

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金轻工造纸指数	3382
沪深300指数	4891
上证指数	3544
深证成指	14477
中小板综指	13713

三季度是至暗时刻，静待需求向好

3Q21 业绩总结

■ **造纸：进口压制、需求偏淡、成本压力导致 3Q 板块景气度触底，静待提价带来的盈利边际修复。**三季度以来，在需求偏淡的行情下，产业链去库承压，浆系纸价格底部调整，废纸系平稳提价。

①**供给端：**受东南亚疫情反复、国内外纸品价差拉大的影响，文化纸、箱瓦纸净进口量提升带来增量供给，对国内纸价形成压制；

②**需求端：**下游需求偏淡，旺季不旺。其中，双胶纸受双减的影响，下游补库动力不足；铜版纸受海外需求平淡的影响，出口仍较疲软，出口转内销对国内供需造成压力。白卡纸、箱板纸则更多受国内社零消费需求疲软的影响，整体库存去化缓慢。

③**成本端：**虽然浆价自4月开始回落，但头部企业普遍在上半年拥有低价木浆库存或者自身木浆自给率较高，因此即便3Q浆价延续回落态势，头部企业并未受益。拥有低价木浆库存的纸企，纤维成本在3Q并未环比降低，而木浆自给率较高的纸企反而受浆价下跌的作用，成本优势被削弱。此外，海运费、国内供需缺口影响，国废价格逐步抬升；煤炭等能源价格攀升进一步加剧纸企的成本压力。

展望未来，近期各纸种已开始提价应对，短期看，需求不足令提价效果打折，但新增产能投资延续低迷的状态，以及“双碳政策”下，未来扩张的紧约束，令造纸行业中长期供给释放带来限制，此外，头部企业份额持续提升，助力各个细分纸种竞争格局优化。一旦需求向好，我们认为造纸行业的基本面将发生显著改善。

■ **家清&个人护理：高基数下增速回落，高端化&拓品类渐次展开。**1) 2020年受疫情影响，住户部门、渠道部门额外备库，形成较高基数，21年起家清个护行业进入去库阶段，行业竞争加剧，压制企业盈利表现。2) 短期：生活用纸企业成本压力减弱+需求边际好转，看好4Q盈利能力边际改善。例如洁柔已发布涨价函，预计提价缓解成本压力，进一步改善毛利率。尽管木浆成本下行，生活用纸企业仍面临能源和包材成本压力，国内生活用纸头部企业需加快产品创新，不断在细分领域推出新品，以及加快个护业务开拓。

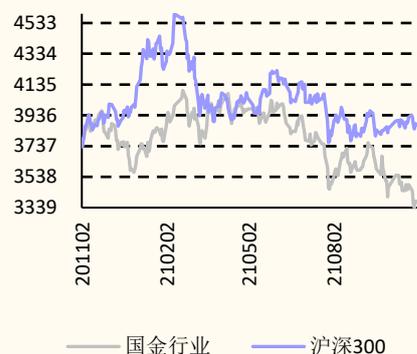
投资建议

■ 当前造纸行业价格、开工率、吨纸盈利均处于底部区域，与此同时，行业估值水平普遍处于较低位置，静待需求边际改善所带来的提价周期重现。建议关注：**太阳纸业**（广西产能有序投放成长逻辑通顺+品类多元化弱化周期属性）、**山鹰国际**（景气度边际上行+产能有序扩张+估值低）、**博汇纸业**（管理赋能持续兑现，看好后续内循环&以纸代塑提振需求）。

■ 虽然国内生活用纸&个护大品类都已进入存量市场，但消费升级趋势明显，且创新型产品能够刺激新的需求出现，给头部企业继续成长提供广阔的舞台。重点关注**维达国际**（纸巾得宝&立体美高端化升级、中高端卫生巾品牌 Libresse 拓系列+拓渠道顺利推进）、**中顺洁柔**（Lotion&自然木等高端系列渗透、卫生巾品牌朵蕾蜜品牌力逐步确立）。

风险提示

下游需求不及预期导致提价不及预期的风险；原材料价格大幅上涨的风险；新品推广不及预期的风险；代工商大客户流失的风险



相关报告

1. 《箱板瓦楞纸继续涨价，关注地产税改革试点-轻工行业周报》，2021.10.25
2. 《下游补库，支撑箱板瓦楞纸价拉涨-轻工行业周报》，2021.10.16
3. 《9月家清个护&家居阿里全网数据跟踪-家清个护线上数据月报》，2021.10.12
4. 《关注房地产流动性的边际变化-轻工行业周报》，2021.10.7
5. 《日本宠物行业复盘：三维度探析国货崛起-宠物行业专题报告》，2021.9.30

姜浩

分析师 SAC 执业编号: S1130520040003
jianghao@gjzq.com.cn

尹新悦

联系人

内容目录

造纸：价格、成本双重挤压下，3Q 造纸板块基本面触底	4
行业回顾：需求疲软纸价低迷，成本抬升压制盈利.....	4
行业展望：静待旺季到来，各纸品盈利有望温和修复.....	8
造纸板块投资建议.....	13
家清&个人护理：高基数下增速回落，高端化&拓品类渐次展开	13
行业回顾：高基数下居民开启去库，成本提升&费用投入压制盈利.....	13
行业展望：中长期看好国内企业的中高端&品类开拓战略.....	15
家清&个护板块投资建议.....	15
风险提示	16

图表目录

图表 1：双胶纸价格平均吨纸毛利（元/吨）.....	4
图表 2：铜版纸价格平均吨纸毛利（元/吨）.....	4
图表 3：白卡纸价格平均吨纸毛利（元/吨）.....	4
图表 4：箱板纸价格平均吨纸毛利（元/吨）.....	4
图表 5：重点造纸企业前三季度营收同比+35%.....	5
图表 6：重点纸企前三季度净利润+yoy.....	5
图表 7：分纸种收入增速.....	5
图表 8：分纸种净利润增速.....	5
图表 9：重点纸企单季度毛利率.....	6
图表 10：重点纸企 3Q21 平均毛销差下降.....	6
图表 11：重点纸企 3Q21 费用率整体下降.....	6
图表 12：重点纸企单季度净利率变化.....	6
图表 13：分纸种单季度净利率.....	7
图表 14：应收账款周转天数.....	7
图表 15：存货周转天数.....	7
图表 16：重点纸企 3Q 账面存货（亿元）保持高位.....	8
图表 17：重点纸企经营性现金流与净利润.....	8
图表 18：重点纸企固定资产略有抬升.....	8
图表 19：重点纸企资本开支（亿元）.....	8
图表 20：21 年 1-9 月造纸及纸制品固定资产累计投资完成额较 19 年+3.17%.....	9
图表 21：4 月以来国际浆价高位下行.....	9
图表 22：2021 年起纸浆港口库存缓慢去化.....	9
图表 23：全球木浆库存天数逐步回升.....	10
图表 24：4Q2021 起预计有 410 万吨阔叶浆产能释放.....	10

图表 25: 巴西金鱼木浆现金成本	10
图表 26: 从需求结构角度, 2021-2023 年中国各纸种新增产能占比.....	11
图表 27: 白卡社会库存去化, 双胶/铜版仍处高位.....	11
图表 28: 木浆系各纸种企业库存已进入下行周期.....	11
图表 29: 废纸系各纸种社会库存仍在高位.....	11
图表 30: 废纸系各纸种企业库存处于历史平均水平	11
图表 31: 铜版纸、双胶纸、白卡纸开工率.....	12
图表 32: 废纸系纸企 5 月以来开工负荷率边际回暖.....	12
图表 33: 双胶纸供给端进口冲击在减弱	12
图表 34: 双铜纸出口需求冲击较强.....	12
图表 35: 箱板纸与瓦楞纸进口量同比走低.....	13
图表 36: 箱板纸与瓦楞纸进口均价边际提升	13
图表 37: 重点造纸企业盈利预测及估值	13
图表 38: 1H21 家清个护企业营收增速有所下滑	14
图表 39: 3Q21 家清个护企业同比 3Q19 仍保持稳健增长.....	14
图表 40: 受居民去库存影响, 3Q21 家清个护企业营收增速进一步收窄	14
图表 41: 3Q 销售费用率仍处高位	14
图表 42: 家清个护企业累计毛销差变动情况.....	15
图表 43: 家清个护企业单季度毛销差.....	15

造纸：价格、成本双重挤压下，3Q 造纸板块基本面触底

行业回顾：需求疲软纸价低迷，成本抬升压制盈利

从价格走势来看，受下游需求疲软影响，产业链补库动力不足，浆系纸价格进入下行周期，废纸系受上游原材料废纸价格在禁废令下推涨的影响，价格呈稳中上行趋势。

图表 1：双胶纸价格平均吨纸毛利（元/吨）



来源：RISI，国金证券研究所

图表 2：铜版纸价格平均吨纸毛利（元/吨）



来源：RISI，国金证券研究所

图表 3：白卡纸价格平均吨纸毛利（元/吨）



来源：RISI，国金证券研究所

图表 4：箱板纸价格平均吨纸毛利（元/吨）



来源：RISI，国金证券研究所

整体财务数据回顾

供需、成本侧均承压，吨净利同比、环比收窄。根据我们跟踪的 12 家重点造纸公司业绩表现，发现 21 年前三季度重点纸企营收增速同比+35.3%，分季度来看，1Q/2Q/3Q 营收增速分别为 58.0%/26.1%/17.1%，三季度以来，在需求偏淡的行情下，产业链去库承压。具体来看，

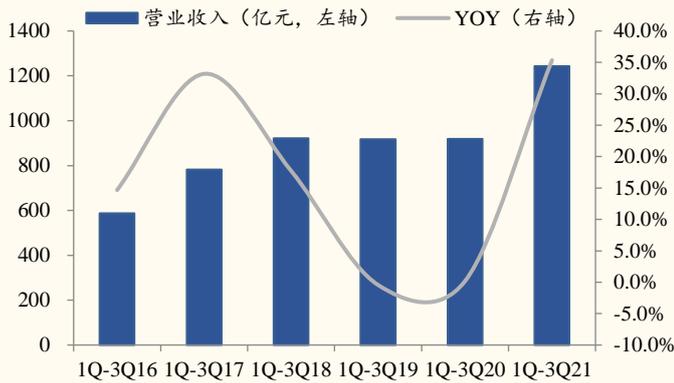
1) 供给端：进口纸压力仍较大，受东南亚疫情反复、国内外纸品价差拉大的影响，文化纸、箱瓦纸净进口量提升带来增量供给，对国内纸价形成压制。

2) 需求端：下游需求偏淡，旺季不旺。其中，双胶纸受双减的影响，下游补库动力不足；铜版纸受海外需求平淡的影响，出口仍较疲软，出口转内销对国内

供需造成压力。白卡纸、箱板纸则更多受国内社零消费需求疲软的影响，整体库存去化缓慢。

3) 成本端：①木浆价格：4月浆价见顶，转向下行，3Q阔叶浆均价环比-450元/吨，同比+1100元/吨。部分纸企由于上半年拥有低价木浆库存，因此浆价环比回落，并未对3Q成本带来助益。浆价下滑带来纸价下调，且需求不足，影响下游补库欲望。3Q双胶/铜版纸/白卡纸价格5460/5440/6200元/吨（税前），环比-1200/-1400/-2940元/吨，同比+38/+190/+370元/吨。②废纸价格：受禁废令，海外废纸价格上涨以及废纸浆难以进口的作用，3Q国内废黄板纸均价同比+620元/吨，环比+170元/吨。③能源成本：期内煤炭成本不断提升，9月末焦炭期货价格1680元/吨，较6月末+700元/吨，纸企普遍能源成本压力较大。

图表 5: 重点造纸企业前三季度营收同比+35%



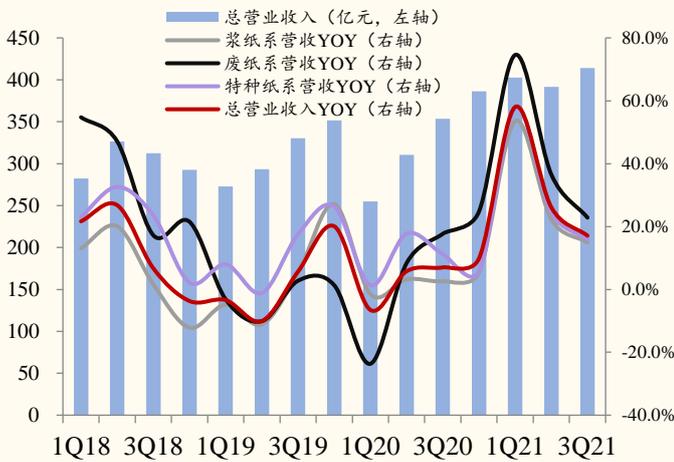
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 重点纸企前三季度净利润+yoy



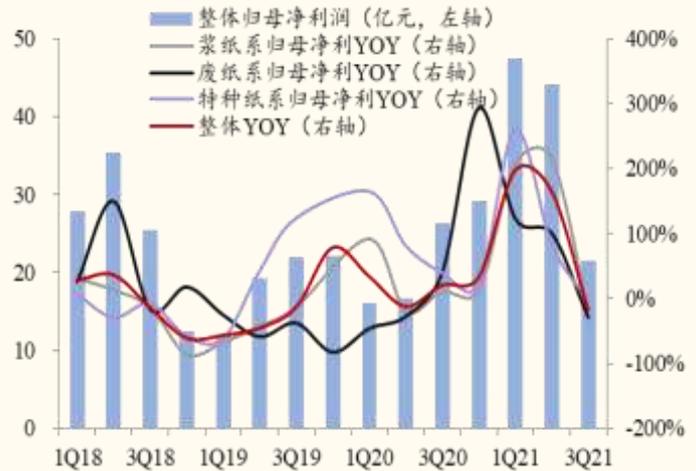
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: 分纸种收入增速



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: 分纸种净利润增速



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 9: 重点纸企单季度毛利率

单季度毛利率	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	
太阳纸业	27.53%	26.37%	23.14%	17.33%	17.70%	21.77%	23.84%	26.19%	24.59%	22.72%	22.56%	9.20%	23.44%	22.14%	14.42%	
晨鸣纸业	35.21%	33.00%	30.67%	24.21%	23.03%	30.27%	27.49%	31.56%	28.24%	22.57%	24.16%	18.81%	29.08%	33.64%	15.25%	
浆纸系	博汇纸业	28.08%	20.27%	13.77%	1.92%	15.23%	14.24%	11.18%	16.94%	21.66%	14.11%	19.40%	14.66%	33.42%	34.63%	21.81%
	岳阳林纸	23.22%	25.60%	19.35%	15.71%	10.81%	17.83%	19.78%	24.22%	21.89%	17.52%	18.46%	18.90%	21.10%	19.60%	12.86%
	华泰股份	13.85%	16.96%	17.99%	10.04%	10.62%	13.26%	14.82%	17.28%	17.07%	14.43%	16.41%	8.71%	14.21%	14.63%	11.14%
废纸系	森林包装	-	-	-	-	-	16.43%	20.94%	14.38%	15.51%	18.04%	17.41%	16.27%	14.16%	11.22%	
	山鹰国际	21.27%	24.73%	20.26%	25.45%	19.78%	17.40%	18.32%	23.12%	13.24%	16.60%	16.41%	14.91%	13.53%	9.61%	
	晨兴纸业	12.95%	17.57%	11.76%	8.28%	9.87%	9.71%	10.33%	13.84%	13.30%	7.67%	14.27%	15.70%	18.45%	16.57%	13.04%
特种纸系	仙鹤股份	21.51%	17.46%	17.28%	14.11%	11.09%	18.08%	20.95%	23.17%	23.53%	24.16%	23.22%	13.49%	22.45%	27.78%	19.67%
	齐峰新材	12.71%	12.05%	10.75%	9.59%	8.60%	15.15%	15.63%	16.56%	13.05%	15.26%	17.77%	10.91%	17.44%	14.05%	3.69%
	五洲特纸	-	-	-	-	-	19.04%	24.86%	29.65%	22.45%	18.08%	24.72%	28.99%	21.58%	11.07%	
	冠豪高新	20.35%	19.00%	21.25%	20.42%	16.47%	20.20%	27.71%	35.84%	21.75%	20.05%	24.00%	27.26%	19.15%	17.50%	16.67%

来源: Wind, 国金证券研究所

毛销差承压, 成本管控效率提升, 财务成本压力进一步减轻。由于部分企业更改会计准则, 我们采用毛销差指标进行分析, 重点纸企 3Q21 毛销差下滑至近三年最低点。规模效应下、各纸企费用管理效率进一步优化, 平均管理费用率、财务费用率改善明显。

图表 10: 重点纸企 3Q21 平均毛销差下降



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 11: 重点纸企 3Q21 费用率整体下降



来源: Wind, 国金证券研究所

净利率已处于近三年历史低位。其中, 浆系纸主要受纸价调整、能耗成本抬升的影响, 盈利受到挤压。废纸系需求偏弱, 库存去化缓慢, 纸价提涨动力偏弱, 无法对原料和能源成本的上涨进行超额转嫁, 盈利表现承压。部分特种纸景气度好于大宗造纸, 挺价能力较强, 盈利能力受影响较小, 但头部企业亦受到低价库存耗尽、原料综合成本抬升的影响, 盈利能力边际下滑。

图表 12: 重点纸企单季度净利率变化

单季度净利率	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	
太阳纸业	13.6%	12.1%	8.1%	7.7%	7.0%	9.7%	10.7%	11.0%	9.7%	8.3%	8.7%	9.6%	14.5%	13.8%	6.8%	
晨鸣纸业	10.8%	12.1%	9.2%	0.9%	0.6%	6.9%	6.7%	7.6%	3.5%	6.0%	6.6%	7.9%	12.2%	11.8%	0.7%	
浆纸系	博汇纸业	11.9%	7.8%	4.8%	-13.2%	5.6%	0.5%	0.2%	-0.1%	7.1%	2.6%	7.2%	6.6%	20.0%	17.8%	10.2%
	岳阳林纸	9.5%	7.9%	2.8%	1.2%	-2.3%	3.6%	4.8%	9.0%	6.9%	3.0%	6.9%	6.6%	8.5%	7.5%	2.6%
	华泰股份	4.5%	5.6%	7.6%	1.8%	3.1%	4.9%	5.8%	5.4%	5.8%	4.0%	5.8%	5.3%	8.3%	7.0%	4.5%
废纸系	森林包装	-	-	-	-	-	5.9%	14.1%	5.8%	7.2%	9.7%	14.4%	10.0%	10.3%	7.1%	
	山鹰国际	11.2%	16.9%	10.1%	17.5%	8.6%	7.8%	6.5%	0.9%	6.0%	4.6%	6.6%	5.1%	7.1%	6.6%	3.4%
	晨兴纸业	8.4%	10.2%	7.1%	-1.4%	6.0%	4.4%	1.9%	3.2%	5.1%	5.6%	7.3%	8.5%	9.6%	10.2%	6.0%
特种纸系	仙鹤股份	12.3%	7.1%	7.3%	3.6%	3.5%	8.7%	11.6%	13.4%	11.6%	15.8%	16.3%	14.8%	18.4%	24.3%	20.0%
	齐峰新材	2.6%	2.0%	1.1%	0.7%	0.3%	4.8%	5.7%	5.3%	2.7%	4.6%	7.3%	7.3%	10.2%	6.1%	0.7%
	五洲特纸	-	-	-	-	-	9.8%	12.1%	18.0%	11.3%	9.4%	14.4%	14.8%	14.8%	17.0%	5.1%
	冠豪高新	3.9%	4.4%	5.5%	3.0%	2.5%	5.8%	6.1%	10.5%	5.0%	6.2%	6.3%	10.4%	4.2%	7.7%	5.7%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表 13: 分纸种单季度净利率



来源: Wind, 国金证券研究所

周转角度: 3Q 重点纸企应收账款周转天数、存货周转天数均有所下滑。

图表 14: 应收账款周转天数



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 15: 存货周转天数



来源: Wind, 国金证券研究所

纸企库存仍处高位，内部结构出现分化。其中，1) 浆系纸: 账面存货金额环比有所下滑，预计主要原因一方面是之前储存的低价库存原料木浆耗尽，原料木浆库存水平预计恢复至平均水平，另一方面开工率降低，产品去库。2) 废纸系: 库存小幅抬升，预计主要是为应对原料废纸上涨趋势，适当小幅提升原料废纸库存; 3) 特种纸: 由于特种纸上市企业主要位于浙江、广东等地区，预计为了应对四季度限电，提前进行旺季备货。

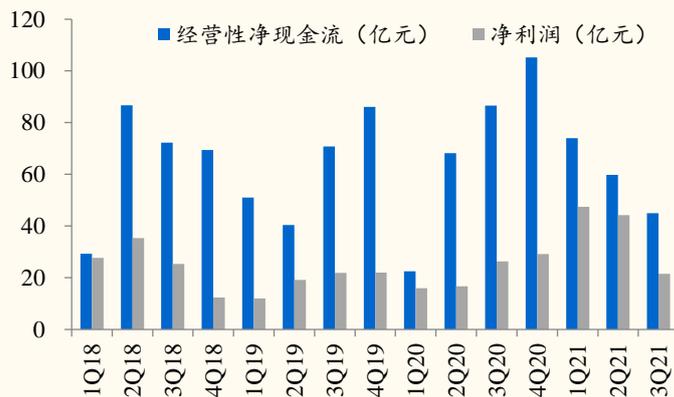
经营性现金流: 景气下滑，带来经营性现金流环比减少。3Q 受纸价下跌影响，下游去库存，一方面影响纸企单季度销量，另一方面影响纸企预收款，导致经营性净现金流入环比减少。

图表 16: 重点纸企 3Q 账面存货 (亿元) 保持高位



来源: Wind, 国金证券研究所

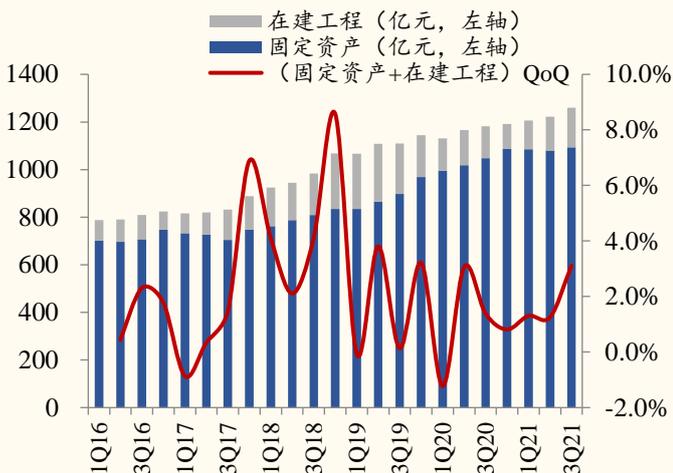
图表 17: 重点纸企经营性现金流与净利润



来源: Wind, 国金证券研究所

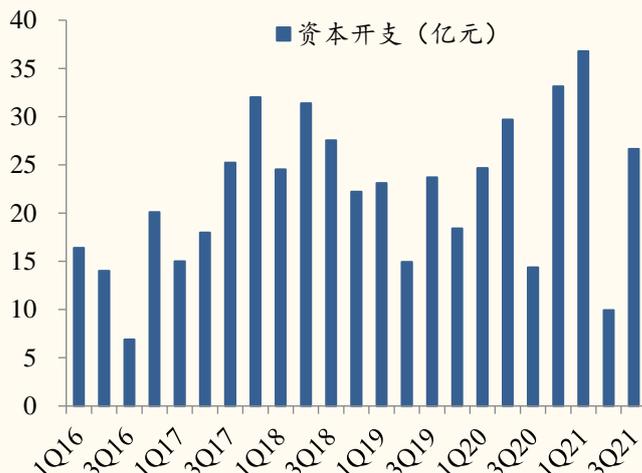
资本开支略有提升, 但双碳政策&能耗控制下, 预计约束中长期产能新增。固定资产增速虽略有回升, 但仍处历史低位, 主要原因是去年疫情影响对产能建设有一定推迟, 考虑到行业景气度的下滑、双碳政策下对于后续造纸项目的审批约束趋紧, 行业产能扩张节奏将放缓, 这有利于头部企业维护行业竞争格局, 份额继续提升, 对造纸行业中长期发展形成利好。

图表 18: 重点纸企固定资产略有抬升



来源: WIND, 国金证券研究所

图表 19: 重点纸企资本开支 (亿元)



来源: WIND, 国金证券研究所

行业展望: 静待旺季到来, 各纸品盈利有望温和修复

从造纸行业整体产能投放角度, 虽然固定资产投资完成额增速从 202 年 4 月触底开始回升, 但 2021 年 1-9 月累计增速较 2019 年同期仅增加 3.2%, 而当下造纸行业基本面的低迷将进一步削弱产业加大投资的诉求, 这将导致行业 2022-2023 新增产能较少, 为中期供求关系改善奠定基础。

图表 20: 21 年 1-9 月造纸及纸制品固定资产累计投资完成额较 19 年+3.17%

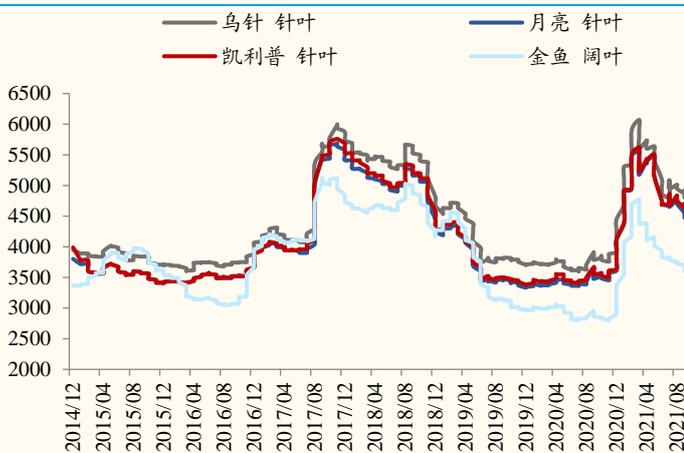


来源: Wind, 国金证券研究所

木浆价格: 供求失衡, 未来一年看空浆价

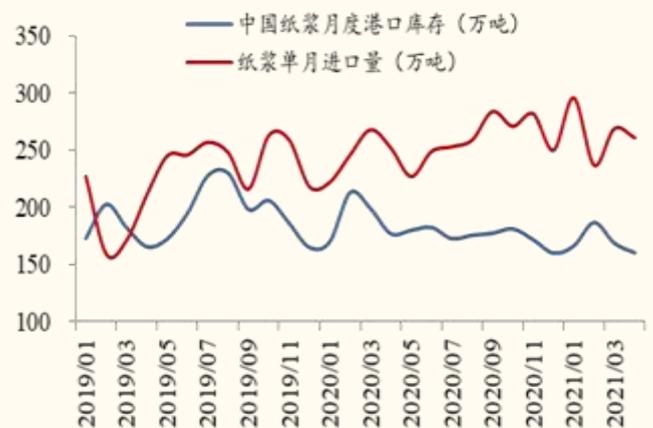
短中期角度木浆价格保持下行趋势: 供给端: 伴随 21 年巴西 280 万吨阔叶浆产能投放, 22 年上半年智利 120 万吨阔叶浆投产, 我们判断将对阔叶浆整体行业供给形成较大的压力。限电政策导致下游造纸企业开工率整体下行, 短期弱化对木浆的需求。因此我们判断今年 4Q 至明年上半年, 浆价将保持下行趋势, 木浆系公司的成本端压力有望减弱。

图表 21: 4 月以来国际浆价高位下行



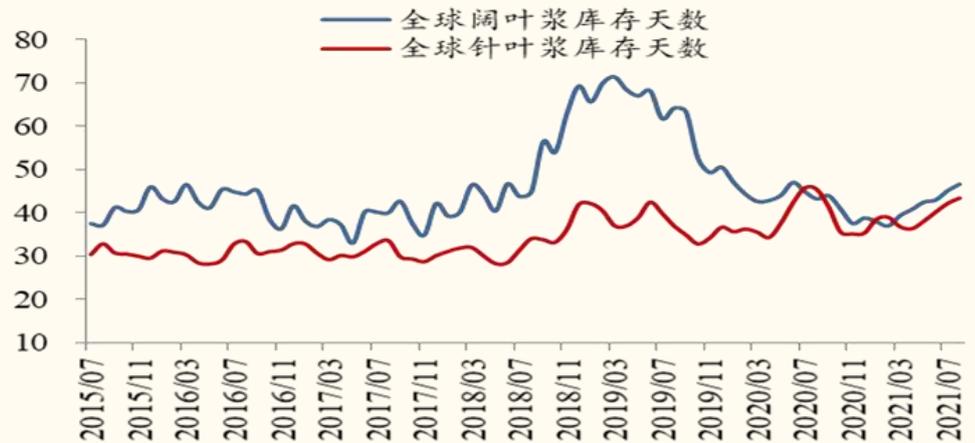
来源: RISI, 国金证券研究所

图表 22: 2021 年起纸浆港口库存缓慢去化



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表 23: 全球木浆库存天数逐步回升

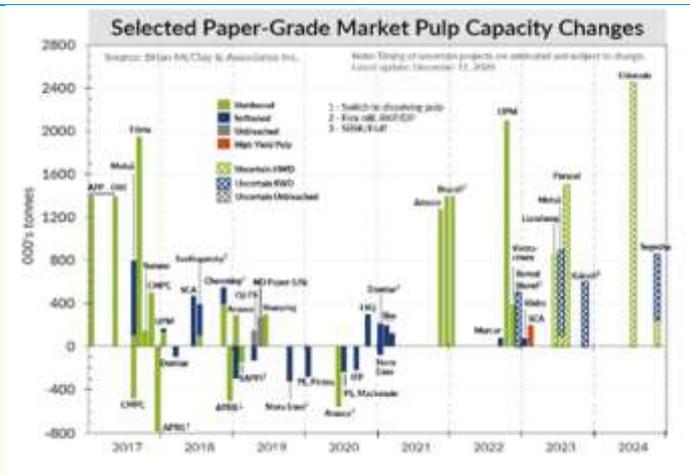


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

3Q 浆厂现金成本有所提升: 3Q21 巴西金鱼木浆现金成本 711 巴西雷亚尔/吨, 主要受能源(天然气)价格, 二氧化氯等化工原料、运输成本的提升, 以及高检修维护成本的影响, 预计后续现金成本有望维持或小幅上行。

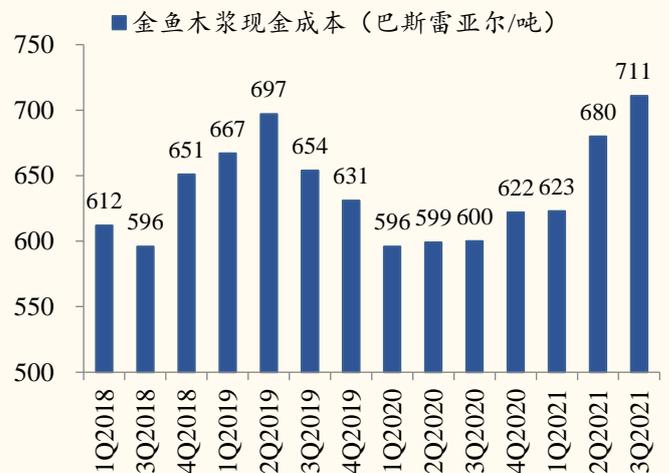
未来需求结构: 中国占全球商品浆需求的 40%, 目前木浆系造纸基本面低迷, 且未来三年产能投放结构中以箱板纸为主, 木浆需求增量有限。

图表 24: 4Q2021 起预计有 410 万吨阔叶浆产能释放



来源: Hawkins Wright, 国金证券研究所

图表 25: 巴西金鱼木浆现金成本



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 26: 从需求结构角度, 2021-2023 年中国各纸种新增产能占比

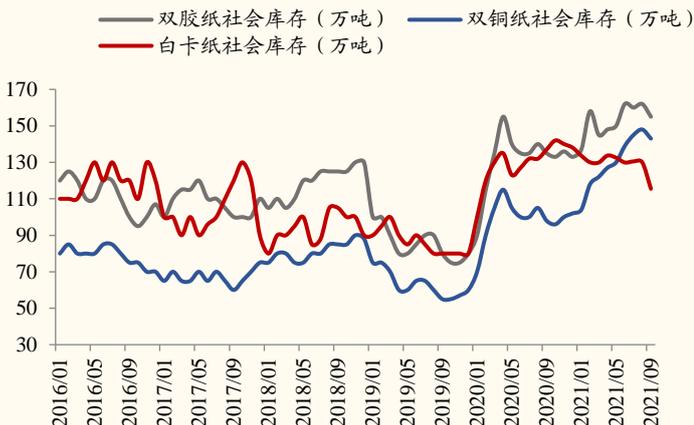


来源: 纸业联讯, 国金证券研究所

各纸种行情展望

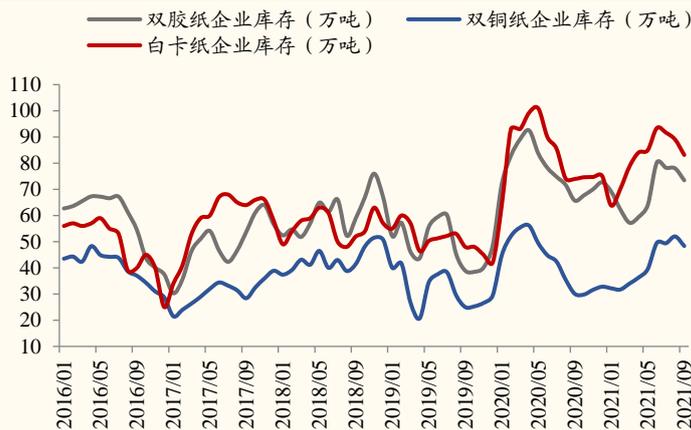
短期双控缓解库存压力, 后续仍需观察下游需求边际变化、限电对行业短期产能影响是否超预期。受限电影响, 各纸种自 9 月起库存开始加速去化。当前, 浆系纸种企业、社会库存已进入高位去化阶段, 废纸系纸企库存已降至历史平均水平, 社会库存整体仍处高位。

图表 27: 白卡社会库存去化, 双胶/铜版仍处高位



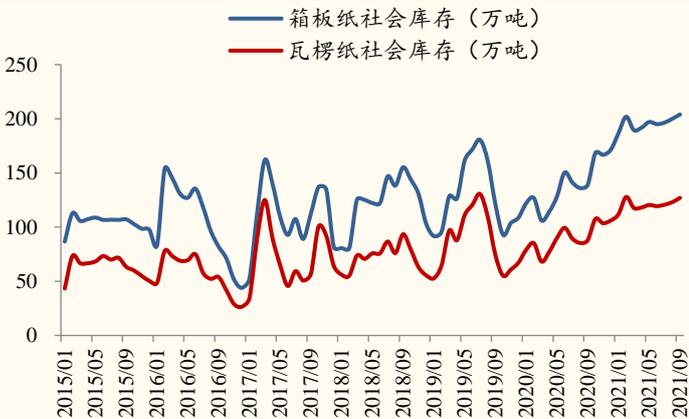
来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表 28: 木浆系各纸种企业库存已进入下行周期



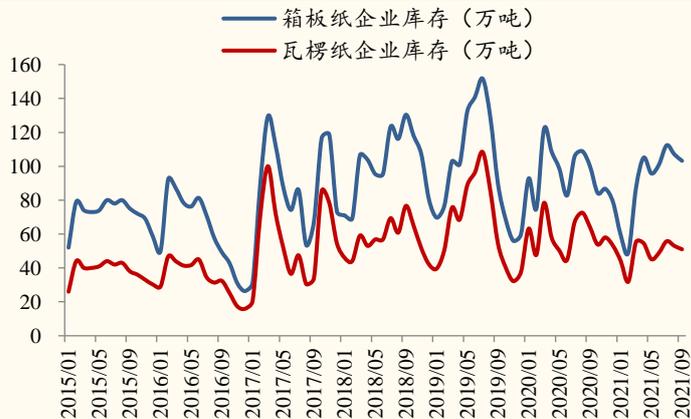
来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表 29: 废纸系各纸种社会库存仍在高位



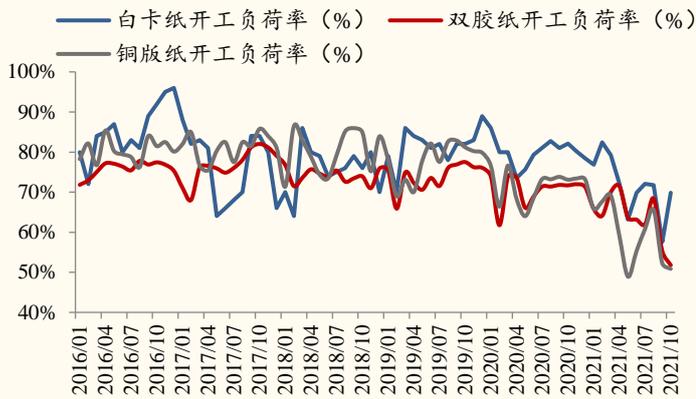
来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表 30: 废纸系各纸种企业库存处于历史平均水平



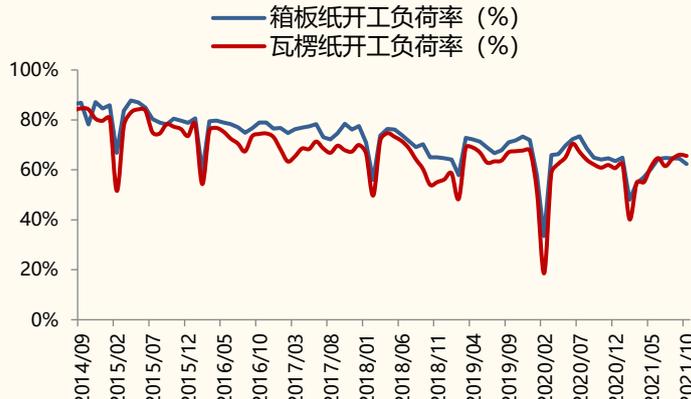
来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表 31: 铜版纸、双胶纸、白卡纸开工率



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表 32: 废纸系纸企 5 月以来开工负荷率边际回暖



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

双胶纸: 进口纸压制有望减弱, 旺季到来盈利触底回升

双控缓解库存压力, 海外需求修复+进口纸价格优势减弱, 进口纸压力边际减弱, 优化供给端格局。1) 进口方面: 4 月以来, 受东南亚疫情反复的影响, 海外需求回落, 印尼等东南亚低价纸再次流入国内, 新增外来供给对文化纸价格形成一定压制, 19/20/21M1-M9 双胶纸净出口量分别为 48/-34/-48 万吨, 在全球疫情缓解之后, 进口量有望同比缩减, 如果进口恢复往期正常水平, 文化纸进口带来的供给压力将会进一步减弱, 供需格局有望边际好转。2) 成本端: 受能源成本上涨影响, 10 月起各纸厂陆续发布 300 元/吨涨价函, 看好后续提价落地, 成本端浆价逐步下滑, 吨盈利边际改善可期。

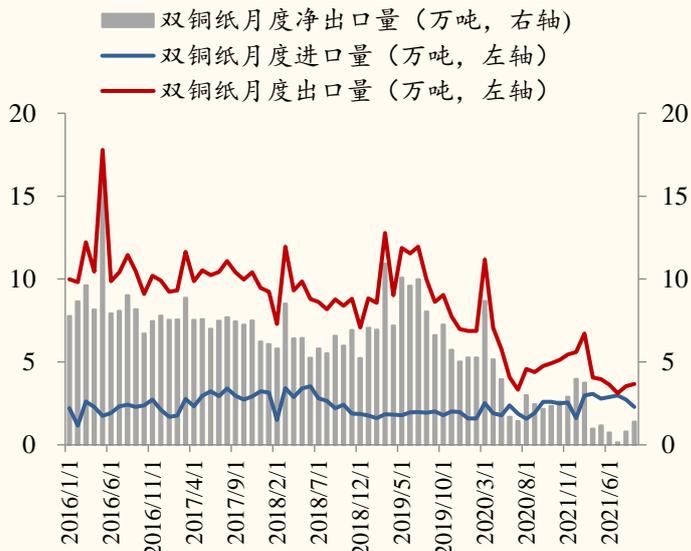
铜版纸: 静待出口修复。1) 出口方面: 19/20/21M1-M9 双胶纸净出口量分别为 94/44/16 万吨, 疫情以来受海外需求低迷、海运费上涨的影响, 出口受到较大影响, 出口转内销进一步对国内供需格局造成压力。在全球疫情缓解之后, 出口有望恢复, 国内供需格局有望好转。2) 成本端: 与双胶纸情况类似, 受能源成本上涨影响, 10 月起各纸厂陆续发布 300 元/吨涨价函, 鉴于铜版纸格局较优, 当前开工率已降至 50.9%, 看好后续提价落地, 成本端浆价逐步下滑, 吨盈利边际改善可期。

图表 33: 双胶纸供给端进口冲击在减弱



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表 34: 双铜纸出口需求冲击较强



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

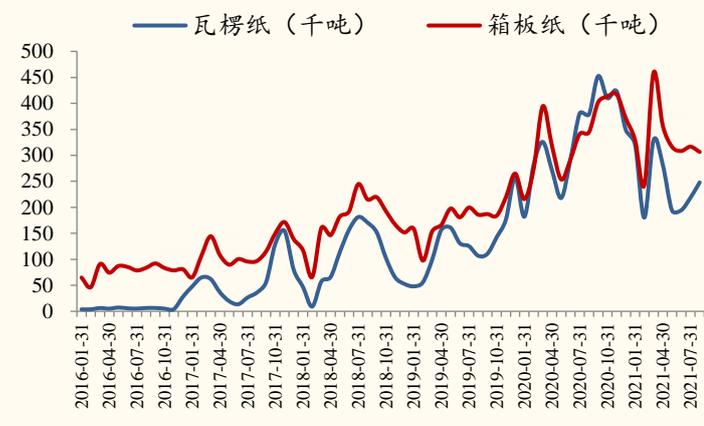
白卡纸：价格筑底，需求偏弱&新增产能预期影响下游补库

当前白卡均价 5900 元/吨（含税），较 9 月以来持平，主要受 4Q 新产能投放预期、需求疲软，下游补库欲望不强导致纸厂提价难度加大。9 月限产影响下，行业开工率已低至 58%，行业社会库存环比-11%，当前库存压力较小，我们认为白卡纸价格已处于底部，后续仍需观察下游需求边际变化、四季度限电对行业产能影响是否超预期。

箱板瓦楞纸：纸企低位库存助力涨价落地，提价能否持续取决于进口、需求是否能不断改善

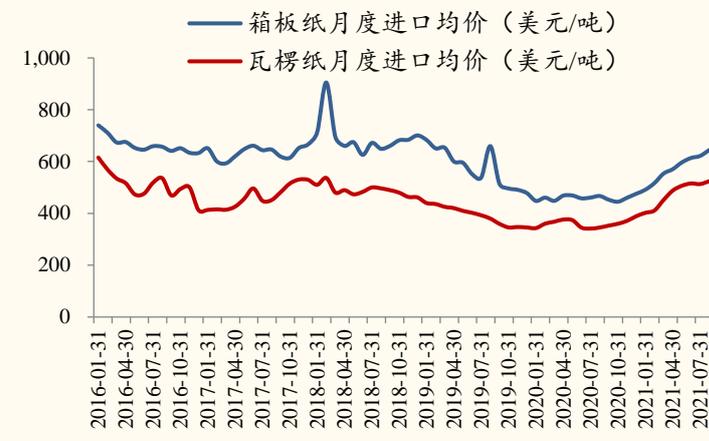
当前箱板纸/瓦楞纸/国废吨均价较 9 月底+410/+530/+80 元。1) 进口方面，压力逐步释放，21 年前 9 月箱板/瓦楞纸进口量 298/225 万吨，同比+14.5/-53 万吨，其中 9 月进口同比-5.8/-16.7 万吨，预计东南亚本土需求回暖，进口压力有望逐步减弱。2) 成本端：限电、停机加剧供需偏紧预期，看好后续涨价落实，9 月起行业多次发布涨价函，转嫁上游原料及能耗成本压力。

图表 35：箱板纸与瓦楞纸进口量同比走低



来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 36：箱板纸与瓦楞纸进口均价边际提升



来源：卓创资讯，国金证券研究所

造纸板块投资建议

我们认为当前造纸行业处于基本面底部，估值底部，静待需求向好，所带来的新一轮提价周期出现。

建议关注：太阳纸业（广西产能有序投放成长逻辑通顺+品类多元化弱化周期属性）、山鹰国际（景气度边际上行+产能有序扩张成长性突出+估值低）、博汇纸业（管理赋能持续兑现，看好后续内循环&以纸代塑提振需求）。

图表 37：重点造纸企业盈利预测及估值

代码	公司	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE				PB
			2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
002078.SZ	太阳纸业	309	19.5	33.5	33.9	44.4	15.8	9.2	9.1	7.0	1.6
600966.SH	博汇纸业	141	8.3	24.6	21.3	23.7	16.9	5.7	6.6	5.9	1.9
000488.SZ	晨鸣纸业	211	17.1	23.2	16.1	23.1	12.3	9.1	13.1	9.2	1.1
600567.SH	山鹰国际	150	13.8	19.1	22.5	25.9	10.9	7.9	6.7	5.8	0.9
603733.SH	仙鹤股份	253	7.2	11.9	14.7	18.8	35.3	21.3	17.2	13.5	4.2

来源：Wind，国金证券研究所

家清&个人护理：高基数下增速回落，高端化&拓品类渐次展开

行业回顾：高基数下居民开启去库，成本提升&费用投入压制盈利

收入端：2020 年受疫情影响居民家庭加速累库，形成较高基数，21 年起家清个护行业进入去库阶段。收入产品结构方面，除稳健医疗外，其他家清个护企业 3Q 起受疫情物资的影响已经较小。

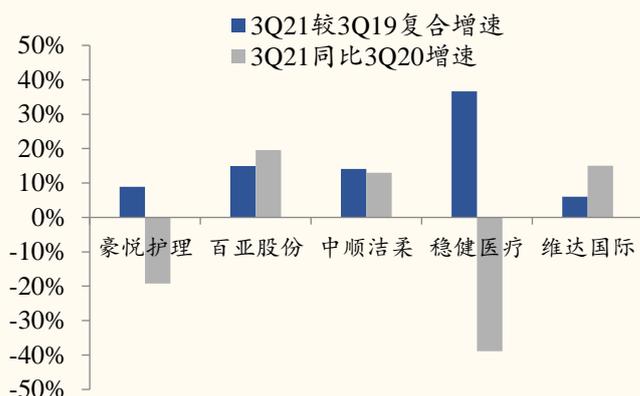
成本费用：原材料、能耗成本压力大，新品推广+竞争激烈推升销售费用，毛销差收窄。①原材料角度，个护用品上游主要为 SAP、无纺布等石油衍生物，受石油价格上涨、限产导致开工率不足的影响，原料价格压力较大。②期内能耗、包材成本有所上涨。③受新品推广、新渠道开拓、终端竞争仍较为激烈的影响，销售费用仍保持高位，压制盈利能力，导致 3Q 毛销差同比、环比均有所收窄。

图表 38：1H21 家清个护企业营收增速有所下滑

		1-3Q16	1-3Q17	1-3Q18	1-3Q19	1-3Q20	1-3Q21
中游代工	依依股份	-	-	-	-	-	2.2%
	可靠股份	-	-	-	-	-	-29.7%
	豪悦护理	-	-	-	-	46.7%	-19.2%
下游品牌商	百亚股份	-	-	-	-	10.5%	19.6%
	维达国际	21.4%	11.4%	11.1%	9.1%	-2.3%	15.1%
	中顺洁柔	32.6%	22.3%	21.7%	18.1%	15.3%	13.0%
	稳健医疗	-	-	-	-	205.4%	-38.9%

来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 39：3Q21 家清个护企业同比 3Q19 仍保持稳健增长



来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 40：受居民去库存影响，3Q21 家清个护企业营收增速进一步收窄

季度营收YOY	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	
中游代工	依依股份	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	40.6%	-28.2%	10.2%	
	可靠股份	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10.3%	6.1%	-38.7%	-45.5%	
	豪悦护理	-	-	-	-	-	-	-	-	95.8%	18.9%	-2.0%	7.8%	-37.9%	-13.9%	
下游品牌商	百亚股份	-	-	-	-	-	-	-	-	25.9%	21.6%	4.7%	34.7%	16.1%	7.8%	
	维达国际	21.8%	10.9%	1.4%	8.4%	7.9%	7.3%	12.5%	5.2%	-16.2%	10.6%	-0.2%	16.2%	30.7%	9.5%	7.2%
	中顺洁柔	18.7%	24.8%	21.6%	24.2%	25.8%	19.9%	10.2%	13.6%	8.5%	19.2%	17.7%	25.0%	25.8%	10.3%	4.5%
	稳健医疗	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	427.4%	106.8%	53.0%	-33.6%	-67.1%

来源：Wind，国金证券研究所

图表 41：3Q 销售费用率仍处高位

销售费用率	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21
001206.SZ 依依股份					1.2%	0.8%	0.9%	1.3%	1.0%	1.9%	1.1%
301009.SZ 可靠股份					4.4%	3.4%	3.4%	5.1%	5.5%	6.3%	10.9%
605009.SH 豪悦护理			5.0%	6.0%	4.7%	3.6%	5.0%	7.1%	6.1%	5.8%	6.9%
003006.SZ 百亚股份		26.7%	29.9%	24.1%	17.4%	21.2%	16.7%	15.9%	15.2%	21.0%	20.8%
002511.SZ 中顺洁柔	17.2%	21.0%	20.5%	23.4%	22.6%	24.2%	25.5%	8.9%	18.6%	24.5%	23.2%
300888.SZ 稳健医疗			29.2%	31.2%	20.2%	18.1%	10.7%	7.1%	17.3%	24.2%	23.4%

来源：Wind，国金证券研究所

图表 42: 家清个护企业累计毛销差变动情况

累计毛销差		1Q-3Q18	1Q-3Q19	1Q-3Q20	1Q-3Q21
中游代工	依依股份	-	-	23.9%	17.6%
	可靠股份	-	26.1%	19.0%	15.4%
	豪悦护理	-	24.2%	34.6%	23.6%
下游品牌商	百亚股份	-	17.8%	24.9%	26.5%
	中顺洁柔	16.5%	18.7%	22.5%	15.9%
	稳健医疗	-	24.4%	48.4%	27.8%

来源: 纸业联讯, 国金证券研究所

图表 43: 家清个护企业单季度毛销差

季度毛销差		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21
中游代工	依依股份	-	-	-	-	-	-	-	-	19.2%	33.2%	-	-	17.3%	18.8%	17.0%
	可靠股份	-	-	-	-	-	-	-	-	22.2%	33.0%	19.3%	18.9%	19.8%	16.2%	8.3%
	豪悦护理	-	-	-	-	-	-	24.0%	27.4%	30.4%	41.8%	27.7%	22.6%	24.5%	24.7%	21.6%
下游品牌商	百亚股份	-	-	-	-	-	19.0%	13.6%	22.1%	27.9%	20.0%	26.9%	25.0%	30.1%	25.1%	23.4%
	中顺洁柔	7.5%	17.0%	14.8%	15.6%	16.8%	18.3%	20.9%	19.8%	22.5%	23.7%	21.2%	19.4%	21.9%	14.5%	11.1%
	稳健医疗	-	-	-	-	-	-	30.3%	17.0%	35.5%	40.7%	55.9%	42.4%	37.4%	25.9%	17.3%

来源: Wind, 国金证券研究所

行业展望: 中长期看好国内企业的中高端&品类开拓战略

短期: 生活用纸企业成本压力减弱+需求边际好转, 看好 4Q 盈利能力边际改善。

1) 生活用纸企业, 木浆成本下行趋势下, 4Q 成本端压力有望进一步减弱, 21 年双 11 提前进行, 头部生活用纸企业有望充分发挥电商优势, 高收入基数下固定成本分摊有望摊薄, 4Q 盈利能力有望边际改善。此外, 洁柔已发布年后涨价函, 预计提价缓解成本压力, 进一步改善毛利率。2) 卫生用品代工企业: 短期原料、海运成本压力仍在, 得益于自身优质供应链能力和产品创新能力, 有望进一步开拓客户, 提升市场份额, 中长期成长可期。

中长期角度, 高端化、多品类仍是发展主线。以洁柔、维达为代表的生活用纸企业积极推进产品结构高端化。例如, 洁柔一方面积极推进湿巾、厨房用纸、棉柔巾等升级品类, 未来有望在 FACE 油画系列、高端纸巾品类 Lotion、新棉初白等品类进一步加速宣传推广, 此外还积极布局卫生巾品牌朵蕾蜜, 打造立体式品牌传播矩阵, 通过多元化、多样化传播矩阵, 表达品牌诉求, 为打造第二成长曲线奠定基础。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。

家清&个护板块投资建议

短期虽竞争压力仍存, 看好木浆成本下行趋势下毛利率边际上行, 中长期看好头部品牌企业通过产品创新进行中高端升级以及个护等高毛利品类的开拓。重点关注维达国际 (纸巾得宝&立体美高端化升级、中高端卫生巾品牌 Libresse 拓系列+拓渠道顺利推进)、中顺洁柔 (Lotion&自然木等高端系列渗透、卫生巾品牌朵蕾蜜品牌力逐步确立)。

维达国际: 短期业绩承压, 电商表现靓丽, 中高端持续推进

3Q 缩减促销, 原辅材成本+限产抬高成本分摊导致盈利能力承压。3Q 毛利率 35%, 同比-1.9pct, 环比-0.9pct。主要原因如下: 1) 木浆成本虽呈下滑趋势但绝对值较去年同期仍处高位, 叠加期内能源、包材成本上涨。2) 中国受限产、马来西亚受疫情无法开工影响, 固定成本分摊提升。在诸多成本要素上升影响下毛利率下降幅度好于预期, 主要来自公司 3Q 减少促销、高端产品占比提升优化盈利结构。

4Q 双 11 值得期待，看好个护发力、电商渠道成长。短期角度，21 年“双 11”大促提前到来，有利于进一步提振公司 4Q 业绩。中长期，公司有望将天猫电商运营经验复制到抖音、快手等平台，预计 3Q 抖音平台环比增速超+80%。内地中高端卫生巾品牌 Libresse 发展势头较好，伴随品类的丰富以及各渠道的广泛铺货，有望继续保持高速增长。

投资建议：预计公司 21-23 年归母净利润分别为 16.5、19.4、22.3 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 15.4、13.1、11.4 倍，维持“买入”评级。

中顺洁柔：短期业绩承压，中长期看好高端化&多品类驱动成长

高端化+个护发力打开新空间，回购彰显公司发展信心。1)品类端，短期生活用纸行业竞争仍较激烈，我们看好洁柔份额的提升。高端品牌 Lotion、自然木，以及高端品类湿巾、厨房纸巾等有望逐步发力，卫生巾、纸尿裤等个护品类打开中长期发展新空间。2)渠道端，21 年双 11 提前开启，有望进一步提振 4Q 业绩；公司亦积极开拓社区团购、抖音等新零售渠道。3)回购：21 年 1 月起公司发起回购用于员工股权激励，截至 10 月 31 日，公司已累计回购 2306 万股，占总股本 1.76%，回购金额 6.3 亿元。

投资建议：预计公司 21-23 年归母净利润分别为 6.0、7.1、8.1 亿元，当前股价对应 PE 分别为 37.6、31.7、27.7 倍，维持“买入”评级。

风险提示

下游需求不及预期导致提价不及预期的风险：若下游需求持续疲弱，则影响了大宗造纸、生活用纸、个护等品类下游消费需求，提价有望无法推进，导致企业盈利持续承压。

原材料价格大幅上涨的风险：若木浆等原材料价格大幅上涨，则导致企业成本压力加大，无法向下游及时传导进而导致盈利能力削弱，造成业绩不及预期。

新品推广不及预期的风险：家清及个护企业积极应对行业竞争，推出新品以迎合下游消费需求，若新品推广销售不及预期，则会影响公司的业绩表现。

代工商大客户流失的风险：个护代工商下游客户集中度较高，且下游客户市场竞争较为激烈，若出现大客户减少订单或流失，则会影响公司的业绩表现。

公司投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
- 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
- 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402