

轻工制造

三板块 Q1 基本面开始企稳，关注收入增长稳健的龙头标的

家居：18 年行业整体承压，龙头防御能力凸显，展望 19 年基本面回暖。行业整体收入承压，19 年需求迎来改善。地产销售景气度下行的背景下，定制家居行业营收增速普遍自 18Q2 起放缓。收入端：在行业景气度周期性下行的背景下，叠加 17 年家居公司集中上市，流量入口分流明显，行业收入整体承压，压力自 18Q2 开始显现，19Q1 收入同比增速仍处于回暖阶段。

定制龙头盈利能力体现强防御力，控费降本效果将于 19 年体现。18 年毛利率微增，预计 19 年在精细化管理下稳健增长。在行业内部竞争加剧、促销活动频出的背景下，市场普遍关注的毛利率恶化情况并未发生，我们认为主要来源于各种促销活动较为克制，费用投放审慎合理，行业 18 年毛利率同增 0.86%。18Q4 起，各定制家居企业优选高性价比费用投放，预计 19 年延续精细化投放模式，毛利率稳健增长。

造纸：18 年增长承压，19 年有望逐季改善。造纸板块 18H2 经历行业下行周期，19Q1 拐点开始显现。18Q3 开始造纸企业收入业绩开始下行，18Q4 出现边际恶化迹象，主要因为 18H2 造纸行业景气度下降，原材料成本维持高位，纸价下行，导致纸企盈利能力下降。由于 18Q1-2 基数较高，19Q1 延续下降趋势，但 19Q1 可以观察到边际改善迹象，收入和利润下滑幅度开始收窄，纸价开始抬头，造纸景气度向上拐点开始显现。预计 19Q2 仍维持负增长，但下滑增速收窄，18H2 开始进入上行周期，19Q3-4 造纸行业整体情况将逐季改善。

造纸板块 18 年盈利能力下降，19Q1 大概率筑底，未来毛利率净利率有望逐季向上修复。由于造纸企业费用管控层面优化，预计 19Q2~4 期间费用率同比下滑，造纸景气度开始复苏，预计 19Q1 形成造纸行业盈利底部，未来毛利率和净利率有望逐季向上修复。

龙头纸业表现优于行业，19Q1 先于行业复苏。以太阳纸业为例，我们认为与公司 19Q1 毛利率环比上升，与不断优化的成本结构以及生产成本更低的老挝产能逐步释放产量有直接关系，该路径促进的公司盈利能力提升有内生性特点，随着后期公司替代废纸原料的新型浆种产能逐步释放，低成本生产基地老挝地区产能建设逐步投产，公司内生性盈利能力提升趋势有望得到延续。

包装：19Q1 盈利改善，长期增长态势稳健。包装板块 18 年收入增速逐季放缓，利润增长出现波动，主要与下游需求有关。19Q1 包装板块收入增速上行，并且利润增长快于收入，表明包装企业费用端下行较快，盈利能力优化。

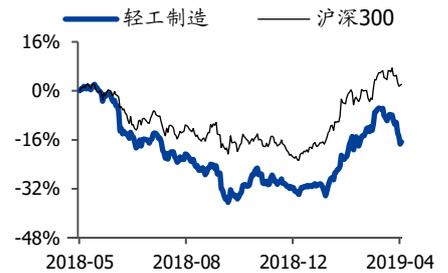
包装企业出现业绩分化，长期增长态势稳健。成本端优化，18 年龙头包装企业增长稳健。奥瑞金因股权收益下修，18 年业绩出现大幅下滑，但公司内生增长保持稳健。19Q1 龙头包装企业收入增长放缓，业绩增速快于收入。

包装行业成本端有望维稳，平台化整合推进，长期增长态势稳健。包装纸价格预计保持平稳，弱化龙头包装企业周期属性，未来成本端压力有望继续缓解。包装行业平台化整合推进，长期仍维持稳健增长态势。

风险提示：地产销售不及预期，原材料价格波动，平台化整合不及预期。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 丁婷婷

执业证书编号：S0680512050001

邮箱：dingtingting@gszq.com

相关研究

- 《轻工制造：社融信贷超预期，地产产业链回暖，利好家居板块基本面》2019-04-15
- 《轻工制造：新型城镇化建设任务》2019-04-09
- 《轻工制造：文化纸后期提价空间大，包装利润弹性稳步提升》2019-04-08

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
300616	尚品宅配	增持	2.40	3.05	3.82	4.69	36.06	28.37	22.65	18.45
603833	欧派家居	增持	3.74	4.62	5.92	7.83	32.10	25.98	20.28	15.33
603816	顾家家居	增持	2.30	3.02	3.85	4.88	21.60	16.45	12.90	10.18
002228	合兴包装	买入	0.20	0.30	0.43	0.61	26.35	17.57	12.26	8.64
002701	奥瑞金	买入	0.10	0.39	0.48	0.62	52.40	13.44	10.92	8.45
002191	劲嘉股份	买入	0.50	0.63	0.74	0.86	26.82	21.29	18.12	15.59
002078	太阳纸业									
002511	中顺洁柔	买入	0.31	0.42	0.51	0.59	34.03	25.12	20.69	17.88

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所



内容目录

18年行业整体承压，龙头防御能力凸显，展望19年基本面回暖	4
行业整体收入承压，19年需求迎来改善	4
定制龙头盈利能力体现强防御力，控费降本效果将于19年体现	4
龙头品牌、渠道力逆势凸显，18年整体招商顺利	6
应收项目比例可控，盈利质量维持	8
风险提示	18

图表目录

图表 1: 定制家居企业 18 及 19Q1 营收规模	4
图表 2: 定制家居企业 18 及 19Q1 营收增速	4
图表 3: 定制家居企业 18 及 19Q1 业绩增速	5
图表 4: 定制家居企业单季度毛利率	5
图表 5: 18 年行业销售费用率提升	6
图表 6: 定制家居行业 18 年门店增长情况	6
图表 7: 欧派家居渠道变化情况 (家)	7
图表 8: 尚品宅配渠道变化情况 (家)	7
图表 9: 索菲亚渠道变化情况 (家)	7
图表 10: 志邦家居渠道变化情况 (家)	7
图表 11: 我乐家居渠道变化情况 (家)	8
图表 12: 定制家居企业单季度应收票据及应收账款 (亿元)	8
图表 13: 行业 19Q1 应收项目占总资产比重可控	8
图表 14: 经营性现金流净额/营业总收入	8
图表 15: 造纸板块收入业绩同比增速	9
图表 16: 造纸板块利润率和费用率情况	10
图表 17: 造纸板块收现比变动	10
图表 18: 造纸板块经营活动现金流净额变动	11
图表 19: 造纸板块应收和存货变动	11
图表 20: 造纸板块资产负债率上升	11
图表 21: 造纸板块 ROE 小幅下滑	11
图表 22: 龙头造纸企业收入增速	12
图表 23: 龙头造纸企业归母净利润增速	12
图表 24: 龙头纸企毛利率变化	12
图表 25: 龙头纸企净利率变化	13
图表 26: 龙头纸企期间费用率变化	13
图表 15: 包装板块收入业绩同比增速	14
图表 16: 包装板块利润率和费用率情况	14
图表 17: 包装板块收现比变动	15
图表 18: 包装板块经营活动现金流净额变动	15
图表 19: 包装板块应收和存货变动	15
图表 18: 包装板块资产负债率波动上升	16
图表 19: 包装板块 ROE 小幅下滑	16
图表 34: 龙头包装企业收入增速	16
图表 35: 龙头包装企业利润增速	16

图表 36: 龙头包装企业毛利率变化.....	17
图表 37: 龙头包装企业净利率变化.....	17
图表 38: 龙头包装企业期间费用率变化.....	17

家居：18年行业整体承压，龙头防御能力凸显，展望19年基本面回暖

行业整体收入承压，19年需求迎来改善

地产销售景气度下行的背景下，定制家居行业营收增速普遍自18Q2起放缓。收入端：在行业景气度周期性下行的背景下，叠加17年家居公司集中上市，流量入口分流明显，行业收入整体承压，压力自18Q2开始显现，19Q1收入同比增速仍处于回暖阶段。

图表1：定制家居企业18及19Q1营收规模

单位：亿元	2017A	2018A	2018Q1-Q3	2018Q1	2019Q1
欧派家居	97.1018	115.0939	81.9692	19.0623	22.0304
尚品宅配	53.2345	66.4539	46.3827	11.0142	12.7386
索菲亚	61.6144	73.1089	51.0587	12.4304	11.8493
好莱客	18.6325	21.3269	15.1814	3.4451	3.6248
志邦家居	21.5688	24.3299	17.3402	3.9370	4.1418
皮阿诺	8.2647	11.1027	7.7701	1.8324	2.1314
我乐家居	9.1501	10.8205	7.4568	1.5080	1.8494

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

一、二、三线商品房销售情况自18年三季度起有回暖趋势，一线城市销售情况表现突出。19年3月全国30大中城市销售面积同增20.40%，其中30个大中一线城市销售面积同增61.81%，30个大中二线城市销售面积同增5.21%，30个大中三线城市销售面积同增23.48%。伴随住房销售数据回暖，我们认为定制家居板块基本面将于19年迎来改善。

图表2：定制家居企业18及19Q1营收增速

	收入增速			
	2017A	2018A	18Q1	19Q1
欧派家居	36.11%	18.53%	31.58%	15.57%
尚品宅配	32.23%	24.83%	38.76%	15.66%
索菲亚	36.02%	18.66%	30.32%	-4.67%
好莱客	30.02%	14.46%	30.89%	5.22%
志邦家居	37.38%	12.80%	38.28%	5.20%
皮阿诺	31.11%	34.34%	73.85%	16.32%
我乐家居	35.32%	18.26%	25.98%	22.64%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

定制龙头盈利能力体现强防御力，控费降本效果将于19年体现

定制龙头业绩增速普遍高于营收增速，主要来源于强品牌力、渠道力在行业基本面遇冷体现出贯穿效应，在招商及销售等方面具备相对优势，同时对费用进行及时把控。欧派家居品牌力和大商渠道具备相对竞争优势，同时在信息化系统建设中投入了大量研发费用以提升公司生产环节前后端信息化处理效率，伴随公司营收规模的进一步提升，信息化系统带来的效率提升红利将进一步扩大，将为中长期业绩提升提供长期动力。尚品宅配大家居业务起量，Homkoo整装云拓展迅速，我们持续看好公司软件基因赋能下整装业务持续放量，智能供应链提升运营效率，前后端协同能力不断提升，以技术和效率贯

穿弱周期。

图表 3: 定制家居企业 18 及 19Q1 业绩增速

	业绩增速			
	2017A	2018A	18Q1	19Q1
欧派家居	36.92%	20.90%	32.48%	25.14%
尚品宅配	48.74%	25.53%	38.76%	31.56%
索菲亚	36.56%	5.77%	33.48%	3.69%
好莱客	37.95%	9.84%	38.41%	8.17%
志邦家居	31.74%	16.51%	48.23%	4.91%
皮阿诺	17.64%	37.95%	58.55%	16.07%
我乐家居	21.86%	21.57%	-121.41%	116.22%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

18 年毛利率微增, 预计 19 年在精细化管理下稳健增长。在行业内部竞争加剧、促销活动频出的背景下, 市场普遍关注的毛利率恶化情况并未发生, 我们认为主要来源于各种促销活动较为克制, 费用投放审慎合理, 行业 18 年毛利率同增 0.86%。18Q4 起, 各定制家居企业优选高性价比费用投放, 预计 19 年延续精细化投放模式, 毛利率稳健增长。

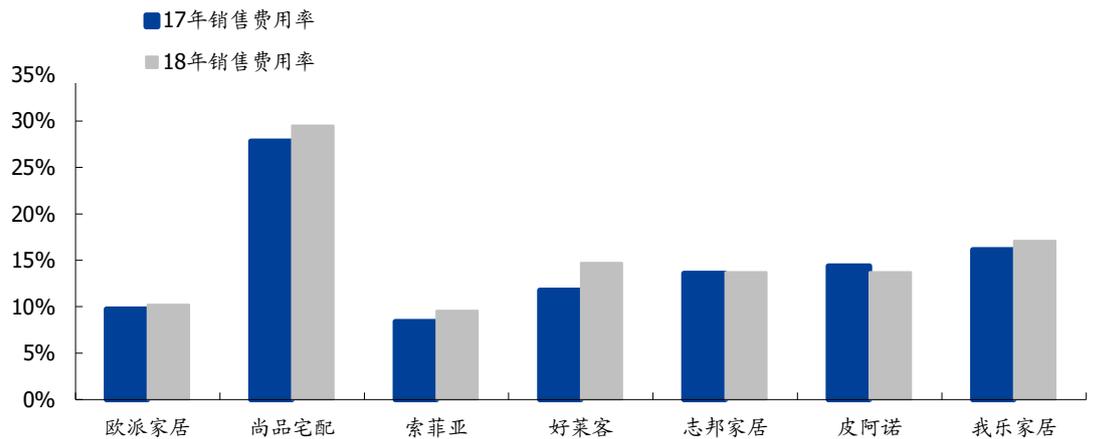
图表 4: 定制家居企业单季度毛利率

	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
欧派家居	33.91%	39.38%	38.83%	39.59%	34.22%
尚品宅配	42.14%	44.11%	43.91%	43.95%	41.59%
索菲亚	34.75%	39.76%	38.16%	36.87%	34.39%
好莱客	38.74%	39.62%	41.96%	37.57%	39.31%
志邦家居	36.81%	36.28%	38.55%	32.60%	37.92%
皮阿诺	32.39%	36.65%	36.11%	37.19%	33.83%
我乐家居	32.74%	35.78%	40.11%	38.25%	39.67%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

欧派家居/尚品宅配/索菲亚/好莱客/志邦家居/皮阿诺/我乐家居 18 年销售费用率分别同比提升 0.47%/1.68%/1.16%/2.96%/0.13%/-0.67%/0.96%, 销售费用率普遍提升属于行业 β 下行中必要举措, 19 年在销售投放中, 市场参与者将优选高性价比投放模式, 预计 19 年销售费用维持稳定。

图表 5: 18 年行业销售费用率提升

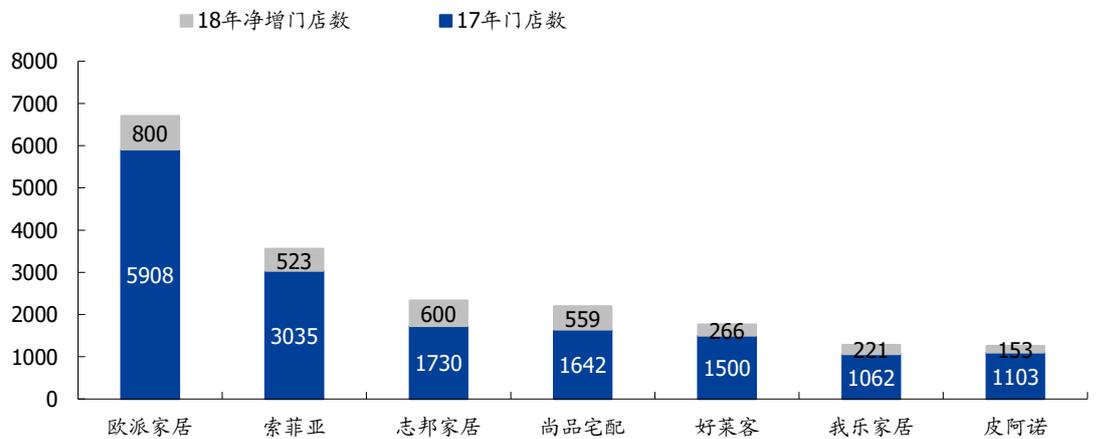


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

龙头品牌、渠道力逆势凸显, 18 年整体招商顺利

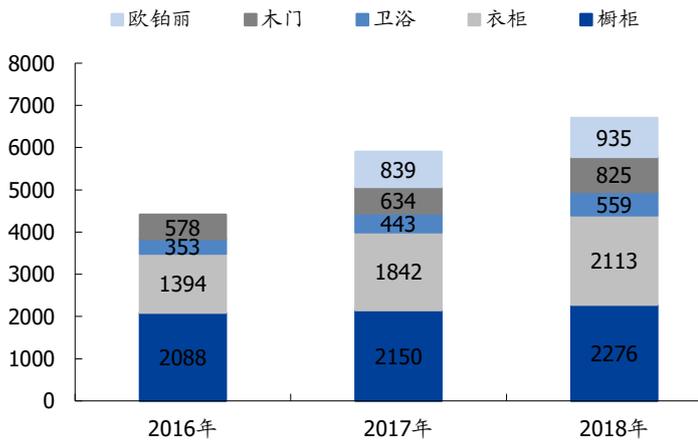
18 年整体招商情况顺利, 看好尚品宅配 19 年渠道加速下沉。18 年欧派家居/索菲亚/志邦家居/尚品宅配/好莱客/我乐家居/皮阿诺门店分别增加 800/523/600/559/266/221/153 家, 尚品宅配与志邦家居门店增速亮眼。尚品宅配加速渠道下沉, 新增经销店多数布局于四、五线城市。公司未增加直营布局城市数量, 而选择在直营城市布局加密。志邦家居门店增长较快主要因为新增衣柜经销商增加。

图表 6: 定制家居行业 18 年门店增长情况



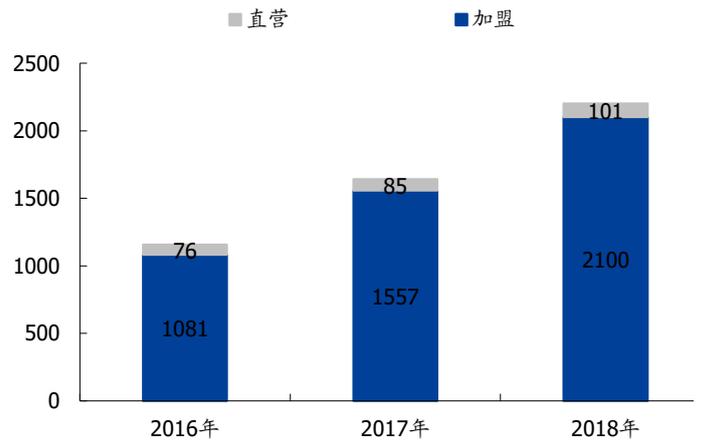
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 7: 欧派家居渠道变化情况 (家)



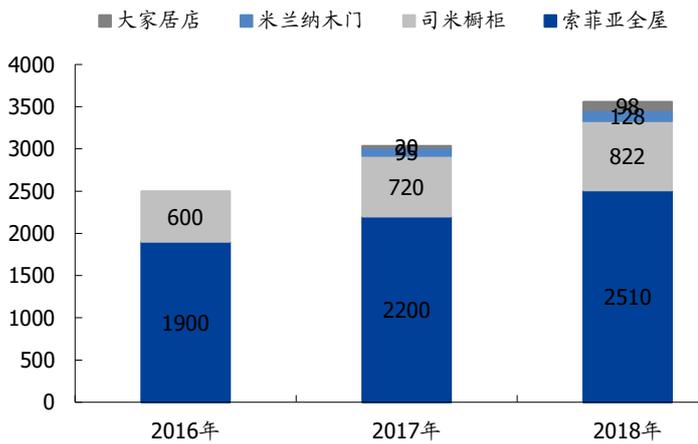
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 8: 尚品宅配渠道变化情况 (家)



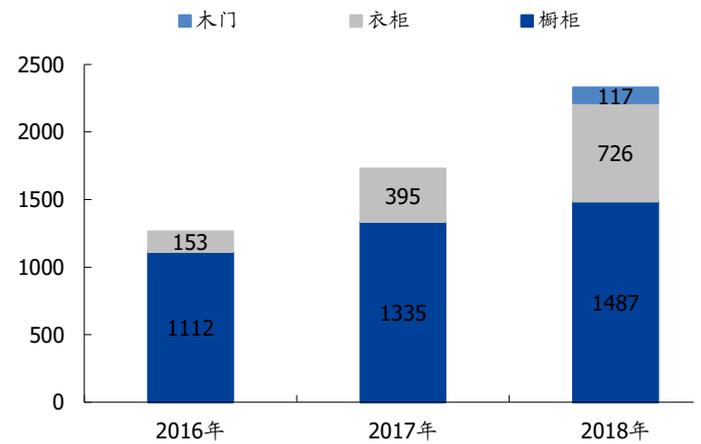
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 9: 索菲亚渠道变化情况 (家)



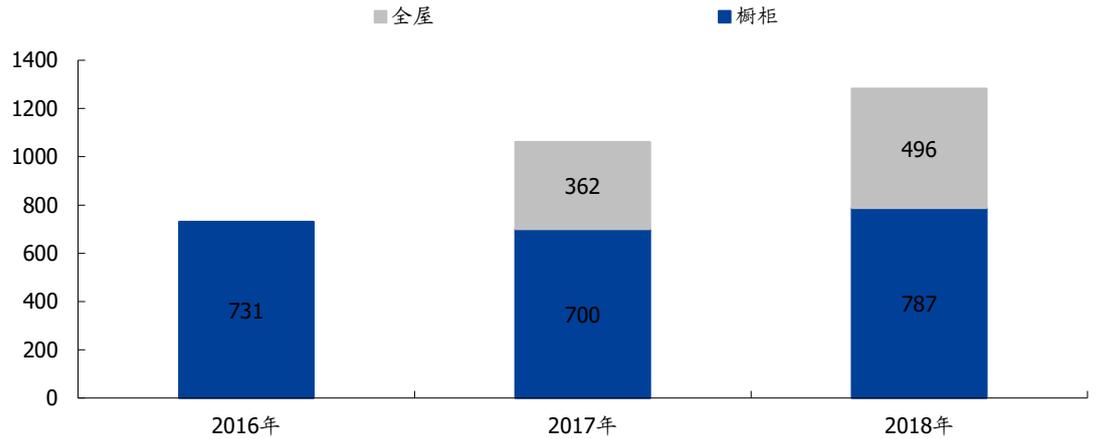
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 志邦家居渠道变化情况 (家)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 我乐家居渠道变化情况 (家)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

应收项目比例可控, 盈利质量维持

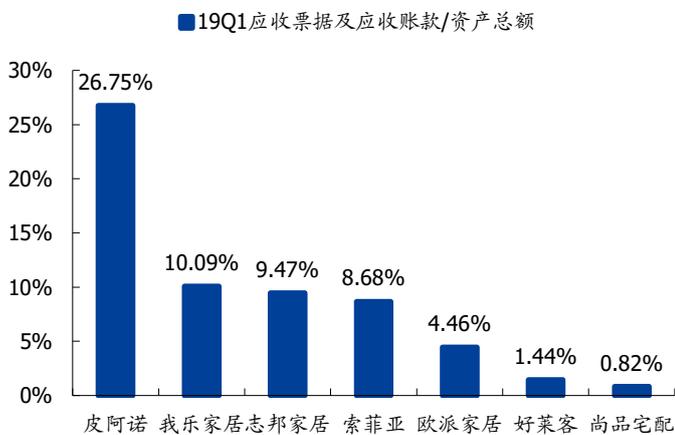
行业大宗业务逐步放量, 应收项目总量有所提升, 但相对资产总额比例较小, 资产短期流动及偿债能力强。皮阿诺大宗业务所占比重最高。尚品宅配无大宗业务, 但自 18Q4 起应收项目提升主要源于为部分加盟商提供信用支持。

图表 12: 定制家居企业单季度应收票据及应收账款 (亿元)

	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
欧派家居	2.2452	3.2880	4.1378	3.6852	5.0926
尚品宅配	0.0519	0.0927	0.0980	0.2305	0.3919
索菲亚	2.9033	4.1719	5.5449	5.9609	6.6769
好莱客	0.1656	0.2970	0.2609	0.1379	0.4069
志邦家居	2.3172	1.4867	1.6873	2.4910	2.3965
皮阿诺	2.1288	2.8579	3.4740	3.4319	4.0669
我乐家居	0.8774	0.9549	1.0281	1.1763	1.2177

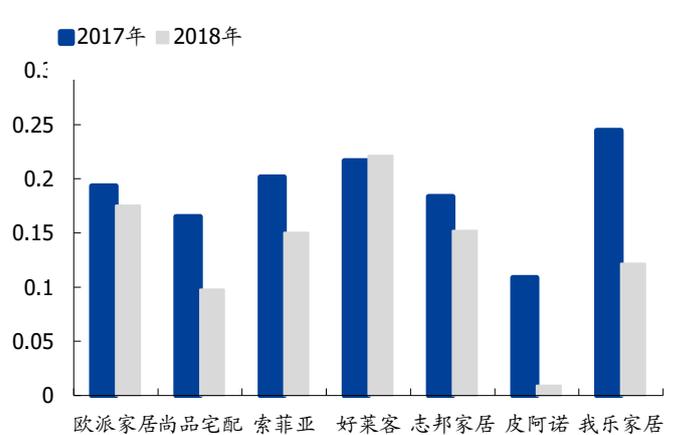
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 13: 行业 19Q1 应收项目占总资产比重可控



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 14: 经营性现金流净额/营业总收入



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

造纸：18年增长承压，19年有望逐季改善

造纸板块 18 年增长放缓，19Q1 拐点初现

造纸板块 18H2 经历行业下行周期，19Q1 拐点开始显现。造纸板块（申万行业分类中的 23 家造纸企业）2018 年实现收入 1463.10 亿元，同比增长 13.5%；实现归母净利润 112.77 亿元，同比增长 0.9%；实现扣非归母净利润 95.29 亿元，同比下降-6.6%。19Q1 实现收入 331.21 亿元，同比下降 2.3%；实现归母净利润 15.97 亿元，同比下降 48.1%；实现扣非归母净利润 11.10 亿元，同比下降 59.2%。

从单季看，18Q1~19Q1 造纸板块收入同比增速为 19.6%/25.6%/6.6%/-2.9%/-2.3%，归母净利润同比增速为 30.4%/32.8%/-15.4%/-57.4%/-48.1%，扣非归母净利润增速为 25.4%/28.1%/-12.2%/-69.2%/-59.2%。造纸行业 18H1 顺应 17 年上升周期，纸价维持高位，造纸企业盈利能力良好，收入业绩均维持较高增长。18Q3 开始造纸企业收入业绩开始下行，18Q4 出现边际恶化迹象，主要因为 18H2 造纸行业景气度下降，原材料成本维持高位，纸价下行，导致纸企盈利能力下降。

由于 18Q1-2 基数较高，19Q1 延续下降趋势，但 19Q1 可以观察到边际改善迹象，收入和利润下滑幅度开始收窄，纸价开始抬头，造纸景气度向上拐点开始显现。预计 19Q2 仍维持负增长，但下滑增速收窄，18H2 开始进入上行周期，19Q3-4 造纸行业整体情况将逐季改善。

图表 15：造纸板块收入业绩同比增速

造纸板块	收入同比增速	归母净利润同比增速	扣非归母净利润同比增速
2017A	27.5%	122.3%	195.4%
2018A	13.5%	0.9%	-6.6%
2018Q1	19.6%	30.4%	25.4%
2018Q2	25.6%	32.8%	28.1%
2018Q3	6.6%	-15.4%	-12.2%
2018Q4	-2.9%	-57.4%	-69.2%
2019Q1	-2.3%	-48.1%	-59.2%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

造纸板块 18 年盈利能力下降，19Q1 大概率筑底，未来毛利率净利率有望逐季向上修复。2018 年造纸板块毛利率/净利润分别为 21.9%/7.9%，分别同比下降 2.3/1.0pct。期间费用率管控能力增强，18 年期间费用率 11.4%，同比下降 1.8pct，其中销售/管理（加回研发）/财务费用率分别为 4.3%/3.3%/3.9%，分别同比变动-0.4/-1.6/0.3pct，表明在行业下行周期，纸企“内功”修炼增强，管理优化，费用管控能力提升。18 年造纸企业毛利率逐季下滑，19Q1 毛利率开始企稳为 17.5%，期间费用率同比降 1.7pct 至 11.7%。由于造纸企业费用管控层面优化，预计 19Q2~4 期间费用率同比下滑，造纸景气度开始复苏，预计 19Q1 形成造纸行业盈利底部，未来毛利率和净利率有望逐季向上修复。

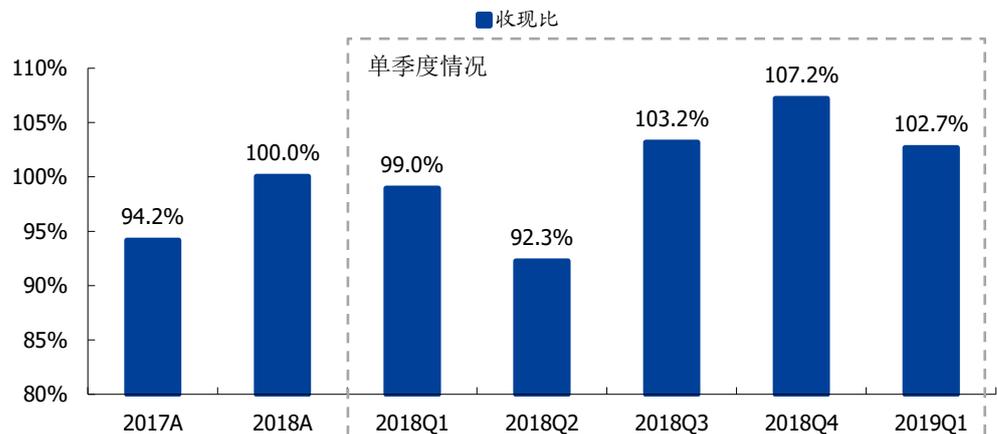
图表 16: 造纸板块利润率和费用率情况

	毛利率	净利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	期间费用率
2017A	24.2%	8.9%	4.7%	4.9%	3.6%	13.2%
2018A	21.9%	7.9%	4.3%	3.3%	3.9%	11.4%
2018Q1	24.4%	9.2%	4.3%	4.9%	4.1%	13.4%
2018Q2	24.0%	10.6%	3.9%	4.6%	4.0%	12.5%
2018Q3	21.4%	7.3%	4.2%	3.4%	4.5%	12.1%
2018Q4	17.6%	4.3%	4.9%	3.0%	2.9%	10.7%
2019Q1	17.5%	4.8%	4.4%	3.6%	3.6%	11.7%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

造纸板块收现比提升, 对下游仍保持较强议价能力。18A/19Q1 造纸板块收现比(销售商品提供劳务收到的现金/营业收入)分别为 100.0%/102.7%, 分别同比增长 5.8/3.7pct。造纸板块收现比大于 1 表明造纸企业收入以现金形式实现, 并且收回过往的应收账款, 增厚现金流。从单季度情况来看, 18 年造纸板块收现比逐季上升, 在行业下行周期中造纸企业维持收现比上升, 表明纸企对下游议价能力较强, 对账期管控能力强。

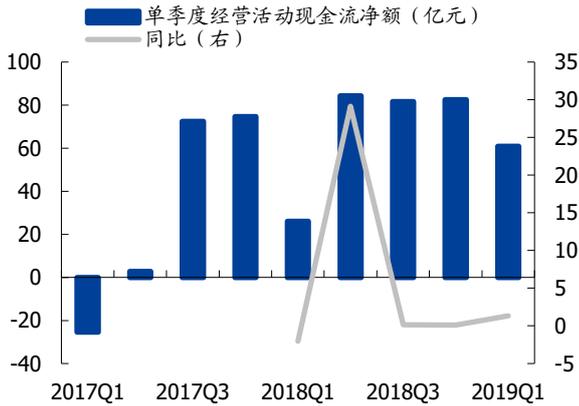
图表 17: 造纸板块收现比变动



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

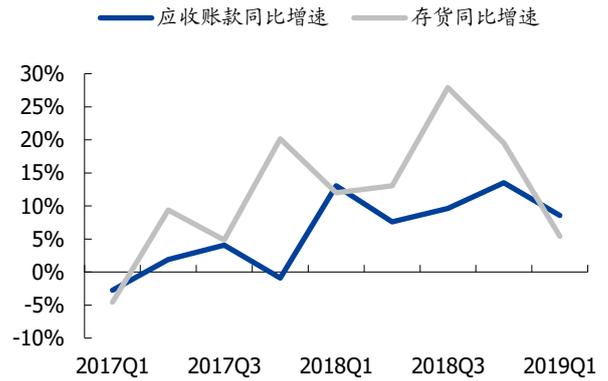
行业收缩阶段, 18~19Q1 造纸板块现金流增长稳健。18/19Q1 造纸板块经营活动现金流净额分别为 274.58/60.94 亿元, 分别同比增长 120.5%/133.4%。行业收缩阶段, 应收账款和存货增长同样放缓, 经营活动现金流净额较为稳定。

图表 18: 造纸板块经营活动现金流净额变动



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

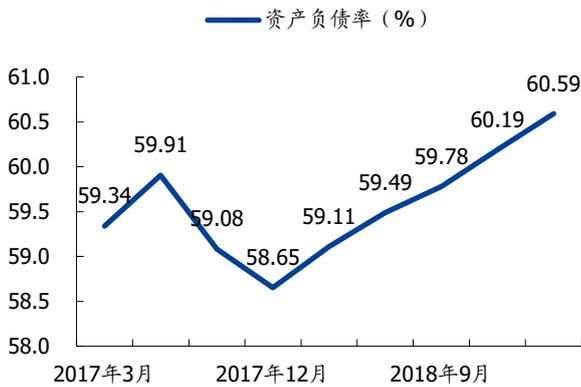
图表 19: 造纸板块应收和存货变动



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

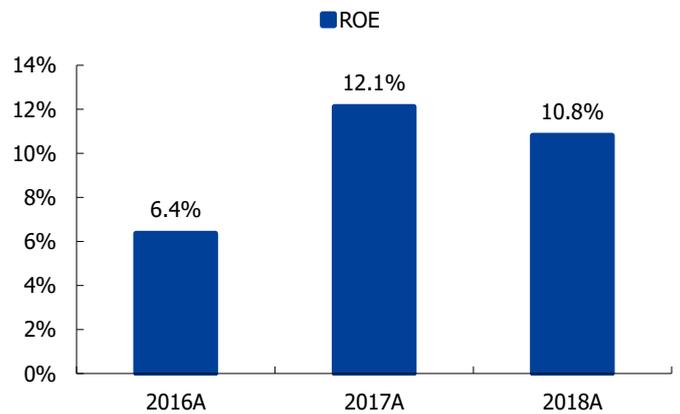
造纸板块资产负债率持续上升, 18 年 ROE 小幅下滑。18/19Q1 造纸板块资产负债率分别为 60.2%/60.6%, 分别同比上升 1.5/1.5pct。18 年造纸板块 ROE 为 10.8%, 同比下降 1.3pct, 但仍高于 16 年 ROE 水平。

图表 20: 造纸板块资产负债率上升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 21: 造纸板块 ROE 小幅下滑



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

龙头纸企表现优于行业, 19Q1 先于行业复苏

龙头纸企收入业绩增长优于行业平均水平。太阳纸业、山鹰纸业和岳阳林纸 18 年收入业绩增长均优于行业平均水平, 太阳纸业、山鹰纸业和博汇纸业 19Q1 收入业绩增长优于行业平均水平。山鹰 18 年增长较为强劲, 主要因为收购北欧纸业、联盛纸业和美国凤凰纸业, 并表增厚业绩。龙头纸企收入业绩优于行业表明, 造纸行业竞争格局较好, 龙头企业低位较为稳固, 在下滑周期中仍能保持相对优势。

图表 22: 龙头造纸企业收入增速

收入增速	2017A	2018A	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
太阳纸业	30.7%	15.2%	14.3%	26.8%	12.5%	9.1%	8.1%
晨鸣纸业	30.6%	-2.0%	15.4%	11.2%	-2.9%	-28.6%	-14.9%
山鹰纸业	44.0%	39.5%	60.6%	59.9%	21.6%	26.4%	-3.7%
博汇纸业	14.9%	-6.9%	-15.9%	31.2%	-10.2%	-26.3%	26.4%
岳阳林纸	28.0%	14.1%	35.0%	36.1%	3.6%	-3.7%	-12.8%
中顺洁柔	21.8%	22.4%	18.7%	24.8%	21.6%	24.2%	25.8%
行业平均	27.5%	13.5%	19.6%	25.6%	6.6%	-2.9%	-2.3%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 23: 龙头造纸企业归母净利润增速

业绩增速	2017A	2018A	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
太阳纸业	91.6%	10.5%	40.1%	40.6%	14.8%	-32.9%	-38.3%
晨鸣纸业	82.6%	-33.4%	11.4%	-3.9%	-27.9%	-97.3%	-95.1%
山鹰纸业	471.0%	59.0%	39.9%	179.8%	1.1%	51.9%	-24.3%
博汇纸业	325.3%	-70.1%	4.0%	-0.9%	-52.2%	-203.1%	-40.3%
岳阳林纸	1131.9%	5.2%	938.4%	113.5%	-61.6%	-83.2%	-121.2%
中顺洁柔	34.0%	16.6%	30.9%	24.8%	25.3%	-8.1%	25.2%
行业平均	122.3%	0.9%	30.4%	32.8%	-15.4%	-57.4%	-48.1%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

大型纸厂利润率明显优于行业, 费用率存下降空间。从毛利率和净利率来看, 18 年太阳/晨鸣/山鹰毛利率高出行业平均 1.6/9.4/1.2pct, 19Q1 高出 0.2/5.6/2.3pct; 19Q1 太阳/山鹰纸业毛利率高出行业平均 0.2/2.3pct, 净利率高出行业平均 2.2/3.9pct。19Q1 龙头纸企的期间费用率同比均有所提升, 主要因龙头企业海外建厂资本开支增加, 为提高原材料自给率研发成本等上升。

图表 24: 龙头纸企毛利率变化

毛利率	2017A	2018A	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
太阳纸业	26.0%	23.5%	27.5%	26.4%	23.1%	17.3%	17.7%
晨鸣纸业	33.1%	31.3%	35.2%	33.0%	30.7%	24.2%	23.0%
山鹰纸业	23.0%	23.1%	21.3%	24.7%	20.3%	25.4%	19.8%
博汇纸业	24.0%	16.0%	28.1%	20.3%	13.8%	1.9%	15.2%
岳阳林纸	23.9%	20.8%	23.2%	25.6%	19.3%	15.7%	10.8%
中顺洁柔	34.9%	34.1%	38.8%	34.4%	33.2%	31.0%	34.0%
行业平均	24.2%	21.9%	24.4%	24.0%	21.4%	17.6%	17.5%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 25: 龙头纸企净利率变化

净利率	2017A	2018A	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
太阳纸业	11.9%	10.3%	13.6%	12.1%	8.1%	7.7%	7.0%
晨鸣纸业	12.8%	8.9%	10.8%	12.1%	9.2%	0.9%	0.6%
山鹰纸业	11.6%	14.1%	11.2%	16.9%	10.1%	17.5%	8.6%
博汇纸业	9.8%	3.1%	11.9%	7.8%	4.8%	-13.2%	5.6%
岳阳林纸	5.7%	5.2%	9.5%	7.9%	2.8%	1.2%	-2.3%
中顺洁柔	7.5%	7.2%	8.0%	7.4%	7.6%	5.9%	8.0%
行业平均	8.9%	7.9%	9.2%	10.6%	7.3%	4.3%	4.8%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 26: 龙头纸企期间费用率变化

		太阳纸业	晨鸣纸业	山鹰纸业	博汇纸业	岳阳林纸	中顺洁柔
销售费用率	2017A	3.5%	4.4%	4.0%	5.2%	4.4%	19.1%
	2018A	3.4%	4.1%	4.0%	4.0%	4.4%	17.8%
	2018Q1	2.9%	3.7%	4.4%	4.4%	4.5%	21.0%
	2019Q1	3.3%	4.7%	4.5%	3.0%	4.9%	17.2%
管理费用率	2017A	3.1%	6.5%	3.6%	1.6%	7.0%	5.4%
	2018A	3.8%	6.6%	5.9%	2.1%	6.5%	5.5%
	2018Q1	3.0%	6.8%	3.5%	2.7%	6.7%	6.8%
	2019Q1	3.6%	7.5%	7.4%	2.5%	7.4%	5.9%
财务费用率	2017A	3.0%	7.2%	3.5%	3.7%	2.3%	1.0%
	2018A	3.3%	9.5%	3.0%	5.6%	2.1%	1.0%
	2018Q1	2.8%	10.6%	3.5%	4.6%	0.0%	1.2%
	2019Q1	2.7%	11.9%	1.5%	2.4%	1.4%	0.4%
期间费用率	2017A	9.6%	18.1%	11.1%	10.5%	13.7%	25.5%
	2018A	10.5%	20.2%	12.9%	11.6%	13.1%	24.3%
	2018Q1	8.8%	21.2%	11.4%	11.6%	11.2%	28.9%
	2019Q1	9.5%	24.1%	13.4%	8.0%	13.7%	23.5%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

成本管控能力强, 大型文化纸厂 19Q1 先于行业复苏。19 年 1 月纸价下行, 3 月后木浆系纸种开始提价, 并且外盘浆价保持平稳, 预计文化纸和白卡纸行业利润将于 19Q1 筑底。但是从龙头企业来看, 太阳和博汇纸业 19Q1 环比改善明显, 先于行业复苏。以太阳纸业为例, 我们认为与公司 19Q1 毛利率环比上升, 与不断优化的成本结构以及生产成本更低的老挝产能逐步释放产量有直接关系, 该路径促进的公司盈利能力提升有内生性特点, 随着后期公司替代废纸原料的新型浆种产能逐步释放, 低成本生产基地老挝地区产能建设逐步投产, 公司内生性盈利能力提升趋势有望得到延续。

生活用纸消费属性强, 中顺洁柔 18 年收入增长稳健。生活用纸消费属性强, 需求端保持平稳, 但 18H1 浆价维持高位, 公司成本端压力较大, 18 年业绩增速有所放缓。但 18Q4 浆价开始下行, 18 年底人民币汇率开始企稳, 19Q1 盈利拐点开始显现, 公司 19Q1 毛利率为 34.0%, 环比上升 3.0pct, 同比下降 4.8pct。因 18Q1 公司采取提价策略, 提价幅度达到 10%, 导致 18Q1 毛利率基数过高, 所以 19Q1 毛利率同比回落。公司毛利率环比改善明显, 表明成本端拐点开始出现。

包装：19Q1 盈利改善，长期增长态势稳健

包装板块 18 年收入增长稳健，19Q1 盈利改善

包装板块 18 年收入增长稳健，19Q1 盈利改善。包装板块（申万行业分类中的 34 家造纸企业）2018 年实现收入同比增长 11.8%；归母净利润同比下降 1.3%；扣非归母净利润同比下降 2.1%。19Q1 实现收入同比增长 12.7%；归母净利润同比增长 16.5%；扣非归母净利润同比增长 7.6%。

从单季看，18Q1~19Q1 包装板块收入同比增速为 27.3%/26.3%/19.8%/10.3%/12.7%，归母净利润同比增速为 -5.7%/38.5%/9.8%/-19.7%/16.5%，扣非归母净利润增速为 15.8%/-13.0%/15.3%/-27.6%/7.6%。包装板块 18 年收入增速逐季放缓，利润增长出现波动，主要与下游需求有关。**19Q1 包装板块收入增速上行，并且利润增长快于收入**，表明包装企业费用端下行较快，盈利能力优化。

图表 27: 包装板块收入业绩同比增速

包装板块	收入同比增速	归母净利润同比增速	扣非归母净利润同比增速
2017A	13.7%	9.4%	1.2%
2018A	11.8%	-1.3%	-2.1%
2018Q1	27.3%	-5.7%	15.8%
2018Q2	26.3%	38.5%	-13.0%
2018Q3	19.8%	9.8%	15.3%
2018Q4	10.3%	-19.7%	-27.6%
2019Q1	12.7%	16.5%	7.6%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

18 年毛利率下行，费用端优化明显。2018 年包装板块毛利率/净利润分别为 23.6%/7.9%，分别同比下降 0.4/0.8pct。18H1 包装纸价维持高位，包装企业成本端压力较大，18H2 纸价开始下行，利好包装企业。包装企业成本端利润部分让给下游客户，导致毛利率下滑。但包装企业费用端优化明显，费用管控能力增强，18 年期间费用率 11.4%，同比下降 2.6pct，其中销售/管理（加回研发）/财务费用率分别为 4.6%/5.4%/1.5%，分别同比变动 0/-2.3/-0.3pct。

图表 28: 包装板块利润率和费用率情况

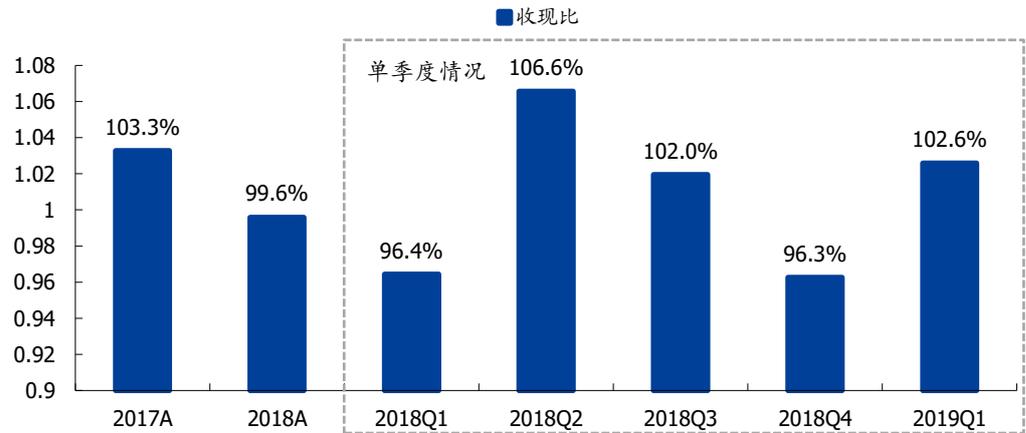
	毛利率	净利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	期间费用率
2017A	24.0%	8.7%	4.6%	7.7%	1.8%	14.0%
2018A	23.6%	7.9%	4.6%	5.4%	1.5%	11.4%
2018Q1	23.6%	8.6%	4.9%	7.2%	2.0%	14.2%
2018Q2	22.4%	9.9%	4.4%	7.1%	0.7%	12.2%
2018Q3	23.3%	8.4%	4.6%	5.4%	1.2%	11.2%
2018Q4	24.5%	4.7%	4.9%	5.5%	1.8%	12.2%
2019Q1	23.8%	8.8%	4.5%	5.5%	1.8%	11.8%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

包装板块 19Q1 收现比开始提升。18A/19Q1 包装板块收现比（销售商品提供劳务收到的现金/营业收入）分别为 99.6%/102.6%，分别同比增长 -3.7/6.2pct。包装板块收现比

18Q2~4 逐季下降, 19Q1 开始回升, 表明下游订单开始好转, 包装板块销售商品以现金收入比例开始上升, 并且应收账款回收速度提高。

图表 29: 包装板块收现比变动

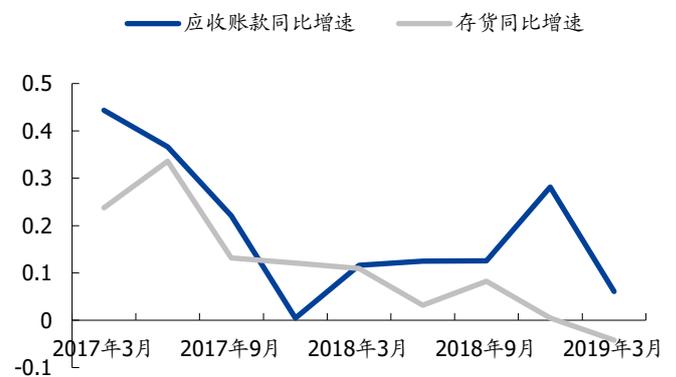


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

18~19Q1 包装板块现金流状况良好, 应收账款和存货增长放缓。 18/19Q1 包装板块经营活动现金流净额分别为 105.65/20.48 亿元, 分别同比增长 9.6%/86.6%。包装板块 18Q2~19Q1 经营活动现金流净额均为正, 并且增长态势较好。包装企业应收账款和存货增长同样放缓, 利润基本以现金方式实现, 盈利质量较高。

图表 30: 包装板块经营活动现金流净额变动

图表 31: 包装板块应收和存货变动

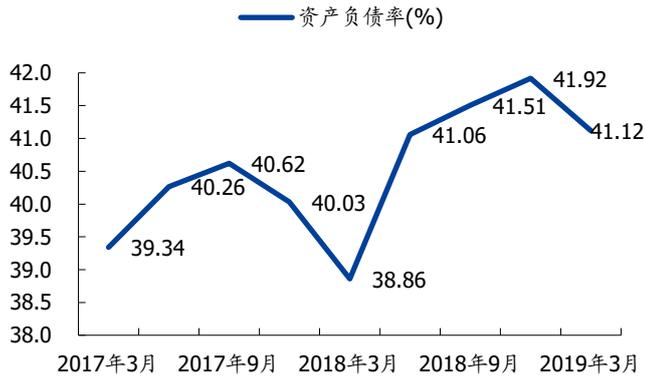


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

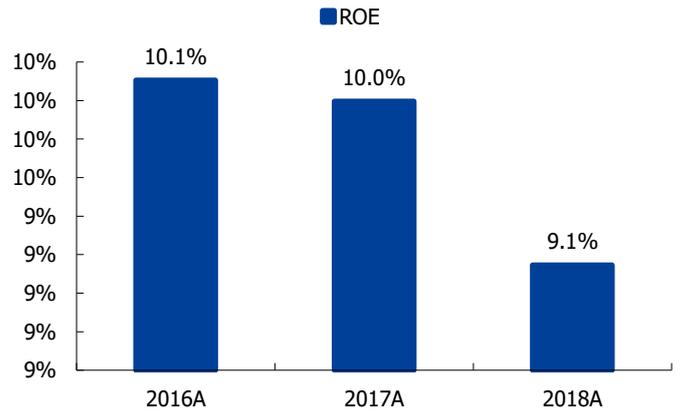
包装板块资产负债率 19Q1 回落, 18 年 ROE 小幅下降。 18/19Q1 包装板块资产负债率分别为 41.92%/41.12%, 分别同比上升 1.9/2.3pct, 19Q1 资产负债率环比开始回落。18 年包装板块 ROE 为 9.1%, 同比下降 0.9pct。

图表 32: 包装板块资产负债率波动上升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 33: 包装板块 ROE 小幅下滑



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

包装企业出现业绩分化, 长期增长态势稳健

成本端优化, 18 年龙头包装企业增长稳健。合兴包装和裕同科技以纸包装为主, 受益 18 年包装纸价格下跌, 18 年收入增长稳健, 业绩增速高于行业平均水平。劲嘉股份以烟标包装为主, 产品结构高端化升级, 18 年业绩增速达 26.3%。

奥瑞金因股权收益下修, 18 年业绩出现大幅下滑, 但公司内生增长保持稳健。归母净利润较公司预计下调近 5 亿元, 主要因为公司对中粮包装的股权投资经评估机构测试后认为存在减值。但中粮包装前董事会主席王金昌先生于 19 年起任加多宝董事长, 双方合作释放积极信号, 仲裁事宜存在改善空间。中粮包装 18 年业绩受到原材料(马口铁)价格上行及加多宝仲裁拖累, 于 18 年 2 季度停止向加多宝供罐并于 18 年下半年恢复, 叠加二片罐行业景气度回暖, 中粮包装盈利筑底向上拐点基本确立。

图表 34: 龙头包装企业收入增速

收入增速	2017A	2018A	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
合兴包装	91.8%	39.1%	76.1%	100.6%	89.6%	-9.3%	8.2%
奥瑞金	-3.4%	11.3%	53.8%	0.4%	0.5%	6.4%	2.9%
劲嘉股份	6.1%	14.6%	8.1%	18.8%	13.3%	17.9%	24.1%
裕同科技	25.4%	23.5%	16.2%	31.5%	16.4%	28.9%	10.5%
行业平均	13.7%	11.8%	27.3%	26.3%	19.8%	10.3%	12.7%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 35: 龙头包装企业利润增速

业绩增速	2017A	2018A	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
合兴包装	-66.0%	64.5%	60.6%	791.3%	127.2%	-745.7%	17.5%
奥瑞金	-39.0%	-68.0%	31.1%	-1.4%	1.3%	-1020.4%	11.0%
劲嘉股份	0.6%	26.3%	21.1%	30.5%	25.8%	29.4%	21.8%
裕同科技	6.5%	1.5%	-14.1%	-14.9%	-7.8%	25.6%	10.7%
行业平均	9.4%	-1.3%	-5.7%	38.5%	9.8%	-19.7%	16.5%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

19Q1 龙头包装企业收入增长放缓，业绩增速快于收入。合兴包装、裕同科技 19Q1 收入增速均低于行业平均，主要因包装纸价下行，影响包装产品单价，但销量仍维持较高增长以支撑收入双位数增长。奥瑞金 19Q1 收入放缓同样因为原材料价格降低，公司适当下调部分产品销售价格。但是三家包装企业业绩增速均高于收入，表明成本和费用管控能力优化。龙头包装企业 18~19Q1 期间费用率均出现下降，表明公司管理运营带来效率提升。

图表 36: 龙头包装企业毛利率变化

毛利率	2017A	2018A	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
合兴包装	14.3%	12.5%	11.7%	11.6%	12.6%	13.5%	12.3%
奥瑞金	27.6%	25.8%	26.9%	28.3%	25.9%	21.9%	26.7%
劲嘉股份	44.1%	43.7%	47.1%	40.9%	43.5%	43.1%	43.8%
裕同科技	31.5%	28.5%	25.2%	24.0%	31.2%	30.7%	27.1%
行业平均	24.0%	23.6%	23.6%	22.4%	23.3%	24.5%	23.8%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 37: 龙头包装企业净利率变化

净利率	2017A	2018A	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
合兴包装	2.2%	2.3%	3.0%	13.5%	2.6%	-5.9%	2.6%
奥瑞金	9.4%	2.7%	10.5%	11.8%	11.3%	-24.7%	11.5%
劲嘉股份	22.8%	24.2%	28.8%	23.9%	24.3%	20.5%	27.4%
裕同科技	13.4%	11.4%	8.7%	8.3%	13.3%	13.2%	9.0%
行业平均	8.7%	7.9%	8.6%	9.9%	8.4%	4.7%	8.8%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 38: 龙头包装企业期间费用率变化

		合兴包装	奥瑞金	劲嘉股份	裕同科技
销售费用率	2017A	4.4%	3.2%	3.6%	4.3%
	2018A	4.0%	3.8%	3.5%	4.4%
	2018Q1	3.6%	3.7%	3.3%	4.9%
	2019Q1	3.7%	3.4%	3.0%	4.2%
管理费用率	2017A	4.9%	7.2%	13.3%	9.2%
	2018A	3.8%	6.8%	12.7%	9.5%
	2018Q1	3.5%	5.4%	12.0%	10.9%
	2019Q1	4.4%	5.9%	9.3%	12.6%
财务费用率	2017A	1.4%	5.5%	0.3%	2.4%
	2018A	1.0%	3.6%	-0.2%	1.4%
	2018Q1	0.5%	5.2%	-1.1%	6.0%
	2019Q1	0.7%	3.7%	-0.4%	4.1%
期间费用率	2017A	10.8%	15.9%	17.2%	15.9%
	2018A	8.8%	14.2%	16.0%	15.4%
	2018Q1	7.6%	14.3%	14.2%	21.8%
	2019Q1	8.8%	12.9%	11.9%	20.9%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

包装纸价格预计保持平稳，弱化龙头包装企业周期属性，未来成本端压力有望继续缓解。纸包装企业的主要原材料为箱板瓦楞纸，国内箱板瓦楞纸行业经历了 2017-2018 年持续高价格格局之后，进口原纸渠道日渐成熟，一旦国内原纸价格波动至进口原纸价格之上，原纸进口量将出现大幅增长现象，因此我们认为，进口原纸价格将成为国内价格的有效阻力。加之大量高性价比废纸原材料流入周边国家，我们预计未来来自东南亚及南亚地区的进口原纸将极具竞争力，国内原纸价格将大概率较难出现大幅波动现象，龙头包装企业因原材料价格波动导致的业绩周期性将大幅降低。

包装行业平台化整合推进，长期仍维持稳健增长态势。合兴包装使用 PSCP 平台横向整合中小型包装企业，裕同科技同样以 S2B 模式展开整合。以合兴包装为例，公司 PSCP 赋能型整合平台从 2016 年至今已进入第四个年头，规模从 2016 年的 2 亿增长至 2018 年的 28 亿的同时，实现了公司资产负债率逐级下行，19Q1 公司资产负债率为 53.5%，环比去年末继续下滑 3.4 个百分点；资产周转率逐年提升，经营性现金流净额为 1.3 亿，同比增加 3.2 亿；收现比为 84.6%持续改善，ROE 稳步上行。公司业务扩张过程伴随资产结构及运营效率持续优化，轻资产整合模式得到持续验证，包装龙头企业平台化整合之路持续推进，长期看仍将维持稳健增长态势。

风险提示

地产销售不及预期，原材料价格波动，平台化整合不及预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com