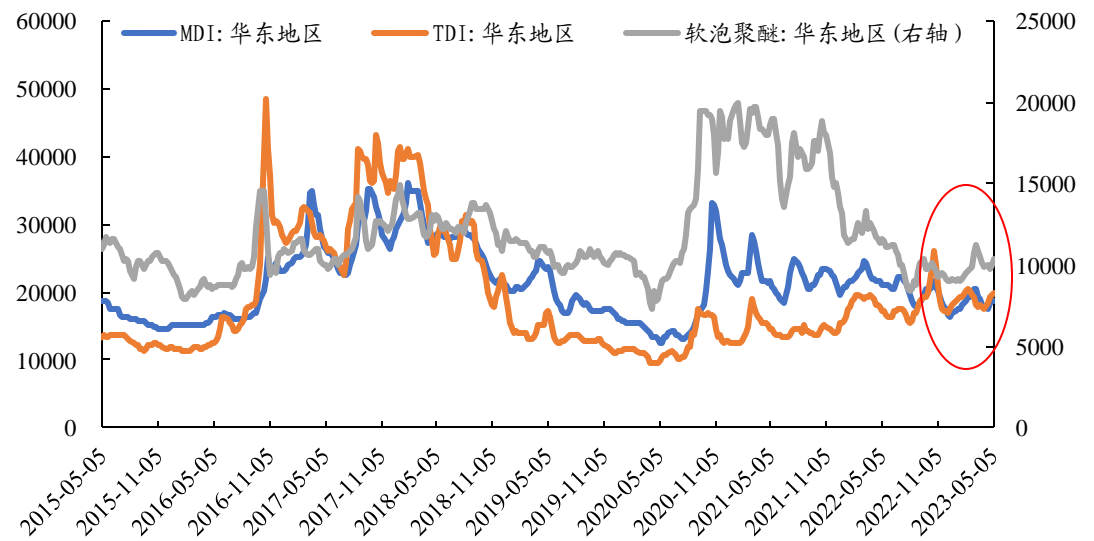
来源: Wind, 国金证券研究所

图表29: 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

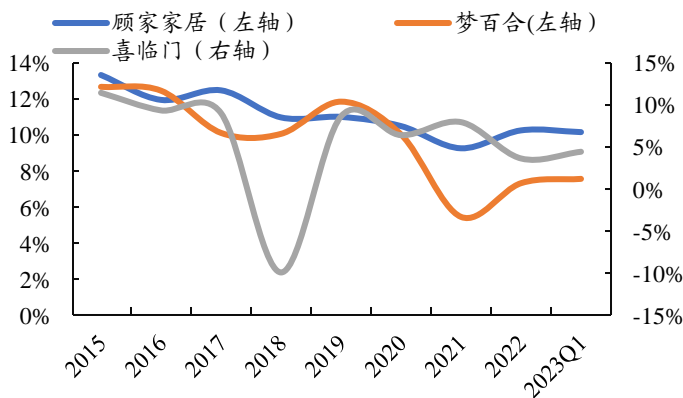
图表30: 软体家居原材料价格 (元/吨)



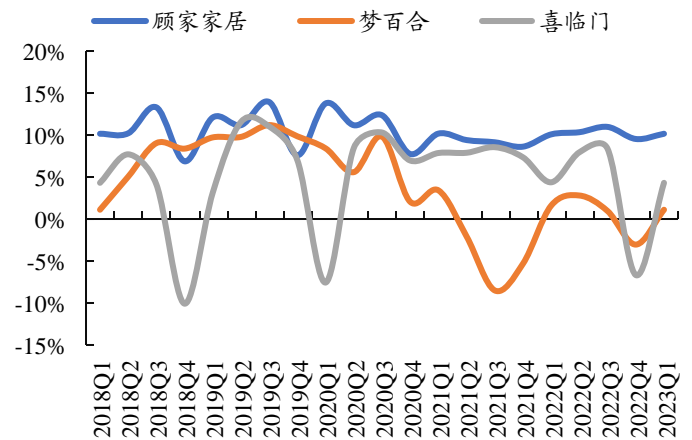
来源: Wind, 国金证券研究所

净利率方面, 22 年顾家家居/喜临门/梦百合净利率为 10.3%/3.5%/0.7%, 同比+1.0/-4.3/+4.0pct。其中依托毛利率的改善及费用的较好管控, 22 年 Q4 顾家家居净利率同比+0.9pct 至 10.2%。23 年 Q1 顾家家居/喜临门/梦百合净利率分别同比+0.1/-0.1/-0.5pct 至 10.2%/4.3%/1.2%, 毛利率改善的同时进一步精准控费, 整体净利率改善趋势有望延续。

图表31: 软体家居历年净利率



图表32: 软体家居历年单季度净利率

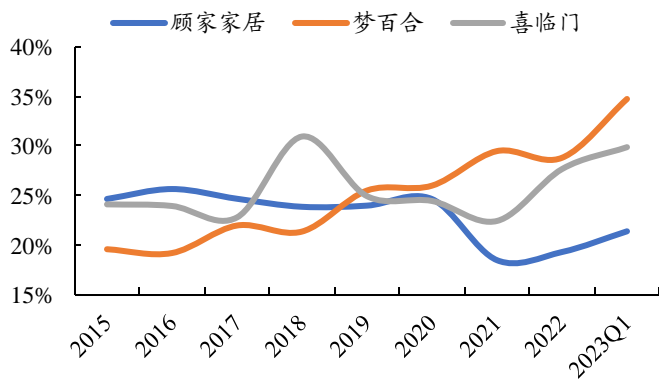


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 部分公司波动较大的数据做平滑处理

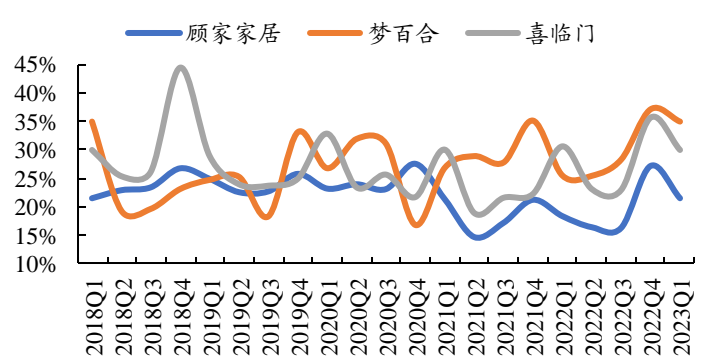
费用率方面, 22 年顾家家居/喜临门/梦百合费用率同比+0.8/+5.2/-0.7pct 至 19.4%/27.6%28.9%, 其中 22Q4 顾家家居/喜临门/梦百合费用率为 27.1%/35.5%/37.0%, 同比+5.9/+13.4/+2.0pct。23 年 Q1 顾家家居/喜临门/梦百合费用率同比+3.1/-0.6/+9.4pct 至 18.3%/30.5%/25.4%。整体来看, 软体企业整体期间费用率提升或主因在行业竞争加剧的情况下销售费用率提升叠加收入端承压无法摊薄部分刚性费用投入。

图表33: 软体家居历年期间费用率



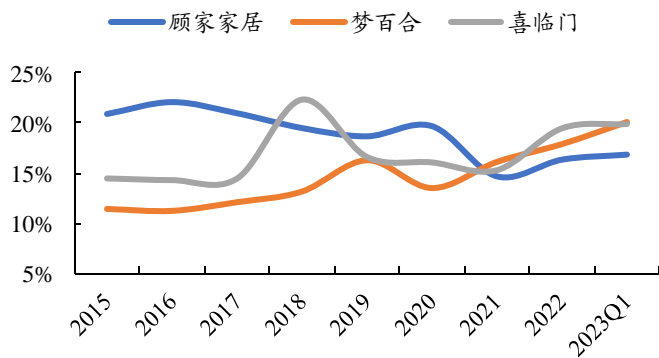
来源: Wind, 国金证券研究所

图表34: 软体家居历年单季度期间费用率



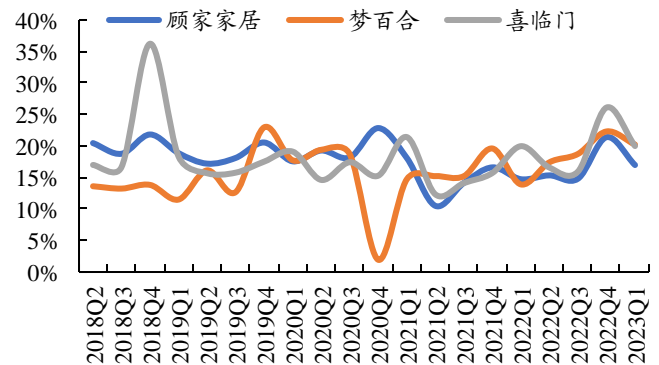
来源: Wind, 国金证券研究所

图表35: 软体家居历年销售费用率



来源: Wind, 国金证券研究所

图表36: 软体家居历年单季度销售费用率

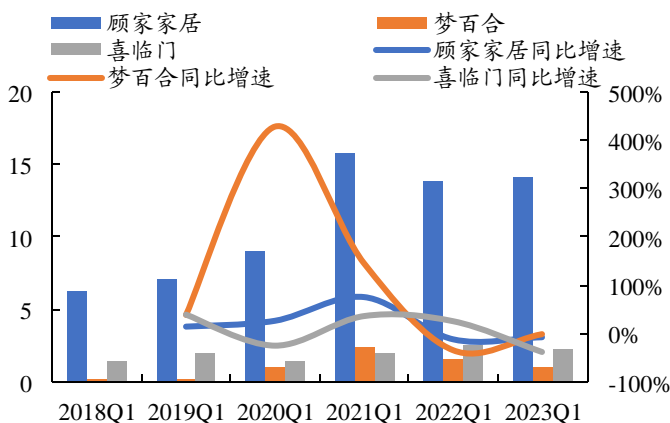


来源: Wind, 国金证券研究所

1.2.3 预收款: 国内需求释放节奏及海外去库存致使 Q1 预收仍承压

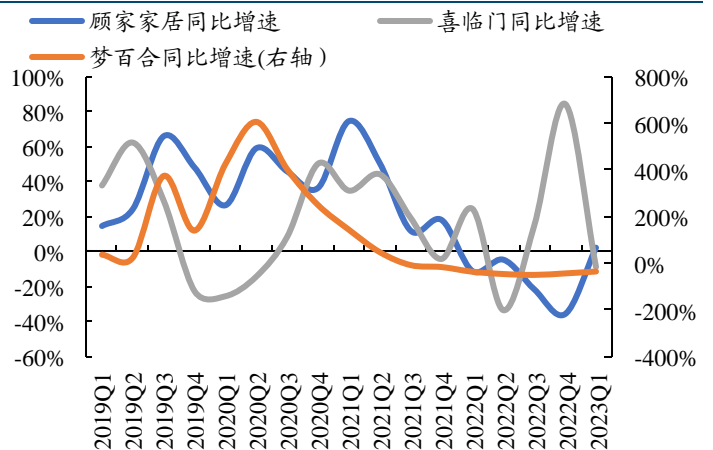
预收款方面, 22 年底顾家家居/喜临门/梦百合预收款分别同比-36.1%/+84.02%/-41.9%至 15.3 亿元/3.7 亿元/1.1 亿元。23 年 Q1 顾家家居/喜临门/梦百合预收款同比、环比改善仍不明显, 预计一方面由于软体家居可线上销售, 疫情带来的积压需求相对较少叠加装修采购流程偏后, 整体影响需求释放节奏, 另一方面海外需求仍处在较低水平。

图表37: 软体家居历年 Q1 预收款同比增长 (亿元, %)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表38: 软体家居预收款 (分季度) 同比增长 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

1.3 投资建议：定制更值超配，坚定把握零售龙头

2023 年在地产竣工、销售逐步企稳改善的情况下，家居板块基本面与估值均仍具备较大修复空间，考虑发货节奏及基数情况，预计 Q2 起板块业绩增长有望呈现逐季提速。具体布局方向来看，我们认为定制板块或更值超配：一方面考虑定制企业拥有部分 B 端业务，并且 C 端交付受疫情影响程度更高，其复苏或相对更早来临；另外一方面，定制家居企业依托品类融合，客单价提升或更为顺畅，整体增长韧性或更强。

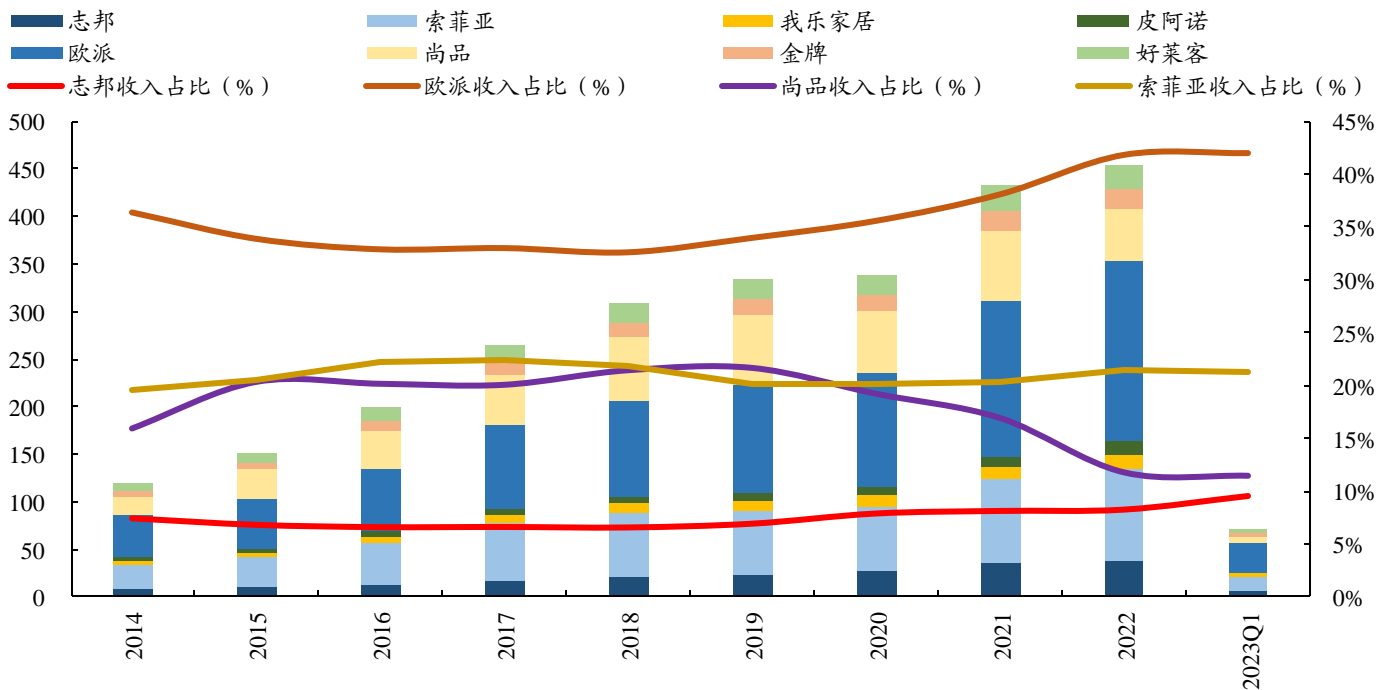
定制家居板块：重点关注大家居战略、整装渠道布局领先的企业。综合来看，我们看好定制板块零售能力持续验证的【欧派家居】、【志邦家居】以及变革逐步体现成效的【索菲亚】。

欧派家居：公司经营模式持续迭代，多品类扩张越发顺利，份额提升逻辑顺畅，23 年 PE21x，维持“买入”评级。

索菲亚：公司主品牌零售渠道在“整家定制”打法推动下增长红利持续显现，子品牌在公司平台基础能力的支撑下也正逐步成长，多品牌、全品类、全渠道的发展态势已现，显著打开公司后续成长空间，23 年 PE 仅 13x，维持“买入”评级。

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，23 年 PE16x，维持“买入”评级。

图表39：历年上市定制家居企业零售渠道份额变化（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表40：定制家居各公司盈利预测及估值

公司	股价（元）	EPS			PE		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
索菲亚	18.7	1.4	1.7	1.9	13.4	11.3	9.6
欧派家居	110.0	5.2	6.0	7.0	21.3	18.3	15.7
志邦家居	32.7	2.1	2.5	2.9	15.7	13.3	11.2
*金牌橱柜	34.2	2.5	3.0	3.7	13.7	11.4	9.2
*好莱客	10.2	1.0	1.2	1.3	10.3	8.8	7.7

来源：Wind，国金证券研究所；注：股价 5 月 5 日收盘价，加*公司的 EPS 预测使用 Wind 一致预期

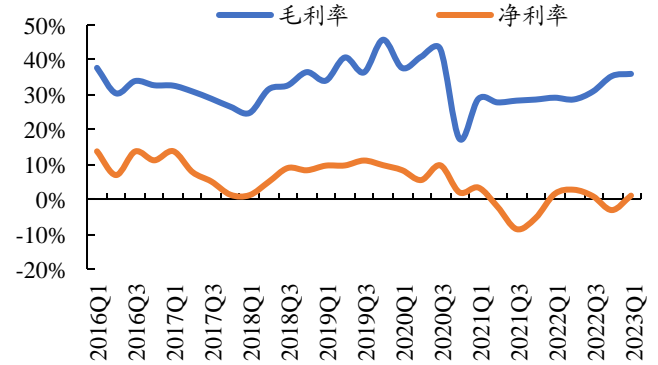
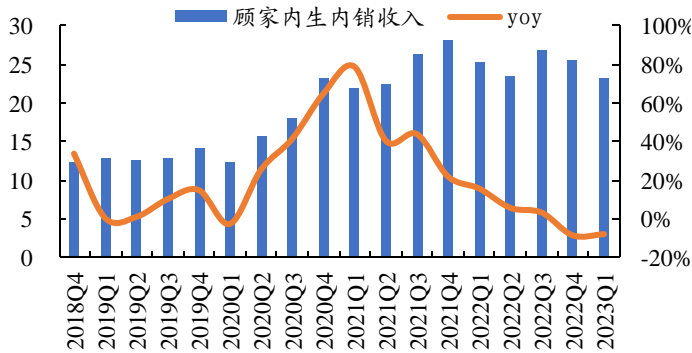
软体家居板块：看好内销成长路径清晰，且外销利润有望逐步改善的龙头企业【顾家家居】，此外看好国内市场逐步扩张，并在管理优化下盈利稳定性逐步改善的【梦百合】。

顾家家居：公司定制+功能+床垫三大高潜品类拉动增长仍可期，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，在公司渠道、产品、组织架构等多方面调整下，公司内销有望迎来触底反弹，成长路径依然清晰。

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。国内业务扩张已出现成效，显著打开后续成长空间。

图表41：顾家家居各季度内生内销收入及同比（亿元）

图表42：梦百合各季度毛利率、净利率情况



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

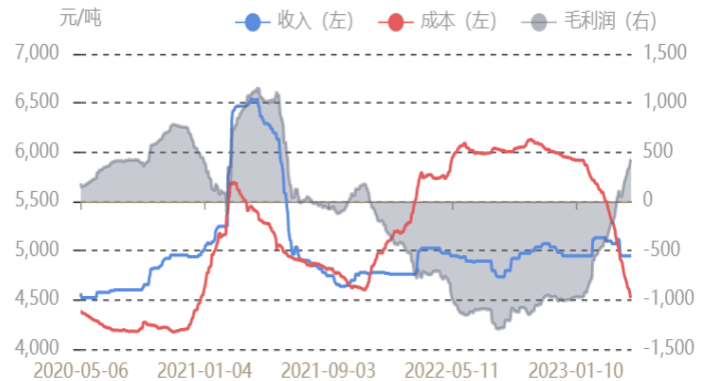
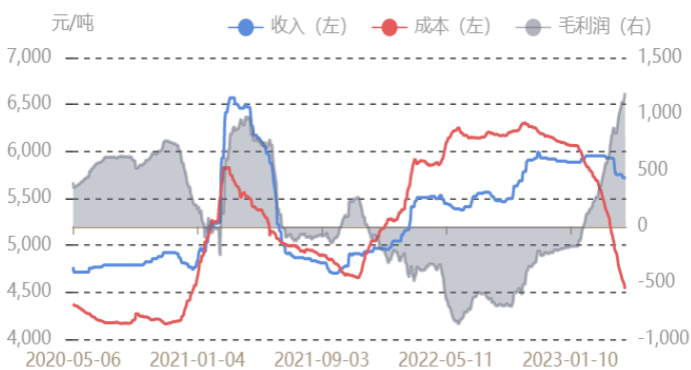
2.造纸：盈利触底行业承压，Q2起压力缓解，静待需求转暖

2.1 行业回顾：成本压力行至弱复苏趋势下纸企盈利磨底

整体角度，22A受外部因素影响需求表现疲软，高木浆成本价格贯穿全年，造纸板块整体盈利承压；进入23Q1，由于造纸下游需求较为分散，整体景气度与整体社零消费相关性较强，在需求弱复苏节奏下，行业景气度修复节奏偏缓。分纸种角度，受上游木浆价格大幅下滑影响，纸价挺价力度比较：文化类双胶纸>文化类铜版纸>白卡纸>箱板纸。成本来看，23Q1大部分纸企仍在消化前期高价木浆库存，盈利能力仍在底部徘徊。

图表43：双胶纸价格平均吨纸毛利（元/吨）

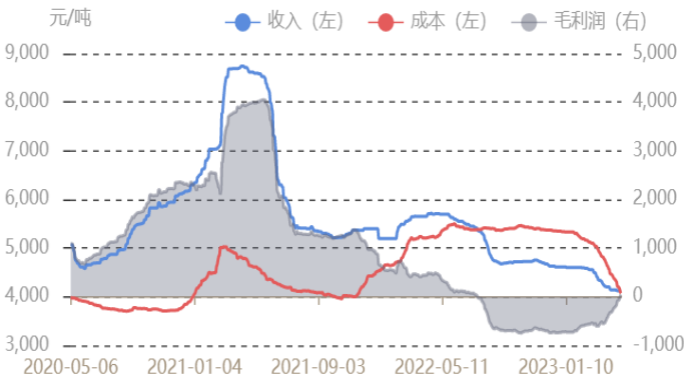
图表44：铜版纸价格平均吨纸毛利（元/吨）



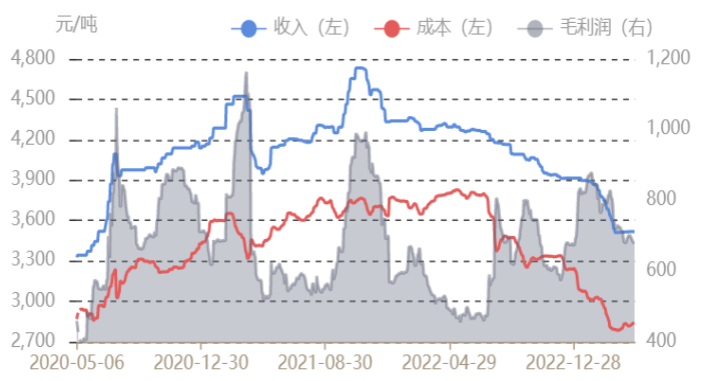
来源：卓创资讯，国金证券研究所

来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表45: 白卡纸价格平均吨纸毛利 (元/吨)



图表46: 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

来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

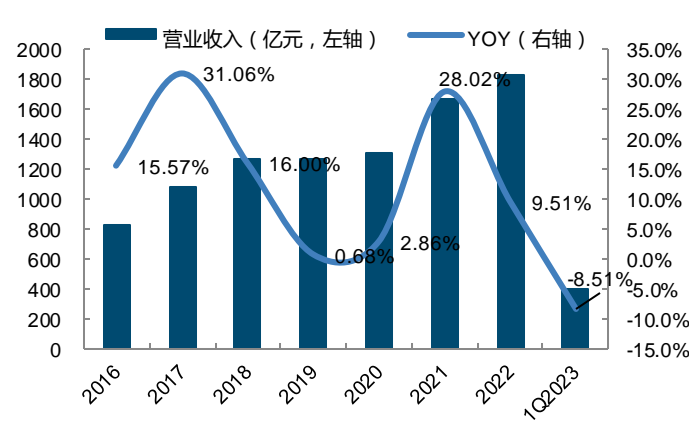
根据我们跟踪的 12 家重点造纸公司业绩表现, 发现 22A/23Q1 重点纸企营收增速同比 +9.5%/-8.5%, 归母净利润-70%/-112%, 板块整体盈利水平自 21H2 以来进入下行周期, 且截至 1Q 盈利仍在磨底, 根据细分纸种供需表现进行盈利韧性比较, 特种纸板块>浆纸系>废纸系。具体来看,

1) 供给端: 受俄乌战争、内销需求偏弱影响, 进口纸对供给端压力进一步减弱, 从开工率角度, 22A 各纸种开工率边际下滑, 以箱板纸为代表部分纸企延长停机检修时间, 部分中小产能长期停机导致出清, 格局得到改善。但 23Q1 开始, 我们看到箱板纸进口恢复趋势, 主因运费降低导致外废成本快速下降, 东南亚小厂受当地需求低迷影响、叠加 23 年 1 月起的进口箱板纸关税取消进一步凸显海外纸品的价格优势, 23Q1 箱板纸/瓦楞纸进口量 103/81.7 万吨, 同比+29.2%/+46.6%, 国内玖龙、山鹰等箱瓦纸大厂开启降价缩小内外价差, 预计 5-6 月起进口影响边际减弱。

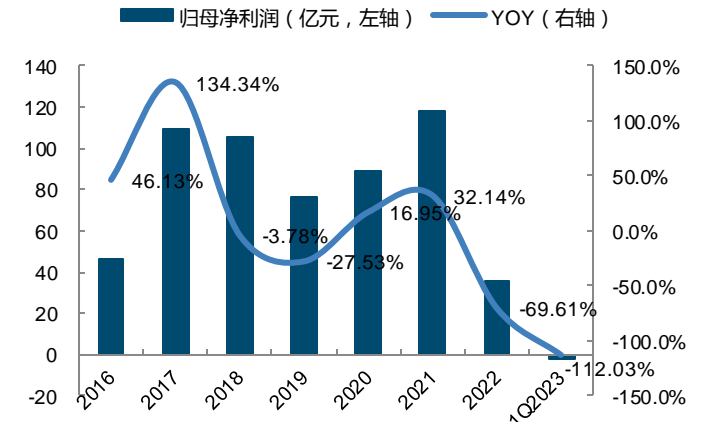
2) 需求端: 内需疲软导致提价缓慢, 出口则受海外消费需求、能源价格变动呈现前高后低趋势, 以白板及白卡纸为例, 22Q3/22Q4/23Q1 出口量同比+93%/+17.3%/-6.3%。从价格表现来看, 文化纸受需求韧性、格局较优影响整体价格温和提涨, 白卡纸在出口&内销需求边际下滑叠加新增产能投放预期下, 价格呈下跌趋势, 箱板纸价年初以来快速下跌并于 3 月止跌。

3) 成本端: 高浆价伴随产能投放进入下行通道, 废纸价格下行至过去 3 年低位。①木浆价格: 22A 高浆价贯穿全年, 当前阔叶浆/针叶浆到港价分别为 550/850 美元/吨, 较高点下行幅度超 30%, 已经达到部分中小浆企成本曲线, 且短期预计仍有下行空间。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, 3 月底吨价 1500 元/吨, 较年初下滑 420 元/吨, 1Q 纸企仍处于高价库存消化期带来部分库存减值, 4 月起成本已企稳。

图表47: 重点造纸企业营收及同比增速



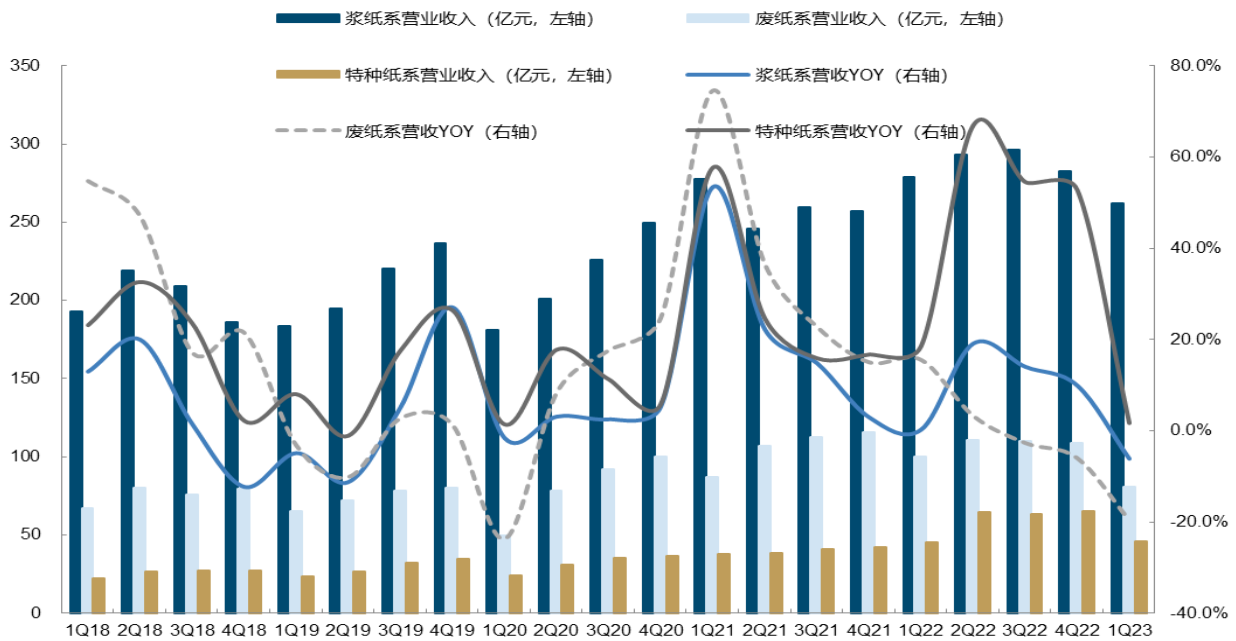
图表48: 重点纸企净利润及同比增速



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

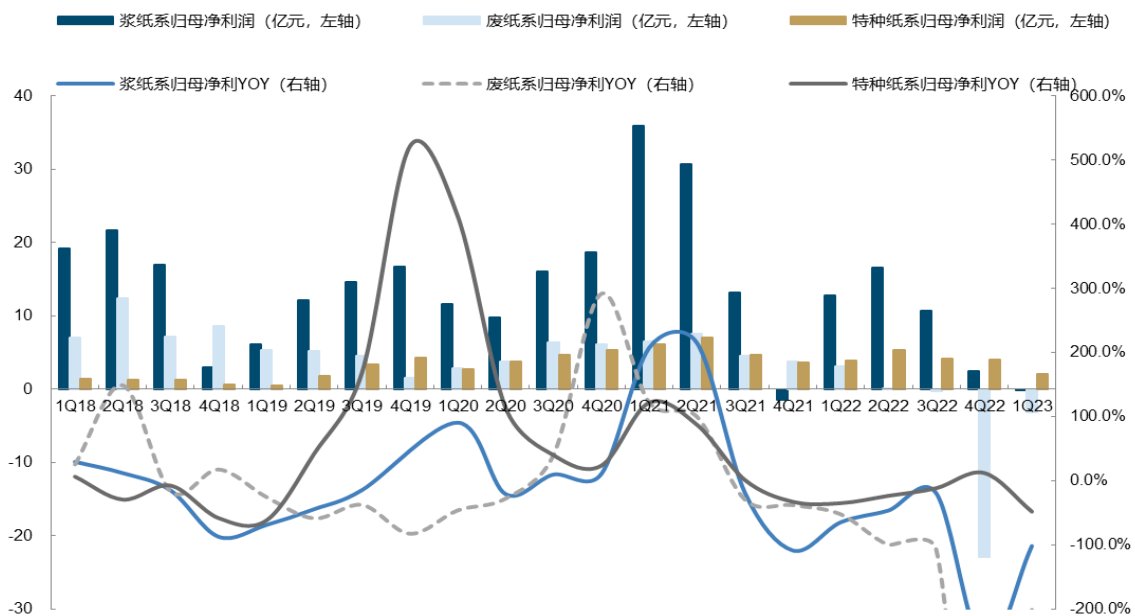
图表49：分纸种季度收入及同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

盈利能力：周期底部盈利进入磨底期。浆系纸受成本、需求压力盈利进入底部区间，特种纸用浆成本在4Q、1Q集中体现，尽管供需格局更优但盈利仍边际收窄，废纸系受成本快速下行带来的存货减值、停机延长开工率下行带来折旧成本分摊提升影响，大部分进入亏损区间。预计Q2部分需求端较稳定的纸品开始受益低价浆到港，盈利能力有望呈现逐季修复。

图表50：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51: 重点纸企单季度毛利率

单季度毛利率	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	
浆纸系	太阳纸业	23.44%	22.14%	14.42%	9.90%	13.97%	18.88%	14.50%	13.22%	13.51%
	晨鸣纸业	29.08%	33.64%	15.25%	16.20%	16.19%	15.23%	12.36%	14.09%	10.52%
	博汇纸业	33.42%	34.63%	21.81%	3.50%	14.92%	18.82%	14.79%	-2.32%	-4.60%
	岳阳林纸	21.10%	19.60%	12.86%	7.18%	18.70%	17.20%	15.47%	12.55%	11.81%
	华泰股份	14.21%	14.63%	11.14%	12.92%	11.91%	10.73%	9.39%	7.82%	11.92%
废纸系	森林包装	16.27%	14.16%	11.22%	15.81%	7.93%	8.91%	10.49%	10.03%	11.85%
	山鹰国际	14.91%	13.53%	9.61%	11.42%	10.70%	7.87%	7.14%	3.45%	7.72%
	景兴纸业	18.45%	16.57%	13.04%	12.57%	5.89%	6.67%	4.16%	4.45%	3.73%
特种纸系	仙鹤股份	22.45%	27.78%	19.67%	11.55%	11.54%	14.20%	11.81%	8.91%	10.01%
	齐峰新材	17.44%	14.05%	3.69%	8.11%	9.55%	9.31%	4.99%	7.38%	6.01%
	五洲特纸	28.99%	21.58%	11.07%	11.14%	16.44%	14.10%	8.42%	-4.22%	3.42%
	华旺科技	25.28%	26.60%	23.56%	14.79%	21.42%	19.83%	15.63%	17.55%	14.08%
	冠豪高新	19.15%	17.50%	16.67%	23.21%	14.54%	17.44%	14.12%	10.99%	10.00%

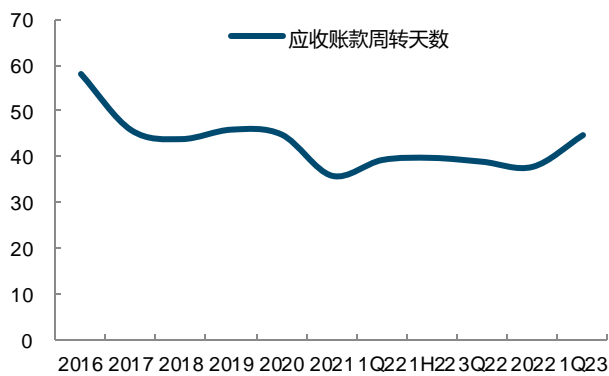
来源: Wind, 国金证券研究所

图表52: 重点纸企单季度净利率变化

单季度净利率	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	
浆纸系	太阳纸业	14.54%	13.78%	6.82%	2.29%	6.99%	9.67%	6.24%	5.39%	5.80%
	晨鸣纸业	12.21%	11.77%	0.72%	-0.53%	1.55%	1.74%	0.32%	0.24%	-4.35%
	博汇纸业	20.00%	17.81%	10.24%	-4.86%	4.36%	5.33%	3.62%	-8.52%	-11.94%
	岳阳林纸	8.53%	7.45%	2.57%	-2.83%	7.50%	8.05%	6.87%	4.27%	3.49%
	华泰股份	8.32%	7.03%	4.47%	0.89%	4.80%	3.17%	2.55%	-0.56%	2.68%
废纸系	森林包装	10.05%	10.28%	7.07%	10.82%	5.64%	5.04%	6.04%	4.19%	3.45%
	山鹰国际	7.13%	6.64%	3.45%	2.28%	2.37%	-1.19%	-0.64%	-27.81%	-5.92%
	景兴纸业	9.63%	10.19%	5.97%	5.04%	5.76%	2.55%	-0.03%	-0.05%	0.81%
特种纸系	仙鹤股份	18.38%	24.26%	20.00%	6.84%	8.73%	10.90%	11.24%	6.47%	6.67%
	齐峰新材	10.24%	6.10%	0.69%	0.75%	2.48%	10.90%	11.24%	6.47%	6.67%
	五洲特纸	14.84%	16.96%	5.05%	7.56%	7.74%	6.73%	0.65%	-1.33%	-2.37%
	华旺科技	15.36%	17.24%	14.93%	13.67%	14.83%	13.42%	11.68%	14.37%	11.72%
	冠豪高新	4.23%	7.66%	5.73%	4.24%	4.12%	7.38%	5.34%	6.27%	0.22%

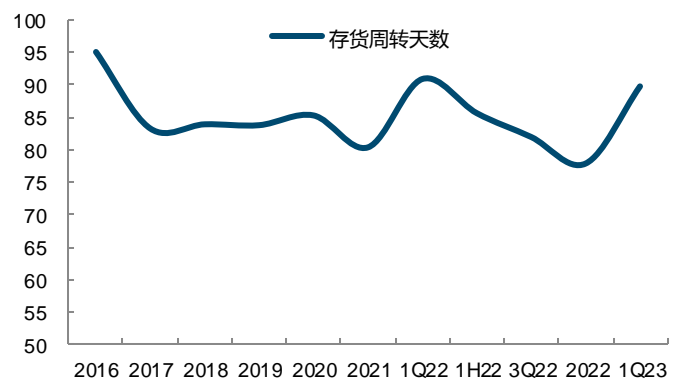
来源: Wind, 国金证券研究所

图表53: 应收账款周转天数



来源: Wind, 国金证券研究所

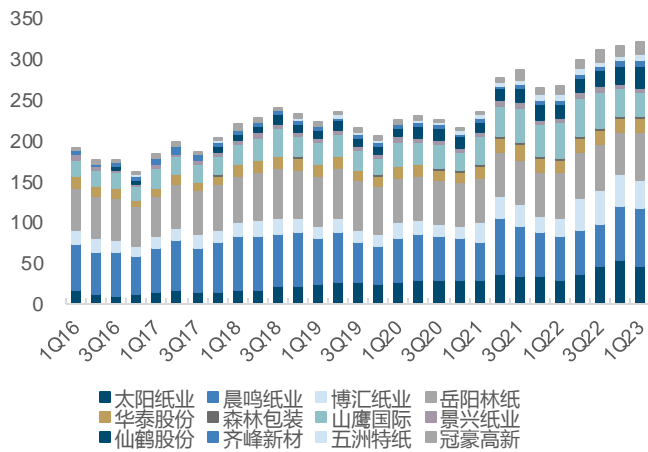
图表54: 存货周转天数



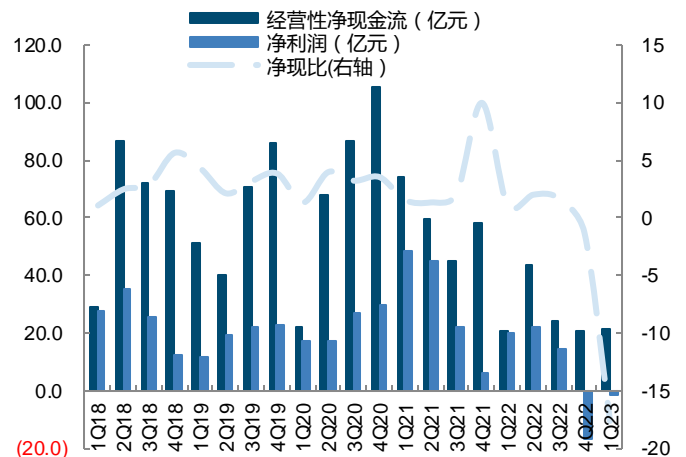
来源: Wind, 国金证券研究所

纸企库存行至高位, 净现比边际收窄。受成本端木浆原料库存成本高位、部分企业1Q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55: 重点纸企 2Q起账面存货持续抬升 (亿元)



图表56: 重点纸企经营性现金流与净利润 (亿元)

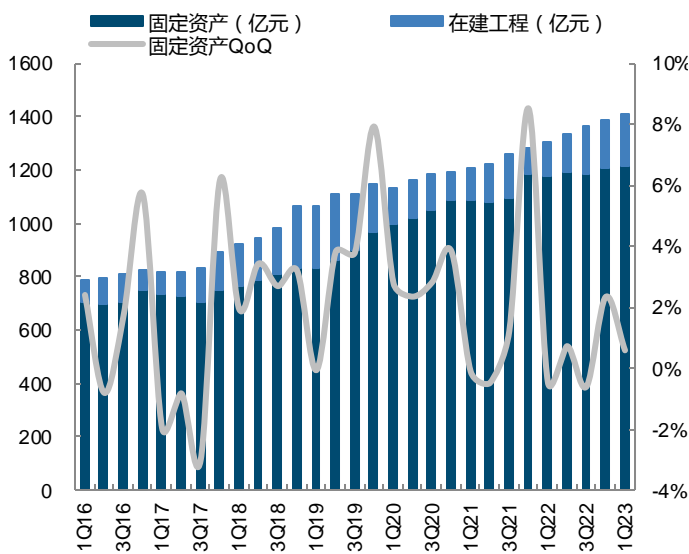


来源: Wind, 国金证券研究所

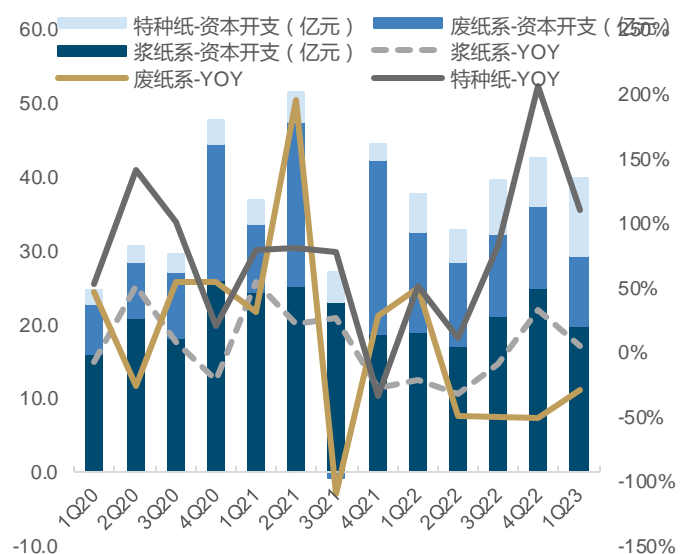
来源: Wind, 国金证券研究所

资本开支现分化, 特纸、浆系&废系龙头坚持底部逆势扩张。浆系龙头太阳一直保持扩张节奏, 浆系其他纸企扩张速度有所放缓; 头部特种纸仙鹤、华旺、五洲等资本开支有所加速, 积极向多品类、上下游产业链等方向延伸扩张; 废纸系行业中小纸企资本开支速度放缓, 以山鹰、玖龙为代表的头部企业仍在资本投入期。

图表57: 重点纸企固定资产增速放缓



图表58: 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

来源: Wind, 国金证券研究所

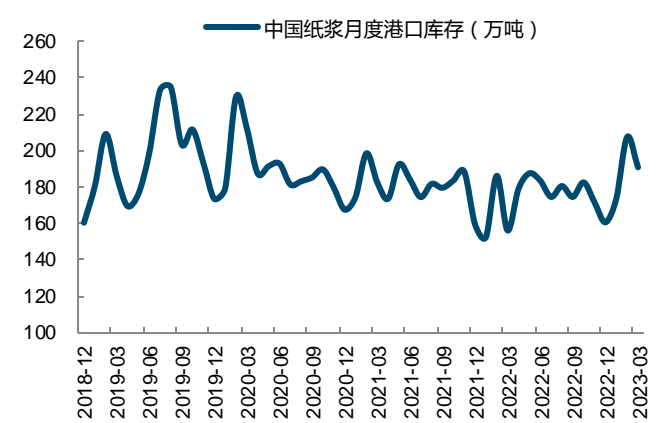
2.2 行业展望: 特种纸成本拐点已现, 大宗静待需求好转

木浆价格: Q1起价格进入快速下行周期, 中期供大于需格局下价预计成本压力偏缓。23Q1起, 伴随 Arauco156 万吨、UPM210 万吨阔叶浆产能投放, 以及海外需求下行带动港口木浆库存进入累库周期, 木浆价格当期处于下行周期, 阔叶浆下行幅度超 35%, 根据 BMA 统计, 2023-2026 年全球新增商品阔叶浆产能 490 万吨, 供给端增量超过 10%, 供大于求格局下, 预计未来 2 年木浆价格中枢水平处于低位区间震荡。

图表59: 木浆价格进入下行区间



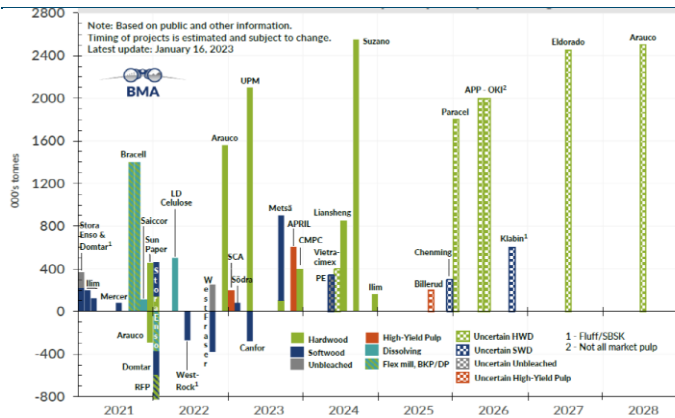
图表60: 纸浆库存处于中等偏高位置



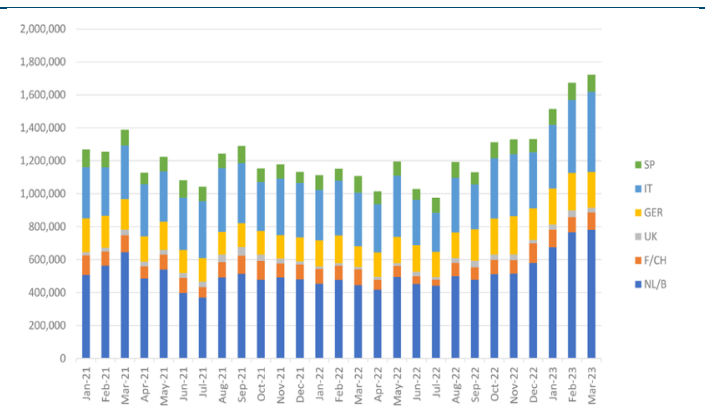
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表61: 2023-2026 年全球新增商品阔叶浆产能 490 万吨



图表62: 欧洲港口局木浆进入补库周期且库存创新高



来源: BMA, 国金证券研究所

来源: Europulp, 国金证券研究所

2.3 投资建议: 关注 Q2 起有望显现盈利弹性纸种

我们建议关注格局较好、2Q 有望受益浆价下行的特种纸标的华旺科技、仙鹤股份; 后续需求修复预期下, 进口纸压力预计趋缓, 国内中小产能出清后格局优化, 2Q 起吨盈利弹性逐步释放的废系龙头玖龙纸业、山鹰国际。中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。

华旺科技: 公司作为中高端装饰原纸领军者, 23 年有望凭借 35 万吨产能成为高端装饰纸第一名。定位中高端&精细化成本控制, ROE 表现行业领先。1) 立足高端, 契合当前行业高端化趋势加速成长, 过去 3 年销量复合增速 16.1% 远高于行业; 2) 对木浆、钛白粉等材料进行精细化库存调节管控, 木浆价格进入高位下行周期, 钛白粉价格则处于底部温和复苏趋势, 短期吨盈利修复有望逐季兑现。

成长驱动: 1) 海外扩张: 高端产品受到认可, 加快推进欧洲大客户合作, 预计未来 2-3 年外销收入保持 40% 以上成长; 2) 品类拓展: 强化食品、医疗、工业领域细分赛道布局, 保证盈利的同时, 打开新成长空间, 预计 23-25 年销量分别为 1.5/3.8/16.2 万吨, 营收分别为 1.3/3.2/13.7 亿元, 营收同比+277%/+149%/+325%。

仙鹤股份: 业绩环比稳健修复, 成长动能充沛。1) 受益低价浆计入成本, 毛利率环比已呈修复。1Q23 毛利率 10% (同/环比-1.5/+1.1pct), 净利率 6.7% (同/环比-2.1/+0.2pct), 受益于公司长期木浆库存战略, 综合用浆成本比行业下降更早, 且价格端保持稳定, 验证良好需求韧性。剔除夏王投资收益&非经常性损益, 预计 1Q 吨净利 416 元/吨, 环/同比 +160/-138 元; 夏王预计 1Q 吨净利 1120 元/吨, 同/环比+140/+450 元。2) 积极进行低价浆原料备库, 预计 2Q 起盈利弹性逐步体现。伴随 Arauco、UPM 产能陆续投放, 浆价 3

月起进入快速下行周期，阔叶浆目前采购价格已回落至 550 美元以内，较高点下滑超过 35%，公司积极进行低价战略备库，1Q 账面存货环比+5.98 亿元（幅度+29%），4Q22/1Q23 经营现金流-4.6/-6.8 亿元，主因进行低价木浆原料战略备库。考虑到木浆采购到库通常需要 3-4 个月，预计公司 Q2 起盈利水平或逐渐改善，看好盈利弹性逐步释放。3) 23 年迎产能释放大年，中长期成长路径清晰，林浆纸一体化有望逐步落地。公司 30 万吨食品卡纸产能已于 23 年 4 月份投产，预计本部新增 10 万吨技改线产能，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。

3.家清个护：经营改善趋势确立，二线国货品牌逆势成长

3.1 需求韧性凸显，成本压力缓解盈利修复兑现

收入端角度，低基数、必选消费属性下，板块收入端表现稳健，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。盈利能力来看，成本端压力缓解经营改善整体趋势确立。以无纺布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的部分转嫁，4Q、1Q 盈利落入短期历史底部区间。

图表63：家清个护企业单季度营收增速

季度营收YOY		1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
中游代工	依依股份	40.55%	-28.16%	10.17%	15.36%	13.87%	43.69%	10.26%	2.78%	-19.51%
	可靠股份	6.06%	-38.72%	-45.54%	-20.44%	-3.34%	-14.47%	15.52%	5.43%	-0.88%
	豪悦护理	7.78%	-37.92%	-13.90%	47.52%	-2.80%	37.25%	26.11%	0.19%	22.79%
下游品牌商	百亚股份	34.74%	16.11%	7.85%	10.17%	6.59%	-13.65%	20.90%	27.22%	20.99%
	维达国际	30.74%	9.49%	7.19%	8.68%	2.15%	10.82%	6.54%	-2.24%	8.83%
	中顺洁柔	25.81%	10.29%	4.54%	26.75%	-10.36%	15.74%	-13.86%	-14.58%	9.35%
	稳健医疗	52.97%	-33.58%	-67.06%	-26.35%	2.37%	58.30%	41.15%	67.26%	1.28%

来源：Wind，国金证券研究所

图表64：家清个护企业单季度毛销差

季度毛销差		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
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%	13.69%	5.29%
	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%	7.50%	10.04%
	豪悦护理	30.43%	41.85%	27.70%	22.64%	24.50%	24.68%	21.55%	20.84%	17.27%	19.83%	19.57%	21.15%	18.87%
下游品牌商	百亚股份	27.86%	20.02%	26.86%	25.01%	30.08%	25.11%	23.39%	23.34%	23.06%	15.89%	21.79%	20.46%	24.03%
	中顺洁柔	22.52%	23.67%	21.22%	19.39%	21.87%	14.46%	11.14%	10.59%	15.10%	11.26%	11.08%	9.45%	10.77%
	稳健医疗	35.47%	40.71%	55.90%	42.43%	37.39%	25.91%	17.32%	18.17%	27.54%	32.71%	27.82%	28.85%	30.97%

来源：Wind，国金证券研究所

3.2 行业展望&投资建议：短期看好必选品盈利修复趋势，二线国货品牌加速成长值得期待

短期视角：盈利修复有望逐季兑现。生活纸伴随低价浆进入成本库存，业绩拐点有望于 2Q 起兑现，个护产品盈利拐点已于 22 年 Q3-Q4 显现，后续新品开拓支撑营收成长值得关注。

中长期视角，两大趋势值得关注：

- 1) 二线国货品牌加速成长。以百亚为代表的二线日用品品牌，渠道端深入下沉市场布局，切入抖音等线上新兴平台弯道超车，后续增长潜力充足。
- 2) 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**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**（23Q2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）。

维达国际：短期业绩承压，品类升级持续推进

1Q 毛利率环比+3pct，盈利能力已形成改善趋势。受高价浆原料库存影响，1Q 毛利率 25.2%，同/环比-7.9%/+3pct，公司通过提价积极应对，净利率 0.8%（同/环比-6.7/+0.4pct）。海外 Auroco/UPM 木浆产能投放&外需疲软，浆价进入下行通道，截至 23 年 4 月 27 日，针叶浆/阔叶浆外盘报价分别为 911/690 美元/吨，较年初已分别-40/-160 美元/吨，Q2 起成本端压力有望逐季缓解，盈利能力预计进入逐季修复通道。

国内产品高端化、个护发力构建中期成长主线。公司先后推出水洗厨房纸、羊绒棉韧奢柔纸巾等，产品高端化逻辑持续兑现；高端卫生巾品牌 Libresse 借助抖音等电商渠道高速增长，稳居国内高端市场第四名，积极通过明星代言、IP 联名合作提升品牌势能；马来西亚东南亚总部、先进制造&创新中心已完成，进一步强化东南亚供应链建设。

百亚股份：发力线上向全国突围，产品升级优化盈利结构

品牌势能向上，全渠道成长动能充沛，优质国产品牌扬帆起航。电商放量&盈利优化、外围积极开拓、产品升级是未来主要看点，伴随短期线下消费复苏，渠道改革效果有望逐步凸显；公司先后发布有机纯棉、天然蚕丝“敏感肌”新品推动中高端产品结构升级，优选代言人虞书欣提升品牌势能，看好中期份额持续提升空间。从 1Q 业绩来看，电商延续靓丽高增，1Q 线下核心区域稳健修复。毛利率保持较优，高毛利线下业务修复较优、线上盈利模型优化。

4. 宠物板块：下游去库导致外销短期承压，国内强成长有效对冲成长压力

受库存调整影响 22A 外销前高后低，23Q2 起订单有望开启逐季修复。回顾 22 年，1-2Q 受海外集中补库影响出货表现亮眼，3Q 末起外需通胀消费压力&下游渠道去库影响，增速有所放缓，1Q 宠物板块外销整体营收呈高双位数下滑。我们认为外销基本面/低迷情绪消化已行至尾声，根据部分公司反馈，1Q 末起下游零售商去库结束，结合宠物食品终端需求降幅未见大幅向下，且具备 9~12 月保质期、快消刚需补库等特征，宠物食品 4-5 月出口订单已出现边际改善，预计 2Q 起订单环比现拐点、3Q 同比拐点预期强化。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。宠物食品线上修复速度显著优于电商整体增速，从品牌格局演变趋势来看，上市公司旗下中高端副牌成长靓丽，外资品牌短期略显疲态。乖宝旗下（麦富迪/弗列加特）借助抖音店铺矩阵，店播成果显著领跑。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。

图表65: A股宠物公司财务指标一览(亿元)

		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2019	2020	2021	2022
营收及增速										
宠物食品	中宠股份	7.93	7.97	8.53	8.06	7.06	17.16	22.33	28.82	32.48
	yoy	41.58%	14.24%	12.98%	-7.32%	-11.00%	21.5%	30.1%	29.1%	12.7%
	佩蒂股份	3.43	5.03	5.09	3.77	1.59	10.08	13.40	12.71	17.32
	yoy	7.03%	28.70%	149.49%	6.06%	-53.81%	16.0%	32.9%	-5.1%	36.3%
宠物用品	乖宝宠物	-	-	8.01	-	-	14.03	20.13	25.75	33.98
	yoy	-	-	28.97%	-	-	14.9%	43.5%	27.9%	31.9%
	依依股份	3.53	3.79	4.09	3.76	2.84	10.28	12.41	13.10	15.16
	yoy	13.87%	43.69%	10.26%	2.78%	-19.51%	13.8%	20.8%	5.6%	15.7%
宠物用品	源飞宠物	3.50	1.98	2.36	1.70	1.88	5.15	6.08	10.69	9.54
	yoy	40.36%	-13.65%	-33.75%	-27.42%	-46.23%	18.5%	18.2%	75.7%	-10.8%
	天元宠物	4.24	4.40	6.45	3.77	4.27	10.49	14.50	18.54	18.87
	yoy	-	-	25.68%	-27.48%	0.72%	18.3%	38.3%	27.9%	1.7%
毛利率										
宠物食品	中宠股份	18.5%	19.6%	20.0%	21.0%	24.4%	23.8%	24.7%	20.0%	19.8%
	佩蒂股份	24.7%	27.9%	21.9%	13.1%	14.0%	25.0%	25.5%	22.9%	22.3%
	乖宝宠物	-	-	-	-	-	28.9%	29.3%	28.8%	32.6%
宠物用品	依依股份	10.8%	13.2%	15.3%	15.4%	7.0%	21.9%	26.0%	16.7%	13.7%
	源飞宠物	26.5%	24.8%	20.1%	24.2%	23.7%	27.4%	26.2%	22.8%	24.1%
	天元宠物	18.9%	18.1%	17.7%	27.7%	16.8%	27.1%	20.6%	18.4%	20.0%
归母净利润(亿元)及净利率										
宠物食品	中宠股份	0.23	0.45	0.46	(0.09)	0.16	0.79	1.35	1.16	1.06
	净利率	3.0%	5.6%	5.4%	-1.1%	2.2%	4.6%	6.0%	4.0%	3.3%
	佩蒂股份	0.29	0.62	0.67	(0.31)	(0.38)	0.50	1.15	0.60	1.27
	净利率	8.3%	12.3%	13.3%	-8.2%	-24.0%	5.0%	8.6%	4.7%	7.3%
宠物用品	乖宝宠物	-	-	0.79	-	-	0.04	1.11	1.40	2.67
	净利率	-	-	9.9%	-	-	0.3%	5.5%	5.4%	7.9%
	依依股份	0.18	0.47	0.61	0.24	(0.02)	1.07	1.94	1.14	1.51
	净利率	5.2%	12.4%	15.0%	6.3%	-0.8%	10.4%	15.7%	8.7%	9.9%
宠物用品	源飞宠物	0.58	0.44	0.36	0.20	0.21	0.55	0.83	1.37	1.59
	净利率	16.7%	22.1%	15.3%	11.9%	11.3%	10.7%	13.7%	12.8%	16.6%
	天元宠物	0.19	0.28	0.47	0.34	0.14	0.87	1.14	1.07	1.29
	净利率	4.5%	6.5%	7.3%	8.9%	3.2%	8.3%	7.9%	5.8%	6.8%
季度累计及年度存货周转天数										
宠物食品	中宠股份	73.1	76.5	78.2	77.8	102.6	78.3	90.4	83.3	77.8
	佩蒂股份	153.7	136.9	123.5	116.9	282.5	86.4	87.2	133.4	116.9
	乖宝宠物	-	95.8	-	103.7	0.0	86.6	86.1	96.1	103.7
宠物用品	依依股份	47.7	52.6	52.0	50.7	62.0	36.1	38.1	46.4	50.7
	源飞宠物	60.3	84.7	84.6	92.2	99.1	51.9	75.9	73.5	92.2
	天元宠物	-	59.6	52.7	68.7	135.1	28.7	36.0	42.7	68.7
季度累计及年度应收账款周转天数										
宠物食品	中宠股份	44.7	43.1	46.2	39.2	48.2	43.7	41.0	38.7	39.2
	佩蒂股份	71.5	66.5	64.0	39.6	92.6	63.2	55.9	60.4	39.6
	乖宝宠物	0.0	20.9	0.0	16.6	0.0	26.6	19.6	19.9	16.6
宠物用品	依依股份	67.7	69.7	71.5	63.6	69.6	55.2	52.9	66.7	63.6
	源飞宠物	52.7	51.2	57.1	54.5	64.4	76.8	74.0	48.8	54.5
	天元宠物	-	57.1	54.5	49.7	51.8	48.2	45.5	48.0	49.7

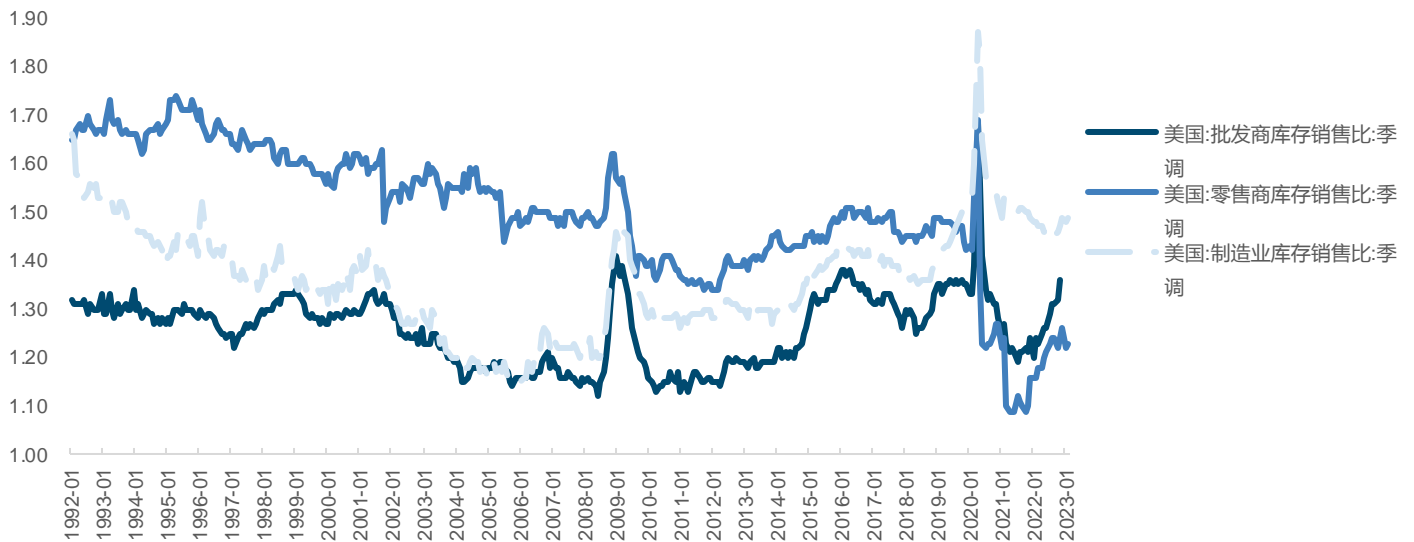
来源: Wind, 国金证券研究所

图表66: 宠物公司国内外增速、占比梳理

		增速	2019	2020	2021	2022	占比	2018	2019	2020	2021	2022
宠物食品	中宠股份	国内	36.6%	57.1%	28.1%	30.5%	国内	17.8%	20.0%	24.1%	23.9%	27.7%
		国外	18.4%	19.8%	27.7%	7.0%	国外	82.0%	79.8%	73.5%	72.8%	69.1%
	佩蒂股份	国内	108.1%	40.7%	5.6%	30.9%	国内	7.8%	14.0%	14.9%	16.6%	15.9%
		国外	8.2%	31.6%	-7.0%	37.3%	国外	92.2%	86.0%	85.1%	83.5%	84.1%
乖宝宠物	国内	39.7%	37.6%	28.4%	52.8%	国内	44.3%	53.8%	51.6%	51.8%	60.0%	
	国外	-4.9%	49.7%	26.9%	9.3%	国外	55.5%	46.0%	48.0%	47.6%	39.4%	
宠物用品	依依股份	国内	-2.7%	10.7%	59.9%	-54.6%	国内	9.2%	9.0%	11.9%	51.0%	4.8%
		国外	14.0%	16.9%	13.9%	16.0%	国外	90.6%	90.8%	87.9%	94.8%	95.1%
	源飞宠物	国内	128.8%	4.5%	26.1%	-4.2%	国内	2.6%	5.1%	4.5%	3.2%	3.5%
		国外	15.7%	18.9%	77.8%	-11.0%	国外	96.9%	94.6%	95.2%	96.3%	96.0%
	天元宠物	国内	22.2%	295.3%	35.2%	31.2%	国内	8.7%	9.0%	25.8%	27.3%	37.1%
		国外	18.5%	12.6%	23.6%	-10.1%	国外	90.4%	90.6%	73.7%	71.3%	62.9%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表67: 美国零售商库销比进入下行周期, 批发、制造业库销比仍在高位



来源: Wind, 国金证券研究所

风险提示

地产竣工改善速度与进度不及预期的风险: 若地产竣工改善速度较慢或进度低于预期, 将直接影响家居行业的终端需求。

原料价格大幅上涨的风险: 若原料价格大幅上涨, 将对下游家居企业的利润带来不利影响

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。

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。

行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

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。

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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402