

轻工制造

半年报总结：家居板块集中度提升验证，建议关注包装企业新业务延伸

证券研究报告

2021年09月08日

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

强于大市

作者

范张翔

分析师

SAC 执业证书编号：S1110518080004

fanzhangxiang@tfzq.com

尉鹏洁

分析师

SAC 执业证书编号：S1110521070001

weipengjie@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《轻工制造-行业研究周报:家居龙头半年报业绩亮眼、集中度提升逻辑验证，包装板块关注铝塑膜国产替代机会》 2021-09-05
- 2 《轻工制造-行业研究周报:7月家具出口额维持高位，看好包装业务延伸、软体家居集中度提升及林业碳汇》 2021-08-29
- 3 《轻工制造-行业点评:7月家具出口额维持高位，环比增速趋缓》 2021-08-27

21H1 轻工板块总收入较 19H1+50.6%，归母净利润较 19H1+86.8%，其中造纸、家居子版块利润涨幅领先。21H1 轻工板块共计实现营收 2419.55 亿元，同比+49.9%，较 19H1+50.6%，其中 Q1/Q2 分别实现营收 1145.45/1272.27 亿元，同比分别+66.9%/37.1%，较 19 同期分别+49.8%/+51.4%；21H1 实现归母净利润 224.46 亿元，同比+99.7%，较 19H1+86.8%，其中 Q1/Q2 分别实现归母净利润 104.68/119.35 亿元，同比分别+178.1%/+59.7%，较 19 同期分别+110.5%/+69.9%，其中造纸、家居用品子版块利润涨幅较高。

家居：板块收入、利润均实现双位数高增，龙头企业表现更优。21H1 申万家居用品板块共计实现营业收入 829.76 亿元，同比+61.7%，较 19H1+64.8%，其中成品家居/定制家居板块分别实现营业收入 314.85/258.25 亿元，同比分别+46.9%/+65.7%，较 19H1 分别+40.4%/+46.5%。21H1 家居板块共计实现归母净利润 74.28 亿元，同比+98.1%，较 19H1+64.6%，其中成品家居/定制家居板块分别实现归母净利润 21.57/23.58 亿元，同比+82.4%/+106.6%，较 19H1 分别+9.4%/+31.8%。**成品板块**龙头企业产品矩阵完善，线下渠道系列化门店加速布局，并通过引入职业经理人提升运营效率，随着精细化管理能力的提升，龙头优势将更加凸显。**定制板块**企业多品类、多渠道策略卓有成效，龙头企业橱柜收入均显著增长，传统经销、大宗渠道稳步扩张，整装渠道逐步放量，有望成为下一增长点。**出口板块**受原材料涨价、海运运力紧张影响，盈利能力短期承压。重点推荐【喜临门】、【顾家家居】、【敏华控股】、【志邦家居】、【欧派家居】；建议关注【索菲亚】、【金牌厨柜】、【江山欧派】等。

造纸：21Q2 纸价调整业绩放缓，旺季即将到来叠加新产能释放，看好纸企参与碳中和。21H1 造纸板块营收 879.67 亿元，同增 46.58%，归母净利润 98.72 亿元，同增 195.93%。21H1 各纸种均价同比涨幅较大，其中双胶纸、双铜纸、白卡纸 6 月出现较大幅度回调；**文化纸** 21H1 整体供应充足，主要由于各大纸厂均满负荷生产、部分小型纸厂陆续开机、进口纸增加。【岳阳林纸】造纸主业量价齐升，森海碳汇计划 21 年底开发林业碳汇 1500 万亩，22 年累计开发 3000 万亩，2025 年累计开发 5000 万亩，建议关注。

包装印刷：包装企业产品应用领域延伸，关注铝塑膜国产替代机会，金属包装子板块表现亮眼。21H1 包装印刷板块营收 531.52 亿元，同增 38.55%，归母净利润 38.21 亿元，同增 44.23%，金属包装子板块表现亮眼，受益供需改善，竞争格局向好，行业集中度提升，需求端啤酒罐化率驱动增长。【紫江企业】包装业务稳定增长，铝塑膜受益国产替代，持股 63%的紫江新材料是第二批“专精特新”公司，21H1 铝塑膜收入 1.67 亿元，销量 1045 万平米(+88%)，其中动力铝塑膜销量 509 万平米(+310%)，占比上升至 48%。20 年及 21H1 净利率分别为 18.82%和 17.25%，铝塑膜收入体和净利率领先国内其他企业，建议关注；建议关注药包龙头，拓展新消费、新能源的【海顺新材】；建议关注烟标业务稳定增长，布局医药包装及新型烟草的【东风股份】；建议关注金属包装龙头【奥瑞金】。

个护&生活纸：二季度消费疲软业绩承压，依旧看好品牌优势和集中度提升。21H1 大众消费品受制于需求端疲软，叠加原材料价格处于高位，盈利能力承压。**卫生巾领域**，安心裤、液体卫生巾等创新产品或引领行业发展，【百亚股份】川渝市场验证品牌建设潜力，线上渠道建设全国性品牌力，建议关注；**成人失禁领域**，人口老龄化加剧&渗透率提升驱动成人失禁行业快速增长，消费升级促进价格导向的消费者观念转向品牌化阶段，建议关注【可靠股份】；**生活纸领域**，产品属性契合电商模式，线上渠道重要性凸显，2021Q2 竞争加剧，行业内公司促销力度较大，龙头企业业绩承压。龙头企业具备渠道、品牌、产能等优势，建议关注【维达国际】、【中顺洁柔】。

风险提示：原材料价格上行、宏观经济下行风险、地产政策风险、包装行业竞争加剧；

重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2021-09-07	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
603008.SH	喜临门	30.08	买入	0.81	1.30	1.66	2.21	37.14	23.14	18.12	13.61
603816.SH	顾家家居	68.92	买入	1.34	2.67	3.26	3.99	51.43	25.81	21.14	17.27
600210.SH	紫江企业	8.76	买入	0.37	0.44	0.53	0.65	23.68	19.91	16.53	13.48
603833.SH	欧派家居	153.01	买入	3.39	4.42	5.32	6.13	45.14	34.62	28.76	24.96
603801.SH	志邦家居	24.89	买入	1.27	1.69	2.10	2.53	19.60	14.73	11.85	9.84
002572.SZ	索菲亚	19.73	买入	1.31	1.52	1.78	2.08	15.06	12.98	11.08	9.49
603208.SH	江山欧派	71.52	买入	4.05	5.49	7.06	8.39	17.66	13.03	10.13	8.52

资料来源: wind, 天风证券研究所, 注: PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 21H1 轻工行业综述	7
2. 家居板块：板块整体收入、利润均实现双位数高增	9
2.1. 成品家居：21H1 收入/利润较 19H1 分别+40.4%/+9.4%	12
2.2. 定制家居：21H1 收入/利润较 19H1 分别+46.5%/+31.8%	16
2.3. 出口：家居出口表现优于全行业，收入保持增长，利润短期承压	20
3. 造纸板块：二季度纸价调整业绩放缓，旺季即将到来叠加新产能释放，看好纸企参与碳中和	21
3.1. 收入端：21H1 造纸板块营收同比+46.58%，受益造纸行业高景气	21
3.2. 价格端：21H1 白卡纸及白板纸均价涨幅达 25%+，6 月双胶纸、双铜纸和白卡纸回调明显	22
3.3. 利润端：21H1 造纸板块归母净利润同比+208.74%，受益低价位吨浆	24
3.4. 旺季即将到来叠加新产能释放；看好林业碳汇，建议关注【岳阳林纸】	25
4. 包装印刷板块：包装企业产品应用领域延伸，关注铝塑膜国产替代机会	27
4.1. 收入端：包装印刷板块 21H1 营收同增 38.55%，子版块金属包装、纸包装增速亮眼	27
4.2. 利润端：金属板块 21H 归母净利润同比高增 242.15%，二片罐供需向好，竞争格局改善	29
4.3. 包装企业产品应用领域延伸，看好铝塑膜新业务的国产替代机会	31
5. 个护&生活纸：二季度消费疲软业绩承压，依旧看好品牌优势和集中度提升	34
6. 盈利预测与估值	35
7. 风险提示	35

图表目录

图 1：轻工制造板块营业收入（亿元）及同比	7
图 2：轻工制造板块单季度营收（亿元）及同比	7
图 3：轻工制造板块归母净利润（亿元）及同比	7
图 4：轻工制造板块单季度归母净利润（亿元）及同比	7
图 5：轻工制造板块各子板块营业收入较 19 同期增速	7
图 6：轻工制造板块各子板块归母净利润较 19 同期增速	7
图 7：轻工制造板块费用率	8
图 8：轻工制造板块毛利率及净利率	8
图 9：轻工制造板块单季度费用率	8
图 10：轻工制造板块单季度毛利率及净利率	8
图 11：轻工制造板块经营性现金流量净额（亿元）及同比	9
图 12：轻工制造板块经营性现金流量净额/净利润	9
图 13：轻工制造板块单季度经营性现金流量净额（亿元）及同比	9
图 14：轻工制造板块单季度经营性现金流量净额/净利润	9
图 15：轻工制造板块存货周转天数	9
图 16：轻工制造板块应收账款周转天数	9

图 17: 家居用品板块营业收入 (亿元) 及同比.....	10
图 18: 家居用品板块单季度营收 (亿元) 及同比.....	10
图 19: 家居用品板块归母净利润 (亿元) 及同比.....	10
图 20: 家居用品板块单季度归母净利润 (亿元) 及同比.....	10
图 21: 家居用品板块年度费用率.....	10
图 22: 家居用品板块年度毛利率及净利率.....	10
图 23: 家居用品板块单季度费用率.....	11
图 24: 家居用品板块单季度毛利率及净利率.....	11
图 25: 家居用品板块经营性现金流量净额 (亿元) 及同比.....	11
图 26: 家居用品板块经营性现金流量净额/净利润.....	11
图 27: 家居用品板块单季度经营性现金流量净额 (亿元) 及同比.....	11
图 28: 家居用品板块单季度经营性现金流量净额/净利润.....	11
图 29: 家居用品板块存货周转天数.....	12
图 30: 家居用品板块应收账款周转天数.....	12
图 31: 成品家居板块营业收入 (亿元) 及同比.....	12
图 32: 成品家居板块单季度营收 (亿元) 及同比.....	12
图 33: 成品家居板块归母净利润 (亿元) 及同比.....	13
图 34: 成品家居板块单季度归母净利润 (亿元) 及同比.....	13
图 35: 成品家居板块年度费用率.....	13
图 36: 成品家居板块年度毛利率及净利率.....	13
图 37: 成品家居板块单季度费用率.....	13
图 38: 成品家居板块单季度毛利率及净利率.....	13
图 39: 成品家居板块经营性现金流量净额 (亿元) 及同比.....	14
图 40: 成品家居板块经营性现金流量净额/净利润.....	14
图 41: 成品家居板块单季度经营性现金流量净额 (亿元) 及同比.....	14
图 42: 成品家居板块单季度经营性现金流量净额/净利润.....	14
图 43: 成品家居板块存货周转天数.....	14
图 44: 成品家居板块应收账款周转天数.....	14
图 45: 定制家居板块营业收入 (亿元) 及同比.....	16
图 46: 定制家居板块单季度营收 (亿元) 及同比.....	16
图 47: 定制家居板块归母净利润 (亿元) 及同比.....	16
图 48: 定制家居板块单季度归母净利润 (亿元) 及同比.....	16
图 49: 定制家居板块年度费用率.....	17
图 50: 定制家居板块年度毛利率及净利率.....	17
图 51: 定制家居板块单季度费用率.....	17
图 52: 定制家居板块单季度毛利率及净利率.....	17
图 53: 定制家居板块经营性现金流量净额 (亿元) 及同比.....	17
图 54: 定制家居板块经营性现金流量净额/净利润.....	17
图 55: 定制家居板块单季度经营性现金流量净额 (亿元) 及同比.....	18
图 56: 定制家居板块单季度经营性现金流量净额/净利润.....	18
图 57: 定制家居板块存货周转天数.....	18

图 58: 定制家居板块应收账款周转天数	18
图 59: 定制家居公司线下门店数量 (家)	19
图 60: 出口累计金额 (亿美元) 及同比	20
图 61: 家具及零件出口累计金额 (亿美元) 及同比	20
图 62: 2016-2021H1 造纸板块营业收入及同比增速 (亿元, %)	21
图 63: 2016H1-2021H1 造纸板块营业收入及同比增速 (亿元, %)	21
图 64: 2016-2021H1 大宗用纸板块营业收入及同比增速 (亿元, %)	22
图 65: 2016H1-2021H1 大宗用纸板块营业收入及同比增速 (亿元, %)	22
图 66: 2016-2021H1 特种纸板块营业收入及同比增速 (亿元, %)	22
图 67: 2016H1-2021H1 特种纸板块营业收入及同比增速 (亿元, %)	22
图 68: 2016-2021 年中国生活纸价格 (元/吨)	23
图 69: 2016-2021 年中国瓦楞纸价格 (元/吨)	23
图 70: 2016-2021 年中国箱板纸价格 (元/吨)	23
图 71: 2016-2021 年中国双胶纸价格 (元/吨)	23
图 72: 2016-2021 年中国双铜纸价格 (元/吨)	23
图 73: 2016-2021 年中国白卡纸价格 (元/吨)	23
图 74: 2016-2021 年中国白板纸价格 (元/吨)	23
图 75: 2016-2021 年中国废纸价格 (元/吨)	23
图 76: 2016-2021H1 造纸板块归母净利润及同比增速 (亿元, %)	24
图 77: 2016H1-2021H1 造纸板块归母净利润及同比增速 (亿元, %)	24
图 78: 2016-2021H1 大宗用纸板块归母净利润及同比增速 (亿元, %)	24
图 79: 2016H1-2021H1 大宗用纸板块归母净利润及同比增速 (亿元, %)	24
图 80: 2016-2021H1 特种纸板块归母净利润及同比增速 (亿元, %)	25
图 81: 2016H1-2021H1 特种纸板块归母净利润及同比增速 (亿元, %)	25
图 82: 山鹰国际国内造纸产能及包装企业布局	26
图 83: 山鹰国际海外产能布局	26
图 84: 2016-2021H1 包装印刷板块营业收入及同比增速 (亿元, %)	27
图 85: 2016H1-2021H1 包装印刷板块营业收入及同比增速 (亿元, %)	27
图 86: 2016-2021H1 印刷板块营业收入及同比增速 (亿元, %)	27
图 87: 2016H1-2021H1 印刷板块营业收入及同比增速 (亿元, %)	27
图 88: 2016-2021H1 金属包装板块营业收入及同比增速 (亿元, %)	28
图 89: 2016H1-2021H1 金属包装板块营业收入及同比增速 (亿元, %)	28
图 90: 2016-2021H1 塑料包装板块营业收入及同比增速 (亿元, %)	28
图 91: 2016H1-2021H1 塑料包装板块营业收入及同比增速 (亿元, %)	28
图 92: 2016-2021H1 纸包装板块营业收入及同比增速 (亿元, %)	28
图 93: 2016H1-2021H1 纸包装板块营业收入及同比增速 (亿元, %)	28
图 94: 2016-2021H1 综合包装板块营业收入及同比增速 (亿元, %)	29
图 95: 2016H1-2021H1 综合包装板块营业收入及同比增速 (亿元, %)	29
图 96: 2016-2021H1 包装印刷板块归母净利润及同比增速 (亿元, %)	29
图 97: 2016 H1-2021H1 包装印刷板块归母净利润及同比增速 (亿元, %)	29
图 98: 2016-2021H1 印刷板块归母净利润及同比增速 (亿元, %)	30

图 99: 2016 H1-2021H1 印刷板块归母净利润及同比增速 (亿元, %)	30
图 100: 2016-2021H1 金属包装板块归母净利润及同比增速 (亿元, %)	30
图 101: 2016 H1-2021H1 金属包装板块归母净利润及同比增速 (亿元, %)	30
图 102: 2016-2021H1 塑料包装板块归母净利润及同比增速 (亿元, %)	30
图 103: 2016 H1-2021H1 塑料包装板块归母净利润及同比增速 (亿元, %)	30
图 104: 2016-2021H1 纸包装板块归母净利润及同比增速 (亿元, %)	31
图 105: 2016 H1-2021H1 纸包装板块归母净利润及同比增速 (亿元, %)	31
图 106: 2016-2021H1 综合包装板块归母净利润及同比增速 (亿元, %)	31
图 107: 2016H1-2021H1 综合包装板块归母净利润及同比增速 (亿元, %)	31
表 1: 21H1 成品家居公司收入及利润 (单位: 亿元)	15
表 2: 21Q1/Q2 成品家居公司单季度收入及利润 (单位: 亿元)	15
表 3: 21Q1/Q2 成品家居公司单季度毛利率及净利率	15
表 4: 21H1 定制家居公司收入及利润 (单位: 亿元)	18
表 5: 21Q1/Q2 定制家居公司单季度收入及利润 (单位: 亿元)	19
表 6: 21Q1/Q2 定制家居公司单季度毛利率及净利率	19
表 7: 21H1 出口家居公司收入及利润 (单位: 亿元)	20
表 8: 21Q1/Q2 出口家居公司单季度收入及利润 (单位: 亿元)	21
表 9: 21Q1/Q2 出口家居公司单季度毛利率及净利率	21
表 10: 中国各纸种 2020-2021H1 均价及同比增速 (元/吨, %)	22
表 11: 21Q1、21H1 造纸板块各公司营业收入、归母净利润及同比增速 (亿元, %)	26
表 12: 21Q1、21H1 包装印刷板块各公司营业收入、归母净利润及同比增速 (亿元, %)	33
表 13: 21Q1、21H1 个护&生活纸板块各公司营业收入、归母净利润及同比增速 (亿元, %)	35
表 14: 盈利预测与估值 (单位: 亿元)	35

1. 21H1 轻工行业综述

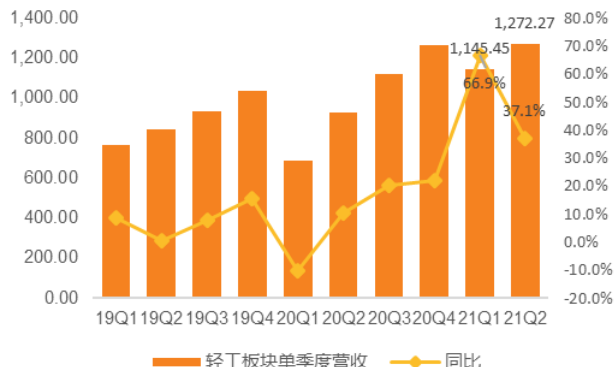
21H1 轻工板块总收入较 19H1+50.6%，归母净利较 19H1+86.8%，其中造纸、家居子板块利润涨幅领先。21H1 申万轻工板块共计实现营业收入 2419.55 亿元，同比+49.9%，较 19H1+50.6%，其中 Q1/Q2 分别实现营收 1145.45/1272.27 亿元，同比分别+66.9%/37.1%，较 19 同期分别+49.8%/+51.4%，其中家居用品、文娱用品子板块收入涨幅较高，21H1 收入较 19H1 分别+64.8%/+59.9%；21H1 实现归母净利润 224.46 亿元，同比+99.7%，较 19H1+86.8%，其中 Q1/Q2 分别实现归母净利润 104.68/119.35 亿元，同比分别+178.1%/+59.7%，较 19 同期分别+110.5%/+69.9%，其中造纸、家居用品子板块利润涨幅较高，21H1 归母净利润较 19H1 分别+177.7%/+64.6%。

图 1：轻工制造板块营业收入（亿元）及同比



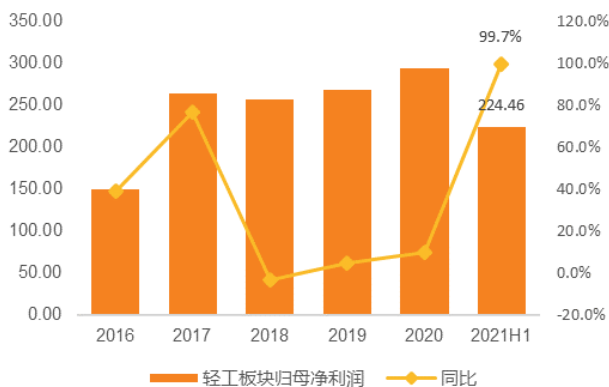
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：轻工制造板块单季度营收（亿元）及同比



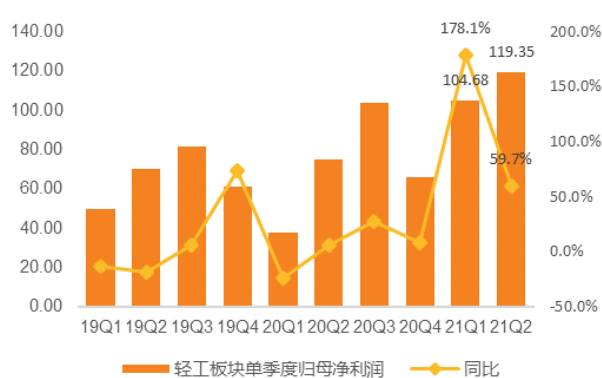
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：轻工制造板块归母净利润（亿元）及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

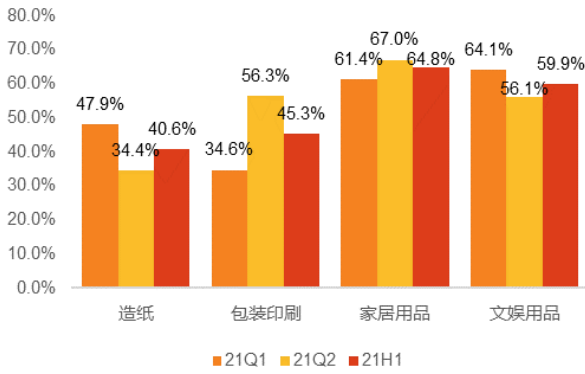
图 4：轻工制造板块单季度归母净利润（亿元）及同比



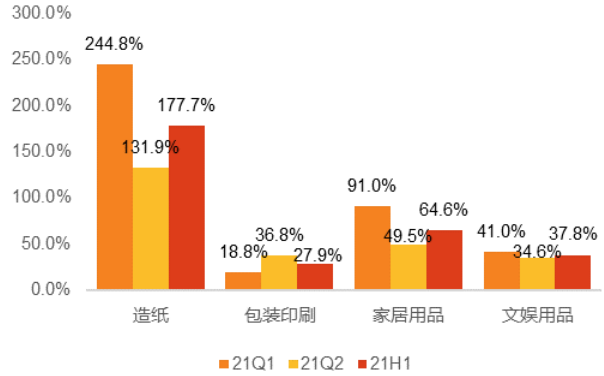
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：轻工制造板块各子板块营业收入较 19 同期增速

图 6：轻工制造板块各子板块归母净利润较 19 同期增速



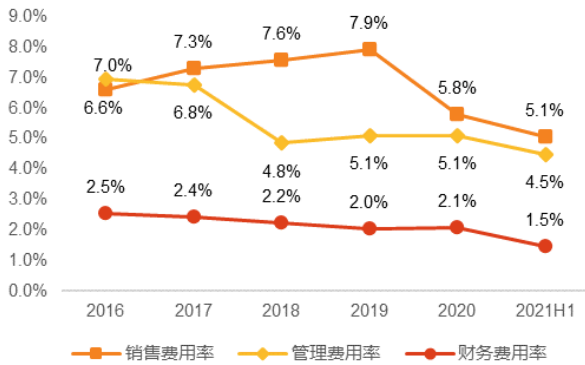
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

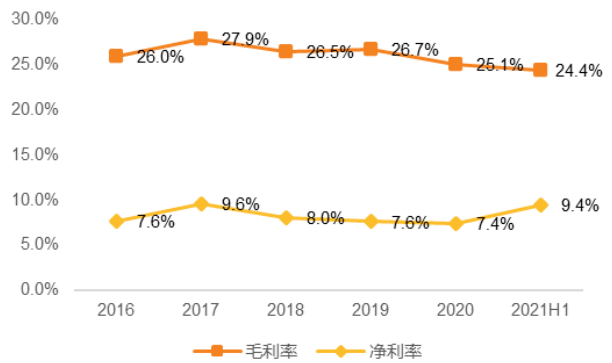
毛利率受原材料、会计准则调整影响有所下滑, 净利率较 19H1 提升 1.8pct。21H1 轻工板块毛利率为 24.4%, 同比-1.1pct, 较 19H1-1.6pct, 其中 Q1/Q2 毛利率分别为 24.7%/24.1%, 同比分别-0.7/-1.5pct, 较 19 同期分别+0.3/-3.3pct, 毛利率有所下滑的主要原因为原材料价格波动以及会计准则调整, 运费由销售费用调整至成本。21H1 轻工板块销售/管理/财务费用率分别为 5.1%/4.5%/1.5%, 同比分别-2.5/-1.1/-0.8pct, 较 19H1 分别-2.7/-0.7/-1.0pct。21H1 轻工板块净利率为 9.4%, 同比+2.2pct, 较 19H1+1.8pct, 其中 Q1/Q2 净利率分别为 9.3%/9.5%, 同比分别+3.8/+1.1pct, 较 19 同期分别+2.7/+1.0pct, 盈利能力整体提升。

图 7: 轻工制造板块费用率



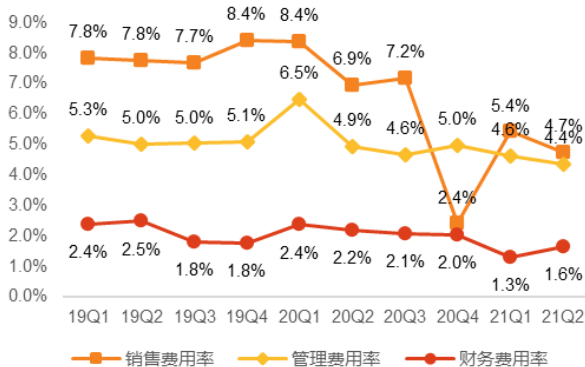
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 8: 轻工制造板块毛利率及净利率



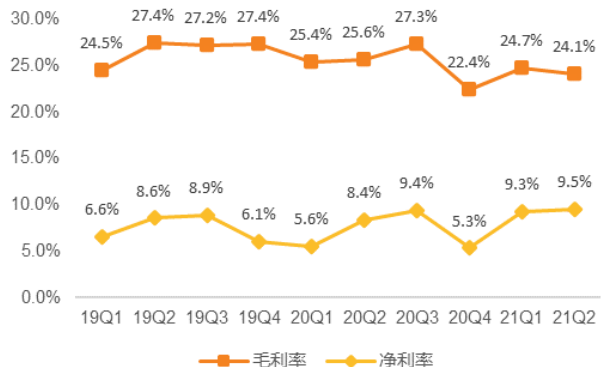
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 9: 轻工制造板块单季度费用率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 10: 轻工制造板块单季度毛利率及净利率

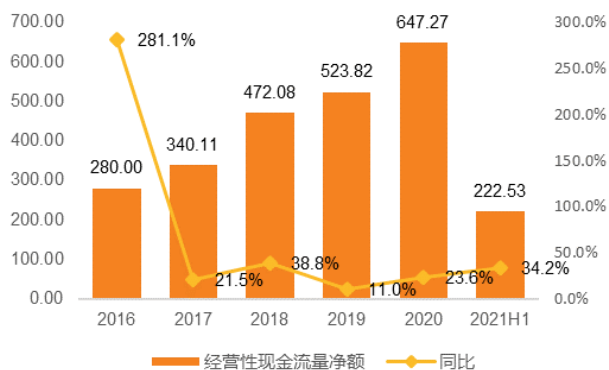


资料来源: Wind, 天风证券研究所

运营效率显著提升。21H1 轻工板块实现经营性现金流净额为 222.53 亿元, 同比+34.2%, 较 19H1+18.0%, 其中 Q1/Q2 经营性现金流净额分别为 45.71/176.37 亿元, 同比分别+219.4%/-13.6%, 较 19 同期分别-2.9%/+24.5%。21H1 轻工板块存货周转天数为 74.42 天,

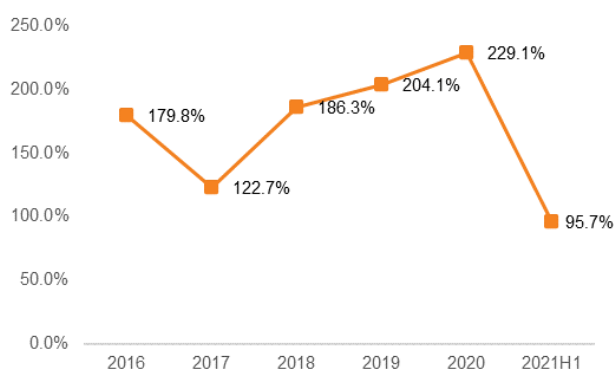
同比下降 22.01 天, 较 19H1 下降 17.16 天; 应收账款周转天数为 47.82 天, 同比下降 13.38 天, 较 19H1 下降 7.67 天, 运营效率显著提升。

图 11: 轻工制造板块经营性现金流量净额 (亿元) 及同比



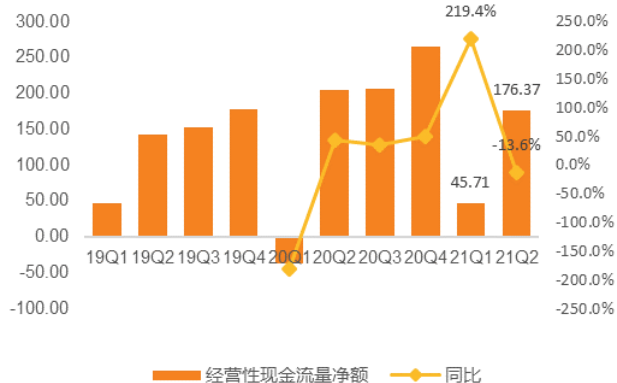
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 12: 轻工制造板块经营性现金流量净额/净利润



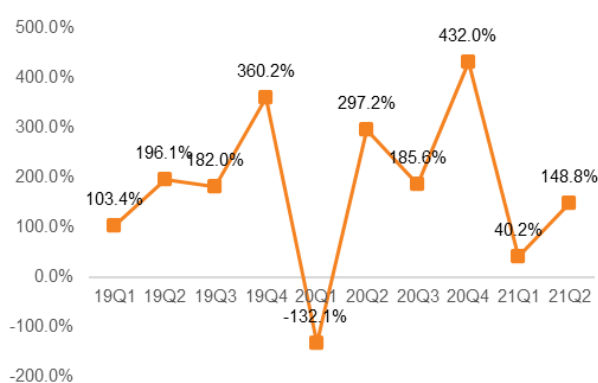
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 13: 轻工制造板块单季度经营性现金流量净额 (亿元) 及同比



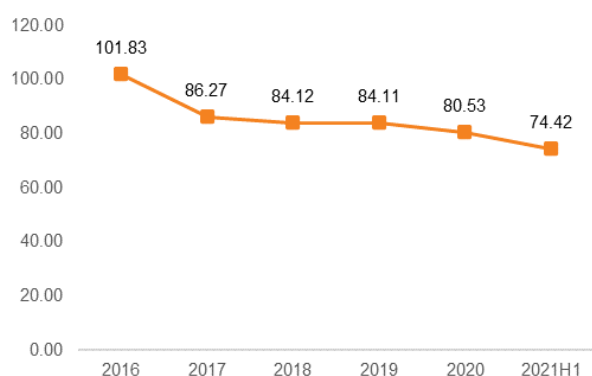
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 14: 轻工制造板块单季度经营性现金流量净额/净利润



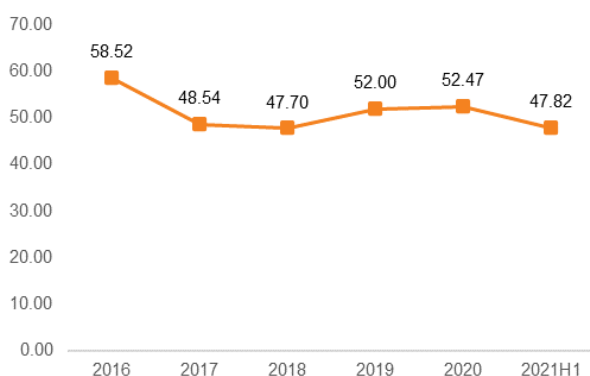
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 15: 轻工制造板块存货周转天数



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 16: 轻工制造板块应收账款周转天数



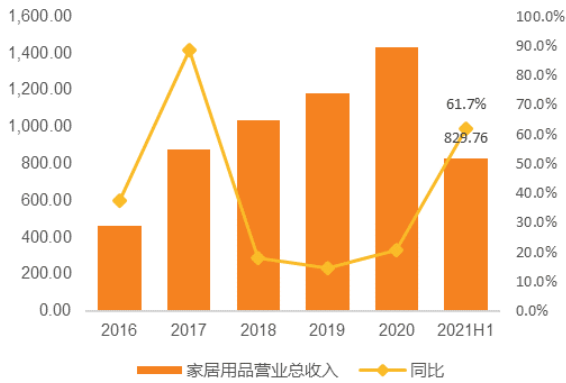
资料来源: Wind, 天风证券研究所

2. 家居板块: 板块整体收入、利润均实现双位数高增

21H1 收入/利润较 19H1 分别+64.8%/+64.6%。21H1 申万家居用品板块共计实现营业收入

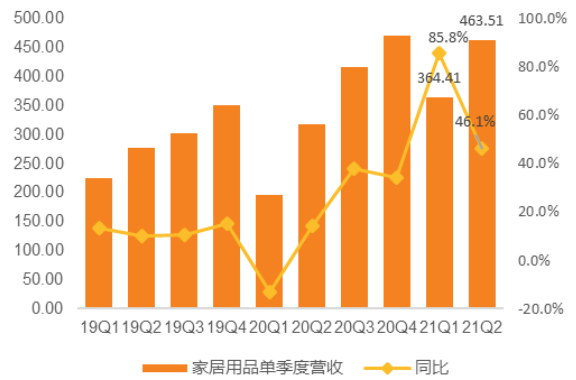
829.76 亿元，同比+61.7%，较 19H1+64.8%，其中 Q1/Q2 分别实现营收 364.41/463.51 亿元，同比分别+85.8%/+46.1%，较 19 同期分别+61.4%/+67.0%；21H1 实现归母净利润 74.28 亿元，同比+98.1%，较 19H1+64.6%，其中 Q1/Q2 分别实现归母净利润 29.36/44.49 亿元，同比+3535.5%/+21.3%，较 19 同期分别+91.0%/49.5%。

图 17：家居用品板块营业收入（亿元）及同比



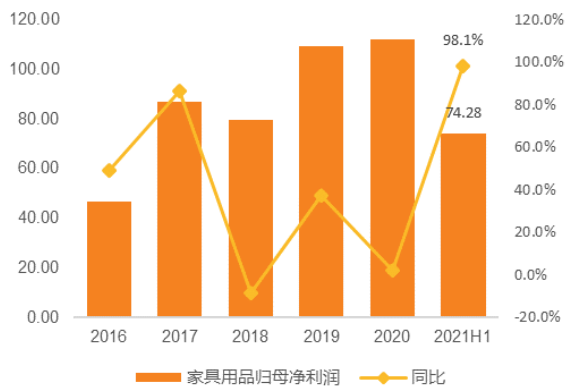
资料来源：wind，天风证券研究所

图 18：家居用品板块单季度营收（亿元）及同比



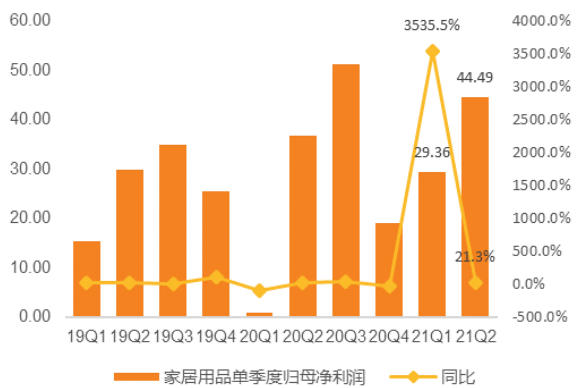
资料来源：wind，天风证券研究所

图 19：家居用品板块归母净利润（亿元）及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 20：家居用品板块单季度归母净利润（亿元）及同比

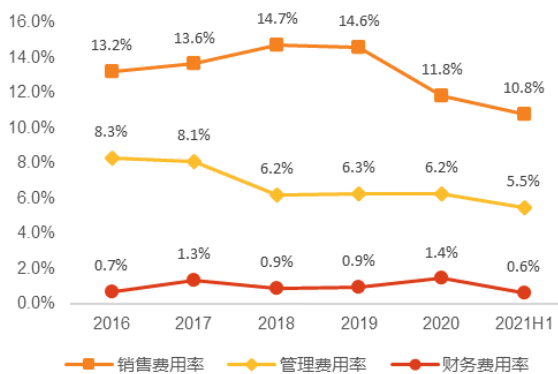


资料来源：wind，天风证券研究所

板块整体净利率有所回升。21H1 家居用品板块毛利率为 30.2%，同比-4.0pct，较 19H1-5.5pct，其中 Q1/Q2 毛利率分别为 30.7%/29.7%，同比分别-0.7/-6.1pct，较 19 同期分别-3.2/-7.4pct。21H1 家居用品板块销售/管理/财务费用率分别为 10.8%/5.5%/0.6%，同比分别-3.8/-1.7/-0.5pct，较 19H1 分别-4.5/-1.0/-0.7pct。21H1 家居用品板块净利率为 9.1%，同比+1.7pct，较 19H1+0.1pct，其中 Q1/Q2 净利率分别为 8.2%/9.8%，同比分别+7.8/-2.0pct，较 19 同期分别+1.4/-1.1pct。

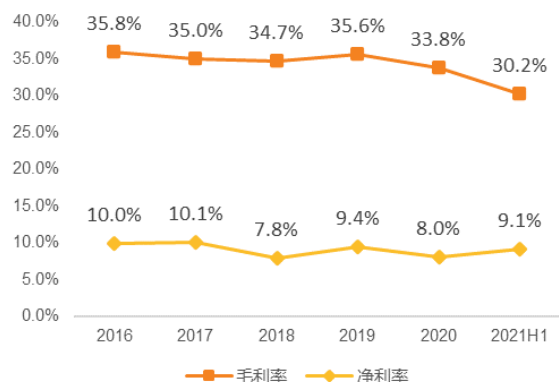
图 21：家居用品板块年度费用率

图 22：家居用品板块年度毛利率及净利率



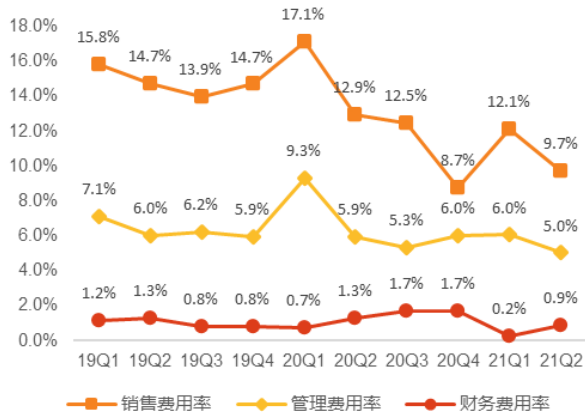
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 23: 家居用品板块单季度费用率

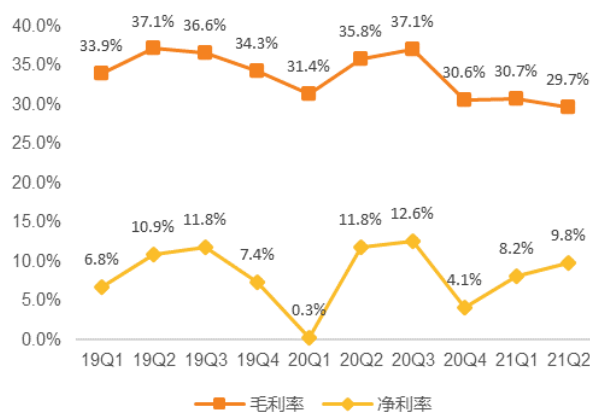


资料来源: wind, 天风证券研究所

图 24: 家居用品板块单季度毛利率及净利率



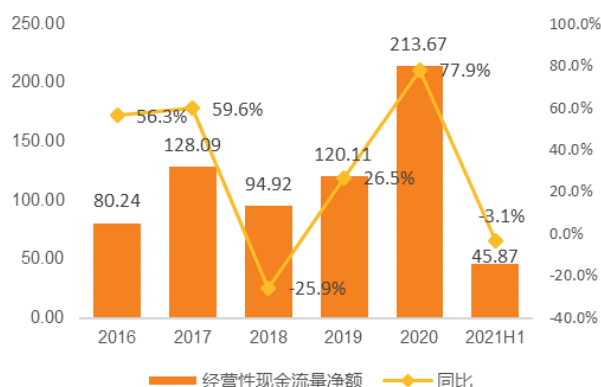
资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

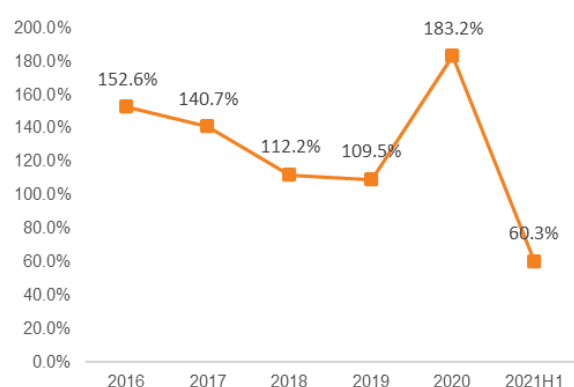
经营性现金流较 19H1 基本持平，运营能力有所提升。21H1 家居用品板块实现经营性现金流净额为 45.87 亿元，同比-3.1%，较 19H1 基本持平，其中 Q1/Q2 经营性现金流净额分别为 -35.22/80.63 亿元。21H1 家居用品板块存货周转天数为 86.58 天，同比下降 37.47 天，较 19H1 下降 18.48 天；应收账款周转天数为 39.75 天，同比下降 14.79 天，较 19H1 下降 6.27 天，运营效率有所改善。

图 25: 家居用品板块经营性现金流量净额 (亿元) 及同比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

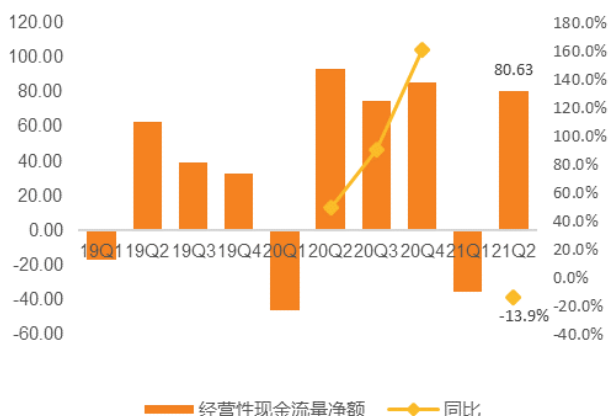
图 26: 家居用品板块经营性现金流量净额/净利润



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 27: 家居用品板块单季度经营性现金流量净额 (亿元) 及同比

图 28: 家居用品板块单季度经营性现金流量净额/净利润

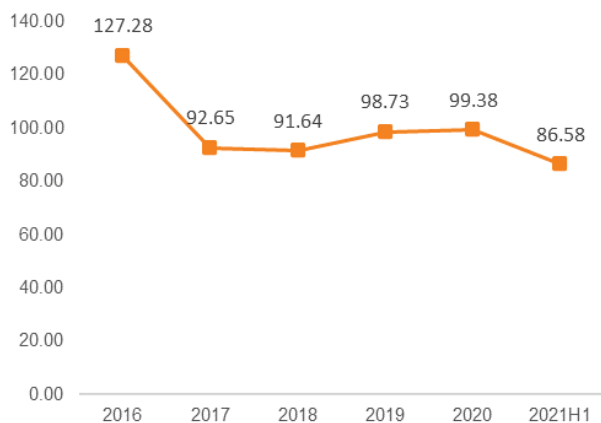


资料来源: Wind, 天风证券研究所



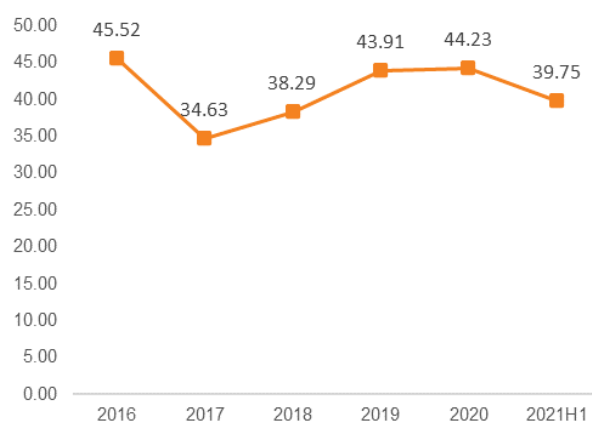
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 29: 家居用品板块存货周转天数



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 30: 家居用品板块应收账款周转天数



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.1. 成品家居: 21H1 收入/利润较 19H1 分别+40.4%/+9.4%

21H1 成品家居公司整体收入/利润较 19H1 分别+40.4%/+9.4%。21H1 申万成品家居板块共实现营业收入 314.85 亿元, 同比+46.9%, 较 19H1+40.4%, 其中 Q1/Q2 分别实现营收 152.51/162.34 亿元, 同比分别+51.9%/42.5%, 较 19 同期分别+37.0%/43.6%; 21H1 实现归母净利润 21.57 亿元, 同比+82.4%, 较 19H1+9.4%, 其中 Q1/Q2 分别实现归母净利润 11.24/10.33 亿元, 同比分别+367.5%/+9.7%, 较 19 同期分别+15.6%/+3.4%。

图 31: 成品家居板块营业收入 (亿元) 及同比

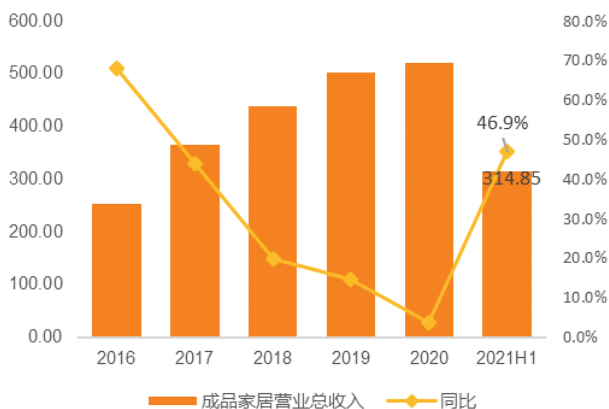
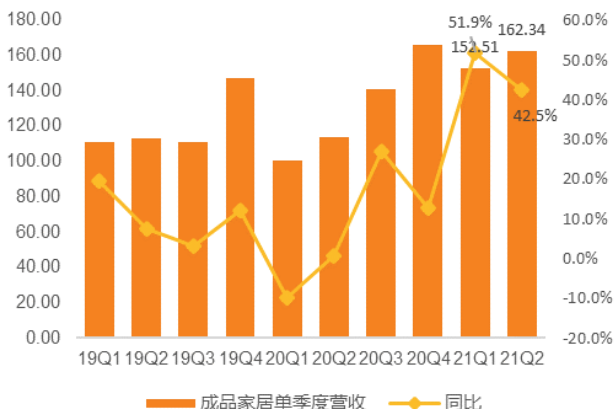


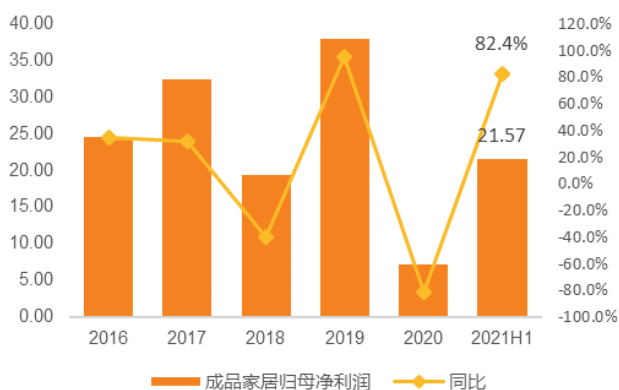
图 32: 成品家居板块单季度营收 (亿元) 及同比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

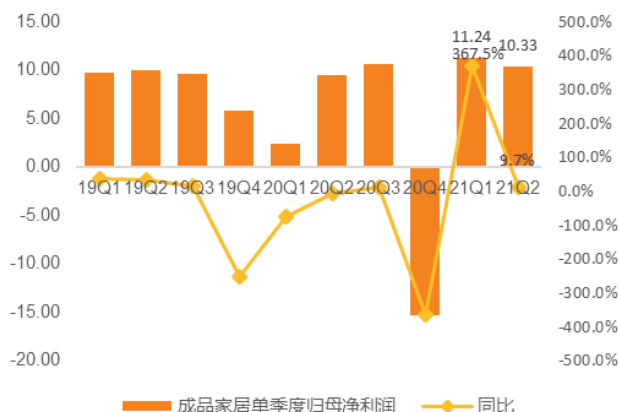
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 33: 成品家居板块归母净利润 (亿元) 及同比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

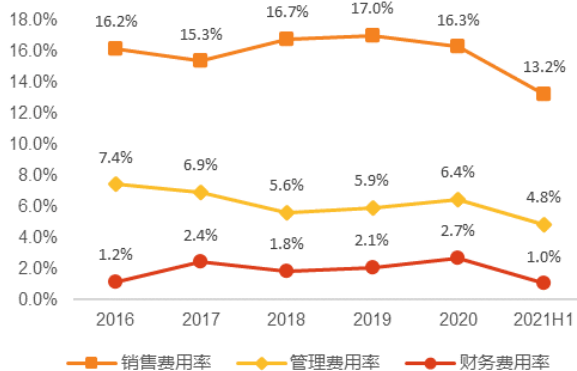
图 34: 成品家居板块单季度归母净利润 (亿元) 及同比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

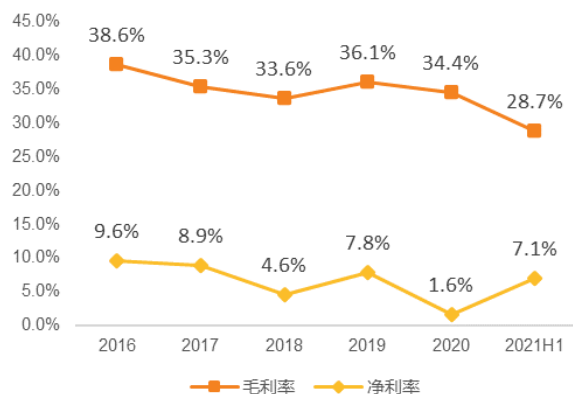
成品家居板块净利率较 19H1 略有下滑。21H1 成品家居板块毛利率为 28.7%，同比-6.0pct，较 19H1-7.7pct，其中 Q1/Q2 毛利率分别为 31.1%/26.4%，同比分别-1.4/-10.1pct，较 19 同期分别-3.6/-11.6pct。21H 成品家居板块销售/管理/财务费用率分别为 13.2%/4.8%/1.0%，同比分别-4.5/-2.0/-1.2pct，较 19H1 分别-3.4/-1.2/-1.3pct。21H1 成品家居板块净利率为 7.1%，同比+1.3pct，较 19H1-2.0pct，其中 Q1/Q2 净利率分别为 7.6%/6.6%，同比分别+5.1/-2.0pct，较 19 同期分别-1.3/-2.6pct。

图 35: 成品家居板块年度费用率



资料来源: wind, 天风证券研究所

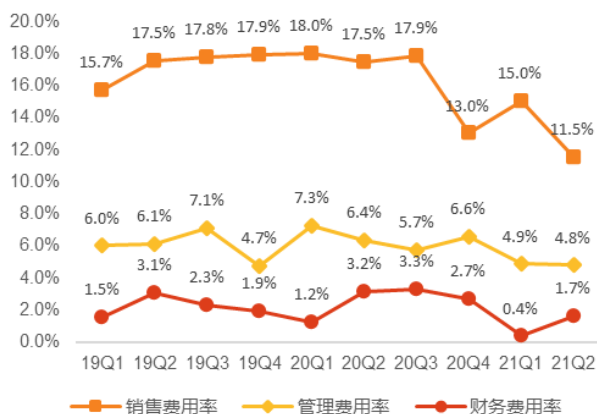
图 36: 成品家居板块年度毛利率及净利率



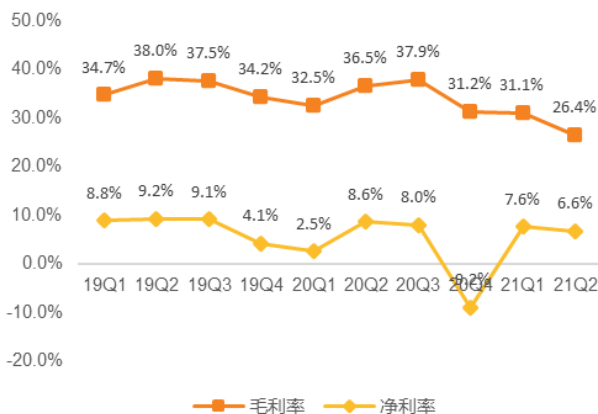
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 37: 成品家居板块单季度费用率

图 38: 成品家居板块单季度毛利率及净利率



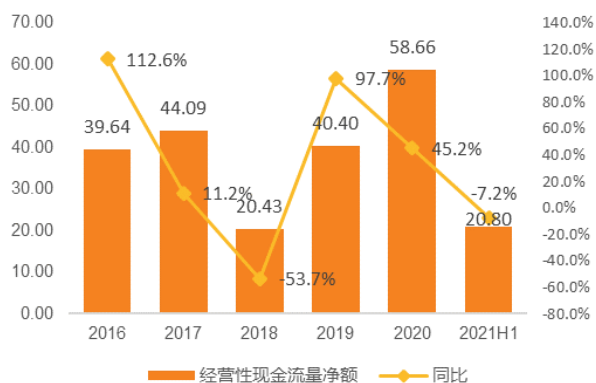
资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

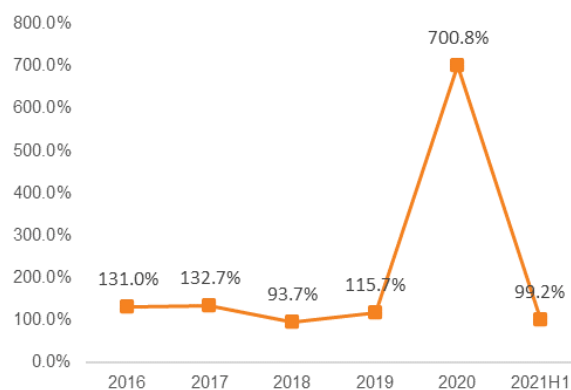
单 Q2 经营性现金流由负转正, 运营效率提升。21H1 成品家居板块实现经营性现金流净额为 20.80 亿元, 同比-7.2%, 较 19H1-36.9%, 其中 Q1/Q2 经营性现金流净额分别为 -1.40/22.20 亿元。21H1 家居用品板块存货周转天数为 92.22 天, 同比下降 54.22 天, 较 19H1 下降 40.02 天; 应收账款周转天数为 41.01 天, 同比下降 28.57 天, 较 19H1 下降 20.15 天, 运营效率显著提升。

图 39: 成品家居板块经营性现金流量净额 (亿元) 及同比



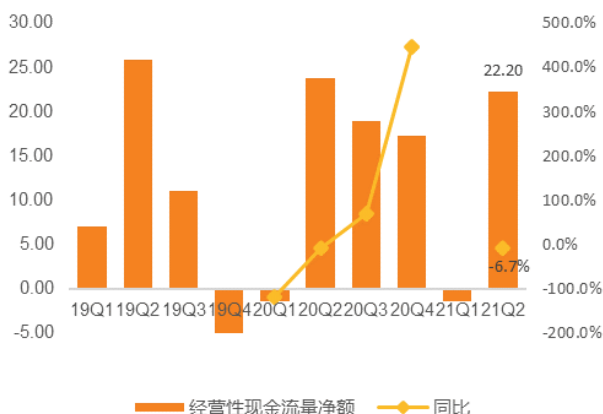
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 40: 成品家居板块经营性现金流量净额/净利润



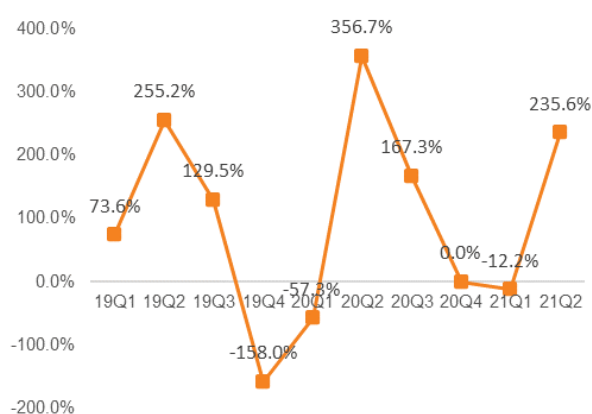
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 41: 成品家居板块单季度经营性现金流量净额 (亿元) 及同比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

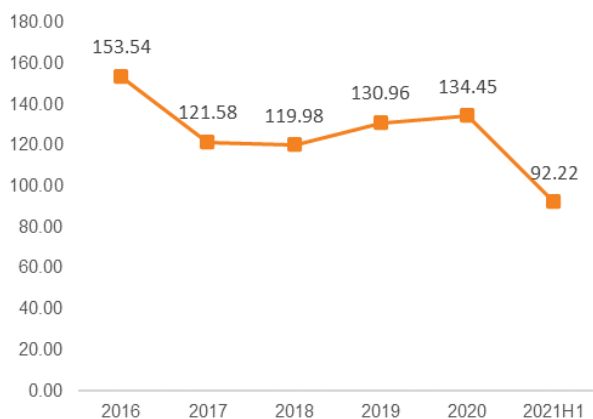
图 42: 成品家居板块单季度经营性现金流量净额/净利润



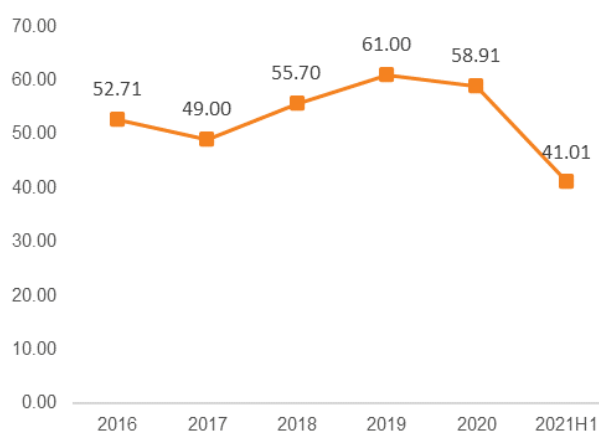
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 43: 成品家居板块存货周转天数

图 44: 成品家居板块应收账款周转天数



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

头部企业收入、利润高增，行业集中度持续提升。21H1 顾家家居、喜临门分别实现收入80.16/31.07 亿元，同比分别+64.9%/+57.2%，较 19H1 分别+60.0%/+52.2%；归母净利润7.72/2.18 亿元，同比分别+34.1%/+412.2%，较 19H1 分别+38.3%/42.1%。原材料涨价对 21H1 利润率有一定影响，考虑到家居产品属于耐用消费品，消费者对其的价格敏感度较快消费品低，龙头企业具备向终端传导成本上涨压力的能力，预计随家居企业提价逐步落实，成本上涨对业绩的影响将逐渐减弱。我们认为头部企业的产品矩阵完善，依托产品力优势，加速线下渠道系列化门店布局，把握流量入口，通过引入职业经理人提升运营效率，随着精细化管理能力的提升，龙头优势将更加凸显。

表 1: 21H1 成品家居公司收入及利润 (单位: 亿元)

	营业总收入			归母净利润			毛利率			净利率		
	21H1	同比	较 19H1	21H1	同比	较 19H1	21H1	同比	较 19H1	21H1	同比	较 19H1
顾家家居	80.16	64.9%	60.0%	7.72	34.1%	38.3%	28.8%	-6.6%	-6.8%	9.8%	-2.6%	-1.9%
喜临门	31.07	57.2%	52.2%	2.18	412.2%	42.1%	31.0%	1.1%	-3.8%	7.8%	5.3%	-0.2%
好太太	5.79	55.1%	0.4%	1.28	59.3%	13.8%	45.2%	-3.8%	-2.4%	22.4%	0.9%	2.9%
美克家居	23.81	41.3%	-12.1%	0.36	131.2%	-83.3%	49.0%	8.0%	-3.9%	1.4%	8.6%	-6.5%
曲美家居	25.13	43.0%	25.0%	1.28	410.6%	79.1%	41.4%	-1.9%	-2.3%	5.7%	7.9%	1.3%

资料来源: wind, 天风证券研究所

表 2: 21Q1/Q2 成品家居公司单季度收入及利润 (单位: 亿元)

	营业总收入						归母净利润					
	21Q1	21Q2	较 20Q1	较 20Q2	较 19Q1	较 19Q2	21Q1	21Q2	较 20Q1	较 20Q2	较 19Q1	较 19Q2
顾家家居	37.82	42.34	65.3%	64.5%	53.8%	66.0%	3.85	3.87	25.6%	43.9%	30.4%	47.1%
喜临门	12.50	18.57	72.5%	48.4%	49.1%	54.3%	0.84	1.33	255.5%	37.5%	259.9%	2.7%
好太太	2.11	3.68	72.0%	46.9%	-20.2%	17.8%	0.44	0.84	125.2%	37.9%	-12.8%	35.7%
美克家居	11.75	12.05	168.7%	-3.4%	10.2%	-26.6%	0.75	-0.39	128.1%	-125.8%	-12.2%	-126.1%
曲美家居	11.49	13.64	36.9%	48.5%	14.3%	35.6%	0.61	0.67	281.3%	997.4%	420.6%	11.8%

资料来源: wind, 天风证券研究所

表 3: 21Q1/Q2 成品家居公司单季度毛利率及净利率

	毛利率						净利率					
	21Q1	21Q2	较 20Q1	较 20Q2	较 19Q1	较 19Q2	21Q1	21Q2	较 20Q1	较 20Q2	较 19Q1	较 19Q2
顾家家居	28.8%	28.8%	-6.6%	-6.8%	9.8%	9.8%	-2.6%	-1.9%				
喜临门	31.0%	31.0%	1.1%	-3.8%	7.8%	7.8%	5.3%	-0.2%				
好太太	45.2%	45.2%	-3.8%	-2.4%	22.4%	22.4%	0.9%	2.9%				
美克家居	49.0%	49.0%	8.0%	-3.9%	1.4%	1.4%	8.6%	-6.5%				
曲美家居	41.4%	41.4%	-1.9%	-2.3%	5.7%	5.7%	7.9%	1.3%				

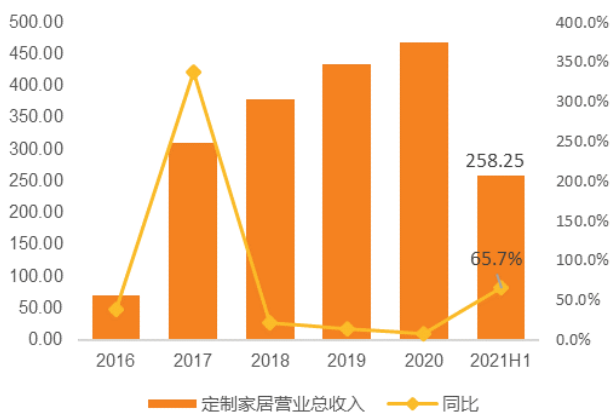
顾家家居	33.0%	25.1%	0.2%	-12.7%	-1.7%	-11.4%	10.2%	9.4%	-3.6%	-1.8%	-1.9%	-1.8%
喜临门	34.5%	28.6%	12.9%	-6.1%	3.2%	-8.6%	7.8%	7.8%	15.3%	-0.6%	4.7%	-3.6%
好太太	43.1%	46.4%	-6.6%	-2.3%	-2.9%	-2.5%	21.1%	23.2%	5.2%	-1.1%	1.9%	3.3%
美克家居	52.1%	46.1%	17.0%	2.9%	-2.3%	-5.9%	6.3%	-3.3%	68.4%	-15.4%	0.2%	-12.4%
曲美家居	43.7%	39.4%	-1.0%	-2.5%	-3.0%	-1.3%	6.1%	5.4%	10.0%	6.0%	4.1%	-1.4%

资料来源: wind, 天风证券研究所

2.2. 定制家居: 21H1 收入/利润较 19H1 分别+46.5%/+31.8%

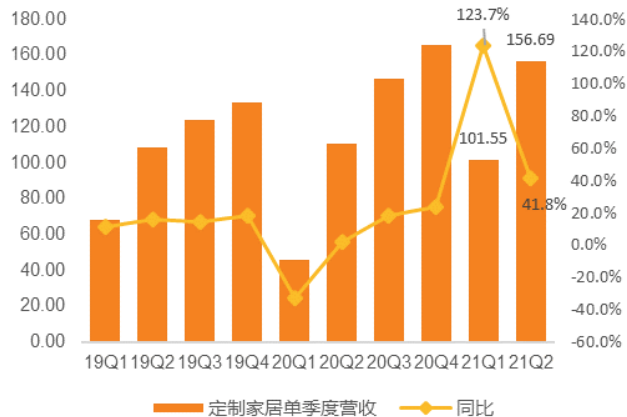
21H1 定制家居企业整体收入/利润较 19H1 分别+46.5%/+31.8%。21H1 申万定制家居板块共实现营业收入 258.25 亿元, 同比+65.7%, 较 19H1+46.5%, 其中 Q1/Q2 分别实现营收 101.55/156.69 亿元, 同比分别+123.7%/+41.8%, 较 19 同期分别+49.8%/+44.5%; 21H1 实现归母净利润 23.58 亿元, 同比+106.6%, 较 19H1+31.8%, 其中 Q1/Q2 分别实现归母净利润 6.32/17.27 亿元, 同比+289.0%/+17.0%, 较 19 同期分别+100.4%/17.2%。

图 45: 定制家居板块营业收入 (亿元) 及同比



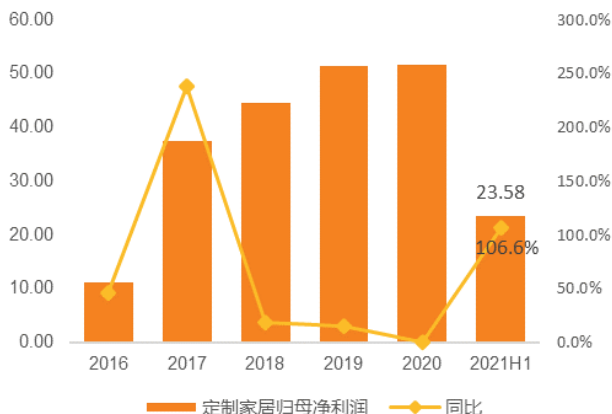
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 46: 定制家居板块单季度营收 (亿元) 及同比



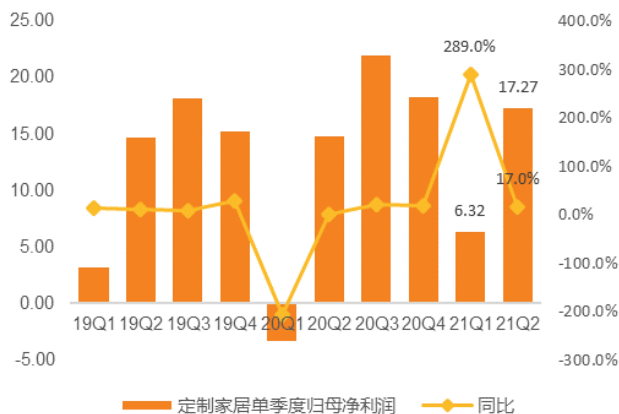
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 47: 定制家居板块归母净利润 (亿元) 及同比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 48: 定制家居板块单季度归母净利润 (亿元) 及同比

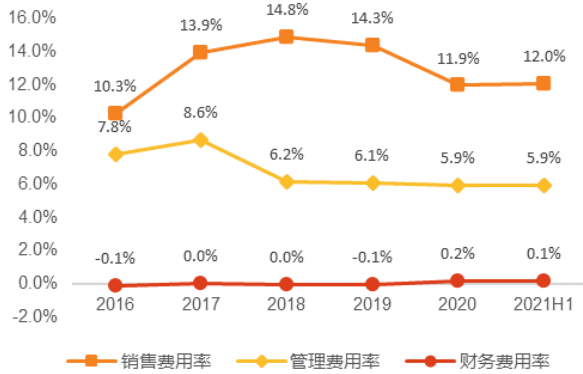


资料来源: Wind, 天风证券研究所

21H1 毛利率、净利率较 19H1 分别下滑 4.7/0.7pct。21H1 定制家居板块毛利率为 33.1%, 同比-1.8pct, 较 19H1-4.7pct, 其中 Q1/Q2 毛利率分别为 31.8%/34.0%, 同比分别+2.2/-3.1pct, 较 19 同期分别-3.8/-5.2pct。21H1 家居用品板块销售/管理/财务费用率分别为 12.0%/5.9%/0.1%, 同比分别-3.5/-1.7/-0.0pct, 较 19H1 分别-4.1/-0.7/-0.0pct。21H1 家居用品板块净利率为 9.3%, 同比+2.0pct, 较 19H1-0.7pct, 其中 Q1/Q2 净利率分别为

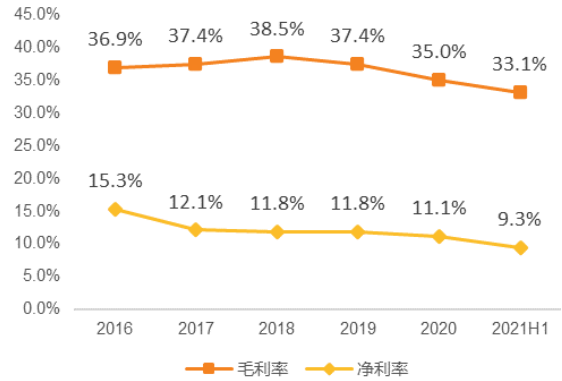
6.3%/11.3%，同比分别+14.1/-2.3pct，较 19 同期分别+2.0/-2.4pct。

图 49：定制家居板块年度费用率



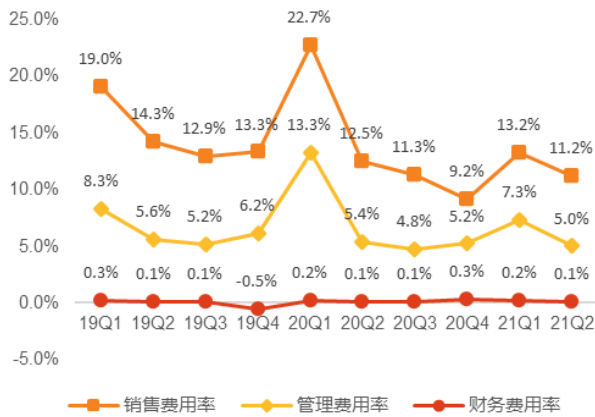
资料来源：wind，天风证券研究所

图 50：定制家居板块年度毛利率及净利率



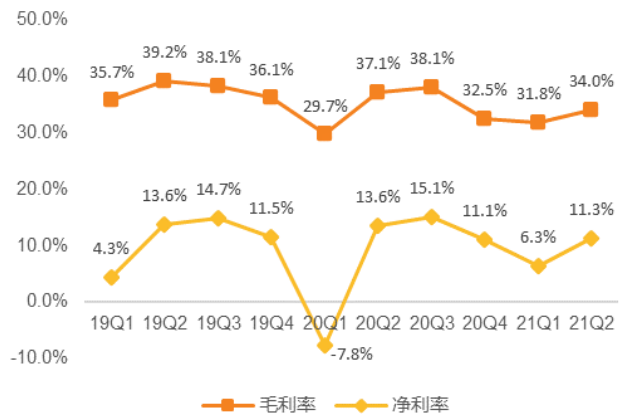
资料来源：wind，天风证券研究所

图 51：定制家居板块单季度费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 52：定制家居板块单季度毛利率及净利率



资料来源：wind，天风证券研究所

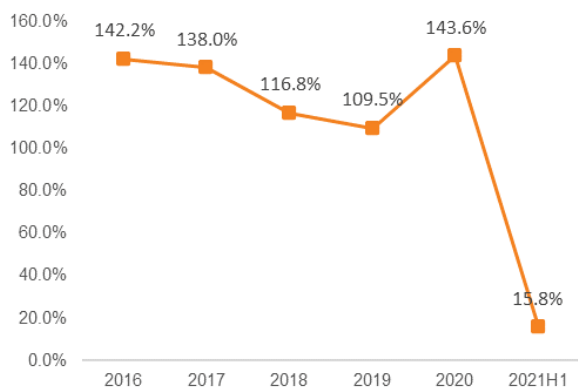
经营性现金流较 19H1 下降 65.6%，存货及应收账款天数均有所上升。21H1 定制家居板块实现经营性现金流净额为 4.00 亿元，同比+399.9%，较 19H1-65.6%，其中 Q1/Q2 经营性现金流净额分别为 -37.22/41.21 亿元。21H1 定制家居板块存货周转天数为 64.20 天，同比下降 11.95 天，较 19H1 增加 12.06 天；应收账款周转天数为 26.34 天，同比下降 5.25 天，较 19H1 增加 8.27 天。

图 53：定制家居板块经营性现金流量净额（亿元）及同比



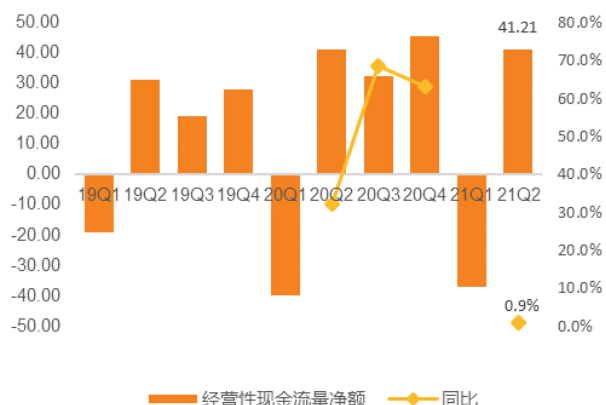
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 54：定制家居板块经营性现金流量净额/净利润



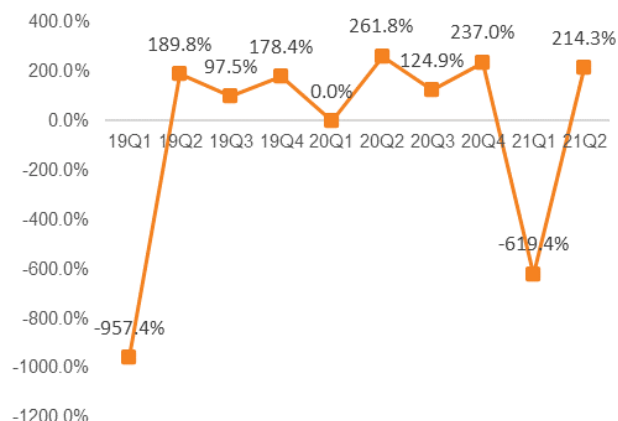
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 55：定制家居板块单季度经营性现金流量净额（亿元）及同比



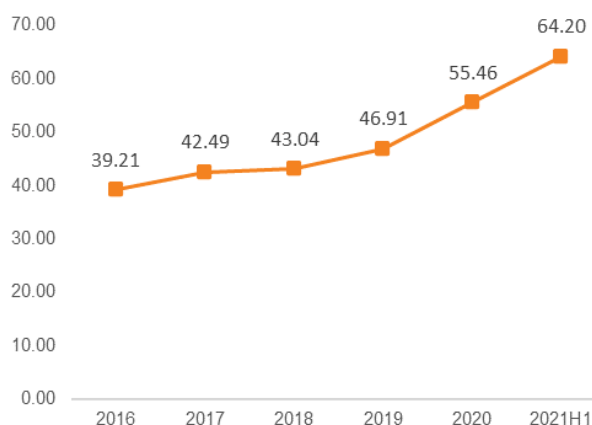
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 56：定制家居板块单季度经营性现金流量净额/净利润



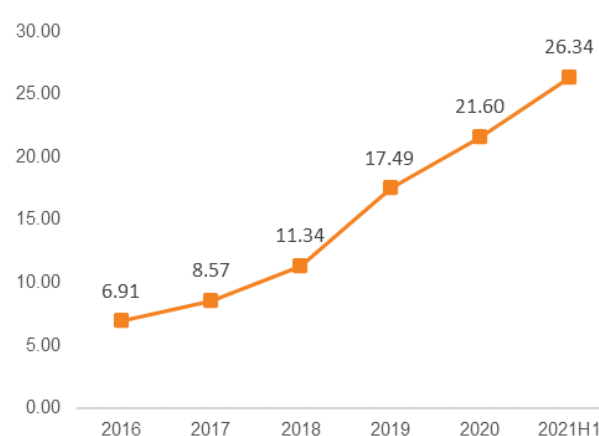
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 57：定制家居板块存货周转天数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 58：定制家居板块应收账款周转天数



资料来源：Wind，天风证券研究所

橱衣木等产品间协同效应逐步显现。分品类看，21H1 欧派家居/索菲亚/志邦家居衣柜收入分别为 31.06/34.59/6.81 亿元，同比分别 +66.21%/+57.56%/+97.98%；橱柜收入分别为 32.05/5.62/10.87 亿元，同比分别 +46.54%/+121.06%/+33.90%；木门收入分别为 4.57/1.72/0.30 亿元，同比分别 +94.71%/+93.81%/+162.49%，多品类间的协同效应逐步显现，同比均实现高增。

整装模式放量可期。分渠道看，21H1 欧派家居/索菲亚/志邦家居经销渠道分别实现收入 62.25/33.81/11.31 亿元，同比分别 +71.97%/+58.11%/+53.60%；大宗渠道分别实现收入 15.88/7.29/5.22 亿元，同比分别 +52.11%/+136.83%/+55.00%。整装业务方面，欧派家居于 4 月推出的“StarHomes 星之家”品牌形成双翼驱动，截至 21H1 拥有整装大家居经销商 552 家，开设整装大家居门店 651 家，整装大家居以“整装赋能”模式重构业态，截至 21 年 7 月 9 日，欧派整装大家居接单业绩累计突破 10 亿，增速超 160%；索菲亚上半年合作装企 1700 家，贡献收入 1.35 亿元，整装模式或将成为定制企业的下一重要增长点。

表 4：21H1 定制家居公司收入及利润（单位：亿元）

	营业总收入			归母净利润			毛利率			净利率		
	21H1	同比	较 19H1	21H1	同比	较 19H1	21H1	同比	较 19H1	21H1	同比	较 19H1
欧派家居	82.00	65.1%	48.8%	10.12	107.0%	60.0%	32.3%	-1.1%	-5.3%	12.3%	2.5%	0.9%
索菲亚	43.00	68.3%	36.8%	4.46	30.1%	14.1%	34.7%	-2.7%	-1.9%	10.6%	-3.0%	-1.8%
志邦家居	19.08	55.8%	66.1%	1.52	199.4%	37.8%	37.0%	0.0%	-0.5%	8.0%	3.8%	-1.6%
江山欧派	14.07	32.5%	92.6%	1.77	31.4%	117.7%	30.3%	-1.3%	-0.8%	12.9%	-0.4%	1.7%

皮阿诺	8.44	64.3%	52.2%	0.98	96.1%	64.4%	33.6%	-4.5%	-1.8%	12.2%	1.4%	1.6%
好莱客	15.24	105.8%	62.6%	1.38	80.1%	-7.2%	34.1%	-3.5%	-5.3%	11.9%	2.3%	-3.5%
尚品宅配	31.77	40.2%	1.3%	0.43	134.7%	73.9%	34.8%	-0.3%	-8.2%	1.4%	6.8%	-3.8%
金牌厨柜	13.27	60.1%	69.0%	0.87	41.2%	24.3%	27.7%	-5.7%	-7.9%	6.4%	-0.9%	-2.4%
我乐家居	7.45	38.4%	41.6%	0.53	10.9%	15.1%	41.0%	1.7%	-1.6%	7.1%	-1.7%	-1.6%

资料来源: wind, 天风证券研究所

表 5: 21Q1/Q2 定制家居公司单季度收入及利润 (单位: 亿元)

	营业总收入						归母净利润					
	21Q1	21Q2	较 20Q1	较 20Q2	较 19Q1	较 19Q2	21Q1	21Q2	较 20Q1	较 20Q2	较 19Q1	较 19Q2
欧派家居	33.00	49.01	130.7%	38.6%	49.8%	48.2%	2.44	7.69	340.0%	30.1%	164.7%	42.2%
索菲亚	17.60	25.40	130.6%	41.8%	48.6%	29.7%	1.18	3.28	812.3%	-8.7%	10.3%	15.5%
志邦家居	6.83	12.26	109.1%	36.5%	64.8%	66.8%	0.51	1.01	213.2%	6.1%	60.0%	28.8%
江山欧派	4.74	9.33	57.7%	22.5%	96.0%	90.9%	0.33	1.44	-11.7%	47.9%	217.5%	103.1%
皮阿诺	3.46	4.98	92.3%	49.2%	62.4%	45.8%	0.35	0.63	795.1%	36.3%	131.6%	41.4%
好莱客	5.68	9.56	203.0%	72.9%	56.6%	66.3%	0.39	0.99	328.8%	5.1%	2.5%	-10.5%
尚品宅配	14.07	17.70	110.3%	10.8%	10.5%	-5.0%	0.08	0.35	105.1%	5.7%	135.1%	-81.3%
金牌厨柜	4.85	8.42	81.5%	49.9%	74.4%	66.0%	0.44	0.43	587.8%	-22.3%	130.5%	-15.6%
我乐家居	2.81	4.63	44.3%	35.0%	52.2%	35.8%	0.12	0.41	458.4%	-9.7%	1745.4%	-9.2%

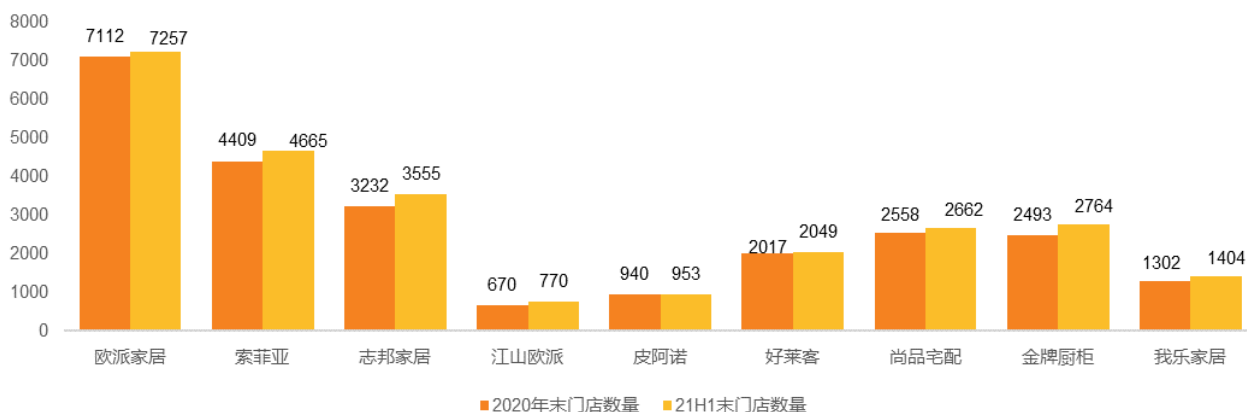
资料来源: wind, 天风证券研究所

表 6: 21Q1/Q2 定制家居公司单季度毛利率及净利率

	毛利率						净利率					
	21Q1	21Q2	较 20Q1	较 20Q2	较 19Q1	较 19Q2	21Q1	21Q2	较 20Q1	较 20Q2	较 19Q1	较 19Q2
欧派家居	30.2%	33.7%	6.3%	-3.6%	-4.0%	-6.2%	7.4%	15.7%	14.5%	-1.0%	3.2%	-0.7%
索菲亚	31.2%	37.2%	0.4%	-3.1%	-3.2%	-0.8%	6.5%	13.4%	10.1%	-7.5%	-1.5%	-1.6%
志邦家居	36.5%	37.3%	-1.2%	0.5%	-1.4%	0.0%	7.4%	8.3%	21.1%	-2.4%	-0.2%	-2.4%
江山欧派	29.5%	30.7%	0.3%	-1.9%	2.4%	-2.3%	7.2%	15.7%	-5.4%	2.2%	3.4%	0.9%
皮阿诺	31.6%	35.0%	-4.1%	-4.4%	-2.2%	-1.4%	10.6%	13.3%	8.2%	-2.0%	3.6%	0.5%
好莱客	32.7%	35.0%	-2.4%	-3.6%	-6.6%	-4.5%	10.2%	13.0%	20.8%	-3.5%	0.1%	-5.8%
尚品宅配	35.5%	34.3%	1.2%	-1.1%	-6.1%	-9.7%	0.5%	2.0%	23.8%	0.0%	2.3%	-7.9%
金牌厨柜	28.0%	27.6%	-4.0%	-6.5%	-6.6%	-8.6%	8.9%	5.0%	6.6%	-4.8%	2.1%	-5.0%
我乐家居	40.1%	41.5%	8.4%	-2.1%	0.4%	-2.7%	4.1%	8.8%	3.1%	-4.4%	3.8%	-4.4%

资料来源: wind, 天风证券研究所

图 59: 定制家居公司线下门店数量 (家)

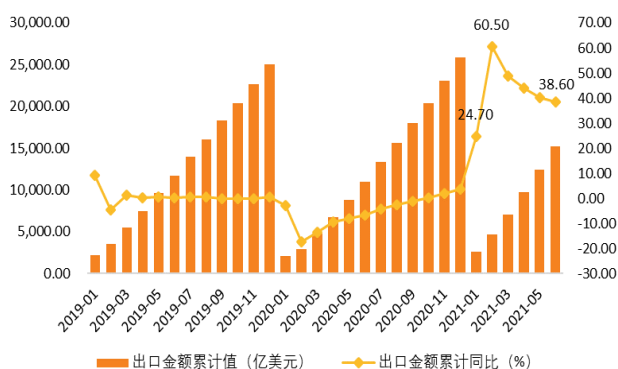


资料来源：各公司公告，天风证券研究所

2.3. 出口：家居出口表现优于全行业，收入保持增长，利润短期承压

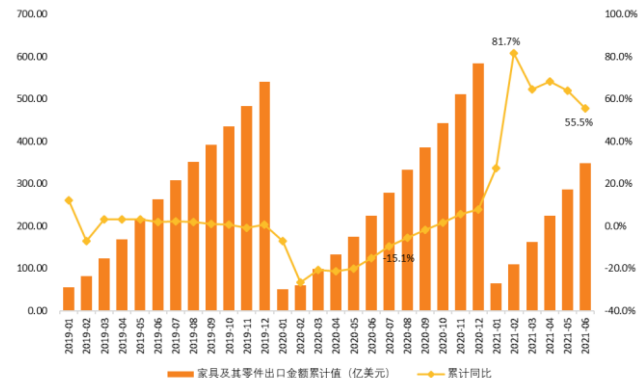
家具出口优于全行业出口表现，受海运等因素影响，累计同比增速逐月下滑。21H1 全行业出口额为 15183.60 亿美元，同比+38.6%，较 19H1+29.6%，其中家具及零件出口金额累计达 348.85 亿美元，同比+55.5%，较 19H1+32.1%，家居出口增速高于总体出口增速。受海运运力紧张等因素影响，出口累计同比增速逐月下滑。

图 60：出口累计金额（亿美元）及同比



资料来源：海关数据，天风证券研究所

图 61：家具及零件出口累计金额（亿美元）及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

收入端保持双位数增长，利润端短期承压。21H1 以出口为主的家居公司收入端保持双位数增长，收入规模较疫情前增长显著，其中永艺股份/梦百合 21H1 收入分别实现 24.04/39.00 亿元，同比分别+96.9%/+61.4%，较 19H1 分别+110.7%/+146.8%。利润端受原材料涨价、海运运力紧张影响，归母净利润增速普遍低于收入增速，毛利率、净利率均有所下滑。

表 7：21H1 出口家居公司收入及利润（单位：亿元）

	营业总收入			归母净利润			毛利率			净利率		
	21H1	同比	较 19H1	21H1	同比	较 19H1	21H1	同比	较 19H1	21H1	同比	较 19H1
共创草坪	11.65	45.0%	58.5%	2.16	20.1%	93.5%	30.3%	-5.7%	-4.8%	18.6%	-3.9%	3.4%
梦百合	39.00	61.4%	146.8%	0.09	-94.3%	-94.1%	28.4%	-11.1%	-9.0%	0.6%	-6.2%	-9.2%
永艺股份	24.04	96.9%	110.7%	1.14	8.5%	25.1%	14.4%	-8.6%	-4.7%	4.7%	-4.1%	-3.3%
恒林股份	24.08	34.7%	103.5%	1.66	6.4%	32.3%	21.2%	-9.4%	-2.5%	6.9%	-2.2%	-3.7%
海象新材	8.26	44.0%	122.9%	0.53	-43.9%	-6.6%	20.7%	-10.5%	-11.4%	6.4%	-10.0%	-8.8%
麒盛科技	13.27	33.2%	16.3%	1.35	4.9%	-15.9%	34.1%	-4.1%	-4.6%	10.0%	-2.8%	-4.0%

资料来源：wind，天风证券研究所

表 8：21Q1/Q2 出口家居公司单季度收入及利润（单位：亿元）

	营业总收入						归母净利润					
	21Q1	21Q2	较 20Q1	较 20Q2	较 19Q1	较 19Q2	21Q1	21Q2	较 20Q1	较 20Q2	较 19Q1	较 19Q2
共创草坪	5.33	6.32	49.0%	41.8%	0.0%	0.0%	0.99	1.17	47.3%	3.9%	0.0%	0.0%
梦百合	18.89	20.11	78.5%	48.1%	140.0%	153.6%	0.55	-0.46	-31.2%	-162.3%	-26.7%	-161.9%
永艺股份	10.66	13.38	148.3%	69.0%	101.0%	119.1%	0.55	0.59	90.5%	-22.3%	41.9%	12.8%
恒林股份	10.33	13.75	64.7%	18.6%	77.0%	129.4%	0.67	1.00	122.2%	-21.1%	43.5%	25.8%
海象新材	3.63	4.64	61.8%	32.6%		108.3%	0.26	0.27	-18.8%	-56.6%		-24.0%
麒盛科技	6.53	6.75	25.0%	42.2%	26.9%	7.5%	0.72	0.63	3.2%	6.9%	9.9%	-33.6%

资料来源：wind，天风证券研究所

表 9：21Q1/Q2 出口家居公司单季度毛利率及净利率

	毛利率						净利率					
	21Q1	21Q2	较 20Q1	较 20Q2	较 19Q1	较 19Q2	21Q1	21Q2	较 20Q1	较 20Q2	较 19Q1	较 19Q2
共创草坪	31.3%	29.3%	-0.7%	-9.8%			18.6%	18.6%	-0.2%	-6.8%		
梦百合	28.9%	27.9%	-8.8%	-13.0%	-5.2%	-12.8%	3.5%	-2.0%	-5.0%	-7.7%	-6.3%	-11.9%
永艺股份	15.0%	14.0%	-6.3%	-10.0%	-3.8%	-5.5%	5.2%	4.4%	-1.5%	-5.5%	-2.1%	-4.3%
恒林股份	27.4%	16.6%	2.3%	-17.1%	5.5%	-8.9%	6.5%	7.3%	1.6%	-4.1%	-1.5%	-5.9%
海象新材	21.2%	20.4%	-7.4%	-12.6%		-12.8%	7.1%	5.8%	-7.0%	-12.0%		-10.1%
麒盛科技	35.2%	33.1%	-4.1%	-3.9%	-5.1%	-4.4%	10.9%	9.2%	-2.4%	-3.1%	-1.8%	-5.9%

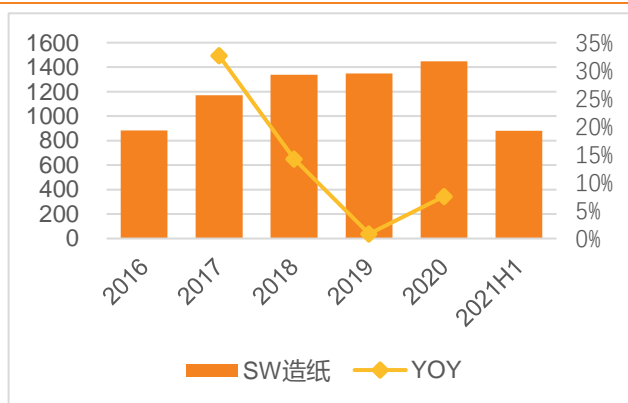
资料来源：wind，天风证券研究所

3. 造纸板块：二季度纸价调整业绩放缓，旺季即将到来叠加新产能释放，看好纸企参与碳中和

3.1. 收入端：21H1 造纸板块营收同比+46.58%，受益造纸行业高景气

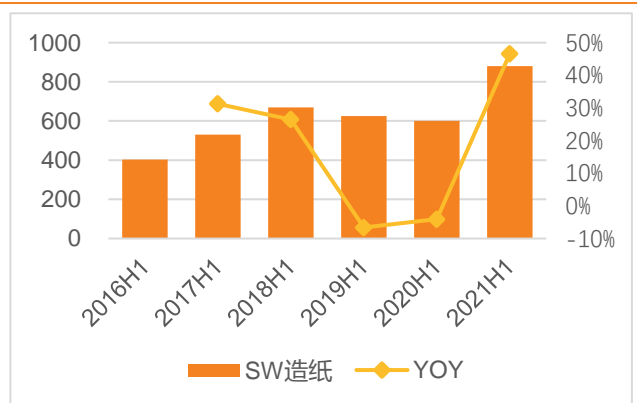
2021H1 造纸板块实现营业收入 879.67 亿元，同比增长 46.58%。细分来看，2021H1 大宗用纸板块实现营业收入 736.07 亿元，同比增长 42.47%；特种纸板块实现营业收入 143.61 亿元，同比增长 71.98%，增速亮眼。废纸系方面，2018 年禁止固体废物进口政策导致造纸行业成本大幅提高，预计 2022 年起，进口废纸边际减少结束，随着替代性原材料、废纸浆和半化学浆逐步投产，将有利于缓和国内纤维短缺。

图 62：2016-2021H1 造纸板块营业收入及同比增速（亿元，%）



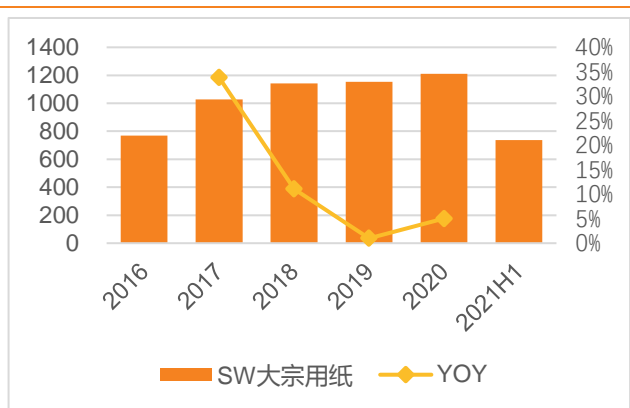
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 63：2016H1-2021H1 造纸板块营业收入及同比增速（亿元，%）



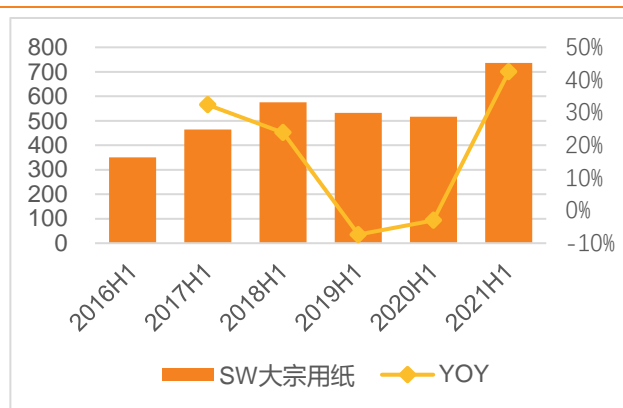
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 64: 2016-2021H1 大宗用纸板块营业收入及同比增速 (亿元, %)



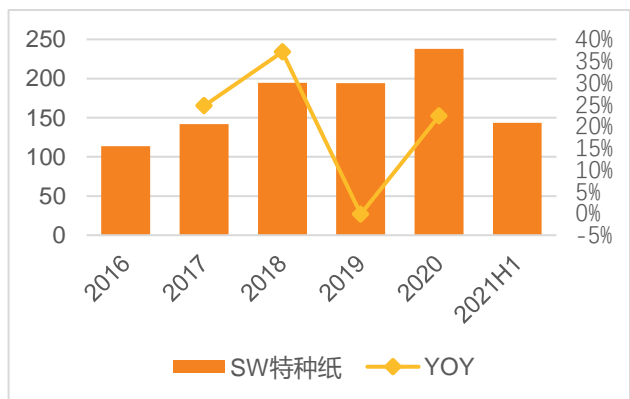
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 65: 2016H1-2021H1 大宗用纸板块营业收入及同比增速 (亿元, %)



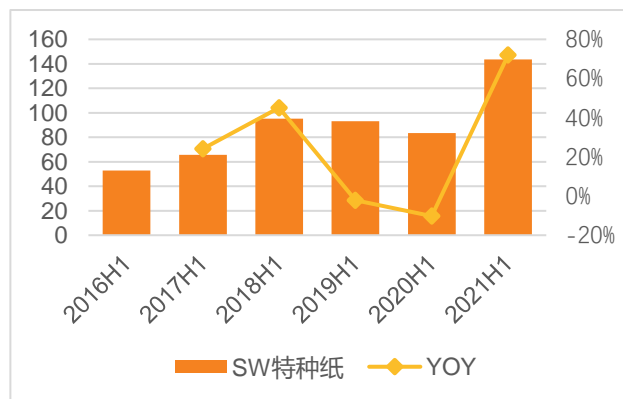
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 66: 2016-2021H1 特种纸板块营业收入及同比增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 67: 2016H1-2021H1 特种纸板块营业收入及同比增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.2. 价格端: 21H1 白卡纸及白板纸均价涨幅达 25%+, 6 月双胶纸、双铜纸和白卡纸回调明显

21H1 各纸种均实现较大幅度同比涨幅, 其中白卡纸及白板纸涨幅最大。2021H1 中国白卡纸均价 8824.97 元/吨, 同比增长 54.54%; 中国白板纸均价 5304.89 元/吨, 同比增长 29.51%, 其中双胶纸、双铜纸和白卡纸于 6 月出现较大幅度回调, **文化纸 21H1 整体供应充足, 具体原因:** (1) 各大纸厂均满负荷生产, 1-6 月少有转产及停机情况; (2) 4 月份开始, 教材教辅需求释放及现货浆价下行时, 部分小型纸厂陆续开机; (3) 进口纸逐渐增加。我们认为在全球通胀背景下, 纸价有望维稳, 龙头盈利能力趋稳。

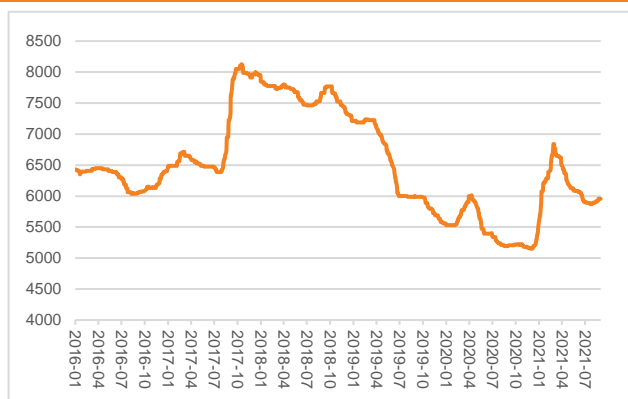
表 10: 中国各纸种 2020-2021H1 均价及同比增速 (元/吨, %)

	21H1 均价	20H1 均价	YOY
生活纸	6274.58	5659.46	10.87%
瓦楞纸	4033.35	3407.50	18.37%
箱板纸	4944.63	4087.21	20.98%
双胶纸	6583.37	5914.90	11.30%
双铜纸	6687.54	5547.35	20.55%
白卡纸	8824.97	5710.56	54.54%

白板纸	5304.89	4096.00	29.51%
废纸	2455.37	2048.96	19.84%

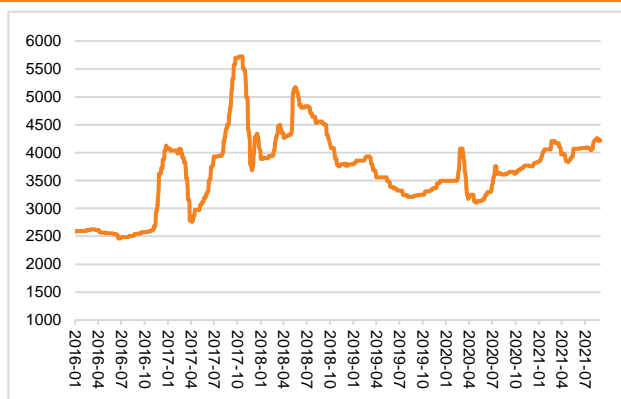
资料来源：卓创，天风证券研究所

图 68：2016-2021 年中国生活纸价格（元/吨）



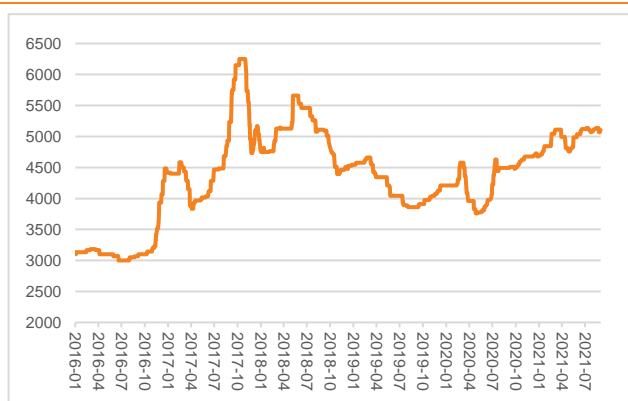
资料来源：卓创，天风证券研究所

图 69：2016-2021 年中国瓦楞纸价格（元/吨）



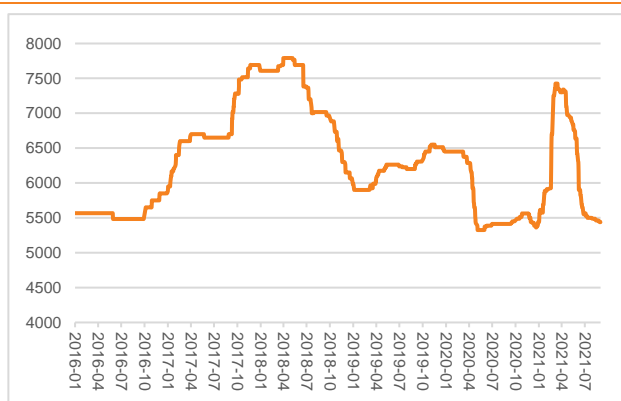
资料来源：卓创，天风证券研究所

图 70：2016-2021 年中国箱板纸价格（元/吨）



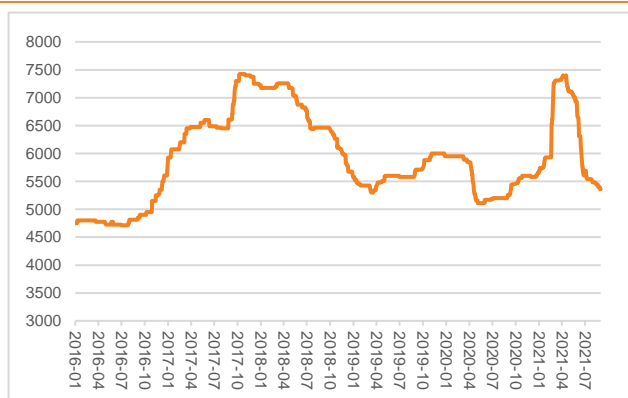
资料来源：卓创，天风证券研究所

图 71：2016-2021 年中国双胶纸价格（元/吨）



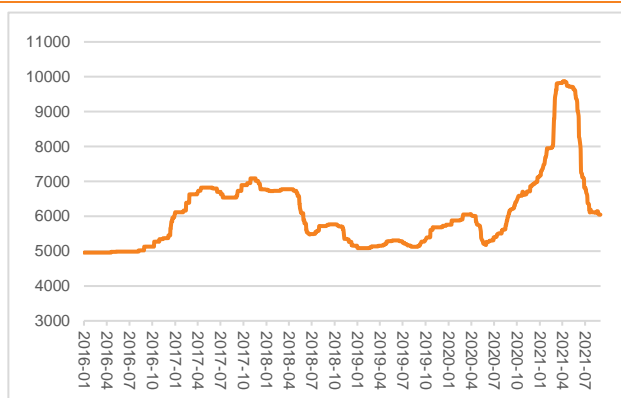
资料来源：卓创，天风证券研究所

图 72：2016-2021 年中国双铜纸价格（元/吨）



资料来源：卓创，天风证券研究所

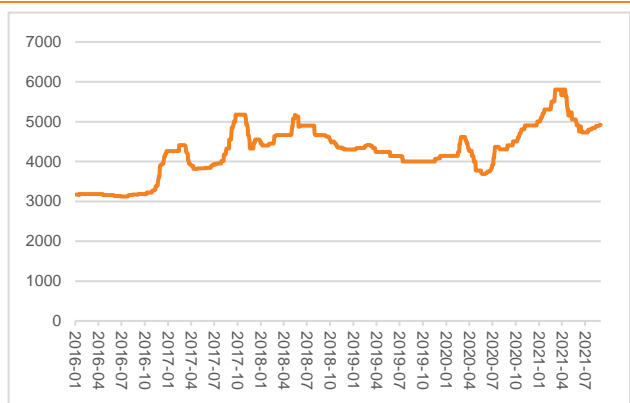
图 73：2016-2021 年中国白卡纸价格（元/吨）



资料来源：卓创，天风证券研究所

图 74：2016-2021 年中国白板纸价格（元/吨）

图 75：2016-2021 年中国废纸价格（元/吨）



资料来源：卓创，天风证券研究所

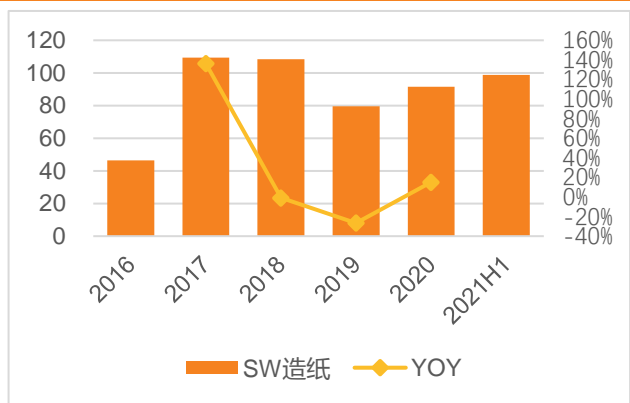


资料来源：卓创，天风证券研究所

3.3. 利润端：21H1 造纸板块归母净利润同比+195.93%，受益低价位屯浆

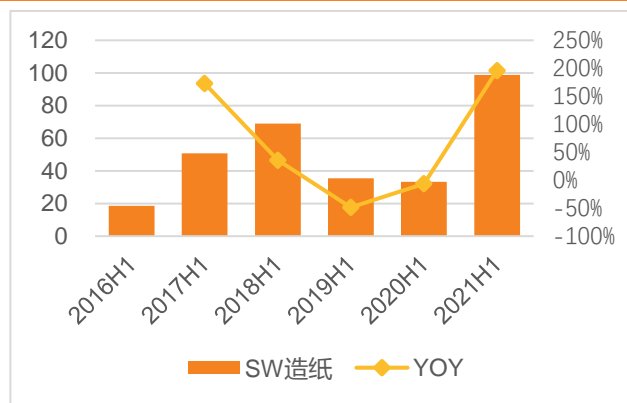
2021H1 造纸板块实现归母净利润 98.72 亿元，同比增长 195.93%。细分来看，2021H1 大宗用纸板块实现归母净利润 82.48 亿元，同比增长 178.27%；特种纸板块实现归母净利润 16.24 亿元，同比增长 279.14%，增速亮眼。

图 76：2016-2021H1 造纸板块归母净利润及同比增速（亿元，%）



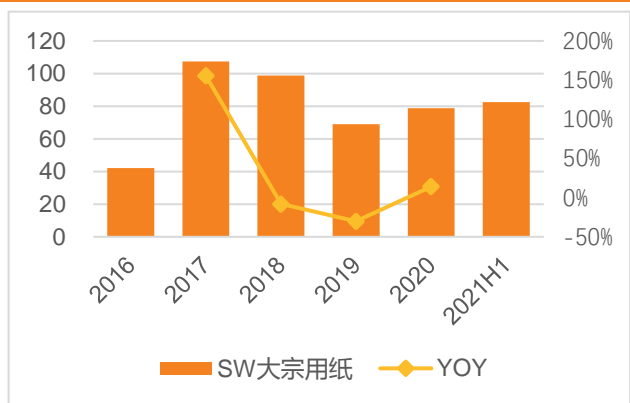
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 77：2016H1-2021H1 造纸板块归母净利润及同比增速(亿元, %)



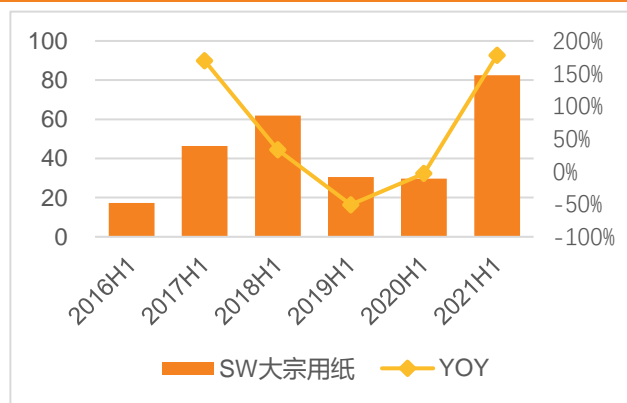
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 78：2016-2021H1 大宗用纸板块归母净利润及同比增速（亿元，%）



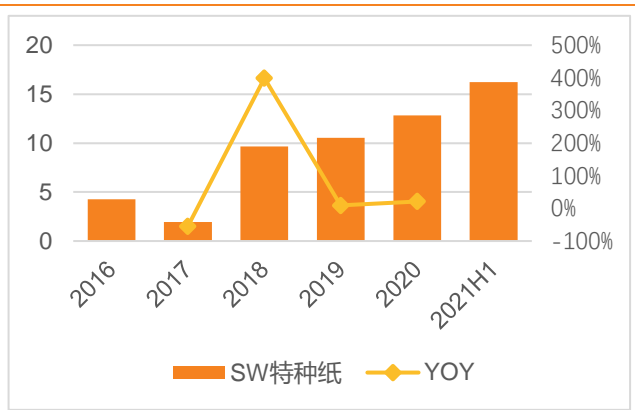
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 79：2016H1-2021H1 大宗用纸板块归母净利润及同比增速（亿元，%）



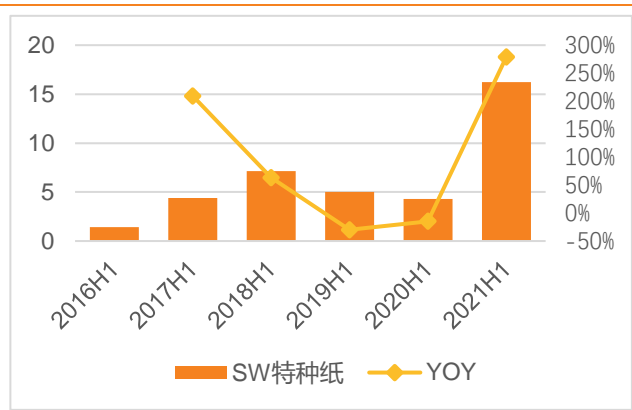
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 80: 2016-2021H1 特种纸板块归母净利润及同比增速(亿元, %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 81: 2016H1-2021H1 特种纸板块归母净利润及同比增速(亿元, %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.4. 旺季即将到来叠加新产能释放；看好林业碳汇，建议关注【岳阳林纸】

【太阳纸业】

现有产能：目前老挝已形成 150 万吨浆纸年生产能力；

产能增量：广西二期 55 万吨/年文化纸、12 万吨/年生活用纸及配套 80 万吨/年化学木浆、20 万吨/年化机浆项目，预计 2021H2-2022H1 陆续投产，预计投产后公司浆纸产能超过 1000 万吨。

【山鹰国际】自建&并购完善国内产能布局，国际市场布局回收纤维及高端纸种。

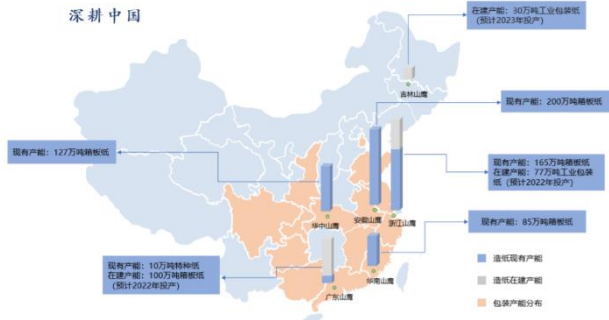
现有产能布局：

- 国内方面**，公司目前有安徽马鞍山、浙江嘉兴、福建漳州、湖北荆州、广东肇庆建五大造纸基地，落地产能 600 万吨（位列行业前三），包装布局于沿江沿海经济发达地区，产业辐射江苏、浙江、安徽、福建、广东、湖北、山东、四川、天津等省市，年产量超过 19 亿平方米（位居中国第二）；
- 国外方面**，公司在美国、英国、澳大利亚、日本、荷兰等回收纤维主要来源地开展贸易业务，在东南亚及欧洲布局再生浆，参股子公司北欧纸业高端特种浆纸产能 50 万吨，控股子公司凤凰纸业文化纸年产能 30 万吨。其主要产品为食品防油纸、特种牛皮纸、高强度纸袋纸及文化纸，公司产品结构优化，且降低国内包装纸波动带来的影响。

产能增量：

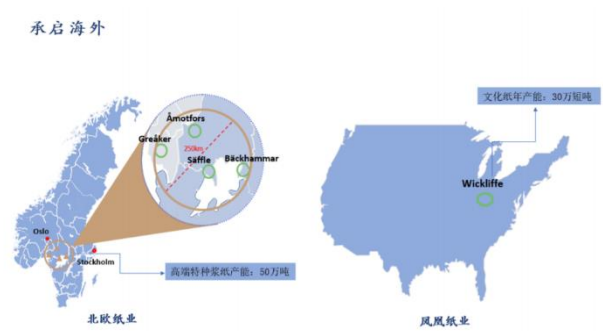
- 主业包装纸：**浙江山鹰 77 万吨和吉林山鹰一期 30 万吨瓦楞纸及 10 万吨秸秆浆项目，预计 2022 年-2023 年陆续投产；广东基地 100 万吨项目已基本完成土建工程，即将进入设备安装阶段，预计 2022 年投产；
- 绿色资源综合利用板块：**浙江爱拓固废焚烧发电项目 2021 年 3 月顺利投产，华中山鹰及安徽山鹰的固废焚烧发电项目在建设，项目达产后每年可处理的废弃物及市政污泥总量约 129 万吨，进一步提升公司自发供电比例至 90%以上（不含广东山鹰）；
- 再生纤维贸易板块：**在前期已投产 70 万吨泰国干法制浆基础上，2021H1 新落地年产 40 万吨东南亚再生浆资源供应，境外年产 32 万吨英国及荷兰再生浆产能将于 2021 年内投产。

图 82：山鹰国际国内造纸产能及包装企业布局



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 83：山鹰国际海外产能布局



资料来源：公司公告，天风证券研究所

【岳阳林纸】造纸主业量价齐升，看好林业碳汇：

公司 21H1 实现营收 39.10 亿元，同比增长 28.38%；实现归母净利润 3.10 亿元，同比增长 120.87%。单季度看，21Q1/Q2 分别实现营收 19.63 亿元/19.47 亿元，同比增长 55.79%/9.04%；实现归母净利润 1.67 亿元/1.43 亿元，同比增长 91.35%/169.35%。21H1 毛利率 20.36%，同比增长 1.03pct；21H1 销售费用率 1.56%，同比减少 3.58pct。公司营收高增受益于纸行业高景气，纸产品销量和价格同比上涨，且子公司诚通凯胜 20H1 受疫情影响，园林项目开工率低，21H1 正常开工；利润端受益于公司集中采购及自产浆优势，实现高增。

森海碳汇：

- 长期规划：**森海碳汇计划在 2021 年底开发林业碳汇 1500 万亩，至 2022 年累计开发林业碳汇 3000 万亩，至 2025 年累计开发林业碳汇 5000 万亩。预计在“十四五”期末，森海碳汇将在碳汇开发、碳吸收与捕捉利用技术、碳汇交易、碳汇金融及衍生品领域，成为行业内的头部企业；
- 阶段性进展：**甄选全国优质碳汇资源，基本完成浙江、贵州、云南、湖南、湖北、内蒙古、黑龙江、吉林等省份 40 多个县市区的对接；公司林业子公司签订开发协议 3 份，涉及面积 300 万亩；签订合作框架协议，涉及面积 500 万亩；11 个项目进入深入沟通阶段，涉及面积 2000 万亩。同时加强 CCS、CCUS 技术研发，截至 2021 年 6 月底，森海碳汇总资产 3.37 亿元，净资产 1.59 亿元；2021H1 实现营业收入 0.02 亿元，利润总额 4.29 万元，归母净利润 4.29 万元。

岳阳林纸作为国内林浆纸一体化龙头企业，“浆纸+生态”双核发展，积极布局碳汇交易，主业成本优势及新产能释放打开公司成长空间，建议关注。

表 11：21Q1、21H1 造纸板块各公司营业收入、归母净利润及同比增速（亿元，%）

公司	21H1 营业收入	YOY	21Q2 营业收入	YOY	21H1 归母净利润	YOY	21Q2 归母净利润	YOY
大宗用纸								
晨鸣纸业	171.73	26.27%	69.67	-7.28%	20.21	291.44%	8.42	168.55%
美利云	5.54	10.78%	2.68	-7.92%	0.21	121.10%	0.10	-1469.01%
景兴纸业	28.38	32.76%	15.34	20.46%	2.65	137.97%	1.48	118.60%
太阳纸业	158.13	51.64%	81.70	67.55%	22.32	138.29%	11.24	180.56%
华泰股份	74.56	38.45%	35.52	26.80%	5.86	109.16%	2.59	107.49%
山鹰国际	151.99	54.68%	83.71	39.73%	10.04	100.41%	5.31	96.03%
岳阳林纸	39.10	28.38%	19.47	9.04%	3.10	120.87%	1.43	169.36%
博汇纸业	80.04	39.59%	39.51	26.35%	15.14	466.62%	7.04	759.61%
荣晟环保	10.54	31.52%	5.84	28.76%	1.39	21.88%	0.67	7.47%

ST 松炆	2.65	28.95%	1.45	25.64%	0.19	-37.31%	0.04	-77.83%
森林包装	13.41	59.21%	7.87	38.94%	1.37	141.63%	0.81	99.07%
特种纸								
凯恩股份	9.99	64.18%	4.83	41.03%	0.46	28.30%	0.21	-19.16%
安妮股份	1.65	-1.22%	0.80	-8.24%	0.12	-217.32%	0.05	-181.13%
齐峰新材	19.18	53.82%	10.36	39.96%	1.53	223.63%	0.63	87.18%
青山纸业	14.23	32.58%	7.31	8.97%	1.12	-887.27%	0.51	1474.85%
民丰特纸	7.32	14.59%	3.58	8.24%	0.32	24.53%	0.16	-8.53%
恒丰纸业	10.07	9.02%	5.07	-6.25%	0.83	36.90%	0.45	0.74%
冠豪高新	12.48	14.09%	6.06	-3.43%	0.75	19.34%	0.47	19.96%
宜宾纸业	10.19	79.90%	4.73	27.16%	0.23	-136.77%	0.13	-144.36%
仙鹤股份	28.86	42.02%	13.60	20.50%	6.09	115.58%	3.29	85.06%
五洲特纸	16.35	41.57%	8.74	42.12%	2.61	56.70%	1.48	112.90%
华旺科技	13.30	98.37%	6.96	78.01%	2.19	133.45%	1.21	108.32%

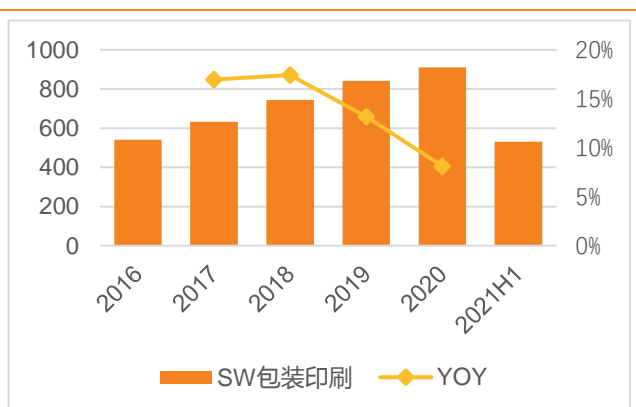
资料来源: Wind, 天风证券研究所

4. 包装印刷板块：包装企业产品应用领域延伸，关注铝塑膜国产替代机会

4.1. 收入端：包装印刷板块 21H1 营收同增 38.55%，子板块金属包装、纸包装增速亮眼

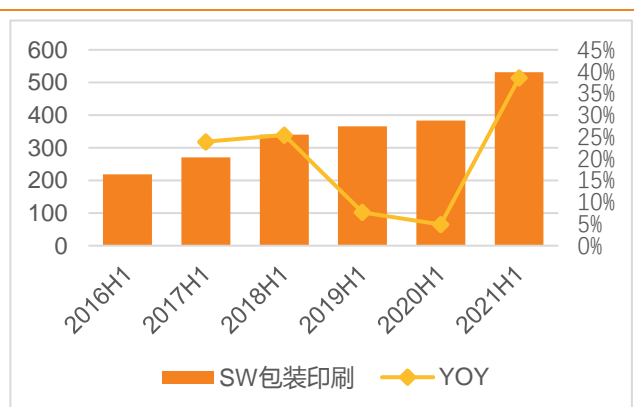
子板块金属包装、纸包装 21H1 营收增速亮眼。2021H1 包装印刷板块实现营业收入 531.52 亿元，同比增长 38.55%。细分来看，2021H1 印刷板块实现营业收入 25.96 亿元，同比减少 18.22%；金属包装纸板块实现营业收入 153.24 亿元，同比增长 54.66%，增速亮眼；塑料包装纸板块实现营业收入 81.02 亿元，同比增长 17.62%；纸包装纸板块实现营业收入 253.58 亿元，同比增长 45.77%；综合装纸板块实现营业收入 17.72 亿元，同比增长 89.93%。

图 84：2016-2021H1 包装印刷板块营业收入及同比增速（亿元，%）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

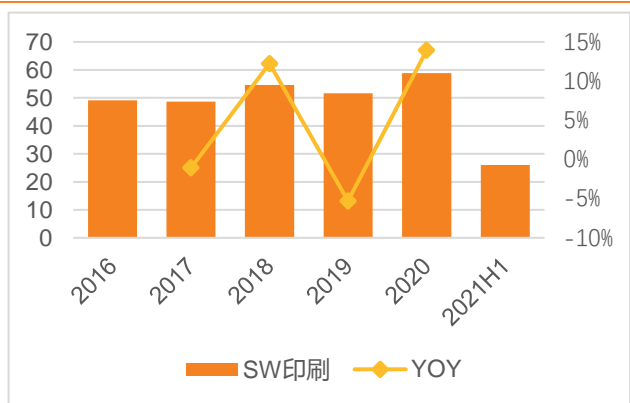
图 85：2016H1-2021H1 包装印刷板块营业收入及同比增速（亿元，%）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

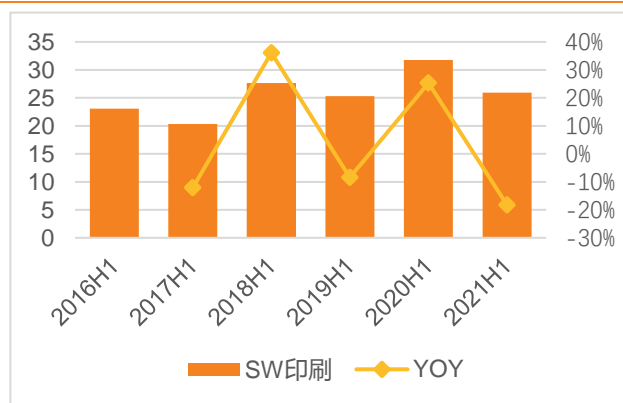
图 86：2016-2021H1 印刷板块营业收入及同比增速（亿元，%）

图 87：2016H1-2021H1 印刷板块营业收入及同比增速（亿元，%）



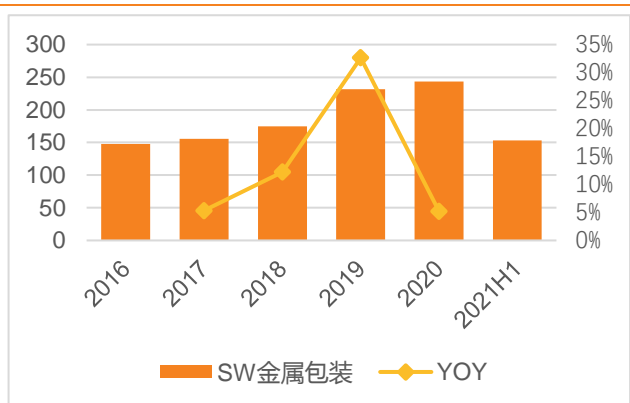
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 88: 2016-2021H1 金属包装板块营业收入及同比增速 (亿元, %)



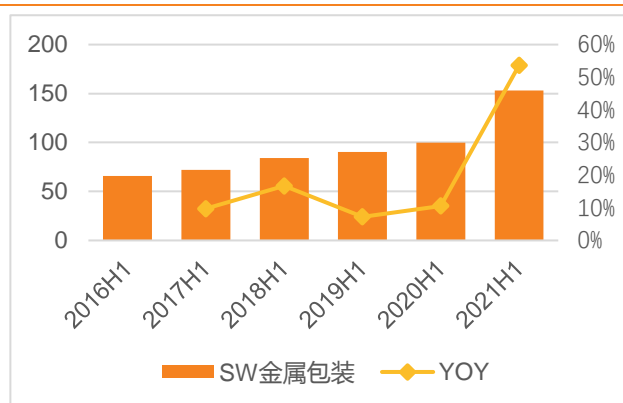
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 89: 2016H1-2021H1 金属包装板块营业收入及同比增速 (亿元, %)



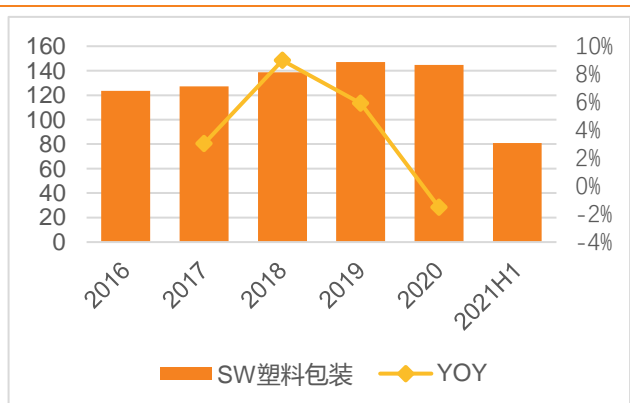
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 90: 2016-2021H1 塑料包装板块营业收入及同比增速 (亿元, %)



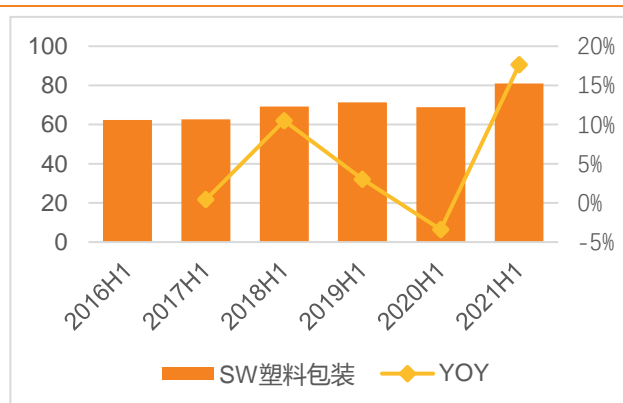
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 91: 2016H1-2021H1 塑料包装板块营业收入及同比增速 (亿元, %)



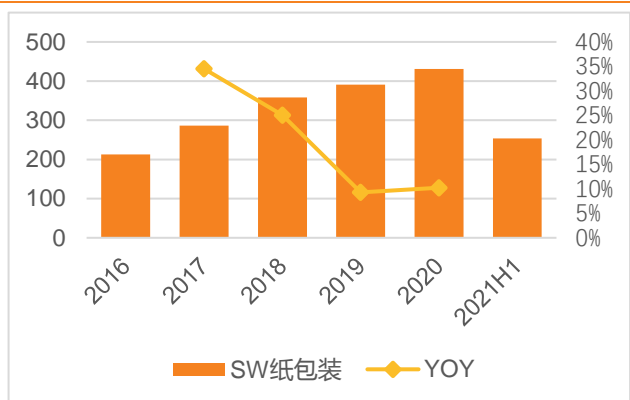
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 92: 2016-2021H1 纸包装板块营业收入及同比增速 (亿元, %)

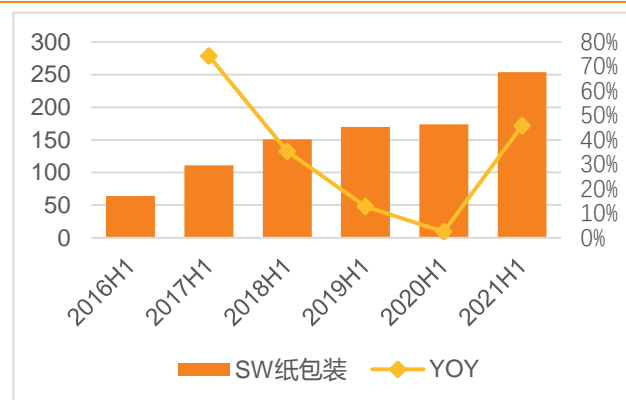


资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 93: 2016H1-2021H1 纸包装板块营业收入及同比增速 (亿元, %)



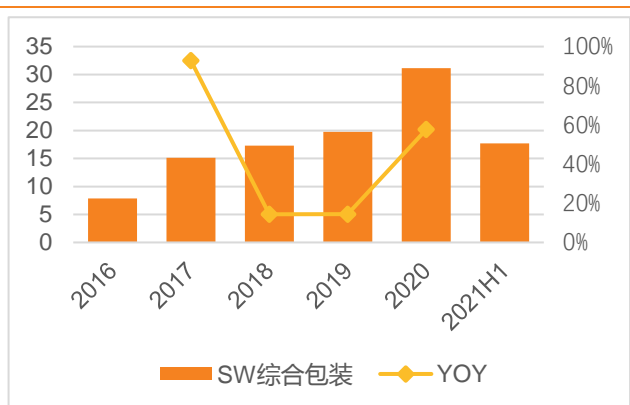
资料来源: Wind, 天风证券研究所



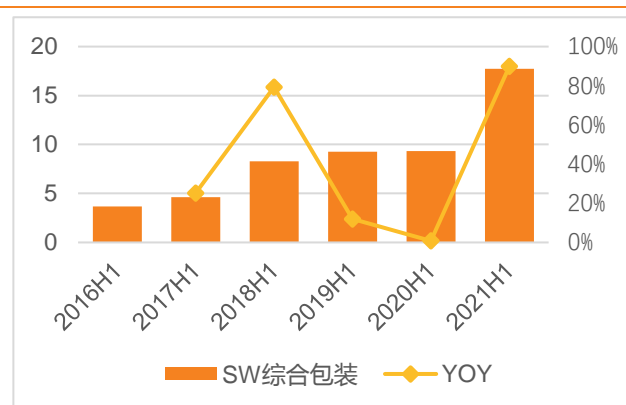
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 94: 2016-2021H1 综合包装板块营业收入及同比增速 (亿元, %)

图 95: 2016H1-2021H1 综合包装板块营业收入及同比增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所



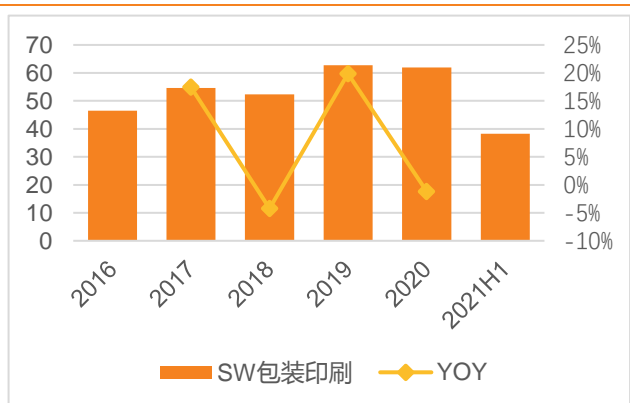
资料来源: Wind, 天风证券研究所

4.2. 利润端: 金属板块 21H 归母净利润同比高增 242.15%, 二片罐供需向好, 竞争格局改善

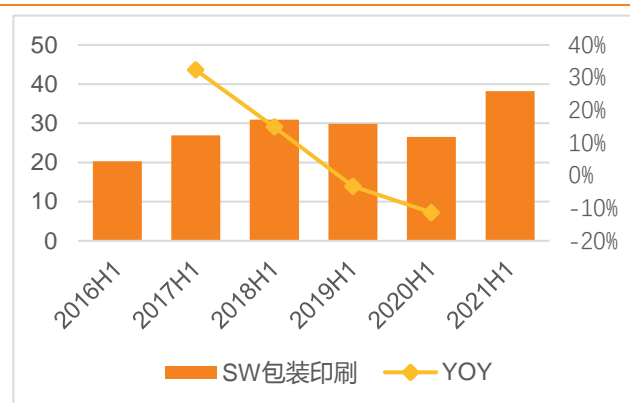
2021H1 包装印刷板块实现归母净利润 38.21 亿元, 同比增长 44.23%。细分来看, 2021H1 印刷板块实现归母净利润 3.12 亿元, 同比增加 2.29%; 金属包装纸板块实现归母净利润 9.47 亿元, 同比增长 242.15%, 增速亮眼; 塑料包装纸板块实现归母净利润 5.64 亿元, 同比增长 51.85%; 纸包装纸板块实现归母净利润 18.45 亿元, 同比增长 16.29%; 综合装纸板块实现归母净利润 1.54 亿元, 同比增长 39.70%。其中, 金属包装受益供需改善, 竞争格局向好, 行业集中度提升, 需求端啤酒罐化率驱动增长。

图 96: 2016-2021H1 包装印刷板块归母净利润及同比增速 (亿元, %)

图 97: 2016 H1-2021H1 包装印刷板块归母净利润及同比增速 (亿元, %)

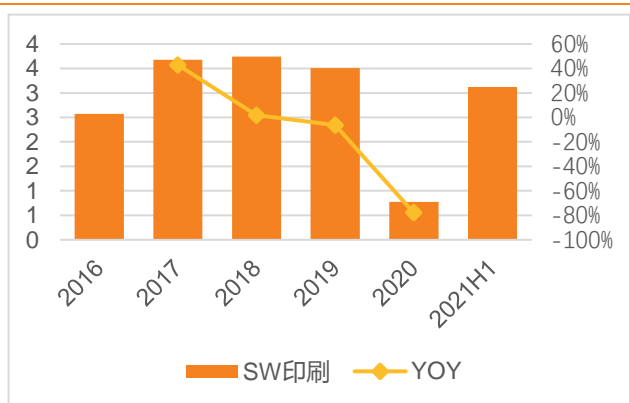


资料来源: Wind, 天风证券研究所



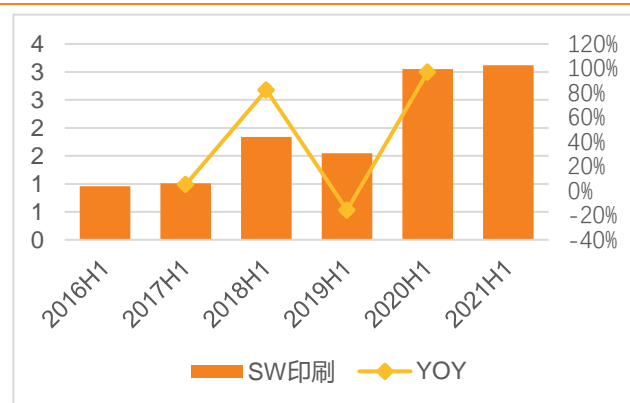
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 98: 2016-2021H1 印刷板块归母净利润及同比增速 (亿元, %)



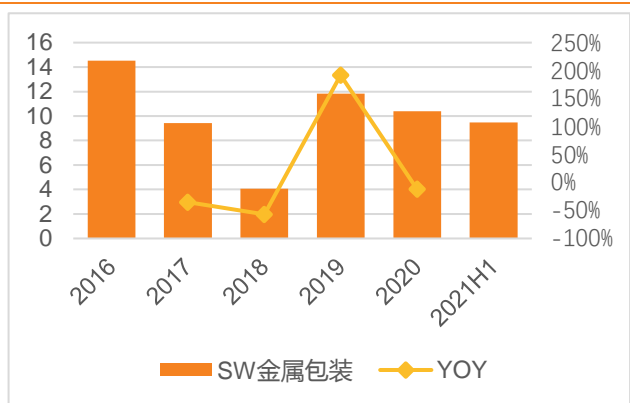
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 99: 2016 H1-2021H1 印刷板块归母净利润及同比增速(亿元,%)



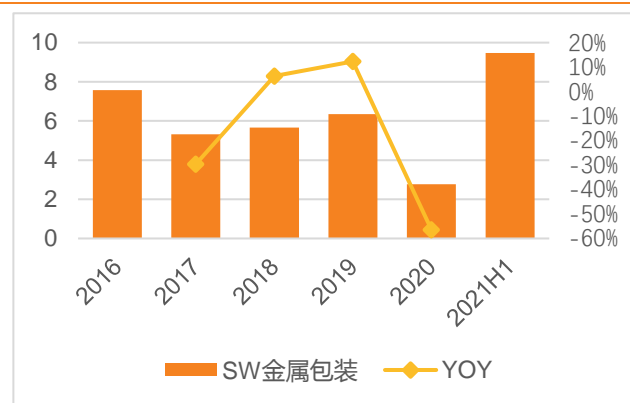
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 100: 2016-2021H1 金属包装板块归母净利润及同比增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 101: 2016 H1-2021H1 金属包装板块归母净利润及同比增速(亿元, %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 102: 2016-2021H1 塑料包装板块归母净利润及同比增速 (亿元, %)



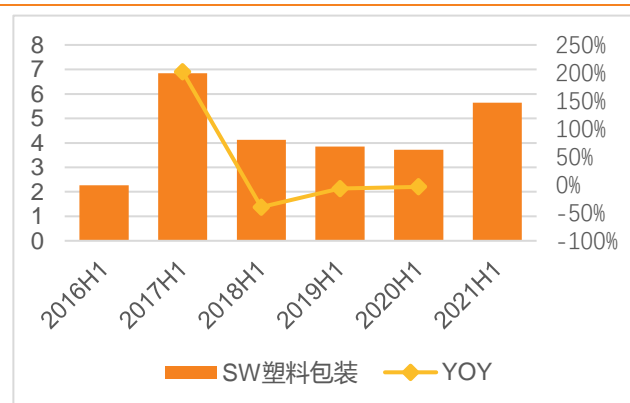
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

图 103: 2016 H1-2021H1 塑料包装板块归母净利润及同比增速(亿元, %)



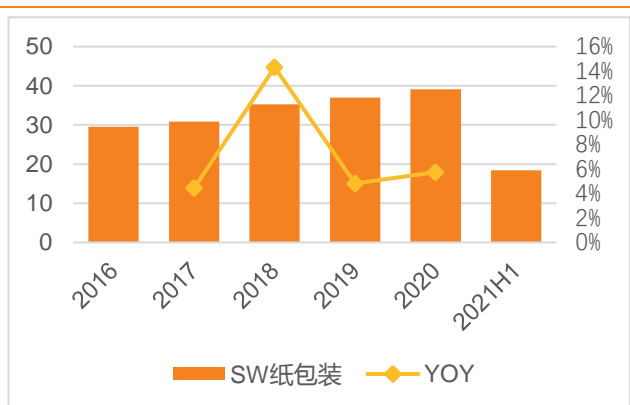


资料来源: Wind, 天风证券研究所



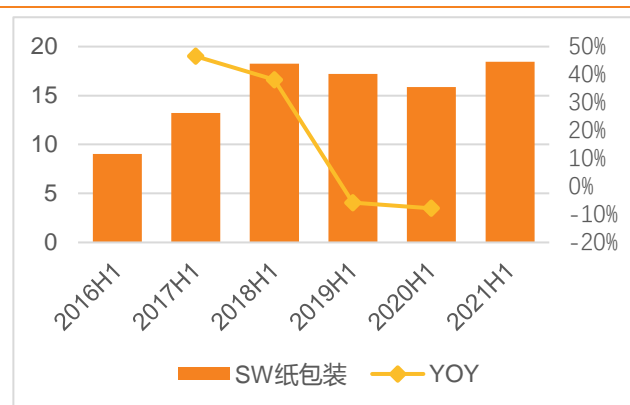
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 104: 2016-2021H1 纸包装板块归母净利润及同比增速 (亿元, %)



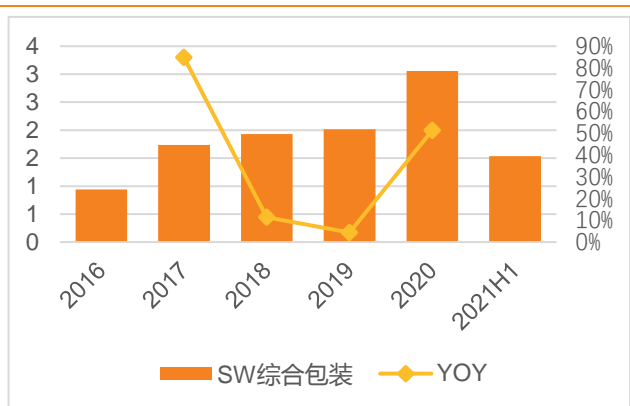
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 105: 2016 H1-2021H1 纸包装板块归母净利润及同比增速 (亿元, %)



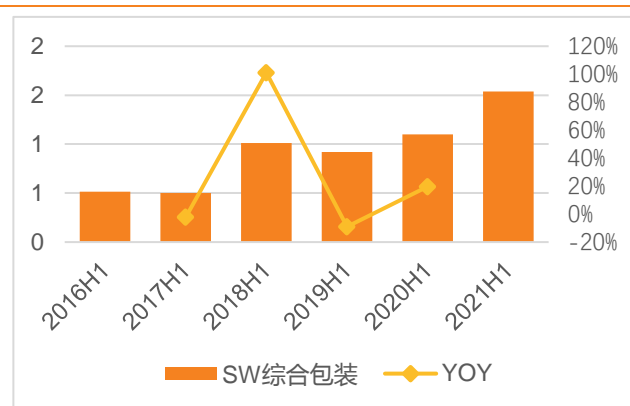
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 106: 2016-2021H1 综合包装板块归母净利润及同比增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 107: 2016H1-2021H1 综合包装板块归母净利润及同比增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

4.3. 包装企业产品应用领域延伸, 看好铝塑膜新业务的国产替代机会

【紫江企业】包装业务稳定增长, 铝塑膜受益国产替代, “买入”评级!

传统包装业务: PET 瓶及瓶坯和彩色纸包装印刷及塑料彩印为主要利润来源, 绑定可口可乐、百事可乐、统一等合作联盟关系, 新增喜茶、东鹏饮料等客户。预计 21-23 年归母净

利润分别为 6.2/7.1/7.9 亿元，同比增长 16%/14%/11%。

铝塑膜：持股 63%的紫江新材料是第二批“专精特新”公司，与国内知名锂电企业在动力电池及消费 3C 等场景合作，原材料大部分实现自产、进入动力领域证明技术实力；21H1 铝塑膜实现收入 1.67 亿元，销量 1045 万平米（+88%），其中动力铝塑膜销量 509 万平米（+310%），占比上升至 48%。20 年及 21H1 净利率分别为 18.82%和 17.25%，紫江铝塑膜的收入体量和净利率领先国内其他企业。

铝塑膜马鞍山月 180 万平预计 21Q4 投产，上海月 600 万平完成主体建设，预计 21-23 年铝塑膜销量分别为 2200 万/5000 万/1 亿平，预计 21-23 年权益利润分别为 0.40/0.96/1.98 亿元（持股 63%），买入评级！

【海顺新材】21H1 营收及利润高增，锂电铝塑膜有望成为新业绩增长点：

公司 2021H1 实现营业收入 4.29 亿元，同比增长 31.45%，实现归母净利润 0.59 亿元，同比增长 24.36%。**分产品看**，公司软包装（含冷冲压成型复合硬片、PTP 铝箔、SP 复合膜、原料药袋）和硬包装（PVC、PVC/PVDC、PVC/聚三氟氯乙烯、塑料瓶、铝塑复合盖）分别实现营收 3.10 亿元和 1.15 亿元，同比增长 36.21%和 42.71%；**分区域看**，公司国内和国外营收分别为 4.03 亿元和 0.26 亿元，同比增长 36.00%和同比减少 13.53%。**毛利率方面**，公司软包装和硬包装分别为 30.91%和 24.60%，同比减少 3.83pcts 和 1.41pcts，主要因为原材料价格有所上涨，2020H1 期间 LME 3 个月铝期货官方价平均值为 1622.31 美元/吨，2021H1 平均值为 2256.27 美元/吨，同比增长 39.08%。**费用端控制良好**，21H1 期间费用率同比下降 5.04pcts。2021H1 销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 4.29%、6.1%和 0.47%，分别同比下降 2.44pcts、1.08pcts 和 1.52pcts，其中财务费用率下降主要因为利息支出及汇兑损益同比减少。2021H1 研发费用率为 3.58%，保持稳定，同比增长 0.05pcts。

客户壁垒优势明显，与 80%中国百强医药公司建立合作关系。公司目前已有阿斯利康、诺华制药、华海药业、扬子江药业等 2000 余家客户，与 80%中国医药工业百强企业建立合作关系。公司不断深挖现有客户潜力，提升单品增量和多品类导入。此外，在现行“关联审评”制度下，国内药厂采购包材需要做上机测试、相容性和稳定性试验、现场审计、报省药监局或药审中心审批等，认证时间约为 9-12 个月，评估周期长、评估费用高，制药企业更换供应商成本较高，具有较高客户壁垒。

21H1 发出 355 份授权信，药包市占率或进一步提升。公司 21H1 向下游药厂发出 355 份授权信，用于一致性评价或新型药品开发申报，储备大量项目。过去三年半，公司累计发出超过 3000 封授权信，用于药厂客户一致性评价或新型药品申报。截至到 2021 年 6 月 30 日，公司拥有 115 个国家药审中心颁发的药包材登记号，11 个美国 FDA 颁发的 DMF 备案号，是国内固体药品包装品类最齐全的公司。此外，关联审评促进药用包装质量要求提升，行业集中度提升有望加速。

利用现有核心技术拓展新消费、新能源领域，研发锂电铝塑膜。公司利用多层共挤高阻隔技术、精密涂布技术、复合冷成型技术等，开发出高阻隔易剥离热塑成型片材、抗腐蚀锂电池铝塑膜等新产品，应用在新消费、新能源等领域，为公司可持续发展提供新的动力。

公司作为药包龙头，以冷冲压成型复合硬片产品为核心，并不断拓展在新消费、新能源、电子防护等新兴领域的应用场景。公司创始人及核心团队具有专业学位背景，20 年来持续专注于药用高阻隔包装领域，行业经验丰富，建议关注。

【东风股份】21H1 归母净利同增 82.50%，医药包装布局成果显现：

公司 2021H1 实现营收 18.62 亿元，同增 24.29%；实现归母净利润 4.69 亿元，同增 82.50%。**单季度看**，公司 Q1/Q2 分别实现营收 9.71/8.91 亿元，同增 10.22%/44.39%；公司 Q1/Q2 分别实现归母净利润 2.46/2.23 亿元，同增 33.07%/208.92%。**分产品来看**，公司 21H1 烟标 / 医药包装 / 基膜 / 纸品分别实现营收 12.29/2.59/0.68/0.52 亿元，同增

10.50%/181.41%/34.09%/-12.04%。**毛利率方面**，2021H1 综合毛利率 33.57%，同减 4.42pct，烟标/医药包装/基膜/纸品毛利率分别为 36.71%/24.98%/33.97%/40.60%，同比 -5.27/-3.70/+6.52/-4.87pct。**费用端保持稳定**，21H1 期间费用率（不包含研发费用率）12.58%，同减 0.25pct。**利润端增速亮眼**，21H1 投资收益 2.92 亿元，主要因为天图资管及其他联合方发起设立的消费投资基金参投奈雪的茶上市，确认投资收益 1.14 亿元。

烟标业务量价齐升驱动增长，规模效应显现。公司 21H1 中标“黄山”、“都宝”、“钻石”、“芙蓉王”等知名卷烟品牌合计 16 个项目。2021H1 实现烟标产品销售 165.80 万大箱，同增 7.44%。2021H1 生产细支烟、中支烟、短支烟、爆珠烟等烟标产品约 33.84 万大箱，收入约 4.13 亿元，同增较好；烟标产品出口收入 599 万元，出口地区包括中国香港、新加坡、也门等。

医药包装收入 21H1 同增 181.52%，增速亮眼，布局初见雏形。目前公司已并购干叶药包、首键药包、华健药包和福鑫华康四家公司，医药包装业务板块布局已初见雏形，下一步公司推进 I 类药包材、药用辅材、医疗器械领域内并购与整合。截至 21 年 6 月底，干叶药包成功通过阿斯利康审计，进入相容性试验阶段；公司控股子公司首键药包与北京科兴中维生物签订供货协议，为新冠疫苗产品供应铝塑组合盖，是主要供应商之一。

PET 基膜产品持续转型升级，差异化产品提高附加值。2021H1 鑫瑞科技差异化基膜产品销量约 1456.49 吨，同增 333.17%；收入 2059.12 万元，同增 316.10%；2021H1 鑫瑞科技窗膜、漆面保护膜等功能膜产品收入 3693.73 万元，同增 148.23%。鑫瑞奇诺高端阻隔膜材料项目已实现局部投产，其生产的 PVA 高阻隔涂布膜能够有效延长产品保质期，目前产品订单量迅速增加，预期全部投产后业务板块将实现较大幅度增长。

推进布局新型烟草及乳制品，消费投资基金布局高成长细分龙头。公司 21 年 7 月决定将全资子公司澳洲福瑞持有的尼平河加工厂全部股权转让给奥纯冠；东峰佳品“尼平河”和“爱视小爱浆”品牌在中国运营和销售，其线下全国终端门店已逾 2.5 万家，线上电商渠道不断开拓深入。全资子公司佳品健怡 FreeM 低温草本产品已投入线下销售；持股 40%的美众联配合多家海外品牌客户进行 PMTA 申请，并承接省级中烟公司雾化电子烟的技术研发。

公司烟标业务稳定增长，同时布局医药包装及新型烟草等大消费领域，布局效果初现，建议关注。

表 12：21Q1、21H1 包装印刷板块各公司营业收入、归母净利润及同比增速（亿元，%）

公司	21H1 营业收入	YOY	21Q2 营业收入	YOY	21H1 归母净利润	YOY	21Q2 归母净利润	YOY
印刷								
滨海能源	2.17	73.22%	1.07	32.27%	-0.18	45.21%	-0.11	159.04%
东港股份	6.01	9.84%	2.97	7.55%	0.90	21.94%	0.46	25.64%
鸿博股份	2.98	48.43%	1.35	9.43%	0.18	-15.40%	0.06	-84.55%
盛通股份	12.64	53.36%	6.45	39.29%	0.57	-554.75%	0.34	148.71%
上海易连	4.34	-72.95%	1.79	-15.03%	1.46	-34.24%	1.39	#####
金属包装								
中锐股份	3.37	30.07%	1.58	-0.11%	0.10	-142.66%	-0.08	-5.47%
奥瑞金	65.49	41.05%	34.77	25.53%	5.84	221.65%	2.89	109.68%
昇兴股份	21.90	124.01%	11.92	104.65%	0.72	-273.54%	0.26	-153.50%
华源控股	11.22	54.55%	6.42	30.59%	0.32	7.14%	0.26	2.01%
英联股份	8.46	62.26%	4.48	40.25%	0.33	-29.98%	0.17	-46.50%
嘉美包装	14.29	144.87%	6.78	129.52%	0.73	-373.29%	0.24	-436.78%
宝钢包装	31.89	26.48%	16.72	8.92%	1.53	75.75%	0.71	-3.43%
塑料包装								
珠海中富	7.42	16.15%	4.34	11.57%	0.19	-175.66%	0.28	119.88%

永新股份	13.77	10.72%	6.54	-8.30%	1.26	1.19%	0.65	-13.43%
王子新材	7.71	30.71%	4.11	16.94%	0.33	43.74%	0.20	26.86%
金富科技	3.41	29.97%	1.93	12.33%	0.56	54.30%	0.34	20.51%
紫江企业	48.71	10.29%	26.17	2.12%	3.30	32.68%	2.06	-0.05%

纸包装

陕西金叶	5.68	34.06%	3.25	31.62%	0.15	21.04%	0.14	29.17%
劲嘉股份	24.47	27.64%	12.52	23.98%	5.07	22.02%	2.55	27.20%
合兴包装	82.14	72.39%	44.65	57.58%	1.51	9.17%	0.90	-11.51%
美盈森	16.44	22.12%	8.24	2.35%	0.50	-47.10%	0.10	-78.81%
顺灏股份	8.08	12.80%	3.59	-20.49%	0.03	172.28%	0.02	-82.23%
环球印务	16.25	91.96%	9.48	134.44%	0.74	78.18%	0.44	100.78%
裕同科技	60.52	40.42%	33.93	36.44%	3.36	2.57%	1.70	-8.56%
新宏泽	0.69	-39.43%	0.30	-45.12%	0.08	-39.33%	0.05	-38.56%
金时科技	2.23	-18.99%	0.92	-39.90%	0.40	-46.33%	0.03	-93.33%
龙利得	3.46	2.25%	1.86	-6.43%	0.27	-13.45%	0.15	-26.20%
东风股份	18.62	24.29%	8.91	44.39%	4.69	82.50%	2.23	208.95%
永吉股份	1.78	-10.61%	0.76	-8.52%	0.88	12.09%	0.84	142.56%
集友股份	2.79	33.78%	1.37	9.31%	0.52	98.86%	0.21	-5.65%
翔港科技	2.88	42.63%	1.68	20.94%	-0.08	-338.55%	-0.03	-150.97%
大胜达	7.55	31.31%	3.90	19.35%	0.33	-67.84%	0.23	-75.79%

综合包装

天元股份	5.83	28.25%	3.10	18.81%	0.22	-30.97%	0.09	-59.74%
海顺新材	4.29	31.45%	2.05	20.09%	0.59	24.35%	0.25	-23.67%
新通联	3.38	12.36%	1.78	5.42%	0.12	-28.44%	0.08	-46.66%
京华激光	4.22	38.10%	2.35	39.99%	0.61	32.08%	0.32	48.96%

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 个护&生活纸：二季度消费疲软业绩承压，依旧看好品牌优势和集中度提升

个护国货品牌持续崛起，生活纸电商渠道崛起带动竞争格局变化。21H1 大众消费品受制于需求端疲软，叠加原材料价格处于较高位，盈利能力承压。

个护方面：

卫生巾领域：安心裤、液体卫生巾等创新产品或引领行业发展，百亚股份 21H1 业绩表现优秀，21H1 营收 7.60 亿元，同比+25.35%，归母净利润 1.32 亿元，同比+48.04%，据尼尔森数据，2020 年中国市场，公司卫生巾产品市场份额在国产厂商中位列第四，在川渝市场销售份额排名第二，川渝市场验证品牌建设潜力，公司通过直播、私域社群、社区团购等新兴渠道，通过线上建设全国性品牌力，享受渠道红利，建议关注【百亚股份】；

成人失禁领域：人口老龄化加剧&渗透率提升驱动成人失禁行业快速增长，消费升级促进价格导向的消费者观念转向品牌化阶段。据中国造纸协会数据，2017 年 65 岁以上老人中成人失禁用品渗透率 4.2%；据国家统计局数据，60 岁及以上人口 2.6 亿人，全部人口占比 18.7%，65 岁及以上人口 1.9 亿人。2010 年-2020 年，60 岁及以上人口占比提高 5.44pct，65 岁及以上人口占比提高 4.63pct。与上个十年相比，上升幅度分别提高了 2.51 和 2.72pct，**老龄化进程明显加快**。可靠股份 21H1 营收 6.30 亿元，同比-21.14%，归母净利润 0.67 亿元，同比-48.71%，主要受口罩业务拖累，其中，成人失禁产品营收 2.24 亿元，同比+9.2%；婴儿护理产品 3.54 亿元，同比-11.0%；宠物卫生产品 0.40 亿元，同比+8.0%，公司目前主要聚焦于四类客户：（1）重点医院的小卖部及周边店铺；（2）重点养老院；（3）品牌连锁

药店；(4) 社会团体和慈善机构，例如各地红十字会、残疾人联合会等，重点关注特通渠道开拓进展，建议关注【**可靠股份**】；维达国际旗下品牌添宁通过用家分享、专科医生讲解等模式进行消费者培育，包大人通过线上强化品牌形象，重点关注添宁渠道铺设情况，建议关注【**维达国际**】。

生活纸方面：

产品属性契合电商模式，线上渠道重要性凸显，维达国际和中顺洁柔线上占比较高，其中2021H1 维达线上销售占比达到 38%，推动公司业绩增长。2021Q2 竞争加剧，行业内公司促销力度较大，龙头企业业绩承压。龙头企业具备渠道、品牌、产能等优势，建议关注【**维达国际**】、【**中顺洁柔**】。

表 13：21Q1、21H1 个护&生活纸板块各公司营业收入、归母净利润及同比增速（亿元，%）

公司	21H1		21Q2		21H1		21Q2	
	营业收入	YOY	营业收入	YOY	归母净利润	YOY	归母净利润	YOY
中顺洁柔	42.48	17.46%	21.46	10.29%	4.07	-10.06%	1.36	-49.48%
百亚股份	7.60	25.35%	3.55	16.11%	1.32	48.04%	0.52	50.22%
豪悦护理	10.85	-21.72%	5.55	-37.92%	1.92	-48.76%	1.04	-62.83%
可靠股份	6.30	-21.14%	2.98	-38.72%	0.67	-48.71%	0.27	-67.73%

资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 盈利预测与估值

表 14：盈利预测与估值（单位：亿元）

	营业总收入				归母净利润				PE			
	21H1	同比	21Q2	同比	21H1	同比	21Q2	同比	21E	22E	21	22
603008.SH 喜临门	31.07	57.2%	18.57	48.4%	2.18	412.2%	1.33	37.5%	5.03	6.45	23.18	18.07
603816.SH 顾家家居	80.16	64.9%	42.34	64.5%	7.72	34.1%	3.87	43.9%	16.88	20.59	25.81	21.17
603801.SH 志邦家居	19.08	55.8%	12.26	36.5%	1.52	199.4%	1.01	6.1%	5.28	6.57	14.72	11.83
603833.SH 欧派家居	82.00	65.1%	49.01	38.6%	10.12	107.0%	7.69	30.1%	26.93	32.41	34.61	28.76
600210.SH 紫江企业	48.71	10.3%	26.17	2.1%	3.30	32.7%	2.06	-0.1%	6.63	8.07	20.04	16.46
002572.SZ 索菲亚	43.00	68.3%	25.40	41.8%	4.46	30.1%	3.28	-8.7%	13.86	16.20	12.99	11.11
603208.SH 江山欧派	14.07	32.5%	9.33	22.5%	1.77	31.4%	1.44	47.9%	5.76	7.42	13.03	10.13
603180.SH 金牌厨柜	13.27	60.1%	8.42	49.9%	0.87	41.2%	0.43	-22.3%	3.74	4.77	13.19	10.35
600963.SH 岳阳林纸	39.10	28.4%	19.47	9.0%	3.10	120.9%	1.43	169.4%	7.09	9.08	21.13	16.50
300501.SZ 海顺新材	4.29	31.5%	2.05	20.1%	0.59	24.4%	0.25	-23.7%	1.48	1.94	21.93	16.75
601515.SH 东风股份	18.62	24.3%	8.91	44.4%	4.69	82.5%	2.23	208.9%	6.42	6.99	15.87	14.58
002701.SZ 奥瑞金	65.49	41.0%	34.77	25.5%	5.84	221.6%	2.89	109.7%	9.05	10.41	16.13	14.02

资料来源：wind，天风证券研究所

7. 风险提示

原材料价格上行：行业内公司主要的原材料包括聚醚、TDI、PVC、金属件、木制品、纸浆等，原材料价格大幅波动或对公司经营产生一定影响；

宏观经济下行风险：若宏观经济下行，将对居民消费需求产生消极影响；

地产政策风险：家居企业对房地产行业波动较为敏感，房地产销售情况受政策影响较大，因此地产政策变化会进一步传导至家居行业，对家居企业的业务拓展和销售产生影响；

包装行业竞争加剧：或将出现更多包装企业向新的应用领域拓展业务，行业竞争加剧。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com