



轻工行业2021年度中期投资策略

行稳致远龙头精修内功, 乘风破浪行业加速整合

分析师及联系人

• 蔡方羿

(8621)61118723

caify@cjsc.com.cn

执业证书编号:

S0490516060001

• 徐皓亮

(8621)61118723

xuhl2@cjsc.com.cn

执业证书编号:

S0490519080009

• 米雁翔

(8621)61118723

miyx@cjsc.com.cn

执业证书编号:

S0490520070002

• 仲敏丽

(8621)61118723

zhongml2@cjsc.com.cn

报告日期 2021-06-22
行业研究 深度报告
评级 看好 | 维持

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

- 《烟草专卖局联合国家市监局下发专项行动, 加速对电子烟线下渠道梳理排查》 2021-06-20
- 《以3M为引, 从基础研究视角看思摩尔&华熙成长内核》 2021-06-05
- 《大浪淘沙始见金——轻工行业 2020&2021Q1财报综述》 2021-05-06

纸与林木产品

行稳致远龙头精修内功, 乘风破浪行业加速整合

——轻工行业 2021 年度中期投资策略

● 投资策略

2021H1 伴随终端需求恢复, 各行业收入实现快速增长, 与此同时全球大宗商品提价背景下, 对于有低价原料储备的龙头企业迎来整合契机; 展望 2021 下半年, 重点关注具备长期成长性行业(如电子烟、医美等)和优质个股(文具、家居、个护等龙头), 基于全年优秀的业绩预期, 当前估值性价比较高, 尤其龙头在“大行业, 小公司”格局下的长期价值显著。同时建议关注前期受竞争格局&成本压制下的低估值中游制造行业, 如纸包装、金属包装等, 伴随格局改善及原材料降价预期, 看好相关龙头投资机会。

● 家居: 龙头提份额&景气向上, 弹性可期

家居行业自 2018 年后从渠道粗放发展演变为流量运营的整合阶段, 预计后续内销有望保持回暖态势; 外销在海外需求支撑叠加中国供应链优势下维持高景气, 中长期看外销龙头在全球的竞争力提升(如全球产能布局)将带动持续成长空间。盈利方面, 伴随原材料价格的趋稳或回调, 以及提价传导, 前期盈利受影响的软体家居有望自二季度起逐步修复。投资方面, 持续推荐内销零售龙头敏华控股/顾家家居/欧派家居/索菲亚/志邦家居/尚品宅配等, 关注金牌厨柜/喜临门等低估值成长标的。

● 造纸: 格局向好, 行业盈利维持可期

在全球 PMI 高位背景下, 预计浆价高位震荡; 白卡纸旺季需求增加, 看好行业高景气; 文化纸刚性需求逐步释放, 同时党建书籍需求有望持续全年, 行业景气提升可期; 箱板瓦楞纸旺季来临, 看好行业高景气, 同时龙头凭借原料、成本等优势持续提份额。标的方面: 持续推荐博汇纸业/太阳纸业/山鹰国际, 并关注玖龙纸业等其他龙头。

● 轻工日用消费: 稳健的成长, 具备抗通胀属性

消费类轻工龙头以内销为主且产品偏刚性, 具备较强抗通胀能力, 且行业中长期空间广阔&集中度较低, 龙头企业具备较大成长潜力。文具领域: 1) 行业龙头凭借产品升级和品类拓张, 预计收入业绩稳增; 2) 办公用品在集采渗透率提升拉动下, 预计仍将高速增长, 持续推荐文具龙头晨光文具/齐心集团。生活用纸领域: 底价浆储备&竞争格局趋良, 品牌纸企较高盈利或可维持, 看好竞争优势突出的成长性龙头, 推荐中顺洁柔等。

● 轻工新消费: 迎产业变革良机, 龙头脱颖而出

轻工新消费产品将顺应产业发展趋势, 业绩有望表现较大的增长弹性。重点推荐新型烟草龙头思摩尔国际、医美龙头华熙生物, 其中思摩尔国际作为电子烟行业技术引领者, 深度绑定全球优秀电子烟品牌, 同时受益于高利润率的陶瓷雾化产品占比提升带动盈利能力稳步上行; 华熙生物扎根玻尿酸领域, 基于科技创新并实现全产业链布局。未来伴随玻尿酸原料/护肤品/医疗终端/食品领域多维并进, 看好行业盈利稳步上行。

风险提示:

1. 原材料价格大幅波动; 2. 行业新产能大幅增加; 3. 地产销售不及预期。

目录

2021 年中期投资策略	8
家居：龙头提份额&景气向上，弹性可期	9
景气回顾：整合加速，景气复苏	9
内销展望：有望维持较高景气度，龙头持续提份额	15
外销展望：需求良好，海运供给影响出货节奏	17
成本：正逐步传导成本压力，盈利有望修复	18
投资建议	19
造纸：格局向好，行业盈利维持可期	20
景气回顾：Q1 高景气，Q2 略有波动但仍维持高位	20
行业展望：高景气延续可期，废纸系加速整合	23
投资建议	26
轻工日用消费：稳健的成长，具备抗通胀属性	27
文具景气回顾：必选消费品，产品结构升级持续	27
个护&家清：行业稳健增长，成本上行助力整合	37
轻工新消费：迎产业变革良机，龙头脱颖而出	40
新型烟草：国内政策收紧在即，制造端受影响有限	40
医美：顺应丽人新风潮，玻尿酸龙头引爆颜值经济	45
投资建议	50
包装印刷：否极泰来，关注低估值龙头投资机会	51
景气回顾：需求向好，龙头加速整合	51
纸包装展望：自动化升级夯实龙头优势，行业整合加速	53
金属包装展望：提价落地&成本下行共振，盈利中枢上行可期	56
投资建议	59

图表目录

图 1：家具制造业累计销售毛利率/销售净利率	10
图 2：家具制造业销售费用率/管理费用率/财务费用率	10
图 3：2020 年定制行业营收同增 6.8%	11
图 4：2020Q4 定制行业营收同增 23.5%，2021Q1 营收较 2019Q1 增长 44.7%	11
图 5：工程占比高&有品类红利的公司普遍有更优的增速	11
图 6：定制企业单季度收入增速	11
图 7：定制家居企业大宗与非大宗业务增长表现	12
图 8：2020 年软体行业营收增速为 20.7%	13
图 9：软体行业单季度营收及增长情况	13

图 10: 软体行业内外销增长情况	13
图 11: 2020 年内销软体龙头内销增速显著提升	14
图 12: 2020 年软体企业外销增长情况	14
图 13: 敏华控股内销及其增长情况	14
图 14: 2020 年软体行业归母净利润同降 21.0%	15
图 15: 软体行业单季度归母净利润及增长情况	15
图 16: 去年四季度以来竣工开始回暖, 今年有望延续	15
图 17: 家具零售景气度回暖	15
图 18: 部分企业 2020 年以及 2021Q1 预收款增速恢复到较高的水平	16
图 19: 2016-2019 年精装渗透率持续提升	16
图 20: 以索菲亚为例, 零售渠道客流结构中自然客流大幅下降	17
图 21: 各行业龙头的产品和价格策略	17
图 22: 家居企业亏损比例	17
图 23: 美国地产销售以及美国家具零售情况	18
图 24: 美国家具产能利用率和批发商库存仍处于较低位	18
图 25: 家居出口维持高增长态势	18
图 26: 板材价格 (元/张)	19
图 27: TDI/MDI/PPG 价格 (元/吨)	19
图 28: 螺纹钢价格 (元/吨)	19
图 29: 牛皮价格	19
图 30: 白卡纸价格	21
图 31: 铜版纸和双胶纸价格	21
图 32: 白卡纸行业开工率	21
图 33: 铜版纸和双胶纸行业开工率	21
图 34: 白卡纸行业毛利率	22
图 35: 铜版纸和双胶纸行业毛利率	22
图 36: 箱板纸和瓦楞纸价格	22
图 37: 箱板纸和瓦楞纸行业开工率	22
图 38: 国废黄板纸价格	23
图 39: 箱板纸和瓦楞纸行业毛利率	23
图 40: 箱板纸库存	23
图 41: 瓦楞纸库存	23
图 42: 中国、欧元区及美国 PMI (单位: %)	24
图 43: 国内主要港口库存及纸浆进口量情况	24
图 44: 外盘针叶浆和外盘阔叶浆价格	25
图 45: 内盘针叶浆和内盘阔叶浆价格	25
图 46: 各纸品集中度	26
图 47: 双胶纸库存	26
图 48: 铜版纸库存	26
图 49: 1-4 月文化办公用品类零售额同比增长 24.5%	27

图 50: 晨光文具进驻美团和饿了么	27
图 51: 2013-2018 年我国文具行业营收及增速	28
图 52: 2018 年我国文具行业市场需求份额结构分布	28
图 53: 线下渠道仍为我国文具行业主要销售渠道	28
图 54: 2018 年我国文具行业线下渠道细分市场销售情况	28
图 55: 日本文具龙头市占率	29
图 56: 美国文具龙头市占率	29
图 57: 2018 年我国人均文具消费量仅为美国的 1/4	30
图 58: 百乐文具单品价格 VS 晨光价格带 (单位: 元)	30
图 59: 晨光各业务收入占比	30
图 60: 晨光各业务收入增速	30
图 61: 晨光“悦写缓冲”系列获得 2019 德国 IF 产品奖	31
图 62: 晨光收购安硕, 加码儿童美术	31
图 63: 平台化集采运营模式	31
图 64: 平台化集采可以实现降本增效	31
图 65: 中国平台化集采仍有持续提升空间	32
图 66: 办公采购主要品类	32
图 67: 办公采购主要品类占比	32
图 68: MRO 包括维护、维修、运营	33
图 69: 目前 MRO 采购渠道比重	33
图 70: 主流集采平台已经上线 MRO 品类	33
图 71: 办公集采服务主要提供商	34
图 72: 美国办公采购市场较为集中	34
图 73: 办公集采包含品类	35
图 74: 齐心集团产业互联网平台架构	35
图 75: 齐心集团自有产品毛利率和外协品毛利率差异明显	37
图 76: 2020 年各企业主营业务韧性足, 防疫物资带动增长弹性	37
图 77: 各企业单季度营收增速	37
图 78: 2020 年各企业毛销差普遍提升	38
图 79: 2020 年各企业归母净利率显著提升	38
图 80: 单季度毛销差	38
图 81: 单季度归母净利率	38
图 82: 2021 年 1-4 月日用品类零售额同增 27.4%, 2 年 CAGR 为 12.9%	39
图 83: SAP 价格波动较小	39
图 84: 当前木浆价格仍维持在高位	39
图 85: 生活用纸原纸价格近期大幅上涨, 但仍低于 2017 年水平 (元/吨)	40
图 86: 中顺洁柔去年三季度末以来存货大幅增长	40
图 87: 按收益 (零售价格) 划分的全球电子烟市场规模构成	41
图 88: 美国是电子烟主要消费市场	41
图 89: 预测全球电子雾化设备市场规模仍将快速增长	41

图 90: 思摩尔占全球电子雾化设备市场份额为 16.5%	41
图 91: 电子烟产业链	42
图 92: 电子烟产业链价值量拆分	42
图 93: 美国电子烟政策持续收紧	42
图 94: PMTA 流程	42
图 95: PMI 新型烟草收入	43
图 96: PMI 新型烟草出货量	43
图 97: IQOS 用户数量稳步增长	43
图 98: IQOS 用户转化率维持较高水平	43
图 99: IQOS 产品在日本市占率	43
图 100: IQOS 产品在俄罗斯市占率	43
图 101: IQOS 产品在欧盟市占率	44
图 102: 烟具/烟弹收入比例	44
图 103: 中国医美行业收入及增速	46
图 104: 医美渗透率	46
图 105: 医美决策周期持续加速	46
图 106: 2020 年中国医美用户购买过的面部整形项目数量	46
图 107: 中国医美透明质酸市场	47
图 108: 中国医疗美容透明质酸产品市场竞争格局	47
图 109: 三类医疗器械生产许可审批流程	48
图 110: 国内品牌集中度持续提升	49
图 111: 交联技术	50
图 112: 纸包装企业营收规模 (亿元)	51
图 113: 纸包装企业营收增速	51
图 114: 纸包装企业归母净利润 (亿元)	51
图 115: 纸包装企业归母净利润增速	51
图 116: 纸包装企业费用率	52
图 117: 纸包装企业管理费用率	52
图 118: 纸包装企业销售费用率	52
图 119: 纸包装企业财务费用率	52
图 120: 金属包装企业营收规模	52
图 121: 金属包装企业营收增速	52
图 122: 金属包装企业归母净利润	53
图 123: 金属包装企业归母净利润增速	53
图 124: 智能手机出货量及累计同比	54
图 125: 裕同科技营收及增速	54
图 126: 裕同科技归属净利润及增速	54
图 127: 2021 年前 4 月卷烟产量同增 2.70%	55
图 128: 烟草社会库存变化量	55
图 129: 不同烟品的单包税利	55

图 130: 高端新品陆续推出, 一二类卷烟占比提升	55
图 131: 高端酒销量稳步增长	56
图 132: 重点高端酒品销售量(万吨)	56
图 133: 软饮料产量及增速	56
图 134: 金属包装中不同罐型占比	56
图 135: 啤酒产量及增速	57
图 136: 啤酒罐化率逐年提升	57
图 137: 宝钢包装销售毛利率/净利率	58
图 138: 中粮包装-奥瑞金-宝钢包装之间股权和经营层面深度关联	59
表 1: 家具行业内外销以及房地产相关数据	9
表 2: 定制企业零售与大宗业务增长情况	12
表 3: 纸品及原材料价格跟踪情况	20
表 4: 头部纸企 2021-2023 年箱板瓦楞纸投产计划	24
表 5: 白卡纸拟新增产能梳理	25
表 6: 文具用品细分类别及具体产品	28
表 7: 国内文具行业集中度仍有提升空间	29
表 8: 晨光持续完善产品架构	31
表 9: 齐心集团各类服务模式	35
表 10: 齐心集团一体化平台项目	35
表 11: 齐心集团系统搭建	36
表 12: 国内新型烟草产品密集发布	45
表 13: 大分子、小分子玻尿酸使用情况	47
表 14: 医美行业主要政策	48
表 15: 华熙医美产品线	50
表 16: 罐化率提升对二片罐需求影响测算	57
表 17: 金属包装行业整合情况	58

2021 年中期投资策略

2021H1 伴随终端需求恢复，各行业收入实现快速增长，与此同时全球大宗商品提价背景下，对于有低价原料储备的龙头企业迎来整合契机；展望 2021 下半年，重点关注具备长期成长性行业（如电子烟、医美等）和优质个股（文具、家居、个护等龙头），基于全年优秀的业绩预期，当前估值性价比较高，尤其龙头在“大行业，小公司”格局下的长期价值显著。同时建议关注前期受竞争格局&成本压制下的低估值中游制造行业，如纸包装、金属包装等，伴随格局改善及原材料降价预期，看好相关龙头投资机会。

家居：家居行业自 2018 年后从渠道粗放发展演变为流量运营的整合阶段，头部品牌经历战略调整，相继于 2019-2020 年开始展现加速行业整合的能力，疫情放大了大小品牌在流量运营上的差距。此外行业景气度亦处于上行趋势中，去年四季度以来竣工的增长正带动零售需求的持续释放，4 月家具零售额较 2019 年同期有约 15% 的增长，两年复合增速约 7.3%，预计后续内销有望保持回暖态势；外销在海外需求支撑叠加中国供应链优势下维持高景气，中长期看外销龙头在全球的竞争力提升（如全球产能布局）将提升持续成长空间。盈利方面，伴随原材料价格的趋稳或回调，以及提价传导，前期盈利受影响的软体家居有望自二季度起逐步修复。投资方面，持续推荐内销零售龙头敏华控股/顾家家居/欧派家居/索菲亚/志邦家居/尚品宅配等，关注金牌厨柜/喜临门等低估值成长标的。

造纸：回顾年初至今，一季度行业整体景气度高，但纸品间存分化，木浆系盈利较优；进入二季度，木浆系景气略有波动但纸价和盈利仍处高位，废纸系景气度阶段性触底后有所回升。展望下半年，在全球 PMI 仍处高位背景下，预计浆价高位震荡；白卡纸旺季需求增加，看好行业高景气；文化纸刚性需求逐步释放，同时党建书籍需求有望持续全年，行业景气提升可期；箱板瓦楞纸旺季来临，看好行业高景气，同时龙头凭借原料、成本等优势持续提份额。标的方面：博汇纸业和太阳纸业凭借领先的浆纸布局，盈利有望加速提升，持续予以推荐，废纸系推荐山鹰国际，并关注玖龙纸业等其他龙头。

文具：行业具有较强刚需属性，其中学生文具 2020 年上半年受疫情影响阶段性承压，伴随学生复学后终端需求逐季改善；晨光作为行业龙头背靠强渠道资源和优质客群，通过产品升级和品类延伸，预计稳定增长可期；办公文具龙头则享受集采渗透率提升红利，凭借强产品供应和一体化服务能力加速市场份额获取，利润率受益于规模效应亦有提升。进入 2021 年下半年，伴随经济恢复叠加消费趋势延续，各文具类企业实现稳定增长可期。继续重点推荐文具龙头晨光文具，并关注齐心集团。

新型烟草：1) 雾化型电子烟：凭借时尚化及易于接受口感，在全球渗透率持续提升，随着法规/税收体系完善以及消费习惯培养，行业或延续快速增长势头；继续重点推荐行业核心组件制造商龙头思摩尔，凭借强产品竞争力深度绑定全球头部电子烟品牌，将持续享受本轮电子烟成长红利；2) 加热不燃烧型电子烟：一方面，受益于 IQOS 在全球快速扩张，盈趣科技作为 IQOS 烟具塑胶件核心供应商，伴随全球疫情好转叠加新产品发布，业务潜力有望逐步释放；另一方面，在国内 HNB 放开预期下，关注 HNB 产业链投资机会：1) 薄片，单包 HNB 烟草薄片的用量是传统烟草的 3-5 倍；2) 烟用香精，单包 HNB 香精的用量是传统烟草的 8 倍以上；3) 烟具，伴随 HNB 而产生的新品类，

或带来百亿级别烟具市场，看好已有新型烟草技术积累和大客户储备的民营烟草产业链龙头，可关注盈趣科技、劲嘉股份及其他相关龙头。

个护&家清：成本压力下可重点关注龙头品牌加速整合行业。在成本上行周期中，大品牌的原材料和定价优势将挤压小厂空间，进而形成“量价齐增”的增长模式。中长期角度，看好持续更新迭代产品的自主品牌企业，同时通过渠道、品类扩张带动成长性。投资方面，建议优选竞争优势突出的成长性龙头，推荐中顺洁柔，并关注其他相关龙头。

包装：2020&2021Q1 受疫情及原材料涨价扰动，包装行业景气度阶段性承压；不过如裕同等行业龙头依然维持稳健的收入增长，我们判断主因公司具备强成本管控和稳定供货能力，提升在老客户内占比的同时，亦积极导入新客户，行业集中度进一步提升；同时公司通过自动化升级和供应链优化，有效对冲成本上涨影响。目前包装行业估值处于相对较低水平，且行业趋势持续向好，考虑到包装行业具有大市场、小公司的特点，龙头企业马太效应正逐步显现并看好其持续成长性。推荐裕同科技（深耕 3C 包装领域，凭借较强成本管控和一体化服务能力持续提升在核心客户内占比，看好伴随疫情好转和 5G 换机逻辑兑现，公司收入、业绩有望提速），盈趣科技（核心产品景气向上，同时独创的“UDM 模式”驱动公司持续捕获“爆款”新品）。

家居：龙头提份额&景气向上，弹性可期

景气回顾：整合加速，景气复苏

剔除基数影响，1-4 月与 2019 年同期相比，内销零售景气度持续向上而企业间增长分化，大宗业务维持高增长，外销景气度较高。

内销零售变化显著：1) 行业景气提升；2) 份额加速集中。行业景气度层面：2020 年四季度竣工恢复至增长状态，正逐步反映到后端的需求层面，今年以来家具零售额增速较 2019 年同期比呈持续上升趋势。集中度提升是 5-10 年的大级别产业趋势，龙头的战略调整于 2018-2020 年基本完成，凭借流量获取&转换优势开启整合，疫情阶段的流量价值提升放大了这一趋势，因而我们判断从去年复工后龙头与行业差距拉大的情况今年仍将延续。

内销工程业务：竣工交房因疫情有延迟，而部分交房推迟到今年，进而带动工程业务持续高增长。

外销业务：外销需求景气度高，带动家具企业出口业务的高增。

表 1：家具行业内外销以及房地产相关数据

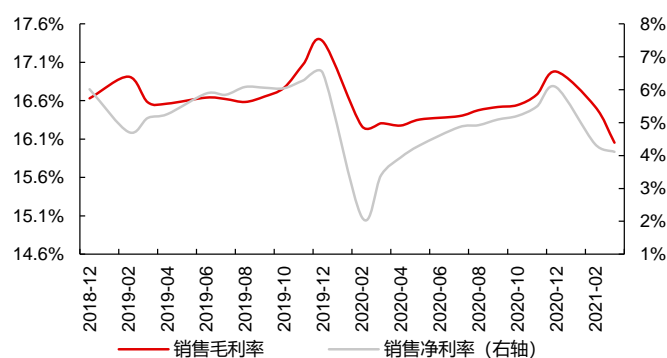
指标名称	1-2 月	单 3 月	单 4 月	1-4 月累计	2 年 CAGR
家具行业相关数据（单位：亿元/亿美元）					
家具制造业：营业收入	3.9%	6.7%（1-3 月累计）			
销售额：建材家居卖场	9.7%	-14.7%			
零售额：家具类	5.5%	10.4%	15.1%	9.9%	4.8%

家具出口交货值	-5.4%	0.6%	0.0%	-2.9%	-1.5%
家具及其零件出口	27.1%	19.3%	33.6%	26.6%	12.5%
美国家具和家用装饰店零售额	1月 21.4%，2月 15.9%	25.2%			10.4%
国内房地产相关数据（单位：万平方米）					
商品房销售面积	23.1%	18.5%	16.7%	19.53%	9.3%
住宅销售面积	26.7%	22.7%	18.7%	22.85%	10.8%
房屋竣工面积	8.2%	-6.3%	-11.6%	0.76%	0.4%
住宅竣工面积	10.5%	-2.2%	-11.1%	3.19%	1.6%
房屋施工面积	14.2%	13.3%	-13.0%	13.28%	6.4%
房屋新开工面积	-9.4%	-4.0%	-10.5%	-7.94%	-4.1%

资料来源：国家统计局，海关总署，长江证券研究所 注：因每年统计口径调整的原因，家具行业相关数据中 2021 年相对 2019 年同期增长情况为估算数据

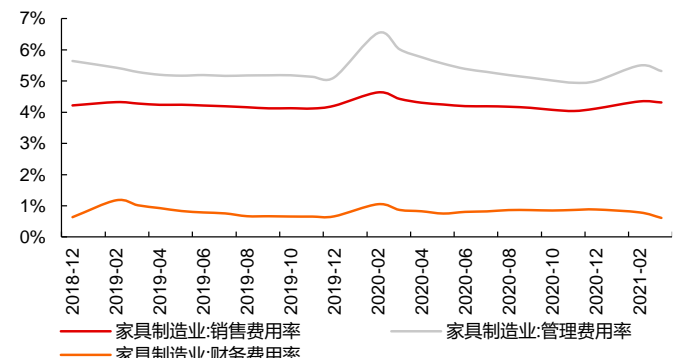
行业盈利能力略有下降。2021 年 1-3 月家具制造业毛利率较 2019 年同期同比下降 0.52pct，或与成本计入运费、增长结构以及原材料涨价等有关，家具制造业销售/管理/财务费用率分别较 2019 年同期变动+0.03/+0.03/-0.41pct，净利率同比下降 1.03pct。其中龙头因规模效应优势以及更强的品牌力，盈利能力或具备较强的稳定性。

图 1：家具制造业累计销售毛利率/销售净利率



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

图 2：家具制造业销售费用率/管理费用率/财务费用率



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

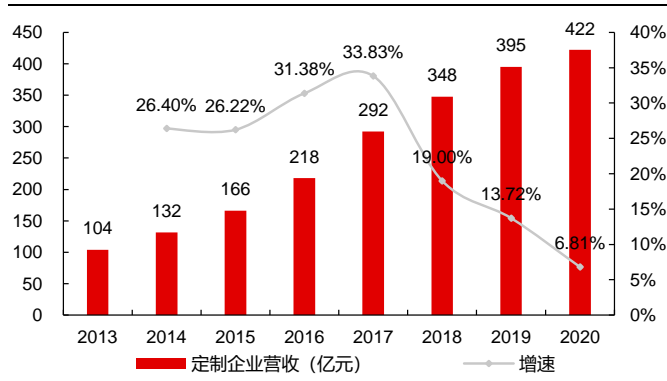
定制：零售增长显著分化，大宗持续贡献增量

2020 年定制家居行业实现营收为 422 亿元，同比增长 6.81%，其中 Q4/Q3/Q2 营收增速为 23.5%/17.5%/0.1%，去年二季度即恢复到 2019Q2 水平，而三、四季度增速持续环比提升。

2021Q1 定制家居行业实现营收 90 亿元，剔除 2020Q1 基数影响，与 2019Q1 相比增长 44.7%，两年 CAGR 为 20.3%。

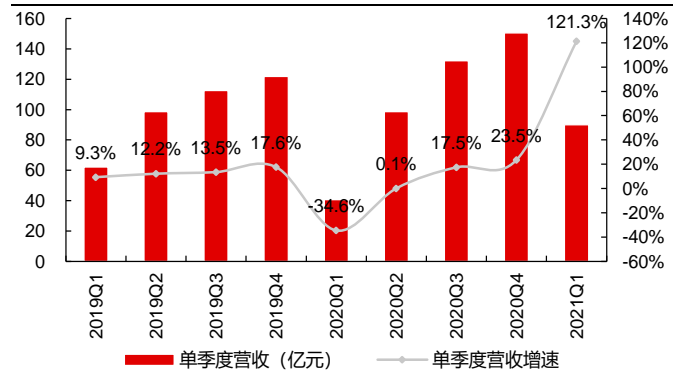
上市定制企业间的表现分化。在 2018 年以来在战略上积极求变且整个体系执行力较高的企业，呈现超越行业的增长，而疫情则凸显了优秀企业以及其整个经销体系抗风

险的能力，行业处于加速集中阶段。从增长结构看，行业前三继续维持中高速增长，处于品类红利&渠道红利期的企业增长会更优，例如志邦家居、金牌厨柜的增长远超行业。

图 3：2020 年定制行业¹营收同增 6.8%

资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：2020Q4 定制行业营收同增 23.5%，2021Q1 营收较 2019Q1 增长 44.7%



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：工程占比高&有品类红利的公司普遍有更优的增速

	欧派家居	索菲亚	尚品宅配	志邦家居	好莱客	金牌厨柜	我乐家居	皮阿诺	顶固集创	定制行业
2014	18.9%	32.4%	62.7%	8.3%	38.7%	22.2%	11.3%	19.6%	22.2%	26.4%
2015	18.0%	35.4%	61.5%	13.2%	20.1%	14.2%	11.3%	1.8%	21.1%	26.2%
2016	27.2%	41.8%	30.4%	32.1%	32.4%	40.3%	16.8%	23.1%	25.9%	31.4%
2017	36.1%	36.0%	32.2%	37.4%	30.0%	31.2%	35.3%	31.1%	11.4%	33.8%
2018	18.5%	18.7%	24.8%	12.8%	14.5%	18.0%	18.3%	34.3%	2.9%	19.0%
2019	17.6%	5.1%	9.3%	21.7%	4.3%	24.9%	23.1%	32.5%	11.9%	13.7%
2020	8.9%	8.7%	-10.3%	29.7%	-1.9%	24.2%	18.9%	1.5%	-6.2%	6.8%

资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：定制企业单季度收入增速

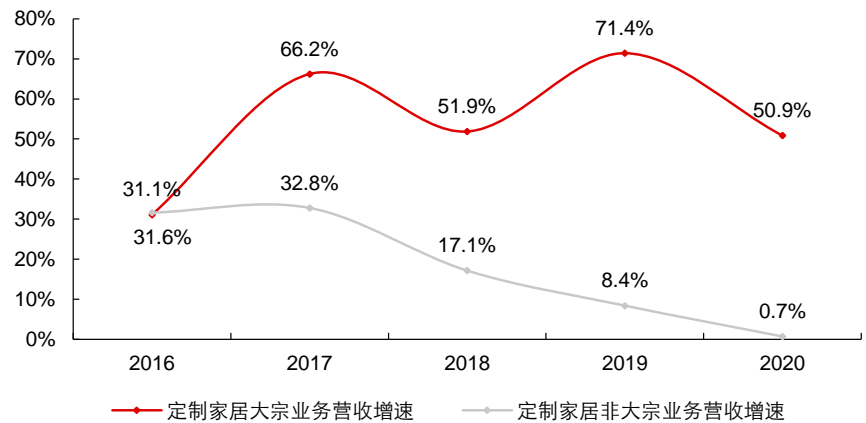
	欧派家居	索菲亚	尚品宅配	志邦家居	好莱客	金牌厨柜	我乐家居	皮阿诺	顶固集创	定制行业
2019Q1	15.6%	-4.7%	15.7%	5.2%	5.2%	6.2%	22.6%	16.3%	1.8%	9.3%
2019Q2	12.5%	12.2%	5.6%	13.3%	3.0%	33.1%	23.1%	31.5%	8.8%	12.2%
2019Q3	20.1%	2.4%	8.4%	16.9%	0.6%	23.5%	25.6%	35.6%	13.8%	13.5%
2019Q4	20.7%	7.7%	9.8%	43.7%	8.8%	29.2%	21.0%	39.2%	16.4%	17.6%
2020Q1	-35.1%	-35.6%	-47.5%	-21.2%	-48.3%	-3.9%	5.4%	-15.5%	-54.0%	-34.6%
2020Q2	6.9%	-8.5%	-14.3%	22.2%	-3.8%	10.7%	0.6%	-2.3%	11.5%	0.1%
2020Q3	18.4%	17.1%	10.2%	41.9%	7.5%	30.7%	15.5%	9.6%	-5.8%	17.5%
2020Q4	25.3%	37.2%	-3.2%	46.2%	16.2%	38.7%	43.8%	4.3%	-3.8%	23.5%
2021Q1	130.7%	130.6%	110.3%	109.1%	203.0%	81.5%	44.3%	92.3%	251.8%	121.3%
与2019Q1比	49.8%	48.6%	10.5%	64.8%	56.6%	74.4%	52.2%	62.4%	61.9%	44.7%

资料来源：Wind，长江证券研究所

大宗持续贡献收入增量，而企业间零售增长显著分化。从行业整体看，2020 年大宗业务收入持续高增长，而 8 家上市定制家居企业整体的非大宗业务全年收入同增 0.7%。企业间零售分化显著，其中优质龙头的零售已经恢复至较高的增长水平，前瞻性的商业模式以及前些年变革后夯实的竞争力优势显现出来了。

¹这里定制行业指上市的定制企业，包含欧派家居、索菲亚、尚品宅配、志邦家居、好莱客、金牌厨柜、我乐家居、皮阿诺以及顶固集创共 9 家企业

图 7：定制家居企业大宗与非大宗业务增长表现



资料来源：Wind，各公司公告，长江证券研究所 注：此处定制家居是指上市的除顶固集创以外的 8 家定制企业

表 2：定制企业零售与大宗业务增长情况

公司	2021Q1 与 2019Q1 比	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2/H1
零售业务					
欧派家居	57%	175%	20.6%	19.3%	1.9% (Q2)
索菲亚	29%	114%	19%	7%~8%	-10%~-11% (Q2)
志邦家居	-	140%	27%	28%	-3.7% (H1)
金牌厨柜	-	100%	12.4%	10.5%	-7.9% (H1)
大宗业务					
欧派家居	42%	90%	38%	27%	57% (Q2)
索菲亚	260%+	226%	172%	116%	15% (Q2)
志邦家居	-	53%	91%	106%	59% (H1)
金牌厨柜	-	68%	116%	72%	39% (H1)

资料来源：各公司公告，长江证券研究所 注：此处索菲亚零售业务增速是非大宗业务收入增速，根据总营收和大宗业务收入及增长情况倒推

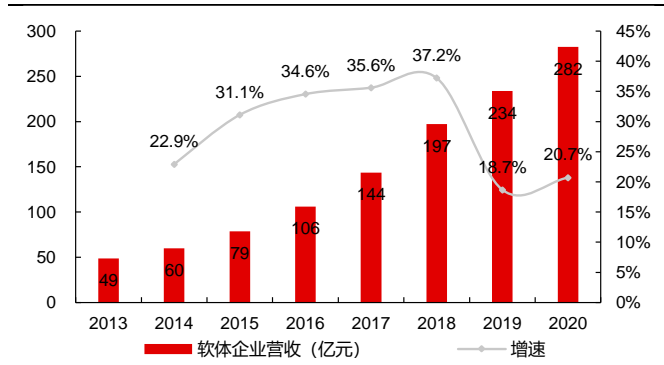
软体：内销加速集中，外销关注产能布局优势

2020 年软体行业²营收为 282 亿元，同增 20.7%，即便剔除掉梦百合新增并表 MOR 的影响，软体行业仍有 14.3% 的增长。2021Q1 软体行业营收为 78.3 亿元，同增 62.1%，较 2019Q1 增长 61.9%。

2020 年软体行业内生的增长主要靠内销贡献。2020 年软体行业营收内生增量为 33.5 亿元(剔除梦百合并购 MOR 带来的增量营收)，其中内销贡献 26.8 亿元(占比约 80%)，内生的外销业务贡献剩余 20% 的增量。

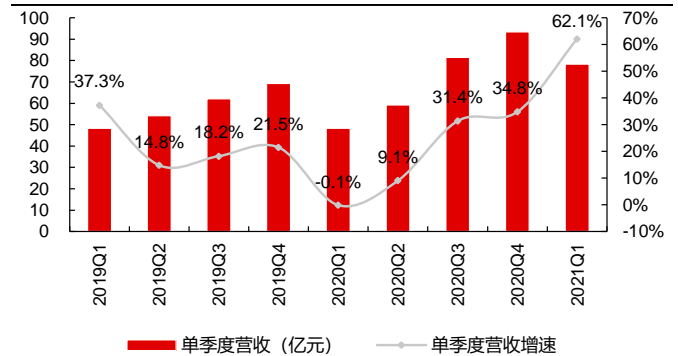
²此处软体行业为顾家家居、喜临门、梦百合、麒盛科技、中源家居 5 家企业合计数据，敏华控股、盛诺集团为港股，暂未计入

图 8：2020 年软件行业营收增速为 20.7%



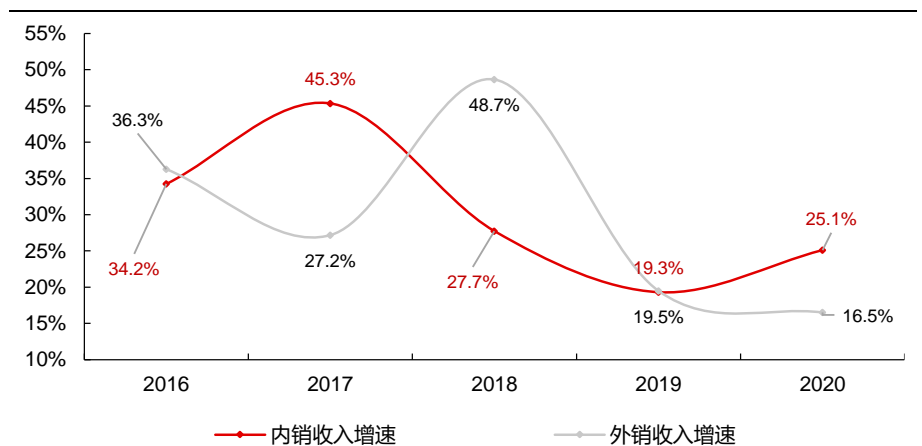
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：软件行业单季度营收及增长情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：软件行业内外销增长情况



资料来源：Wind，长江证券研究所 注：红色数据标签为内销收入增速

软体内销竞争格局优势显著，头部企业正加速提份额。2020 年软件行业内销增速为 25%，头部企业内销收入均呈现良好的增长态势，其中顾家家居/喜临门内销增速较 2019 年提速。敏华控股内销亦呈现高增长态势，其 FY2021 年内销收入同增 62%。各企业外销收入增长不一，一方面部分企业因外需高景气实现较快的增长，另一方面部分企业床垫出口受美对华床垫产能反倾销影响（美对华床垫直接的反倾销、以及对华产能转移地的反倾销）。

图 11：2020 年内销软体龙头内销增速显著提升

内销增速	顾家家居	喜临门	梦百合	麒盛科技	中源家居	软体行业
2014	20%	29%	22%		-62%	
2015	9%	36%	80%		17%	
2016	30%	40%	55%	31%	-80%	34%
2017	39%	56%	55%	50%	-3%	45%
2018	29%	26%	23%	29%	439%	28%
2019	17%	21%	37%	-4%	191%	19%
2020	25%	26%	15%	20%	114%	25%
内销收入占比	60.4%	84.9%	12.4%	5.2%	2.2%	

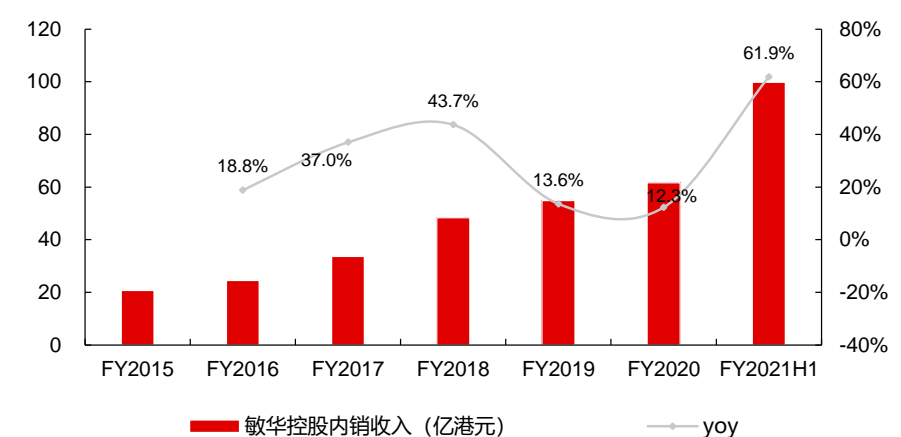
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 12：2020 年软体企业外销增长情况

外销增速	顾家家居	喜临门	梦百合	麒盛科技	中源家居	软体行业
2014	18%	21%	22%		43%	
2015	20%	22%	13%		37%	
2016	32%	15%	21%	93%	40%	36%
2017	41%	9%	32%	10%	33%	27%
2018	57%	56%	32%	78%	13%	49%
2019	32%	1%	23%	6%	20%	19%
2020	1%	-26%	80%	-12%	8%	17%
2020外销占比	36.7%	14.1%	84.9%	92.0%	97.6%	

资料来源：Wind，长江证券研究所

图 13：敏华控股内销及其增长情况



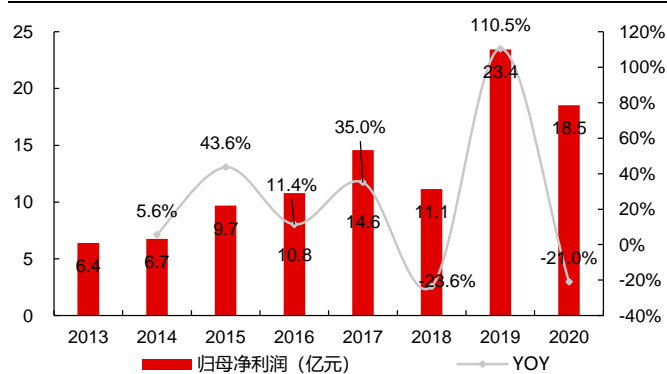
资料来源：敏华控股公告，长江证券研究所 注：此次内销业务包含内销家具和智能家居配件业务

2020 年软体行业归母净利润为 18.5 亿元，同降 21.0%，影响净利润表现的因素较多：

1) 顾家家居年底因商誉减值导致的资产减值损失，以及梦百合、喜临门等因坏账导致的信用减值损失；2) 外销因人民币升值导致的毛利率下降以及汇兑损失等。

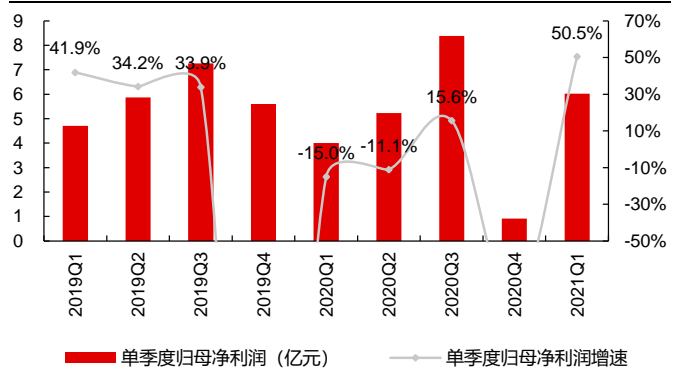
2021Q1 软体行业归母净利润为 6.0 亿元，同增 50.5%，较 2019Q1 增长 27.9%，一季度软体企业因提价还未完全落地，受原材料上涨、人民币升值等因素影响，盈利能力阶段性有所减弱，预计伴随后续提价落地盈利将逐步修复。

图 14：2020 年软体行业归母净利润同降 21.0%



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 15：软体行业单季度归母净利润及增长情况

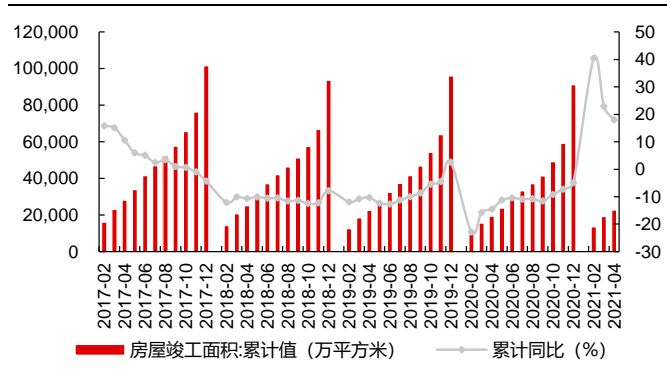


资料来源：Wind，长江证券研究所 注：图中未显示异常值

内销展望：有望维持较高景气度，龙头持续提份额

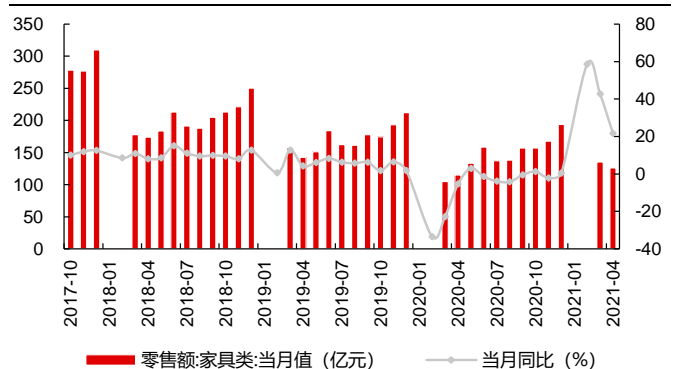
年初以来内销景气度持续提升，下半年有望维持较优的景气度。去年四季度房屋竣工面积同比增长 1.4%，且今年竣工有望持续增长，竣工正带动后周期的需求逐步释放，1-4 月家具类零售额较 2019 年同期增长约 10%，看好零售弹性的持续释放。从企业角度出发，部分企业预收款项增速恢复到较高的水平。

图 16：去年四季度以来竣工开始回暖，今年有望延续



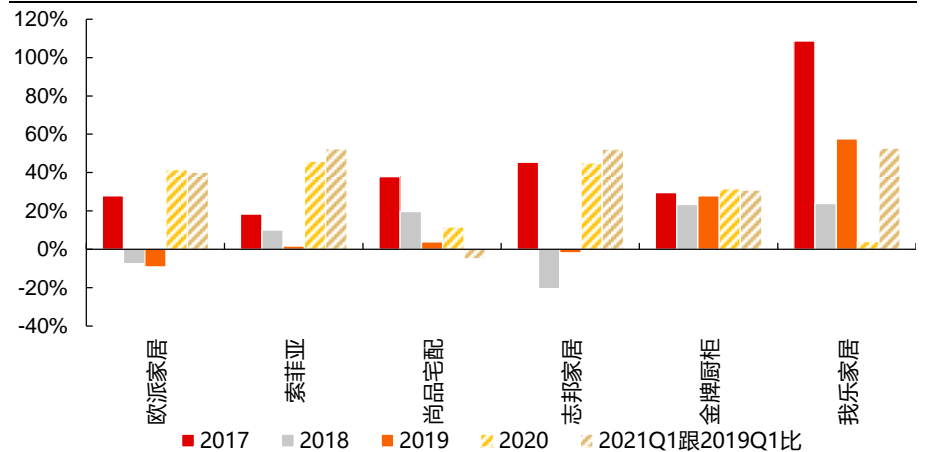
资料来源：国家统计局，长江证券研究所 注：每年 2 月数据为 1-2 月累计值

图 17：家具零售景气度回暖



资料来源：国家统计局，长江证券研究所 注：每年 2 月数据为 1-2 月累计值

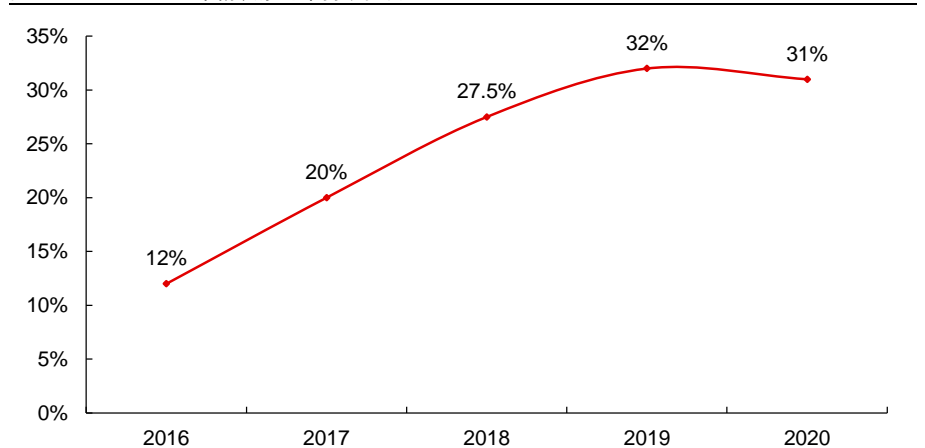
图 18：部分企业 2020 年以及 2021Q1 预收款增速恢复到较高的水平



资料来源：Wind，长江证券研究所 注：部分企业相关科目调整至“合同负债”和“其他流动负债”

竣工以及抢份额有望带动家居企业工程业务持续较高增长，但考虑去年下半年加速交房带来的大宗业务收入的高基数，增长或将放缓。从中期维度，去年精装比例阶段性的下降，后续或会有一个阶段精装产业链增速放缓。从长期趋势看，考虑到国内持续推进绿色建筑，精装修作为一种集中化、集约化的装修方式，看好精装比例持续提升；同时去年以来地产商与供应商更为紧密的合作，也体现地产商对精装赛道持续看好。

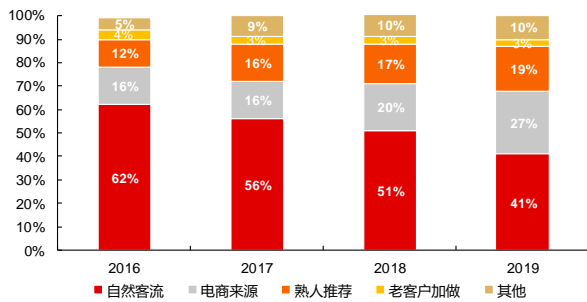
图 19：2016-2019 年精装渗透率持续提升



资料来源：奥维云网，长江证券研究所

渠道流量结构巨变，行业加速整合。行业经历了 2-3 年维度的低景气周期，叠加流量结构变化，企业之间的竞争在升维，当前龙头凭借流量获取以及流量转换优势正加速行业整合。**1) 流量获取：**从“坐商”到“行商”，对流量入口的精细化运营来应对碎片化趋势（精装、整装、电商、拎包入住等）；**2) 流量转换：**一方面是提升产品性价比，从“单品”转向“空间”的产品+设计服务。另一方面长期依赖全产业链的信息化打通，以及终端门店信息化对设计服务等方面的赋能，将构筑护城河更高的“产品力”+“服务力”，持续拉开全国性品牌与区域中小品牌的差距。

图 20：以索菲亚为例，零售渠道客流结构中自然客流大幅下降



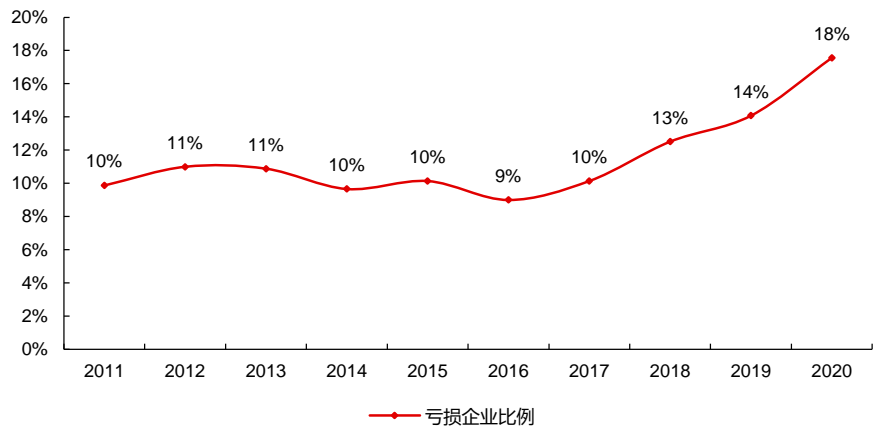
资料来源：索菲亚家居公众号，长江证券研究所

图 21：各行业龙头的产品和价格策略



资料来源：各公司官网、官方微信公众号及公告，长江证券研究所

图 22：家居企业亏损比例

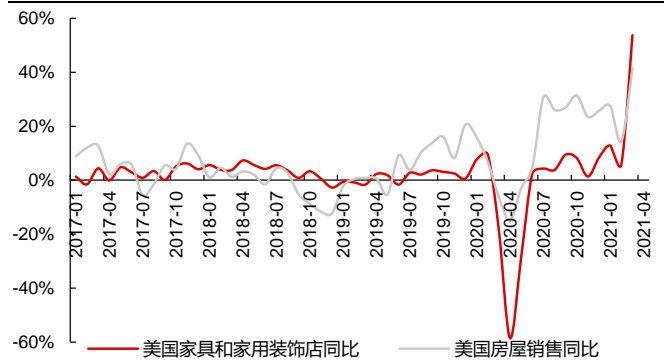


资料来源：国家统计局，长江证券研究所

外销展望：需求良好，海运供给影响出货节奏

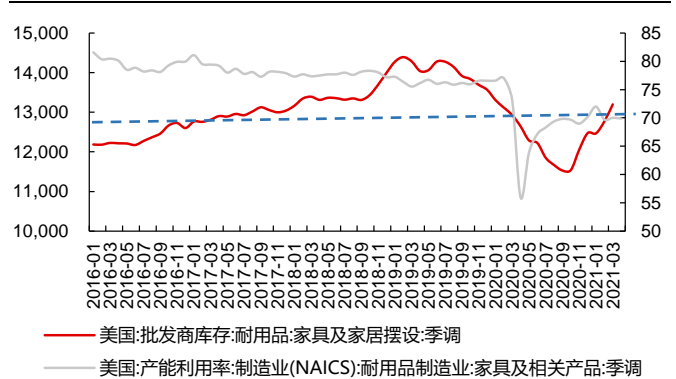
外销方面，需求良好，有望保持较高增速。需求层面，美国地产销售高景气带动家具需求，且美国家具产能恢复缓慢，下半年海外需求或仍处于较高水平。不过当前集装箱供给紧张以及海运相关费用较高一定程度影响到出口出货节奏，若后续海运供给紧张的局面得以缓解，企业或可加速发货推动外销收入加速确认。

图 23：美国地产销售以及美国家具零售情况



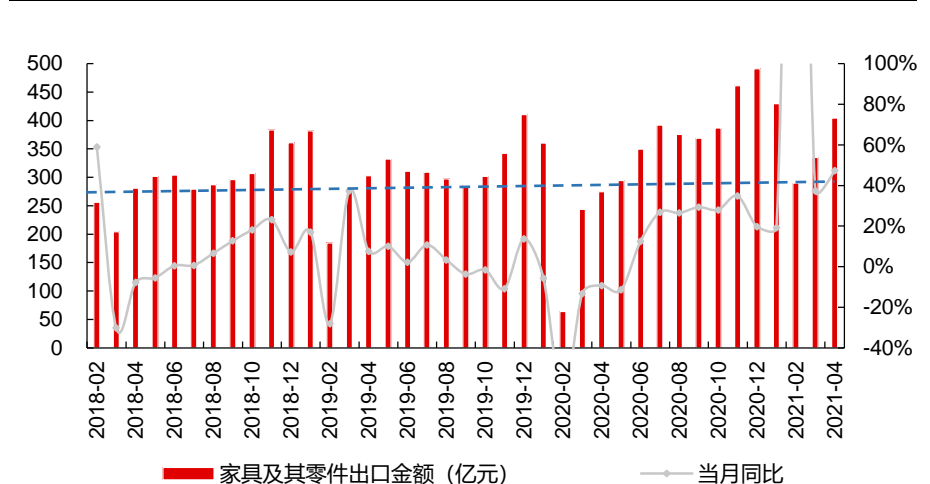
资料来源：美国商务部，全美地产经纪商协会，长江证券研究所 注：未显示异常值

图 24：美国家具产能利用率和批发库存仍处于较低位



资料来源：美国商务部，美联储，长江证券研究所

图 25：家居出口维持高增长态势



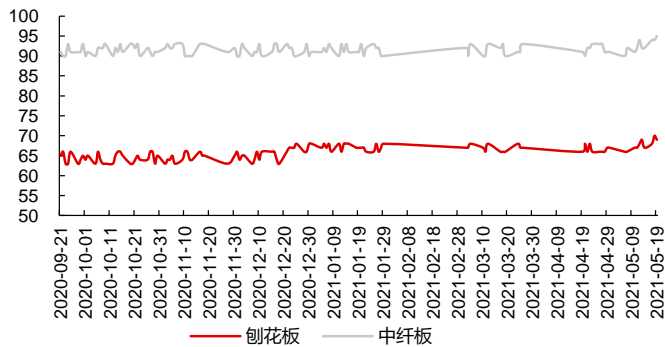
资料来源：海关总署，长江证券研究所 注：未显示异常值

成本：正逐步传导成本压力，盈利有望修复

关于原材料上涨的影响，家居向下游传导能力较强，其中零售品牌龙头最为突出。软体产品的原材料上涨幅度较大，但企业已采取直接提价措施，伴随提价逐步落地、产品结构调整以及内部提效降本等，将逐步传导成本压力；定制当前成本压力较小，通过内部提效降本以及产品策略等，亦可消化原材料成本上涨压力。综合来看，以零售品牌业务为主的企业或能保持较稳定的盈利水平。

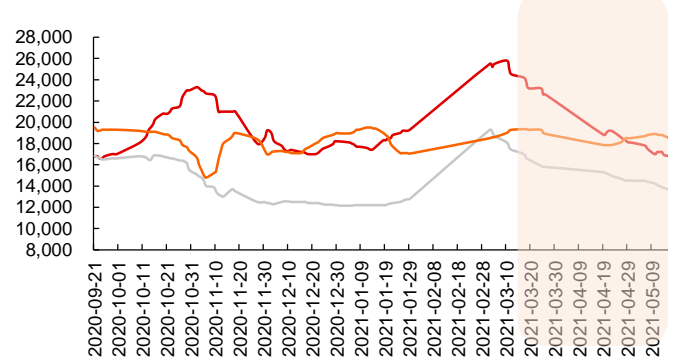
季度影响层面，二季度起盈利能力或将逐步恢复。软体企业原材料涨幅较大，我们测算3月提价后基本可覆盖成本上涨幅度。从涨价节奏看，多数企业于去年底和今年3月提价，进入二季度盈利压力逐步缓解。且目前部分原材料从高点有所回落，如化工产品以及螺纹钢价格有所回调，亦将逐步减弱企业的成本压力。

图 26: 板材价格 (元/张)



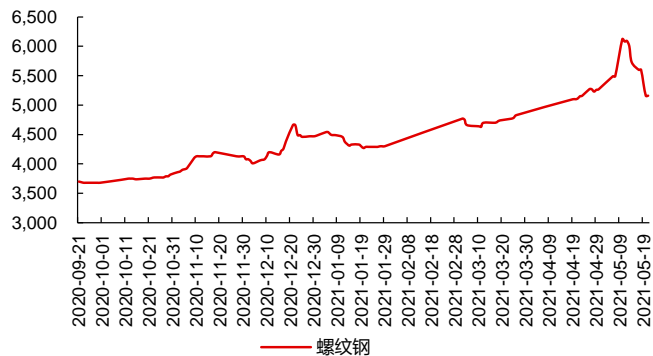
资料来源: 鱼珠国际木材市场, 长江证券研究所

图 27: TDI/MDI/PPG 价格 (元/吨)



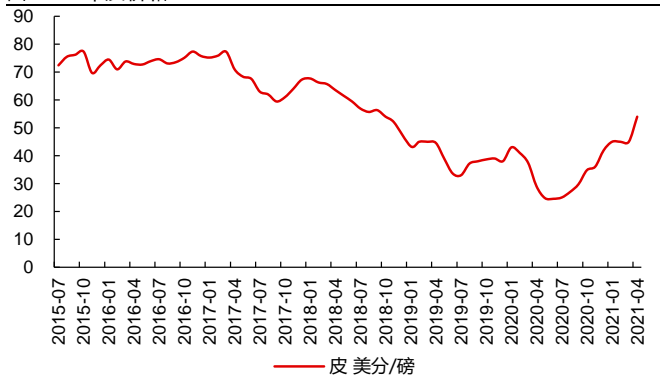
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 28: 螺纹钢价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 29: 牛皮价格



资料来源: Wind, 长江证券研究所

投资建议

行业加速集中，后周期景气度亦呈上行趋势，重点关注内销龙头阶段性调整后的配置机会。家居行业自 2018 年后从渠道粗放发展演变为流量运营的整合阶段，头部品牌经历战略调整，相继于 2019-2020 年开始展现加速行业整合的能力，疫情放大了大小品牌在流量运营上的差距。此外行业景气度亦处于上行趋势中，去年四季度以来竣工的增长正带动零售需求的持续释放，4 月家具零售额较 2019 年同期有约 15% 的增长，两年复合增速约 7.3%，预计后续内销有望保持回暖态势；外销在海外需求支撑叠加中国供应链优势下维持高景气，中长期看外销龙头在全球的竞争力提升（如全球产能布局）将带动持续成长空间。盈利方面，伴随原材料价格的趋稳或回调，以及提价传导，前期盈利受影响的软体家居有望自二季度起逐步修复。投资方面，持续推荐内销零售龙头敏华控股/顾家家居/欧派家居/索菲亚/志邦家居/尚品宅配等，关注金牌厨柜/喜临门等低估值成长标的。

造纸：格局向好，行业盈利维持可期

景气回顾：Q1 高景气，Q2 略有波动但仍维持高位

年初至今，瓦楞纸/箱板纸/白卡纸/铜版纸/双胶纸吨价上涨 250/293/2250/1500/1450 元，提升 7%/6%/31%/25%/26%；外盘针叶浆/外盘阔叶浆吨价上涨 290/255 美元，提升 42%/47%；内盘针叶浆/内盘阔叶浆/化机浆/溶解浆吨价上涨 1600/1000/170/2900 元，提升 29%/24%/4%/50%；国废黄板纸吨价较年初持平。

一季度，纸品间景气分化，木浆系盈利较优。一季度伴随全球经济复苏，浆价环比大幅提升，纸企为向下游传导成本于 2-3 月落实较大幅度提价，其中供需和竞争格局更优的木浆系纸品如白卡/双胶/铜版纸提价落地情况较好，各类纸品价格升至历史较高水平。

其中，白卡纸受益于较优的供需和竞争格局，一季度盈利能力较优。文化纸一季度需求逐月转旺，推动 2-3 月份大幅提价落地，而受到浆价大幅上涨影响，大小纸企盈利显著分化，龙头资源优势凸显。箱瓦纸一季度需求偏淡，且新增产能较多，盈利有所承压。

表 3：纸品及原材料价格跟踪情况

更新日期	产品	当前价格	月度环比 (绝对值)	月度环比 (百分数)	与年初比较 (绝对值)	与年初比较 (百分数)	同比 (百分数)
纸品							
2021-5-19	瓦楞纸	4078	183	5%	250	7%	23%
2021-5-19	箱板纸	5067	250	5%	293	6%	26%
2021-5-19	白卡纸	9500	-300	-3%	2250	31%	83%
2021-5-19	铜版纸	7500	-500	-6%	1500	25%	38%
2021-5-19	双胶纸	7000	-500	-7%	1450	26%	35%
原材料							
2021 年 4 月	美废 11#	277	19	7%	57	26%	57%
2021-5-19	国废黄板纸	2390	50	2%	0	0%	28%
2021-5-21	外盘针叶浆	980	0	0%	290	42%	61%
2021-5-21	外盘阔叶浆	800	0	0%	255	47%	68%
2021-5-19	内盘针叶浆	7030	-170	-2%	1600	29%	61%
2021-5-19	内盘阔叶浆	5200	0	0%	1000	24%	42%
2021-5-19	化机浆	4000	-180	-4%	170	4%	-2%
2021-5-20	溶解浆	8700	0	0%	2900	50%	61%

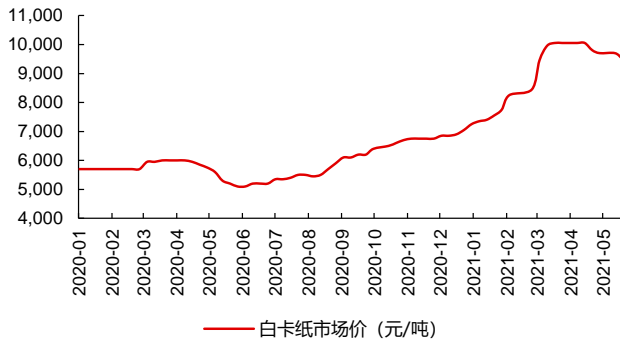
资料来源：纸业联讯，PPI Asia，长江证券研究所 注：上图价格单位除外盘浆和美废 11#为美元/吨外，其余均为元/吨

进入二季度，木浆系景气略有波动，废纸系景气度触底后有所回升。

- ✓ **木浆系纸品：**根据 5 月 19 日价格，白卡纸/铜版纸/双胶纸吨价较 4 月中旬高点分别下跌 550/500/500 元（下降 5.5%/6.3%/6.7%），主因需求偏淡，不过纸企停机限产叠加浆价形成支撑（虽波动但仍处高位），各纸品价格和盈利仍维持较高水平。

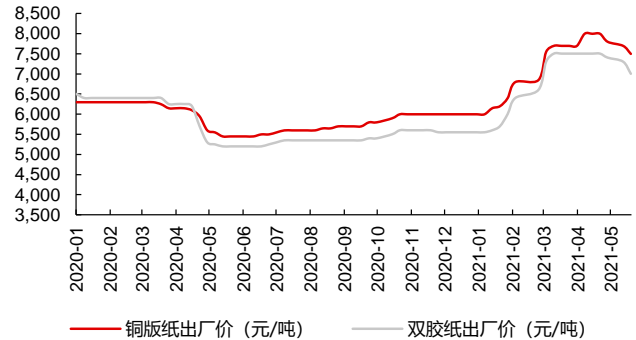
分纸品看，二季度是白卡纸传统淡季，纸企通过停机检修（4月行业开工率环比-7pct）等，支撑纸价和盈利维持较高水平；二季度是双胶纸传统旺季，但因纸价较高，下游对教材教辅订单延期招标，致需求偏弱，但党建书籍需求释放叠加纸厂停机限产，一定程度缓解供需压力，稳定纸价和盈利，在此背景下，头部纸企因资源优势或继续拉大与中小纸企的盈利差距；二季度铜版纸需求偏弱，但行业集中度高，大厂间协同维持纸价，4月部分纸机转产双胶，行业开工率环比-10pct。

图 30：白卡纸价格



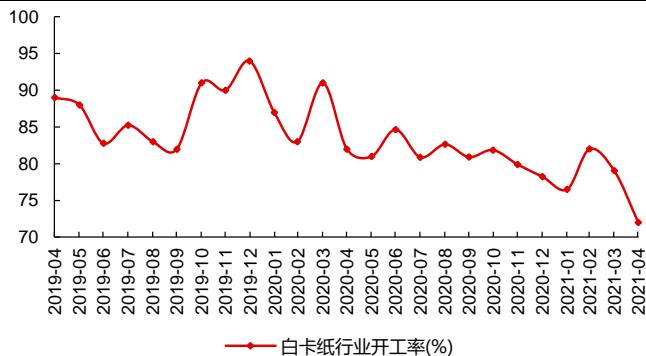
资料来源：纸业联讯，长江证券研究所

图 31：铜版纸和双胶纸价格



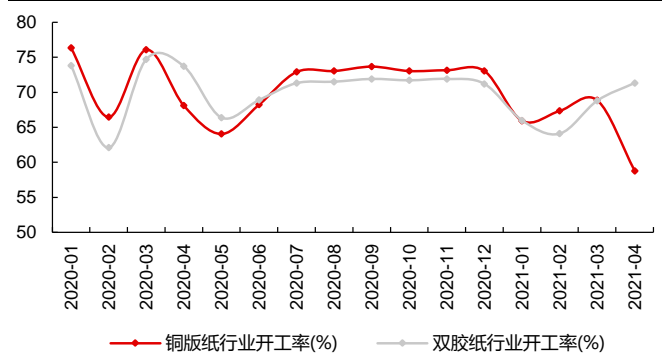
资料来源：纸业联讯，长江证券研究所

图 32：白卡纸行业开工率



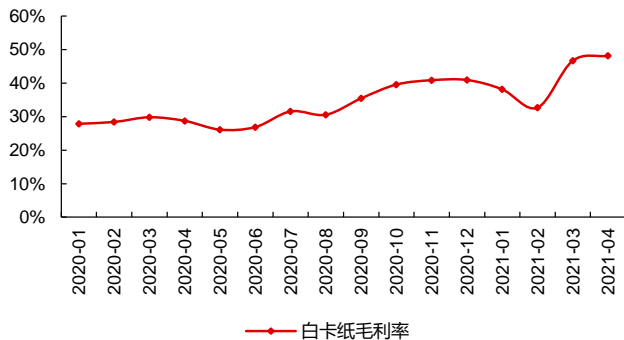
资料来源：卓创纸网，长江证券研究所

图 33：铜版纸和双胶纸行业开工率



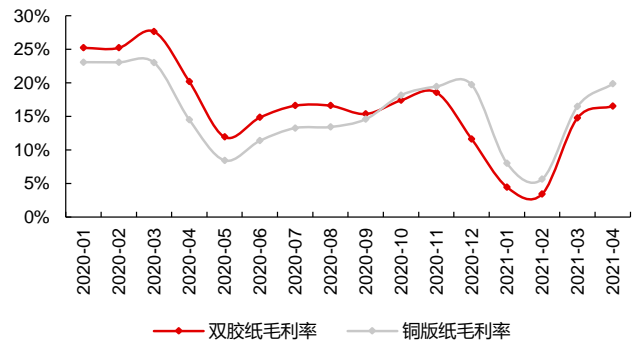
资料来源：卓创纸网，长江证券研究所

图 34：白卡纸行业毛利率



资料来源：卓创纸网，长江证券研究所

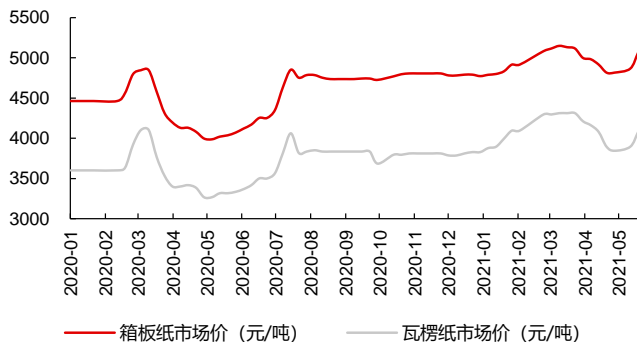
图 35：铜版纸和双胶纸行业毛利率



资料来源：卓创纸网，长江证券研究所

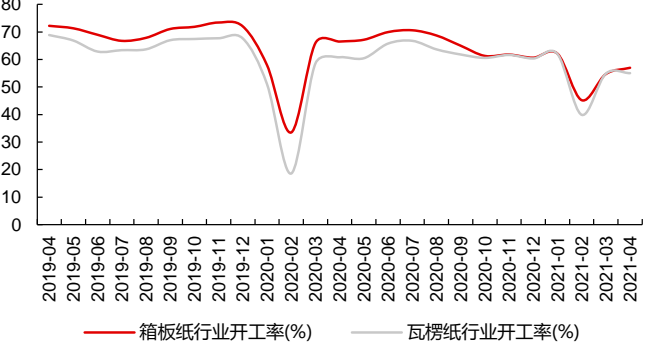
- ✓ **废纸系纸品**：二季度为箱板瓦楞纸传统淡季，目前来看需求略有好转但未出现明显改善，根据 5 月 19 日价格，箱板纸/瓦楞纸吨均价较 4 月底低点分别上涨 250/233 元（提升 5.2%/6.1%），主因龙头纸厂连续调涨以及原料价格上涨。高端和低端纸品因供给情况不同，盈利分化明显。具体来看，高端箱板纸（必须使用长纤维原料）因外废禁令导致原料稀缺，行业供给相对紧张且主要集中于头部纸企，纸品盈利整体处于较高水平；低端箱瓦纸新产能较多，仍处于整合期，盈利水平或较弱。

图 36：箱板纸和瓦楞纸价格



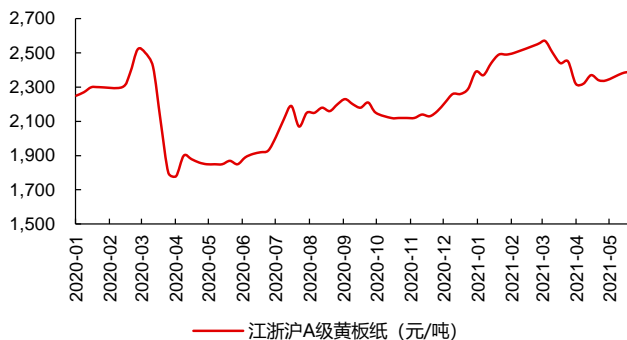
资料来源：纸业联讯，长江证券研究所

图 37：箱板纸和瓦楞纸行业开工率



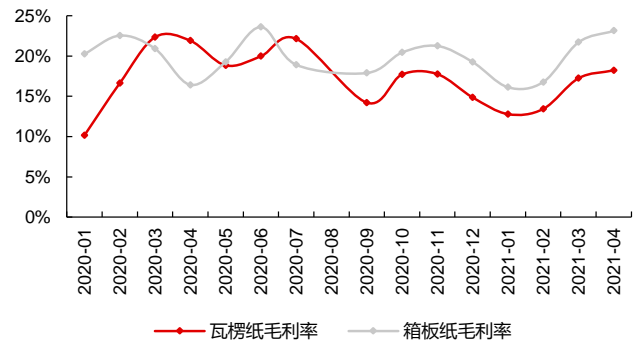
资料来源：卓创纸网，长江证券研究所

图 38：国废黄板纸价格



资料来源：纸业联讯，长江证券研究所

图 39：箱板纸和瓦楞纸行业毛利率



资料来源：卓创纸网，长江证券研究所

行业展望：高景气延续可期，废纸系加速整合

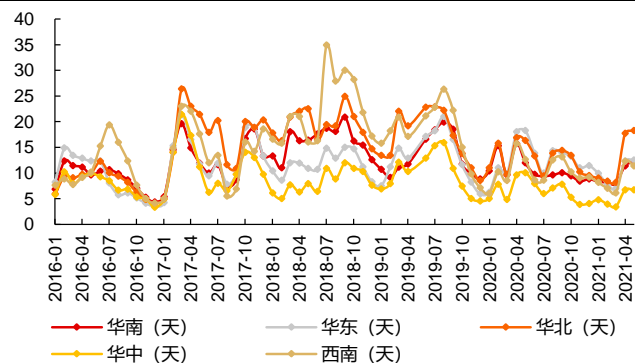
废纸系：纸品盈利存分化，看好龙头持续整合行业

二季度：Q2 为箱板瓦楞行业传统淡季，纸品盈利或存分化，**高端箱板纸**（必须使用长纤维原料）因外废禁令导致原料稀缺，行业供给相对紧张，有海外废纸浆资源的行业龙头预计盈利处于较好水平；**低端箱瓦纸**因新产能较多，仍处于整合期，Q2 盈利或继续承压，龙头纸企或将凭借成本优势加速该领域市占率提升，主因：1）如玖龙、山鹰等行业龙头凭借海外废纸浆资源，在高端箱板纸领域可以获得超额收益；2）对于低端纸品，龙头或通过盈利补贴来压低出货价格，同时其凭借自身资金优势和模式创新（如山鹰通过建立国废中转站来降低原材料获取成本），持续提升产品的价格竞争力；如山鹰在21Q1 行业景气承压背景下凭借品类、原材料成本等优势保障归母净利润率仍有 6.9%。

下半年：旺季来临，看好库存去化，行业景气上行，龙头持续提份额，业绩逐步释放。

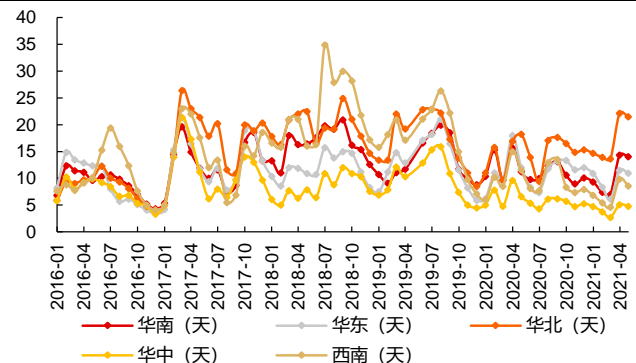
中长期：未来几年行业龙头玖龙、山鹰等拟新建箱板瓦楞产能较多，当前行业集中度较低，龙头份额有望持续提升，优化竞争格局，并进一步提升行业盈利中枢和稳定性。

图 40：箱板纸库存



资料来源：卓创纸网，长江证券研究所

图 41：瓦楞纸库存



资料来源：卓创纸网，长江证券研究所

表 4：头部纸企 2021-2023 年箱板瓦楞纸投产计划

企业名称	2020	2021E	2022E	2023E
玖龙纸业	200（已投产）	-	275	155
山鹰国际	120（已投产）	-	177	-

资料来源：各公司公告，长江证券研究所

木浆系：H2 浆价或高位震荡，纸品高景气可期

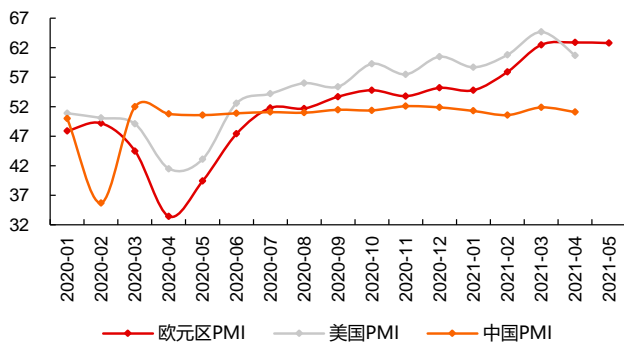
木浆：预计下半年浆价高位震荡。年内针、阔叶浆新增产能有限，从 PMI 趋势来看，下半年木浆需求较上半年或略有下降，但预计仍处较好水平，预计浆价高位震荡。

需求层面，2021Q1 中国/欧元区/美国 PMI 呈上行趋势，3 月 PMI 环比提升 1.3/4.6/3.9pct，浆价滞后于 PMI 波动（正相关）约 2-3 个月，故预计 Q2 木浆仍将处于高景气，Arauco 公司新一轮 6 月合同价持平，针叶浆银星报 980 美元/吨，阔叶浆明星报 800 美元/吨；从 4 月和 5 月 PMI 数据来看，各地虽略有下降但仍处在高位，预计下半年木浆高景气度仍能维持但或略有波动。

供给层面，年内全球无论针叶或阔叶浆新增产能相对有限，且上半年较多海外针叶浆厂如芬兰 Metsä、智利 Arauco 等以及部分海外阔叶浆厂均有停机检修安排。

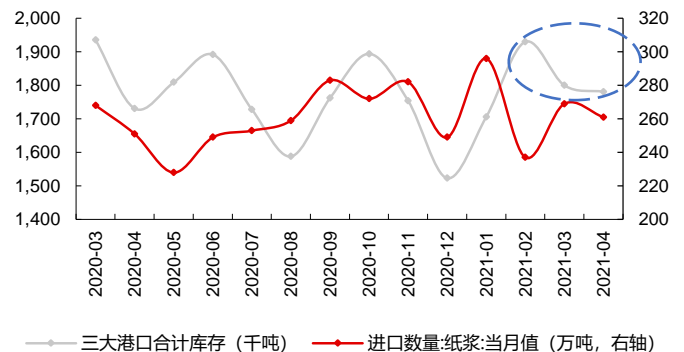
库存层面，4 月中国三大木浆港口库存延续 3 月的下降趋势，环比减少 1%。

图 42：中国、欧元区及美国 PMI（单位：%）



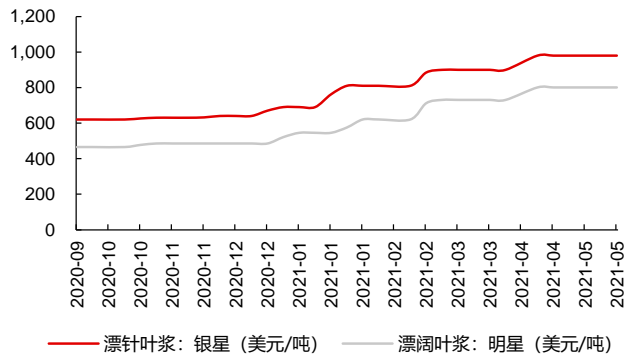
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 43：国内主要港口库存及纸浆进口量情况



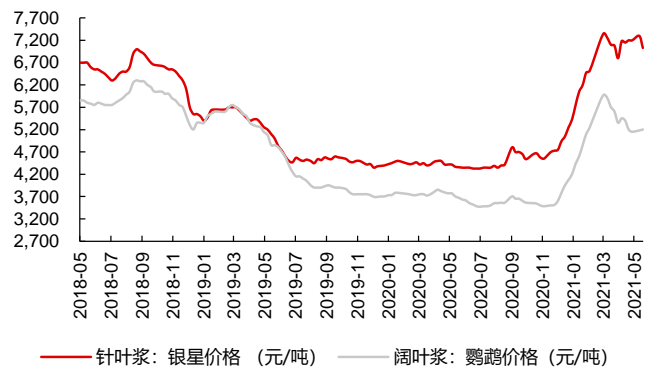
资料来源：纸业联讯，海关总署，长江证券研究所 注：三大港口为青岛港、常熟港及保定

图 44：外盘针叶浆和外盘阔叶浆价格



资料来源：中纸在线，长江证券研究所

图 45：内盘针叶浆和内盘阔叶浆价格



资料来源：纸业联讯，长江证券研究所

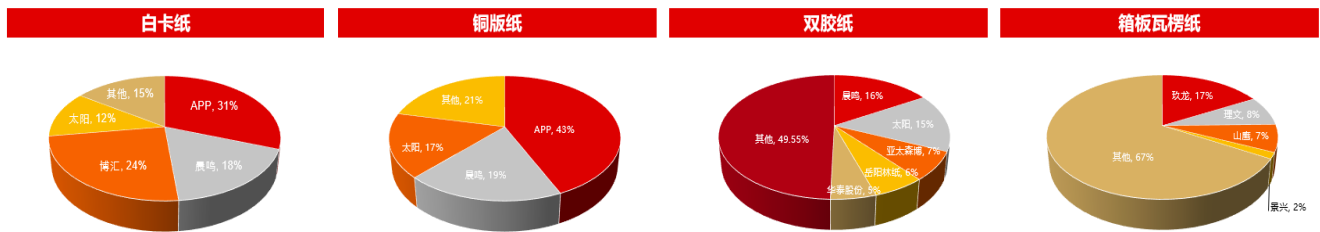
白卡纸：Q2 淡季纸企停机限产保障纸价稳定，下半年旺季看好行业高景气。**二季度：**需求虽相对偏淡，但高集中度背景下（CR3 接近 90%），行业龙头通过停机限产，支撑纸价维持稳定；就目前行业跟踪来看，头部纸企 5 月及以后或仍有停机计划。**下半年：**旺季需求增加，金光宁波工厂已停产，行业年底虽有新增产能但实际释放需到明年，且主要由龙头投放，高集中度下对景气度难有较大扰动，看好下半年行业高景气。**中长期：**限塑令持续加码&富阳白板纸去产能，推动白卡纸终端需求持续向好；供给层面，虽行业内有较多拟新增产能，但在环保趋严背景下，实际落地产能或有限。

表 5：白卡纸拟新增产能梳理

厂家	项目	产能 (万吨)	地点	跟踪情况
金光纸业	白卡纸	430		
——广西金桂浆纸	白卡纸、食品卡纸	180	广西钦州	计划 2021 年底/2022 年底分别投产 90 万吨
——宁波亚洲浆纸	高档绿色环保卡纸	150	浙江宁波	项目计划工期 34 个月（2020 年 12 月-2023 年 9 月）
——江苏博汇	高档包装纸	100	江苏盐城	大丰三期项目，已进行二次环评公示
太阳纸业	白卡纸	90	广西北海	计划 2021 年底投产
仙鹤股份	食品卡	30	浙江	计划 2021 年底或 2022 年初投产
晨鸣纸业	白卡纸	174	湖北黄冈	计划 2023-2024 投产，一期计划年产白卡纸 138 万吨，二期计划年产白卡纸 36 万吨
亚太森博	白卡纸	200	广西铁山港	待定（计划 2023 年）
联盛纸业	白卡纸	200	福建	计划 2022 年三季度投产
玖龙纸业	食品卡	120	广西北海	计划 2023 年四季度投产
建晖纸业	食品卡	61.2	广西	计划 2023 年 3 月启动，2025 年 3 月投产

资料来源：纸业联讯，长江证券研究所 备注：数据跟踪截至时间为 2021 年 4 月底

图 46：各纸品集中度



资料来源：卓创纸网，长江证券研究所 注：数据时间截至 2020 年底

文化纸：刚性需求释放叠加库存低位，景气回升可期。

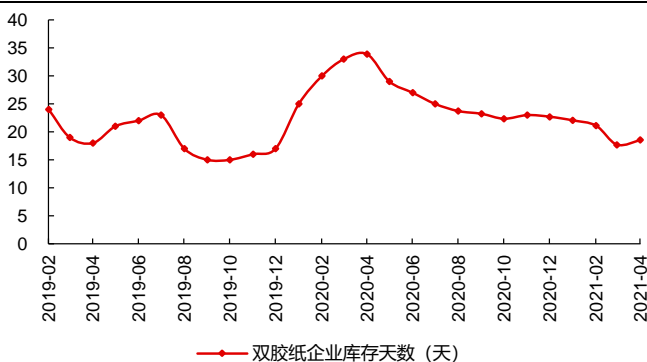
双胶纸：教材教辅订单延迟释放是当前行业景气波动的主要因素，但教材教辅为刚性需求，后续预计会逐步释放，同时党建书籍需求有望持续全年（下半年仍有部分书籍需要印刷）；当前铜版纸企和消费终端库存或较低，但经销商库存或处正常偏高水平，经销商的和纸厂的提价意愿均较强，纸价回升可期。

供给层面，年内新增产能较少，或主要为太阳纸业的 55 万吨产能，太阳实行以销定产，预计新增产能对行业景气影响不大。此外，党建类书籍主要由头部企业供应（如太阳、晨鸣等），预计龙头更受益于本轮党建红利。

铜版纸：当前库存不高，且行业集中度高（CR3 约 80%），行业内无新增产能，预计后续大厂间能够形成协同，推动纸价回升。

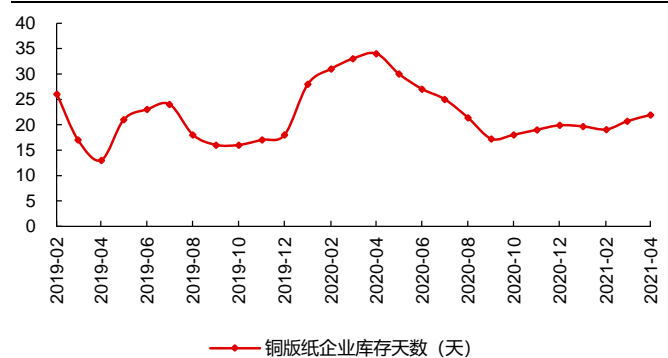
盈利角度：文化纸行业整体盈利在景气回升背景下，有望稳中向上；同时前期因资源优势（主要是低价浆储备）盈利较高的龙头的吨盈利在下半年或回归至合理较好水平。

图 47：双胶纸库存



资料来源：卓创纸网，长江证券研究所

图 48：铜版纸库存



资料来源：卓创纸网，长江证券研究所

投资建议

行业层面：在全球 PMI 仍处高位背景下，预计下半年浆价高位震荡。**木浆系纸品：**白卡纸 Q2 为淡季，纸企停机限产保障纸价稳定，下半年旺季看好行业高景气；双胶纸伴随

教材教辅刚性需求后续逐步释放，党建书籍需求预计持续全年，叠加库存低位，景气回升可期，当前经销商和纸厂提价意愿均较强，纸价和盈利稳步上行可期；铜版纸当前库存不高，且高集中度背景下，纸厂能产生协同，推动纸价和盈利或稳中有升。上半年木浆系龙头普遍受益于自供浆和高木浆库存业绩弹性显著，下半年其吨纸盈利或回归至合理较好水平。**废纸系纸品**：Q2 为淡季，纸品盈利存分化；下半年旺季需求增加，行业预计景气上行，看好龙头凭借原料成本、规模等优势持续整合行业。

标的方面：博汇纸业和太阳纸业凭借领先的浆纸布局，盈利有望加速提升，持续予以重点推荐，废纸系推荐山鹰国际，并关注玖龙纸业等其他龙头。

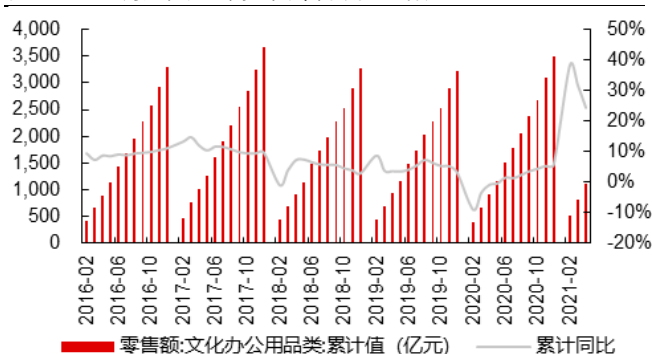
轻工日用消费：稳健的成长，具备抗通胀属性

文具景气回顾：必选消费品，产品结构升级持续

2021 年 1-4 月文化办公用品类社零销售额累计同比增长 24.5%，较 2019 年同期亦有 17.5% 的提升。**学生文具**：伴随学生逐步复学叠加低基数背景下，文具市场呈现快速增长势头；渠道方面，行业龙头持续加大如线上、新零售等领域扩张，线下占比略有下降。

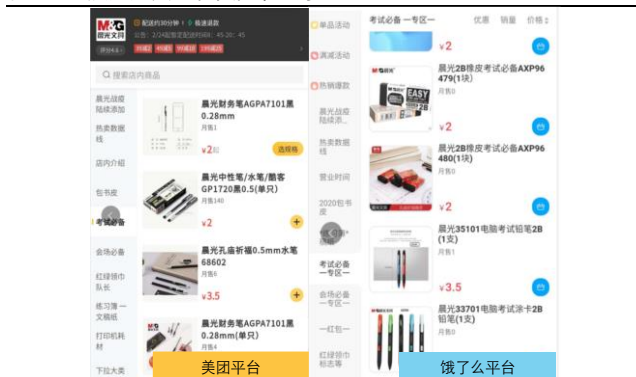
办公用品：伴随国内疫情逐步得到控制，同时受益于阳光采购政策催化，集采渗透率持续提升，看好办公集采赛道延续高景气。

图 49：1-4 月文化办公用品类零售额同比增长 24.5%



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

图 50：晨光文具进驻美团和饿了么

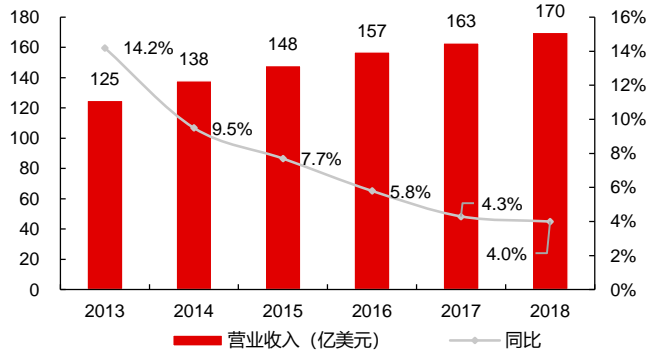


资料来源：“美团”和“饿了么”手机应用，长江证券研究所

学生文具展望：乘消费升级东风，龙头增长确定性强

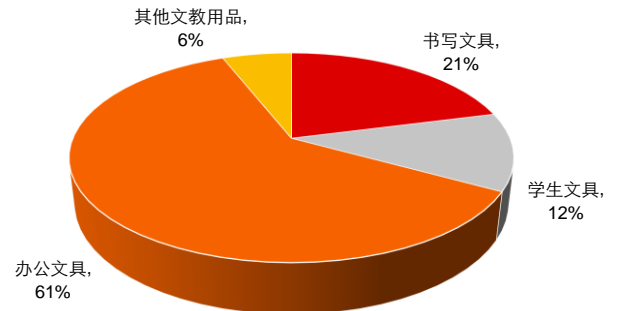
国内文具市场超千亿元，学生文具占比仅 12%。伴随文具行业产品不断优化和消费升级，我国文具行业市场规模逐年增长，根据欧睿数据，2018 年我国文具行业营收达 170 亿美元，约 1190 亿人民币。分品类看，办公文具/书写文具/学生文具/其他文教用品分别占比 61%/21%/12%/6%；分销售渠道看，2018 年我国文具行业线上/线下零售额占总零售额比重分别为 14%/86%，传统的线下渠道仍是文具的主要销售渠道，主因文具单值较低，线上购买经济性差；同时，学生作为文具的主要购买客群，线下门店是他们主要可接触渠道，且该群体追求产品新颖性，对文具以冲动式采购为主，线上购买时效性较差，较难满足其需求，线上渠道或更多适用于办公类文具购买。

图 51：2013-2018 年我国文具行业营收及增速



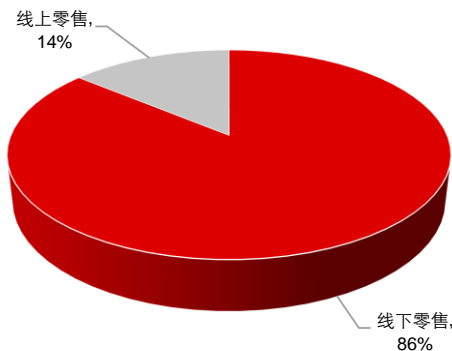
资料来源：欧睿数据，长江证券研究所

图 52：2018 年我国文具行业市场需求份额结构分布



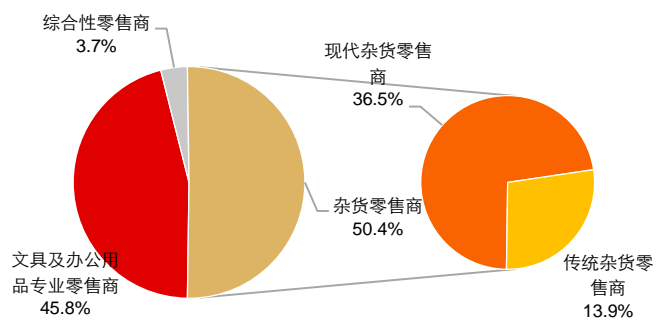
资料来源：欧睿数据，长江证券研究所

图 53：线下渠道仍为我国文具行业主要销售渠道



资料来源：欧睿数据，长江证券研究所

图 54：2018 年我国文具行业线下渠道细分市场销售情况



资料来源：欧睿数据，长江证券研究所

表 6：文具用品细分类别及具体产品

行业大类	细分行业	具体产品
文教办公用品制造业	笔的制造	中性圆珠笔、水性圆珠笔、油性圆珠笔、可擦性圆珠笔、可擦性中性墨水圆珠笔、活动铅笔、水性签字笔、功能型笔、毛笔等
	学生文具	水彩笔、油画棒、橡皮、文具盒、笔袋、书包、书套、彩泥、替芯、铅芯等
	办公文具	文件夹、资料册、长尾夹、等文件管理用品，订书机、回形针、起钉器、固体胶等桌面办公文具，办公本册等
	其他文教办公用品制造	计算机、耳机、台灯等学生电子产品

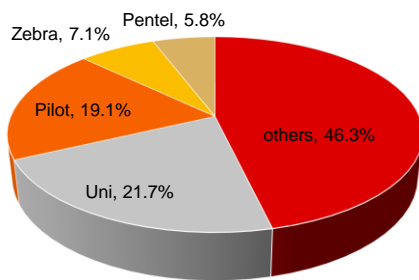
资料来源：晨光文具公司公告，长江证券研究所

文具各品类渗透率提升叠加产品升级，晨光文具产品量、价增长空间较大

- **量：非办公/办公文具市占率每提升 10%，预计将带来 24/38 亿元收入增长。**从文具类市场看，预计 2019 年文具市场规模为 177 亿美元（折合约 1239 亿人民币，假设人民币兑美元汇率为 7，文具市场增速为 4%），考虑从出厂到终端销售存在 100%加价率，则对应学生文具/办公文具/书写工具/其他文教用品市场规模约

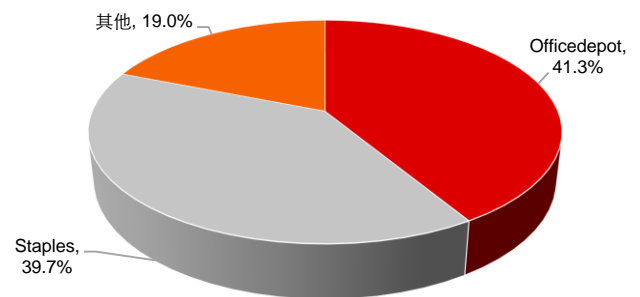
74/378/130/37 亿元。根据晨光 2019 年数据，其在各细分领域中占比分别为 36%/6%/17%/8%。从未来晨光文具领域成长空间看，**对于非办公文具领域（包含学生文具/书写工具/其他文教用品，目前晨光市占率为 20%）**，伴随晨光新品类持续上架，晨光市占率每提升 10%，预计将带来约 24 亿元收入增长；**对于办公文具领域（目前晨光市占率为 6%）**，晨光科力普作为面向大 B 客户的集采服务商，未来将加速提升自有文具类产品占比，预计晨光办公文具产品市占率每提升 10%，将带来约 38 亿元收入增长。参考海外如日本/美国文具龙头市占率可达 20%/40%，晨光若达到日本/美国文具龙头市占率水平，文具业务收入可达 124/248 亿元，提升空间巨大。

图 55：日本文具龙头市占率



资料来源：前瞻产业研究院，长江证券研究所

图 56：美国文具龙头市占率



资料来源：前瞻产业研究院，长江证券研究所

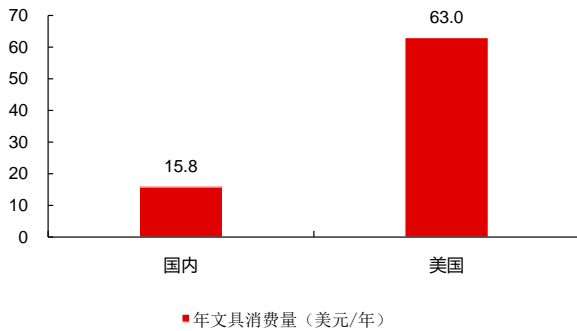
表 7：国内文具行业集中度仍有提升空间

细分市场	学生文具	办公文具	书写工具	其他文教用品
细分市场占文具总市场比重	12%	61%	21%	6%
市场规模（亿元）	74.34	377.90	130.09	37.17
晨光收入（亿元）	26.45	23.47	21.87	2.98
晨光在细分市场份额	35.58%	6.21%	16.81%	8.02%

资料来源：晨光文具公司公告，欧睿数据，IBIS，长江证券研究所 备注：市场规模数据基于 IBIS 对 2018 年文具市场统计，假设 2019 年市场增速维持 4%，预计 2019 年文具市场为 177 亿美元，且假设各细分市场占文具总市场比重不变；晨光收入为 2019 年数据

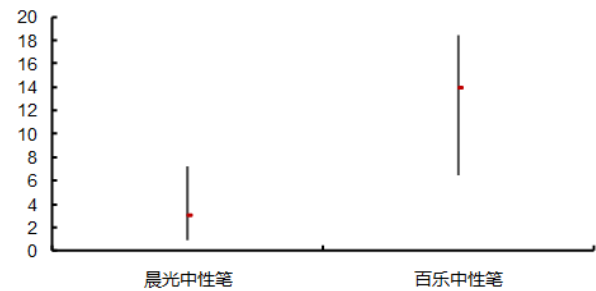
- **价：中国文具单价远低于发达国家，消费升级驱动产品品质&价格持续提升。**相比欧美，中国人均文具消费额仅 16 美元，约是美国人均消费额的 1/4，主因国内文具单价较低。未来在消费升级趋势下，公司通过加速推出高端新品（如精品文创类产品），料持续带动产品结构升级，并推动利润率提升。

图 57: 2018 年我国人均文具消费量仅为美国的 1/4



资料来源: 欧睿数据, 长江证券研究所

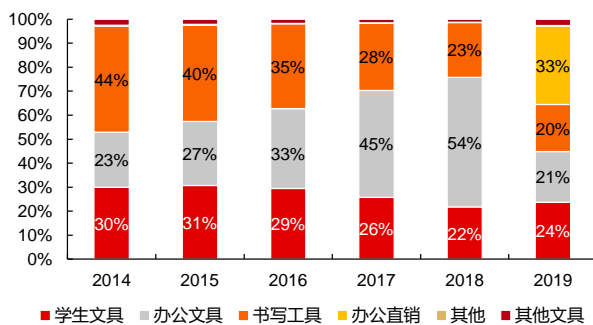
图 58: 百乐文具单品价格 VS 晨光价格带 (单位: 元)



资料来源: 淘宝网, 长江证券研究所 注: 图中红点为品牌价格中枢

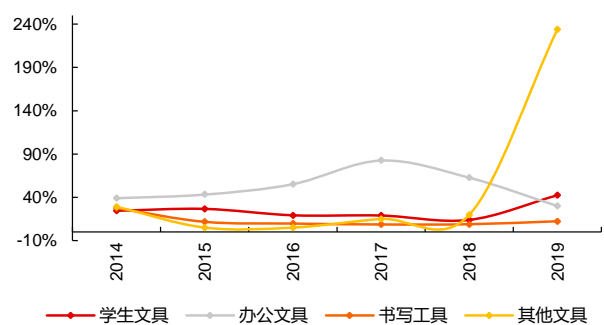
晨光是学生文具龙头, 后续关注公司产品品类扩张和产品价格带升级。公司早期专注于制笔业务, 目前是国内唯一一家公司攻克笔头制造技术, 并推出悦写缓冲中性笔 (价格超传统产品 20%), 同时公司背靠渠道优势, 加速新品类推出, 近年来增加抄本、学习辅类 (修正带、直尺、圆规)、儿美铺货, 如 2019 年公司收购木质铅笔领域龙头安硕来丰富儿美品类。2021 年伴随国内疫情逐步好转, 晨光业绩快速恢复, **看好公司学生文具业务重回增长轨道, 受益于产品升级和品类拓张, 预计业务增速或维持 15% 左右的稳定水平。**

图 59: 晨光各业务收入占比



资料来源: 晨光文具公司公告, 长江证券研究所

图 60: 晨光各业务收入增速



资料来源: 晨光文具公司公告, 长江证券研究所

图 61：晨光“悦写缓冲”系列获得 2019 德国 IF 产品奖



资料来源：晨光文具公司公告，长江证券研究所

图 62：晨光收购安硕，加码儿童美术



资料来源：晨光文具公司公告，长江证券研究所

表 8：晨光持续完善产品架构

四条赛道	所含品类	价格区间（元）
大众产品	普通中性笔、中性替芯、圆珠笔等	以普通中性笔（含按动）为例，价格在 0.88-3 元
办公产品	文件夹、文件袋、订书机等	以订书机为例，5.9-14 元
精品文创产品	晨光黑科技、航海王系列等	以航海王系列为例，中性笔 2.4-6 元；本 3.15-8.9 元；文件夹 30 元
儿童美术产品	彩铅、油画棒、水彩笔等	2.3-133.8 元

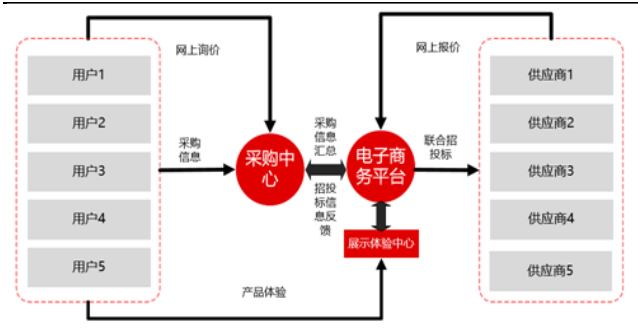
资料来源：晨光文具公司公告，长江证券研究所

办公集采展望：政策红利下，龙头凭借模式创新带动高增延续

办公物资线上集采成大趋势

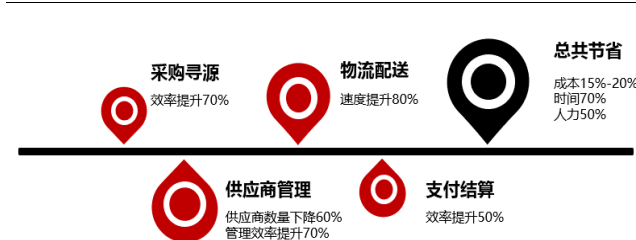
办公采购平台化趋势明确。目前国内电商化集采占比仅 20%，伴随采购系统正逐步从线下转为线上，这一比例持续提升。在采购的办公化和集中化趋势下，我们判断行业进入壁垒在提升，市场份额将持续向头部供应商集中。

图 63：平台化集采运营模式



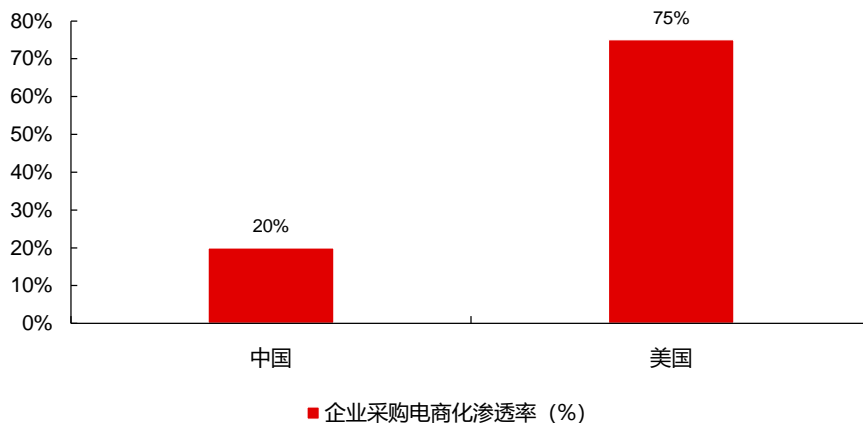
资料来源：工信部，长江证券研究所

图 64：平台化集采可以实现降本增效



资料来源：工信部，长江证券研究所

图 65：中国平台化集采仍有持续提升空间



资料来源：新民晚报，长江证券研究所 备注：数据来自 2016 年

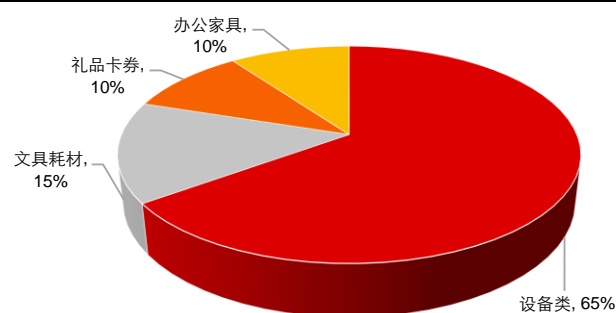
MRO 线上化&集采化，带来办公集采新增量。根据智研咨询数据，2018 年国内大办公市场规模达到 1.9 万亿元，每年近 9% 左右增长，主要来自政府/央企每年集采量增加和集采渗透率提升。MRO（Maintenance, Repair & Operations）包括仪器仪表、液压工具、急救设备等，旨在用于维护、维修、运行设备。根据工信部预测，国内 MRO 占工业产值 4%-7%，受益于经济发展，每年增速约 5% 左右。MRO 市场规模超过万亿元，但线上化集采不足 1%，对标海外成熟的 MRO 线上采购市场，仍有较大提升空间。随着 MRO 产品陆续纳入集采范畴，预计或带来近 70% 的办公集采市场扩容。

图 66：办公采购主要品类

设备类	计算机、打印机、电话会议软硬件等
文具耗材	办公文具、办公用纸、打印耗材等
礼品卡券	定制商务礼品、多用途现金礼券等
办公家具	桌台、座椅、储物柜、保险柜等

资料来源：买购网，长江证券研究所

图 67：办公采购主要品类占比



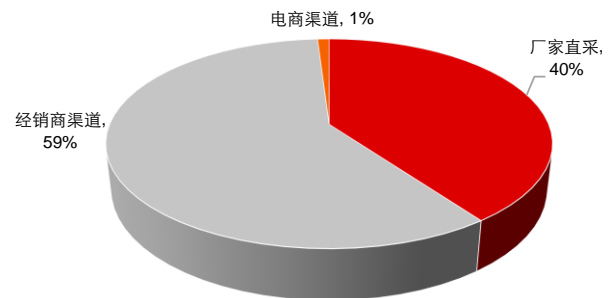
资料来源：智研咨询，长江证券研究所

图 68: MRO 包括维护、维修、运营



资料来源：工信部，长江证券研究所

图 69: 目前 MRO 采购渠道比重



资料来源：工信部，长江证券研究所 注：数据来自 2018 年

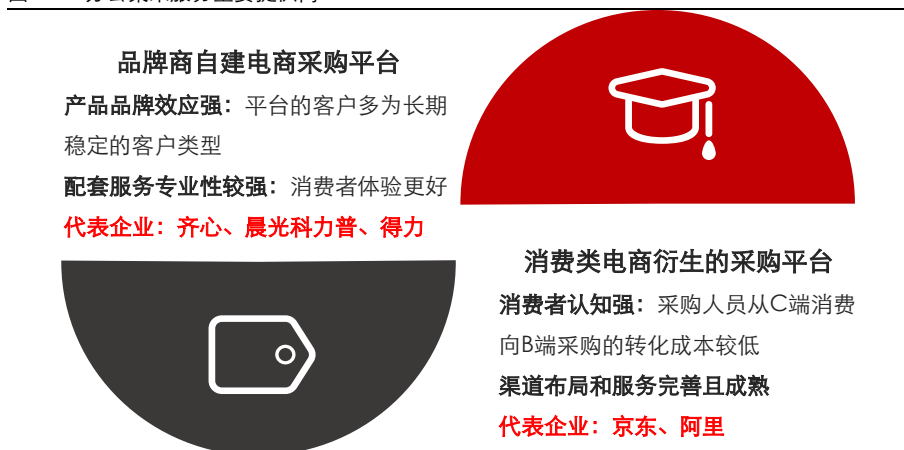
图 70: 主流集采平台已经上线 MRO 品类



资料来源：科力普官网，长江证券研究所

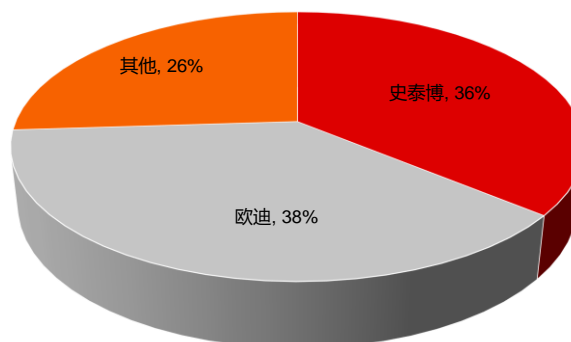
行业进入壁垒将大幅提升，中小供应商逐步退出，份额向头部企业集中。在全国性仓储物流体系、成熟的线上电商平台等硬性指标上，中小企业的劣势较为明显，目前主要平台型供应商包括消费类电商（如京东）和办公类品牌商（如晨光、齐心、得力）正处于快速发展期。展望未来，办公集采的平台化将提升进入壁垒，包括 1) 前期较高投入，以满足全国性集采对品牌、平台和物流的基本要求较高；2) 后期运营压力大，低毛利的 To B 业务需要靠高周转来实现盈利，这方面大小企业间的差距明显。最终，市场份额将向头部企业集中，广阔的存量市场蕴含可观的成长空间。

图 71：办公集采服务主要提供商



资料来源：艾瑞咨询，长江证券研究所

图 72：美国办公采购市场较为集中



资料来源：中国轻工业网，长江证券研究所 备注：数据为美国办公集采市占率，数据来自 2016 年

借助产业互联网赋能加速业务整合

办公物资市场大/集中度低/信息化低，产业互联网将对行业带来积极变革。办公物资覆盖品类众多，根据齐心年报数据，国内大办公业务达万亿元级别，包含设备/耗材/家居/礼品卡券，所涉及到的 SKU 有数十万个；同时，下游客户极度分散，绝大多数企业都有办公物资类需求，过去办公物资以零散采购为主，耗费内部采购部门较多时间，且存在质量难控制、利益输送等问题。对此，齐心作为传统办公文具领域龙头，通过构建产业互联网平台，构建覆盖供应商和服务商的办公物资生态圈，涵盖上游供应商和第三方服务商，旨在通过信息技术解决供需错配的问题。从盈利模式上看：目前公司以平台运营模式为主，对于自营部分，则主要赚取货物的进销差价。

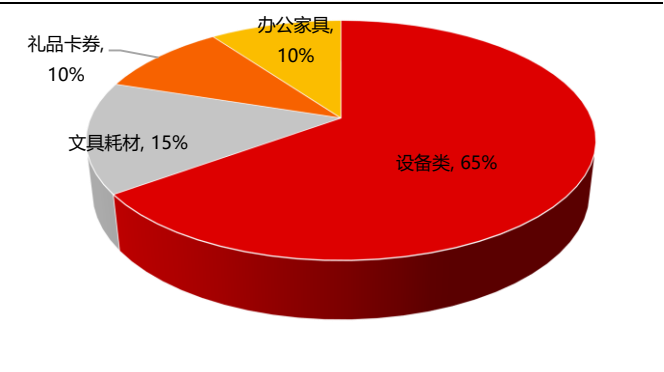
表 9：齐心集团各类服务模式

服务模式	齐心职责	第三方运营商职责	盈利模式
自营模式	负责接单/采购/配送/终端服务等	无	赚取商品购销价差
第三方服务商+平台模式（齐心主导）	负责接单/采购	仓储配送服务	齐心赚取商品购销价差，第三方服务商向齐心收取服务费
第三方服务商+平台模式（服务商主导）	负责接单，向第三方服务商开放集采平台	物资采购/物流运输/最终交付服务	齐心赚取第三方服务商的通道费，第三方服务商赚取商品购销价差

资料来源：公司公告，长江证券研究所

区别于其他直营模式，齐心更多采用第三方服务商模式加速新客户对接，主因：1）办公集采受政策驱动正处于爆发式增长期，且业务具有较强先发优势，集采服务商一旦切入某一客户则较难更换，通过经销模式进行扩张实现行业第一轮跑马圈地；2）办公集采对时效性/品质要求相对较低，第三方服务品质亦可满足下游需求。

图 73：办公集采包含品类



资料来源：工信部，长江证券研究所

图 74：齐心集团产业互联网平台架构



资料来源：公司官网，长江证券研究所

平台信息化升级，实现供应链运营效率提升。目前办公集采供应商积极拓展供应链平台，如齐心于 2019 年 10 月成功增发并募资 9.6 亿元，其中 3.1 亿元主要用于构建集团数字化平台项目。针对平台打造，齐心正逐步经历信息化建设→数字化平台建设→产业互联网阶段为代表的三阶段，其中：在第一阶段，齐心建立了统一的经营管理基础信息平台，主要实现数据线上展示；目前齐心处于第二阶段，逐步形成了专业的一站式企业办公服务平台，构建了以 OMS、支付系统以及 IBM 大数据分析为中台，以齐心商城、渠道宝等为前端的数字化全流程信息化系统；从未来看，齐心将针对多场景服务模式，构建全球供应链体系。正是通过构建强大的中后台系统，将集采各环节（供应链/第三方服务商/客户）均集中在平台进行统一管理，打通从前台产品端到后台仓储物流端的全产品服务链，实现采购/生产/订单/销售数据线上化，从而大幅提升供应链效率；同时，通过对服务环节实施监控，强化对落地服务商的管理，保证对下游客户的服务质量。

表 10：齐心集团一体化平台项目

科目	具体情况
----	------

项目总投资额	3.6亿元（其中，使用定增募集资金3.1亿元）
建设周期	24个月
建设内容	引进专业、高技术的数字化运营和大数据分析团队， 建设一体化内部数字化运营平台。
投资明细	软件投资/研发费用/基本预备费分别占总投资额比重86.3%/9.4%/4.3%。
目的	推动公司实现战略决策、客户服务、内部运营、市场挖掘的智能化转变，提升公司的快速反应能力，以客户、市场为导向，为公司在各业务环节的经营决策提供更为科学准确的依据，进而降低公司运营成本，提升公司整体盈利能力。

资料来源：公司公告，长江证券研究所

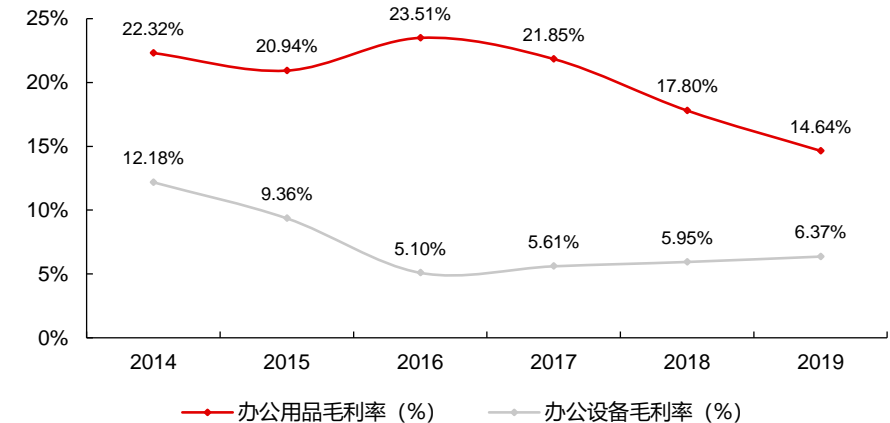
表 11：齐心集团系统搭建

	数字化 1.0	数字化 2.0	数字化 3.0
商品规模	1 万+商品	100 万+商品	1000 万+商品
供应链	办公品类 省级到市级供应链布局	大办公品类 全国供应链协同	多场景服务 全球供应链协同
服务能力	全渠道信息化 营销通路	全平台一站式电商化采购 综合解决方案	企业级服务多场景 数字化运营
匹配营收	15-50 亿	50-100 亿	100-1000 亿

资料来源：公司公告，长江证券研究所

自有产品毛利率远高于外购品类，行业龙头加速提升自有品类占比。从行业整体盈利来看，参考齐心办公集采业务，2019 年齐心 B2B 业务毛利率仅 12.86%，主因集采很大部分（约占 90%）是外购，公司仅赚取货物流转中的价差。就具体品类而言，自给产品毛利率明显高于外购产品，如齐心办公设备类，毛利率不足 6.5%；相比而言，自供的办公类产品毛利率相对较高，达到 15%左右；故对于办公集采供应商而言，如何提升自有产品占比，是提升业务毛利率的核心要素。以得力集团为例，公司正逐步开启打印设备自有化供应进程，作为国内首家同时掌握激光和喷墨两大打印品类核心技术，并拥有全品类打印设备研发与生产制造能力的企业，目前得力正在其官网及平台推广相关技术。

图 75：齐心集团自有产品毛利率和外协品毛利率差异明显



资料来源：齐心集团官网，长江证券研究所 备注：办公用品业务自营占比较高，办公设备毛利率主要靠外协

个护&家清：行业稳健增长，成本上行助力整合

景气回顾：主业增长显韧性，防疫物资拉动趋缓

刚需消费品主业增长显韧性，疫情催化 2020 年收入弹性。个护与家清用品为刚需日用消费品，全年维度看各企业主营业务增长显现出一定的韧性，而去年部分企业推出防疫物资带动增长弹性。如稳健医疗 2020 年医用敷料类业务收入同增 630%、贡献约 164pct 的营收增速，而日用消费品业务收入同增 16%、增长较为稳健；豪悦护理 2020 年其他卫生用品（主要为防疫物资）收入同增 662%、贡献约 12pct 的营收增速。

低基数叠加春节错峰效应，部分企业 Q1 营收实现较高增速。2021Q1 中顺洁柔/稳健医疗/百亚股份营收同增 25.8%/53.0%/34.7%，2021Q1 维达国际营收同增 30.7%（港元口径），Q1 各企业增长高于正常经营情况下的增速中枢，或因去年 Q1 相对较低的增速以及春节错峰带动。

图 76：2020 年各企业主营业务韧性足，防疫物资带动增长弹性

营收增速	恒安国际	维达国际	16金红叶	中顺洁柔	稳健医疗	百亚股份	豪悦护理
2016	3.4%	24.3%	2.6%	28.7%	40.7%	6.9%	-
2017	2.8%	11.8%	7.1%	21.8%	36.6%	9.7%	63.7%
2018	13.5%	10.3%	2.6%	22.4%	9.8%	18.6%	90.5%
2019	9.9%	8.1%	6.3%	16.8%	19.2%	19.6%	34.8%
2020	-0.7%	2.7%	-	17.9%	174.0%	8.8%	32.6%

资料来源：Wind，长江证券研究所 注：营收增速为各公司记账货币口径的营收增速

图 77：各企业单季度营收增速

单季度营收增速	中顺洁柔	稳健医疗	百亚股份	豪悦护理
2020Q1	8.5%			
2020Q2	19.2%		25.9%	
2020Q3	17.7%	427.4%	21.6%	18.9%
2020Q4	25.0%	106.8%	4.7%	-2.0%
2021Q1	25.8%	53.0%	34.7%	7.8%

资料来源：Wind，长江证券研究所

2020 年盈利能力普遍提升。2020 年各企业毛销差显著提升，是多个因素带动的：1) 产品结构升级，部分企业通过产品结构的优化带动毛销差的提升，这是可持续的因素；2) 原材料价格低位，2020 年原材料如木浆、高分子等普遍处于低位；3) 疫情催化需

求，带动费用率的下降，或不仅体现在高毛利率防疫物资的销售弹性上，亦提升消费者对健康、清洁等的重视程度，带动传统业务的盈利弹性。毛销差的提升带动各企业归母净利润率的显著提升。

2021Q1 盈利能力分化。2021Q1，中顺洁柔/豪悦护理毛销差同降 0.7/5.9pct，其中中顺洁柔主要原材料木浆涨幅较大，而公司毛销差同比变化不大，主因公司资金和供应链存优势，囤了较多低价浆对冲成本上涨压力，而豪悦护理毛销差变动较大，或受原材料上涨影响，2021Q1 中顺洁柔/豪悦护理归母净利润率同比变动+1.9/-2.8pct，中顺洁柔在毛销差同比下降的情况下实现利润率的提升。2021Q1 百亚股份毛销差同比提升带动归母净利润率的提升 1.6pct，维达国际净利润率同比提升 1.4pct。2021Q1 稳健医疗毛销差同比提升 1.9pct，然而管理和研发费用率的高增导致归母净利润率同降 0.3pct。

图 78：2020 年各企业毛销差普遍提升

毛销差	恒安国际	维达国际	16金红叶	中顺洁柔	稳健医疗	百亚股份	豪悦护理
2015	29.4%	14.4%	7.8%	14.6%	25.3%	16.9%	-
2016	29.5%	14.5%	10.5%	17.0%	28.7%	17.9%	16.9%
2017	27.3%	12.2%	9.8%	15.8%	23.8%	18.3%	19.1%
2018	27.1%	12.1%	12.1%	16.2%	22.0%	16.6%	21.5%
2019	24.4%	15.0%	9.5%	19.0%	22.0%	19.0%	25.1%
2020	26.8%	19.8%	-	21.6%	47.0%	24.9%	32.0%

资料来源：Wind，长江证券研究所

图 80：单季度毛销差

毛销差	中顺洁柔	稳健医疗	百亚股份	豪悦护理
2019Q1	16.8%			
2019Q2	18.3%		19.0%	
2019Q3	20.9%	30.3%	13.6%	24.0%
2019Q4	19.8%	17.0%	22.1%	27.4%
2020Q1	22.5%	35.5%	27.9%	30.4%
2020Q2	23.7%	40.7%	20.0%	41.8%
2020Q3	21.2%	55.9%	26.9%	27.7%
2020Q4	19.4%	42.4%	25.0%	22.6%
2021Q1	21.9%	37.4%	30.1%	24.5%

资料来源：Wind，长江证券研究所

图 79：2020 年各企业归母净利润率显著提升

归母净利润率	恒安国际	维达国际	16金红叶	中顺洁柔	稳健医疗	百亚股份	豪悦护理
2015	16.6%	3.2%	1.7%	3.0%	12.1%	9.8%	-
2016	18.6%	5.4%	3.7%	6.8%	16.0%	9.6%	4.8%
2017	19.1%	4.6%	2.3%	7.5%	12.2%	8.1%	8.8%
2018	18.5%	4.4%	3.0%	7.2%	11.1%	9.3%	12.8%
2019	17.3%	7.1%	4.4%	9.1%	11.9%	11.1%	16.1%
2020	20.5%	11.3%	-	11.6%	30.4%	14.6%	23.2%

资料来源：Wind，长江证券研究所

图 81：单季度归母净利润率

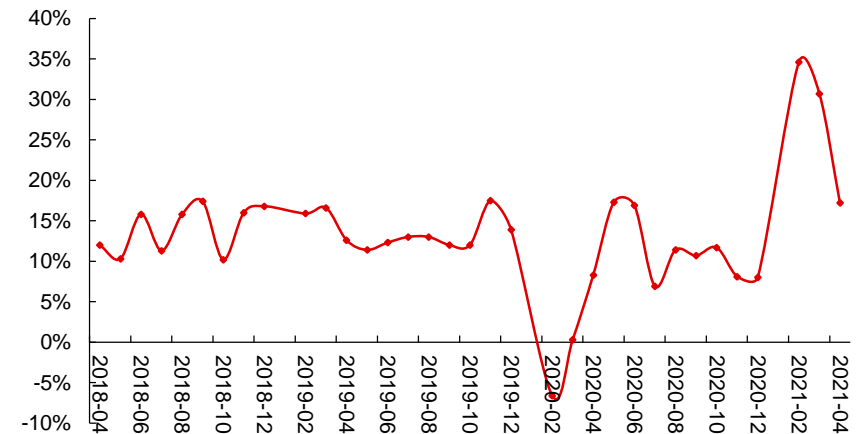
归母净利润率	中顺洁柔	稳健医疗	百亚股份	豪悦护理
2019Q1	8.0%			
2019Q2	9.3%		11.3%	
2019Q3	9.9%	17.2%	7.0%	13.8%
2019Q4	9.1%	9.7%	12.7%	19.5%
2020Q1	11.0%	21.5%	18.2%	19.4%
2020Q2	13.8%	26.5%	11.3%	31.3%
2020Q3	11.3%	39.6%	13.6%	17.9%
2020Q4	10.3%	21.9%	15.2%	19.8%
2021Q1	12.9%	21.2%	19.8%	16.7%

资料来源：Wind，长江证券研究所

景气展望：需求稳健增长，成本上行助力整合

下半年有望持续稳健增长。个护与生活用纸类产品属于高频必选消费品，从全年维度看增长较为稳定。上半年的增长因去年季度基数影响或呈现较大的波动，但下半年伴随去年下半年基数恢复到正常的增长水平，今年下半年亦将呈现更加平稳的增长状态。此外，伴随疫情持续好转，防疫类物资的拉动亦将持续下降。

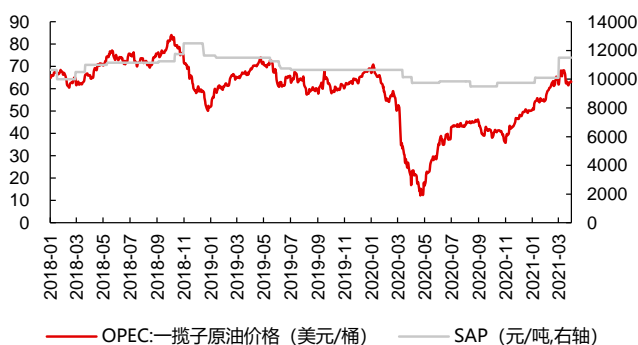
图 82: 2021 年 1-4 月日用品类零售额同增 27.4%，2 年 CAGR 为 12.9%



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

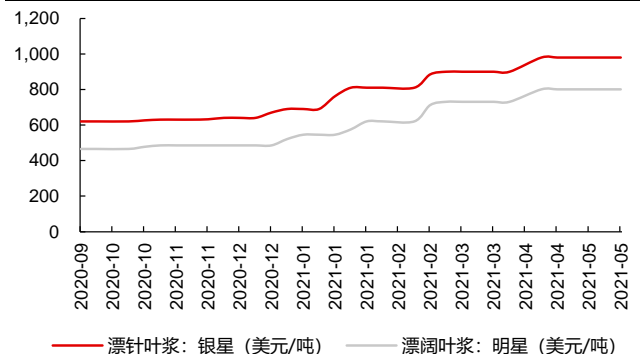
原材料上涨压力下，龙头凭借原材料高库存及主动价格策略，有望加速小厂淘汰。1) 生活用纸：生产成本中原材料占比 80%左右，且以木浆为主（占原材料的 60%左右），当前木浆价格仍维持在较高位，中小企业成本压力较大，龙头品牌的定价优势将极大程度挤压小厂的生存空间：1、借助自身的大量低价木浆库存，可延缓提价，打乱小厂开工&库存的节奏；2、大品牌掌握定价权，可优先提价竞争格局较好的中高端系列，而小厂集中的低端市场的提价或持续慢于成本上涨；**2) 吸收性卫生用品：**卫生巾、纸尿裤等产品的原材料以无纺布和高分子为主，原材料价格波动不大，企业可通过产品结构的改善对冲成本的影响。

图 83: SAP 价格波动较小



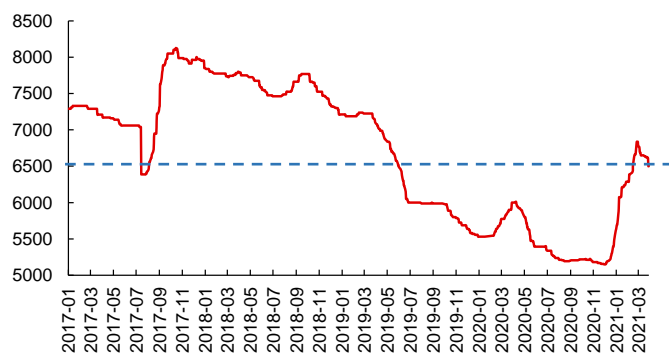
资料来源：OPEC，长江证券研究所

图 84: 当前木浆价格仍维持在高位



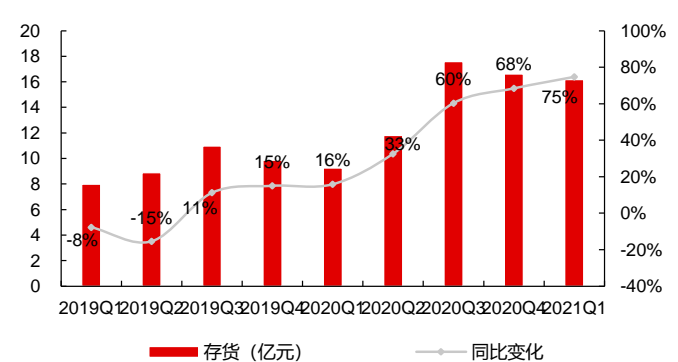
资料来源：中纸在线，长江证券研究所

图 85：生活用纸原纸价格近期大幅上涨，但仍低于 2017 年水平（元/吨）



资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

图 86：中顺洁柔去年三季度末以来存货大幅增长



资料来源：Wind，长江证券研究所 注：9 月底浆价还没上涨

投资建议

成本压力下可重点关注龙头品牌加速整合行业。在成本上行周期中，大品牌的原材料和定价优势将挤压小厂空间，进而形成“量价齐增”的增长模式。中长期角度，看好持续更新迭代产品的自主品牌企业，同时通过渠道、品类扩张带动成长性。投资方面，建议优选竞争优势突出的成长性龙头，推荐中顺洁柔，并关注其他个护&家清龙头。

轻工新消费：迎产业变革良机，龙头脱颖而出

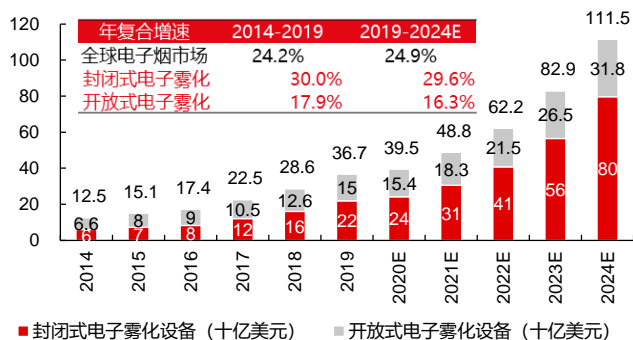
新型烟草：国内政策收紧在即，制造端受影响有限

雾化型电子烟趋于规范，龙头品牌加速整合

多因素共振，雾化电子烟市场实现超过 20% 的快速增长。根据弗若斯特沙利文数据，2019 年电子烟市场规模按收入（零售价格）划分达 367 亿美元，近 5 年 CAGR 达 24%；其中封闭式电子雾化设备是当前发展的主流：2019 年封闭式电子雾化设备市场为 220 亿美元，占电子烟总市场的约 59.3%，预计 2024 年将增至 71.4%，CAGR 达 30%。分地域看，**欧美为电子烟主要消费市场。**2019 年美国/欧盟及英国/中国电子烟市场份额分别为 57.1%/19.4%/6.7%，预计 2024 年该市场份额占比将达到 57.6%/18.2%/7.0%。

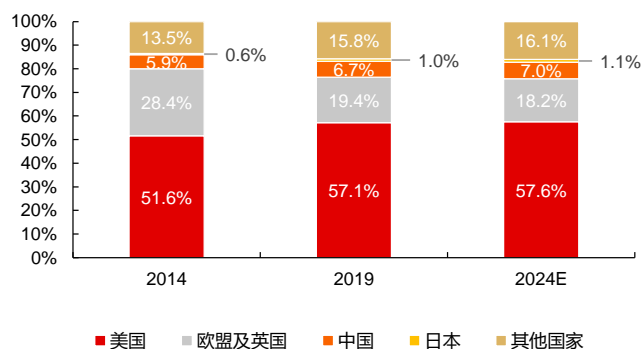
就 2020 年看，在疫情背景下，雾化型电子烟表现出较强增长韧性，主因电子烟全球渗透率较低，受消费者教育逐步推进和产品全球化扩张，产品依然维持增长势头；同时，受各国政策持续趋严影响，如中国禁止线上销售电子烟、美国禁止销售非烟草及薄荷口味电子烟，行业市场份额正加速往头部品牌集中，如英美烟草旗下的 Vuse 品牌，其在美国市占率由 2018 年不到 10% 升至目前接近 30%，其背后来自规范化经营叠加产品端使用思摩尔陶瓷解决方案带来的差异化体验。

图 87：按收益（零售价格）划分的全球电子烟市场规模构成



资料来源：思摩尔招股说明书，弗若斯特沙利文，长江证券研究所

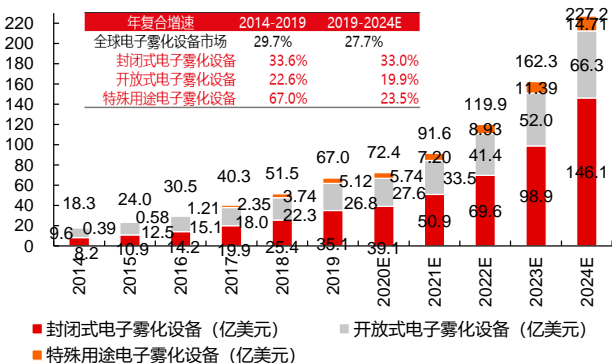
图 88：美国是电子烟主要消费市场



资料来源：思摩尔招股说明书，弗若斯特沙利文，长江证券研究所

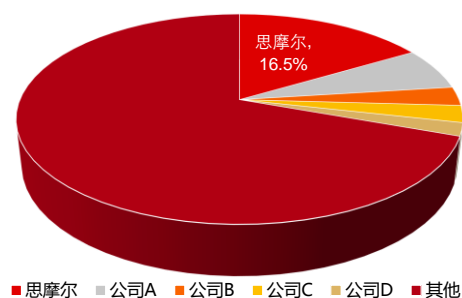
电子雾化设备制造市场快速发展，思摩尔占比 16.5%。全球电子雾化设备制造市场呈高速增长态势，2014-2019 年按出厂价划分的市场规模 CAGR 为 29.7%，预计 2019-2024 年 CAGR 将高达 27.7%。**分品类来看**，封闭式/开放式/特殊用途电子雾化设备市场将维持高增长：预计 2019-2024 年 CAGR 分别为 33.0%/19.9%/23.5%，其中特殊用途电子烟主要是 CBD/THC 类产品；现阶段思摩尔在电子雾化设备制造市场占据第一大份额达 16.5%，比 2018 年占比 10.1%提升 6.4pct，行业 CR5 为 30.5%。

图 89：预测全球电子雾化设备市场规模仍将快速增长



资料来源：思摩尔招股说明书，弗若斯特沙利文，长江证券研究所

图 90：思摩尔占全球电子雾化设备市场份额为 16.5%



资料来源：弗若斯特沙利文，长江证券研究所 注：数据资料为 2019 年

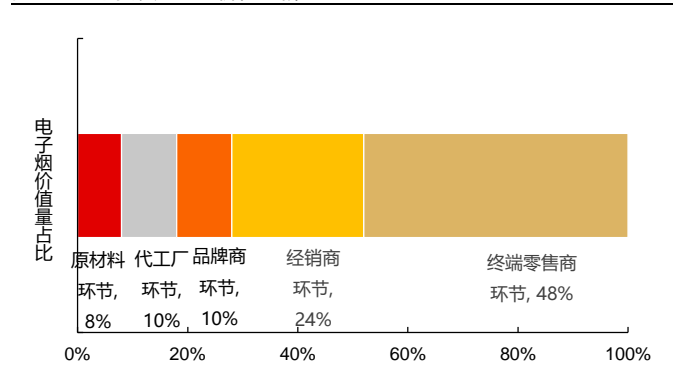
产业链分工明确，目前电子烟价值集中于渠道经销环节。电子烟产业链包括上游零部件、中游制造商和下游品牌，其中上游零部件包括烟油、雾化器、电池、芯片供应商；中游制造商主要负责产品研发和制造，是行业绝对主导，下游品牌商主要负责产品推广、铺货。我们将产业链价值进行拆分，发现目前电子烟价值集中于渠道经销环节，主因电子烟作为新兴产品，动销率较低，品牌商更多通过大幅加价，来提升经销商和终端门店铺货积极性；从产业链角色看，决定产品品质并主导行业发展方向的主要是电子烟代工厂和品牌商。

图 91：电子烟产业链



资料来源：长江证券研究所

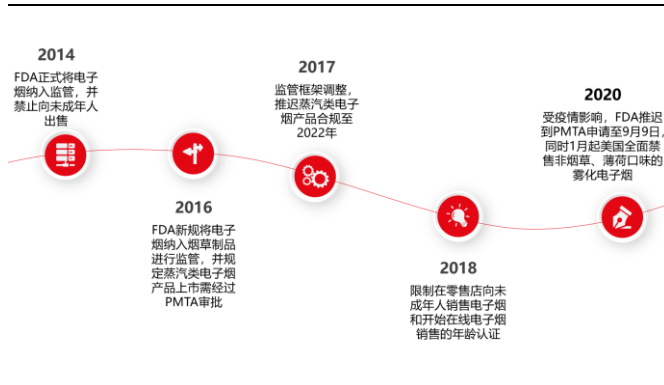
图 92：电子烟产业链价值量拆分



资料来源：长江证券研究所，备注：基于电子烟单一品牌各环节成本及加价进行拆分

展望 2021 年下半年，雾化型电子烟市场政策收紧，代工厂受影响有限。3 月 22 号中烟发布征求意见稿，计划将电子烟等新型烟草参照烟草专卖法进行管理；后续伴随细则的逐步出台，预计国内电子烟管控将持续收紧，但该影响更对面向国内激进开店的品牌商而言，对于以海外市场为主，且具备强生产研发实力的电子烟代工厂而言受影响相对有限（或主要来自国内订单增速放缓）；从中长期看，雾化型电子烟在全球渗透率依然相对较低，考虑其相比传统烟草具备明显减害属性，伴随消费者教育逐步完成，预计雾化型电子烟渗透率仍将稳定增长；同时，行业前期因政策归管欠缺，产品良莠不齐，后续各国将加大管控，如美国加紧基于 PMTA 认证的电子烟管控，虽会对行业增长斜率产生一定扰动，但将加速市场份额向生产经营规范的行业龙头集中，尤其是具备强渠道和政商关系的传统烟草企业推出的电子烟品牌（如英美烟草下属的 VUSE 等），销售有望快速增长。

图 93：美国电子烟政策持续收紧



资料来源：FDA 官网，长江证券研究所

图 94：PMTA 流程



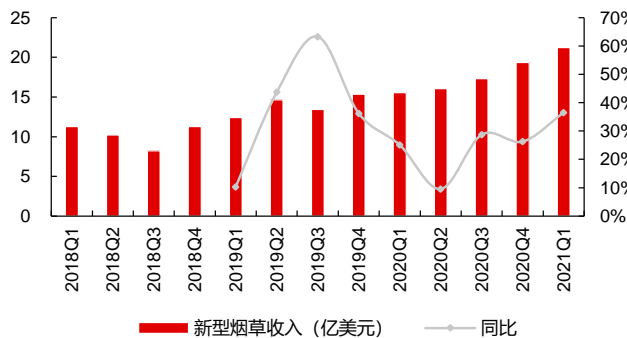
资料来源：FDA 官网，长江证券研究所

IQOS 全球合法化有望加速，国内市场放开在即

各区域渗透率持续提升，IQOS 业务延续快速增长趋势。2021Q1 伴随 IQOS 全球渗透率提升，公司减害类产品实现快速增长：减害类烟支销量同增 29.9% 至 217 亿支，占公司烟支总销量的 13%；销售额同增 36.5% 至 21.22 亿美元，占公司总收入的 28%，其

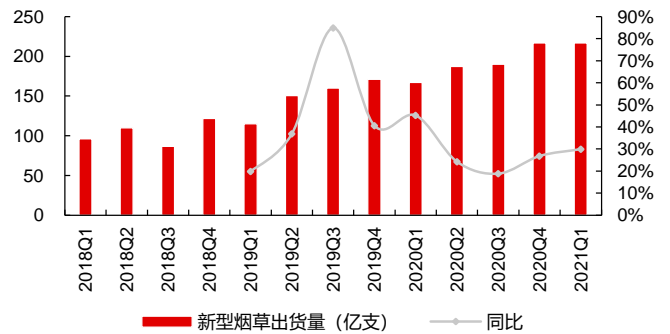
中烟具收入约 1.3 亿美元，占减害类产品收入比重降至 6%，主因产品品质提升带来更长的更换周期，同时公司在部分市场计划布局价格更低的 IQOS ILUMA。分区域看，亚洲&欧洲依然是 IQOS 重点增长区域，其中东亚及澳大利亚/欧盟/东欧地区收入同增 34%/54%/15%，占菲莫减害类产品收入比重为 39%/45%/14%。截至 3 月底，IQOS 用户数达 1910 万人，同增 31%。从市场占比看，日本/俄罗斯/欧盟的 IQOS 市占率（IQOS 占当地烟草总市场比例）分别为 23.4%/7.7%/5.7%，同比增长 4.3%/1.2%/1.8pct，环比增长 1.4%/0.5%/0.7pct。

图 95: PMI 新型烟草收入



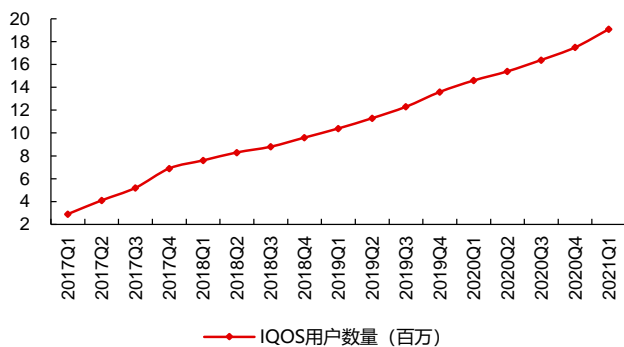
资料来源: PMI 公司公告, 长江证券研究所

图 96: PMI 新型烟草出货量



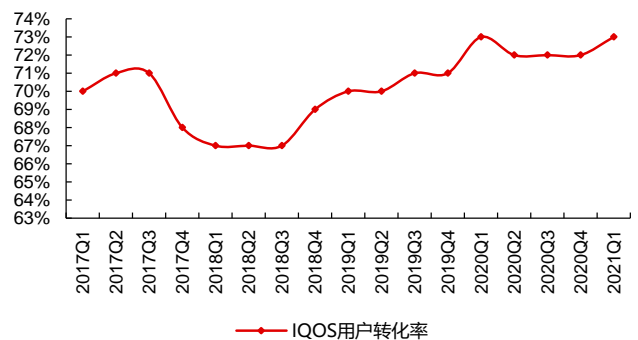
资料来源: PMI 公司公告, 长江证券研究所

图 97: IQOS 用户数量稳步增长



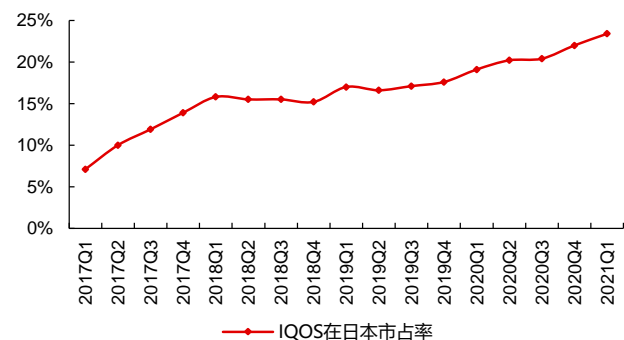
资料来源: PMI 公司公告, 长江证券研究所

图 98: IQOS 用户转化率维持较高水平



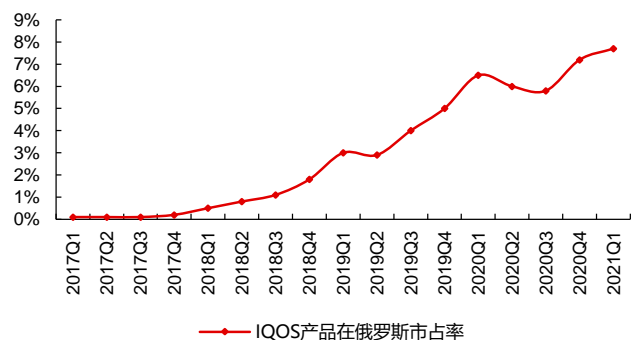
资料来源: PMI 公司公告, 长江证券研究所

图 99: IQOS 产品在日本市占率



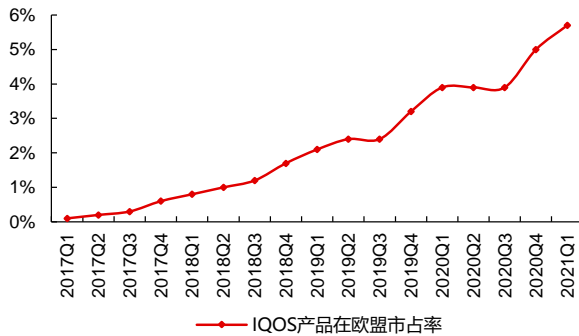
资料来源: PMI 公司公告, 长江证券研究所

图 100: IQOS 产品在俄罗斯市占率



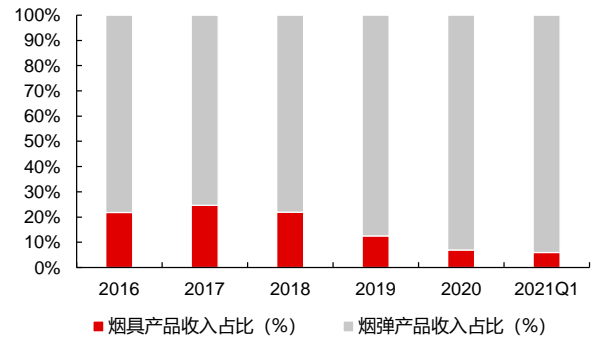
资料来源: PMI 公司公告, 长江证券研究所

图 101: IQOS 产品在欧盟市占率



资料来源: PMI 公司公告, 长江证券研究所

图 102: 烟具/烟弹收入比例



资料来源: PMI 公司公告, 长江证券研究所

国内新兴烟草开放在即, 伴随技术和市场倒逼, 看好国内 HNB 市场合法化。2018 年 7 月烟草总局印发的改革要点通知中, 明确深化新型烟草创新改革, 推进新型烟草制品定型化、产业化、品牌化发展, 推进政策法规研究; 2019 年 10 月, 云南省政府更发文, 明确表示支持发展新型烟草制品, 将云南烟草工业打造成为新型烟草制品领域的国际市场开拓者; 值得注意的是: 2019 年因疫情影响, HNB 推进速度相对较为缓慢, 从未来看, 国内 HNB 市场或逐步合法化, 主因: 1) 伴随近年来中烟加大研发投入, 国内 HNB 技术正趋于成熟; 2) 从海外市场发展经验看, HNB 不会对当地税收产生冲击, 甚至会产生正向共享; 3) 伴随 IQOS 在全球成功扩张, 后续中烟有望加速 HNB 国内合法化, 并借助中烟相关平台, 使用 HNB 新产品参与全球市场竞争。

图 104: 四川中烟正式发布“功夫 2.0”加热不燃烧卷烟器具



资料来源: 凤凰网, 长江证券研究所

表 12：国内新型烟草产品密集发布

中烟公司	发布日期	发布产品
云南中烟	2019-11-22	VIPN、MC 系列烟具；Ashima Lulu、MC 系列烟支
四川中烟	2019-11-08	功夫烟具；宽窄 II 代烟支
湖北中烟	2019-11-07	MOK 系列产品
安徽中烟	2019-10-18	磁粒均热技术加热不燃烧产品
四川中烟	2020-05-15	“功夫 2.0” 加热不燃烧卷烟器具

资料来源：搜狐网，中国香烟网，凤凰网，长江证券研究所，长江证券研究所

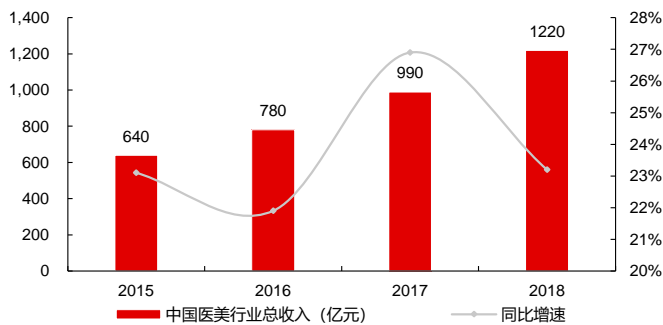
总结：新型烟草新时代来临，重点看好产业链龙头投资机会。雾化型电子烟：雾化型电子烟凭借时尚化及易于接受口感，在全球处于快速扩张势头，随着法规/税收体系完善以及消费习惯培养，行业或延续快速成长势头；继续重点推荐行业代工龙头思摩尔，其作为电子烟行业技术引领者，旗下“feelm”雾化芯具有较强产品竞争力，目前深度绑定全球优秀电子烟品牌，将伴随下游客户市场整合来提升份额；同时受益于高利润率的陶瓷雾化产品占比提升，公司净利率或持续上行。**加热不燃烧型电子烟**：一方面，受益于 IQOS 在全球快速扩张，盈趣科技作为 IQOS 烟具塑胶件核心供应商，业务增长有望提速；另一方面，在国内 HNB 放开预期下，关注 HNB 产业链投资机会：1) 薄片，单包 HNB 烟草薄片的用量是传统烟草的 3-5 倍；2) 烟用香精，单包 HNB 香精的用量是传统烟草的 8 倍以上；3) 烟具，伴随 HNB 而产生的新品类，或带来百亿级别烟具市场，看好已有新型烟草技术积累和大客户储备的民营烟草产业链龙头，继续重点推荐盈趣科技、劲嘉股份及其他相关龙头。

医美：顺应丽人新风潮，玻尿酸龙头引爆颜值经济

高复购+高壁垒+强先发优势，医美赛道潜力巨大

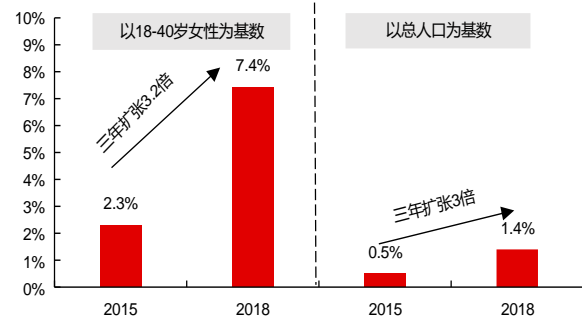
中国医美市场潜力巨大，未来或成为大众类消费品而非奢侈品。从医美渗透率看，18-40 岁女性用户作为医美的核心客群，中国该群体使用医美比例从 2015 年的 2.3% 升至 2018 年的 7.4%；对比韩国市场，18-40 岁女性用户使用医美的比例达到 42%（2018 年数据）；从人均诊疗次数看，2018 年国内医美千人诊疗次数为 14.8 次，相比美国/日本/韩国千人诊疗数量的 51.9/27.1/86.2 次，有较大提升空间。相比于传统生美（如化妆品、保健品等），医美优势明显，主要体现在效果好且见效快。未来伴随消费者教育推进和服务价格下降，医美或逐步成为大众类消费品（目前仍属于奢侈品，面向高净值客群），看好国内该领域市场空间持续释放。

图 103：中国医美行业收入及增速



资料来源：弗若斯特沙利文，长江证券研究所

图 104：医美渗透率



资料来源：新氧，长江证券研究所

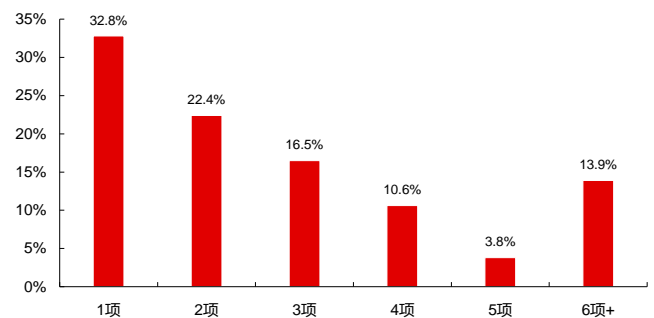
成瘾属性&高试错成本，掌握先发优势的行业龙头成长前景可期。根据新氧统计（备注：数据来自 2018 年），其用户激活账户开始，至第一次下单间隔 33 天，至第二次下单间隔 22 天，再至第三次下单间隔仅 18 天，平均医美用户实施手术数量超过 3 次；针对非手术类医美产品显现出的较高复购率，我们判断主因：**1）非手术类医美项目种类多且维持时间相对有限**，其中光电类项目：如光子嫩肤消费周期为一个月，皮秒激光祛斑消费周期为 2-3 个月；注射类项目：如肉毒消费周期为半年、玻尿酸周期为 8 个月到一年；**2）消费棘轮效应（人的消费习惯易于向上调整，而难于向下调整）**，伴随前期手术效果逐步消失，消费者会持续跟进。同时，医美试错成本较高，一旦消费者接受某一品牌或某一医院后，其后期会有较强的路径依赖，有品牌和产品保证的行业龙头会逐步体现出较强的先发优势。

图 105：医美决策周期持续加速



资料来源：新氧，长江证券研究所 时间来自 2018 年

图 106：2020 年中国医美用户购买过面部整形项目数量

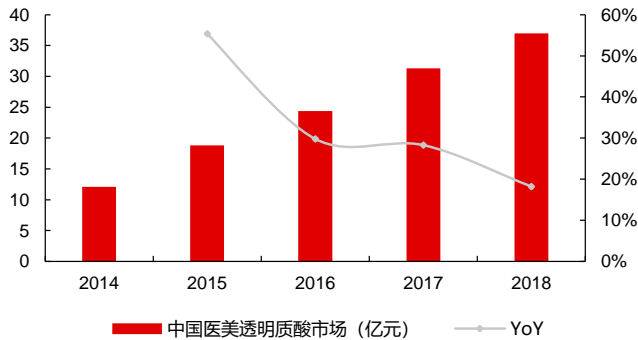


资料来源：艾媒咨询，长江证券研究所

玻尿酸是医美重要原料，近年来快速增长。根据欧睿国际统计，玻尿酸在注射类医美占比达 66%。根据分子量不同，**1）大分子玻尿酸质地硬**，有填充定型的作用，主要用于隆鼻、隆下巴等塑形手术中，填充部位是深层组织。大分子玻尿酸还可以用来除皱，将玻尿酸以填充物的方式注入真皮皱折凹陷或欲丰润的部位，如嘴唇、脸颊、下巴等处。用大分子玻尿酸除皱的效果能维持比较长的时间；**2）中分子玻尿酸质地略软**，主要用于除皱使用，注射部位包括鼻唇沟、唇部等真皮组织中层至深层；**3）小分子玻尿酸无塑形作用**，主要用于全脸的真皮层注射起到保湿效果，同时对受损肌肤亦有修护作用。从

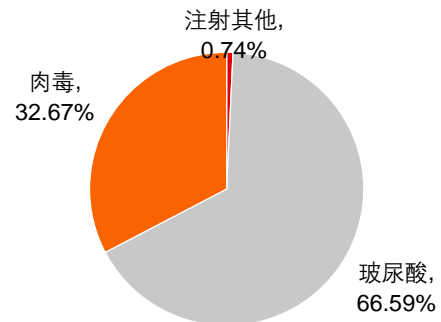
市场体量上看,2018 年中国医美透明质酸市场为 37 亿元,2014-2018 年 CAGR 达 32%,后续伴随终端消费提升,预计该领域仍将维持快速增长势头。

图 107: 中国医美透明质酸市场



资料来源：弗若斯特沙利文，长江证券研究所

图 108: 中国医疗美容透明质酸产品市场竞争格局



资料来源：欧睿国际，长江证券研究所

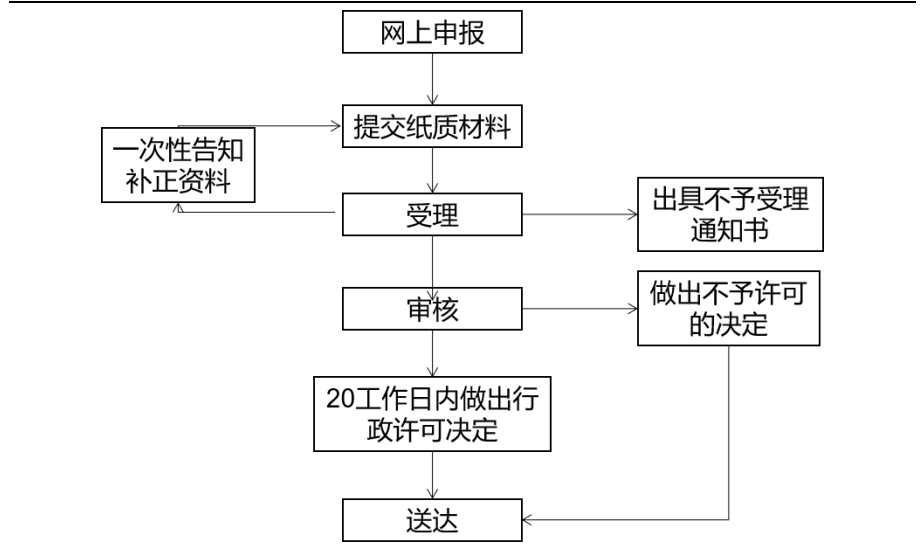
表 13: 大分子、小分子玻尿酸使用情况

类型	作用	使用位置
大分子玻尿酸	填充定型、除皱	鼻子嘴唇、脸颊、下巴等
中分子玻尿酸	软组织填充	苹果肌、下巴等
小分子玻尿酸	修复受损肌肤，保湿嫩肤	全脸真皮层

资料来源：长江证券研究所

医疗美容机构注射玻尿酸属于第三类医疗器械，政策加紧监管。注射美容使用的玻尿酸需获得国家食品药品监管总局发布第三类医疗器械认证后方可上市销售，而第三类医疗器械产品注册办理流程复杂，从申报到最后下发或经历三年的申请周期，目前仅有头部企业有能力申请并通过该审批。考虑目前处于医美发展前期，行业监管不成熟，行业内违规销售（无认证）的产品占比或达 5 成以上；未来伴随行业归管收紧，将加速行业向有资质的龙头品牌集中。

图 109：三类医疗器械生产许可审批流程



资料来源：证标客，长江证券研究所

表 14：医美行业主要政策

发布日期	主要发文部门	名称
2019/01/11	国家卫生健康委办公厅	国家卫生健康委员会关于进一步加强公共场所卫生监管工作的通知
2019/03/06	国家卫健委	医疗乱象专项整治行动方案
2019/03/21	医政医管局	《医疗乱象专项整治行动方案》解读
2019/03/22	国家卫生健康委	关于开展医疗乱象专项整治行动的通知
2019/03/22	市场监督管理总局	市场监管总局关于深入开展互联网广告整治工作的通知
2019/03/26	国家卫生健康委办公厅	国家卫生健康委办公厅关于进一步推进医疗卫生机构传染病防治分类监督综合评价工作的通知
2019/04/09	最高人民法院、最高人民检察院等	关于办理“套路贷”刑事案件若干问题的意见
2019/06/12	国家卫生健康委	关于印发促进社会办医持续健康规范发展意见的通知
2019/06/18	国家卫生健康委	关于就“非法医疗问题专项治理方面取得的进展和成效”的回应
2019/11/22	国家卫生健康委办公厅	国家卫生健康委办公厅关于印发大型医院巡查工作方案（2019-2022 年度）的通知

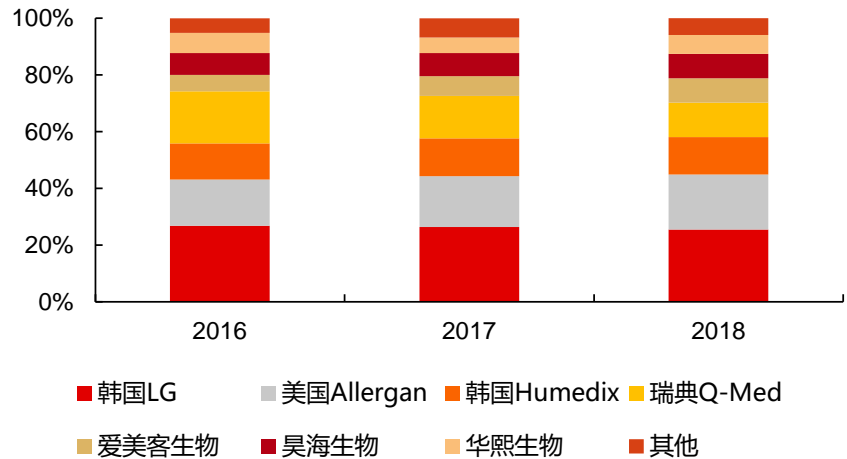
资料来源：国家卫健委官网，中国最高人民法院官网，国家市监总局官网，长江证券研究所

加码产品研发，国产品牌发力医美领域

产品升级&渠道绑定&品牌打造共振，看好国产玻尿酸品牌市占率延续增长势头。产品方面：国内品牌商通过产品研发和系列迭代，来提升产品安全性并丰富产品线，持续缩小与海外品牌差距，如华熙于 5 月推出双子针产品，主打微交联以去除额部静态纹，弥补细分市场产品空白；渠道方面：医美作为重决策类产品（消费者选择医美制品需要参

考医生意见), 华熙通过构建“未来医美共生联盟”, 实现和医院端深度绑定; **品牌方面**: 强化品牌构建, 通过如小红书、新氧等渠道营销投入, 通过消费者认知提升, 逐步从 B 端品牌向 C 端品牌进阶。

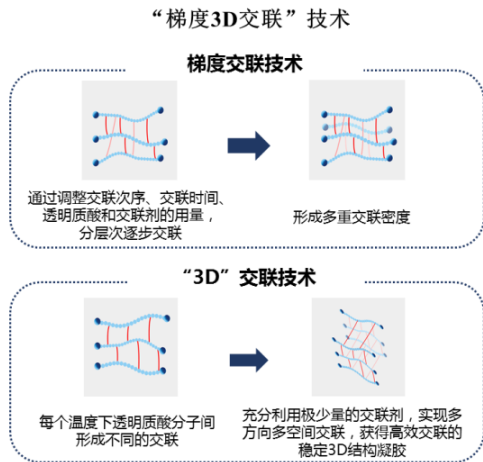
图 110: 国内品牌集中度持续提升



资料来源: 弗若斯特沙利文, 长江证券研究所

以华熙为例, 多维度并进, 带动医美业务稳步增长。**技术方面**, 目前其搭建的透明质酸技术平台已处于全国领先水平。公司经过十余年的研究, 解决了透明质酸定向交联、有效交联和交联度精准控制的三大技术难题, 目前公司产品可以接近海外品牌水准, 主要体现在安全性高、维持时间长; **品类方面**, 2012 年, 公司旗下“润百颜”作为首个被国家药监局批准、用于美容整形的国产纯透明质酸填充剂, 打破国外垄断, “润百颜”白紫系列 (500~1000/元/ml) 主打中分子玻尿酸, 应用于抬头纹、鱼尾纹等除皱, 维持时间 3-6 月; “润百颜”黑金系列 (480~2800/元/ml) 主打大分子玻尿酸, 正是凭借产品矩阵持续丰富, 华熙医美产品线可帮助下游医院从引流开始 (如“润百颜”白紫系列终端低价格), 为客户提供一整套玻尿酸注射类及护理产品, 有助于客单值持续提升; **服务方面**, 公司建立专业的医学市场支持团队, 成立华熙学院, 定期对医疗机构、相关医疗从业者进行学术研讨、培训等, 驱动产品的稳步推广。

图 111：交联技术



资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 15：华熙医美产品线

产品	价格	应用	特点
“润百颜”白紫系列	500~1000/元/ml	抬头纹、鱼尾纹等除皱	维持时间 3-6 月
润百颜”黑金系列	480~2800/元/ml	面部塑形	维持接近一年时间
润致	2500~4000/元/ml	面部塑形	添加含利多卡因（麻药），提升注射体验
凝泉		医美术后护理	

资料来源：公司公告，淘宝网，长江证券研究所

投资建议

轻工新消费产品将顺应产业发展趋势，业绩有望表现较大的增长弹性。重点推荐新型烟草龙头思摩尔国际、医美龙头华熙生物，其中：

- ✓ **思摩尔国际**：电子烟行业技术引领者，旗下“feelm”雾化芯具有较强产品竞争力，目前深度绑定全球优秀电子烟品牌，将伴随下游客户市场整合来提升份额；同时受益于高利润率的陶瓷雾化产品占比提升，公司净利率或持续上行；
- ✓ **华熙生物**：扎根玻尿酸领域，基于科技创新并实现全产业链布局。未来持续看好公司快速增长延续，其中玻尿酸原料：凭借强技术研发和资金实力，市场份额提升可期；医疗终端产品：在医美高景气背景下，公司通过增加研发投入，逐步实现对海外竞品的追赶；功能护肤品业务：构建以“润百颜”、“夸迪”为代表的中高端产品矩阵，凭借渠道、营销方式、细分客群等差异化布局，未来或存在弯道超车的机会。

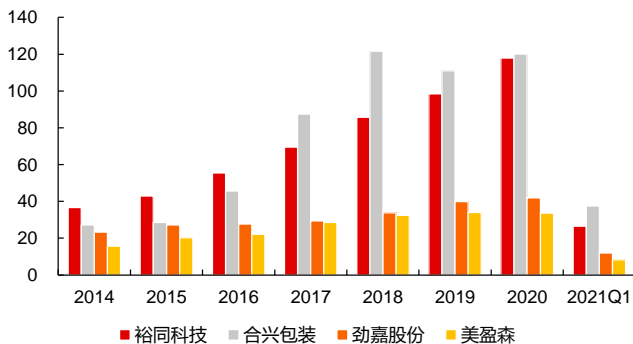
包装印刷：否极泰来，关注低估值龙头投资机会

景气回顾：需求向好，龙头加速整合

纸包装：收入增速亮眼，利润率略有压力

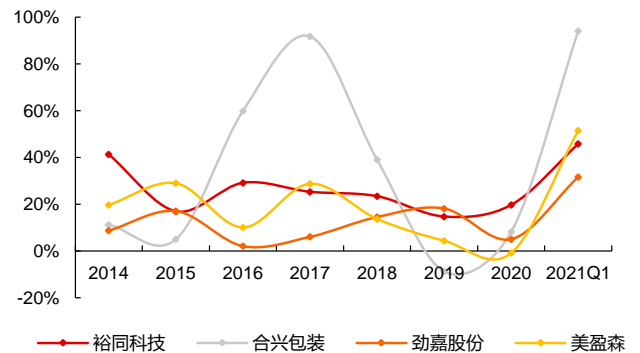
低基数影响，2021 年各纸包企业收入增速亮眼。2021Q1 裕同科技/合兴包装/劲嘉股份/美盈森营业收入同比增长 45.83%/94.13%/31.71%/51.56%。主因 2020Q1 受疫情影响，包装企业普遍基数较低，伴随疫情逐步好转，包企收入逐步恢复。

图 112：纸包装企业营收规模（亿元）



资料来源：各公司公告，长江证券研究所

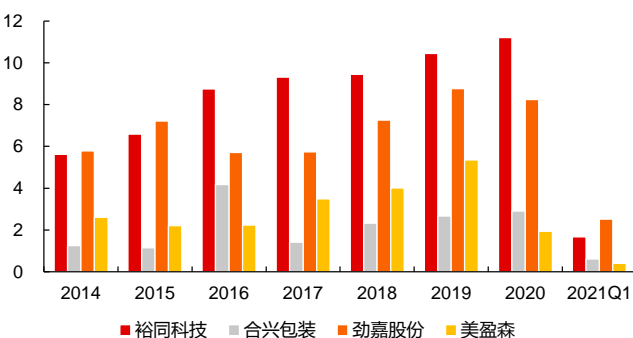
图 113：纸包装企业营收增速



资料来源：各公司公告，长江证券研究所

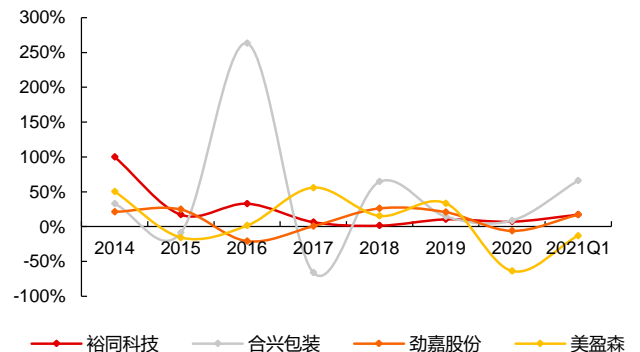
受原材料涨价影响，2021Q1 企业盈利能力仍略有承压。2021Q1 受大宗商品涨价影响，包装企业在产业链上下游中议价能力较弱，利润率仍有待恢复，当期裕同科技/合兴包装/劲嘉股份/美盈森归母净利润同比变动 17.10%/66.17%/17.19%/-13.04%，扣非归母净利润同比变动 29.66%/453.43%/13.27%/-7.15%。

图 114：纸包装企业归母净利润（亿元）



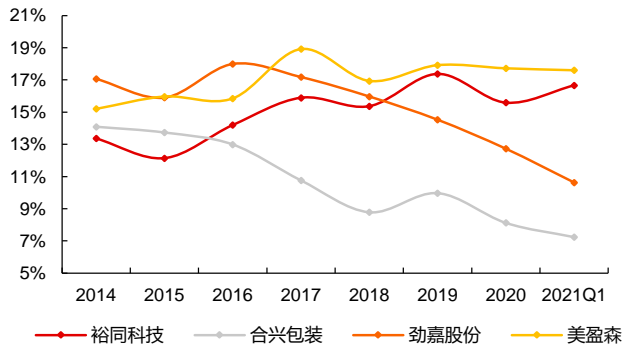
资料来源：各公司公告，长江证券研究所

图 115：纸包装企业归母净利润增速



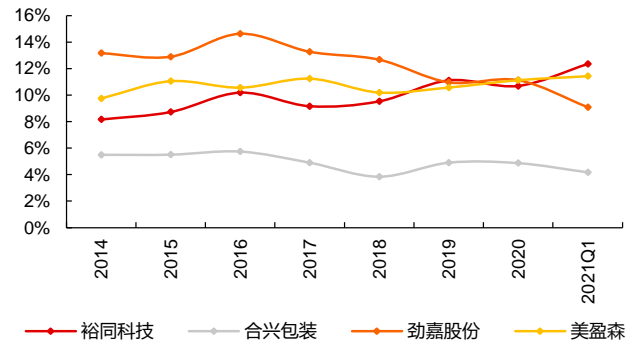
资料来源：各公司公告，长江证券研究所

图 116: 纸包装企费用率



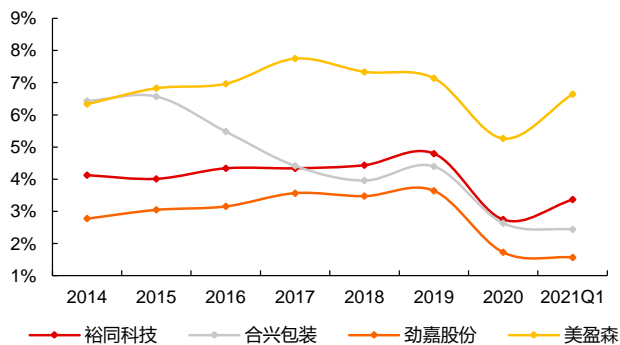
资料来源: 各公司公告, 长江证券研究所

图 117: 纸包装企业管理费用率



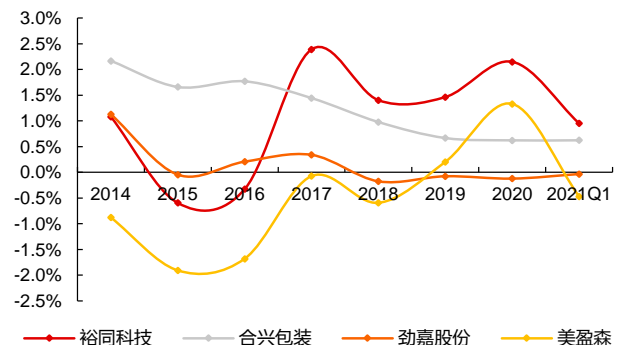
资料来源: 各公司公告, 长江证券研究所

图 118: 纸包装企销售费用率



资料来源: 各公司公告, 长江证券研究所

图 119: 纸包装企业财务费用率

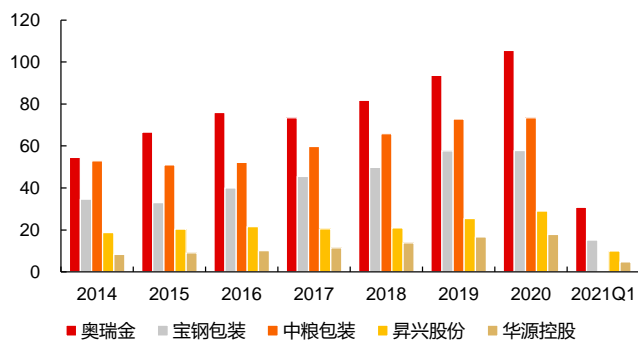


资料来源: 各公司公告, 长江证券研究所

金属包装: 竞争&供需格局改善, 盈利稳步上移

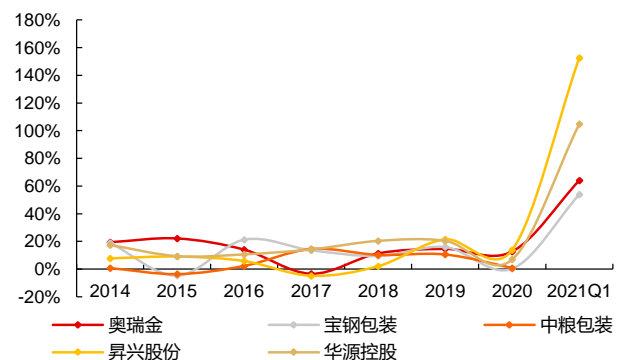
需求持续复苏, 21Q1 奥瑞金/宝钢包装/昇兴股份/华源控股营收同比增长 64.00%/53.83%/152.54%/104.75%。主因去年同期受疫情影响基数较低, 一季度受益于需求上行叠加竞争格局改善, 收入实现快速增长。

图 120: 金属包装企业营收规模



资料来源: 各公司公告, 长江证券研究所

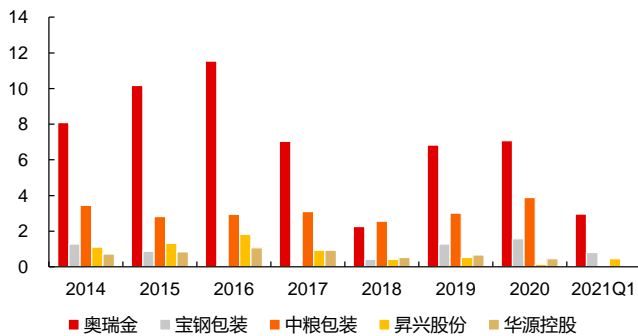
图 121: 金属包装企业营收增速



资料来源: 各公司公告, 长江证券研究所

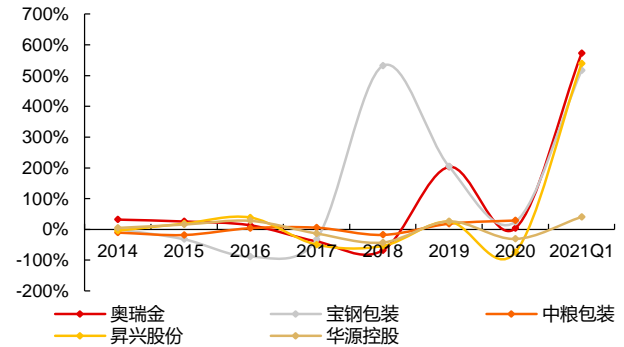
需求恢复叠加产品提价，金属包装企业 2021Q1 业绩靓丽。奥瑞金/宝钢包装/昇兴股份/华源控股归母净利润分别为 2.96/0.81/0.46/0.06 亿元，同比提升 572.51%/516.54%/539.10%/40.60%。

图 122：金属包装企业归母净利润



资料来源：各公司公告，长江证券研究所

图 123：金属包装企业归母净利润增速



资料来源：各公司公告，长江证券研究所

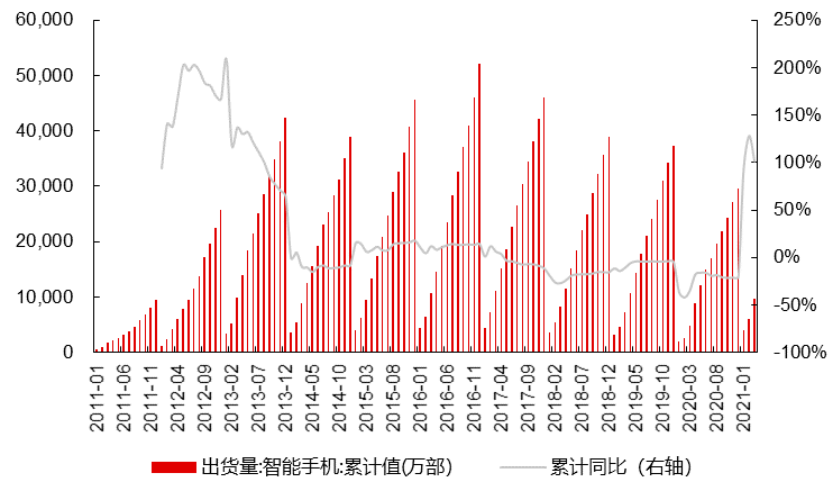
纸包装展望：自动化升级夯实龙头优势，行业整合加速

纸包装行业市场空间大（约 5000 亿元），且在消费升级背景下，具备持续成长性（年增速 5%）。未来可重点关注下游高景气细分领域，如烟酒包装（传统卷烟景气上行、新型烟草带来新业务延伸机遇），3C 包装（5G 换机、智能硬件爆发潮增加包装需求）等。

3C 包装：消费电子量起，包装产业需求稳定增长可期

看好 5G 升级逻辑兑现，包装需求稳步增长。通信技术升级往往会带动换机热潮，2009-2010 年进入 3G 换机时代，推动当期中国手机产量增速升至 20%-40%，2013-2014 年进入智能机和 4G 换机时代，智能手机产量增速亦达到 10%-30%。目前如苹果、华为均推出 5G 旗舰款手机，且终端销售反映良好，未来伴随 5G 换机需求持续兑现，同时各种物联网的应用场景也将会随着 5G 商用网络的开通，迅速发展其创新场景，这或将带动消费者购机热情提升。2020 年开始的 5G 升级带动换机潮和新品类加速诞生（如 VR 等），带动作为全球配套产业链的国内纸包装行业景气度上行。

图 124：智能手机出货量及累计同比



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

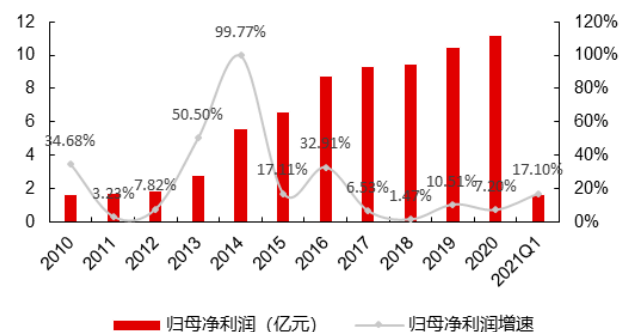
裕同科技作为全球最大的3C包装龙头，行业回暖将驱动公司主业提速。裕同科技目前核心客户包括华为、小米、北美大客户等；根据2018年10月数据，3C业务占公司总收入比重近80%（资料来源：公司投资者交流纪要）。公司前期虽受到疫情扰动整体收入增速放缓，但凭借稳定供货和一体化服务实力，目前正加速市场份额提升；后续伴随5G换机潮逐步到来，叠加可穿戴等新产品快速放量，公司3C主业增长有望提速。

图 125：裕同科技营收及增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 126：裕同科技归属净利润及增速



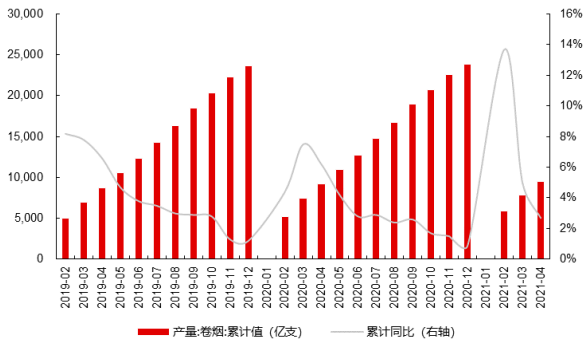
资料来源：Wind，长江证券研究所 注：归母净利润单位为亿元

烟酒标：包装业务增长较快，新兴业务逐渐崛起

烟标主业量价齐升，行业景气上行

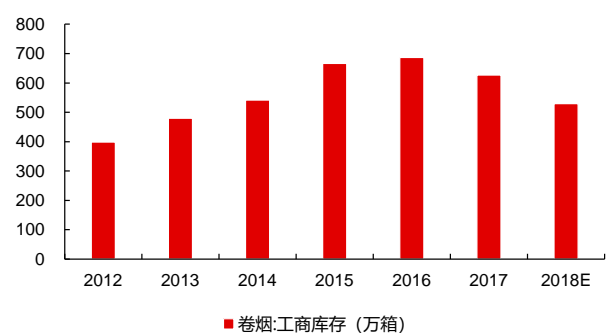
卷烟产量稳定增长叠加产品结构性升级，烟标韧性逐步凸显。一方面，随着近年来烟草库存去化进入尾声，卷烟产量预计将进入恢复性增长区间；另一方面，在当前财政存在较大压力的背景下，烟草作为国内纳税第一大户，高端烟品推广料加速以贡献更多税收，烟标需求存量价齐升机会。

图 127：2021 年前 4 月卷烟产量同增 2.70%



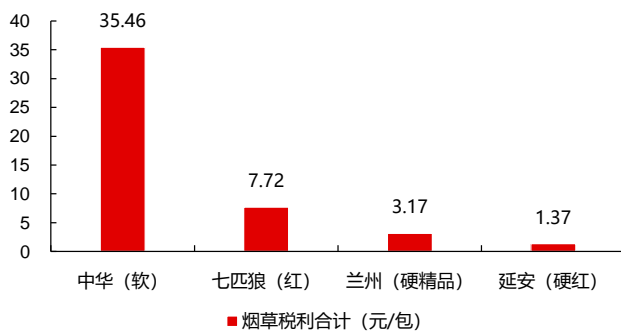
资料来源：国家统计局，长江证券研究所

图 128：烟草社会库存变化量



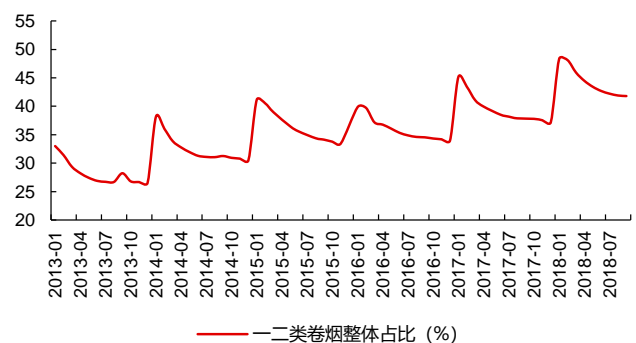
资料来源：烟草在线，长江证券研究所 备注：2018 年 9 月后相关数据未披露

图 129：不同烟品的单包税利



资料来源：中国烟草市场，长江证券研究所 备注：假设零售环节毛利率为 20%，批发环节毛利率为 40%

图 130：高端新品陆续推出，一二类卷烟占比提升

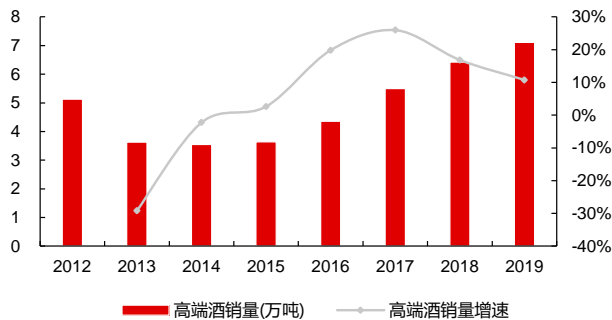


资料来源：烟草在线，长江证券研究所 备注：2019 年后相关数据未公布

酒包：酒品结构升级背景下，高端酒包需求量持续高增

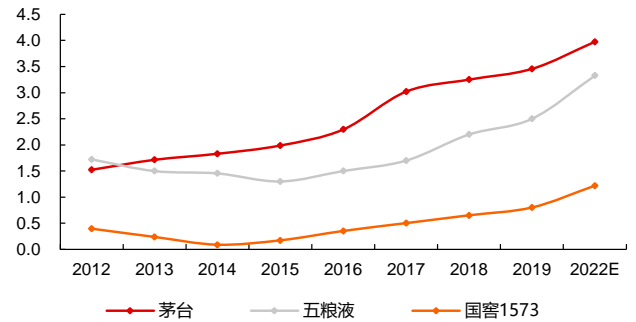
产品结构升级带动高端酒包需求提升。在消费升级背景下，高端酒品占比持续提升，根据长江证券测算，2016-2020 年间，以茅台/五粮液/国窖 1573 为代表的高端酒销量 CAGR 达到 16%，远高于白酒行业平均增速（大约 2%）。对于白酒包装，此前大多由酒企下属三产企业生产，无论生产效率或新品研发能力均相对较弱；近年来，在产品结构升级背景下，头部企业逐步放开包装业务，如茅台引入社会化招标，五粮液携手劲嘉成立合资子公司，在提升包装质量同时，亦通过产线自动化改造提升生产效率。高端酒包市场空间大且利润率相对较高，仅茅台集团包装采购金额达 37 亿元，后续伴随酒包装逐步市场化，包装龙头凭借高效生产和一体化服务能力，加速开拓酒包市场。

图 131: 高端酒销量稳步增长



资料来源：各公司公告，长江证券研究所 备注：包含茅台、五粮液、泸州老窖等高端酒品收入

图 132: 重点高端酒品销售量（万吨）



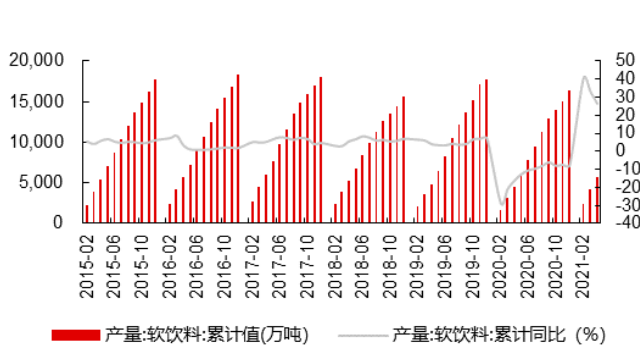
资料来源：各公司公告，长江证券研究所 备注：2022 年为估算

金属包装展望：提价落地&成本下行共振，盈利中枢上行可期

下游需求逐步恢复，龙头业绩稳步上行

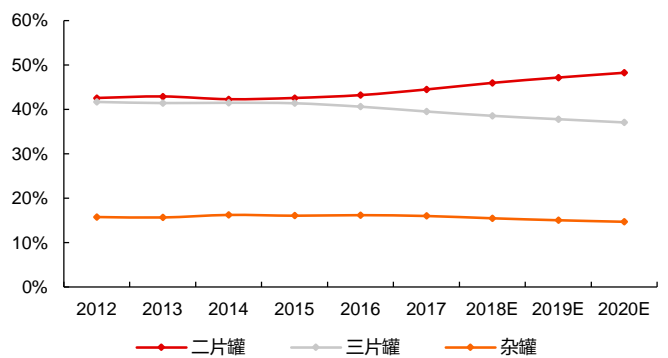
伴随疫情好转，金属包装需求或逐步恢复。2021 年前四月，软饮料累计产量同增 26.3% 至 5767.3 万吨，啤酒累计产量同增 33.6% 至 1140.9 万千升。主因啤酒等以餐饮场景为主，伴随国内疫情逐步好转，相关消费稳步提升。分品类看，二片罐具有低成本且更便于运输等优势，景气度要优于三片罐，并逐步成为未来金属包装发展的主流。

图 133: 软饮料产量及增速



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

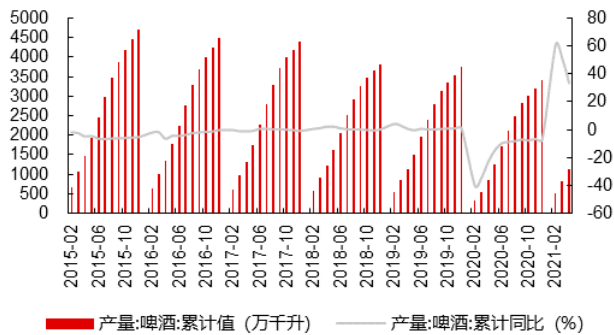
图 134: 金属包装中不同罐型占比



资料来源：智研咨询，长江证券研究所

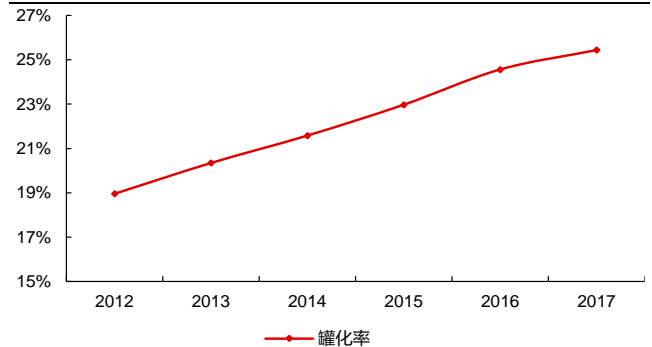
中长期看，伴随啤酒罐化率提升，二片罐需求持续向好。易拉罐包装的啤酒密封性能优越，同时易拉罐材料较轻，便于运输、携带和开启，近年来逐步替代玻璃酒瓶。根据 Euromonitor 的数据，我国 2017 年啤酒罐化率约为 25%，相比美国、日韩等发达国家及地区超过 50% 的罐化率水平相比，仍有较大提升空间。由于厂家基于成本考虑有足够的动力去推进罐化率，故罐化率在中国的提高依然值得期待。即使我们按照 0.38 元/罐的行业历史低价来测算，罐化率每提升 1pct，可以带来约 11 亿二片罐需求，对行业需求拉动约 3pct。假设未来啤酒罐化率最终可以达到欧美发达国家水平，则可带来超过 100 亿元的市场空间。

图 135：啤酒产量及增速



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

图 136：啤酒罐化率逐年提升



资料来源：Euromonitor，长江证券研究所

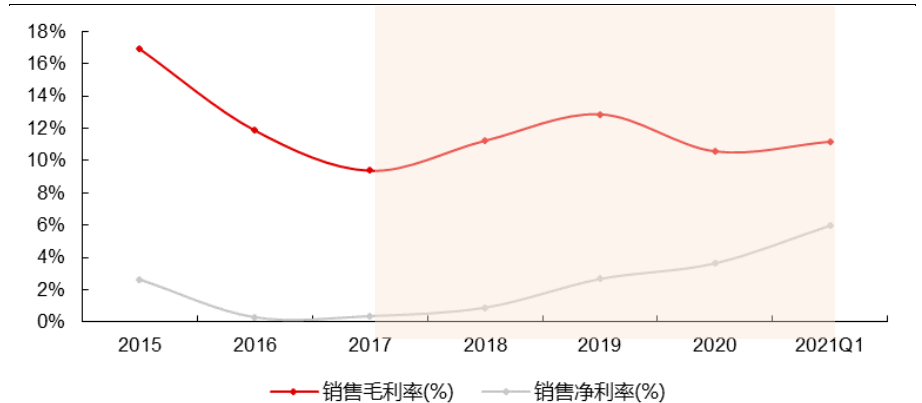
表 16：罐化率提升对二片罐需求影响测算

罐化率	25%	26%	27%	28%	29%	30%	40%	50%
总产量（万千升）	4402	4402	4402	4402	4402	4402	4402	4402
罐装酒总量（万千升）	1101	1145	1189	1233	1277	1321	1761	2201
一罐酒容量（毫升）	415	415	415	415	415	415	415	415
啤酒罐需求量（亿）	265	276	286	297	308	318	424	530

资料来源：国家统计局，长江证券研究所 备注：一瓶酒容量通常为 500ml 和 330ml，测算取其均值

行业供需稳步改善，行业中长期盈利上行可期。2017 年国内二片罐产能有 600 亿罐，而产量仅 410 亿罐，产能利用率不足七成。不同于纸包等其他包装类行业，二片罐产能去化相对较慢，主因二片罐通常单条产线前期投产成本相对较高，退出难度较大，行业难以通过产能退出来实现供需稳态。因行业盈利不佳叠加行业格局已逐步成型，近年来二片罐行业鲜有新产能投放，二片罐存量产能正逐步被新增需求所消化，产能利用率亦逐年提升。宝钢包装 2021 年单 Q1 公司销售毛利率/净利率分别为 11.18%/5.96%，较 2020 年同期变动-2.14/+4.16pct，下半年伴随提价逐步落地，且原料价格或窄幅向下，看好行业盈利仍将稳步上行。

图 137：宝钢包装销售毛利率/净利率



资料来源：宝钢包装公告，长江证券研究所 备注：二片罐占宝钢包装收入比重达 80%，可用宝钢包装利润率映射行业利润率水平

海外企业逐步退出，行业加速整合强化产业链议价能力

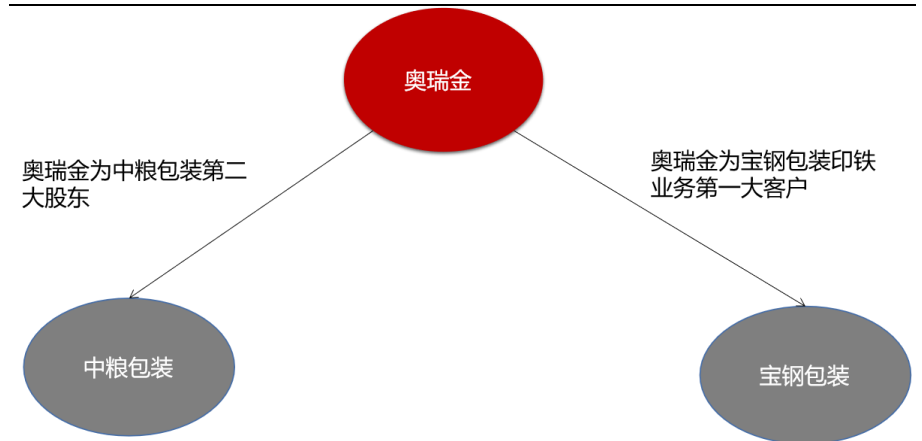
二片罐行业整合加速，未来在产业链内议价权有望加强。二片罐行业 CR5 超过 60%，前 5 家企业产能相差不大，且考虑金属包装的分散式供应，绝对规模优势并不存在，行业目前能否实现盈利改善主要依赖竞争格局能否趋良。在行业盈利处于低位背景下，内资企业通过并购逐步成为行业主导。昇兴通过入股太平洋，加之奥瑞金收购波尔中国，持续提升行业议价能力。前期外资企业凭借海外工厂盈利、补贴中国工厂经营并主动发起并主导价格战的局面有望告一段落，内资企业夺得二片罐市场的主导权。**伴随二片罐行业供需持续向好，且行业竞争趋于良性，看好行业盈利逐步进入修复区间。**

表 17：金属包装行业整合情况

首次披露时间	投资方	投资标的	金额	备注
2018 年 12 月 13 日	奥瑞金	波尔中国，包括波尔北京 (100%)、波尔佛山 (100%)、波尔青岛 (100%)、波尔湖北 (95.69%)	2.05 亿美元	签署了股权收购协议
2017 年 3 月 15 日	奥瑞金全资子公司堆龙鸿晖	纪鸿包装 (19%)	760 万美元	奥瑞金与中粮包装为关联方
	中粮包装	纪鸿包装 (51%)	6675 万元	
2017 年 8 月 31 日	福州兴瑞丰 (昇兴股份为 LP)	太平洋制罐 (沈阳, 35%)、太平洋制罐 (青岛, 35%)	-	已完成收购, 6家投资标的的另外0.5%
2016 年 11 月 23 日	福州兴瑞丰 (昇兴股份为 LP)	太平洋制罐 (漳州, 99.5%)、太平洋制罐 (北京, 99.5%)、太平洋制罐 (武汉, 99.5%)、太平洋制罐 (肇庆, 99.5%)、太平洋制罐 (沈阳, 64.5%)、太平洋制罐 (青岛, 64.5%)	-	的少数股东为福州源丰投资 (福州兴瑞丰的GP)
2015 年 11 月 9 日	奥瑞金	中粮包装 (22.93%)	16.16 亿港元	投资已完成

资料来源：各公司公告，长江证券研究所 注：括号内百分数为投资或拟投资的股权比例

图 138：中粮包装-奥瑞金-宝钢包装之间股权和经营层面深度关联



资料来源：各公司公告，长江证券研究所 备注：数据来自 2019 年

投资建议

行业景气上行背景下，关注低估值龙头标的：

- **3C 包装**：伴随 TWS 等新品热销，同时 5G 商用引爆手机更换热潮，看好消费电子包装需求上行；
- **金属包装**：受益于需求稳定增长（主要来自啤酒罐化率提升&软饮料持续增长）及竞争格局趋良（外资企业陆续退出中国），下半年伴随提价&原料价格回落，看好盈利进入向上通道；
- **烟草包装**：伴随卷烟库存去化趋于尾声叠加行业结构性升级，烟标景气向上；同时，在财政压力下，国家或加速推进烟草结构性升级以增加相关税收，前期中烟招标政策调整趋于缓和，看好烟用主辅料（如烟标、烟用香精等）投资机会；

重点推荐裕同科技（深耕 3C 包装领域，凭借较强成本管控和一体化服务能力持续提升在核心客户内占比，看好伴随 TWS 等新品潮和 5G 换机潮，公司收入、业绩有望提速），**盈趣科技**（核心产品景气向上，同时独创的“UDM 模式”驱动公司持续捕获“爆款”新品，未来业绩、估值存持续提升空间）；同时积极关注底部的**劲嘉股份**（低估值+业绩和现金流稳健增长+高股息，新型烟草业务形成估值期权）和**奥瑞金**（红牛案件纠纷或解决在即，二片罐盈利中长期趋势上行，前期华彬受让大股东股份，奥瑞金实现与核心客户再次绑定，公司存业绩、估值双升期权）。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于市场

中 性： 相对表现与市场持平

看 淡： 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对大盘涨幅大于 10%

增 持： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对大盘涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明： A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址：

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明：

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

