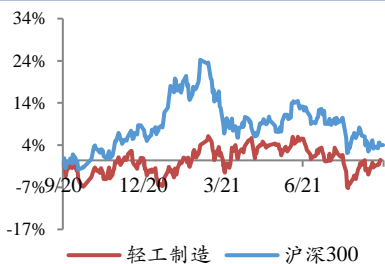


龙头彰显韧性及成长性，结构性机会百花齐放

行业评级：增持

报告日期：2021-09-06

行业指数与沪深300走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001
邮箱：mayf@hazq.com

分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002
邮箱：yuxw@hazq.com

相关报告

1. 华安证券_行业研究_行业周报_轻工制造：关注户外休闲运动产业链内外销高景气 2021-08-29
2. 华安证券_行业研究_行业专题_全球户外休闲运动需求高增长，相关产业链内外销高景气 2021-08-26

主要观点：

● 2021H1 轻工制造板块综述。

2021H1 轻工制造板块共实现营收 2419 亿元，同比+49.86%。二级板块来看，21H1 家居用品/文娱用品/造纸/包装印刷分别实现营收 829.76/178.6/879.67/531.52 亿元，同比分别增长 61.7%/52.0%、46.6%/38.6%，家居用品板块营收增速亮眼。

● 家居板块：龙头体现韧性，整装及品类延伸打开成长空间。

定制家居：收入普遍高增，Q2 盈利分化。
1) **收入端**：低基数+需求复苏驱动下，上半年定制家居企业营收普遍高增。品类扩张+零售回暖，整装是大势所趋，头部企业蓄势待发。
2) **利润端**：Q2 利润分化，具备 α 优势的家居龙头显现盈利韧性。原材料价格上涨叠加大宗业务毛利走低，定制家居板块 Q2 盈利承压。受房地产严格调控及精装房红利逐渐消退的影响下，上半年大宗业务毛利率水平整体走低；欧派大宗业务毛利下降至 30% 左右，志邦家居大宗业务毛利率下降 3.55pct 至 40.4%。

成品家居：内销格局加速优化，龙头市占率进一步提升。
1) **收入端**：上游地产竣工持续回暖，叠加需求释放，低基数效应下板块景气度持续提升。头部企业依托不断丰富的产品线和强大的研发能力，加速线下渠道门店布局，抢占 KA 卖场核心位置，把握线下流量入口；**外销**营收分化，具有海外产能布局的企业有望享受外需高景气实现较快收入增长。
2) **利润端**：单季度毛利率来看，21H1 在大宗原材料、海运成本大幅上涨以及汇兑损失的影响下，成品家居板块利润端普遍承压。**行业格局持续优化逻辑下，关注渠道、产品及产能优势凸显的头部企业加速提份额趋势。**

● 造纸：景气分化，木浆系龙头业绩亮眼。

木浆系：上半年浆价大幅上涨，纸企原材料成本承压，加速中小纸企产能出清。**木浆系**得益于较高的市场集中度，龙头间协同效应增强，上半年频发涨价函转移成本，行业利润冲高。下半年随着中小学开学、春季教辅材料招标等刚性需求提升，行业进入传统旺季，文化纸价格或有再度提升可能，拥有较高木浆自给率和规模效应的大型纸企有望受益行业集中度提升带来的市占率增长。

废纸系：上半年是废纸系传统淡季，箱板、瓦楞纸品盈利出现分化。下半年箱板、瓦楞纸进入传统旺季，在“双十一”等促销节日的推动下需求有望持续回暖。龙头得益于提前布局海外废纸浆产能、建设固废回收渠道以及改进原料结构提升替代纤维比重等举措，逆势扩张产能提高市场份额。

● 消费类轻工：结构性增长百花齐放

(1) **生活用纸**：龙头营收稳健，Q2 行业竞争加剧，成本上行利润承压，浆价维持高位有望加速行业出清，具备品牌、产品、渠道、产能

等优势头部纸企有望进一步提升市占率。(2)文具板块：学生文具需求回暖，办公集采渗透率持续提升，板块21H1在低基数效应下营收实现高增。Q2受原材料价格上涨等因素影响，板块毛利率出现下降。(3)其他轻工消费：户外运动风起，相关产业链内外销高景气。

● **包装板块：营收增长亮眼，成本上行毛利承压。**

上半年包装板块营收增速亮眼。毛利率来看，由于21Q2原材料价格上行，且库存及提价存在滞后，主要包装企业Q2毛利出现下滑。

● **投资建议：**

定制家居板块：行业进入存量竞争，拥有 α 优势的龙头定制家居企业有望进一步提升市占率。建议关注多品类延伸、全渠道发力、持续推进整装大家居战略的定制龙头欧派家居；以及各渠道齐头并进、品类协同效应逐步显现的成长黑马志邦家居。

成品家居板块：行业格局持续优化逻辑下，关注渠道、产品及产能优势凸显的头部企业加速提升市场份额。持续推荐拥有品牌、产品、供应链管理优势的顾家家居，在轻工出口链条中，建议关注受益于户外休闲运动高增长的相关企业，部分企业增长有望在未来季度持续加速，详见行业深度《全球户外休闲运动需求高增长，相关产业链内外销需求高景气》。

造纸板块：建议关注太阳纸业，公司持续推进林浆纸一体化建设，扩品类抵御周期风险，成本管控能力行业领先。建议关注拥有海外废纸浆产能、引领产业新生态创新的山鹰国际。

消费轻工板块：建议关注中顺洁柔，公司高中低品牌矩阵完整，产品结构吻合消费发展趋势，聚焦生活用纸主业抢占市场份额。持续推荐具备完善产品供应和一体化服务能力的文具领域龙头晨光文具，建议关注创源股份，公司逆势布局海外优质产能，坚持差异化发展战略盈利水平领跑文具行业。

包装板块：核心推荐传统业务稳健，锂电铝箔进入放量期的万顺新材，有望享受估值提升及EPS增长共振。建议关注裕同科技，公司专注3C业务，凭借一体化服务能力持续提升核心客户内部占比，成本管控优势较为显著，下半年有望释放利润弹性。同时关注金属包装龙头奥瑞金，在市场需求持续提升中看好其核心业务金属包装产品及服务的发展。

● **风险提示**

原材料价格大幅波动；地产销售不及预期；行业竞争加剧。

正文目录

1 2021H1 轻工制造板块综述	6
2 家居板块：龙头韧性彰显，成长动力充足	8
2.1 定制家居：收入普遍高增，Q2 盈利分化	8
2.2 成品家居：内销格局加速优化，龙头市占率进一步提升	11
3 造纸：景气分化，木浆系龙头业绩亮眼	14
3.1 木浆系：浆纸联动叠加需求复苏，高景气度带来业绩高增	15
3.3 废纸系：盈利分化，市场份额加速向头部集中。	17
4 消费类轻工：高 B 的结构性机会百花齐放	18
4.1 生活用纸：龙头营收稳健，Q2 行业竞争加剧，成本上行利润承压	18
4.2 文具板块：学生文具需求恢复，办公集采渗透率持续提升	20
4.3 其他轻工消费：户外运动风起，相关产业链内外销高景气	22
5 包装：营收增长亮眼，成本上行毛利承压	23
风险提示：	25

图表目录

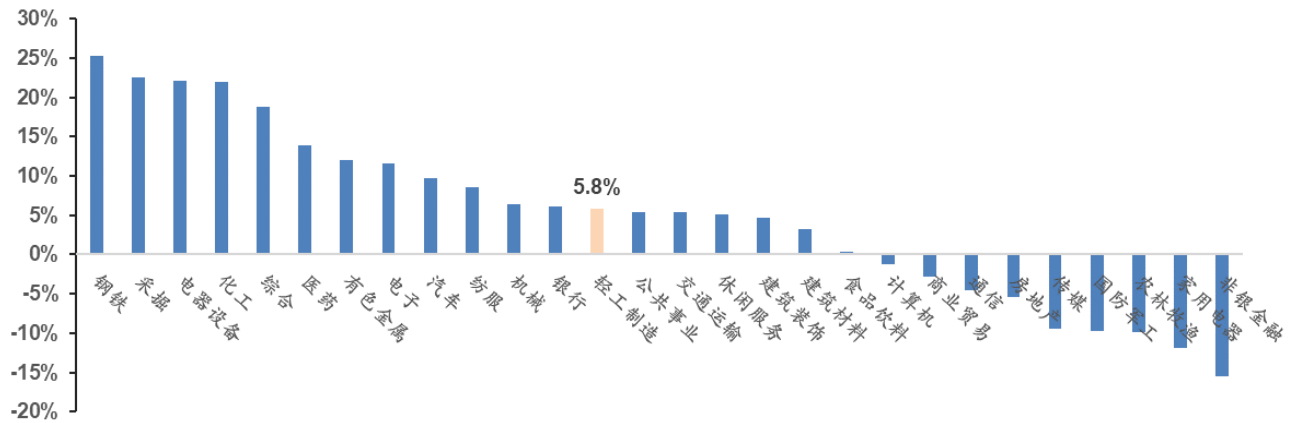
图表 1 2021H1 各版块涨跌幅 (%)	6
图表 2 SW 轻工板块总营收 (亿元)	6
图表 3 SW 轻工二级板块总营收 (亿元)	6
图表 4 SW 轻工板块总营收 (亿元)	7
图表 5 2006-2021H1 公司规模净利润情况 (亿元)	7
图表 6 SW 轻工板块单季度营收 (亿元)	7
图表 7 SW 轻工板块单季度归母净利润 (亿元)	7
图表 8 SW 轻工板块单季度毛利率	8
图表 9 SW 轻工板块单季度净利率	8
图表 10 21H1 定制家居重点公司营收表现 (亿元)	8
图表 11 21H1 欧派家居/索菲亚/志邦家居橱柜衣木业务营收 (亿元) 及增速	9
图表 12 截至 21H1 欧派/索菲亚/金牌厨柜/志邦家居线下橱柜门店数量	9
图表 13 21H1 定制家居重点公司归母净利润表现 (亿元)	10
图表 14 20Q1-21Q2 定制家居重点公司单季度毛利率表现	10
图表 15 21H1 成品家居重点公司营收表现 (亿元)	11
图表 16 全国商品房住宅销售面积累计值及同比	12
图表 17 全国住宅竣工面积累计值及同比	12
图表 18 顾家家居沙发床垫品类营收情况	12
图表 19 全网沙发品类月度销售额 (万元)	12
图表 20 永艺股份分品类营收及增速	13
图表 21 成品家居板块重点公司 21H1 归母净利润情况	13
图表 22 成品家居板块重点公司 21H1 归母净利润情况	14
图表 23 头部纸企 20H1/21H1 营收 (亿元)	15
图表 24 头部纸企 20H1/21H1 规模净利润 (亿元)	15
图表 25 进口针叶浆均价 (美元/吨)	15
图表 26 进口阔叶浆均价 (美元/吨)	15
图表 27 文化纸日度均价走势 (元/吨)	16
图表 28 白卡纸日度均价走势 (元/吨)	16
图表 29 头部木浆系纸企单季度毛利率走势	16
图表 30 双胶纸月度进口量 (万吨)	16
图表 31 双铜纸月度进口量 (万吨)	16
图表 32 21H1 箱板瓦楞纸日度均价走势 (元/吨)	17
图表 33 高端箱板纸价格持续走高	17
图表 34 2016 年至今中顺洁柔营收表现	18
图表 35 2016-2021H1 维达国际营收表现	18
图表 36 中顺洁柔单季度销售费用率走势	19
图表 37 中顺洁柔单季度毛利率走势	19
图表 38 维达国际 2016 至今毛利率与销售费用率情况	19
图表 39 21H1 文具板块营收及增速情况	20
图表 40 2016 年至今公司营收表现	21
图表 41 2016-2021H1 公司各类产品收入占比	21

图表 42 文具板块单季度销售毛利率情况	21
图表 43 疫情期间美国参与户外活动的人数占比提升	22
图表 44 2002-2019 年中国户外用品市场规模	22
图表 45 四家企业 20H1、21H1 营收情况（亿元）	23
图表 46 2019-2021H1 四家公司营收增长率	23
图表 47 2016-2021H1 包装板块公司营收情况（亿元）	23
图表 48 2016-2021H1 包装板块公司归母净利润情况（亿元）	24
图表 49 19Q1-21Q2 包装板块公司单季度毛利率	24

1 2021H1 轻工制造板块综述

2021H1，沪深 300 指数涨跌幅为 1.82%，轻工制造板块涨跌幅为 5.8%，跑赢大盘 3.98 个点，位列 SW28 个行业板块中第 13 名。

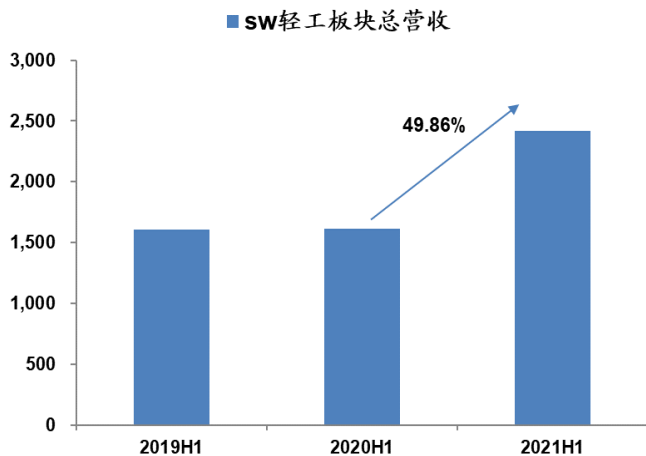
图表 1 2021H1 各板块涨跌幅 (%)



资料来源：wind，华安证券研究所

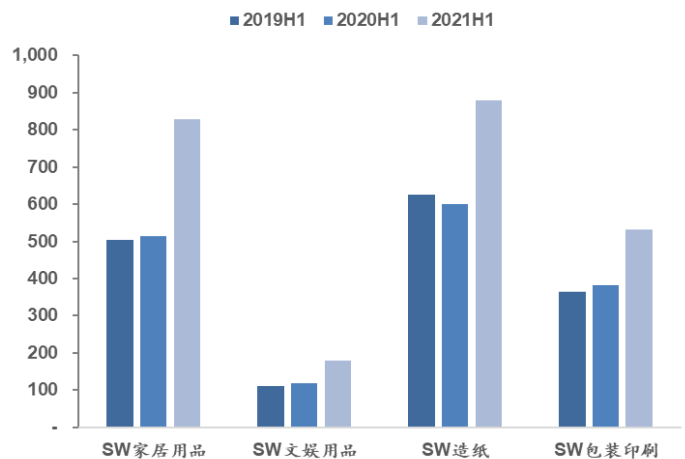
2021 年上半年，SW 轻工制造板块共实现营收 2419 亿元，同比增长 49.86%；较 2019 年增长 50.6%。从二级板块来看，21H1 家居用品/文娱用品/造纸/包装印刷分别实现营收 829.76/178.6/879.67/531.52 亿元，同比分别增长 61.65%/52.03%、46.58%/38.55%，家居用品板块营收增速亮眼。

图表 2 SW 轻工板块总营收 (亿元)



资料来源：wind，华安证券研究所

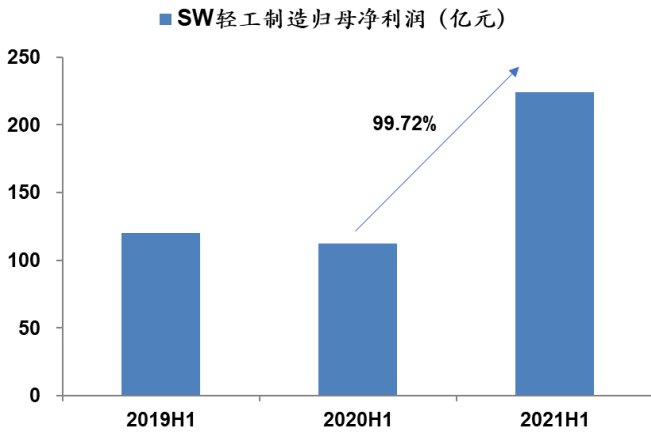
图表 3 SW 轻工二级板块总营收 (亿元)



资料来源：wind，华安证券研究所

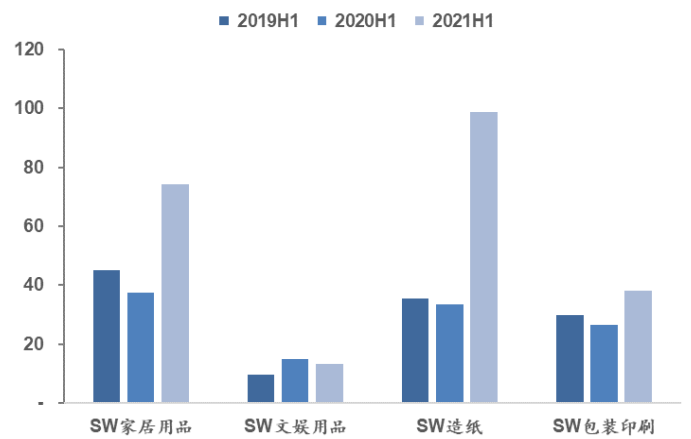
21H1，SW 轻工板块合计实现归母净利润 224.46 亿元，同比增长 99.27%；较 2019 年增长 86.78%。从二级板块来看，21H1 家居用品/文娱用品/造纸/包装印刷分别实现归母净利润 74.28/13.25/98.72/38.21 亿元，同比分别+98.11%/-11.92%、195.93%/44.23%，造纸板块归母净利润增长最为显著，增幅接近 2 倍；文娱用品归母净利润同比略有下滑。

图表 4 SW 轻工板块总营收 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

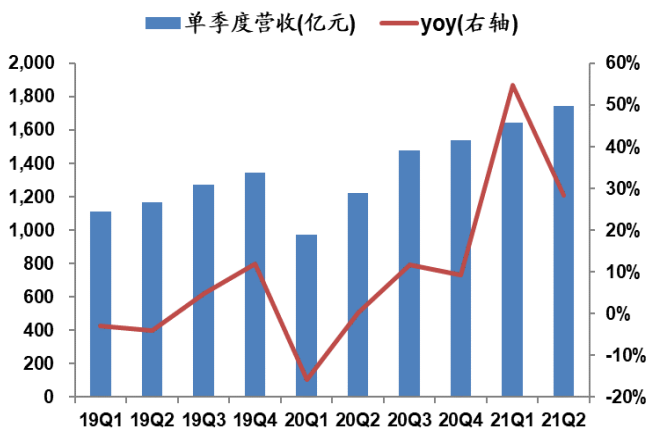
图表 5 2006-2021H1 公司规模净利润情况 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

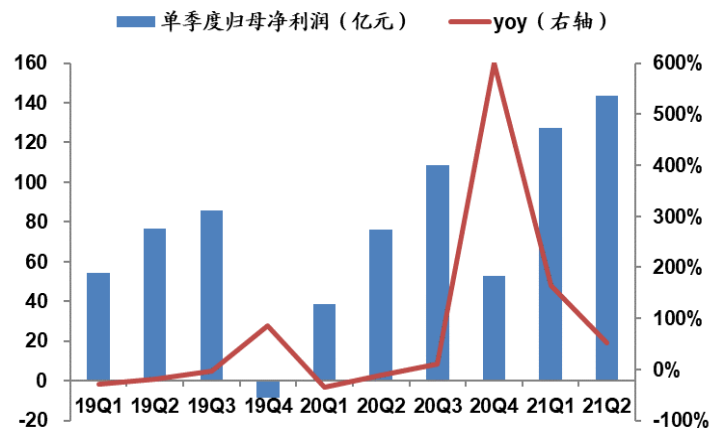
分季度来看, SW 轻工板块 21Q1/Q2 分别实现营收 1644.19/1742.3 亿元, 同比分别+54.7%/28.3%。Q1/Q2 实现归母净利润 127.42/143.69 亿元, 同比分别+164.1%/52.9%。Q1 板块营收与归母净利润在去年低基数下增速亮眼。从盈利水平来看, 21Q1/Q2 毛利率基本与 20Q4 持平, 相比 2020 年同期分别-1/-2.3pct; 净利率表现则逐季向好, 21Q1/Q2 板块净利率分别为 8.0%/8.4%, 同比分别+3.9/+2pct。

图表 6 SW 轻工板块单季度营收 (亿元)



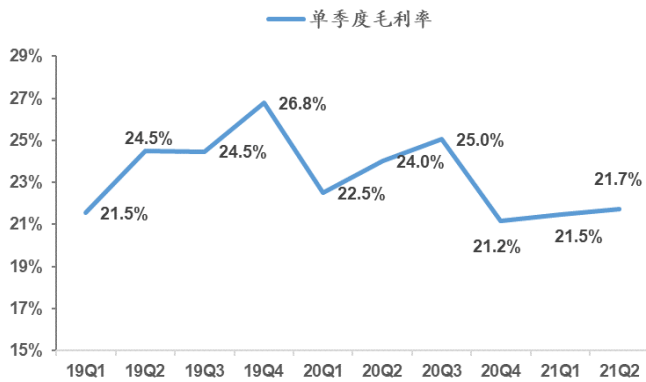
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 SW 轻工板块单季度归母净利润 (亿元)



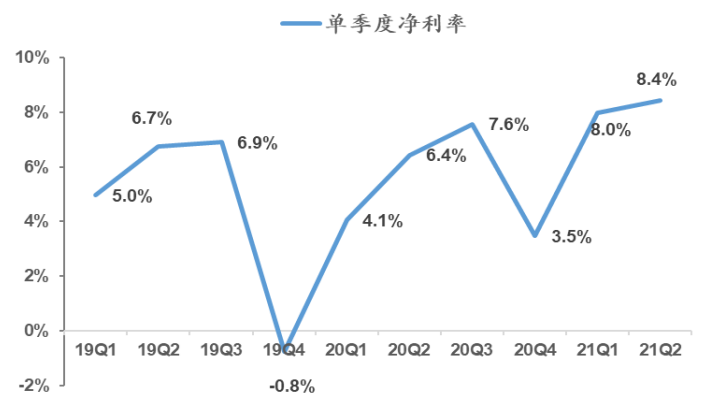
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 SW 轻工板块单季度毛利率



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 SW 轻工板块单季度净利率



资料来源: wind, 华安证券研究所

2 家居板块: 龙头韧性彰显, 成长动力充足

2.1 定制家居: 收入普遍高增, Q2 盈利分化

收入端: 低基数+需求复苏驱动下, 上半年定制家居企业营收普遍高增。2021 年定制家居板块总营收实现 258.25 亿元, 同比增长 65.69%。个股来看, **从营收总额来看**, 欧派家居、索菲亚、尚品宅配营收分别为 82.0/43.0/31.77 亿元, 继续领先行业。**从营收增速来看**, 索菲亚、欧派家居、皮阿诺、金牌厨柜、志邦家居、尚品宅配营收同比分别+68.3%/65.1%/64.3%/60.1%/55.8%/40.2%; **在 20H1 低基数的效应下营收普遍实现高增长**。对比 2019 年, 金牌厨柜、志邦家居、欧派家居、索菲亚、尚品宅配营收增速分别为 69.0%/66.1%/48.8%/36.8%/1.3%; 其中金牌厨柜、志邦家居增速尤为亮眼。

分季度来看, 21Q1/Q2 定制家居板块营收分别为 101.56/156.69 亿元, 同比分别+123.7%/41.8%; 较 19Q1/Q2 分别+49.8%/44.5%。定制家居板块上半年营收逐季向好。

图表 10 21H1 定制家居重点公司营收表现 (亿元)

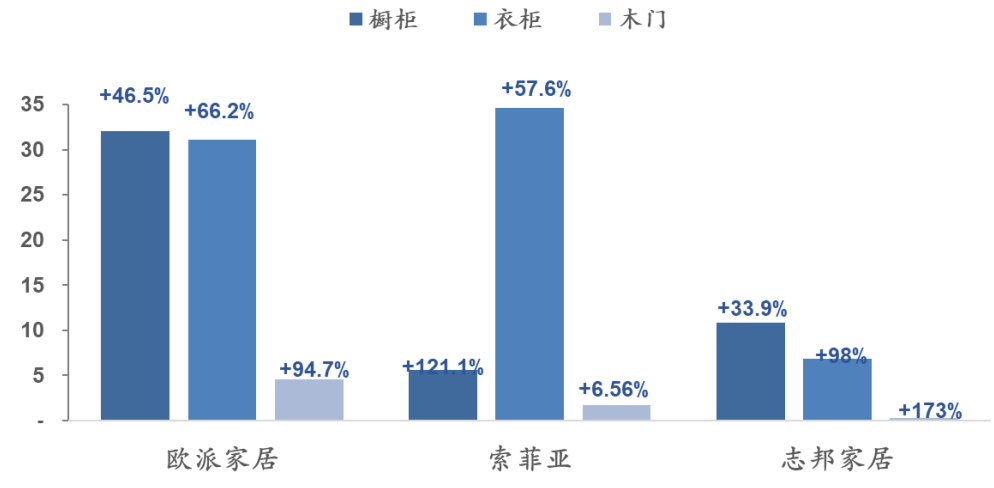
	欧派家居	索菲亚	尚品宅配	志邦家居	好莱客	江山欧派	金牌厨柜	皮阿诺	我乐家居
21H1 营收	82.00	43.00	31.77	19.08	15.24	14.07	13.27	8.44	7.45
对比20H1	65%	68%	40%	56%	106%	32%	60%	64%	38%
对比19H1	49%	37%	1%	66%	63%	93%	69%	52%	42%
21Q1 营收	33.00	17.60	14.07	6.83	5.68	4.74	4.85	3.46	2.81
对比20Q1	130.7%	130.6%	110.3%	109.1%	203.0%	57.7%	81.5%	92.3%	44.3%
对比19Q1	49.8%	48.6%	10.5%	64.8%	56.6%	96.0%	74.4%	62.5%	52.2%
21Q2 营收	49.01	25.40	17.70	12.26	9.56	9.33	8.42	4.98	4.63
对比20Q2	38.6%	41.8%	10.8%	36.5%	72.9%	22.5%	49.9%	49.2%	35.0%
对比19Q2	48.2%	29.7%	-5.0%	66.8%	66.3%	90.9%	66.0%	45.8%	35.8%

资料来源: wind, 华安证券研究所

品类扩张+零售回暖, 行业格局向好驱动龙头营收高增。定制家居头部企业近年来围绕“大家居”发展战略, 均从单一品类向多元化、全品类方向发展, 实现橱、衣、

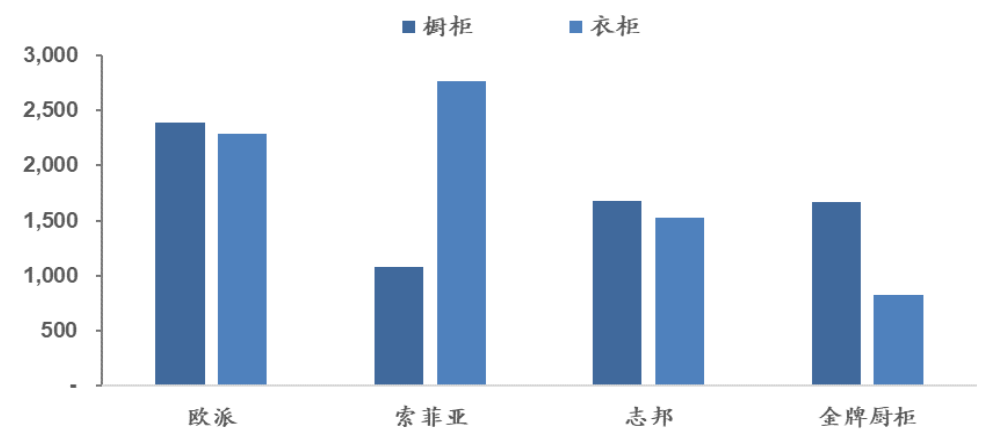
木及其他配套产品的全覆盖，满足消费者全品类一站式购齐需求，提供高品质的整体家居解决方案。以欧派为例，2021H1 公司橱/衣/木业务占比分别为 39%/38%/5.6%；同比分别+46.55/66.2%/94.7%。

图表 11 21H1 欧派家居/索菲亚/志邦家居橱衣木业务营收（亿元）及增速



疫情加速行业出清，龙头加速线下开店进度。在疫情影响下定制家居行业出清加快，头部企业凭借产品力、全渠道、供应链等优势进一步提升市占率，推动营收高速增长。21H1 头部定制家居企业持续加速线下开店进程：从橱柜门店数量来看，截至 2021 年 6 月底，欧派家居线下橱柜门店数达到 2396 家，领先行业；索菲亚/金牌厨柜/志邦家居线下橱柜经销商门店分别为 1081/1668/1676 家，行业橱柜门店节奏趋缓。从衣柜门店数量来看，索菲亚线下衣柜经销商门店数为 2770 家，领先行业；欧派/尚品宅配/志邦/金牌厨柜线下衣柜经销商门店数量分别为 2291/2301/1528/820 家。头部企业均加快衣柜线下门店开店数量。

图表 12 截至 21H1 欧派/索菲亚/金牌厨柜/志邦家居线下橱衣门店数量



发力整装大势所趋，头部企业蓄势待发。整装有效提升装修便利度，符合消费者消费偏好的改变；同时又能提升企业的客单值增厚利润。发力整装渠道能助力定制家居企业提升品类协同打破单品类收入的天花板，加速产品线的拓宽和大家居战

略的深化。2021H1 欧派家居整装业务实现营收 6.4 亿元，收入占比达到 8%；截至 2021 年 6 月 30 日，欧派整装大家居共拥有 552 家经销商，开设整装大家居门店 651 家；索菲亚整装业务实现营收 1.4 亿元，收入占比为 3%；尚品宅配 21H1 整装业务实现营收 3.0 亿元，收入占比达到 9%。

利润端：Q2 利润分化，具备 α 优势的家居龙头显现盈利韧性。上半年定制家居板块 Q1/Q2 归母净利润分别为 6.32/17.27 亿元，同比增长 289.0%/17.0%，Q2 相比 Q1 增速逐渐放缓；较 19Q1/Q2 增长 100.4%/17.2%。个股来看，21Q1 归母净利润基本实现扭亏；Q2 以来个股盈利出现分化：欧派家居、志邦家居、江山欧派、皮阿诺 Q2 归母净利润较 20Q2/19Q2 均实现正向增长，索菲亚、金牌橱柜、我乐家居 Q2 归母净利润较 20Q2/19Q2 均出现下滑。

图表 13 21H1 定制家居重点公司归母净利润表现 (亿元)

	欧派家居	索菲亚	尚品宅配	志邦家居	好莱客	江山欧派	金牌橱柜	皮阿诺	我乐家居
21H1 归母净利润	10.12	4.46	0.43	1.52	1.38	1.77	0.87	0.98	0.53
对比20H1	60%	14%	-74%	38%	7%	18%	24%	64%	15%
对比19H1	107%	30%	-135%	199%	80%	31%	41%	96%	11%
21Q1 归母净利润	5.91	3.59	0.33	0.95	0.94	0.98	0.55	0.46	0.45
对比20Q1	340%	812%	105%	213%	329%	12%	588%	795%	458%
对比19Q1	26%	3%	93%	20%	1%	23%	45%	44%	24%
21Q2 归母净利润	2.44	1.18	0.08	0.51	0.39	0.33	0.44	0.35	0.12
对比20Q2	30%	-9%	6%	6%	5%	48%	-22%	36%	-10%
对比19Q2	42%	15%	-81%	29%	-11%	103%	-16%	41%	-9%

资料来源：wind，华安证券研究所

原材料价格上涨叠加大宗业务毛利走低，定制家居板块 Q2 盈利承压。21Q2 定制家居板块毛利率为 33.97%，同比下降 3.09pct。个股来看，除志邦家居 Q2 毛利率同比提升 0.5pct 之外，欧派家居、索菲亚、尚品宅配、金牌橱柜 Q2 毛利率分别同比下降 3.6/3.1/1.1/6.5pct。上半年全球大宗原材料价格大幅上涨，定制家居企业主要原材料刨花板、TDI/MDI 等价格维持高位，盈利阶段性承压。

图表 14 20Q1-21Q2 定制家居重点公司单季度毛利率表现

	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	单季度毛利率走势
欧派家居	23.9%	37.3%	38.8%	33.0%	30.2%	33.7%	
索菲亚	30.9%	40.3%	38.7%	34.2%	31.2%	37.2%	
尚品宅配	34.2%	35.4%	39.1%	25.5%	35.5%	34.3%	
志邦家居	37.7%	36.8%	38.8%	38.4%	36.5%	37.3%	
金牌橱柜	32.0%	34.1%	32.1%	32.7%	28.0%	27.6%	

资料来源：wind，华安证券研究所

受房地产严格调控及精装房红利消退影响，大宗业务毛利走低。个股来看，21H1 欧派、索菲亚、金牌橱柜、志邦家居大宗业务收入分别为 15.9/7.3/5/5.22 亿元，同比分别+52%/137%/89%/55%，大宗业务占比分别为 19.6%/17.0%/38%/27.5%。受

房地产严格调控及精装房红利逐渐消退的影响下，上半年大宗业务毛利率水平整体走低：欧派大宗业务毛利下降至 30%左右，志邦家居大宗业务毛利率下降 3.55pct 至 40.4%。

投资建议：行业进入存量竞争，拥有 α 优势的龙头定制家居企业有望进一步提升市占率。上半年在去年同期低基数、需求回暖、行业格局不断优化的环境下，定制家居板块营收实现高增，业绩逐季修复向好。展望下半年，在行业竞争格局不断优化的情况下，龙头凭借品类扩张、全渠道覆盖、加强智能化信息化建设、强化供应链管理等优势有望延续营收稳增及盈利修复。建议关注多品类延伸、全渠道发力、持续推进整装大家居战略的定制龙头欧派家居；以及各渠道齐头并进、品类协同效应逐步显现的成长黑马志邦家居。

2.2 成品家居：内销格局加速优化，龙头市占率进一步提升

收入端：板块营收高增，Q2 表现亮眼。21H1 成品家居板块实现营业收入 224.33 亿元，同比增长 40.4%，较 19H1 增长 46.9%。单季度来看，21Q1/Q2 板块分别实现营业收入 152.51/162.34 亿元，同比分别+51.9%/42.5%；较 19Q1/Q2 增长 37.0%/43.6%。**低基数及需求回暖影响下板块上半年营收实现高增长。**个股来看，顾家家居、浙江永强、梦百合、喜临门实现营业收入 80.16/42.06/39.0/31.1 亿元，领先行业，同比分别增长 65%/43%/61%/57%。单季度来看，Q2 个股营收普遍实现高增长，其中顾家家居单 Q2 营收增速最高，同比+165%。

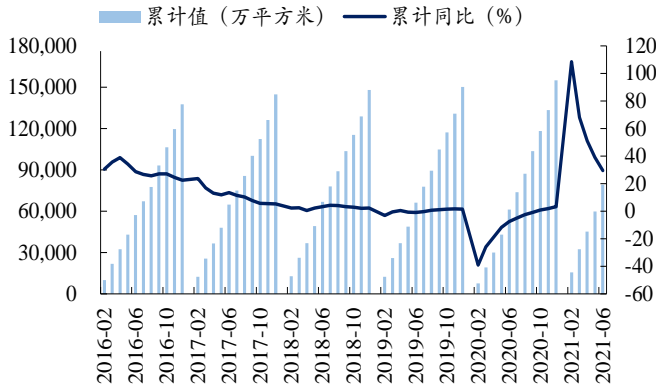
图表 15 21H1 成品家居重点公司营收表现（亿元）

	顾家家居	浙江永强	梦百合	喜临门	曲美家居	恒林股份	永艺股份	美克家居	麒盛科技	好太太	中源家居
21H1 营收	80.16	42.06	39.00	31.07	25.13	24.08	24.04	23.81	13.27	5.79	5.15
对比20H1	65%	43%	61%	57%	43%	35%	97%	41%	33%	55%	3%
对比19H1	60%	52%	147%	52%	25%	104%	111%	-12%	16%	0%	5%
21Q1 营收	37.82	27.37	18.89	12.50	11.49	10.33	10.66	11.75	6.53	2.11	2.57
对比20Q1	65%	35%	79%	73%	37%	65%	148%	169%	25%	72%	8%
对比19Q1	54%	46%	140%	49%	14%	77%	101%	10%	27%	-20%	8%
21Q2 营收	42.34	14.70	20.11	18.57	13.64	13.75	13.38	12.05	6.75	3.68	2.58
对比20Q2	165%	159%	148%	148%	149%	119%	169%	97%	142%	147%	99%
对比19Q2	66%	64%	154%	54%	36%	129%	119%	-27%	8%	18%	2%

资料来源：wind，华安证券研究所

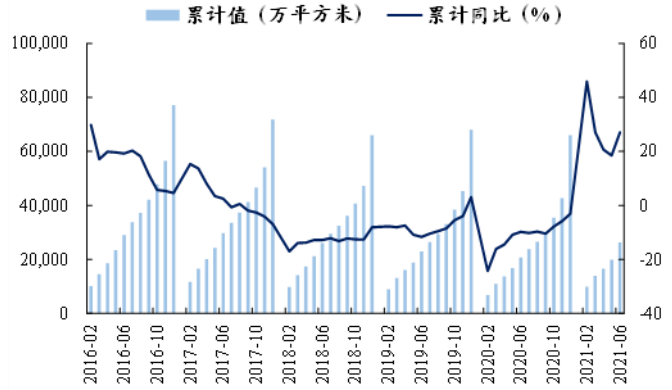
上游地产销售及竣工持续回暖，叠加需求释放，低基数效应下板块景气度持续提升。2021 年 1-6 月全国住宅销售面积累计同比较 2020 年增长 29.40%，较 2019 年增长 19.5%至 79081 万平方米；1-6 月竣工累计同比 2020 年增长 27%至 26254 万平方米，较 2019 年累计同比增长 14.50%，**地产端销售及竣工持续回暖，叠加疫情后装修需求释放，板块延续高景气度。**

图表 16 全国商品房住宅销售面积累计值及同比



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

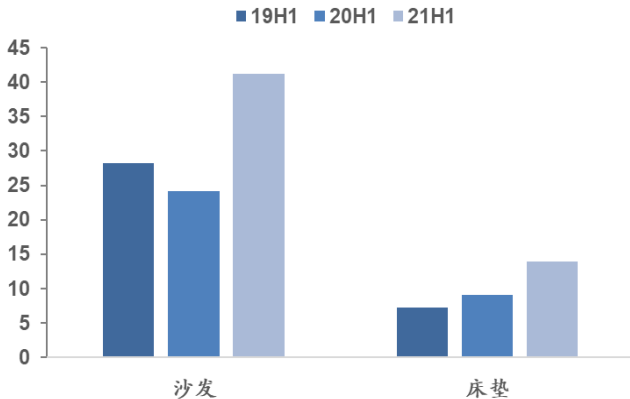
图表 17 全国住宅竣工面积累计值及同比



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

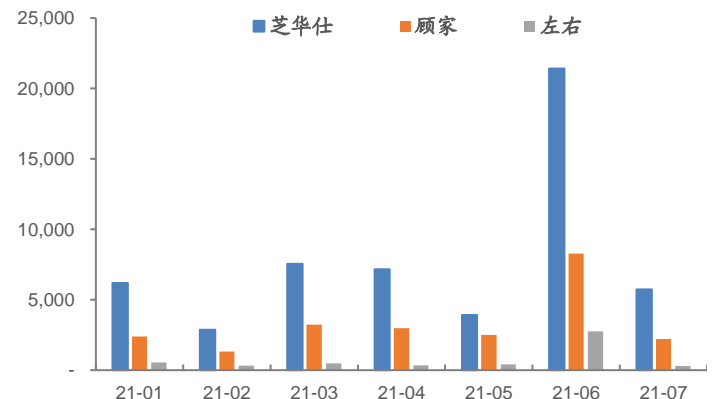
头部企业依托产品力优势加速线下系列门店布局，抢占流量入口资源。头部企业具有显著的产品研发能力，在持续研发原有核心产品的基础上，通过内生、外延等方式，加速品类扩张完善产品矩阵。例如，喜临门通过收购中高端 M&D 沙发拓展公司沙发产品线；顾家家居深度拓展沙发产品线深度的同时积极发力床垫品类，扩大品牌影响力，顾家床垫业务近三年来规模持续增长，21H1 床垫业务实现营收 13.92 亿元，同比增长 54.2%。**头部企业依托不断丰富的产品线和强大的研发能力，加速线下渠道门店布局，抢占 KA 卖场核心位置，把握线下流量入口；此外，头部企业也积极发力线上渠道，线上线下互相导流，“618”购物节期间喜临门床垫销量突破记录，连续保持全网销量第一；顾家家居沙发品类全网上销售额持续领先行业。**

图表 18 顾家家居沙发床垫品类营收情况



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 19 全网沙发品类月度销售额（万元）

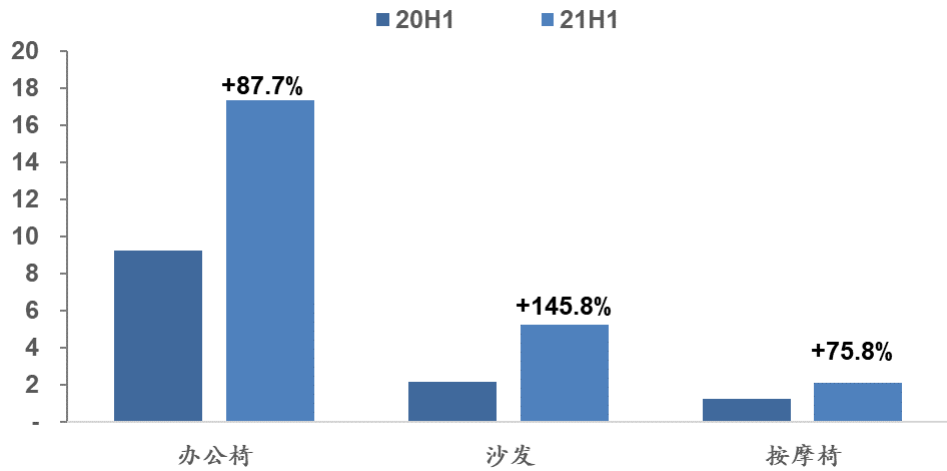


资料来源：淘数据，华安证券研究所

外销营收分化，具有海外产能布局的企业有望享受外需高景气实现较快增长。成品家居板块外销营收出现分化：一方面后疫情时代海外需求回暖叠加供应链复苏滞后，外需高景气延续带动部分企业出口实现高增长；另一方面，部分软体家居企业外销受床垫反倾销政策的影响增速放缓。在外销高景气度下，拥有海外稀缺产能布局的成品家居企业有望受益外销高速增长。例如，永艺股份利用新产品研发及海外稀缺产能的差异化优势，深入实施大客户价值营销体系，21H1 大客户数量及订单金额增长显著，上半年办公椅/沙发/按摩椅分别实现营收 17.34/5.21/2.11 亿元，同

比+87.6%/145.11%/75.6%。

图表 20 永艺股份分品类营收及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

利润端: 海运成本+原材料价格攀升, 板块盈利普遍承压。21H1 成品家居板块实现归母净利润 21.57 亿元, 同比增长 82.43%, 较 19H1 增长 9.41%。单季度来看, 21Q1/Q2 板块分别实现归母净利润 11.24/10.33 亿元, 同比分别+367.5%/9.7%; 较 19Q1/Q2 增长 15.6%/3.4%。

个股来看, Q2 顾家家居、喜临门、恒林股份、浙江永强归母净利润同比出现下滑, 其中喜临门 Q2 归母净利润-0.46 亿元, 同比下降 162%。好太太、永艺股份 Q2 归母净利润实现同比正增长。

图表 21 成品家居板块重点公司 21H1 归母净利润情况

	顾家家居	浙江永强	梦百合	喜临门	恒林股份	永艺股份	麒盛科技	好太太	中源家居
21H1归母净利润	7.72	4.58	0.09	2.18	1.66	1.14	1.35	1.28	0.11
对比20H1	34%	-25%	-94%	412%	6%	8%	5%	59%	-50%
对比19H1	38%	29%	-94%	42%	32%	25%	-16%	14%	-71%
21Q1归母净利润	2.35	0.75	0.84	0.55	0.67	0.72	0.06	0.61	3.85
对比20Q1	235%	-26%	103%	-62%	126%	66%	19%	112%	147%
对比19Q1	-10%	12%	260%	-27%	43%	10%	-49%	421%	30%
21Q2归母净利润	2.24	-0.39	1.33	-0.46	1.00	0.63	0.05	0.67	3.87
对比20Q2	-20%	-126%	38%	-162%	-21%	7%	79%	997%	44%
对比19Q2	-28%	128%	256%	-31%	122%	3%	419%	281%	26%

资料来源: wind, 华安证券研究所

单季度毛利率来看, 21H1 在大宗原材料、海运成本大幅上涨以及汇兑损失的影响下, 成品家居板块毛利普遍承压。上半年成品家居主要原材料皮革、五金等原材料大幅上涨, 全球海运运力紧张, 海运费攀升至历史高位。个股角度来件, 顾家家居、喜临门、梦百合、永艺股份浙江永强 21Q2 毛利率同比分别-12.7/-6.1/-13/-10/-20.2pct。

图表 22 成品家居板块重点公司 21H1 归母净利润情况

	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	单季度毛利率走势
顾家家居	32.8%	37.8%	34.4%	35.7%	33.0%	25.1%	
喜临门	21.6%	34.7%	38.2%	34.3%	34.5%	28.6%	
梦百合	37.7%	40.9%	43.1%	17.6%	28.9%	27.9%	
永艺股份	21.3%	24.0%	23.9%	10.3%	15.0%	14.0%	
恒林股份	25.0%	33.7%	30.9%	26.8%	27.4%	16.6%	
好太太	49.7%	48.7%	48.7%	47.7%	43.1%	46.4%	
浙江永强	32.1%	30.2%	26.6%	23.0%	20.7%	10.0%	

资料来源: wind, 华安证券研究所

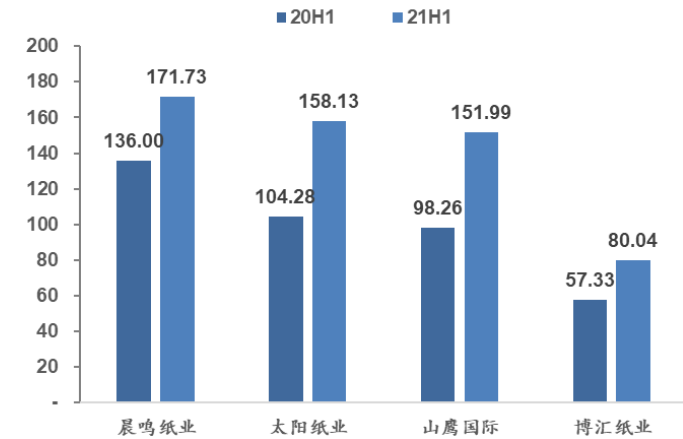
投资建议: 行业格局持续优化逻辑下, 关注渠道、品类及产能优势凸显的头部企业加速提升市场份额。从内销来看, 随着头部企业逐渐拓宽自身产品矩阵情况下, 拥有品牌+产品+渠道等全方位优势的头部品牌在疫情催化下持续提升市占率, 国内市场有望迎来份额加速集中期; 从外销来看, 美国房地产回暖带动家具需求扩容, 贸易摩擦+反倾销使得出口个具有划, 份额进一步向具备海外产能布局的头部企业集中。持续推荐拥有品牌、产品、供应链管理等优势的顾家家居, 以及拥有海外稀缺产能、持续创新研发提升产品竞争力的永艺股份, 建议关注浙江永强, 受益海外户外休闲活动高景气带来的户外家具出口高增长。

3 造纸: 景气分化, 木浆系龙头业绩亮眼

2020 年疫情影响下造纸业供需双困, 浆价底部整理。行业出清速度略有加快, 市场格局出现分化: 木浆系和废纸系市场集中度存在差异, 木浆系行业整合程度优于废纸系。2021H1 行业景气度回暖: 从需求端来看, 疫情常态化之后全球经济回暖, 需求复苏迅速; 从供给端来看, 2020 年 APP 收购博汇纸业, 白卡纸率先完成行业整合, 供给格局进一步优化带来行业话语权高度集中、盈利向好; 另外, “限塑令”、“外废进口清零”等政策规范叠加浆价强势反弹趋势, 市场供给偏紧。供需双振, 市场景气度向上。

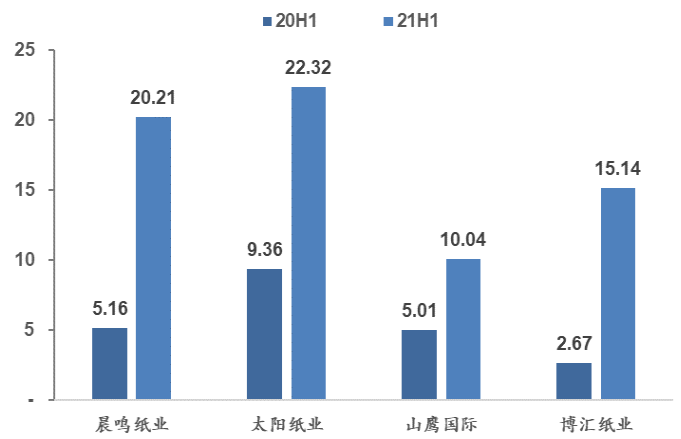
21H1 造纸板块实现营收 879.67 亿元, 同比增长 46.58%, 实现归母净利润 98.72 亿元, 同比增长 195.93%。个股来看, 上半年晨鸣纸业/太阳纸业/山鹰国际/博汇纸业分别实现营收 171.73/158.13/151.99/80.04 亿元, 同比增长 26.3%/51.6%/54.7%、39.6%; 实现归母净利润分别为 20.21/22.32/10.04/15.14 亿元, 同比+291.7%、138.5%、100.4%、467.0%。

图表 23 头部纸企 20H1/21H1 营收 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 24 头部纸企 20H1/21H1 规模净利润 (亿元)

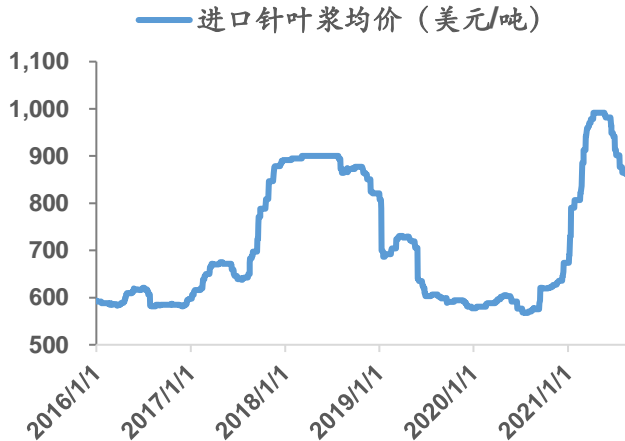


资料来源: wind, 华安证券研究所

3.1 木浆系: 浆纸联动叠加需求复苏, 高景气度带来业绩高增

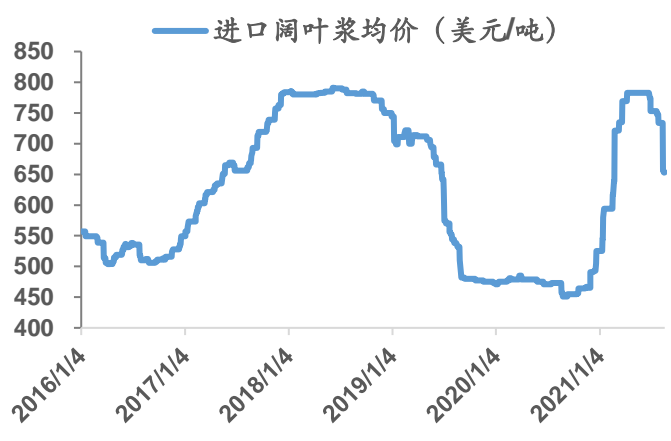
2021H1 木浆价格大幅上涨, 上半年进口针叶浆均价最高达到 991.67 美元/吨, 涨幅高达 47.29%; 进口阔叶浆均价最高达到 783 美元/吨, 涨幅高达 49.14%。6 月以来, 进口木浆价格震荡下行但仍维持在较高水平。上半年浆价大幅上涨, 纸企原材料成本承压, 加速中小纸企产能出清。

图表 25 进口针叶浆均价 (美元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 华安证券研究所

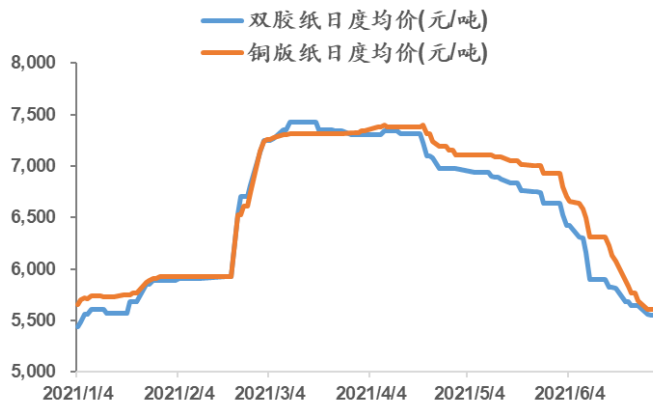
图表 26 进口阔叶浆均价 (美元/吨)



资料来源: wind, 华安证券研究所

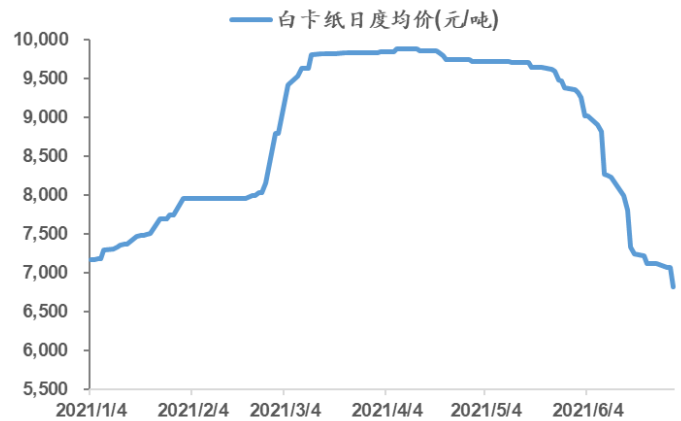
木浆系得益于较高的市场集中度, 龙头间协同效应增强, 上半年频发涨价函转移成本, 行业利润冲高。根据卓创资讯, 2020 年我国双胶纸、双铜纸总产能分别为 1224 万吨、692 万吨, CR4 产能集中度分别为 39%和 88%; 白卡纸行业产能达到 1122 万吨, 且 2021-2023 年仍有较多新增产能释放, 新增产能多以规模纸厂和龙头纸企扩产为主。2020 年 APP 成功收购博汇纸业, 白卡纸行业竞争格局得到进一步改善, 2020 年白卡纸行业产能集中度 CR4 高达 83%。木浆系在市场高集中度下话语权优势尽显, 上半年文化纸、白卡纸均价跟随浆价一路攀升, 其中双胶纸均价最高达到 7425 元/吨, 涨幅高达 36.56%; 白卡纸日度均价最高达到 9875 元/吨, 涨幅高达 30.92%。

图表 27 文化纸日度均价走势 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 华安证券研究所

图表 28 白卡纸日度均价走势 (元/吨)



资料来源: wind, 华安证券研究所

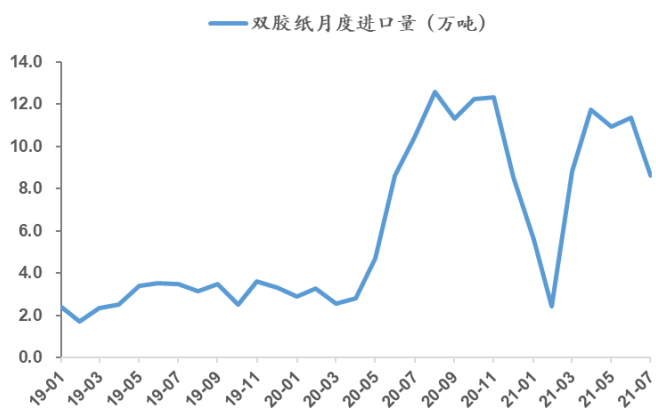
图表 29 头部木浆系纸企单季度毛利率走势

	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	单季度毛利走势
晨鸣纸业	28.2%	22.6%	24.2%	18.8%	29.1%	33.6%	
太阳纸业	24.6%	22.7%	22.6%	9.2%	23.4%	22.1%	
博汇纸业	21.7%	14.1%	19.4%	14.7%	33.4%	34.6%	

资料来源: wind, 华安证券研究所

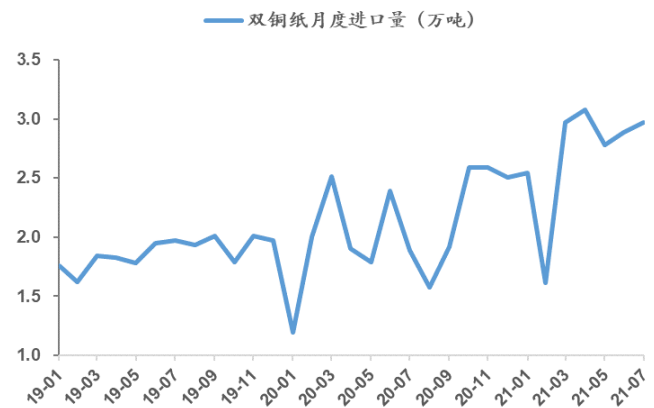
6月以来,文化纸和白卡纸进入传统淡季,叠加进口低价纸的冲击,纸价持续走低并回落至年初水平。根据卓创资讯,5月以来文化纸进口量持续增加,海外浆厂受疫情影响生产的机制纸质量略有下滑,拉低行业纸价。目前文化纸行业内多数中小纸企处于盈亏平衡点或亏损状态,再加上浆价仍维持较高位置,短期来看将加速中小产能的淘汰,行业竞争格局有望持续优化。展望下半年,随着中小学开学、春季教辅材料招标等刚性需求提升,行业进入传统旺季,文化纸价格或有再度提升可能。

图表 30 双胶纸月度进口量 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 华安证券研究所

图表 31 双铜纸月度进口量 (万吨)



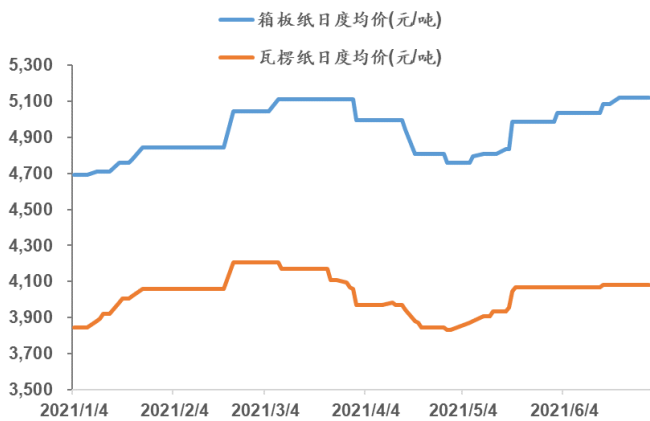
资料来源: 卓创资讯, 华安证券研究所

投资建议：木浆系市场格局持续优化，下半年进入传统旺季纸价或有再次小幅上涨可能。当前木浆价格仍处高位且短期内大幅下降可能性较小，拥有较高木浆自给率和规模效应的大型纸企有望受益行业集中度提升带来的市占率增长。建议关注太阳纸业，公司持续推进林浆纸一体化建设，扩品类抵御周期风险，成本管控能力行业领先。

3.3 废纸系：盈利分化，市场份额加速向头部集中。

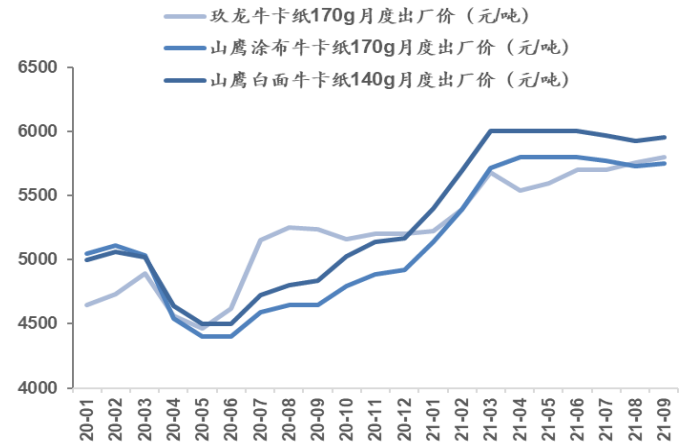
上半年是废纸系传统淡季，箱板、瓦楞纸品盈利出现分化：高端箱板纸（必须使用长纤维原料，如美废或直接添加木浆）因外废进口禁令导致原料稀缺，供应紧张。拥有海外废纸浆资源的纸企盈利能力优于行业平均水平；低端箱板、瓦楞纸由于产能过剩，市场集中度偏低仍处于整合期，上半年盈利承压。龙头纸企凭借成本优势、规模效应等加速抢占市场份额。

图表 32 21H1 箱板瓦楞纸日度均价走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

图表 33 高端箱板纸价格持续走高



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

展望下半年，箱板、瓦楞纸进入传统旺季，在“双十一”等促销节日的推动下需求有望持续回暖。龙头得益于提前布局海外废纸浆产能、建设固废回收渠道以及改进原料结构提升替代纤维比重等举措，逆势扩张产能提高市场份额。目前我国箱板、瓦楞纸进入行业整合的黄金窗口期，箱板纸格局持续向好，瓦楞纸行业出清加速。根据卓创资讯数据，2020年我国箱板纸CR4为47.5%，瓦楞纸CR4为22.9%。随着集中度进一步提升，我们看好箱板、瓦楞纸行业盈利空间改善。

投资建议：行业进入加速整合的黄金窗口期，建议关注拥有海外废纸浆产能、引领产业新生态创新的山鹰国际。

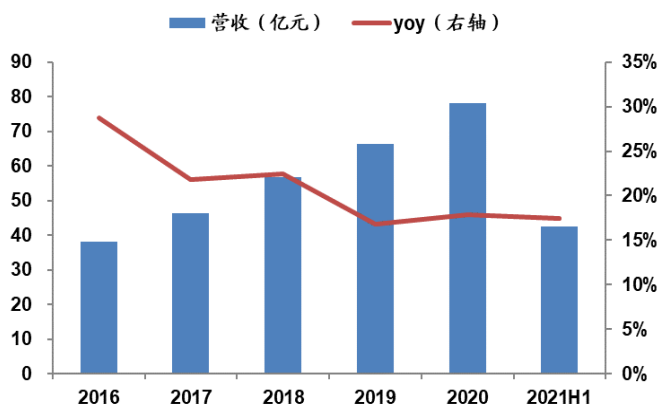
4 消费类轻工：高β的结构性机会百花齐放

4.1 生活用纸：龙头营收稳健，Q2 行业竞争加剧，成本上行利润承压

收入端：21H1 生活用纸龙头营收稳健符合预期。(1) 中顺洁柔实现营收 42.48 亿元，同比增长 17.46%；单 Q2 来看，公司 Q2 实现营收 21.46 亿元，对比 2020 年增长 10.29%，对比 2019 年增长 31.50%。分产品来看，公司 21H1 生活用纸/个人护理分别实现营收 40.83/0.4 亿元，同比分别+15.5%/ -40.5%，收入占比分别为 96.112%/0.95%，较去年同期-1.59/-0.91pct。个护业务营收表现主因口罩、消毒湿巾等防疫用品收入下滑所致。生活用纸在去年同期渠道补库存的高基数下同比增长 15.5%，营收表现较为稳健。公司不断优化产品结构，积极发力全渠道建设，进一步提升高毛利产品及线上渠道收入占比，我们预计公司收入将持续保持稳健增长。

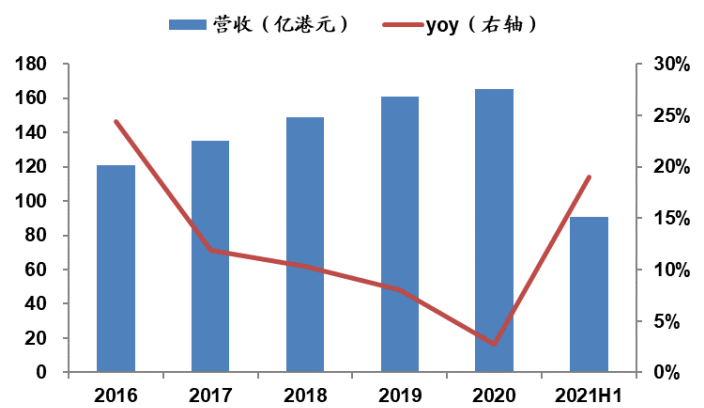
(2) 维达国际 21H1 实现营收 90.85 亿港元，同比+19.0%，其中 Q2 实现营收 46.15 亿港元，同比+9.5%，Q2 收入增速回落主要由于 20Q2 基数较高及公司 3 月发布涨价函，渠道提前备货所致。分渠道来看，21H1 传统经销/商超/电商/大客户渠道分别实现收入 24.5/21.8/34.5/10 亿港元，同比分别+11%/+10%/+37%/+9%，收入占比分别为 27%/24%/38%/11%。

图表 34 2016 年至今中顺洁柔营收表现



资料来源：wind，华安证券研究所

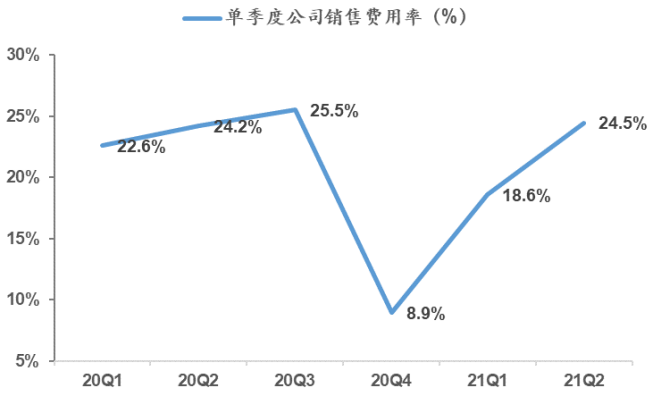
图表 35 2016-2021H1 维达国际营收表现



资料来源：wind，华安证券研究所

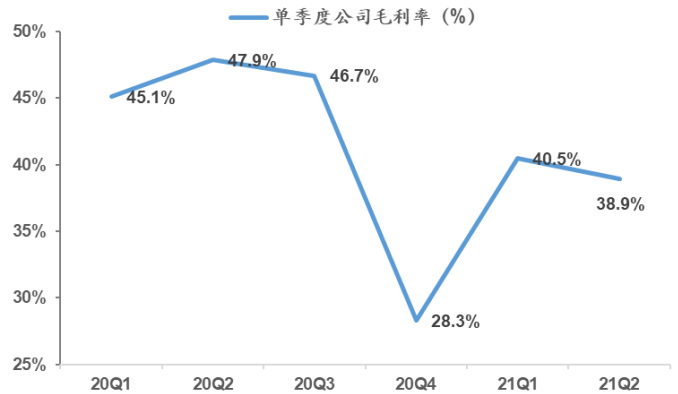
利润端：原材料价格上涨，行业竞争加剧，Q2 毛利承压。(1) 中顺洁柔 21H1 实现归母净利润 4.07 亿元，同比下降 10.06%，单 Q2 实现归母净利润 1.36 亿元，同比下降 9.48%。受原材料、运费上涨、竞争加剧等影响，上半年公司盈利能力承压，综合毛利率同比下滑 6.91pct 至 39.68%。公司主要原材料纸浆占生产成本 40%-60%，21H1 纸浆价格大幅上涨，进口针叶浆/阔叶浆均价涨幅最高分别为 318.3/258 美元/吨，公司虽然低位增加储备，终端提价传导，但短期仍难以完全平抑原材料价格波动带来的生产成本上涨。此外，Q2 市场竞争加剧，公司加大广宣和促销投入力度，Q2 销售费用比例环比提升 5.86pct 至 24.45%。

图表 36 中顺洁柔单季度销售费用率走势



资料来源: wind, 华安证券研究所

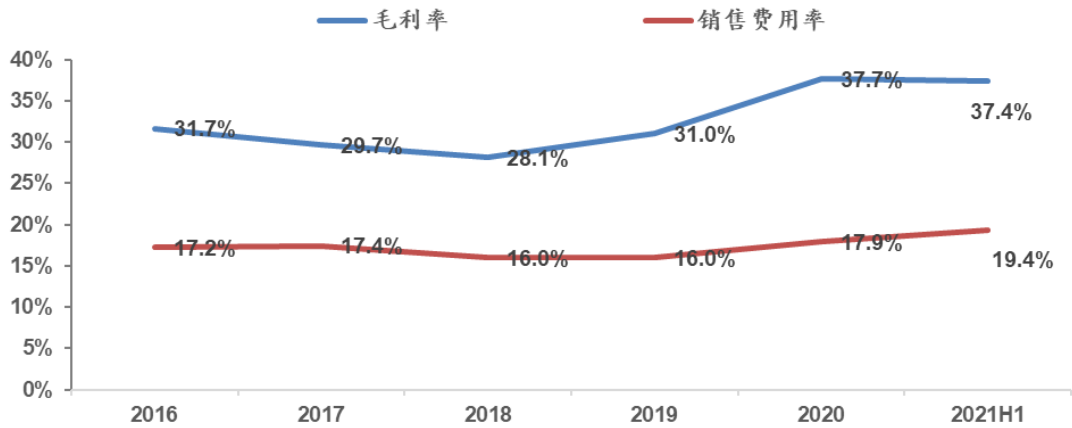
图表 37 中顺洁柔单季度毛利率走势



资料来源: wind, 华安证券研究所

(2) 维达国际 21H1 经营利润 12.11 亿港元, 同比-3.7%, 其中 Q2 实现经营利润 5.08 亿港元, 同比-30.5%。受原材料价格上涨及行业竞争加剧等因素, 公司 Q2 利润表现不及预期。毛利率方面, 21H1 毛利率为 37.4%, 同比下降 1.1pct, 其中 21Q2 毛利率为 35.9%, 同比下降 3.5pct。期间费用方面, 21H1 销售费用率同比 +2.8pct 至 19.4%, 管理费用率同比-0.7pct 至 4.9%。销售费用增加主要受促销活动增加及中国大陆地区卫生巾等个人护理推广力度增加导致。毛利率下行及期间费用率上升拖累经营利润率下滑, 21H1 经营利润率同比-3.2pp 至 13.3%, 其中 21Q2 经营利润率同比-6.3pp 至 11%。

图表 38 维达国际 2016 至今毛利率与销售费用率情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

投资建议: 浆价维持高位有望加速行业出清, 具备品牌、产品、渠道、产能等优势头部纸企有望进一步提升市占率。建议关注中顺洁柔, 公司高中低品牌矩阵完整, 产品结构吻合消费发展趋势, 聚焦生活用纸主业抢占市场份额。全渠道齐头并进, 电商渠道表现突出。完善全国产能布局, 进一步降低运输成本。伴随规模持续扩张, 公司平抑采购成本的能力也将不断强化。此外, 公司于 2019 年开始协同渠道资源开拓个护产品, 该业务有望在未来贡献业绩弹性。

4.2 文具板块：学生文具需求恢复，办公集采渗透率持续提升

收入方面：学生文具需求回暖，办公集采渗透率持续提升，板块 21H1 营收实现高增。2021H1 晨光文具/齐心集团/创源股份实现营收 76.86/44.86/6.30 亿元，同比分别+61%/19%/32%。在去年低基数的影响下 21H1 文具板块营收实现高增。

图表 39 21H1 文具板块营收及增速情况

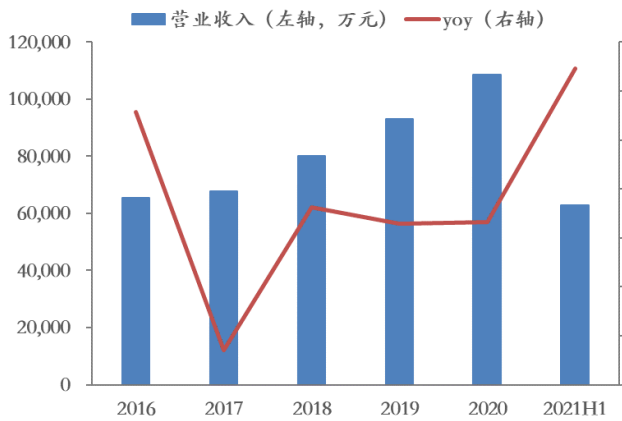
	2021H1		21Q1		21Q2	
	(亿元)	同比	(亿元)	同比	(亿元)	同比
晨光文具	76.86	61%	38.12	83%	38.74	45%
齐心集团	44.86	19%	20.60	35%	24.26	9%
创源股份	6.30	32%	2.55	102%	3.75	7%

资料来源：wind，华安证券研究所

晨光文具 21H1 表现再创历史新高，公司“调结构，促增长”，一体两翼业务在 2021 年上半年保持了健康稳定的发展态势。分业务拆分，传统核心业务延续去年 Q3 以来的高增态势，新业务保持恢复性高增长。估算得到公司 Q2 实现传统核心业务约 20.16 亿元，同比增长约 29%，对应 19 年同期的复合增速仍有 20%+；其中晨光科技 Q2 实现营收 1.22 亿元，同比增长 9.75%，公司线上业务由晨光科技与分销商共同完成，预计线上销售总体占比仍保持增长；**新业务方面**，晨光科力普 Q2 实现收入 16.62 亿元，同比增长 59.77%；生活馆实现营业收入 2.43 亿元，同比增长 73.57%，其中九木杂物社实现营业收入 2.21 亿元，同比增长 92.16%。截止 Q2 期末，公司共有 463 家零售大店，其中晨光生活馆 60 家，九木杂物社 403 家（直营 276 家，加盟 127 家）。Q2 生活馆数量较 Q1 末减少了 8 家，九木杂物社数量净增 29 家，以直营店为主。

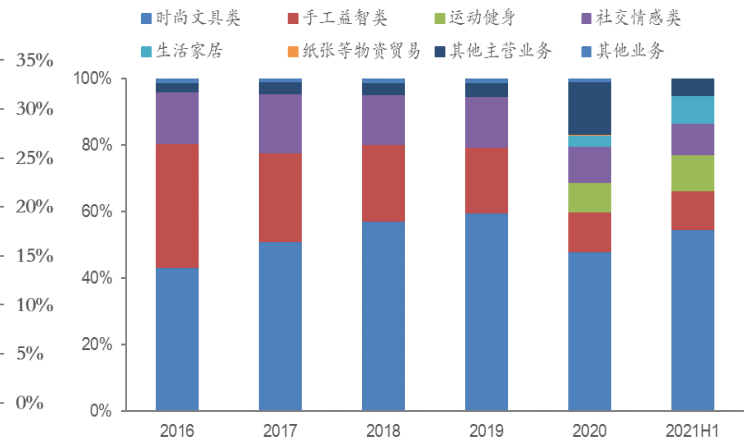
创源股份 21H1 收入逐季，传统文教休闲业务及运动健身业务收入延续高增长。后疫情时代，公司与客户建立友好信任关系，在经营策略方面积极提供各种互惠服务，使得 21H1 公司的传统文教休闲业务同比实现大幅增长。同时，21H1 公司运动健身和家居生活产品业务收入仍保持倍数增长。公司收入呈现逐季明显修复增长态势，2021Q1-Q2 分别实现收入 2.55/3.75 亿元，同比增长 101.94%/7.21%。分产品来看，21H1 公司时尚文具/手工益智/社交情感/运动健身/生活家居分别实现收入 3.45/0.73/0.68/0.61 亿元，同比增长 59.87%/52.27%/93.58%/31.23%。公司上半年生活家居业务实现营收 0.53 亿元。

图表 40 2016 年至今公司营收表现



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 41 2016-2021H1 公司各类产品收入占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

利润方面: 21H1 晨光文具/齐心集团/创源股份实现归母净利润 6.66/0.71/0.02 亿元, 同比分别+43.4%/-61.0%/-88.8%。毛利率来看, Q2 受原材料价格上涨等因素影响, 板块毛利率出现下降, 晨光文具/齐心集团/创源股份 21Q2 毛利率分别为 23.4%、9.6%/22.8%, 同比下降 3.0/3.4/4.5pct。其中, 晨光文具上半年受收入结构变化以及原材料成本上行的影响, 公司整体毛利率承压, 但资产周转率稳步提升带动 ROE 提升, 分产品来看, 上半年公司书写工具/生文具/办公文具/其他产品/办公直销分别实现毛利率 40.29%/33.56%/26.44%/45.78%/9.35%, 较去年同期分别 -0.09/-1.4/+0.32/-2/-3.59 pct。我们估计公司办公直销业务毛利率下降主要源于客户结构的改变与产品结构的改变, 但该业务的盈利能力仍将伴随规模扩大持续提升。创源股份上半年受原材料及海运成本上涨、汇兑损失影响公司阶段性盈利能力。21H1 公司实现毛利率/净利率分别为 23.95%/0.77%, 分别同比-3.14/-5.13pct。

图表 42 文具板块单季度销售毛利率情况

	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	单季度毛利率走势
晨光文具	27.9%	26.4%	27.1%	22.2%	24.6%	23.4%	
齐心集团	13.7%	13.0%	9.6%	23.5%	9.5%	9.6%	
创源股份	27.8%	27.4%	31.8%	31.6%	27.7%	22.8%	

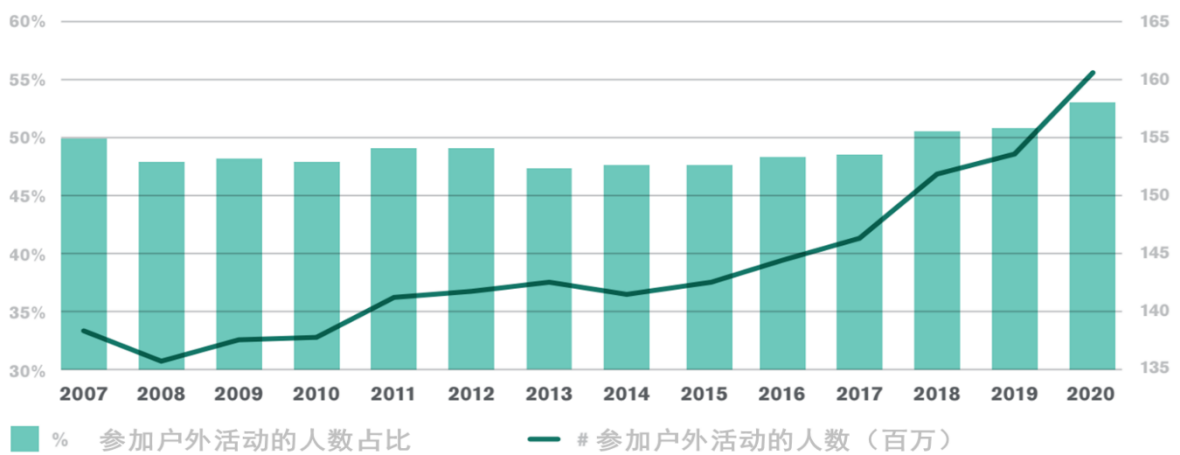
资料来源: wind, 华安证券研究所

投资建议: 龙头营收保持高增, 利润阶段性承压不改核心竞争优势。头部企业通过不断调整产品结构、持续发力渠道运营等措施进一步提升市占率。展望下半年, 内销方面: 中小学开学带动学生文具需求向好, 办公文具受益阳光采购政策催化, 国内办公集采渗透率逐步提升, 看好办公集采延续高增。出口方面: 后疫情时代随着海外线下活动增加, 企业海外线下渠道营收有望持续修复, 头部企业凭借迅速的新品研发能力和完善的供应链水平将进一步深化线下渠道拓展。持续推荐具备完善产品供应和一体化服务能力的文具领域龙头**晨光文具**, 建议关注**创源股份**, 公司逆势布局海外优质产能, 坚持差异化发展战略盈利水平领跑文具行业。

4.3 其他轻工消费：户外运动风起，相关产业链内外销高景气

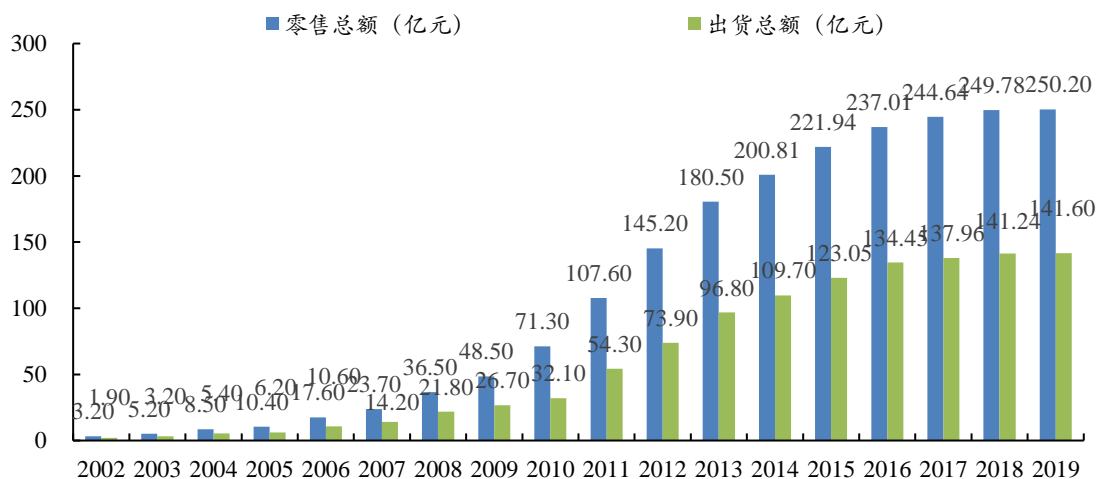
后疫情时代，全球户外休闲运动需求大幅增长：2020年6岁及以上的美国人中参加一次户外娱乐活动的人数激增至1.60亿，参与人数增加710万人，渗透率达52.9%，是近年来渗透率提升最快的一年。国内露营市场发展迅猛，具备品牌力的产品公司优先受益。企查查数据显示，2020年是露营相关企业注册量的爆发年，全年注册量为7933家，同增331.6%，有1.7万家企业成立于近三年，占比总量的81%。户外产品基于性能要求高（防水、防雨、保温）、客单值高（需要品牌信任度），产品品牌集中度集中趋势明显，在2018年CR10可达57%，先发的品牌企业有望优先受益。

图表 43 疫情期间美国参与户外活动的人数占比提升



资料来源：Outdoor Foundation，华安证券研究所

图表 44 2002-2019 年中国户外用品市场规模

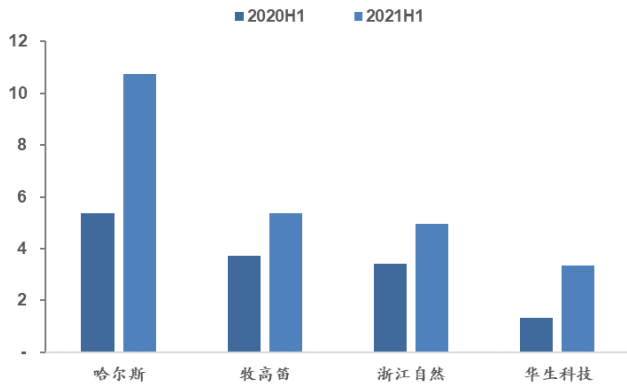


资料来源：COCA《中国户外用品 2019 年度市场调查报告》，华安证券研究所

户外休闲运动场景产业链相关公司业绩在 21Q1 高增长，在 20Q2 进一步确认景气度。21H1 哈尔斯/牧高笛/浙江自然/华生科技实现营收 10.73/5.38/4.95/3.43 亿

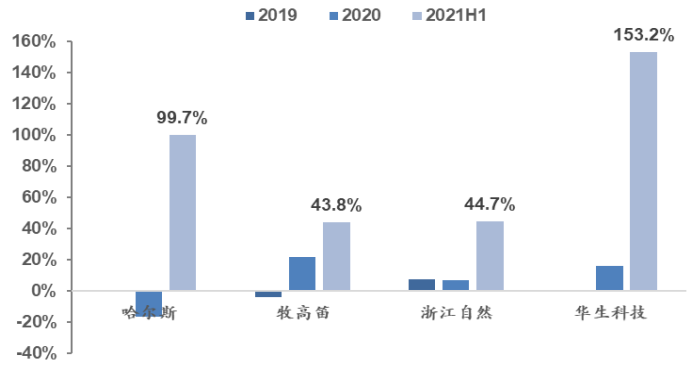
元，同比增长 99.7%/43.8%/44.7%/153.2%。部分公司高增长延续确定性强，并具备内销高增长或管理改革加持，有望迎接行业高景气、OBM 业务高增长带来的量及质的优质发展。

图表 45 四家企业 20H1、21H1 营收情况 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 46 2019-2021H1 四家公司营收增长率



资料来源: wind, 华安证券研究所

5 包装: 营收增长亮眼, 成本上行毛利承压

上半年包装板块营收增速亮眼。(1)金属包装: 奥瑞金/宝钢股份/昇兴股份/华源控股上半年分别实现营业收入 65.49/31.89/21.90/11.22 亿元, 同比分别+41%/26%、124%/55%。(2)纸包装: 裕同科技/合兴包装/劲嘉股份/东风股份上半年分别实现营业收入 60.52/82.14/24.47/18.62 亿元, 同比分别+40%/72%/28%/24%。

图表 47 2016-2021H1 包装板块公司营收情况 (亿元)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1
奥瑞金	75.99	73.42	81.75	93.69	105.61	65.49
yoy	14%	-3%	11%	15%	13%	41%
宝钢包装	40.01	45.46	49.77	57.70	57.86	31.89
yoy	21%	14%	9%	16%	0%	26%
昇兴股份	21.59	20.55	20.98	25.49	29.03	21.90
yoy	6%	-5%	2%	22%	14%	124%
华源控股	10.07	11.49	13.84	16.66	17.82	11.22
yoy	11%	14%	20%	20%	7%	55%
裕同科技	55.42	69.48	85.78	98.45	117.89	60.52
yoy	29%	25%	23%	15%	20%	40%
合兴包装	45.60	87.48	121.66	110.97	120.07	82.14
yoy	60%	92%	39%	-9%	8%	72%
劲嘉股份	27.77	29.45	33.74	39.89	41.91	24.47
yoy	2%	6%	15%	18%	5%	28%
东风股份	23.42	28.02	33.28	31.73	30.69	18.62
yoy	6%	20%	19%	-5%	-3%	24%

资料来源: wind, 华安证券研究所

归母净利润来看, (1)金属包装: 奥瑞金/宝钢股份/昇兴股份/华源控股上半年分别实现归母净利润 5.84/1.53/0.72/0.32 亿元, 同比分别+222%/76%/274%/7%。(2)纸包装: 裕同科技/合兴包装/劲嘉股份/东风股份上半年分别实现归母净利润 3.36、1.51/5.07/4.69 亿元, 同比分别+3%/9%/22%/83%。

图表 48 2016-2021H1 包装板块公司归母净利润情况 (亿元)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1
奥瑞金	11.54	7.04	2.25	6.83	7.07	5.84
yoy	13%	-39%	-68%	203%	4%	222%
宝钢包装	0.10	0.07	0.42	1.28	1.59	1.53
yoy	-89%	-33%	532%	204%	24%	76%
昇兴股份	1.83	0.93	0.43	0.53	0.14	0.72
yoy	39%	-49%	-54%	25%	-74%	274%
华源控股	1.08	0.93	0.54	0.67	0.47	0.32
yoy	28%	-13%	-43%	26%	-31%	7%
裕同科技	8.75	9.32	9.46	10.45	11.20	3.36
yoy	33%	7%	1%	11%	7%	3%
合兴包装	4.17	1.42	2.33	2.67	2.90	1.51
yoy	263%	-66%	64%	14%	9%	9%
劲嘉股份	5.71	5.74	7.25	8.77	8.24	5.07
yoy	-21%	1%	26%	21%	-6%	22%
东风股份	5.67	6.52	7.48	4.12	5.47	4.69
yoy	-24%	15%	15%	-45%	33%	83%

资料来源: wind, 华安证券研究所

毛利率来看, 由于 21Q2 原材料价格上行, 且库存及提价存在滞后, 主要包装企业 Q2 毛利出现下滑。(1)金属包装: 奥瑞金/宝钢股份/昇兴股份/华源控股 21Q2 毛利率同比分别-3.5/-4.4/+2.4/-2.0pct; (2)纸包装: 裕同科技/合兴包装/劲嘉股份/东风股份 21Q2 毛利率同比分别-4.6/-7.7/-3.1/-1.2pct。

图表 49 19Q1-21Q2 包装板块公司单季度毛利率

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	单季度毛利率走势
奥瑞金	26.7%	27.4%	26.3%	18.8%	22.0%	21.5%	25.6%	13.7%	20.1%	18.0%	
宝钢包装	11.0%	15.2%	14.2%	11.7%	13.3%	16.5%	15.0%	-0.9%	11.2%	12.1%	
昇兴股份	15.0%	16.2%	12.8%	11.7%	12.5%	7.3%	13.3%	10.6%	13.9%	9.7%	
华源控股	18.1%	21.4%	18.4%	24.5%	19.0%	17.2%	18.3%	20.6%	15.4%	15.2%	
合兴包装	12.3%	13.1%	13.7%	13.0%	11.9%	14.0%	13.0%	7.8%	9.7%	9.4%	
裕同科技	27.1%	28.9%	33.7%	29.3%	25.3%	26.2%	30.6%	25.2%	23.9%	18.6%	
劲嘉股份	43.8%	42.2%	42.6%	39.5%	41.8%	36.7%	37.5%	25.2%	34.7%	33.6%	
东风股份	45.1%	34.8%	39.5%	41.8%	40.5%	34.4%	37.1%	35.5%	33.9%	33.3%	

资料来源: wind, 华安证券研究所

投资建议：核心推荐传统业务稳健，锂电铝箔进入放量期的万顺新材，有望享受估值提升及 EPS 增长共振。建议关注裕同科技，公司专注 3C 业务，凭借一体化服务能力持续提升核心客户内部占比，成本管控优势较为显著。同时关注金属包装龙头奥瑞金，在市场需求持续提升中看好其核心业务金属包装产品及服务的发展。

风险提示：

原材料价格大幅波动；地产销售不及预期；行业竞争加剧。

分析师与研究助理简介

分析师：马远方，新加坡管理大学量化金融硕士，曾任职国盛证券研究所，2020年新财富轻工纺服第4名团队。2021年加入华安证券研究所，以龙头白马确立研究框架，擅长挖掘成长型企业。

分析师：虞晓文，约翰霍普金斯大学金融学硕士，浙江大学经济学学士。2018年以来从事轻工行业研究，重点覆盖家居和日用品板块。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。