

## 轻工制造

**造纸包装行业年报&一季报总结**

——建议超配生活用纸，左侧寻底瓦楞包装

**评级：增持（维持）**

分析师：徐稚涵

执业证书编号：S0740518060001

电话：021-20315133

Email: xuzh01@r.qlzq.com.cn

研究助理：郭美鑫

Email: guomx@r.qlzq.com.cn

研究助理：徐偲

Email: xucai@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

上市公司数	124
行业总市值(百万元)	774420.660
行业流通市值(百万元)	535642.199

**相关报告**
**重点公司基本状况**

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2018	2019	2020E	2021E	2018	2019	2020E	2021E		
中顺洁柔	17.59	0.31	0.46	0.66	0.72	56.7	38.2	26.7	24.4	0.61	买入
太阳纸业	8.36	0.86	0.84	0.87	1.03	9.7	10.0	9.6	8.1	2.69	买入

备注

**投资要点**
**■ 造纸：稳步回暖，首选文纸**

■ **造纸：**2019年造纸板块营收同比持平，利润出现大幅下滑。分季度看，相比于2019上半年，下半年在文化纸价格回升和成本进一步下探的共同作用下，收入与盈利逐渐修复。行业龙头业绩表现方面，文化纸标的业绩跑赢板块，包装纸标的承压。行业格局上，龙头销售量均有增长，其中太阳山鹰涨幅明显。展望未来，文化纸集中度更高，开工情况良好，且木浆价格预计低位震荡，格局更优；包装纸库存回升且可能受累于欧美疫情发酵对出口的间接影响，建议关注后续经济刺激政策及限废政策催化。

**■ 生活用纸：必选消费，长线布局**

■ **生活用纸：**2019年下半年生活用纸头部企业增速普遍较上半年大幅提升，而浆价下行背景下前四家企业毛利率均呈现显著回暖趋势。与此同时，头部品牌在销售费用投入上也明显增加，以期抢占终端市场份额。同业比较方面，中顺洁柔收入增速与毛利率水平远优于同行，成长性和盈利能力均在头部品牌中领先对手。长期来看，我们持续看好行业成长逻辑：行业端，生活用纸行业是快速消费品行业中竞争格局较好的领域。国际快消巨头涉足不深，为国产品牌崛起提供了机遇。从行业长期成长性，集中度格局演变，盈利能力和估值水平四个维度，我们判断生活用纸行业中长期有望诞生千亿市值标的。当下时点，我们认为浆价后市走势以低位震荡或继续小幅下探为主，为19-20年生活用纸企业业绩释放提供了更高的确定性。

**■ 包装：下游变迁，行业转型**

■ **包装：**包装印刷板块2019年收入/利润均实现双位数增长，分季度看，19Q2开始板块业绩逐季抬升。从纸包装细分行业看，高端包装龙头裕同科技、劲嘉股份业绩明显优于箱板瓦楞包装龙头合兴包装，我们认为主要是消费升级趋势刺激高端包装需求提升，而大众包装竞争日趋激烈所致。从行业格局看，龙头市占率持续提升，且企业积极寻求转型效果初步显现，劲嘉股份非烟标业务，集友股份烟标业务，吉宏股份互联网业务，合兴包装PSCP平台等均有不俗表现，助力企业打造新的业绩增长极。从企业未来成长性看，我们认为裕同科技、劲嘉股份等依托产能扩张和新客户导入有望带动业绩稳健上行，而箱板瓦楞包装当前盈利能力或已筑底，建议关注后续基本面改善可能性。

**■ 建议关注标的：中顺洁柔、太阳纸业**

■ **风险提示：**原材料价格大幅上涨风险、宏观经济波动风险、行业政策变动风险、测算假设可能存在局限性

## 内容目录

<b>年报&amp;一季报业绩回顾：下半年业绩边际好转，估值探底回升</b>	<b>- 6 -</b>
轻工行业年报&一季报业绩回顾	- 6 -
市场表现：估值探底回升	- 7 -
<b>造纸板块：龙头优势明显，未来首选文纸</b>	<b>- 10 -</b>
业绩回顾：行业季节性回暖，利润增速探底回升	- 10 -
标的表现回顾：文化纸跑赢板块，包装纸业绩承压	- 11 -
企业扩张分析：龙头加速扩张，市占率提升助力长期 $\alpha$ 兑现	- 12 -
盈利能力分析：文化纸下半年显著好转，包装纸亦小幅回暖	- 13 -
格局展望：文化纸格局更优，包装纸关注需求变化	- 14 -
<b>生活用纸：中顺洁柔优于同行，行业成长逻辑延续</b>	<b>- 17 -</b>
业绩回顾：中顺洁柔收入显著优于大市，盈利能力均有回升	- 17 -
行业竞争格局：快速消费品优质赛道，白马标的孵化温床	- 18 -
成本视角：浆价下行，利好短期成本压力释放	- 22 -
<b>包装印刷：龙头业务多元化，关注箱板瓦楞包装筑底可能</b>	<b>- 23 -</b>
业绩回顾：19年收入利润齐增长，20Q1有所承压	- 23 -
标的表现回顾：板块表现显著分化，纸价下行板块红利仍存	- 24 -
行业格局分析：龙头集中度提升，“副业”贡献边际上行	- 26 -
企业成长性前瞻：高端包装关注新业务成长，箱板瓦楞包装盈利或已筑底	- 28 -
<b>风险提示</b>	<b>- 30 -</b>
原材料价格上涨风险	- 30 -
宏观经济波动风险	- 30 -
行业政策变动风险	- 30 -
测算假设可能存在局限性	- 30 -

## 图表目录

<b>图表 1：2019 轻工及二级子板块主营业务收入增速</b>	<b>- 6 -</b>
<b>图表 2：2019 轻工及二级子板块归母净利润增速</b>	<b>- 6 -</b>
<b>图表 3：2020Q1 轻工及二级子板块收入增速</b>	<b>- 6 -</b>
<b>图表 4：2020Q1 轻工及二级子板块归母净利润增速</b>	<b>- 6 -</b>
<b>图表 5：轻工及二级子板块分季度收入增速</b>	<b>- 7 -</b>
<b>图表 6：轻工及二级子板块分季度归母净利润增速</b>	<b>- 7 -</b>
<b>图表 7：轻工制造（SW 分类）2019 年年初至今涨跌幅（%）</b>	<b>- 8 -</b>
<b>图表 8：轻工及二级子板块 PE（ttm）变动趋势</b>	<b>- 8 -</b>
<b>图表 9：造纸板块（SW 分类）指数表现</b>	<b>- 9 -</b>
<b>图表 10：造纸板块（SW 分类）2019 年年初至今涨跌幅</b>	<b>- 9 -</b>
<b>图表 11：23 家造纸企业股价 2019 年年初至今涨跌幅（截止 4 月 30 日）</b>	<b>- 9 -</b>

图表 12: 包装印刷板块 (SW 分类) 指数表现 .....	- 9 -
图表 13: 包装板块 (SW 分类) 2019 年初至今涨幅 .....	- 9 -
图表 14: 38 家包装印刷企业股价 2019 年初至今涨跌幅 (截止 4 月 30 日) ..	- 10 -
图表 15: 造纸板块营收规模 .....	- 10 -
图表 16: 造纸板块归母净利润情况 .....	- 10 -
图表 17: 单季度造纸板块营收规模 .....	- 10 -
图表 18: 单季度造纸板块归母净利润情况 .....	- 10 -
图表 19: 造纸板块整体毛利率和净利率 .....	- 11 -
图表 20: 造纸板块费用率情况 .....	- 11 -
图表 21: 造纸行业龙头企业收入与归母净利润单季度增长趋势 .....	- 12 -
图表 22: 太阳纸业产销存情况及销量增速 (万吨) .....	- 12 -
图表 23: 博汇 纸业产销存情况及销量增速 (万吨) .....	- 12 -
图表 24: 晨鸣纸业产销存情况及销量增速 (万吨) .....	- 12 -
图表 25: 山鹰纸业产销存情况及销量增速 (万吨) .....	- 12 -
图表 26: 太阳纸业/晨鸣纸业铜版纸毛利率 (%) .....	- 13 -
图表 27: 太阳纸业/晨鸣纸业双胶纸毛利率 (%) .....	- 13 -
图表 28: 博汇 纸业/晨鸣纸业白卡纸毛利率 (%) .....	- 13 -
图表 29: 太阳/山鹰/景兴箱板纸毛利率 (%) .....	- 13 -
图表 30: 铜板/白卡/双胶/箱板/瓦楞纸种吨盈变化情况 (元/吨) .....	- 14 -
图表 31: 分纸种行业 CR4 情况 .....	- 14 -
图表 32: 各类纸种开工率情况 (%) .....	- 14 -
图表 33: 各港口木浆库存 (千吨) .....	- 15 -
图表 34: 全球阔叶浆生产资金成本 .....	- 15 -
图表 35: Suzano 产能迁移计划 .....	- 15 -
图表 36: Suzano 产能扩张计划 .....	- 15 -
图表 37: 商品出口占 GDP 比重 .....	- 16 -
图表 38: 出口金额及变动 .....	- 16 -
图表 39: 箱板瓦楞/白板纸/白卡纸企业库存 (天) .....	- 16 -
图表 40: 废纸流向模型及平衡条件 (万吨) .....	- 16 -
图表 41: 中顺洁柔收入及变动趋势 .....	- 17 -
图表 42: 维达国际收入及变动趋势 .....	- 17 -
图表 43: 恒安国际收入及变动趋势 .....	- 17 -
图表 44: 金红叶收入及变动趋势 .....	- 17 -
图表 45: 前四家生活用纸企业毛利率对比 .....	- 18 -
图表 46: 前四家生活用纸企业销售费用率对比 .....	- 18 -

图表 47: 我国化妆品行业市占率.....	- 19 -
图表 48: 我国卫生巾市场行业市占率.....	- 19 -
图表 49: 我国纸尿裤行业市占率.....	- 19 -
图表 50: 我国生活用纸行业市占率.....	- 19 -
图表 51: 快速消费品各子行业毛利率 (2017 年).....	- 19 -
图表 52: 我国卫生巾、纸尿裤与生活用纸行业增速.....	- 19 -
图表 53: 我国生活用纸行业规模测算.....	- 20 -
图表 54: 全球生活用纸行业规模 (亿美元).....	- 20 -
图表 55: 我国生活用纸占全球比重.....	- 20 -
图表 56: 美国厕纸 CR3 达到 59%.....	- 21 -
图表 57: 美国纸巾 CR3=61.2%.....	- 21 -
图表 58: 维达与洁柔净利率对比.....	- 21 -
图表 59: 中美快消品龙头营业支出/营业收入对比.....	- 21 -
图表 60: 恒安、维达近 10 年 PE (TTM) 趋势.....	- 22 -
图表 61: 中顺洁柔毛利率与浆价存在反向关系.....	- 22 -
图表 62: 中顺洁柔生活用纸毛利率敏感性 (2019).....	- 22 -
图表 63: 中顺洁柔卷纸和非卷纸毛利率弹性测算 (以 19 年毛利率为基数) ..	- 22 -
图表 64: 包装印刷板块营收规模.....	- 23 -
图表 65: 包装印刷板块归母净利润情况.....	- 23 -
图表 66: 单季度包装印刷板块营收规模.....	- 24 -
图表 67: 单季度包装印刷板块归母净利润情况.....	- 24 -
图表 68: 包装印刷板块整体毛利率和净利率.....	- 24 -
图表 69: 包装印刷板块费用率情况.....	- 24 -
图表 70: 包装印刷行业龙头企业收入与归母净利润单季度增长趋势.....	- 25 -
图表 71: 包装龙头企业单季度毛利率情况.....	- 25 -
图表 72: 裕同科技/合兴包装毛利率与纸价关系.....	- 25 -
图表 73: 2019 年裕同科技成本拆分.....	- 26 -
图表 74: 2019 年合兴包装成本拆分.....	- 26 -
图表 75: 纸包装细分下游需求测算 (亿元).....	- 26 -
图表 76: 包装子行业龙头市占率测算.....	- 26 -
图表 77: 包装龙头集中度-中国 CR3 vs. 美国/澳洲 CR4.....	- 27 -
图表 78: 劲嘉股份彩盒等其他业务快速发展 (百万元).....	- 27 -
图表 79: 集友股份烟用接装纸占比逐步下降 (百万元).....	- 27 -
图表 80: 合兴包装 PSCP 业务高速发展 (百万元).....	- 28 -
图表 81: 吉宏股份互联网服务占比已过半 (百万元).....	- 28 -

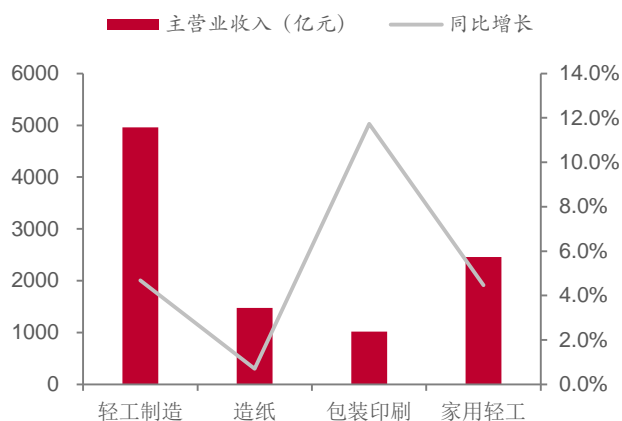
图表 82: 裕同科技、劲嘉股份近年导入或深入拓展的新客户汇总.....	- 28 -
图表 83: 裕同科技固定资产和在建工程变动.....	- 28 -
图表 84: 劲嘉股份固定资产和在建工程变动.....	- 28 -
图表 85: 合兴包装毛利率与净利率变动趋势.....	- 29 -
图表 86: 山鹰纸业毛利率与净利率变动趋势.....	- 29 -
图表 87: 合兴包装 PSCP 毛利率升幅低于包装制造.....	- 29 -
图表 88: 2019 年合兴包装资产周转率出现下行.....	- 29 -

## 年报&一季报业绩回顾：下半年业绩边际好转，估值探底回升

### 轻工行业年报&一季报业绩回顾

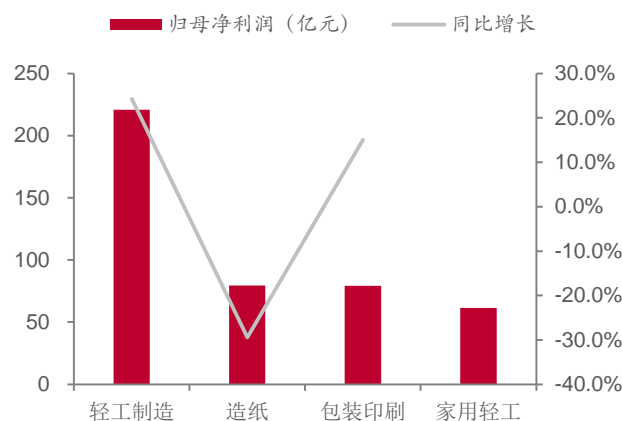
- **业绩总览:**2019 年轻工制造行业上市公司实现主营业务收入 4959 亿元，同比增长 4.7%。其中家用轻工、造纸和包装印刷板块占比分别为 49.5%、29.7%和 20.6%。从子版块表现看，家用轻工板块 2019 年营收同比增长 4.5%，造纸板块增长 0.7%，包装印刷板块营收增长 11.7%。2020Q1 轻工制造板块营收 971 亿元，同比下降 12.7%，家用轻工、造纸和包装印刷板块分别同比下滑 14.7%、10.6%、10.9%。
- 2019 年轻工制造行业上市公司合计实现归母净利润 221 亿元，同比增长 24.3%，其中包装印刷归母净利润增长 15.1%，造纸板块同比下降 29.4%，家用轻工板块扭亏。2020Q1 轻工制造板块净利润 38.6 亿元，同比下降 29.2%，其中家用轻工、造纸和包装印刷板块分别同比下滑 58.1%、增长 11%、下滑 33.7%。

图表 1：2019 轻工及二级子板块主营业务收入增速



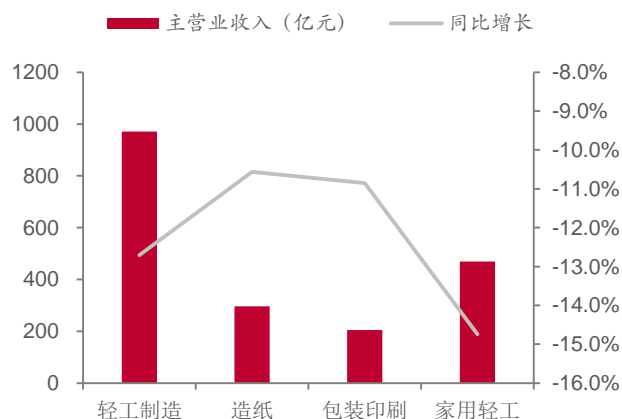
来源：wind、中泰证券研究所

图表 2：2019 轻工及二级子板块归母净利润增速



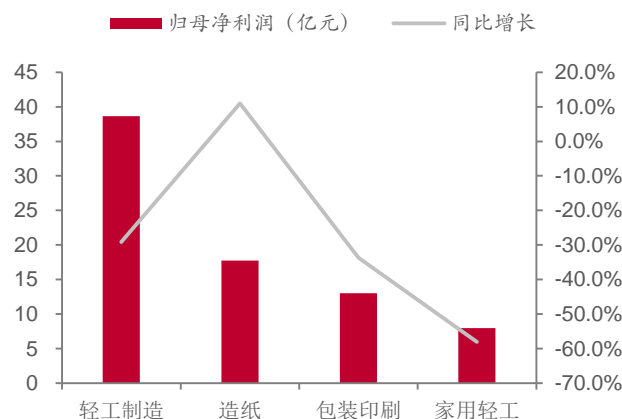
来源：wind、中泰证券研究所

图表 3：2020Q1 轻工及二级子板块收入增速



来源：wind、中泰证券研究所

图表 4：2020Q1 轻工及二级子板块归母净利润增速



来源：wind、中泰证券研究所

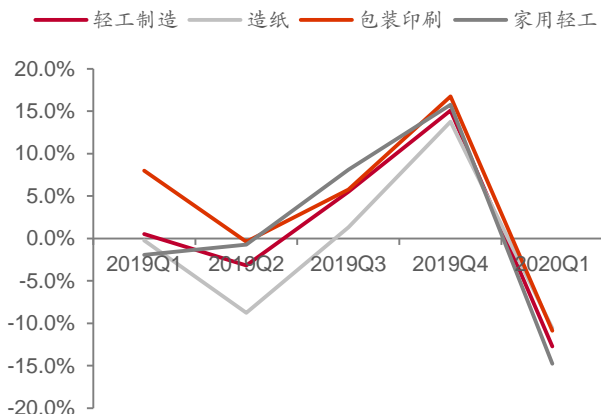
- **季度趋势分析:**收入增速回升，包装印刷利润增速好转。分季度看，



19Q1-20Q1 轻工制造行业营收增速分别为 0.5%/-3.3%/5.5%/15.1%/-12.7%，收入端 19Q4 增速显著好转，但 20Q1 受疫情影响同比负增长。从子版块表现看，家用轻工板块 19Q1-20Q1 营收增速分别为-1.9%/-0.7%/8.1%/15.7%/-14.7%，2019 年逐季加速；造纸板块 19Q1-20Q1 增速分别为-0.2%/-8.8%/1.3%/13.7%/-10.6%，下半年板块需求呈现好转趋势；包装印刷板块 19Q1-20Q1 营收增速分别为 8%/-0.4%/5.8%/16.7%/-10.9%。

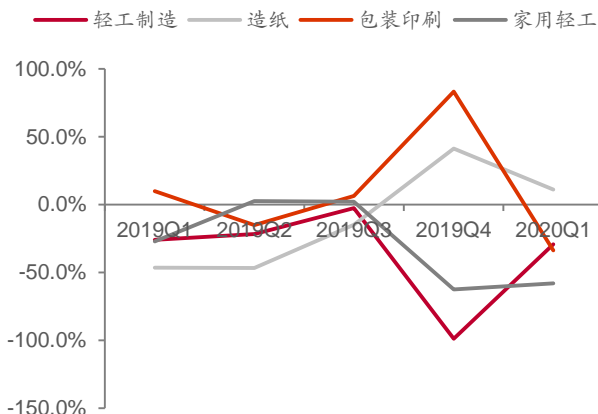
- 利润端，19Q1-20Q1 轻工制造行业归母净利润增速分别为 -25.9%/-22%/-2.6%/-98.7%（亏损收窄）/-29.2%。其中家用轻工板块 19Q1-20Q1 归母净利润增速则分别为 -27.1%/2.5%/2.2%/-62.5%/-58.1%；造纸 19Q1-20Q1 归母净利润增速分别为 -46.4%/-46.8%/-14.8%/41.2%/11%；包装印刷板块 19Q1-20Q1 归母净利润增速分别为 9.9%/-15.1%/6.3%/83.1%/-33.7%；

图表 5：轻工及二级子板块分季度收入增速



来源：wind、中泰证券研究所

图表 6：轻工及二级子板块分季度归母净利润增速

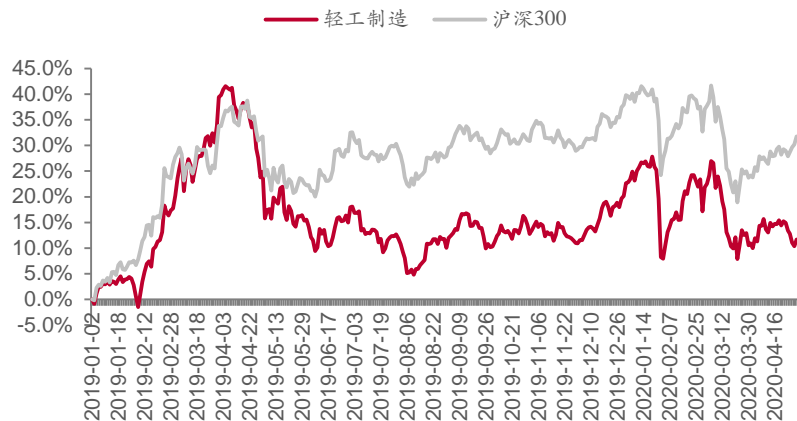


来源：wind、中泰证券研究所

#### 市场表现：估值探底回升

- 轻工相对于沪深 300：2019 年年初至 2020 年 4 月 30 日，申万一级行业轻工制造累计上涨 11.7%，同期沪深 300 指数累计上涨 31.8%，轻工制造整体表现弱于沪深 300。

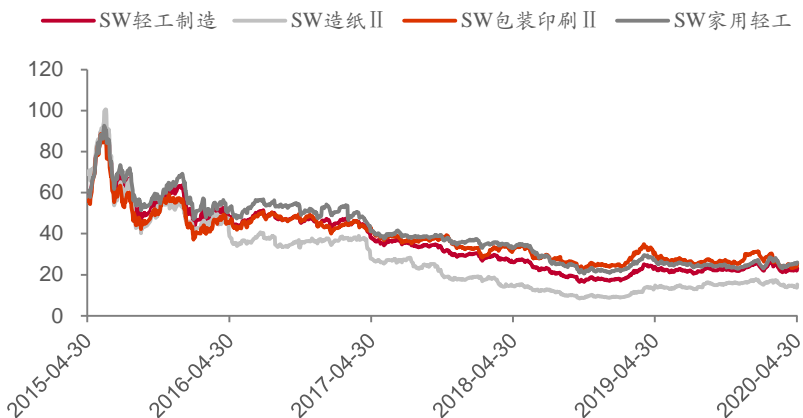
**图表 7：轻工制造（SW 分类）2019 年年初至今涨跌幅（%）**



来源：wind、中泰证券研究所

- **板块估值探底回升。**轻工各板块整体呈现出估值中枢下移的情况，自 2015 年牛市结束后板块市盈率持续走低，2018 年受大盘整体低迷影响板块估值延续下滑态势，2019 年开始呈现回升状态。当前轻工行业 PE（ttm）为 23 倍，18 年底为 17 倍。从子版块看，家用轻工板块 PE（ttm）由 18 年年底的 21 倍升至 26 倍，造纸板块由 9 倍升至 15 倍，包装印刷板块由 24 倍升至 26 倍。

**图表 8：轻工及二级子板块 PE（ttm）变动趋势**



来源：wind、中泰证券研究所

- **造纸板块：**2019 年年初至 2020 年 4 月 30 日，中万二级子版块造纸板块累计上涨 19.9%。对比 23 家造纸公司 2019 年年初至今涨跌幅来看，具备行业格局大幅改善预期的博汇纸业、成本下行，成长属性凸显的中顺洁柔及文化纸行业龙头太阳纸业等涨幅居前。



**图表 9: 造纸板块 (SW 分类) 指数表现**


来源: wind、中泰证券研究所

**图表 10: 造纸板块 (SW 分类) 2019 年初至今涨跌幅**

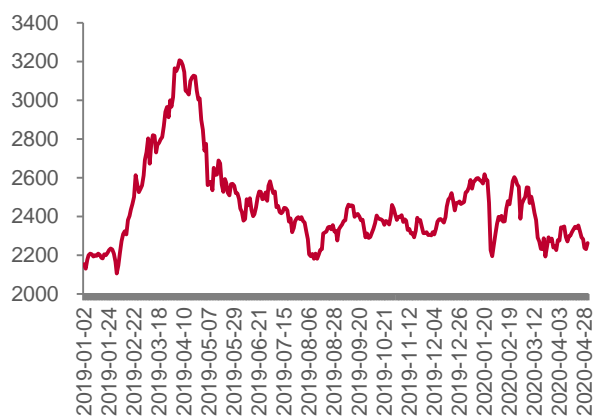

来源: wind、中泰证券研究所

**图表 11: 23 家造纸企业股份 2019 年初至今涨跌幅 (截止 4 月 30 日)**

排名	简称	2019 年初至今 涨跌幅 (%)	排名	简称	2019 年初至今 涨跌幅 (%)	排名	简称	2019 年初至今 涨跌幅 (%)
1	博汇 纸业	146.5	10	美利云	1.9	19	景兴纸业	-12.9
2	中顺洁柔	103.0	11	齐峰新材	1.4	20	冠豪高新	-13.5
3	安妮股份	64.1	12	仙鹤股份	-2.1	21	民丰特纸	-22.2
4	凯恩股份	52.6	13	青山纸业	-2.6	22	晨鸣 B	-22.4
5	太阳纸业	48.7	14	山鹰纸业	-3.2	23	*ST 银鸽	-54.6
6	岳阳林纸	22.9	15	宜宾纸业	-3.8			
7	恒丰纸业	18.1	16	粤华包 B	-6.4			
8	荣晟环保	15.1	17	晨鸣纸业	-8.2			
9	华泰股份	5.7	18	松炀资源	-9.1			

来源: wind、中泰证券研究所

- **包装印刷板块:** 2019 年年初至 2020 年 4 月 30 日, 申万二级子版块包装板块累计上涨 19.9%。对比 38 家包装公司 2019 年年初至今涨跌幅来看, 业绩大幅提升的吉宏股份、参与新型烟草核心技术研发的集友股份、高端包装龙头裕同科技等表现优于大市。

**图表 12: 包装印刷板块 (SW 分类) 指数表现**


来源: wind、中泰证券研究所

**图表 13: 包装板块 (SW 分类) 2019 年初至今涨幅**


来源: wind、中泰证券研究所

图表 14: 38 家包装印刷企业股价 2019 年初至今涨跌幅 (截止 4 月 30 日)

排名	简称	2019 年初至今 涨跌幅 (%)	排名	简称	2019 年初至今 涨跌幅 (%)	排名	简称	2019 年初至今 涨跌幅 (%)
1	新通联	166.8	14	东港股份	21.9	27	万顺新材	-3.9
2	集友股份	115.4	15	大胜达	20.5	28	通产丽星	-4.4
3	吉宏股份	108.4	16	宝钢包装	18.6	29	康欣新材	-11.0
4	顺灏股份	65.7	17	劲嘉股份	17.9	30	新宏泽	-12.0
5	英联股份	59.3	18	京华激光	12.4	31	陕西金叶	-16.2
6	王子新材	52.7	19	美盈森	11.8	32	合兴包装	-17.0
7	永新股份	49.4	20	翔港科技	8.2	33	奥瑞金	-17.7
8	环球印务	40.9	21	东风股份	6.7	34	永吉股份	-22.0
9	嘉美包装	36.0	22	华源控股	5.7	35	滨海能源	-22.2
10	*ST 界龙	35.3	23	双星新材	5.5	36	昇兴股份	-26.4
11	裕同科技	34.5	24	海顺新材	2.4	37	盛通股份	-31.7
12	浙江众成	31.4	25	金时科技	-1.4	38	珠海中富	-50.2
13	紫江企业	23.3	26	鸿博股份	-2.2			

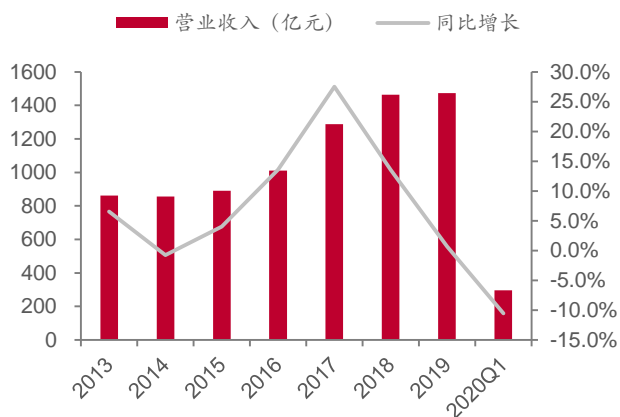
来源:wind、中泰证券研究所

## 造纸板块：龙头优势明显，未来首选文纸

### 业绩回顾：行业季节性回暖，利润增速探底回升

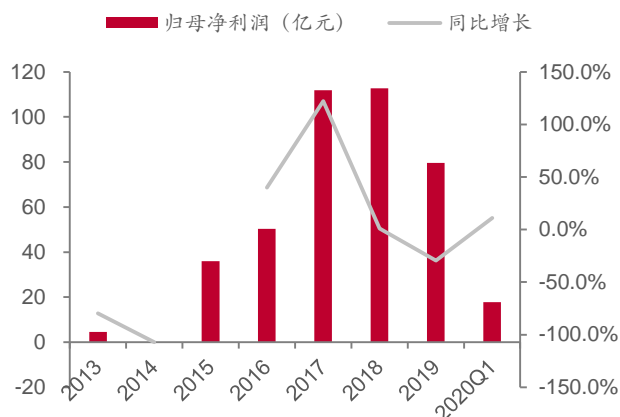
- 收入增速下行，利润逐步探底。2019 年造纸板块合计实现主营业务收入 1474 亿元，同比增长 0.7%；实现归母净利润 79.6 亿元，同比下滑 29.4%。分季度看，造纸板块自 2018Q2 开始的业绩下滑趋势 19Q3 开始略有好转。19Q3-19Q4 收入增速呈现恢复趋势。利润方面，19Q4-20Q1 板块均实现同比正增长。

图表 15: 造纸板块营收规模



来源: wind、中泰证券研究所

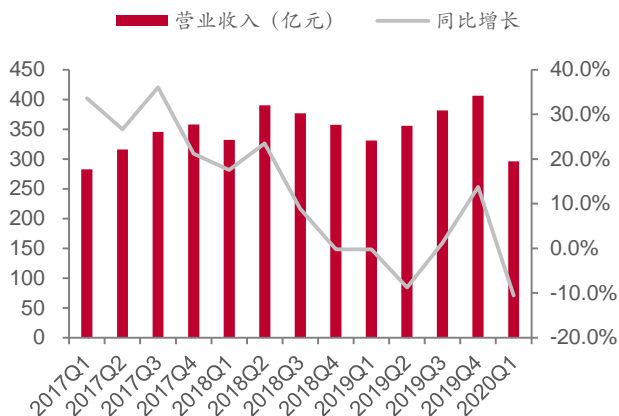
图表 16: 造纸板块归母净利润情况



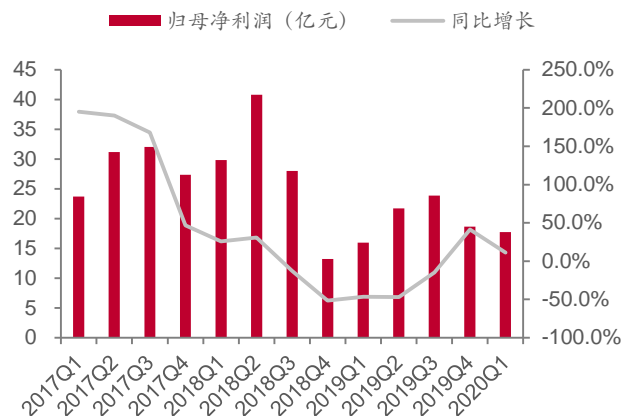
来源: wind、中泰证券研究所

图表 17: 单季度造纸板块营收规模

图表 18: 单季度造纸板块归母净利润情况



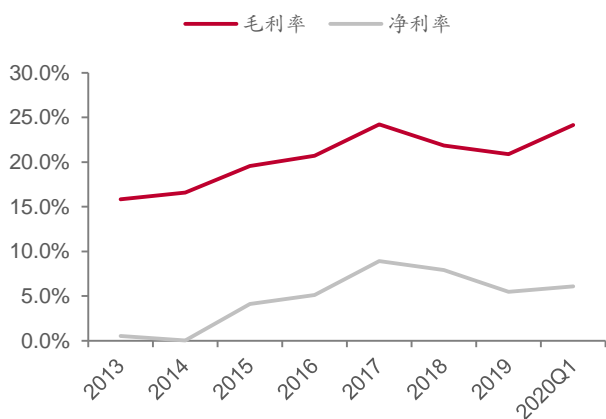
来源: wind、中泰证券研究所



来源: wind、中泰证券研究所

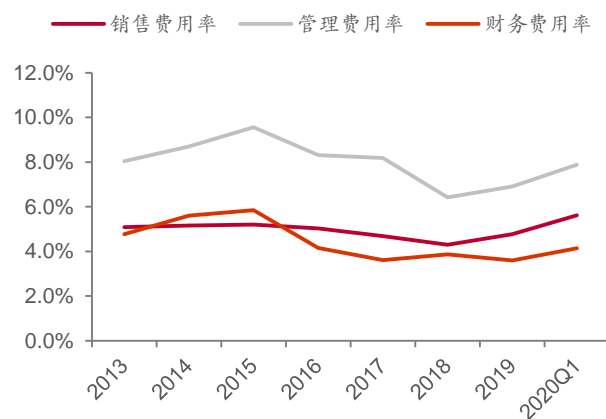
- **毛利率与净利率探底回升，费用率有所提升。**2019 年，造纸板块综合毛利率 20.9%，同比下降 1pct；净利率 5.5%，同比下降 2.4pct。20Q1 板块毛利率/净利率分别为 24.1%/6.1%。费用方面，2019 年板块三项费用率较 2018 年有所提升。其中销售费用率 4.8%，较 2018 年提升 0.5pct；管理费用（含研发费用）率 6.9%，较 2018 年提升 0.5pct；财务费用率 3.6%，较 2018 年下降 0.3pct。2020Q1 在营收下行环境下三费率有所攀升，销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 5.6%/7.9%/4.1%。

图表 19: 造纸板块整体毛利率和净利率



来源: wind、中泰证券研究所

图表 20: 造纸板块费用率情况



来源: wind、中泰证券研究所

### 标的表现回顾：文化纸跑赢板块，包装纸业绩承压

- **板块表现显著分化，文化纸跑赢板块。**从营业收入看，2019 年太阳纸业/博汇纸业/晨鸣纸业/山鹰纸业营收分别为 227.63/97.4/303.95/232.41 亿元，同比增长 4.57%/16.79%/5.26%/-4.62%，造纸板块整体营收增速为 0.7%，文化纸龙头博汇纸业/晨鸣纸业增速更高，包装纸龙头山鹰纸业营收下滑；从归母净利润看，2019 年太阳纸业/博汇纸业/晨鸣纸业/山鹰纸业归母净利润分别为 21.78/1.34/16.57/13.62 亿元，同比增长 -2.66%/-47.4%/-34%/-57.48%，造纸板块整体归母净利润增速为 -29.4%，山鹰纸业归母净利润下滑最多。分季度来看，2019 年下半年及 2020Q1

文化纸企业业绩明显好转，包装纸则继续走低。

图表 21：造纸行业龙头企业收入与归母净利润单季度增长趋势

公司	主营业务收入增长率 (%)								
	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
太阳纸业	14.29	26.76	12.51	9.06	8.13	-1.97	-0.20	12.43	1.86
博汇纸业	-15.88	31.25	-10.22	-26.31	26.42	-29.23	20.05	67.96	20.09
晨鸣纸业	15.42	11.16	-2.92	-28.64	-14.94	-13.49	9.12	55.70	-1.21
山鹰纸业	60.60	59.89	21.56	26.41	-3.74	-8.90	-0.33	-5.00	-26.47
造纸	17.52	23.50	8.91	-0.22	-0.24	-8.77	1.30	13.75	-10.57

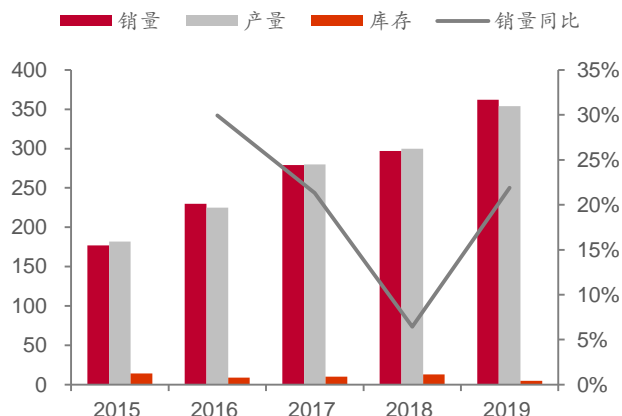
公司	归母净利润增长率								
	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
太阳纸业	40.14	40.63	14.82	-32.92	-38.34	-17.18	4.37	58.93	40.97
博汇纸业	4.01	-0.87	-52.17	-203.08	-40.30	-95.50	-94.49	98.68	51.41
晨鸣纸业	11.39	-3.92	-27.90	-97.29	-95.12	-52.94	-19.89	1953.67	430.55
山鹰纸业	39.85	179.80	1.08	51.92	-24.33	-57.56	-34.63	-95.77	-49.69
造纸	25.84	30.86	-12.56	-51.69	-46.44	-46.79	-14.84	41.24	10.95

来源:wind、中泰证券研究所

#### 企业扩张分析：龙头加速扩张，市占率提升助力长期 $\alpha$ 兑现

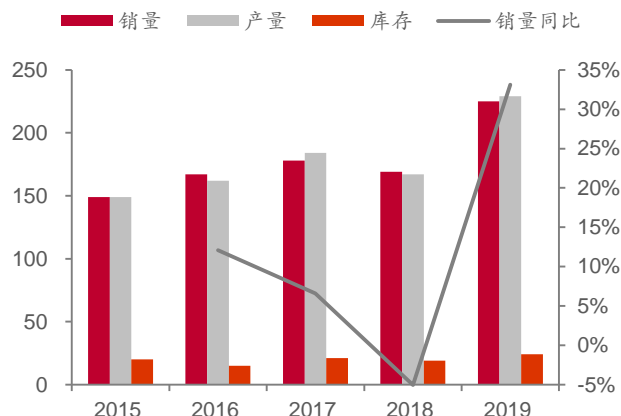
- **行业龙头加速产能扩张。**近几年行业龙头均加码产能布局，太阳纸业布局山东、老挝、广西三大生产基地，补齐工厂布局战略位置上的短板；山鹰纸业目前投产造纸基地 7 个，湖北、广东在建 3 个；博汇纸业高档牛皮箱板纸项目、高强瓦楞纸项目及江苏博汇高档包装纸板项目于 2019 年下半年陆续试机投产；晨鸣纸业 2018 年投产寿光美伦 51 万吨高档文化纸项目。从销量数据看，龙头销量均有提升，其中太阳纸业和山鹰纸业近年扩张节奏居前

图表 22：太阳纸业产销存情况及销量增速（万吨）



来源：公司公告、中泰证券研究所

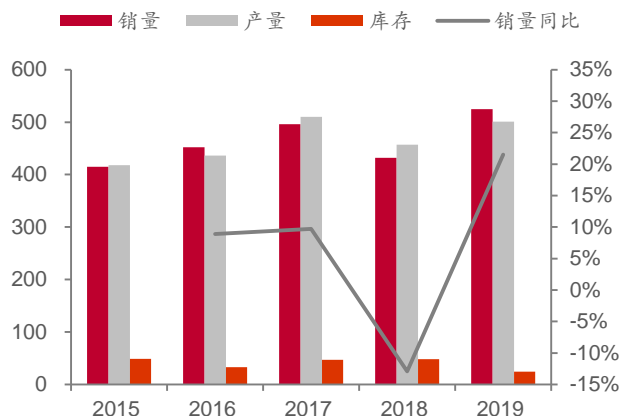
图表 23：博汇纸业产销存情况及销量增速（万吨）



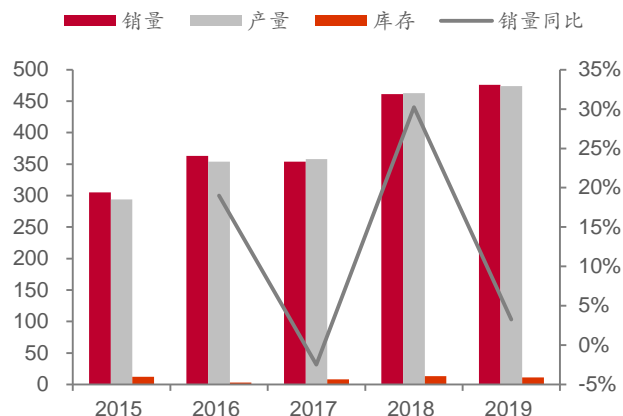
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 24：晨鸣纸业产销存情况及销量增速（万吨）

图表 25：山鹰纸业产销存情况及销量增速（万吨）



来源：公司公告、中泰证券研究所

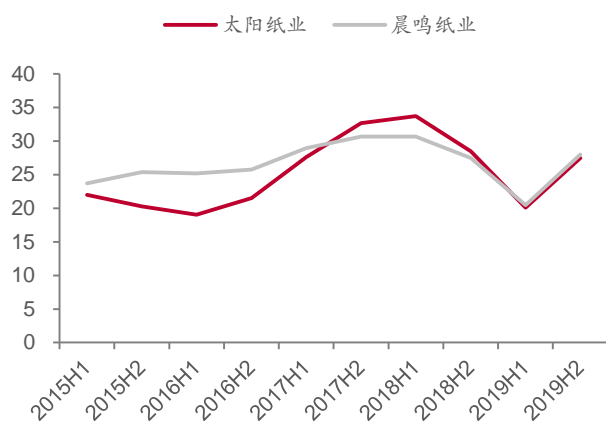


来源：公司公告、中泰证券研究所

### 盈利能力分析：文化纸下半年显著好转，包装纸亦小幅回暖

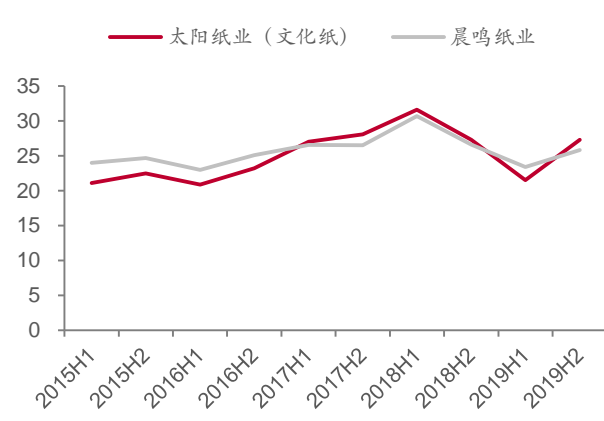
- **2019 年下半年毛利率普遍提升。**文化纸价格 2019 年上半年跌幅明显，下半年企稳回升。2019 年双胶纸市场均价 6008 元/吨，同比下滑 13.28%；铜版纸市场均价 5595 元/吨，同比下跌 19.2%；2019H1 双胶纸/铜版纸均价分别为 5998/5595 元/吨，下半年双胶纸价格略有回升。成本端，2019 年阔叶浆/针叶浆均价 5353/5187 元/吨，同比下跌 15.32%/23.93%，2019H1 阔叶浆/针叶浆均价 5860/5591 元/吨，下半年原材料价格跌幅扩大，助力毛利率大幅改善。包装纸方面，2019 年箱板纸/瓦楞纸均价 4161/3321 元/吨，同比下跌 15.15%/18.38%，2019H1 箱板纸/瓦楞纸均价 4341/3482 元/吨，纸价下半年继续下行。成本端，2019 年国废黄板纸价格 2193 元/吨，同比下跌 18.05%，2019H1 价格 2292 元/吨，下半年废纸价格同步下探，对冲了纸价下行压力。从报表情况看，下半年各纸种毛利率均有回暖，其中双胶纸/铜版纸升幅明显。

图表 26：太阳纸业/晨鸣纸业铜版纸毛利率 (%)



来源：公司公告、中泰证券研究所

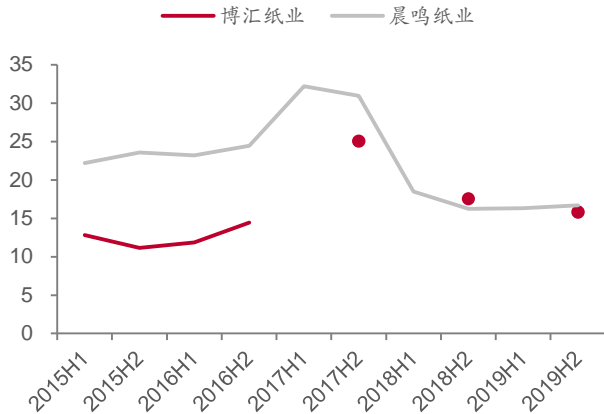
图表 27：太阳纸业/晨鸣纸业双胶纸毛利率 (%)



来源：公司公告、中泰证券研究所

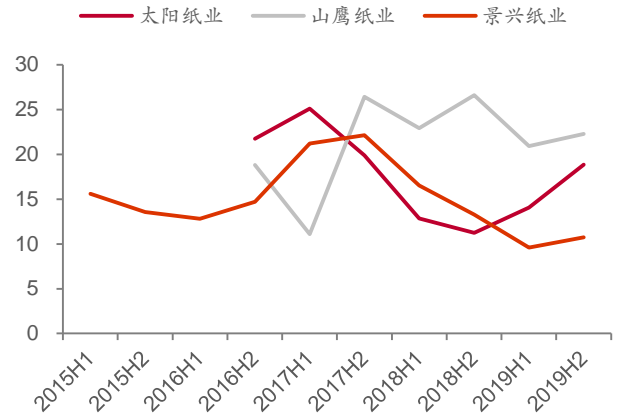
图表 28：博汇纸业/晨鸣纸业白卡纸毛利率 (%)

图表 29：太阳/山鹰/景兴箱板纸毛利率 (%)



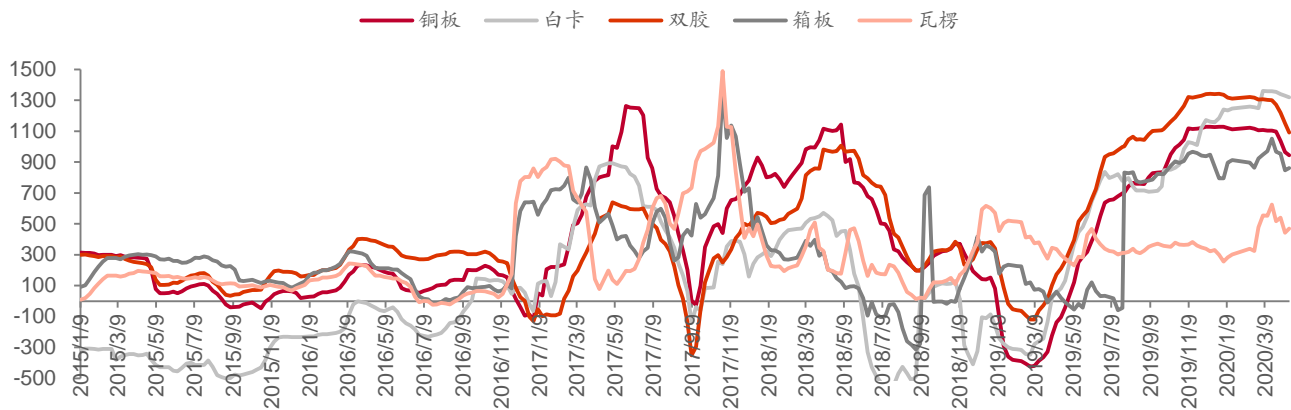
来源：公司公告、中泰证券研究所

注：博汇纸业白卡纸毛利率从2017年开始为年报披露



来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 30：铜板/白卡/双胶/箱板/瓦楞纸种吨盈变化情况（元/吨）**



来源：卓创资讯、中泰证券研究所

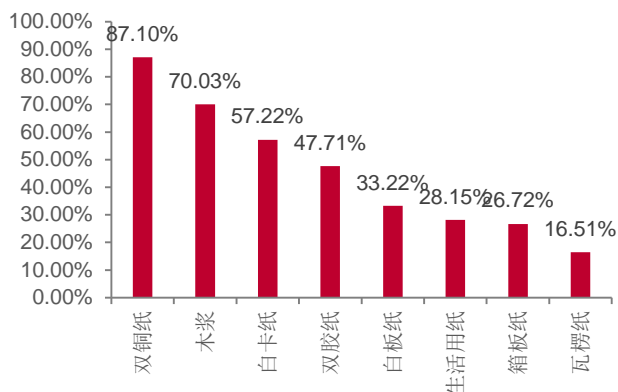
### 格局展望：文化纸格局更优，包装纸关注需求变化

- **文化纸 CR4 更高，协同效应强。**铜版纸、白卡纸、双胶纸 CR4 显著高于包装纸，又因下游需求偏刚性，故而龙头企业协同效应有助于形成价格支撑。通常在行业淡季，文化纸价格较包装纸表现更为坚挺。
- **文化纸开工情况较好。**文化纸由于下游行业需求偏刚性且主要以内销为主，消费量相对较为稳健。在疫情背景下，2020Q1 白卡纸开工率也始终维持在 80%以上，3 月甚至达到 90%，可见下游需求依然强劲。

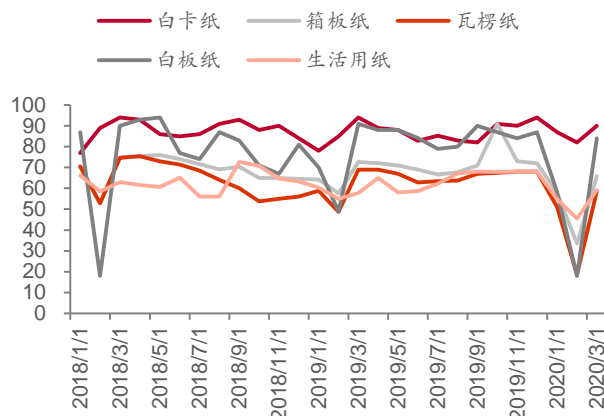
**图表 31：分纸种行业 CR4 情况**

**图表 32：各类纸种开工率情况（%）**





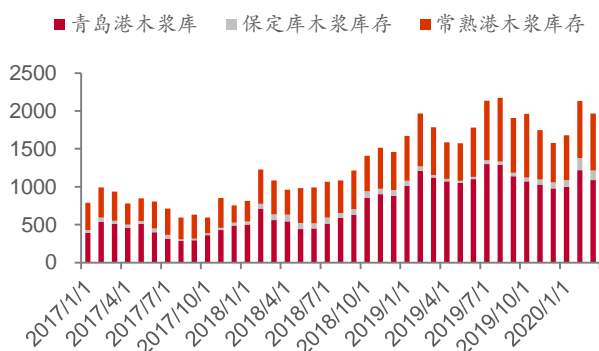
来源：卓创资讯、中泰证券研究所



来源：卓创资讯、中泰证券研究所

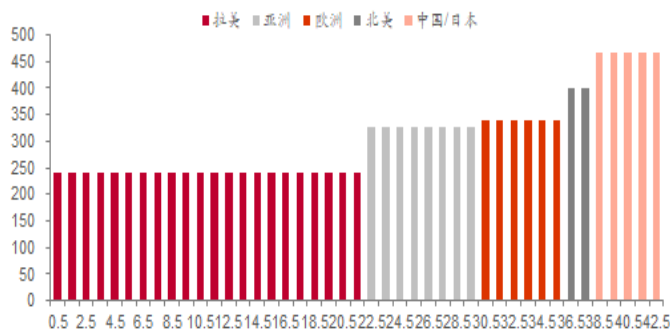
- 浆价预计低位震荡，文化纸成本预期稳定。一方面，青岛/保定/常熟三港木浆库存处于历史高位；另一方面，全球第一大商品阔叶浆生产商 Suzano（占全球商品阔叶浆总供给量的 30%）未来发展战略以降成本和扩张为主，浆价难有提升。从行业同比情况看，Suzano 所处的拉美地区森林资源丰富，现金成本大幅低于全球其他地区，通过坚持不减产的策略在浆价下跌趋势下实现份额提升是有效的战略手段，公司的现金成本和盈利状况足以支持这一战略选择。

图表 33：各港口木浆库存（千吨）



来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 34：全球阔叶浆生产资金成本



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 35：Suzano 产能迁移计划



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 36：Suzano 产能扩张计划

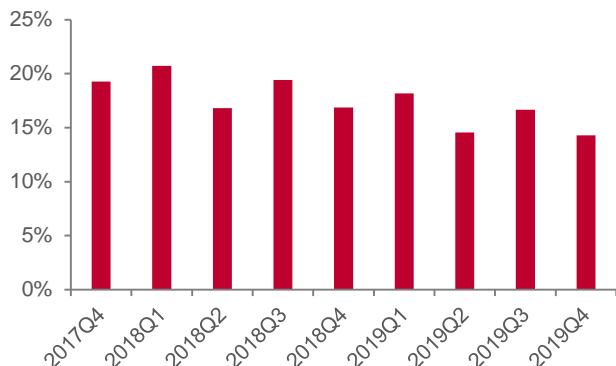


来源：公司公告、中泰证券研究所

- 欧美疫情发酵间接影响包装纸需求。我国商品出口金额占 GDP 比重依

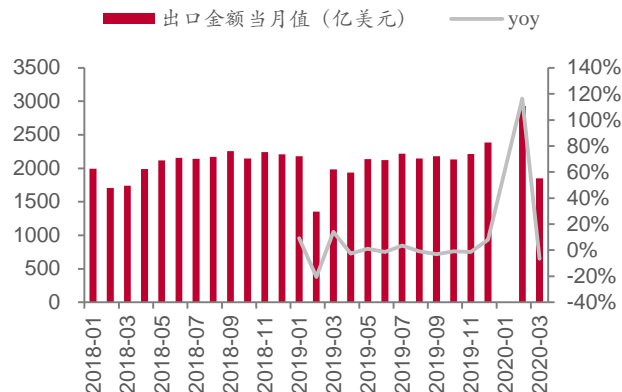
然较高，2019Q4 商品出口额占 GDP 比重为 14.3%，海外疫情发酵使 2020 年 3 月出口金额锐减，同比下降 6.6%，相比于 2 月下降 36.8%。海外疫情影响出口可间接传导至包装行业需求。

图表 37：商品出口占 GDP 比重



来源：国家统计局、中泰证券研究所

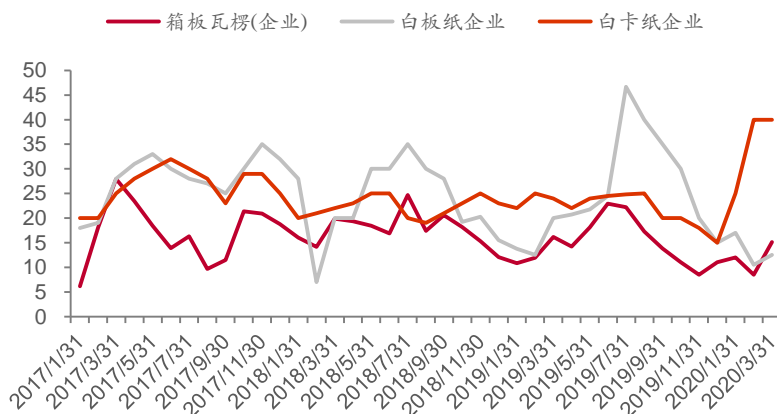
图表 38：出口金额及变动



来源：wind、中泰证券研究所

- 包装纸库存依然偏高。箱板/瓦楞纸在经历 2019 年去库存阶段后 2020 年 3 月再次回升到 2019 年 8、9 月水平。

图表 39：箱板瓦楞/白板纸/白卡纸企业库存（天）



来源：卓创资讯、中泰证券研究所

- 关注后续经济刺激政策及限废政策催化。2020Q1 我国 GDP 同比下降 6.8%，这是我国开展季度 GDP 核算工作以来首次出现同比下降。虽然央行不可能再次“大水漫灌”，但是当前经济下行压力不断加大，为应对疫情冲击，货币政策有望持续宽松，关注经济复苏过程中需求反转可能。政策方面，2020 年限废政策落地预计影响原材料可得性，一方面拥有纤维来源的龙头企业有望巩固成本优势，另一方面需求若有复苏，原材料价格上行或将助力成品纸价格上涨。

图表 40：废纸流向模型及平衡条件（万吨）

X (横)/Y (纵)	0.95	1	1.05	1.1	1.15	1.2	1.25
78%	1020	1320	1620	1920	2220	2520	2820
80%	900	1200	1500	1800	2100	2400	2700
82%	780	1080	1380	1680	1980	2280	2580
84%	660	960	1260	1560	1860	2160	2460
86%	540	840	1140	1440	1740	2040	2340
88%	420	720	1020	1320	1620	1920	2220
90%	300	600	900	1200	1500	1800	2100

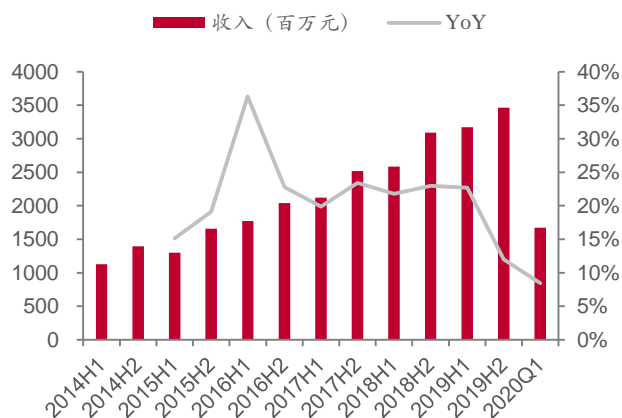
来源：中泰证券研究所

## 生活用纸：中顺洁柔优于同行，行业成长逻辑延续

业绩回顾：中顺洁柔收入显著优于大市，盈利能力均有回升

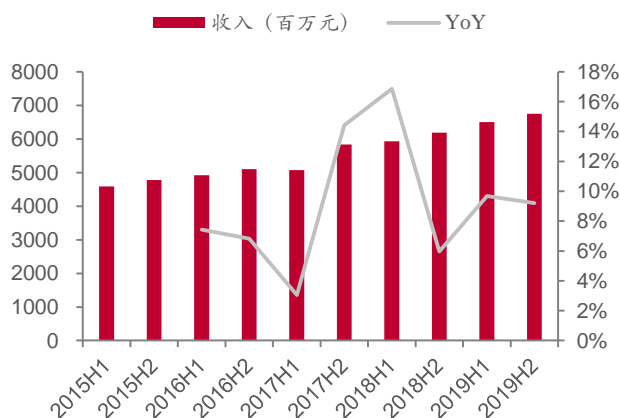
- **收入端：中顺洁柔势头迅猛，恒安金红叶下半年增速恢复。**从生活用纸前四家企业业绩对标看（恒安、维达仅取生活用纸业务收入），中顺洁柔营收增长最为迅猛，2019 年营收同比增长 16.8%，其中上下半年分别同比增长 22.7%/12%；而维达、恒安、金红叶 2019H1 收入分别同比增长 9.7%、7.4%和 4.5%，2019H2 分别增长 9.2%、17.2%和 8.2%。恒安和金红叶下半年收入同比增速均呈现加速趋势。2020Q1 中顺洁柔收入逆势增长 8.5%，而金红叶则同比下降 25.6%。

图表 41：中顺洁柔收入及变动趋势



来源：公司公告、中泰证券研究所

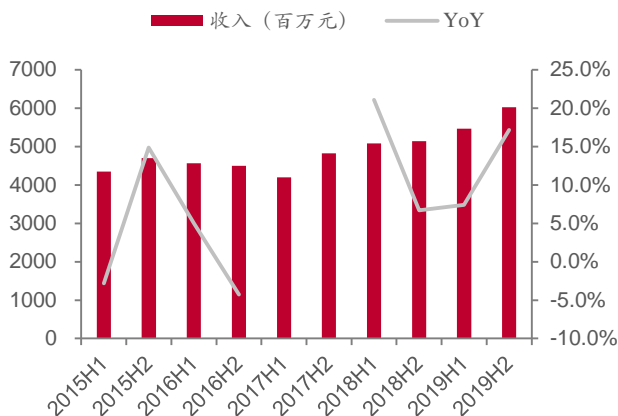
图表 42：维达国际收入及变动趋势



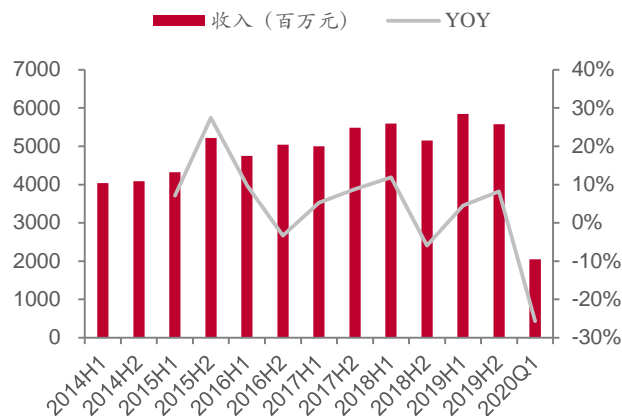
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 43：恒安国际收入及变动趋势

图表 44：金红叶收入及变动趋势



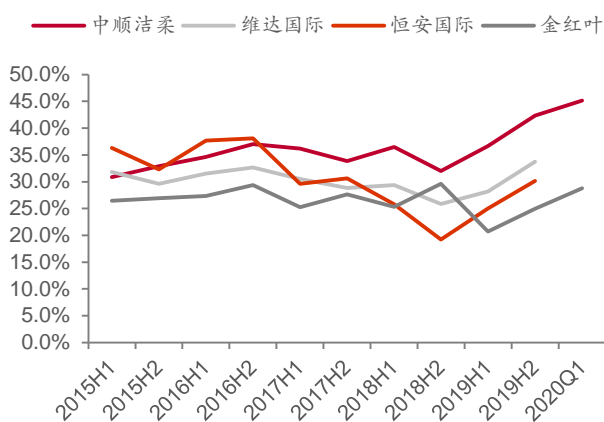
来源：公司公告、中泰证券研究所



来源：公司公告、中泰证券研究所

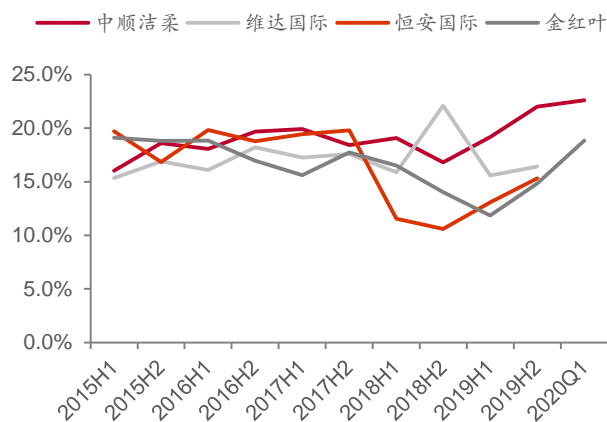
- 下半年毛利率显著改善，销售投入同步增强。从毛利率走势看，2019年木浆价格下跌使得前四大品牌普遍受益，2019H2 中顺洁柔毛利率达到 42.3%，并在 20Q1 继续攀升至 45.1%，高端产品战略推进成效显著；2019H2 洁柔、维达、恒安、金红叶毛利率较 2019H1 分别改善 5.6pct、5.5pct、5.1pct 和 4.2pct。由于毛利率大幅提升，企业普遍选择提升销售费用以争抢终端份额，2019H2 洁柔、维达、恒安、金红叶销售费用率较 2019H1 分别提升 2.8pct、2.3pct、0.8pct 和 3pct。

图表 45：前四家生活用纸企业毛利率对比



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 46：前四家生活用纸企业销售费用率对比



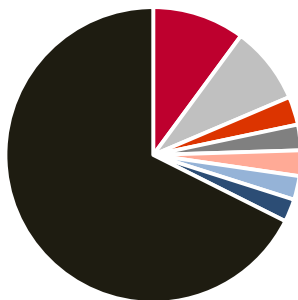
来源：公司公告、中泰证券研究所

### 行业竞争格局：快速消费品优质赛道，白马标的孵化温床

- 生活用纸是快速消费品中竞争格局相对较好的品种。上世纪 80 年代开始，宝洁、联合利华等国际快消品巨头逐步开拓中国市场，因产品属性上较为先进，营销能力远远领先于国内企业，这些公司旗下的品牌一度风靡国内市场。因此时至今日国际快消巨头在国内市场依然拥有很高的市占率。例如我国化妆品市场前五大企业均为欧美企业。纸品方面，卫生巾和纸尿裤市场也主要由国际品牌领跑。但生活用纸在快消行业属于例外，前四家企业中，恒安、维达、洁柔均来自国内，国际巨头涉足较少使得国内生活用纸龙头拥有更好的市场扩张机遇。

图表 47: 我国化妆品行业市占率

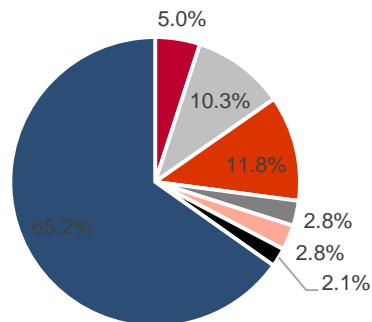
■ 宝洁 ■ 欧莱雅 ■ 资生堂 ■ 高露洁  
■ 联合利华 ■ 上海上美 ■ 雅诗兰黛 ■ 其他



来源: Euromonitor, 中泰证券研究所

图表 48: 我国卫生巾市场行业市占率

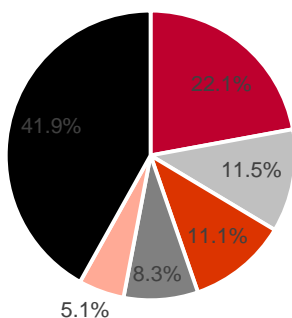
■ 宝洁 ■ 尤妮佳 ■ 恒安 ■ 王国医疗 ■ 金佰利 ■ 花王 ■ 其他



来源: Euromonitor, 中泰证券研究所

图表 49: 我国纸尿裤行业市占率

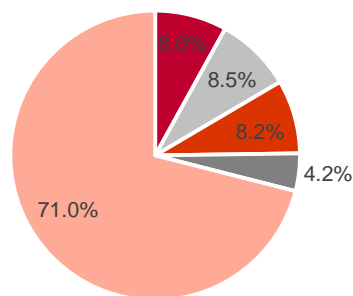
■ 宝洁 ■ 金佰利 ■ 花王 ■ 尤妮佳 ■ 恒安 ■ 其他



来源: Euromonitor, 中泰证券研究所

图表 50: 我国生活用纸行业市占率

■ APP ■ 恒安 ■ 维达 ■ 洁柔 ■ 其他

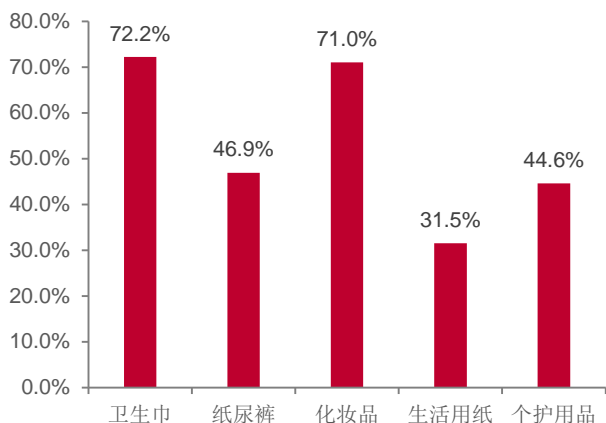


来源: Euromonitor, 中泰证券研究所

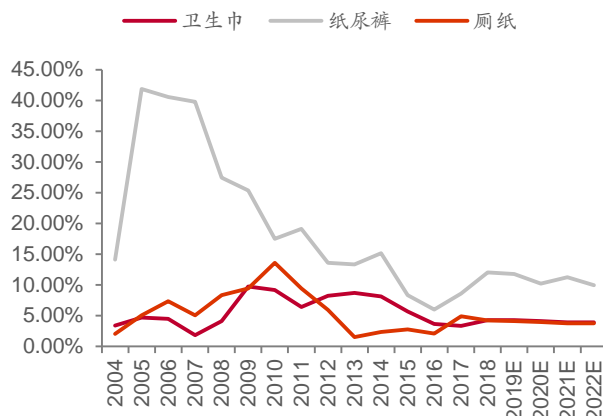
- **国际巨头涉足不深, 催生国内品牌的发展良机。**我们认为, 过去十几年, 国际巨头未深度渗透生活用纸领域的核心原因在于: 1) 相较化妆品、个护用品、卫生巾、纸尿裤而言, 生活用纸并不具备高毛利率的特征。2017 年国内上市公司毛利率均值为 31.5%, 远落后于其他快速消费品品类。2) 生活用纸不具备类似纸尿裤的高增长潜力。相对而言, 我国生活用纸的市场规模增速与 GDP 节奏相关性较高, 没有纸尿裤在 21 世纪初产品导入期的行业扩容势头。因此, 国际巨头切入中国市场时, 并未将生活用纸作为重点。因此, 生活用纸成为了快速消费品中国内企业成长格局较好的领域。同时我们认为, 假以时日, 生活用纸行业同样有望成为龙头企业的孵化温床。

图表 51: 快速消费品各子行业毛利率 (2017 年)

图表 52: 我国卫生巾、纸尿裤与生活用纸行业增速



来源：公司公告，中泰证券研究所



来源：Euromonitor,、中泰证券研究所

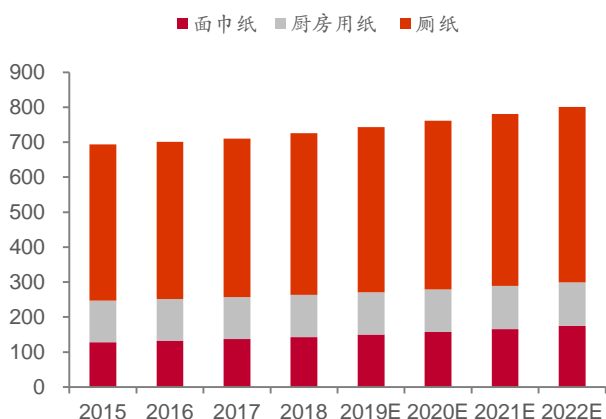
- **行业规模：2030 年有望达到 2700 亿元。**按照生活用纸市场规模=总人口\*人均用量\*单价的测算模式，我们假设 2019-2030 年我国总人口每年增长 0.5%；人均用量每年增长 6%，并以 3 年下降 1pct 的节奏计算增速；单吨价格假设每年增长 2%。测算 2030 年我国生活用纸市场规模约 2712 亿元。

图表 53：我国生活用纸行业规模测算

项目	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2025	2030
总人口（万人）	136072	136782	137462	138271	139008	139538	140236	140937	144496	148144
人均用量（kg）	4.4	4.7	5.2	5.7	6.1	6.4	6.8	7.2	9.2	10.9
消费量（万吨）	599	643	715	788	851	896	955	1017	1331	1613
单吨价格（元）	12,871	12609	12350	12544	13000	13260	13525	13795	15231	16816
市场规模（亿元）	771	811	883	989	1106	1189	1292	1403	2027	2712

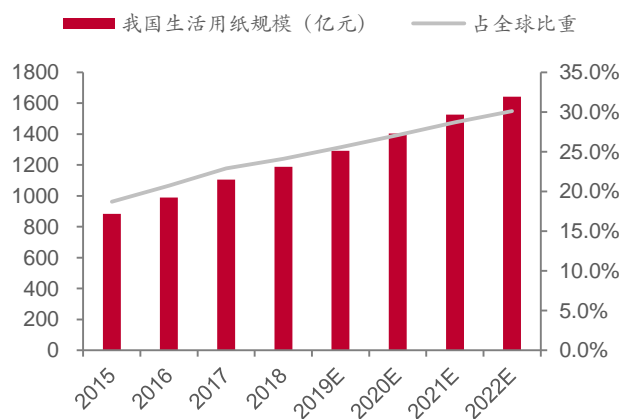
来源：wind、中泰证券研究所

图表 54：全球生活用纸行业规模（亿美元）



来源：Euromonitor, 中泰证券研究所

图表 55：我国生活用纸占全球比重



来源：Euromonitor,、中泰证券研究所

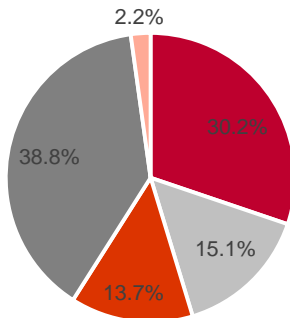
- **行业集中度：提升在路上。**从行业内格局来看，美国市场生活用纸集中度远高于国内市场，金佰利、宝洁、科氏工业三家在厕纸市场瓜分了 59% 的份额，在纸巾市场占有率则达到 61.2%。我们认为，随着我国经济的发展，对生活品质要求的提升将逐步带动消费者的品牌诉求增强，龙头



企业的集中度有较大的提升空间，若未来我国生活用纸行业能够达到类似美国市场的集中度，则前四家头部品牌中，有望实现 20% 以上的市场占有率。

图表 56: 美国厕纸 CR3 达到 59%

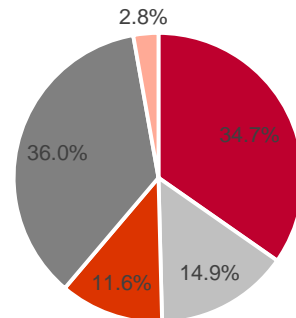
■ 金佰利 ■ 宝洁 ■ 科氏工业 ■ 自有品牌 ■ 其他



来源：尼尔森、中泰证券研究所

图表 57: 美国纸巾 CR3=61.2%

■ 宝洁 ■ 科氏工业 ■ 金佰利 ■ 自有品牌 ■ 其他

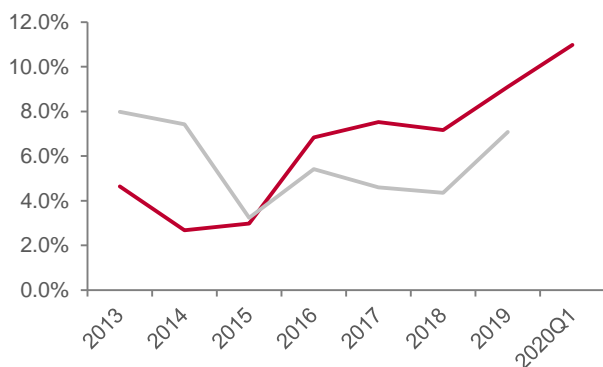


来源：尼尔森、中泰证券研究所

- **盈利能力：中长期格局改善有望带动盈利能力回暖。**对标美国消费品龙头企业和国内生活用纸企业营业开支情况发现，美国消费品龙头，如宝洁、金佰利等，伴随行业格局逐步企稳和竞争形势好转，企业营业开支/营业收入比重均有企稳回升甚至下行趋势。但近年来，国内生活用纸行业处于竞争较为激烈的市场环境中，企业费用支出均有增加。为争夺营销和渠道资源，企业的费用率提升压缩着盈利能力，但中长期我们认为改善空间较为明显。长期来看，生活用纸行业有望实现 7%-8% 的稳态净利率。

图表 58: 维达与洁柔净利率对比

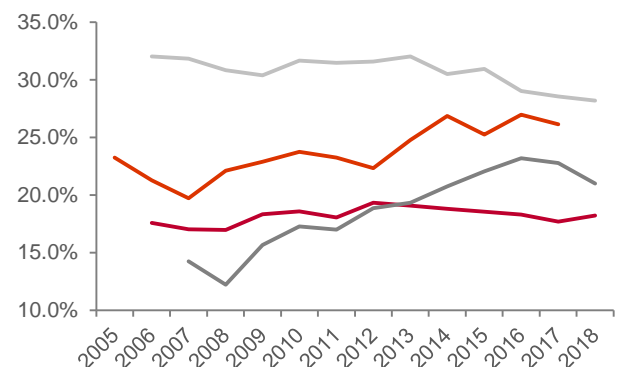
— 中顺洁柔 — 维达国际



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 59: 中美快消品龙头营业支出/营业收入对比

— 金佰利 — 宝洁 — 恒安 — 维达

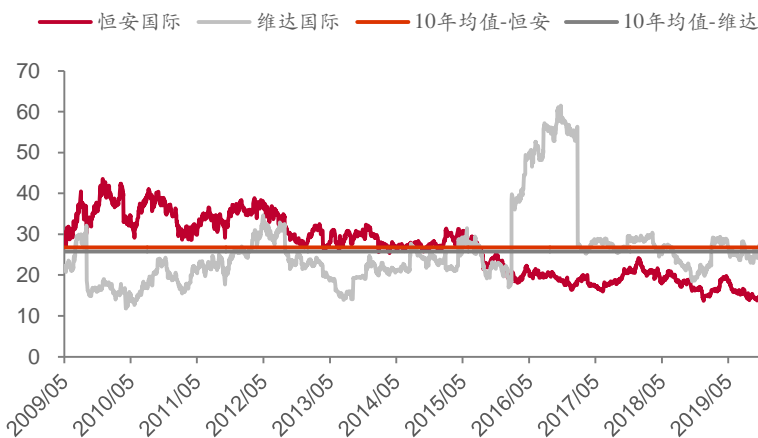


来源：公司公告、中泰证券研究所

- **龙头呼之欲出，长线成长可期。**根据我们对生活用纸行业长期市场空间和市占率的判断，我们认为长线生活用纸行业有望出现数个 500 亿年营业收入的公司，若按 8% 净利率测算，有望实现 40 亿年度净利润。估值方面，恒安、维达近 10 年 PE (TTM) 均在 25X 以上，即使参考恒安在企业成熟后估值中枢下移的水平，长线稳态估值也应在 20X 左右。因此

我们判断，生活用纸行业中长期有望诞生 800 亿市值的企业。若考虑新拓展业务，则行业有望孵化千亿市值企业。

图表 60：恒安、维达近 10 年 PE (TTM) 趋势

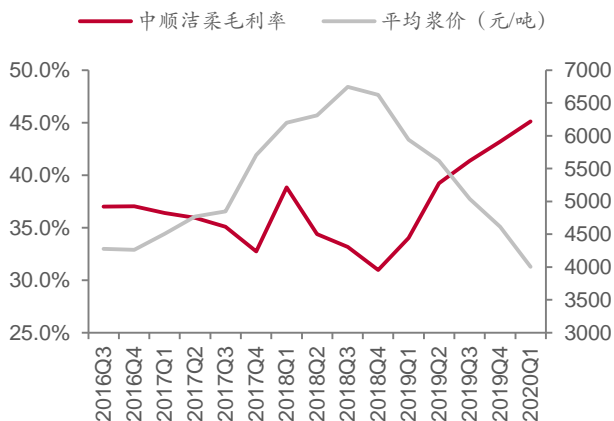


来源：wind、中泰证券研究所

#### 成本视角：浆价下行，利好短期成本压力释放

- 浆价超预期下跌，提升投资安全边际。对于生活用纸行业而言，由于行业品牌分散，企业议价权相对有限，因此成本上行通道中企业较难实现向下游的传导，故而企业毛利率与木浆价格呈现反向关系。当前浆价超预期下跌，利好生活用纸成本压力释放，为公司业绩提供了安全边际。

图表 61：中顺洁柔毛利率与浆价存在反向关系



来源：wind、中泰证券研究所

图表 62：中顺洁柔生活用纸毛利率敏感性 (2019)

产品		卷纸	非卷纸
收入		100%	100%
成本	阔叶浆	33.4%	24.0%
	针叶浆	15.7%	11.3%
	其他	20.5%	21.5%
毛利率		30.5%	43.2%
木浆成本占营收比重		49.1%	35.3%
浆价对毛利率敏感性		0.44	

来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 63：中顺洁柔卷纸和非卷纸毛利率弹性测算 (以 19 年毛利率为基数)

卷纸：

浆价/汇率	-6%	-4%	-2%	0	2%	4%	6%
-15%	40.4%	39.5%	38.7%	37.9%	37.0%	36.2%	35.4%
-10%	38.0%	37.2%	36.3%	35.4%	34.5%	33.6%	32.8%
-5%	35.7%	34.8%	33.9%	32.9%	32.0%	31.1%	30.2%
0%	33.4%	32.5%	31.5%	<b>30.5%</b>	29.5%	28.5%	27.6%
5%	31.1%	30.1%	29.1%	28.0%	27.0%	26.0%	25.0%
10%	28.8%	27.7%	26.7%	25.6%	24.5%	23.4%	22.4%
15%	26.5%	25.4%	24.3%	23.1%	22.0%	20.9%	19.8%

非卷纸：

浆价/汇率	-6%	-4%	-2%	0	2%	4%	6%
-15%	50.3%	49.7%	49.1%	48.5%	47.9%	47.3%	46.7%
-10%	48.6%	48.0%	47.4%	46.7%	46.1%	45.5%	44.8%
-5%	47.0%	46.3%	45.6%	45.0%	44.3%	43.6%	43.0%
0%	45.3%	44.6%	43.9%	43.2%	42.5%	41.8%	41.1%
5%	43.7%	42.9%	42.2%	41.4%	40.7%	40.0%	39.2%
10%	42.0%	41.2%	40.5%	39.7%	38.9%	38.1%	37.3%
25%	37.0%	36.2%	35.3%	34.4%	33.5%	32.6%	31.7%

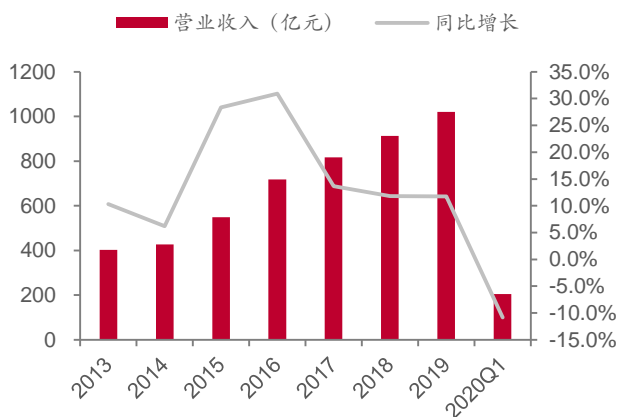
来源：公司公告、中泰证券研究所

## 包装印刷：龙头业务多元化，关注箱板瓦楞包装筑底可能

业绩回顾：19 年收入利润齐增长，20Q1 有所承压

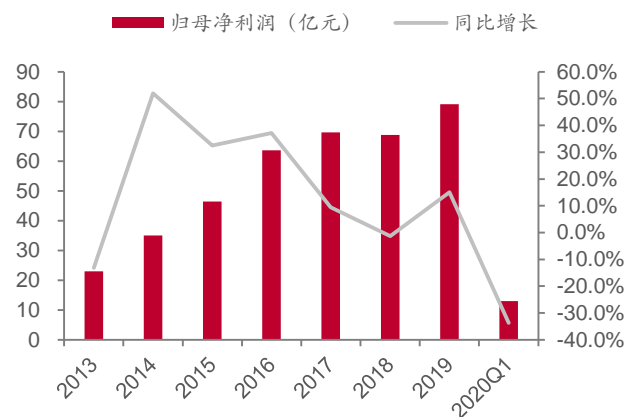
- 业绩总体稳健，20Q1 略有承压。2019 年包装板块实现主营业务收入 1020 亿元，同比增长 11.7%；实现归母净利润 79.1 亿元，同比上升 15.1%。分季度看，19Q2 起板块业绩增速实现连续三个季度的修复，19Q4 收入/利润同比增速分别达到 16.7%/83.1%。20Q1 板块收入/利润分别同比下滑 10.9%/33.7%。

图表 64：包装印刷板块营收规模



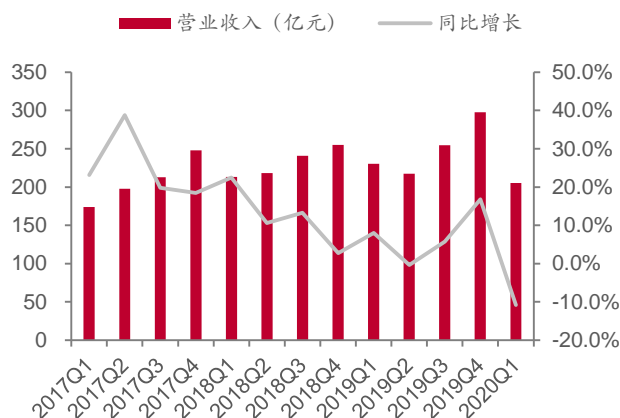
来源：wind、中泰证券研究所

图表 65：包装印刷板块归母净利润情况



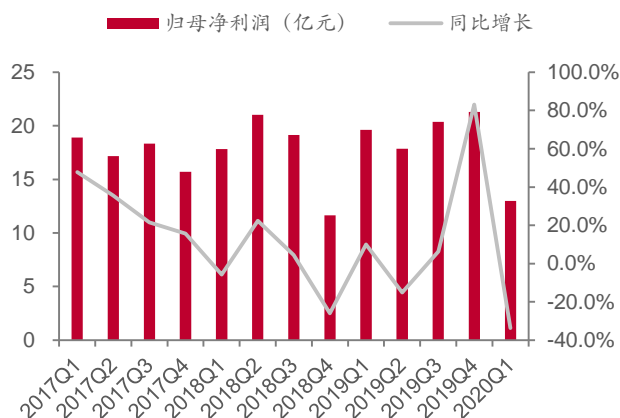
来源：wind、中泰证券研究所

图表 66：单季度包装印刷板块营收规模



来源：wind、中泰证券研究所

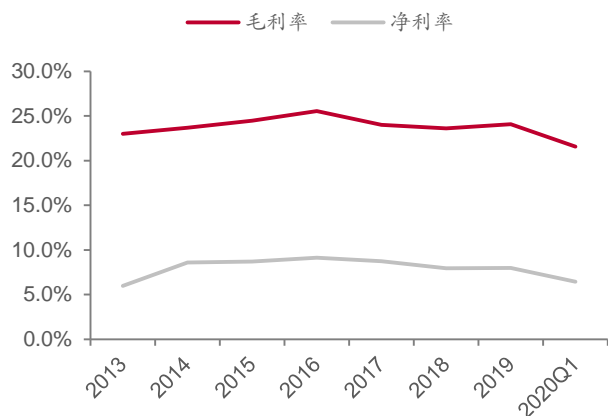
图表 67：单季度包装印刷板块归母净利润情况



来源：wind、中泰证券研究所

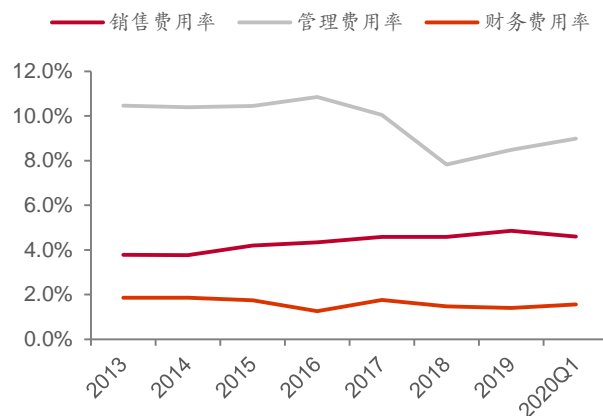
- **毛利率同比小幅提升，费用支出小幅提升。**2019 年包装板块毛利率 24.1%，同比提升 0.5pct；净利率 8%，同比提升 0.1pct。20Q1 板块毛利率/净利率分别为 21.6%/6.5%。费用率方面，2019 年销售费用率 4.9%，同比提升 0.3pct；管理费用（含研发费用）率 8.5%，同比提升 0.7pct；财务费用率 1.4%，同比下降 0.1pct。20Q1 销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 4.6%/9%/1.6%。

图表 68：包装印刷板块整体毛利率和净利率



来源：wind、中泰证券研究所

图表 69：包装印刷板块费用率情况



来源：wind、中泰证券研究所

#### 标的表现回顾：板块表现显著分化，纸价下行板块红利仍存

- **板块表现显著分化，高端包装表现较好。**从板块龙头标的业绩表现看，高端纸包装龙头裕同科技、劲嘉股份收入/利润在 2019 年均有不俗表现，2020Q1 业绩增速也优于板块平均值。但箱板瓦楞包装龙头合兴包装则连续四个季度出现收入负增长。我们认为包装板块的分化表现或与宏观经济存在关联性，一方面消费升级趋势延续，使得高端烟酒、3C 包装需求维持旺盛，另一方面普通消费品则面临更大的竞争压力，同时出口端承压对行业整体需求有一定影响。

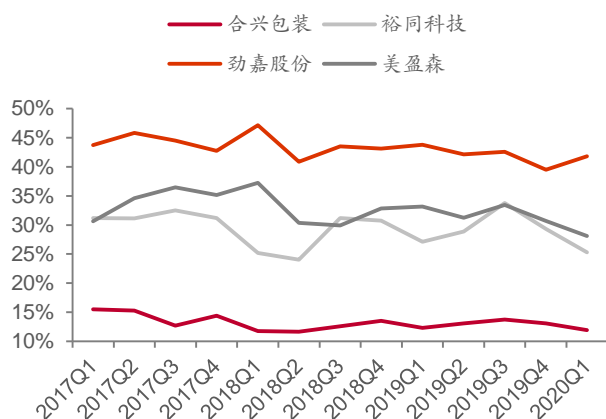
**图表 70：包装印刷行业龙头企业收入与归母净利润单季度增长趋势**

公司	主营业务收入增长率								
	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
合兴包装	76.10%	100.57%	89.57%	-9.26%	8.24%	-18.15%	-15.96%	-6.09%	-32.87%
裕同科技	16.18%	31.46%	16.40%	28.88%	10.54%	13.59%	22.79%	12.01%	2.14%
劲嘉股份	8.08%	18.84%	13.34%	17.90%	24.08%	7.53%	32.76%	10.76%	-10.12%
美盈森	22.56%	8.01%	18.74%	7.94%	4.18%	1.93%	1.06%	9.85%	-24.32%
包装印刷	22.47%	10.55%	13.23%	2.77%	8.00%	-0.40%	5.78%	16.74%	-10.86%

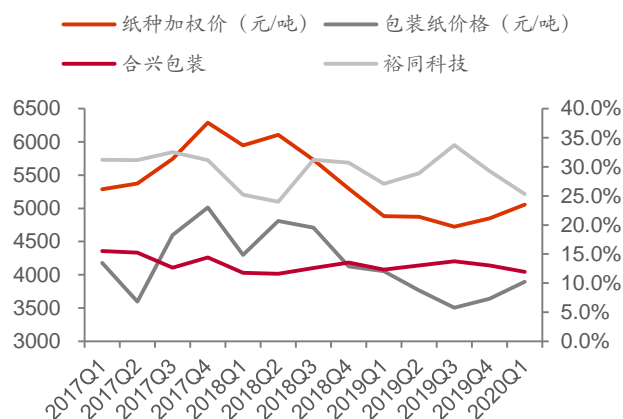
公司	归母净利润增长率								
	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
合兴包装	60.58%	791.35%	127.22%	-745.7%	17.47%	4.95%	-1.98%	42.92%	-46.17%
裕同科技	-14.14%	-14.88%	-7.81%	25.63%	10.69%	11.81%	13.00%	8.33%	-7.86%
劲嘉股份	21.09%	30.52%	25.80%	29.37%	21.81%	23.71%	24.76%	13.14%	-17.09%
美盈森	56.74%	0.18%	14.71%	7.75%	2.32%	-12.15%	15.53%	115.56%	-45.80%
包装印刷	-5.66%	22.34%	4.53%	-25.90%	9.95%	-15.10%	6.30%	83.13%	-33.72%

来源:wind、中泰证券研究所

- **纸价下行，行业龙头毛利率普遍提升。**从企业毛利率情况看，2019 年随着纸价下行，包装企业成本压力释放带来毛利率普遍提升，在 19Q3 纸价洼地，企业毛利率普遍出现阶段性小高峰。而从更长维度复盘看，裕同科技毛利率与加权纸价（铜版、双胶、白卡、箱板瓦楞均价）以及合兴包装毛利率对包装纸均价均呈现反相关关系。作为原材料占成本比重较高的行业（2019 年裕同科技、合兴包装原材料占成本比重分别为 57.6% 和 85.9%），纸价对企业盈利能力的边际影响持续存在。

**图表 71：包装龙头企业单季度毛利率情况**


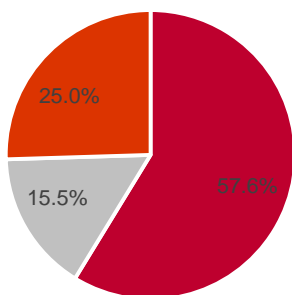
来源: wind、中泰证券研究所

**图表 72：裕同科技/合兴包装毛利率与纸价关系**


来源: wind、中泰证券研究所

图表 73: 2019 年裕同科技成本拆分

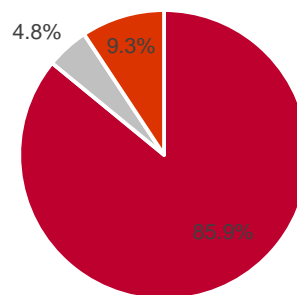
■ 直接材料 ■ 直接人工 ■ 制造费用



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 74: 2019 年合兴包装成本拆分

■ 材料成本 ■ 人工成本 ■ 制造费用



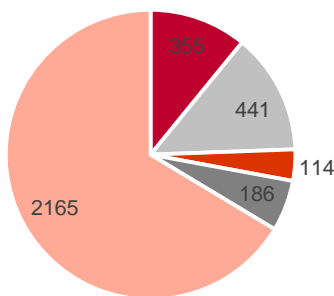
来源: 公司公告、中泰证券研究所

### 行业格局分析: 龙头集中度提升, “副业”贡献边际上行

- “大行业、小企业”的市场格局正在改善。包装行业是万亿级市场, 其中容量最大的纸包装细分行业市场规模近 3300 亿元, 我们测算了相关下游子行业对纸包装的需求, 并据此测算各龙头企业在相应子版块中市占率的情况。结果表明, 过去五年龙头企业在其细分行业中的占比呈现逐年提升趋势。但对标发达国家, 我国包装行业集中度尚有提升空间。

图表 75: 纸包装细分下游需求测算 (亿元)

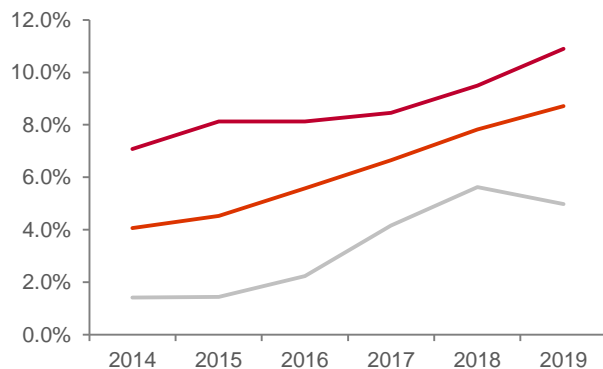
■ 烟标 ■ 酒包 ■ 化妆品包装 ■ 消费电子 ■ 箱板瓦楞等其他包装



来源: 产业信息网、中泰证券研究所测算

图表 76: 包装子行业龙头市占率测算

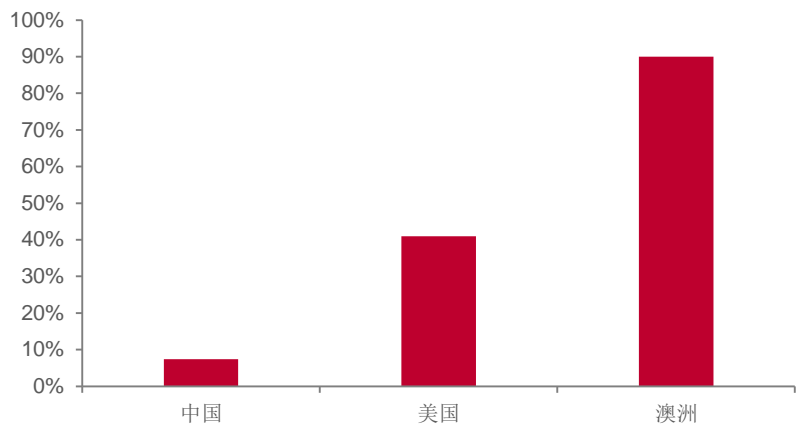
— 劲嘉股份 — 合兴包装 — 裕同科技



来源: wind、中泰证券研究所



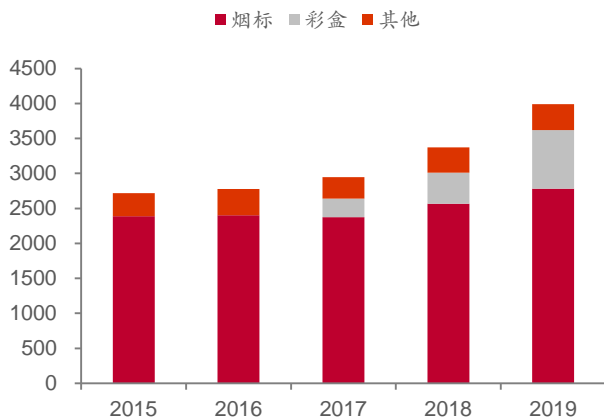
**图表 77：包装龙头集中度-中国 CR3 vs.美国/澳洲 CR4**



来源：产业信息网、中泰证券研究所

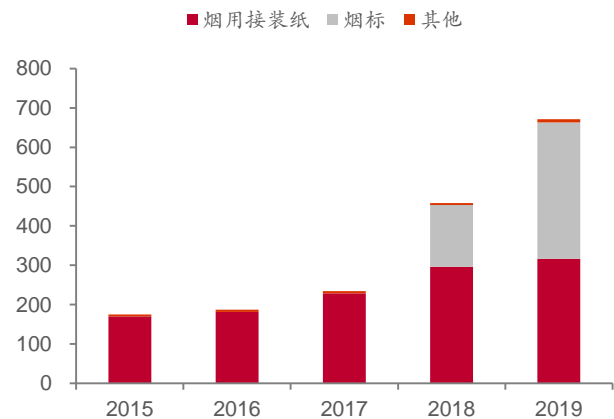
- **企业发展思路：打造新业务增长动能。**从企业的收入拆分来看，包装企业上市公司中部分企业在巩固主业发展的同时，努力通过新业务打造业绩增长极。其中表现较好的企业包括劲嘉股份的非烟标业务（2015-2019 年 CAGR 为 38.4%，2019 年占比 30.2%），集友股份的烟标业务（2018 年切入，19 年同比增长 120.6%，占比达到 51.6%），合兴包装的 PSCP 平台（16-19 年 CAGR 为 146%，19 年占比 30.7%），吉宏股份的互联网服务业务（19 年占比达到 55%）。

**图表 78：劲嘉股份彩盒等其他业务快速发展(百万元)**

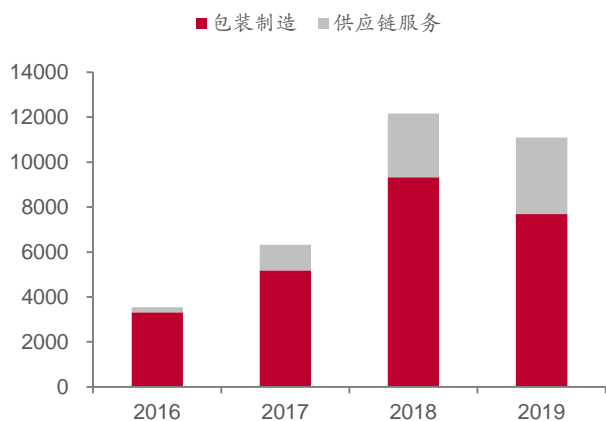


来源：公司公告、中泰证券研究所

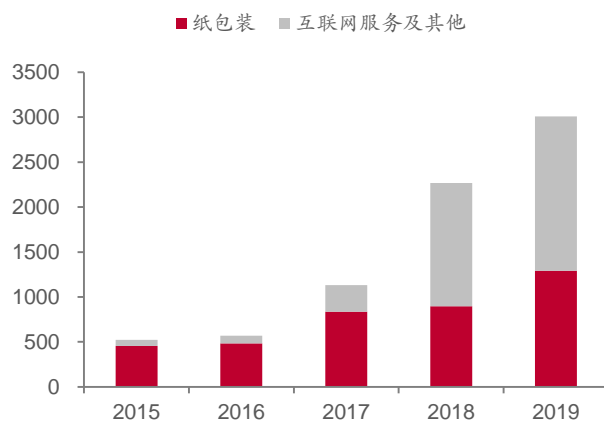
**图表 79：集友股份烟用接装纸占比逐步下降(百万元)**



来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 80: 合兴包装 PSCP 业务高速发展 (百万元)**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 81: 吉宏股份互联网服务占比已过半 (百万元)**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

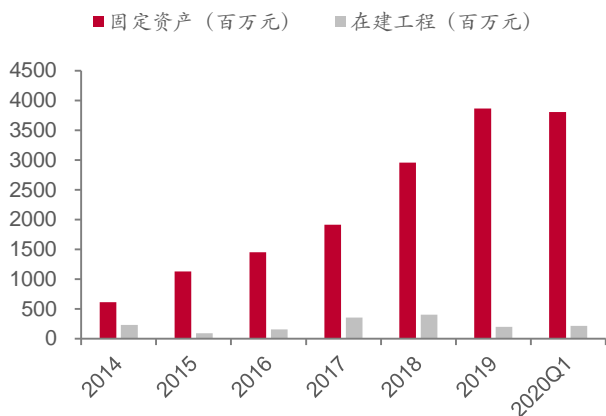
**企业成长性前瞻: 高端包装关注新业务成长, 箱板瓦楞包装盈利或已筑底**

- **高端包装: 产能扩张+新客户导入, 持续打造新增长极。** 高端纸包装龙头裕同科技、劲嘉股份等近年持续拓展新领域客户。为支持客户资源拓展, 企业持续通过新增项目提升产能, 近年公司在建产能呈现逐年提升趋势。我们认为, 伴随新客户逐步放量, 规模效应有望带动盈利能力提升。而产能利用率上行则将助力企业资产周转率向好, 利于 ROE 稳步健康上行。

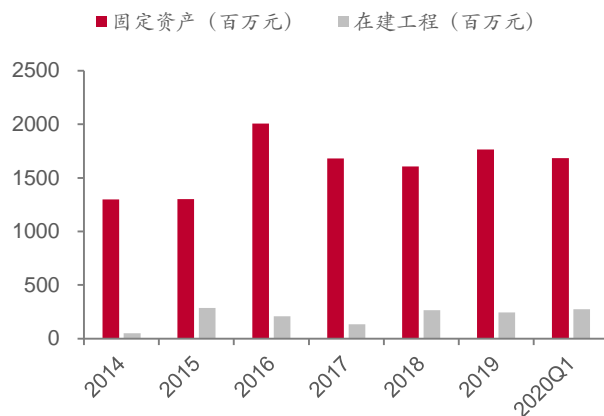
**图表 82: 裕同科技、劲嘉股份近年导入或深入拓展的新客户汇总**

公司名称	2017	2018	2019
裕同科技	洋河、东阿阿胶、施华洛世奇	小米、哈曼、谷歌、亚马逊、戴森、DHL、茅台、五粮液、四川中烟	宝洁、联合利华、欧莱雅
劲嘉股份	步步高-VIVO、飞毛腿、茅台、“中华(金中支)”、“南京(九五之尊)”、“黄山(徽商)”、“云烟(大重九)”	英美烟草、雷诺烟草、菲莫国际、悦刻、“劲酒”、“红星二锅头”、“江小白”	灵犀、氮墨、特维普、魔笛、五粮液、中诺、海派

来源: 公司公告、中泰证券研究所

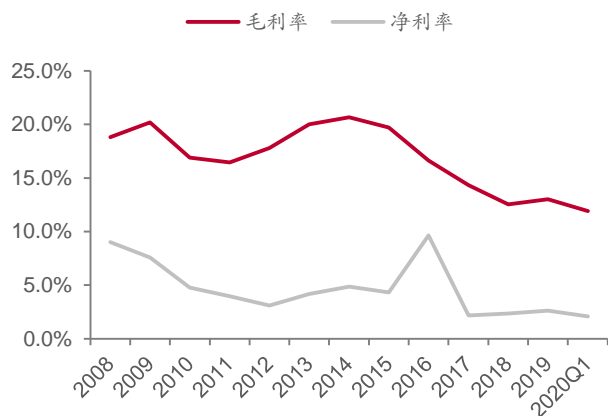
**图表 83: 裕同科技固定资产和在建工程变动**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

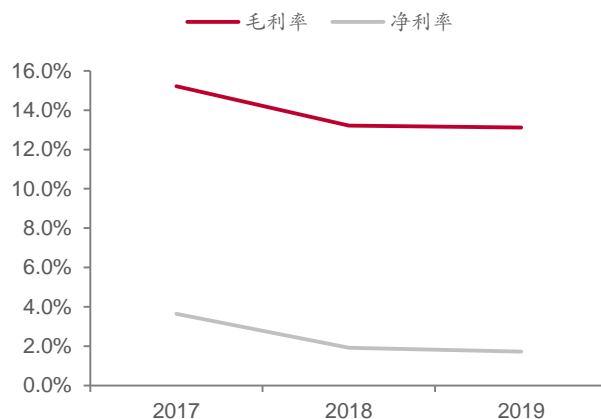
**图表 84: 劲嘉股份固定资产和在建工程变动**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

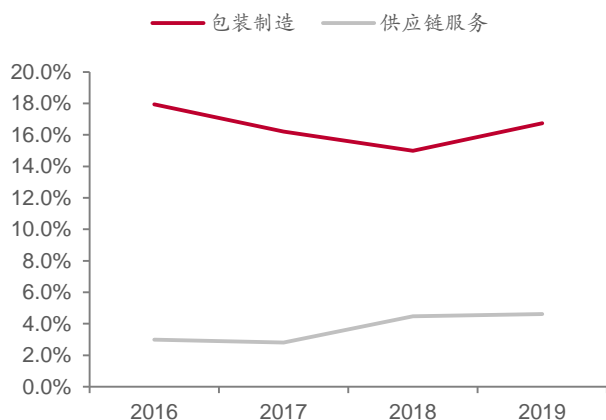
- **箱板瓦楞包装：净利率或已筑底，关注基本面改善潜力。**我们认为，箱板瓦楞包装行业净利率或已筑底：无论是具备规模效应的龙头合兴包装还是具备产业链一体化优势的山鹰纸业，最近一期净利率水平均在 2% 左右，其中合兴包装净利率为上市以来最低，山鹰纸业净利率对比 2017 年接近腰斩。我们认为在此净利率水平下，中小企业的生存空间可能被大幅挤压，若盈利能力长期得不到改善，将逐步加速行业出清。
- **可用于验证的指标包括：**1) 2019 年合兴包装传统业务毛利率提升 1.75pct，但在规模大幅提升的情况下，供应链服务毛利率仅提升 0.14pct，表明行业当下时点盈利能力不足以支撑价值分配。2) 合兴包装自 PSCP 平台放量以来，资产周转率快速提升，但 2019 年出现同比下行。对于对资产周转能力要求极高的包装企业而言，行业龙头销售端的承压或许意味着中小企业的生存环境更为艰难。我们判断，后续若有经济修复带来的需求提升，或供给端产能出清带来的格局改善，箱板瓦楞包装盈利能力反转有望为企业带来较为明显的业绩弹性。

**图表 85：合兴包装毛利率与净利率变动趋势**


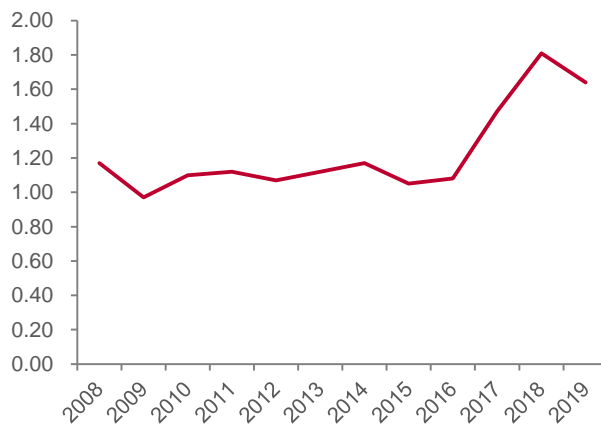
来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 86：山鹰纸业毛利率与净利率变动趋势**


来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 87：合兴包装 PSCP 毛利率升幅低于包装制造**


来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 88：2019 年合兴包装资产周转率出现下行**


来源：公司公告、中泰证券研究所

## 风险提示

### 原材料价格上涨风险

- 上游纸浆、纸品等主要原材料价格大幅上涨可能给造纸和包装印刷板块的盈利水平带来不利影响。

### 宏观经济波动风险

- 造纸与纸包装行业与宏观经济关联紧密，如经济出现下行，可能对行业造成负面影响。

### 行业政策变动风险

- 造纸包装行业对政策敏感性较高。如未来政策形势发生变化，可能影响行业格局和企业业绩。

### 测算假设可能存在局限性

- 本文对生活用纸、包装市场规模及市占率测算等基于一定前提假设，如人口变动、人均用量、均价等，如实际环境与测算模型演绎不一致，可能对结果造成影响。

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。