

## 轻工制造行业2021Q3业绩综述

轻工制造首席证券分析师：张潇

执业证书编号：S0600521050003

联系邮箱：yjs\_zhangxiao@dwzq.com.cn

轻工制造证券分析师：邹文婕

执业证书编号：S0600521060001

联系邮箱：zouwj@dwzq.com.cn

日期：2021/11/3



## ■ 1.轻工板块三季度报概述

## ■ 2.定制家具子版块

## ■ 3.其他家具子版块

## ■ 4.个护子版块

## ■ 5.造纸子版块

## ■ 6.包装印刷子版块

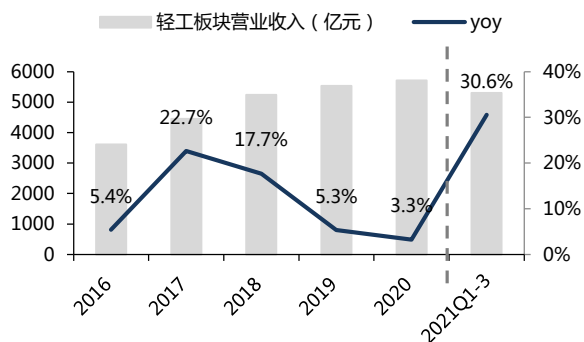
## ■ 7.投资建议及风险提示

## 1. 轻工板块三季报概述

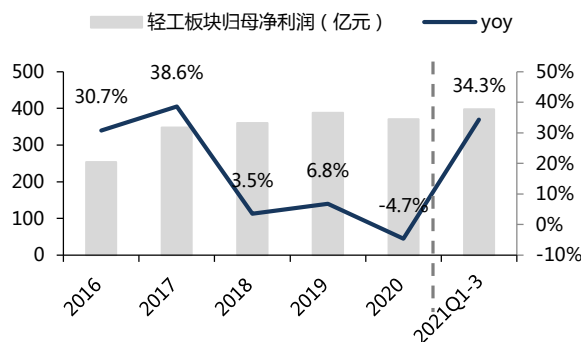
# 1.轻工板块三季报概述

➤ **成长性：收入端增速放缓，利润端受原材料、汇率、运费等多重压力同比下滑。**轻工制造板块2021Q3实现营业收入1892.49亿元，同比+16.1%，增速环比回落12.1pp；归母净利润118.13亿元，同比-12.82%。

轻工制造板块2016-2021前三季度营业收入

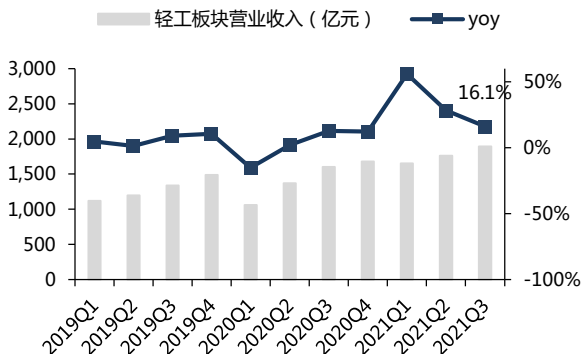


轻工制造板块2016-2021前三季度归母净利润

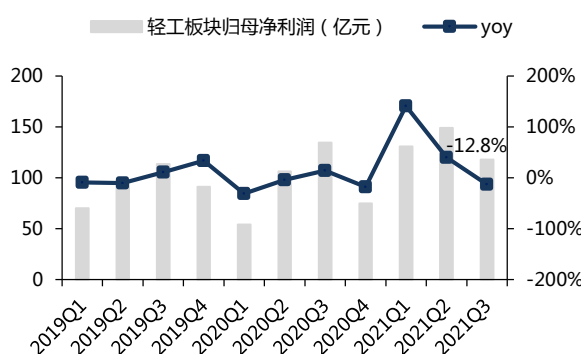


轻工制造板块2021Q1-3实现营业收入5303.58亿元，同比+30.55%，较2019Q1-3+32.62%；实现归母净利润397.99亿元，同比+34.35%，较2019Q1-3增长36.4%。

轻工制造板块2019Q1-2021Q3单季营业收入



轻工制造板块2019Q1-2021Q3单季归母净利润

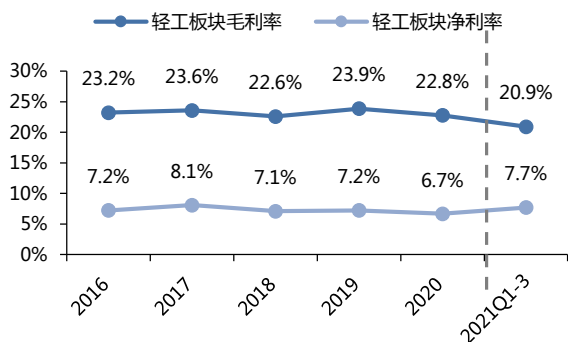


分季度来看，轻工制造板块2021Q1/Q2/Q3分别实现营业收入1650.78/1760.3/1892.49亿元，同比分别+55.88%/+28.18%/+16.1%；归母净利润130.86/149/118.13亿元，同比分别+141%/+39.97%/-12.82%。

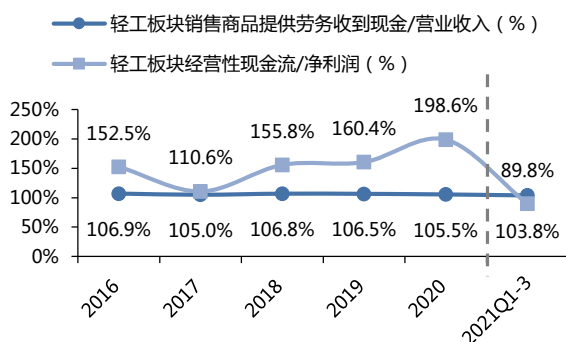
# 1.轻工板块三季报概述

► **盈利能力：受损幅度较大，静待原材料、运费拐点。**轻工制造板块2021Q3销售毛利率19.54%，同比-5.01pp，环比-2.27pp；销售净利率6.41%，同比-2.24pp，环比-2.25pp。

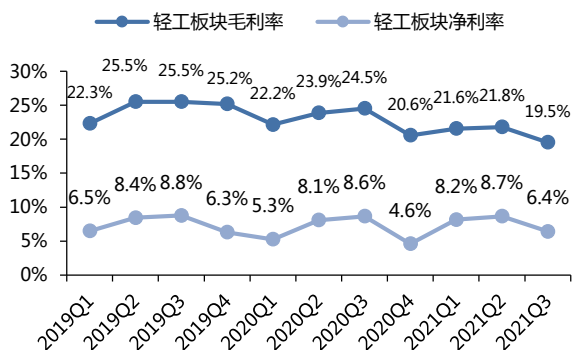
轻工制造板块2016-2021前三季度毛利率&净利率



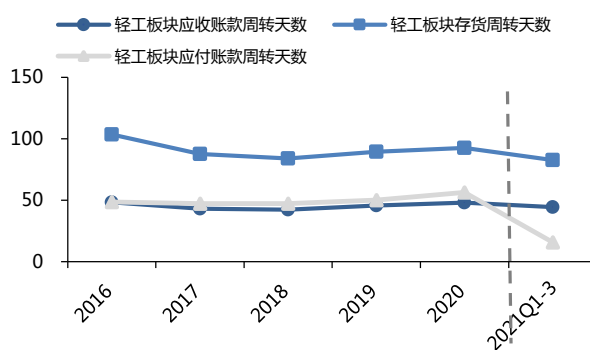
轻工制造板块2016-2021前三季度现金流



轻工制造板块2019Q1-2021Q3单季毛利率&净利率



轻工制造板块2016-2021前三季度运营效率



盈利能力方面，轻工制造板块2021Q1-3毛利率/净利率分别为20.92%/7.70%，同比分别-2.77pp/+0.13pp。分季度看，2021Q1/Q2/Q3毛利率分别为21.56%/21.81%/19.54%，净利率分别为8.15%/8.65%/6.41%。

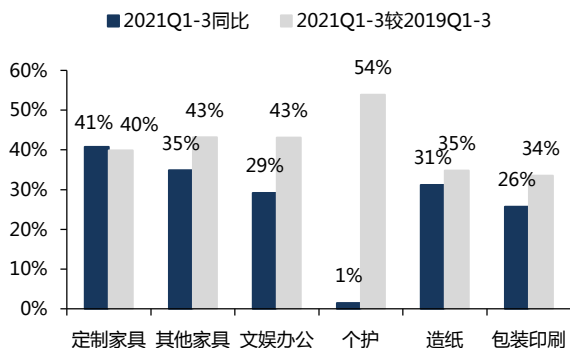
现金流方面，轻工制造板块2021Q1-3销售商品提供劳务收到现金/营业收入为103.83%，同比+0.39pp；经营现金流/净利润为89.79%，同比-57.45pp。

经营效率方面，轻工制造板块2021Q1-3应收账款周转天数44.27天，同比-8.45天；存货周转天数82.58天，同比-15.19天；应付账款周转天数15.58天，同比-1.96天。

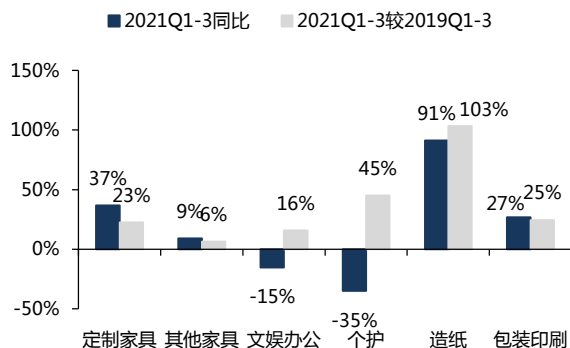
# 1.轻工板块三季报概述

分子版块看，2021Q3定制家具、包装子版块表现较为稳健，造纸、个护子版块表现偏弱。

轻工板块2021Q1-3各子版块营业收入增速

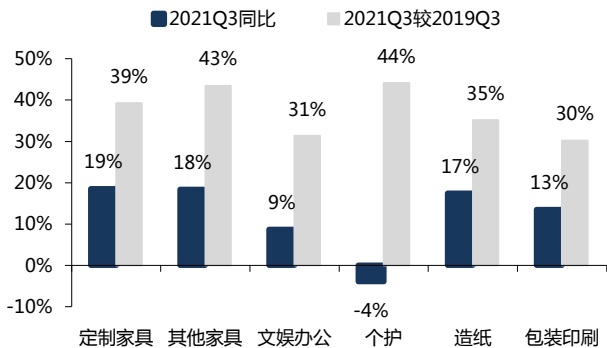


轻工板块2021Q1-3各子版块归母净利润增速

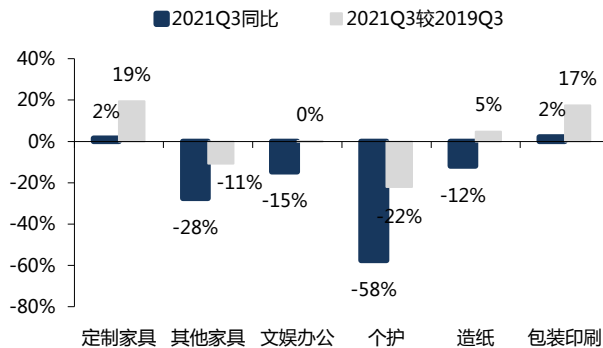


分子版块来看，2021Q1-3定制家具子版块实现稳定增长，营业收入及归母净利润同比分别+40.72%、+36.77%；造纸子版块受益于2021年1-4月高景气度盈利能力提升，营业收入同比+31.19%，归母净利润同比+91.27%；个护子版块在口罩业务导致2020Q1-3基数较高及原材料上涨较多等因素共同影响下业绩表现偏弱，营业收入同比+1.49%，归母净利润同比-35.08%。

轻工板块2021Q3各子版块营业收入增速



轻工板块2021Q3各子版块归母净利润增速



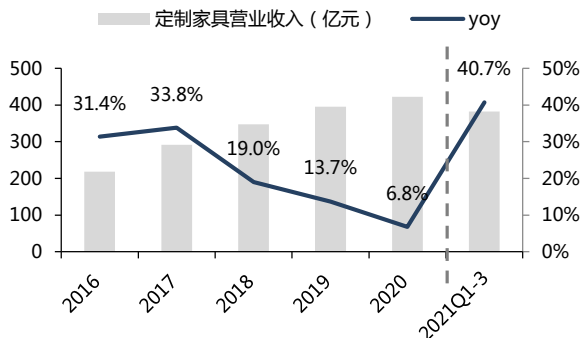
分季度来看，2021Q3定制家具收入同比+18.57%，仍维持较高增长，由于原材料价格上涨和汇率原因，利润端增速放缓，同比+1.59%；造纸Q3行业景气度下降，收入端利润端均出现回落，同比+17.47%/-11.93%。

## 2. 定制家具子版块

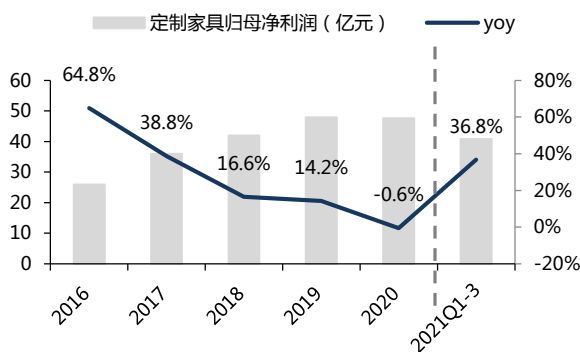
# 2.1 定制家具子板块概述

定制家具板块2021Q3受到原材料价格上涨、海运的影响，收入增速进一步分化，龙头企业欧派、索菲亚凭借优越渠道控制能力维持业绩高速增长。

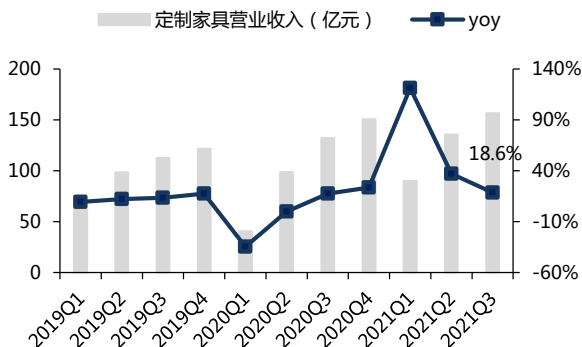
定制家具板块2016-2021前三季度营业收入



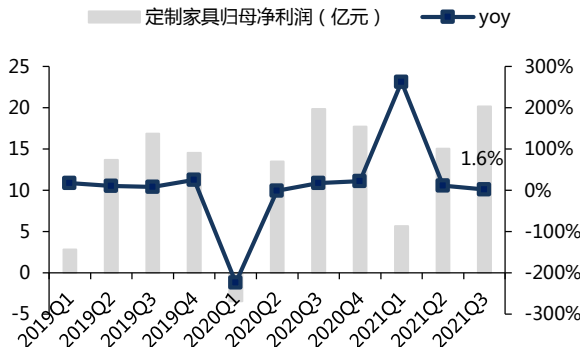
定制家具板块2016-2021前三季度归母净利润



定制家具板块2019Q1-2021Q3单季营业收入



定制家具板块2019Q1-2021Q3单季归母净利润



定制家具版块2021Q1-3实现营业收入382.25亿元，同比+40.72%，较2019Q1-3+39.83%；实现归母净利润40.85亿元，同比+36.77%，较2019Q1-3+22.52%。

分季度看，Q1/Q2/Q3分别实现营业收入90/135.48/156.77亿元，同比分别+121.29%/+37.22%/+18.56%；归母净利润5.65/15.04/20.16亿元，同比分别+262.27%/+11.41%/+1.59%。

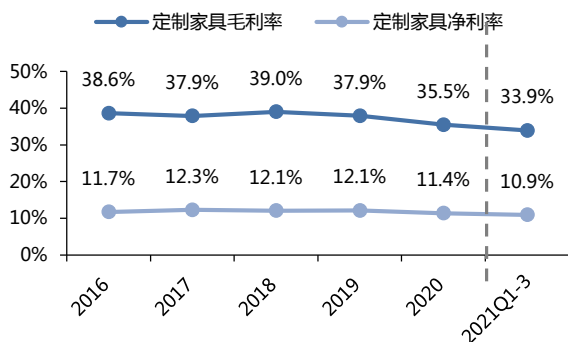
数据来源：Wind，东吴证券研究所



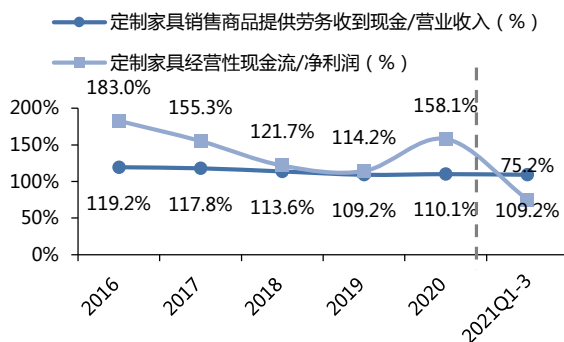
# 2.1 定制家具子板块概述

**盈利能力：2021Q3定制家具子板块毛利率同比-4.2pp，销售净利率同比-2pp，主要受原材料及能源价格上涨、市场竞争加剧公司加大让利幅度导致。**

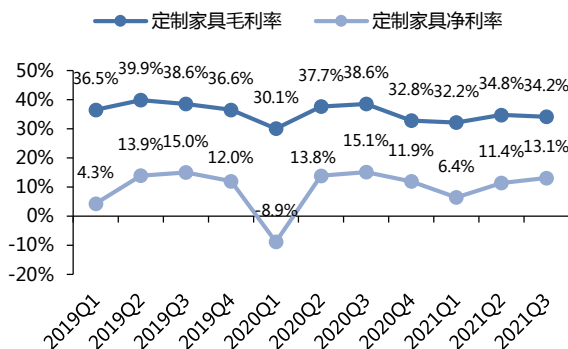
定制家具板块2016-2021前三季度毛利率&净利率



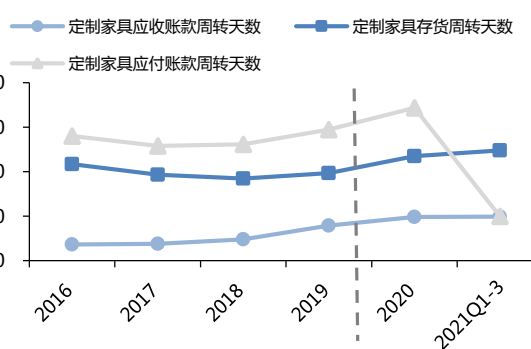
定制家具板块2016-2021前三季度现金流



定制家具板块2019Q1-2021Q3单季毛利率&净利率



定制家具板块2016-2021前三季度运营效率



盈利能力方面，定制家具板块2021Q1-3毛利率/净利率分别为33.91%/10.93%，同比分别-3.07pp/-0.14pp。分季度看，2021Q1/Q2/Q3毛利率分别为32.16%/34.78%/34.17%，净利率分别为6.4%/11.41%/13.10%。

现金流方面，定制家具板块2021Q1-3销售商品提供劳务收到现金/营业收入为109.24%，同比-0.28pp;经营性现金流/净利润为75.2%,同比-32.85pp。

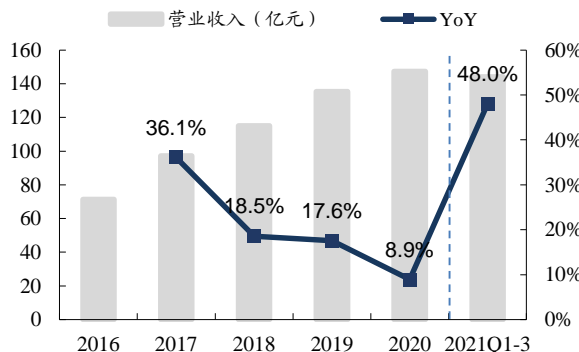
经营效率方面，定制家具板块2021Q1-3应收账款周转天数19.84天，同比-3.1天;存货周转天数为49.54天,同比-3.74天;应付账款周转天数为20.03天,同比-2.3天。

## 2.2 欧派家居：增速稳健，龙头优势突出

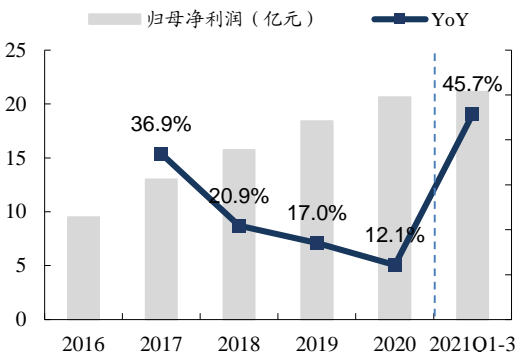
| 单位：亿元 | 2021Q-3 | 2021Q3 |
|-------|---------|--------|
| 营业收入  | 144.02  | 62.02  |
| YoY   | 48.0%   | 30.1%  |
| 归母净利润 | 21.13   | 11.01  |
| YoY   | 45.7%   | 14.6%  |
| 毛利率   | 32.7%   | 33.3%  |
| 销售净利率 | 14.7%   | 17.8%  |

**分产品看**，公司2021Q3橱柜/衣柜/木门/卫浴分别实现收入21.9/26.3/3.8/2.8亿元，同比分别+12.7%/+35.4%/+51.7%/+13.6%，**橱柜品类保持稳健增长，衣柜品类增速环比加快**。**分渠道看**，公司2021Q3经销渠道/大宗渠道/直营渠道分别实现收入48.75/10.46/1.71亿元，同比分别+28.8%/+33.02%/+30.29%，**各渠道均取得亮眼表现**。**门店方面**，欧派橱柜/欧派衣柜/欧铂尼木门/欧派卫浴/欧铂丽2021Q3末门店数量为2430/2225/1156/703/947家，2021Q1-3开店数量为23/101/91/115/19家，其中2021Q3开店数量分别为34/-66/96/113/27家，木门卫浴开店加速。

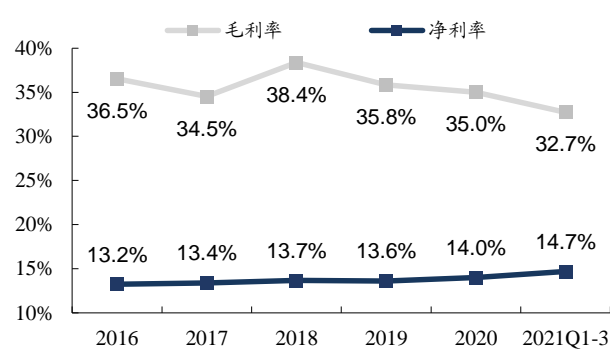
欧派家居2017-2021前三季度营业收入



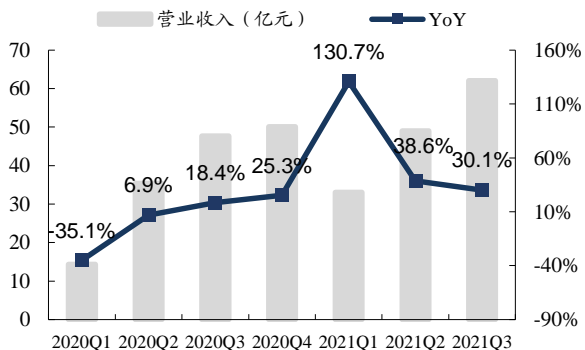
欧派家居2017-2021前三季度归母净利润



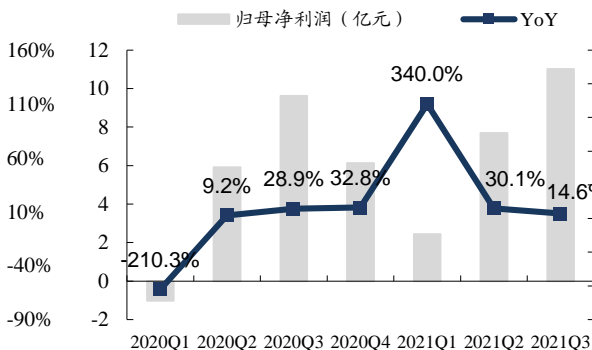
欧派家居2017-2021前三季度毛利率&净利率



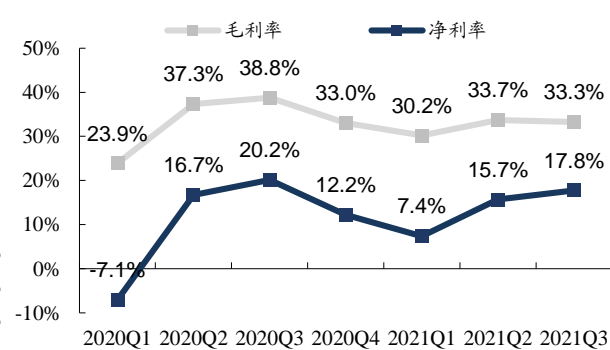
欧派家居2020Q1-2021Q3单季营业收入



欧派家居2020Q1-2021Q3单季归母净利润



欧派家居2020Q1-2021Q3单季毛利率&净利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

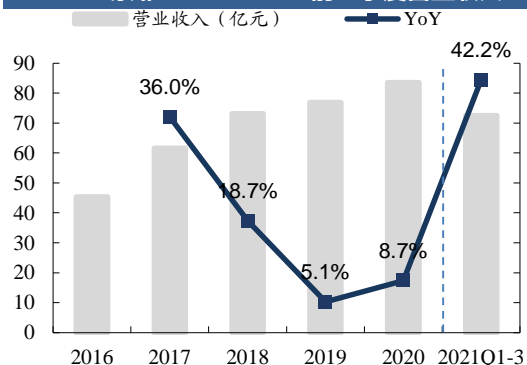
个股风险提示：定制行业竞争加剧，成本上涨较快，渠道拓展不及预期，议价能力下降导致盈利水平回落等。

## 2.3 索菲亚：零售增长稳健，整装走向放量

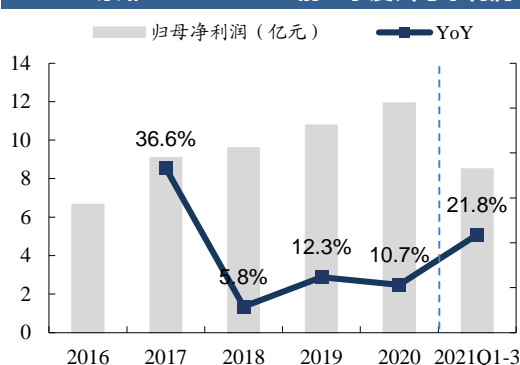
| 单位：亿元 | 2021Q-3 | 2021Q3 |
|-------|---------|--------|
| 营业收入  | 72.44   | 29.44  |
| YoY   | 42.2%   | 15.9%  |
| 归母净利润 | 8.49    | 4.03   |
| YoY   | 21.8%   | 13.7%  |
| 毛利率   | 35.2%   | 35.8%  |
| 销售净利率 | 12.1%   | 14.3%  |

2021Q3公司经销商渠道/直营渠道/大宗渠道分别实现营业收入24.2/0.9/4.3亿元，同比分别+19.2%/+15.4%/+0.8%。**1) 零售渠道**：截至2021Q3末，索菲亚全屋定制/司米橱柜/索菲亚木门/华鹤木门/米兰纳定制家居门店数分别为2698/1099/1344/244/109家；较2021H1末分别-72/+18/+119/-42/+77家。木门及米兰纳拓店迅速，康纯板占比接近9成，完成板材升级。**2) 整装渠道**：2021Q1-3收入3.13亿元，收入快速放量。**3) 大宗渠道**：2021Q1-3收入11.5亿元，同比+0.8%，恒大事件后公司采取更加谨慎接单策略。

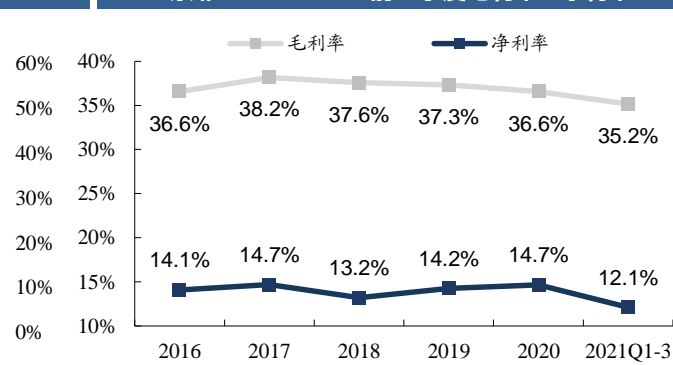
索菲亚2017-2021前三季度营业收入



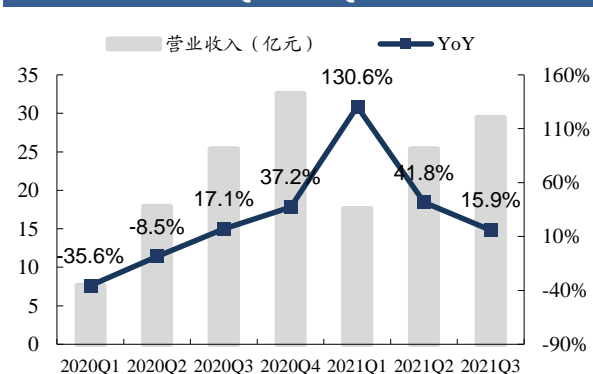
索菲亚2017-2021前三季度归母净利润



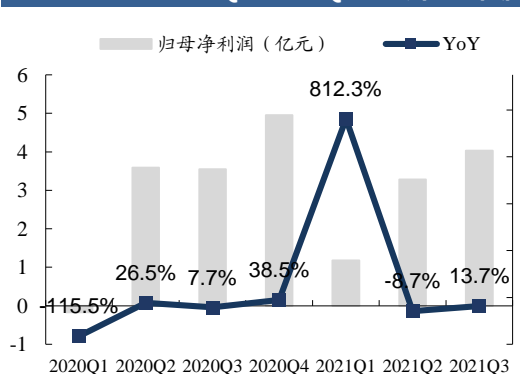
索菲亚2017-2021前三季度毛利率&净利率



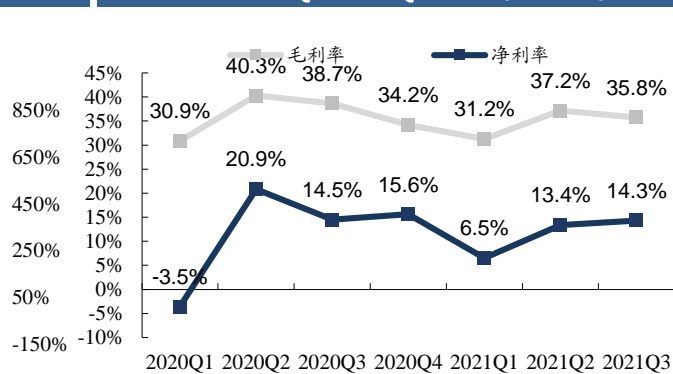
索菲亚2016Q1-2021Q3单季营业收入



索菲亚2016Q1-2021Q3单季归母净利润



索菲亚2016Q1-2021Q3单季毛利率&净利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

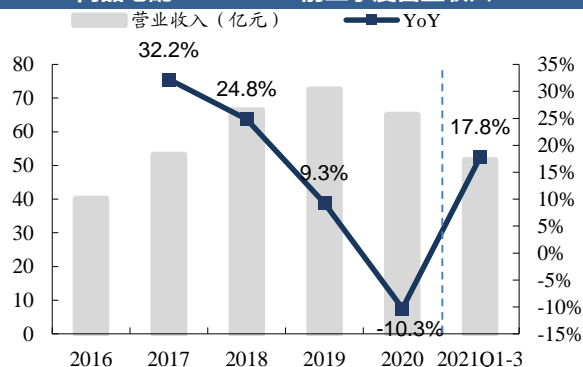
个股风险提示：招商开店不及我们预期，原材料价格持续上涨，行业竞争加剧等。

## 2.4 尚品宅配：深化整装转型，京东合作门店落地

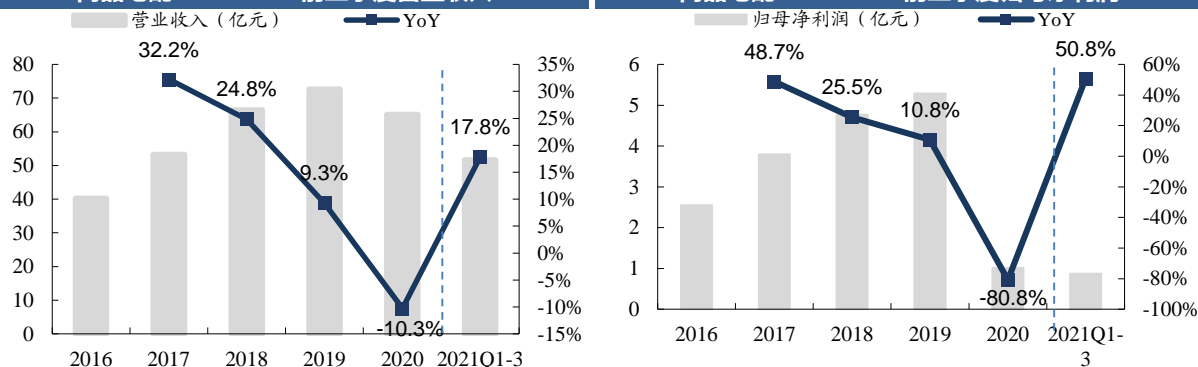
| 单位：亿元 | 2021Q-3 | 2021Q3 |
|-------|---------|--------|
| 营业收入  | 51.64   | 19.87  |
| YoY   | 17.8%   | -6.1%  |
| 归母净利润 | 0.87    | 0.44   |
| YoY   | 50.8%   | -75.4% |
| 毛利率   | 34.1%   | 33.0%  |
| 销售净利率 | 1.7%    | 2.2%   |

战略调整期业绩短期承压，整装表现靓丽，持续深化与京东合作。2021Q1-3公司整装渠道全口径收入8.3亿元，同比增长60%以上，其中自营整装收入3.7亿元，整装云收入4.6亿元。在自营整装方面，截至2021Q3末公司所有自营城市均已开通整装服务。在与京东战略合作方面，2021年9月30日公司与京东首个联合门店于西安正式营业，截至2021年10月28日该门店销售额已接近1000万元，销售业绩远超公司预期。后续公司将持续入驻京东MALL为消费者打造沉浸式全屋定制体验，并陆续在技术等方面深化合作。

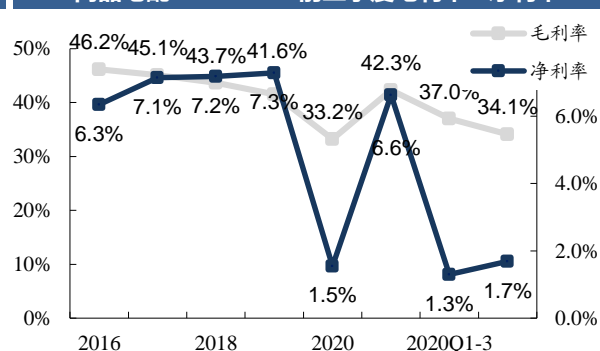
尚品宅配2017-2021前三季度营业收入



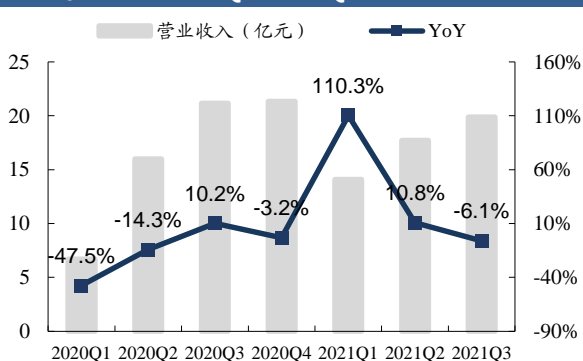
尚品宅配2017-2021前三季度归母净利润



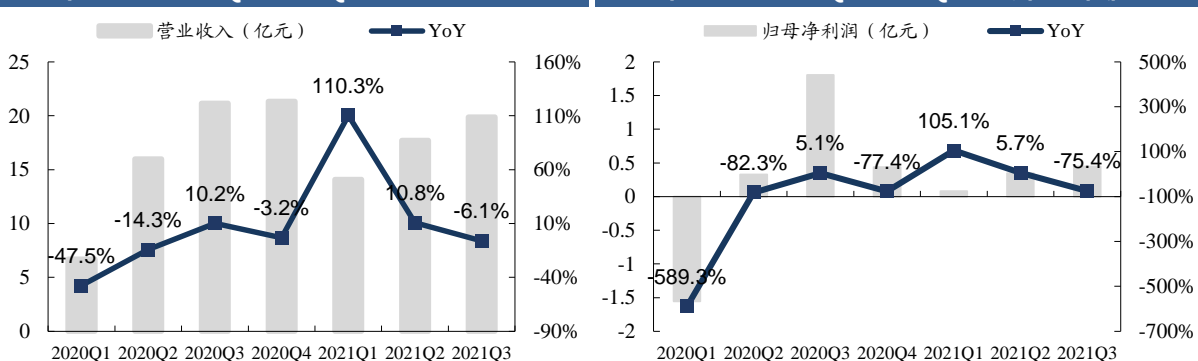
尚品宅配2017-2021前三季度毛利率&净利率



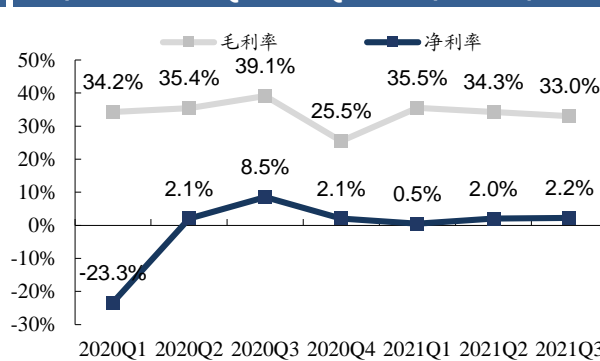
尚品宅配2016Q1-2021Q3单季营业收入



尚品宅配2016Q1-2021Q3单季归母净利润



尚品宅配2016Q1-2021Q3单季毛利率&净利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

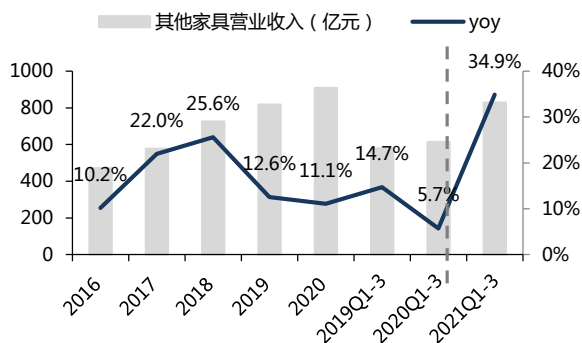
个股风险提示：行业竞争加剧，原材料价格上涨，整装拓展不及我们预期等。

### 3. 其他家具子版块

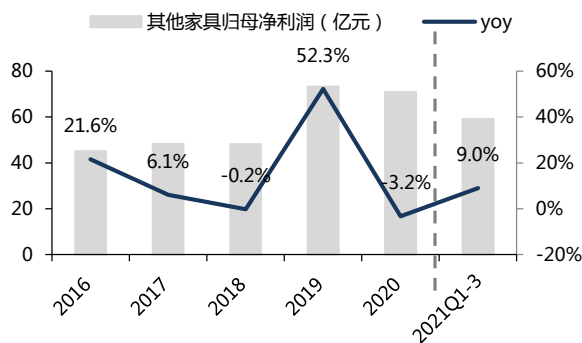
# 3.1其他家具子板块概述

从收入端看，其他家居板块维持较快增长，2021Q1-3同比+34.87%，2021Q3同比+18.4%；利润端受原材料价格上涨、人民币升值及海运费上涨的拖累出现较大回落，归母净利润2021Q1-3同比+8.96%，2021Q3同比-27.6%。

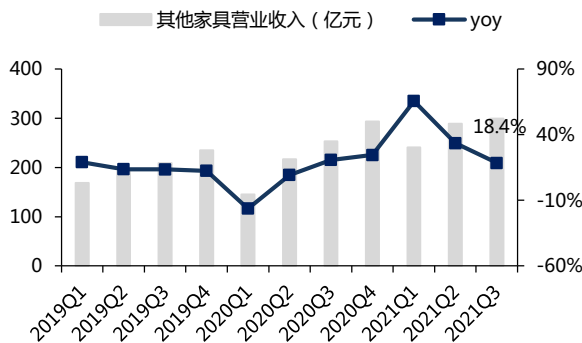
其他家具板块2016-2021前三季度营业收入



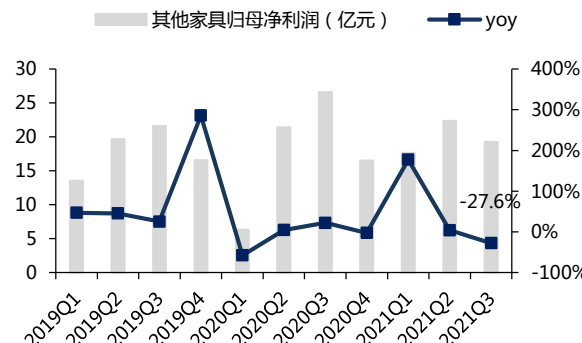
其他家具板块2016-2021前三季度归母净利润



其他家具板块2019Q1-2021Q3单季营业收入



其他家具板块2019Q1-2021Q3单季归母净利润



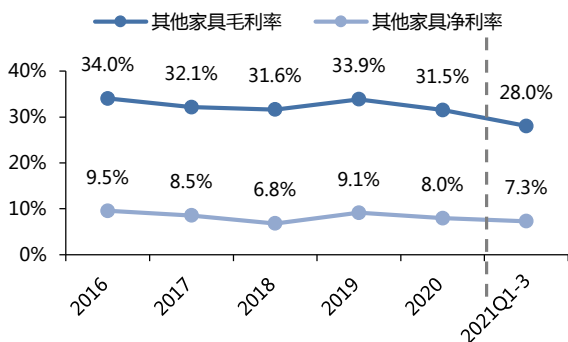
其他家具子版块2021Q1-3实现营业收入829.47亿元,同比+34.87%，较2019Q1-3+43.19%；其他家具子版块2021Q1-3实现归母净利润59.27亿元,同比+8.96%，较2019Q1-3+6.48%。

分季度来看，其他家具子板块分季度看，Q1/Q2/Q3分别实现营业收入240.73/289.19/299.55亿元，同比分别+65.56%/+33.48%/+18.41%；归母净利润17.64/22.36/19.27亿元，同比分别+177.59%/+4.36%/-27.6%。

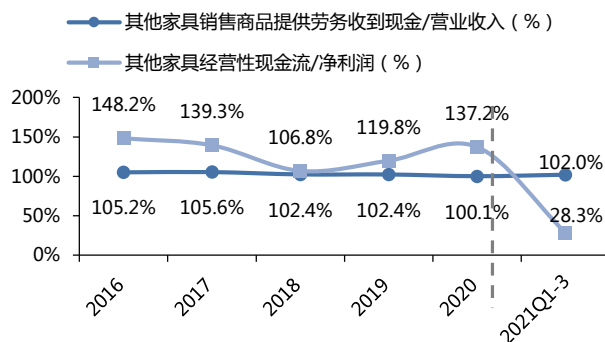
# 3.1其他家具子板块概述

2021Q3盈利能力下滑较多，成品家具板块2021Q1-3毛利率为28.03%，同比-5.68pp；销售净利率7.27%，同比-1.76pp；2021Q3毛利率28.2%，同比-6.7pp；销售净利率6.5%，同比-4.3pp，环比-1.4pp。

其他家具板块2016-2021前三季度毛利率&净利率



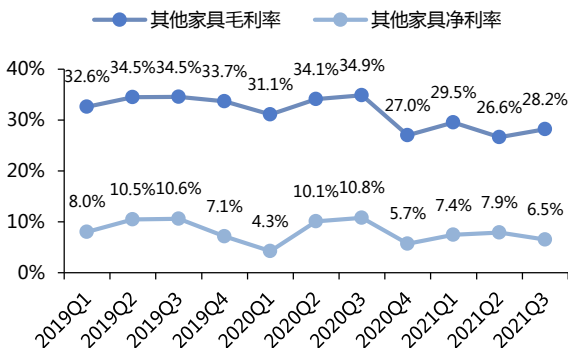
其他家具板块2016-2021前三季度现金流



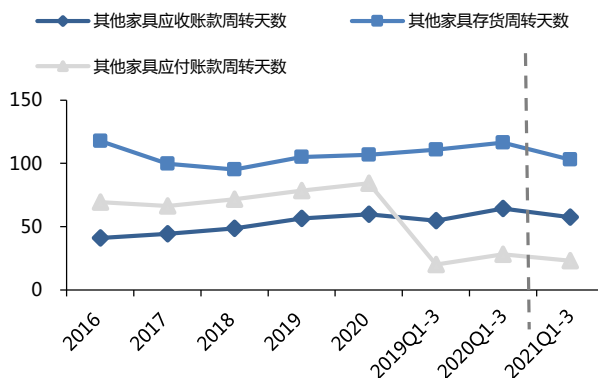
盈利能力方面，其他家具板块2021Q1-3毛利率/净利率分别为28.03%/7.27%，同比分别-5.68pp/-1.76pp。分季度看，Q1/Q2/Q3分毛利率分别为29.52%/26.64%/28.18%，净利率分别为7.44%/7.93%/6.5%。

现金流方面，其他家具板块2021Q1-3销售商品提供劳务收到现金/营业收入为102.0%，同比-2.31pp；经营性现金流/净利润为28.3%，同比+17.38pp。

其他家具板块2019Q1-2021Q3单季毛利率&净利率



其他家具板块2016-2021前三季度运营效率



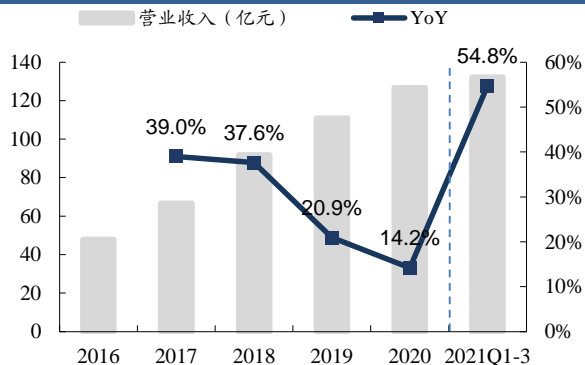
经营效率方面，其他家具板块2021Q1-3应收账款周转天数57.48天，同比+3.37天；存货周转天数为103.11天，同比+1.83天；应付账款周转天数为23.17天，同比+5.88天。

# 3.2 顾家家居：业绩超市场预期，零售能力不断进化

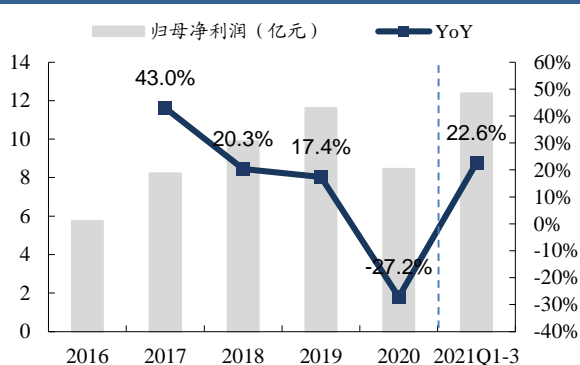
| 单位：亿元 | 2021Q-3 | 2021Q3 |
|-------|---------|--------|
| 营业收入  | 132.25  | 52.09  |
| YoY   | 54.8%   | 41.4%  |
| 归母净利润 | 12.38   | 4.65   |
| YoY   | 22.6%   | 7.2%   |
| 毛利率   | 28.9%   | 28.9%  |
| 销售净利率 | 9.5%    | 9.1%   |

**2021Q3收入端超市场预期**，表观盈利能力下降受海运运费、政府补助、投资收益影响：**1) 政府补助确认时点差异**，宁波梅山政府补助6762万元将确认至2021Q4；**2) 投资收益影响**：2020Q3投资收益总额为7807万元，而2021Q3投资收益总额为3265万元；**3) 运费上涨摊薄毛利率**：部分外贸客户采取包含运费的结算报价方式，实际交易中公司通过上调销售价可基本覆盖航运运费上涨影响，但表观毛利率有一定摊薄。2021Q3剔除政府补助及投资收益影响后的归母净利润同比增速约为40%

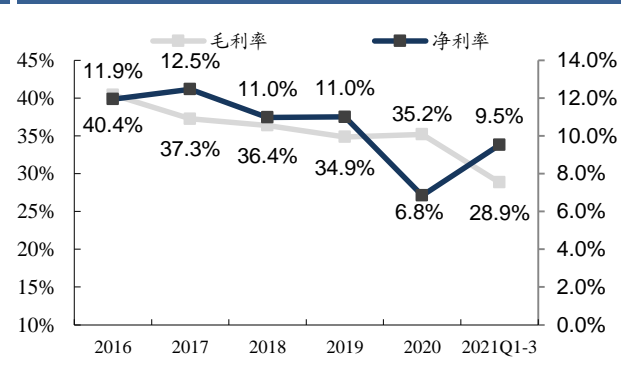
顾家家居2016-2021前三季度营业收入



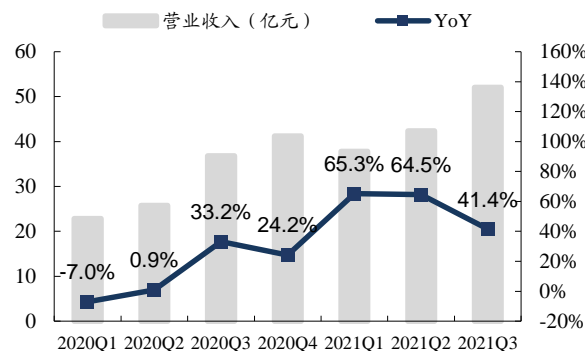
顾家家居2016-2021前三季度归母净利润



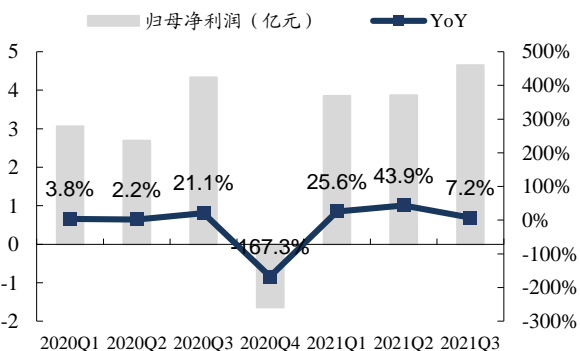
顾家家居2016-2021前三季度毛利率&净利率



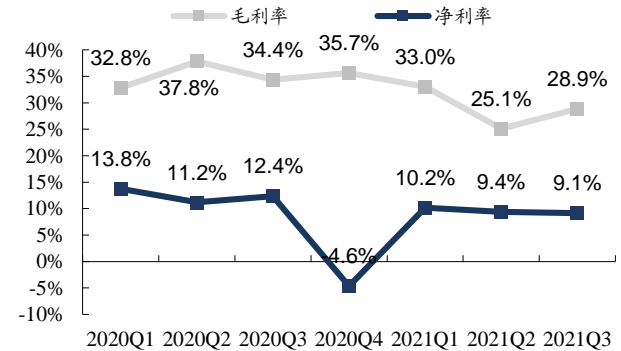
顾家家居2020Q1-2021Q3单季营业收入



顾家家居2020Q1-2021Q3单季归母净利润



顾家家居2020Q1-2021Q3单季毛利率&净利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

个股风险提示：行业竞争加剧，原材料价格上涨，汇率波动，运费上涨等。

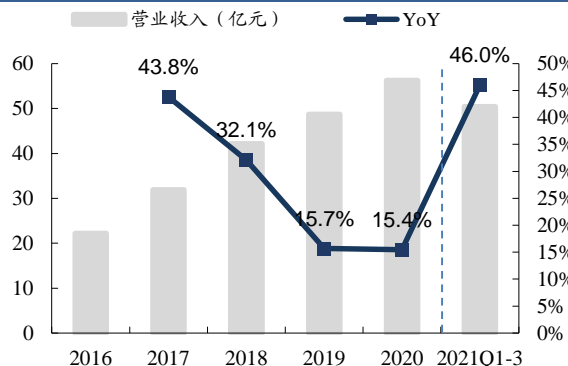


# 3.3 喜临门：自主品牌增长强劲

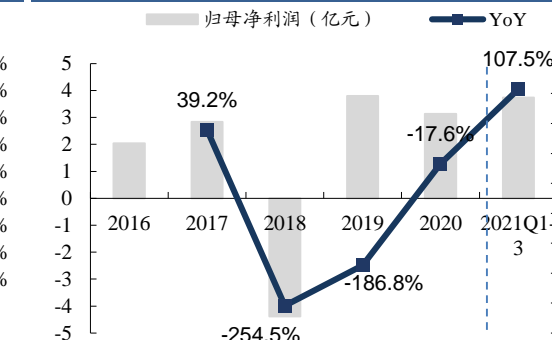
| 单位：亿元 | 2021Q-3 | 2021Q3 |
|-------|---------|--------|
| 营业收入  | 50.43   | 19.36  |
| YoY   | 46.0%   | 31.1%  |
| 归母净利润 | 3.74    | 1.56   |
| YoY   | 107.5%  | 13.4%  |
| 毛利率   | 31.3%   | 31.9%  |
| 销售净利率 | 8.1%    | 8.5%   |

公司2021Q3收入端维持高增长，利润端受原材料及能源成本上行、销售费用投放力度增加影响略有下降。分业务看，1) 自主品牌零售：2021Q3收入12.79亿元，同比+58%；其中线上渠道2.62亿元，同比+47%，线下渠道10.17亿元，同比+61%（喜临门品牌线下8.63亿元，同比+81%）。截至2021Q3末，喜临门、喜眠、夏图、M&D门店数量分别为2753、945、56、542家，合计较2021年初净增加653家，其中2021Q3净开店数量为279家。2) 自主品牌工程业务：2021Q1-3实现营业收入3.21亿元，同比+9%；其中2021Q3收入1.2亿元，同比+11%。3) 代加工业务：2021Q1-3收入14.5亿元，同比+15%；其中2021Q3收入5.37亿元，同比-3%。

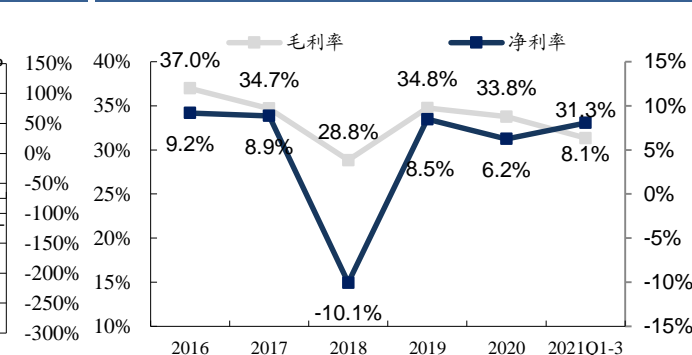
喜临门2016-2021前三季度营业收入



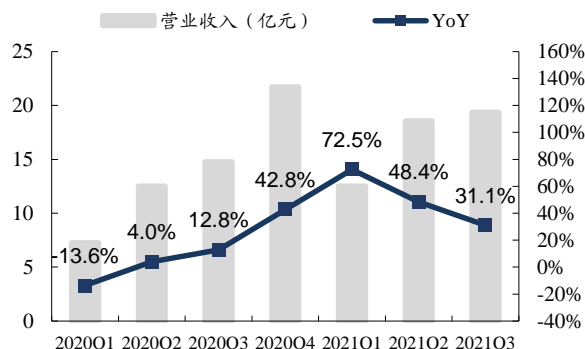
喜临门2016-2021前三季度归母净利润



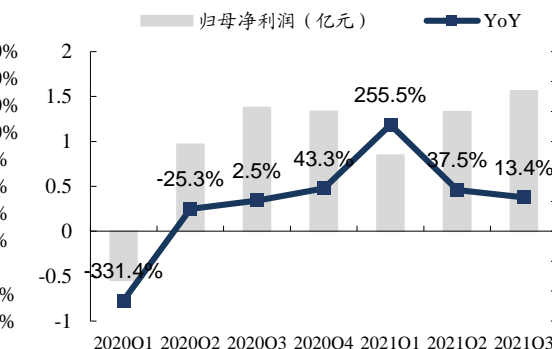
喜临门2016-2021前三季度毛利率&净利率



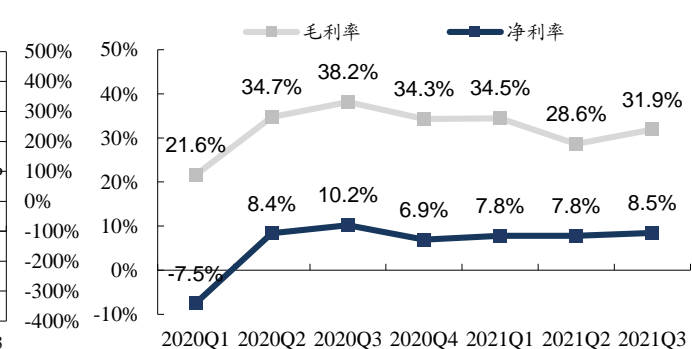
喜临门2020Q1-2021Q3单季营业收入



喜临门2020Q1-2021Q3单季归母净利润



喜临门2020Q1-2021Q3单季毛利率&净利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

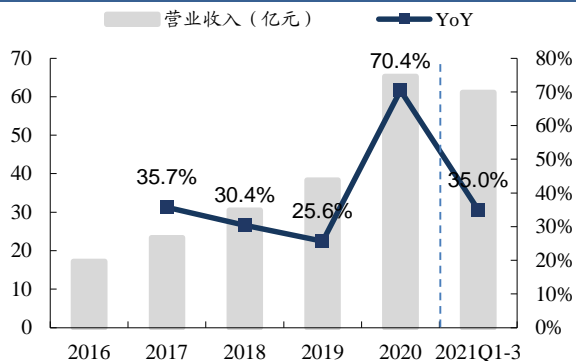
个股风险提示：原材料价格波动；行业竞争加剧，渠道下沉不及我们预期，人民币汇率波动等。

# 3.4 梦百合：内销门店破千家，2021Q4有望扭亏

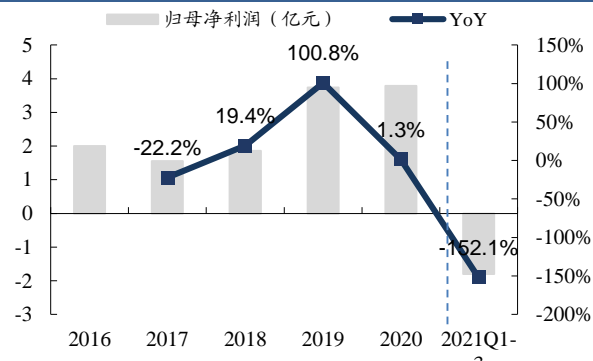
| 单位：亿元 | 2021Q-3 | 2021Q3  |
|-------|---------|---------|
| 营业收入  | 61.10   | 22.10   |
| YoY   | 35.0%   | 4.7%    |
| 归母净利润 | -1.80   | -1.89   |
| YoY   | -152.1% | -199.0% |
| 毛利率   | 28.4%   | 28.4%   |
| 销售净利率 | -2.7%   | -8.5%   |

**2021Q3高基数下收入增速略有放缓，扣非亏损0.27亿元，环比收窄。**2021Q1-3公司境内销售8.37亿元，同比+54.4%；2021Q3收入2.9亿元，同比+21.7%。其中梦百合自主品牌2021Q1-3收入4.93亿元，同比+56.1%；2021Q3收入1.90亿元，同比+28.9%。2021Q3自主品牌内销线上渠道维持高增，线下渠道拓展维持高速。**从门店数量来看，2021Q1-3梦百合品牌净开店481家至1103家，其中2021Q3净开店138家。**利润端看，随着公司提价逐步落地，原材料成本压力缓解以及海外工厂效率提升，**2021Q4有望扭亏为盈。**

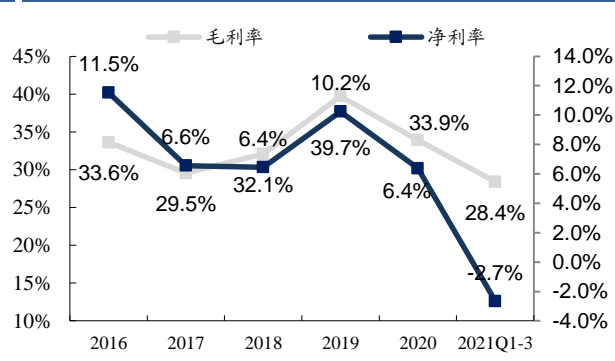
梦百合2016-2021前三季度营业收入



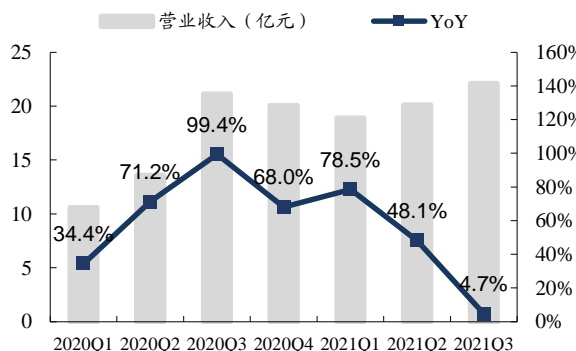
梦百合2016-2021前三季度归母净利润



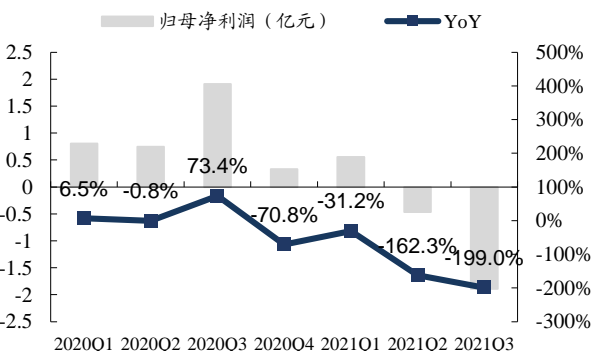
梦百合2016-2021前三季度毛利率&净利率



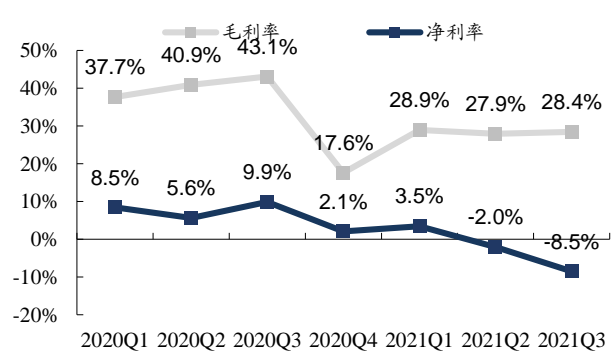
梦百合2020Q1-2021Q3单季营业收入



梦百合2020Q1-2021Q3单季归母净利润



梦百合2020Q1-2021Q3单季毛利率&净利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

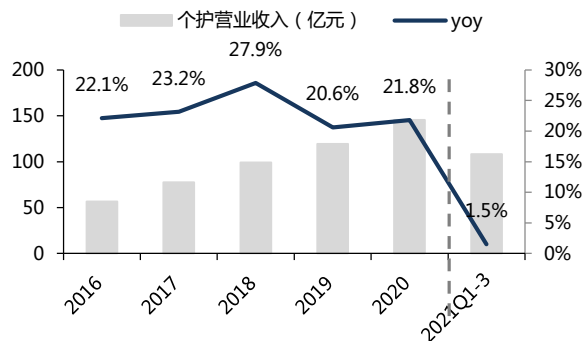
个股风险提示：原材料价格上涨，人民币升值，海外产能爬坡不及我们预期，海外疫情影响需求等。

## 4. 个护子版块

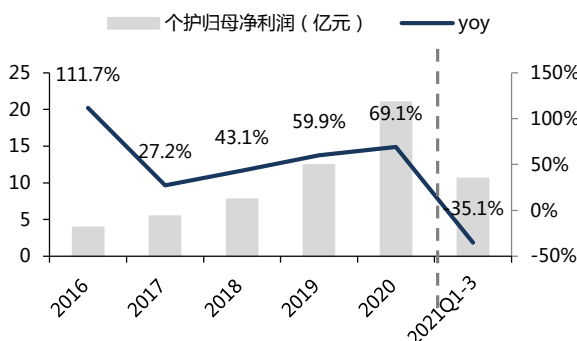
# 4.1 个护子板块概述

个护板块收入端受到2020年高基数的影响、终端需求偏弱及原材料上涨的影响，2021Q3营业收入、归母净利润均同比有所下降。2021Q3个护板块实现营业收入35.2亿元，同比-3.89%；归母净利润1.99亿元，同比-57.66%。

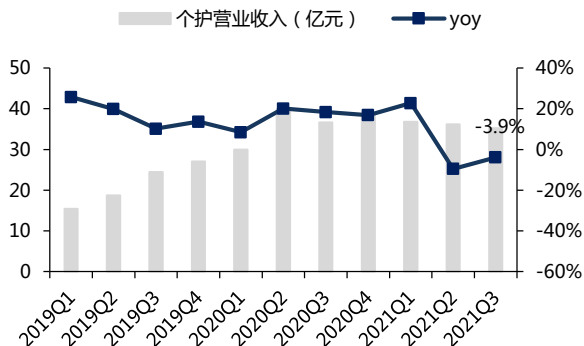
个护板块2016-2021前三季度营业收入



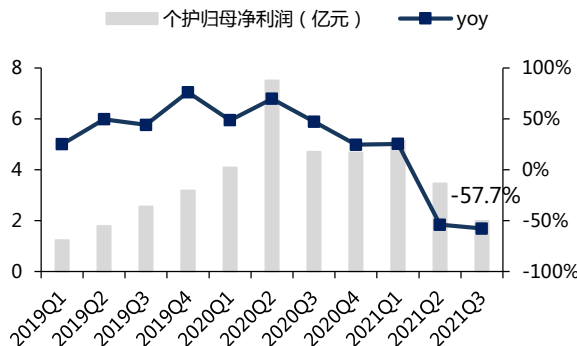
个护板块2016-2021前三季度归母净利润



个护板块2019Q1-2021Q3单季营业收入



个护板块2019Q1-2021Q3单季归母净利润



个护板块2021Q1-3实现营业收入108.16亿元,同比+1.49%，较2019Q1-3+53.87%；2021Q1-3实现归母净利润10.59亿元,同比-35.08%，较2019Q1-3+45.14%。

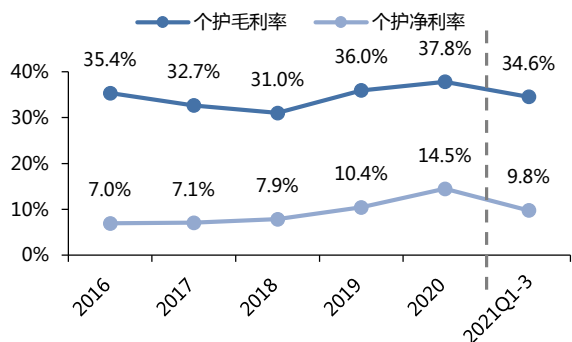
分季度来看，个护板块分季度看，Q1/Q2/Q3分别实现营业收入36.79/36.17/35.2亿元，同比分别+22.76%/-9.53%/-3.89%；归母净利润5.13/3.46/1.99亿元，同比分别+25.4%/-53.9%/-57.66%。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

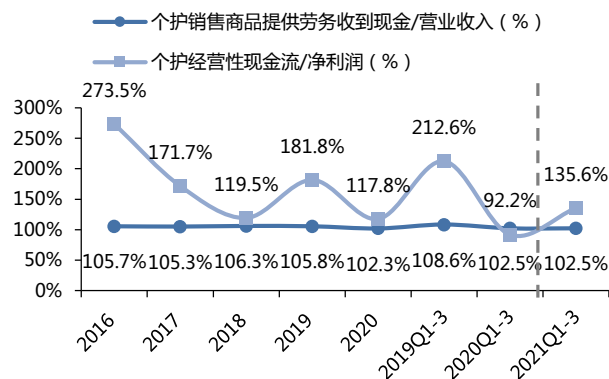
# 4.1 个护子板块概述

个护板块2021Q3销售净利率出现较大幅度回落，主要受高基数、原材料及能源成本上涨、市场竞争加剧的共同影响，销售净利率5.59%，同比-7.32pp，环比-4.01pp。

个护板块2016-2021前三季度毛利率&净利率



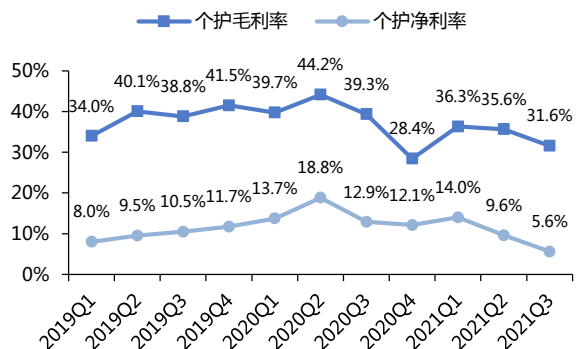
个护板块2016-2021前三季度现金流



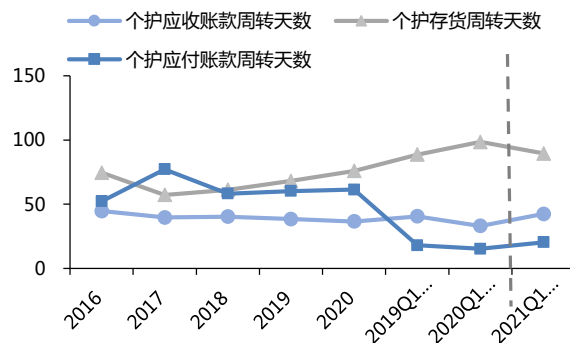
盈利能力方面，个护板块2021Q1-3毛利率/净利率分别为34.56%/9.80%，同比分别-6.70pp/-5.56pp。分季度看，Q1/Q2/Q3分毛利率分别为36.34%/35.6%/31.58%，净利率分别为14.02%/9.6%/5.59%。

现金流方面，个护板块2021Q1-3销售商品提供劳务收到现金/营业收入为102.53%，与2020年同期持平；经营性现金流/净利润为135.61%，同比+43.39pp。

个护板块2019Q1-2021Q3单季毛利率&净利率



个护板块2016-2021前三季度运营效率



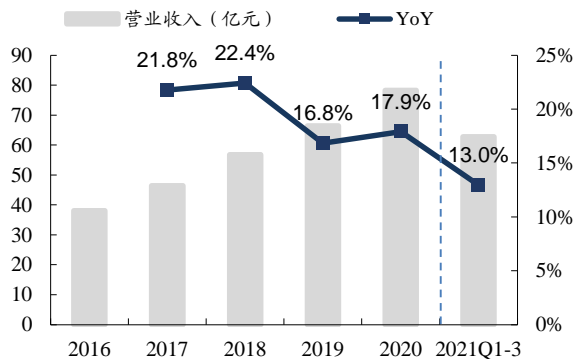
经营效率方面，个护板块2021Q1-3应收账款周转天数42.34天，同比+9.34天；存货周转天数为89.51天，同比-8.98天；应付账款周转天数为20.3天，同比+5.16天。

## 4.2 中顺洁柔：行业环境叠加内部调整，短期承压

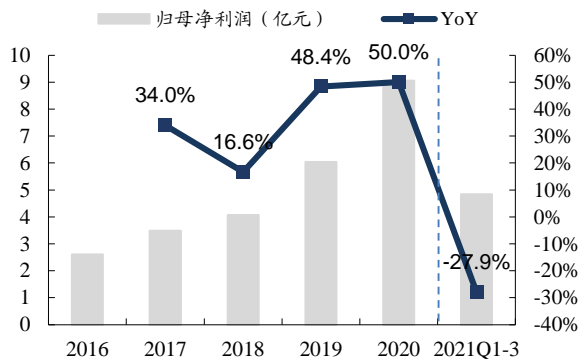
| 单位：亿元 | 2021Q-3 | 2021Q3 |
|-------|---------|--------|
| 营业收入  | 62.75   | 20.27  |
| YoY   | 13.0%   | 4.5%   |
| 归母净利润 | 4.84    | 0.77   |
| YoY   | -27.9%  | -64.7% |
| 毛利率   | 38.0%   | 34.3%  |
| 销售净利率 | 7.7%    | 3.8%   |

由于原材料价格上涨，品牌宣传力度加大，2021Q3公司盈利能力同比及环比均有较大幅度回落，2021Q3实现营业收入20.27亿元，同比+4.5%；归母净利润0.77亿元，同比-64.7%。短期调整不改中长期逻辑，品牌持续健康成长，从公司内部来看，2021年公司接连引入刘鹏总、邓雯曦总等核心高管，随着新管理团队逐渐磨合成熟，内部管理效率有望提升。

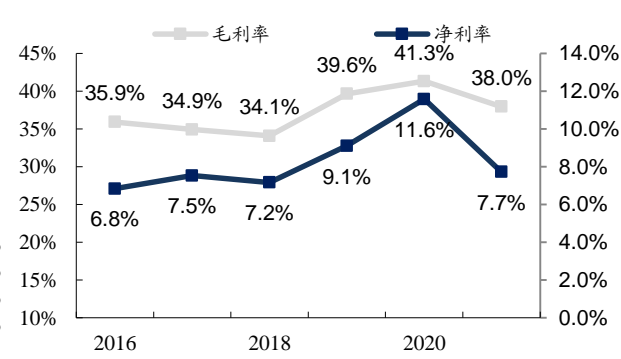
中顺洁柔2016-2021前三季度营业收入



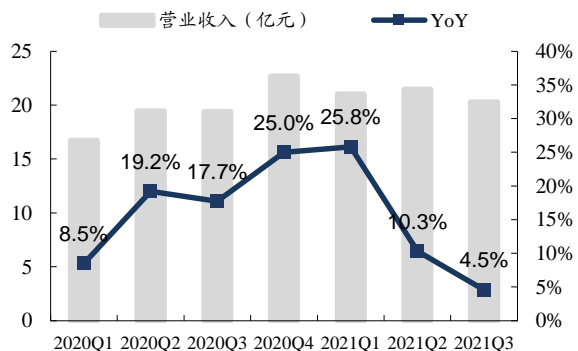
中顺洁柔2016-2021前三季度归母净利润



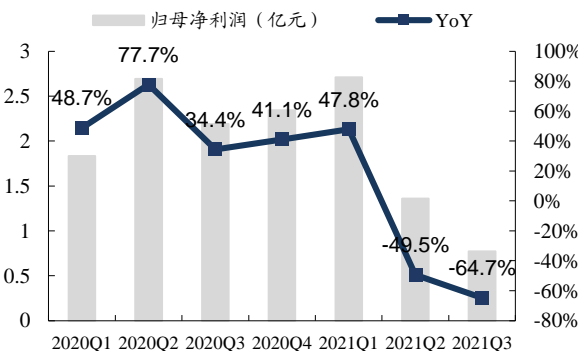
中顺洁柔2016-2021前三季度毛利率&净利率



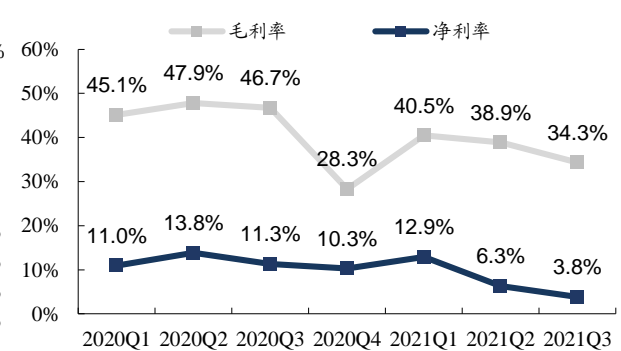
中顺洁柔2020Q1-2021Q3单季营业收入



中顺洁柔2020Q1-2021Q3单季归母净利润



中顺洁柔2020Q1-2021Q3单季毛利率&净利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

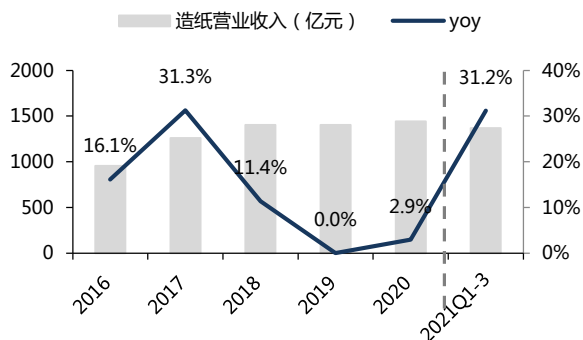
个股风险提示：原材料价格上涨；行业竞争加剧；个护推广不及我们预期。

## 5. 造纸子版块

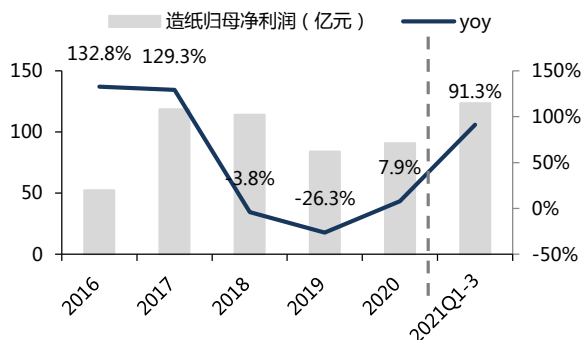
# 5.1 造纸子板块概述

2021Q3造纸板块行业景气度偏弱，主要受海外疫情、行业需求不足影响。2021Q1-3实现营业收入1368.63亿元，同比+31.19%，归母净利润123.48亿元，同比+91.27%；2021Q3单季度实现收入491.61亿元，同比+17.47%，归母净利润24.96亿元，同比-11.93%。

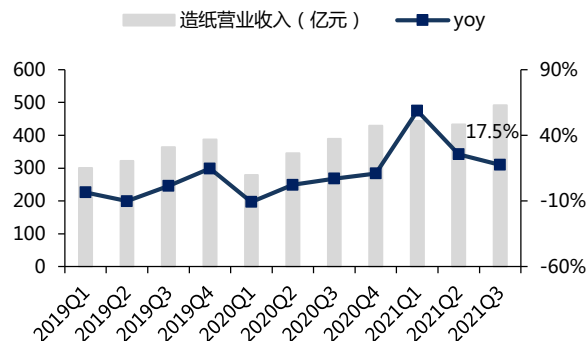
造纸板块2016-2021前三季度营业收入



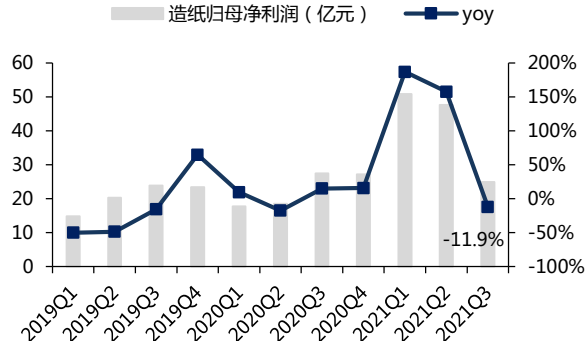
造纸板块2016-2021前三季度归母净利润



造纸板块2019Q1-2021Q3单季营业收入



造纸板块2019Q1-2021Q3单季归母净利润



造纸板块2021Q1-3实现营业收入1368.63亿元,同比+31.19%，较2019Q1-3+34.8%；造纸2021Q1-3实现归母净利润123.48亿元,同比+91.27%，较2019Q1-3+103.41%；

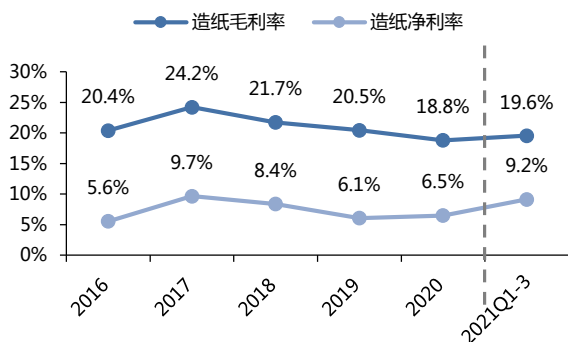
分季度来看，Q1/Q2/Q3分别实现营业收入443.68/433.35/491.61亿元，同比分别+58.72%/+25.53%/+17.47%；归母净利润50.86/47.66/24.96亿元，同比分别+186.94%/+157.74%/-11.93%。



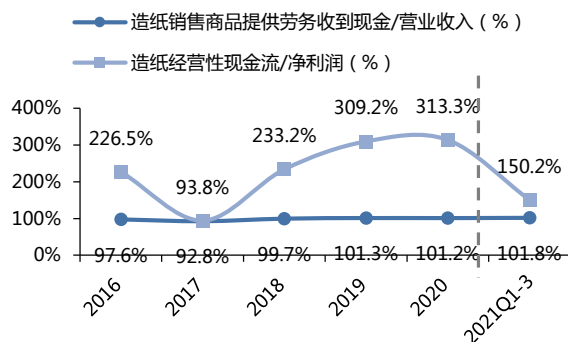
# 5.1 造纸子板块概述

盈利能力环比下降，2021Q3销售净利率5.15%，主要因化工、能源等原材料价格大幅上涨。Q4有望通过产品价格上涨应对成本端的压力，维持盈利能力的稳定。

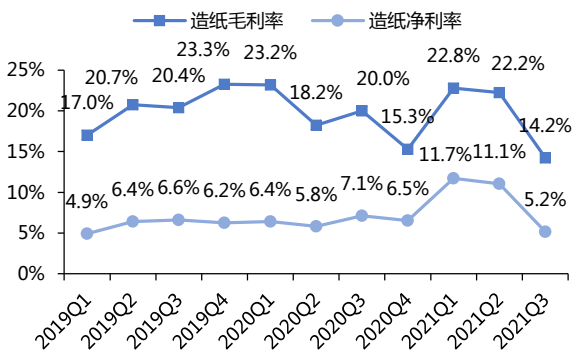
造纸板块2016-2021前三季度毛利率&净利率



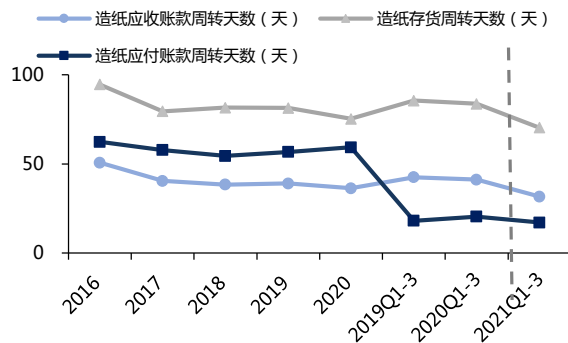
造纸板块2016-2021前三季度现金流



造纸板块2019Q1-2021Q3单季毛利率&净利率



造纸板块2016-2021前三季度运营效率



盈利能力方面，造纸板块2021Q1-3毛利率/净利率分别为19.55%/9.15%，同比分别-0.73pp/+2.68pp。分季度看，Q1/Q2/Q3分毛利率分别为22.8%/22.24%/14.24%，净利率分别为11.72%/11.06%/5.15%。

现金流方面，造纸板块2021Q1-3销售商品提供劳务收到现金/营业收入为101.8%，同比-1.35pp;经营性现金流/净利润为150.22%,同比-117.88pp。

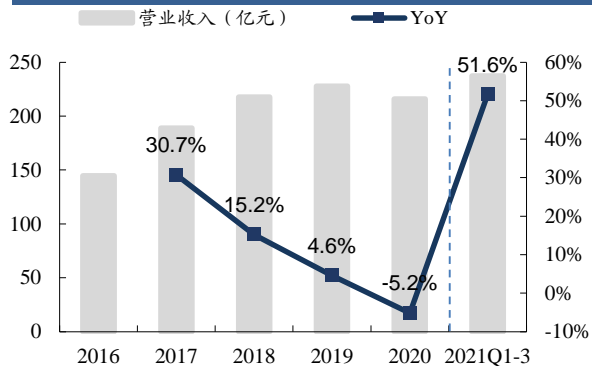
经营效率方面，造纸板块2021Q1-3应收账款周转天数31.66天,同比-9.52天;存货周转天数为70.35天,同比-13.35天;应付账款周转天数为17.17天,同比-3.26天。

## 5.2 太阳纸业：广西基地陆续投产，驱动业绩持续增长

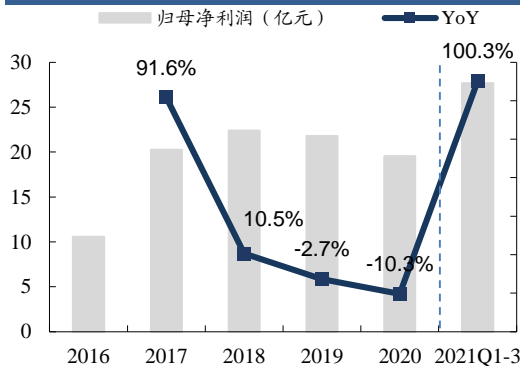
| 单位：亿元 | 2021Q-3 | 2021Q3 |
|-------|---------|--------|
| 营业收入  | 237.15  | 79.02  |
| YoY   | 51.6%   | 51.7%  |
| 归母净利润 | 27.68   | 5.37   |
| YoY   | 100.3%  | 20.4%  |
| 毛利率   | 20.0%   | 14.4%  |
| 销售净利率 | 11.7%   | 6.8%   |

受到行业低景气度及能源成本上升的影响，公司2021Q3营业收入为79.02亿元，同比+51.7%，环比-3.3%；归母净利润5.37亿元，同比+20.4%，环比-52.2%。广西基地文化纸配套的80万吨化学浆、20万吨化机浆等项目将于2021Q4-2022H1陆续投产，驱动公司业绩的持续增长。中长期看，公司老挝基地自有林地已进入收获期，可轮伐木材逐年提升，成本优势将进一步巩固。

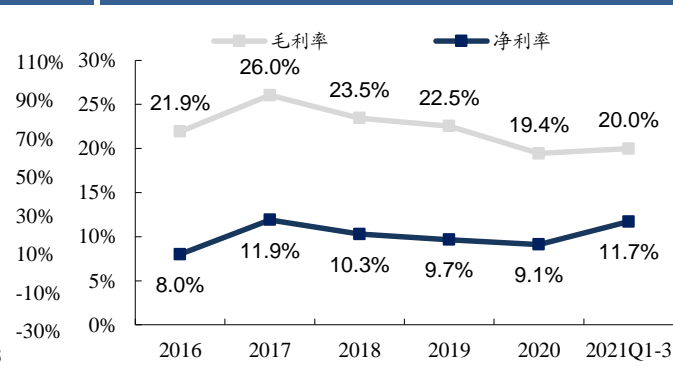
太阳纸业2016-2021前三季度营业收入



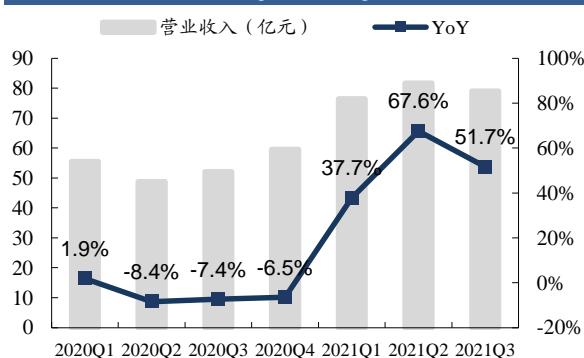
太阳纸业2016-2021前三季度归母净利润



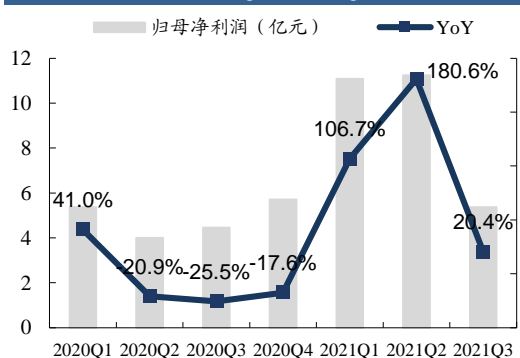
太阳纸业2016-2021前三季度毛利率&净利率



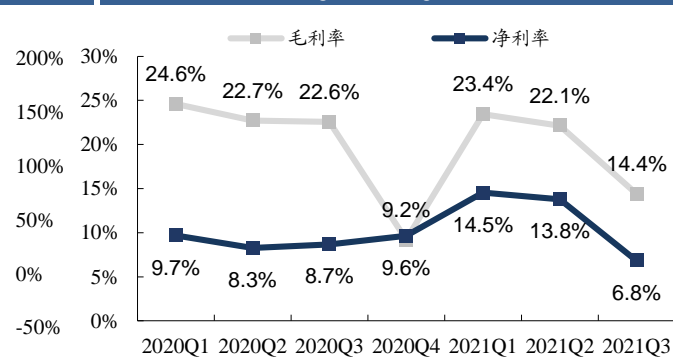
太阳纸业2020Q1-2021Q3单季营业收入



太阳纸业2020Q1-2021Q3单季归母净利润



太阳纸业2020Q1-2021Q3单季毛利率&净利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

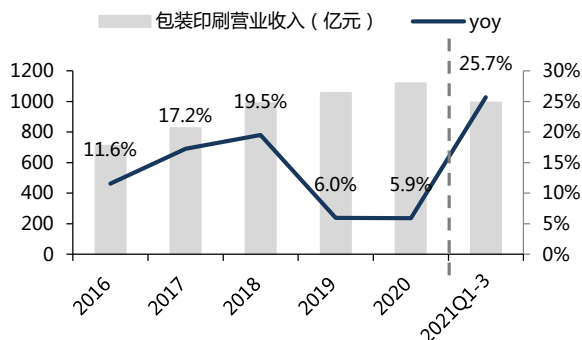
个股风险提示：进口纸冲击，原材料价格波动，产能投放推迟等。

## 6. 包装印刷子版块

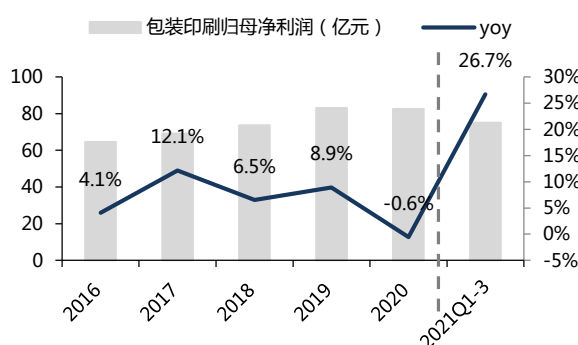
# 6.包装印刷子板块概述

包装印刷板块收入端稳健增长，2021Q1-3实现营业收入993.38亿元,同比+25.69%，归母净利润75.05亿元,同比+26.68%；2021Q3单季度实现收入346.73亿元，同比+13.47%，归母净利润24.97亿元，同比+2.19%。

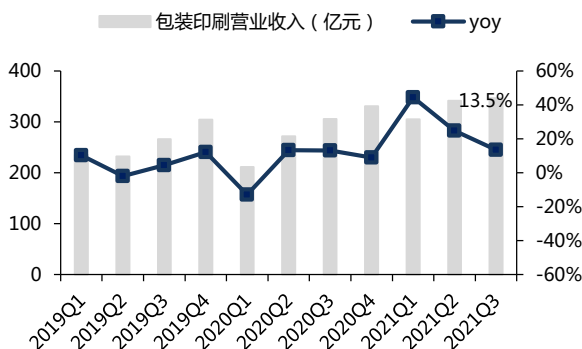
包装印刷板块2016-2021前三季度营业收入



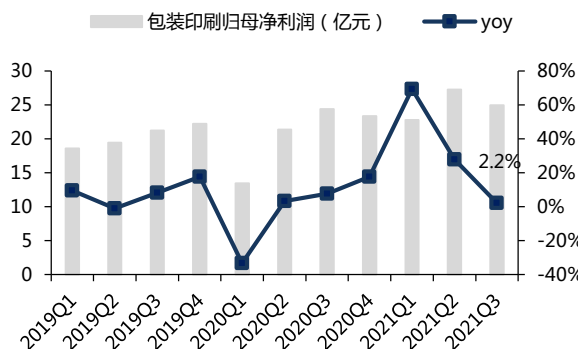
包装印刷板块2016-2021前三季度归母净利润



包装印刷板块2019Q1-2021Q3单季营业收入



包装印刷板块2019Q1-2021Q3单季归母净利润



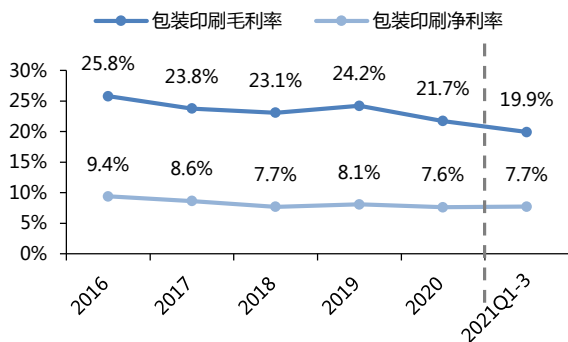
包装印刷板块包装印刷2021Q1-3实现营业收入993.38亿元,同比+25.69%，较2019Q1-3+33.51%；包装印刷2021Q1-3实现归母净利润75.05亿元,同比+26.68%，较2019Q1-3+24.5%。

分季度来看，包装印刷板块分季度看，Q1/Q2/Q3分别实现营业收入305.09/341.56/346.73亿元，同比分别+44.4%/+24.9%/+13.47%；归母净利润22.8/27.28/24.97亿元，同比分别+69.32%/+27.83%/+2.19%。

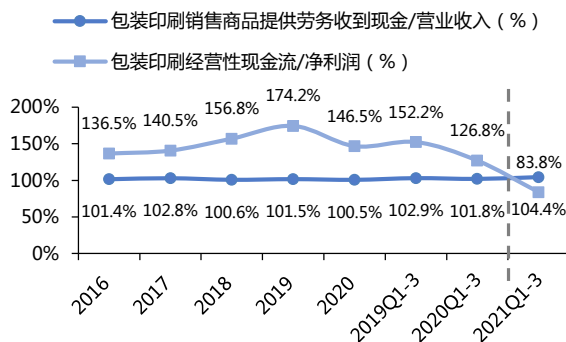
# 6. 包装印刷子板块概述

2021Q3原材料价格回落&提价落地，盈利能力相对稳定。包装印刷板块2021Q1-3毛利率19.91%，同比-3.42%，净利率7.71%，同比-0.04%。2021Q3单季度毛利率19.31%，同比-5.01pp；净利率7.35%，同比-0.91pp。

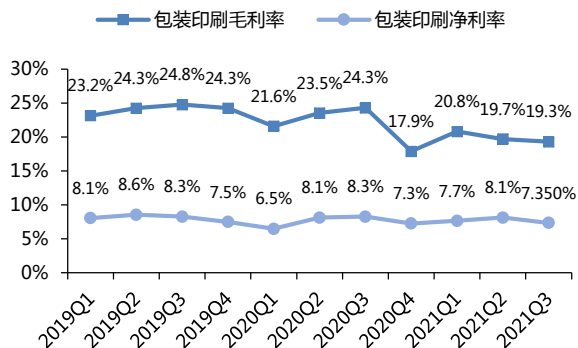
包装板块2016-2021前三季度毛利率&净利率



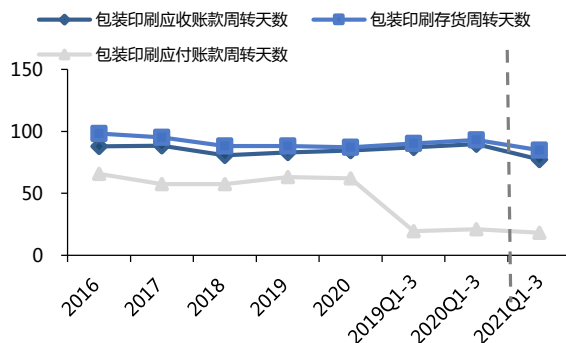
包装板块2016-2021前三季度现金流



包装板块2019Q1-2021Q3单季毛利率&净利率



包装板块2016-2021前三季度运营效率



盈利能力方面，包装印刷板块2021Q1-3毛利率/净利率分别为19.91%/7.71%，同比分别-3.42pp/-0.04pp。分季度看，Q1/Q2/Q3分毛利率分别为20.81%/19.7%/19.31%，净利率分别为7.65%/8.13%/7.35%。

现金流方面，包装印刷板块2021Q1-3销售商品提供劳务收到现金/营业收入为104.36%，同比-0.96pp；经营性现金流/净利润为83.78%，同比-27.69pp。

经营效率方面，包装印刷板块2021Q1-3应收账款周转天数77.36天，同比-12.42天；存货周转天数为84.85天，同比-8.21天；应付账款周转天数为18.31天，同比-2.83天。

**定制家具：**龙头持续体现较强 $\alpha$ ，推荐增速稳健、整装渠道驱动业绩高增的【欧派家居】；零售渠道增长较稳健，整装走向放量，估值处于低位的【索菲亚】；同时关注【志邦家居】。

**软体家具：**头部品牌市场份额加速提升，首推大店零售化改革稳步推进，内销强劲外销有望受益于中美贸易关系缓和的【顾家家居】；维持较快开店速度、功能沙发渗透率提升空间充足的【敏华控股】；以及加大市场投入，自主品牌持续高增的【喜临门】。

**建议关注：**海象新材、华旺科技。

**风险提示：**限电政策影响产能，原材料价格波动，中美贸易摩擦加剧，下游需求偏弱等。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

# 东吴证券财富家园