

轻工制造2021年秋季策略

布局零售家居优质资产，聚焦新经济赛道

行业评级：看好

史凡可/傅嘉成

2021年8月

姓名

史凡可

傅嘉成

邮箱

shifanke@stocke.com.cn

mali@stocke.com.cn

电话

18811064824

18601049122

证书编号

S1230520080008

S1230520070002

□ 持续推荐格局优化、效率提升的零售家居龙头

- **软体家居：**软体赛道格局优、增速快，龙头份额提升逻辑通顺，在品类融合与供应链效率提升方面已经与中小品牌拉开了较大差距。结合当前估值和中期成长性（顾家26X、敏华25X、喜临门20X），持续推荐布局软体家居赛道龙头**顾家家居、敏华控股、喜临门**。
- **定制家居：**定制龙头回调充分，当前估值极具性价比，持续推荐龙头**欧派家居、志邦家居**。

□ 聚焦新经济，优选优质成长标的

- **新型烟草：**HNB蓄势待发、雾化政策落地后必将利好格局集中，持续推荐**华宝国际**（HNB唯一耗材标的）、**思摩尔国际**（雾化技术全球领先、配置性价比较高）。
- **个护：**聚焦消费升级与线上流量，建议关注具备渠道优势的品牌商**百亚股份、可靠股份**。
- **文具：**传统文具稳定增长、办公集采贡献增量、零售业态逐步跑通，持续推荐**晨光文具**。

□ 原料压力缓解、竞争格局优化，关注包装龙头

- **纸包装：**烟酒、纸塑成长性突出，智能工厂降本增效，持续推荐**裕同科技**。
- **金属包装：**供需格局优化、提价覆盖成本，龙头二片罐盈利改善明显，关注客户结构较优、年初原材料锁价的**宝钢包装**；二片罐产能利用率提升、盈利改善的**奥瑞金**。

□ 风险提示

- 疫情影响持续时间超出预期或于冬季反复、贸易摩擦导致制造企业订单受影响、原材料价格或汇率剧烈波动，影响盈利能力

目录

CONTENTS

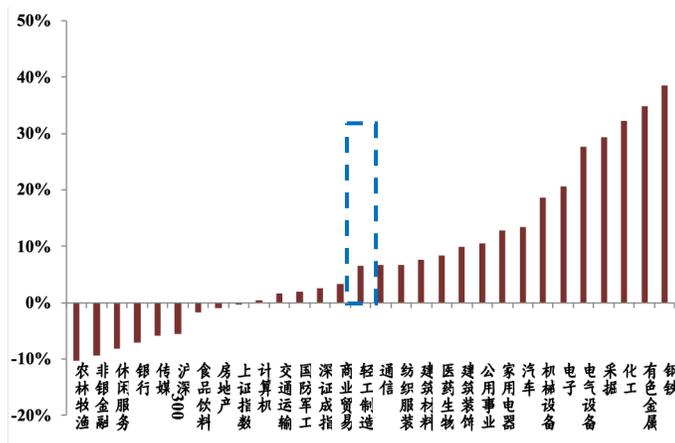
- 01 H1板块延续低配，低估值个股受青睐
- 02 家居板块：产业进入提效阶段，重点推荐零售家居
- 03 新型烟草：成长景气向好，卡位核心资产
- 04 必选：消费升级、电商崛起
- 05 包装板块：制造升级、景气上行
- 06 造纸板块：旺季将至，景气有望筑底回升
- 07 风险提示

01

H1板块延续低配，低估值个股受青睐

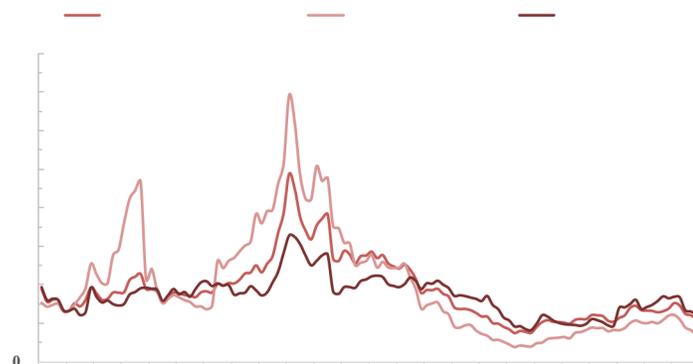
- 综合涨幅跑赢大盘：**截至2021年8月9日，上证综指-0.43%；深证成指+2.47%；轻工制造年内涨幅6.45%，跑赢沪深300。行业细分赛道涨跌幅排序依次为文娱用品(+6.76%)、家居(+4.21%)、造纸(+8.97%)、其他家用轻工(-6.98%)、包装印刷(-0.78%)。
- 轻工涨幅居行业中游水平：**横向比较，轻工制造板块年内涨幅表现及估值水平均处于申万一级行业的48.20%分位。
- 低估值个股涨幅居前：**截至2021年8月9日，板块中涨幅居前的公司包括*ST赫美(+470.75%)、*ST永林(+167.09%)、岳阳林纸(+147.93%)。
- 轻工估值仍处历史低位：**截至2021年8月9日，轻工制造行业估值约为23.27X，处于历史的18.30%分位。细分板块中造纸估值约为15.42X，处于历史15.80%分位；家居估值约为25.39X，处于历史19.10%分位。

图：本年度市场涨跌幅



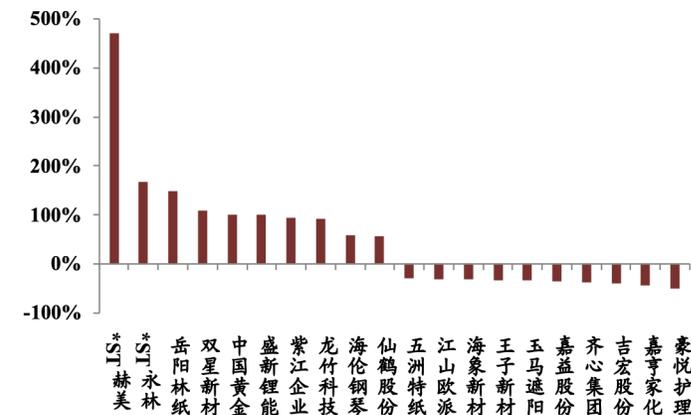
数据来源：Wind，浙商证券研究所

图：轻工制造行业市盈率



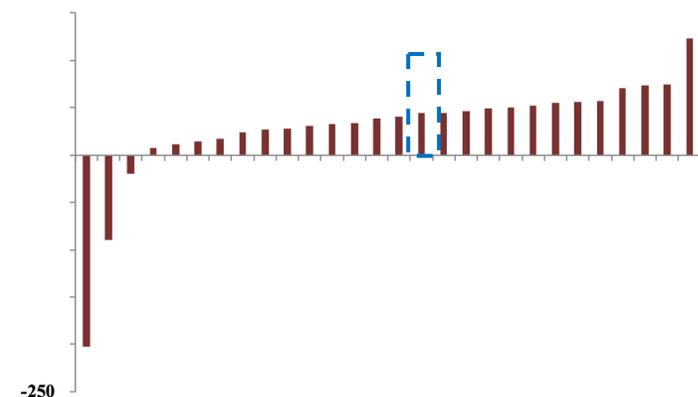
数据来源：Wind，浙商证券研究所

图：板块年度涨跌幅前十股票



数据来源：Wind，浙商证券研究所

图：行业市盈率比较



数据来源：Wind，浙商证券研究所

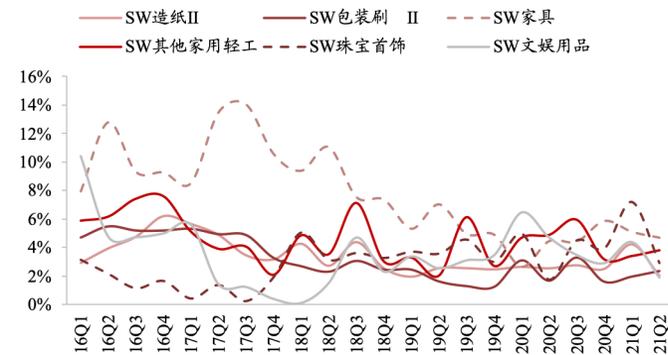
□ **消费白马更受外资青睐。**轻工板块外资持股市值前三分别为公牛集团、欧派家居、晨光文具，对应持股金额132亿、60亿、40亿，占总市值比例11.76%、6.38%、5.65%。

□ **板块延续低配，优质概念个股加仓居前。**21H1轻工基金持仓比例3.07%，环比下降0.93pct。个股来看，年内仙鹤股份、集友股份、松霖科技基金加仓市值居前，分别达到8.25亿、4.05亿、3.90亿。

图：轻工板块基金公司持股情况



图：轻工板块基金公司持股情况



图：轻工板块公司外资持股情况

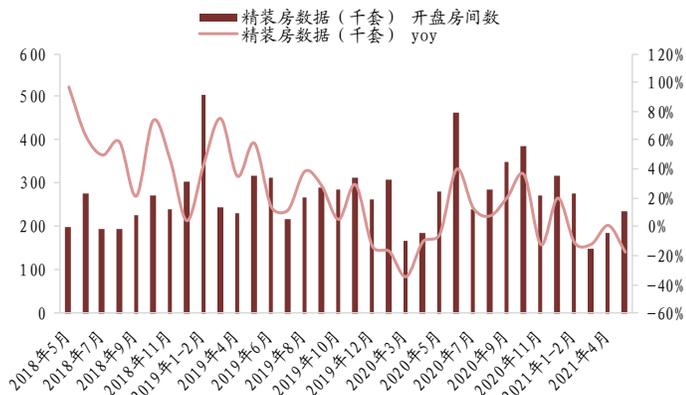
	基金持股市值 (亿元)	基金持股比例	基金加仓市值 (亿元)	基金加仓比例	外资持股市值 (亿元)	外资持股比例		
顾家家居	53.96	15.65%	仙鹤股份	8.25	3.02%	公牛集团	131.77	11.76%
欧派家居	41.88	8.11%	集友股份	4.05	4.45%	欧派家居	60.25	6.38%
晨光文具	41.00	13.10%	松霖科技	3.90	4.38%	晨光文具	39.99	5.65%
公牛集团	38.88	23.21%	盛新锂能	2.56	0.61%	索菲亚	39.85	21.12%
盛新锂能	34.20	7.49%	岳阳林纸	2.04	1.10%	百亚股份	29.49	27.74%
太阳纸业	21.83	16.93%	皮阿诺	0.32	0.94%	中顺洁柔	20.08	7.12%
尚品宅配	20.07	20.48%	潮宏基	0.26	0.49%	顾家家居	19.76	4.30%
裕同科技	17.45	15.50%	姚记科技	0.25	0.35%	裕同科技	19.33	7.34%
松霖科技	14.64	12.05%	可靠股份	0.14	0.19%	仙鹤股份	8.40	3.08%
仙鹤股份	11.15	1.06%	昇兴股份	0.07	0.14%	盛新锂能	7.31	1.73%

02

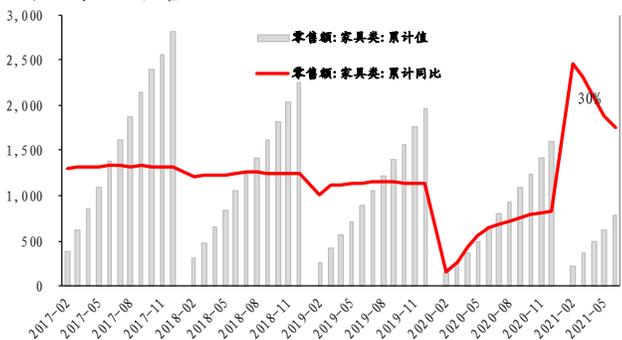
家居板块：
产业进入提效阶段，重点推荐零售家居

- 国内地产竣工端/销售端向好：1-6月的地产销售、竣工数据持续向好，其中6月商品住宅新开工/竣工/销售面积分别同比-3.4%/+63.2%/+6.7%，同比19年6月分别+6.0%/+55.7%/+11.0%，新开工数据略有波动，但竣工表现亮眼，预计系地产商加速竣工优化报表质量，继续看好全年竣工逻辑兑现。
- 精装房开盘持续走弱，2B业务预计承压：（1）20年初起精装开盘数据持续走弱，2B业务增长持续性有限；（2）恒大回购风险引发市场担忧，2B景气预计承压。
- 持续建议聚焦2C，首选软体赛道：21年1-6月家居累计零售额781亿元，同比+30%。其中零售龙头表现更优，龙头份额持续提升，下半年强烈建议关注格局更优、开店更快的软体赛道，持续推荐性价比凸显的软体标的顾家家居、敏华控股、喜临门以及大家居进展顺利的欧派家居。

图：精装开盘套数



图：家居零售额



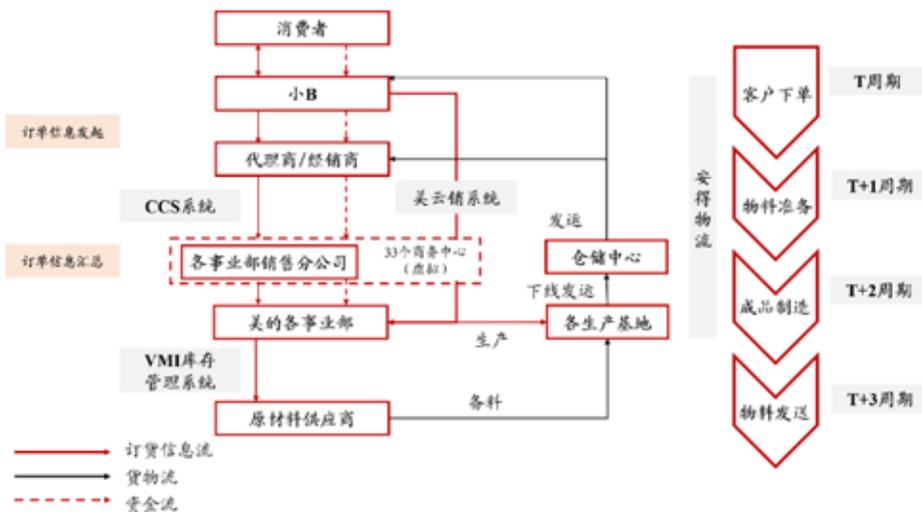
图：家居公司2B业务梳理

品类	品牌	B端业务主要客户及占比	20年B端业务营收及同比增速（亿元）	20年B端业务占比	20年B端业务盈利水平	21年B端业务预期增速
木门	江山欧派	前5大客户占比64.80%，万科地产（24.73%）、恒大（20.6%）、保利地产、阳光城、新城控股	26.07亿（+54.80%）	91%	毛利率：33.61%	+50%
定制橱柜	金牌厨柜	TOP3只做了万科，主要合作地产商TOP150	8.08亿（+71.22%）	31%	毛利率：18.5%	+50%-60%
	欧派家居	前5大客户占比30%，龙湖、保利、碧桂园、中海、中铁	26.8亿（+24.05%）	18.2%	毛利率：32.7%	+30%以上
	皮阿诺	地产TOP10全部合作，主要是恒大（约占比50-60%），新开发保利、龙湖、融创等	约6+亿	40-45%	-	+40-50%
	志邦家居	前5大客户占比占60%，主要是中南、绿地、新城、阳光城、保利	11.8亿（+84%）	30.73%	净利率：11%-12%	+50%-60%
定制衣柜	索菲亚	主要客户包括恒大（占比约50%）、万科、保利、融创、绿城、越秀城建等	15.04亿（+99%）	18%	-	+30-50%
地板	大亚圣象	万科、保利、碧桂园，万科占20%-30%，保利、碧桂园各自不到10%	+40%	占木地板45%	-	+30%以上

□ 对标家电看家居，供应链效率提升必是大家居阶段竞争的核心要素。

回顾美的优化供应链历程：（1）2015年美的旗下**安得智联“一盘货”战略**在全国实施，整合了美的2000多个经销商仓库，从中选取100余个配送中心对美的国内线上线下销售渠道库存进行统一管理，**实施统仓统配**。2019年，美的仓库从2244个下降到138个，仓库面积从552万平方米降低至166万平方米，极大的降低了美的的仓储费用；存货周转天数由51天缩短到35天，订单交付周期由45天缩短到20天，存货占比由17.6%降至11.2%。（2）2016年推行**“T+3”运营模式**优化物流效率，从“以产定销”转向“以销定产”，**以T为基准点，3天为周期，推进全流程无缝衔接**，减少供货的中间环节，以实现最小化供应链库存。美的最早在“小天鹅”推行“T+3”模式，在此模式的推动下小天鹅业绩持续改善，其库存面积大幅缩减，其“备货、生产、配送”整个周期只需2周。（3）2020年美的发布工业互联网品牌**“M.1oT美擎”**利用**大数据贯穿整个企业产业链**，**将美的集团的经验向制造业企业输出**，促进各制造业柔性制造、智慧物流、数字营销、数字客服等深度变革，例如提升设备维修速度，降低安全风险等。

图：美的“T+3”供应链体系

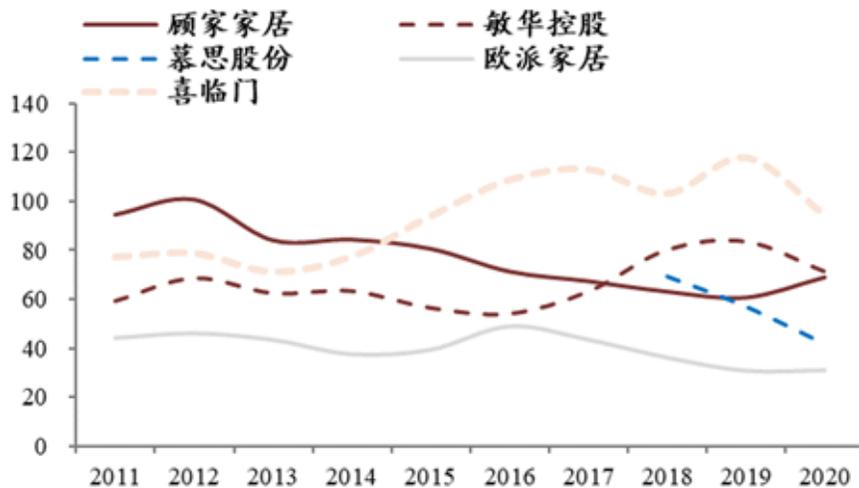


图：美的存货/资产比率持续下降

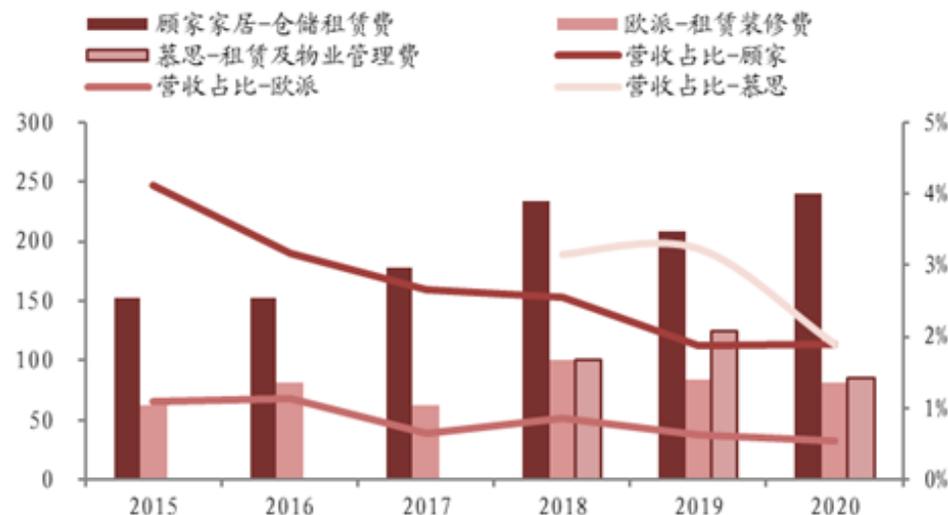


- **再看家居企业的供应链优化积累进程：**（1）**顾家家居：**智慧供应链体系逐渐成形，中心仓配服务开始推进。18年开始和苏宁开展物流合作、并持续扩大覆盖区域，提升配送效率，落地硬件配置；19-20年顾家区域零售运营中心建立，其重要智能之一就是建立中心仓实现统配、减少经销商仓库压力；20年底顾家牵手华为制定“113”供应链变革方案，优化现有业务流程架构，通过全方位打通计划、订单、制造、采购、销售回款、销售付款等供应链内端到端流程。（2）**欧派家居：**18年开始大力投入信息化建设，19年与华为展开合作，通过CAXA系统打通多品类融合的供应链体系，为整装业务打下坚实基础。（3）**敏华控股：**在武汉、重庆、青岛、沈阳等全国多个城市设立了中心仓，配有近300辆专业物流配送车；垂直整合供应链，铁架、马达、海绵、弹簧等核心部件方面基本完全自产，原料采购优势明显。（4）**慕思股份：**建立全球供应链采购系统、提升采购效率，同时加强信息化建设，打通销售、财务、排产、采购、生产、库存、物流等全流程环节，实现供应链整体效率的提升。（5）**喜临门：**实现订单式采购以及低库存的精益采购，并通国SRM系统管理供应商，实现计划、订单、送货、对账的信息有效传递，提升了采购效率和透明度。
- **总体来看，龙头在供应链效率提升方面已经与中小品牌拉开了较大差距。结合当前估值和中期成长性（欧派对应今年33X，顾家26X、敏华25X、喜临门20X），我们更加推荐布局软体家居赛道龙头顾家家居、敏华控股、喜临门，大家居进展顺利的欧派家居。**

图：龙头存货周转天数(天)



图：龙头仓储&物业租赁费占比持续下行



03

**新型烟草：
成长景气向好，卡位核心资产**

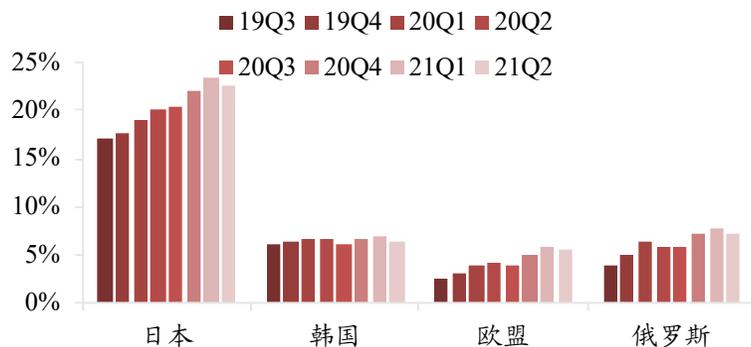
■ 菲莫国际:

- **决定逐步退出卷烟市场，全球新型烟草替代卷烟进程加速。**7月26日，菲莫国际宣布计划在10年内停止在英国销售传统卷烟，以引导烟民改用危害更低的电子烟，助英国实现“在2030年前成为无烟国家”的控烟目标。
- **用户数量超两千万，新产品ILUMA8月日本首发。**IQOS用户数量截至21Q2增长为2100万，环比增长约5.2%，其中已从传统卷烟消费者转化为IQOS消费者占比为73.13% (+1.13pct)。新一代IQOS ILUMA预计8月在日本发售，将支持更便捷的换弹操作以及带来更高的转化率。ILUMA基于Smartcore感应技术导入新的内部加热科技，有多种型号，对应新一代的HTU耗材，预计烟具和耗材的价格均有一定提高。

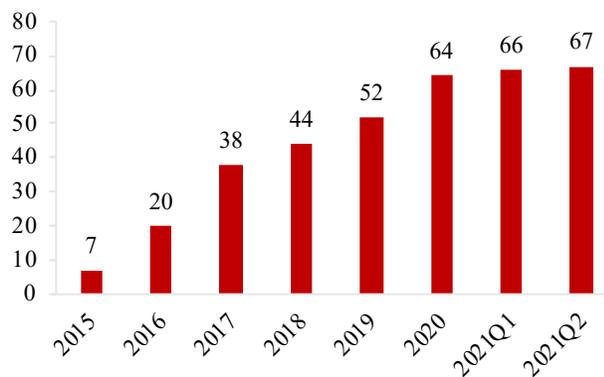
■ 英美烟草:

- **三大新型烟草产品线齐发力，核心区域份额提升。**目前英美的新产品组合被简化为三条产品线，包括雾化电子烟品牌Vuse（占英美整体雾化产品的90%左右），先进口服产品品牌Velo（占英美整体先进口服产品的50%以上）和加热烟草产品Glo。后续公司还计划通过这三条新型烟草产品线，实现2025年新型烟草板块50亿英镑的年收入目标。从销售额来看，Vuse在21H1的销售额上升59%，Glo增长38%，Velo增长63%，均有亮眼表现。

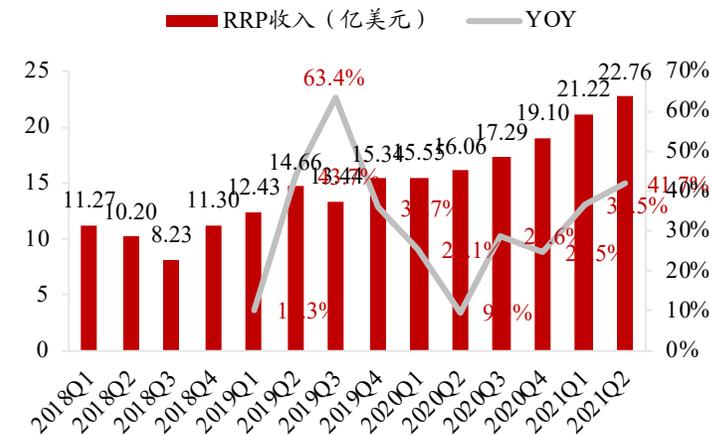
图：IQOS在核心地区渗透率变化



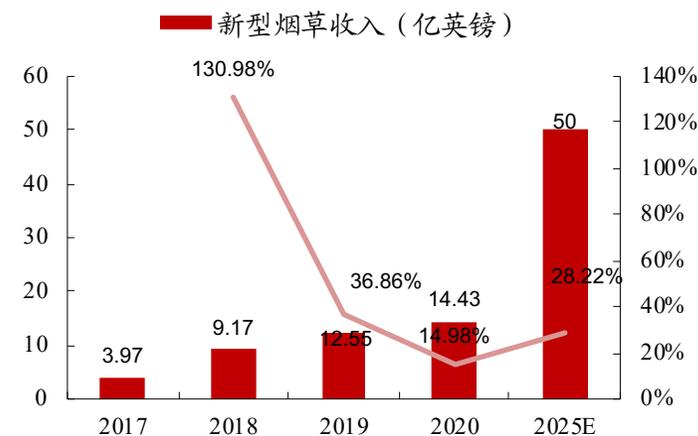
图：IQOS地区拓展情况



图：菲莫国际RRP业务收入&YOY



图：英美烟草RRP业务业务收入&YOY



- **21Q2线下渠道野蛮扩张模式遇冷：**年初以来各大品牌加大展会招商、开店力度（例如悦刻到5月底全国已有20337家门店，较年初新增1万家），线下门店密度尤其是一二线城市大幅提高，前期流量红利逐渐被摊薄、内卷现象严重。根据蓝洞新消费，5月电子烟店主业绩调查显示，47.7%的店主销售业绩出现环比下滑，主要原因是：（1）行业开店数量太多、分流严重；（2）微商、通配泛滥；（3）行业负面信息增多、用户产生恐惧；（4）开始低价甩货，价格竞争加剧。同时，一二线城市消费者教育做的较好、购买力较强从而接受度更高，但渠道下沉至三四五线城市的过程中遇到阻力。从蓝洞新消费统计的门店样本来看，4-6月悦刻、柚子等品牌，单店流水均呈逐月下滑趋势，到7月目前仍未有明显向好趋势。
- **后续判断：**Q2库存压力见顶，Q3业已企稳，思摩尔订单&发货预期预期维稳。

图表：国内主要电子烟品牌线下渠道布局的推进

品牌	日期	计划/行动
RELX悦刻	2020年1月11日	宣布启动新零售“361计划”，将在未来3年累计投入6亿助力国内线下1万家RELX
	2020年2月11日	设立2000万元“零售门店帮扶基金”
	2020年4月22日	宣布与美国电器展开全面合作，进驻国美500家门店及国美旗下其他品牌门店
	2020年4月29日	RELX悦刻进驻尚美生活集团全国500家门店
铂德	2021Q1	每月新增门店1300+，预计4-5月完成H1原定开店计划6000家
	2019年底	启动“千城万店计划”，准备投入3亿元补贴，在全国1000座城市开设10000家加盟店
魔笛MOTI	2020年2月25日	3月份起，将陆续投入10000台迷你售卖机设备、1000台自动贩卖机设备、600家店中店专柜陈列物料，全面助力代理加盟合作伙伴线下生意拓展
	2021年3月	开店1721家（2月拥有1000家）
VAZO	2019年下半年	大量资金投入在线下店铺运营支持方面，包括设计支持、装修支持、人员培训、货品支持及补贴等
	2020年4月1日	正式入驻重庆永辉超市
AN小彩条	2018年上市至今	已经覆盖全国各省市，进驻了红旗连锁、中石化易捷、鑫斛药莊、壳牌、罗森等大型零售连锁渠道
	2020年	计划进一步扩大线下销售渠道入驻上万家精品连锁终端门店共同合作推广电子烟市场
唯它 vitavp	2020年4月30日	宣布已经全面入驻国内手机连锁企业迪信通旗下500家门店，包括100家UP+门店
柚子	2021年3月	门店数量即将突破4000家（较年初+1500家）
小野	2021年3月	开店超过1100家（2月拥有1500+家）

图表：思摩尔主要品牌5月度出货量

主要客户5月度出货量	单位：万颗
悦刻	6000
YOOZ	700
雪加	800
魔笛	700
小野	300
英美	4500
帝国Bl u	600-700
N OY	100-200

图表：21Q2年国内主要客户门店经营情况

门店情况	营业收入	利润情况
悦刻店4月情况	52,300	11,000
悦刻店5月情况	51,700	10,700
悦刻店6月情况	36,700	7,500
YOOZ店4月情况	23,000	4,400
YOOZ店5月情况	14,000	3,000
YOOZ店6月情况	10,000	2,700
魔笛店6月情况	15,000	4,000
通配店4月情况	19,000	3,000
通配店5月情况	12,000	2,000
通配店6月情况	8,000	1,700

图表：思摩尔敏感性测算

单位：百万元	2020	2021	2022	2023
中性：国内业务收入（悦刻+其他国内客户）	2709.06	5415.69	7008.82	9250.59
YOY		99.91%	29.42%	31.98%
业务占比	27.06%	37.08%	36.83%	37.26%
PE	70.66	47.29	35.74	27.13
乐观：21Q3国内业务增速55%				
国内业务收入（悦刻+其他国内客户）		5756.75	8922.96	13830.59
收入减少金额		(341.06)	(1914.14)	(4580.00)
预期总收入	14945.19	20943.13	29407.20	29407.20
YOY	49.30%	40.13%	40.41%	40.41%
预期总利润	5813.02	8145.96	11438.11	11438.11
YOY	49.30%	40.13%	40.41%	40.41%
PE	47.32	33.77	24.05	24.05
中性：21Q3国内业务增速30%				
国内业务收入（悦刻+其他国内客户）		5418.12	7043.55	9156.62
收入减少金额		(2.43)	(34.73)	93.97
预期总收入	14606.56	19063.72	24733.23	24733.23
YOY	45.921%	30.515%	29.740%	29.740%
预期总利润	5681.31	7414.95	9620.14	9620.14
YOY	45.92%	30.51%	29.74%	29.74%
PE	48.42	37.10	28.60	28.60
悲观：21Q3国内业务增速10%				
国内业务收入（悦刻+其他国内客户）		4874.12	5361.53	5897.68
收入减少金额		541.57	1647.29	3352.91
预期总收入	14062.56	17381.70	21474.30	21474.30
YOY	40.486%	23.603%	23.545%	23.545%
预期总利润	5469.72	6760.72	8352.56	8352.56
YOY	40.49%	23.60%	23.55%	23.55%
PE	50.30	40.69	32.94	32.94

- **全球最大电子雾化设备制造商。**麦克韦尔在全球电子雾化设备的市占率由17年的5.8%快速升至20年的20.0%，位列全球第一，期间竞争对手的市占率萎缩。其母公司思摩尔于2020年7月10日正式在香港挂牌上市，截止21年5月30日市值达到3078亿港元。
- 20年思摩尔业务90%以上与新型烟草行业相关，分享行业增长红利的时候，凭借在行业中推出革命性陶瓷雾化技术“Feelm”极大增强了竞争力和定价权，并与英美烟草、奥驰亚、日本烟草、NJOY、悦刻等顶尖电子雾化领域客户形成深度绑定。
- **政策规范推动龙头集中度提高，估值性价比突出。**（1）国内政策规范将至、美国PMTA有望年内落地，均将加速杂牌出清，而思摩尔绑定的一线优质品牌份额将稳步提升。（2）vs竞对：思摩尔在陶瓷芯领域的一致性和良率在行业内保持大幅领先，竞对需要时间验证。（3）其他储备：HNB&医疗领域研发储备丰富，明后年开始贡献增量。（4）估值性价比凸显：即使考虑国内增速降档、但海外将保持较快增长，作为雾化科技领军龙头、当前估值性价比突出。

图表：思摩尔占悦刻采购额测算

单位：百万元	2019	2020	2021Q1
悦刻营业成本	968.41	2292.10	1216.00
悦刻存货	219.31	329.12	197.47
合计采购金额	1187.72	2401.91	1084.35
思摩尔占悦刻总采购额比例	72.00%	80.00%	-
悦刻从思摩尔采购金额	877.62	1921.53	-
思摩尔占悦刻营业成本比重	90.62%	83.83%	-
思摩尔占悦刻应付账款比例	69.00%	85.00%	-
悦刻总应付账款	499.02	1459.78	1561.47
思摩尔占悦刻应付账款金额	344.32	1240.81	-
思摩尔总收入	7614.82	10079.30	-
悦刻占思摩尔收入比重	11.53%	19.06%	-

	21Q1	21Q2预告中位数	21H1下限	21H1上限	21H1预告中位数	悲观	21Q3中性	乐观	悲观	21Q4中性	乐观
收入	30.69	43.69	70.66	78.09	74.37	31.78	33.50	34.80	36.91	38.86	41.79
YOY	213%	51%	82%	101%	92%	11%	17%	21%	14%	20%	29%
调整后利润	12.27	17.48	28.26	31.24	29.75	12.71	13.40	13.92	14.77	15.55	16.72
YOY	287.80%	76%	116.07%	138.81%	127%	10%	16%	21%	3%	9%	17%
调整后净利率	40%										
国内收入	12.27	17.48	24.73	27.33	29.75	8.63	10.35	11.65	10.73	12.68	15.61
占比	40%	40%	35%	35%	40%	27%	31%	33%	29%	33%	37%
YOY	527%	101%			207%	0%	20%	35%	10%	30%	60%
国外收入	18.41	26.21	45.93	50.76	44.62	23.15	23.15	23.15	26.18	26.18	26.18
占比	60%	60%	65%	65%	60%	73%	69%	67%	71%	67%	63%
YOY	169%	29%			53%	15%	15%	15%	15%	15%	15%

注：标蓝数据为核心假设；思摩尔21Q3国内业务出货环比Q2会有较大下滑，海外业务假定下半年保持15%增长。

- HNB发展趋势不可逆，拉动海内外烟用香精、薄片空间抬升。**HNB用薄片/香精单位使用量分别是传统卷烟的5-10/10-20倍。在10%/20%/50%渗透率下，国内HNB用薄片市场规模分别为112.22/224.44/561.09亿元，HNB用香精市场规模分别为45.53/ 91.06/ 227.64亿元。
- 华宝国际：公司系国内香精绝对龙头，深耕香精香料和烟草薄片。**（1）香精香料领域，公司销售额中国TOP1，尤其烟用香精在国内市场占比30-40%。公司研发人员配比、投入显著高于国内同行。（2）烟原料方面，华宝HNB专利积累丰富，产能国内领先。公司与各地中烟系深度合作超10年，在有薄片生产牌照的13家公司中持股1家控股2家，参与烟草薄片生产占据薄片生产环节重要地位。
- 持续重点推荐HNB唯一耗材标的华宝国际：**HNB趋势明显，华宝在国内有望复制与中烟在传统烟草领域合作模式，切入中烟HNB供应链体系；海外即将接入大客户订单，验证华宝香精、薄片技术全球领先水平，另外自主品牌Nuso海外进展顺利。公司新增印尼产线有望供应充足动能。

图表：传统卷烟与HNB烟草薄片、香精市场需求规模对比

单位：百万元（人民币）	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
主营业务收入	3360.49	3426.97	3273.19	3482.89	3848.63	4241.04	3854.06
yoy		1.98%	-4.49%	6.41%	10.50%	10.20%	-9.12%
主营业务成本	982.83	1030.64	1019.1	1212.07	1262.1	1495.63	1411.65
yoy		4.86%	-1.12%	18.94%	4.13%	18.50%	-5.62%
毛利润	2377.66	2396.33	2254.09	2270.82	2586.53	2745.41	2442.41
毛利率	70.75%	69.93%	68.87%	65.20%	67.21%	64.73%	63.37%
归母净利润	1568.12	1573.55	1208.42	1065.42	1263.80	1112.00	418.40
归母净利率	46.61%	45.86%	36.92%	30.57%	32.80%	26.22%	10.85%
香精	2512.06	2609.26	2339.48	2064.73	2215.14	2163.93	2085.03
yoy		3.87%	-10.34%	-11.74%	7.28%	-2.31%	-3.65%
食用香精	2444.91	2541.90	2271.12				
日用香精	67.15	67.36	68.35				
香精（华宝股份）	2217.10	2098.05	2084.91	2110.47	2075.32	2058.20	2005.59
yoy		-5.37%	-0.63%	1.23%	-1.67%	-0.82%	-2.56%
占比	65.98%	61.22%	63.70%	60.60%	53.92%	48.53%	52.04%
毛利率	73.82%	72.98%	73.93%	78.44%	77.64%	76.75%	76.44%
香精调整项（华宝国际-华宝股份）	294.96	511.21	254.57	(45.74)	139.82	105.73	79.44
香原料			289.61	439.45	596.97	620.41	638.70
yoy				51.74%	35.84%	3.93%	2.95%
占比			8.85%	12.62%	15.51%	14.63%	16.57%
毛利率			46.20%	49.86%	54.39%	46.60%	40.72%
烟草薄片	848.43	748.98	581.82	705.98	815.02	754.42	621.61
yoy		-11.72%	-22.32%	21.34%	15.45%	-7.44%	-17.61%
占比	25.25%	21.86%	17.78%	31.09%	31.51%	27.48%	25.45%
毛利润	58.81%	60.85%	63.20%	69.99%	77.02%	74.58%	73.44%
其中：传统薄片产量（吨）	848.43	748.98	581.82	705.98	815.02	754.42	615.61
单位价值（万元/吨）						2.51	2.05
yoy		-11.72%	-22.32%	21.34%	15.45%	-7.44%	-18.40%
毛利率	58.81%	60.85%	63.20%	69.99%	77.02%	74.58%	73.44%
其中：新型薄片							6.00
yoy							80.00%
毛利润							55.00%
净利率							502.75
调味品						700.39	502.75
yoy							-28.22%
占比						16.51%	13.04%
毛利率						40.70%	32.53%
新型烟草		68.73	62.29	271.01	221.50		
yoy			-9.38%	335.12%	-18.27%		
占比		2.01%	1.90%	7.78%	5.76%		
毛利率		40.32%	47.88%	-7.23%	-12.94%		

图表：传统卷烟与HNB烟草薄片、香精市场需求规模对比

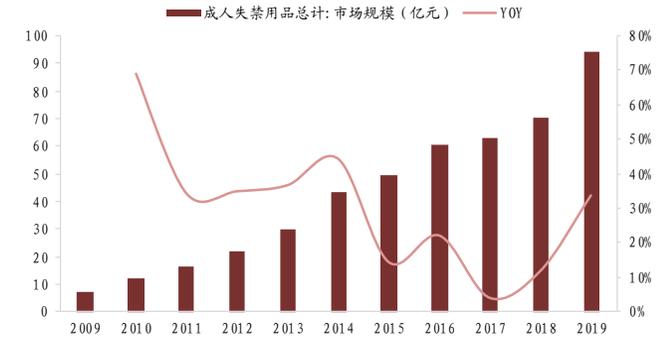
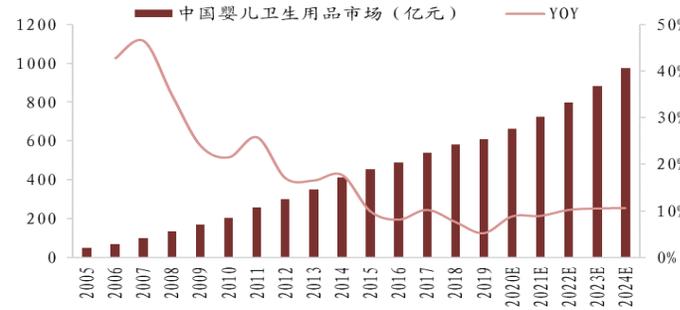
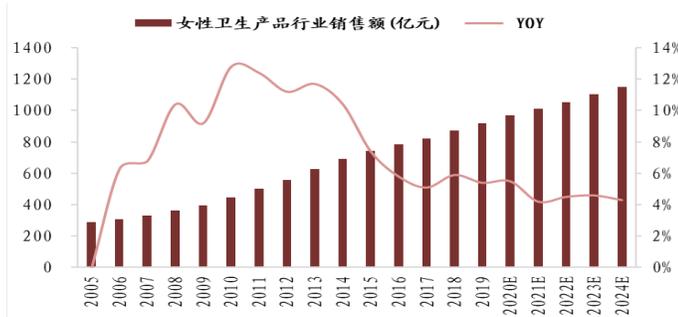
单位：亿元	短期10%渗透率	中期20%渗透率	长期50%渗透率
总烟草产量（万箱）	4750	4750	4750
渗透率	10%	20%	50%
HNB 烟弹产量（万箱）	475	950	2375
薄片			
传统薄片单位使用量（吨/万箱）	17.5	17.5	17.5
传统薄片单位价值（万元/吨）	4	4	4
国内传统薄片市场规模（亿元）	29.93	26.60	16.63
新型薄片单位用量（吨/万箱）	135	135	135
新型薄片单位价值（万元/吨）	17.5	17.5	17.5
国内HNB薄片市场规模（亿元）	112.22	224.44	561.09
香精			
传统香精单位使用量（吨/万箱）	0.35	0.35	0.35
传统香精单位价值（万元/吨）	142	142	142
国内传统香精市场规模（亿元）	21.38	19.00	11.88
新型香精单位用量（吨/万箱）	6.75	6.75	6.75
新型香精单位价值（万元/吨）	142	142	142
国内HNB香精市场规模（亿元）	45.53	91.06	227.64

04

必选：消费升级、电商崛起

- 女性个护、婴儿纸尿裤聚焦消费升级，成人失禁成长空间可期：**（1）女性个护：05-19年我国女性卫生用品市场规模由290亿增至918亿，CAGR为8.6%，增量来自单价提升；（2）婴儿纸尿裤：15-19年我国婴儿卫生用品市场规模由48亿增至611亿，CAGR达19.9%（其中量CAGR为16.4%、价CAGR为1.9%），国产品牌替代崛起；（3）成人纸尿裤：2009-2019年成人失禁用品规模从7.23亿元增长至93.9亿元，CAGR为29.23%，当前国内渗透率仅3%，伴随老龄化进程加剧，成人失禁赛道潜力十足。
- 把握电商崛起主旋律：**14-19年，女性个护、婴儿纸尿裤电商占比分别从8.5%、20.4%提升至20.9%、44.0%；15-20年，成人失禁用品电商占比从16%提升至35.5%。个护类产品作为偏标品消费，渠道流量线上化趋势明显，拥抱新零售更易弯道超车。
- 重点关注优质次新百亚股份**（从区域走向全国、电商改革初具成效）、**可靠股份**（卡位成人失禁黄金赛道、自主品牌先发优势显著）。

图：细分赛道市场空间&渠道占比变化



卫生巾渠道	2019	2014
线下门店渠道	79.1%	91.5%
杂货零售渠道	75.9%	88.2%
现代杂货零售渠道	61.5%	69.3%
便利店	3.3%	3.0%
折扣店	0.1%	0.1%
加油站零售商	0.1%	0.1%
特大型超市	13.8%	15.1%
超市	44.2%	51.0%
传统杂货零售商	14.4%	18.9%
非杂货零售渠道	3.2%	3.3%
美妆、个护专营店	3.2%	3.3%
线上渠道	20.9%	8.5%

婴儿纸尿裤渠道	2019	2014
线下渠道	56.0%	79.6%
零售渠道	28.3%	60.2%
现代零售渠道	27.3%	56.9%
便利店	0.1%	0.3%
折扣店	0.1%	0.2%
特大型超市	8.1%	14.1%
超市	19.0%	42.3%
传统零售商	1.0%	3.3%
非零售渠道	27.7%	19.5%
美妆、个护专营店	0.5%	1.7%
母婴店	27.2%	17.8%
电商渠道	44.0%	20.4%

市占率%	2020	2015
线下渠道	64.5	84
超市等杂货渠道	44.6	64.5
非杂货渠道	19.9	19.5
健康用品&美妆专门店	5.5	6.5
其他	14.4	13
电商	35.5	16

- 消费升级趋势明显，高端纸品增长亮眼。** 伴随社会多极化发展，国内生活用纸消费呈现分化趋势，高端纸品表现靓丽。维达国际、中顺洁柔专注中高端纸品，增长明显跑赢对手，2013-2019年维达国际、中顺洁柔的生活用纸收入CAGR为12.13%、17.12%，高于同行。从品牌零售端市占率来看（终端口径），维达、洁柔2015-2020年市占率分别增长1.1pct、2.5pct至9.3%、6.0%。
- 渠道流量线上化，电商是龙头制胜核心。** 生活纸高频消费、体积/重量较大的特性尤为适配电商销售，叠加中国消费者消费习惯线上化，电商渠道发展迅速，2015-2020年行业电商渠道占比从8.1%上升至16.9%。2015-2020年维达、恒安、洁柔电商渠道收入分别从10.13、6.96、2.43增长至52.88、42.73、27.48亿元，CAGR分别为39.18%、43.75%、62.43%，其中维达龙头地位稳固、洁柔增速最快。
- Q2淡季需求略有承压，期待旺季业绩环比向上。** 原材料价格高位+传统淡季需求承压、提价不畅，龙头Q2利润略有承压；展望下半年，旺季到来、原料价格下行，期待盈利环比向上，建议关注中顺洁柔、维达国际。

表：维达、洁柔增速跑赢对手

单位：亿元	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
恒安国际	81.50	86.01	86.75	90.67	93.90	102.27	114.87	103.83
YOY	9.45%	5.53%	0.86%	4.51%	3.57%	8.92%	12.31%	-9.61%
维达国际	54.30	62.34	75.16	85.74	94.56	102.17	116.67	121.05
YOY	10.77%	14.81%	20.57%	14.07%	10.29%	8.05%	14.19%	3.76%
中顺洁柔	24.81	25.06	29.33	37.65	45.41	55.78	65.63	75.00
YOY	7.08%	1.01%	17.04%	28.37%	20.61%	22.84%	17.66%	14.28%
金红叶	70.50	81.28	95.37	97.86	104.80	107.48	114.22	-
YOY	16.88%	15.29%	17.34%	2.61%	7.09%	2.56%	6.27%	-

表：龙头电商渠道收入及占比

分公司	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
维达电商收入（亿元）	4.43	10.13	18.57	24.55	31.38	41.03	52.88
YOY		128.68%	83.36%	32.24%	27.81%	30.76%	28.87%
占比	7.00%	13.00%	18.00%	21.00%	25.00%	29.00%	36.00%
恒安电商收入（亿元）		6.96	11.00	19.16	29.54	44.54	42.73
YOY			58.00%	74.23%	54.14%	50.76%	-4.05%
占比		3.73%	5.71%	10.60%	14.40%	19.80%	19.10%
洁柔电商收入（亿元）		2.43	5.02	7.80	11.93	18.71	27.48
YOY			106.58%	55.38%	52.90%	56.89%	46.84%
占比		8.2%	13.2%	16.8%	21.0%	28.2%	35.0%

数据来源：公司年报，浙商证券研究所

- **晨光文具：内生外延、结构升级。**公司13年成立科力普探索办公直销、成立晨光生活馆涉足精品文创；15年成立晨光科技开启电子商务；16年成立九木杂物社研所精品百货，截止至2020年新业务占比已达48.93%。
- **大办公蓝海市场，龙头市占率提升。**19年文教办公用品行业市场规模在1522亿，市场集中度低。20年晨光办公文具收入78.21亿（B端销售50亿、C端销售28.21亿），零售业务市占率在4%左右，科力普厚积薄发，市占率有望持续提升。

图：晨光文具收入拆分

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
总收入/亿		30.43	37.49	46.62	63.57	85.35	111.41	131.38
yoy		28.96%	23.19%	24.36%	36.35%	34.26%	30.53%	17.92%
净利润/亿		3.40	4.23	4.93	6.34	8.07	10.60	12.55
yoy		21.13%	24.47%	16.63%	28.63%	27.25%	31.39%	18.44%
净利率		11.16%	11.27%	10.57%	9.97%	9.46%	9.66%	9.55%
传统业务	收入/亿	28.61	34.65	39.16	46.63	54.08	62.19	67.09
	yoy	21.24%	21.12%	13.01%	19.08%	15.97%	14.97%	7.88%
	占比	94.01%	92.43%	84.00%	73.36%	63.36%	55.82%	51.07%
	净利润/亿	3.59	4.49	5.05	6.37	7.97	10.12	12.35
	净利率	12.55%	12.97%	12.89%	13.65%	14.74%	14.70%	16.50%
新业务	收入/亿	1.82	2.84	7.46	16.94	31.27	49.22	64.29
	yoy	-	55.72%	162.97%	127.00%	84.63%	57.40%	30.62%
	占比	5.99%	7.57%	16.00%	26.64%	36.64%	44.18%	48.93%
	净利润/亿	-0.20	-0.27	-0.12	-0.03	0.10	0.48	0.03
	净利率	-10.76%	-9.46%	-1.58%	-0.16%	0.32%	0.98%	0.05%

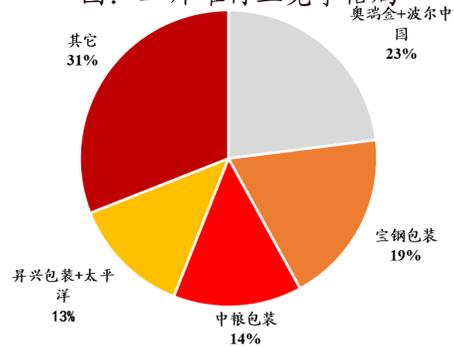
数据来源：公司公告，浙商证券研究所

05

包装板块：制造升级、景气上行

- **需求端：啤酒罐化率提升催化需求。**啤酒罐占二片罐需求接近65%，19年中国的啤酒罐化率仅在21%左右（15年为15%），对比海外（日本90%、英国64%、美国67%）提升空间大，我们测算21年同比19/20年分别新增10.34/16.99亿罐。
- **供给端：集中度实质优化。**16年以来二片罐行业整合进程加速，目前行业总产能约在580亿罐左右（产能利用率70-80%），奥瑞金+波尔（约占23%）、宝钢包装（19%）、中粮包装（14%）、**昇兴股份+太平洋制罐（13%）**四大主体合计占有率达到69%。未来2-3年内新增产能（40-50亿罐）相对有限、且能与匹配需求增长。
- **年中再提价覆盖原料上涨，龙头成本压力释放：**当前铝价高达24150元/吨，年初至今涨幅19.7%，龙头年中二次议价再提10%-15%（年初已提10%）覆盖原料上涨且提供一定盈利空间。展望H2旺季到来，原材料价格预期高位企稳，看好全年龙头盈利同比改善。建议关注客户结构较优、年初原材料锁价保障成本优势的**宝钢包装**以及二片罐业务盈利改善的**奥瑞金**。

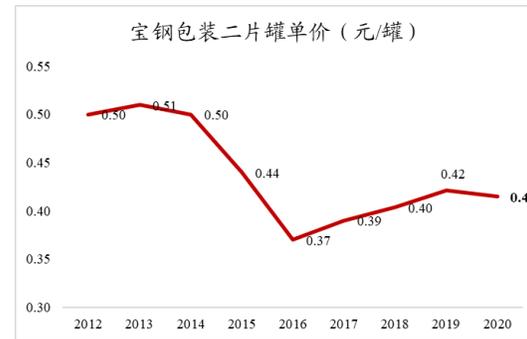
图：二片罐行业竞争格局



图：二片罐行业后续新增产能情况

公司	地址	建设项目	年产能(罐)	投资额(亿)	预计投产时间及产能
宝钢包装	安徽蚌埠	易拉罐项目	11亿	4.40	
		铝质易拉罐项目	10亿	4.03	
	甘肃兰州	两片罐项目	12亿	4.9	
嘉美包装	安徽滁州	新建两片罐产能基地	10亿	2.59	2021年可达6亿罐 2022-2025年可达8亿罐
	河南临颍	新建两片罐产能基地	10亿	2.59	2021年可达6亿罐 2022-2025年可达8亿罐
昇兴股份	福建泉州	两片罐制罐生产线技改增线项目	-	4.80	2022年
	云南曲靖	新增1条两片罐生产线	-	-	2022年
中粮包装	云南昆明	与文字包装合资建立二片罐工厂	10亿罐	4.85 (中粮投资占比不低于70%)	2022年中
奥瑞金	山东枣庄	青啤配套	8亿	3.6	

图：宝钢包装二片罐单价上升



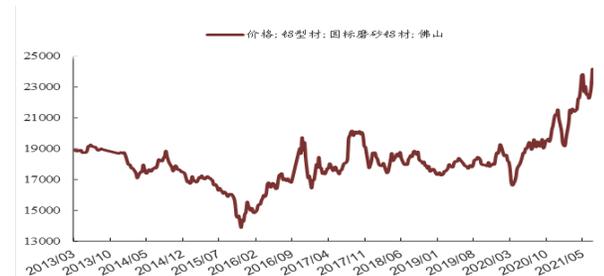
图：宝钢包装二片罐毛利率提升



图：啤酒罐化率提升对需求拉动测算

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E		
							悲观	中性	乐观
啤酒产量(万千升)	4715.7	4506.4	4401.5	4423.51	4472.17	4051.47	4010.96	4091.99	4173.02
YOY	-5.10%	-4.4%	-2.3%	0.5%	1.1%	-9.4%	-1.0%	1.0%	3.0%
啤酒罐化率假定	15.0%	16.5%	18.0%	19.5%	21.0%	22.5%	23.0%	24.0%	25.0%
罐化啤酒数量(亿罐)	170.45	179.17	190.91	207.85	226.30	219.66	222.29	236.64	251.39
YOY	-	5.1%	6.6%	8.9%	8.9%	-2.9%	0.8%	2.7%	4.6%

图：铝价走势图

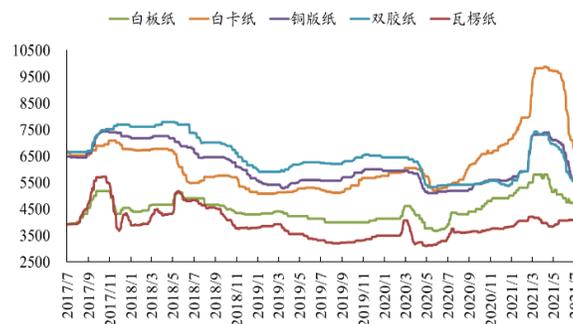


数据来源：Wind，浙商证券研究所

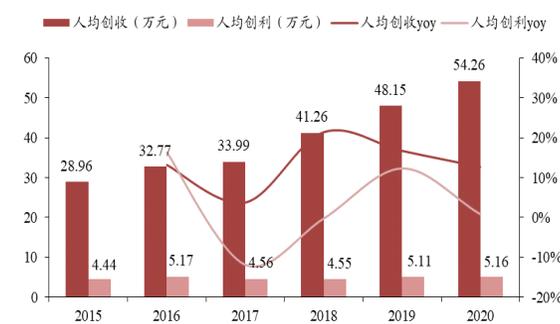
□ **烟酒、纸塑成长性突出，智能工厂降本增效。**（1）全球减塑、去塑化包装趋势推动环保纸塑逐步替代塑料，消费电子纸托、外卖餐盒、生鲜包装等空间广阔。公司目前共有宜宾、东莞、海口、昆山、越南、广西6大环保生产基地，目前正陆续投产。（2）烟酒包装市场化进程加快，裕同市占率有望提升。3C包装市场化程度高，裕同作为大客户一供在研发设计、成本等各方面长期受益；烟酒包装受防伪&防腐需求推动，市场化提速，裕同有望复制在3C领域成功模式，提高市场份额。（3）生产基地全球布局，智能制造行业领先。裕同在海内外布局30+工厂（数量远超行业第2名），贴近式服务大客户同时开拓当地优质客户。20年启动行业首个全面智能工厂，21年7月许昌工厂预期投产。目前裕同人力成本占比约20%，智能工厂有望降低1/2以上人工成本，综合5%折旧，仍能贡献5%+利润提升空间。

□ **规模效应显现，财务风险管理优化。**裕同已进入快速扩张期，21年营收预期145亿（行业第2名不到50亿），目前净利率高于同行5-8个点。随规模效益日益凸显，裕同平均采购成本、期间费用预计进一步下降。另外，裕同已采取套期保值策略，汇率敞口归零，财务风险管理优化。

图：主要原材料价格变化情况（元/吨）



图：人均创收/创利



图：直接人工/材料占营业成本比例



图：美元敞口逐年减小



06

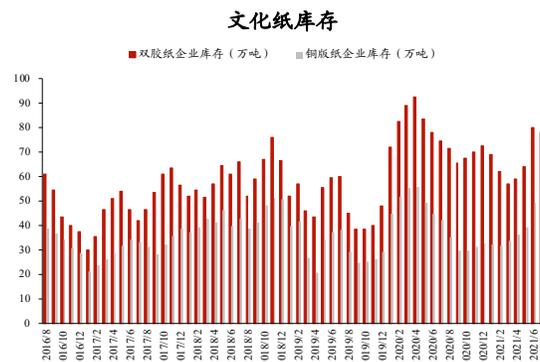
造纸板块：旺季将至，景气有望筑底回升

- **针叶浆、阔叶浆**：目前针叶浆、阔叶浆价格分别为867、742美元/吨，处于历史70%、85%分位，旺季到来预期价格平稳向上。考虑21Q4约800万吨阔叶浆投产、针叶浆供给持续稀缺，中期来看针叶浆预期维持高位、阔叶浆价格下行。
- **白卡纸**：当前白卡纸价格6104元/吨，处于历史21%分位，较4月高点下滑3771元/吨。考虑行业新增产能集中于年末投产，年内供给依然偏紧，伴随包装旺季到来、龙头保价意愿强烈，价格有望向上修复。
- **文化纸**：当前铜版纸、双胶纸价格分别为5480、5488元/吨，处于历史16%、7%分位。教改略有冲击教辅材料需求，预期旺季到来价格温和看涨。

图：文化纸历史价格



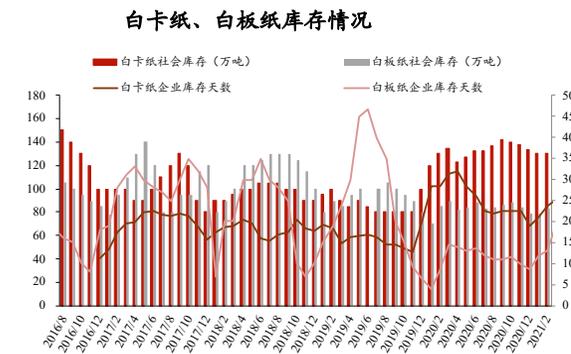
图：文化纸库存情况



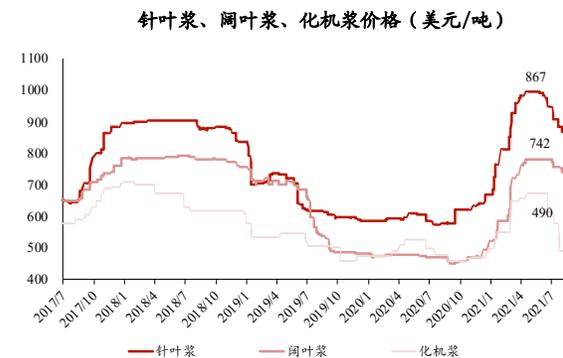
图：白卡纸历史价格



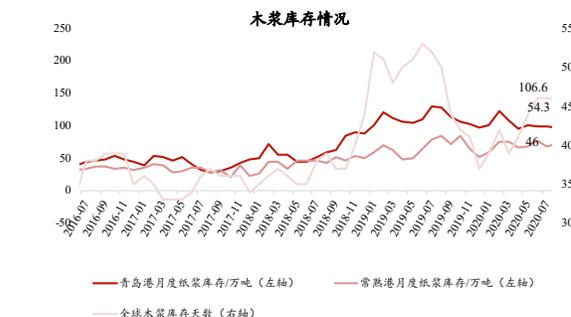
图：白卡纸库存



图：纸浆历史价格



图：纸浆库存

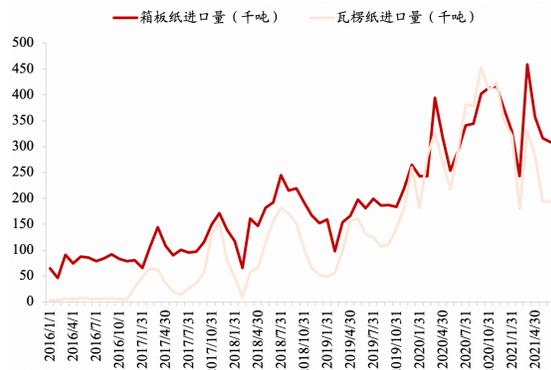


- **箱板纸/瓦楞纸：**目前箱板纸、瓦楞纸价格分别为5103、4173元/吨，处于历史54%、48%分位。本轮箱板/瓦楞淡季涨价略超预期（箱板纸较4月底涨价327元/吨、瓦楞纸涨价203元/吨），预期主要系供给格局持续优化所致。**从供给侧来看，（1）进口纸量缩减，供给缺口显现：**21年海外需求环比修复、美废回收难下价格较高、海运费维持高位下进口纸均价逐月上升，进口量逐月环比走低，21年1-6月进口量合计351万吨，预期下半年进口量仍将维持缩减态势。**（2）东莞煤改气清退中小产能：**7月煤改气落地，中小产能率先退出，对应近期国废价格2358元/吨，已经较6月底点下降32元/吨，有利于供给格局向大厂集中。考虑当前渠道库存健康、旺季已经到来，判断后期纸价稳中有升，公司吨盈利有望扩大。
- **国废/外废：**（1）**外废：**海运、回收难度居高不下，预期下半年外废维持高位震荡。（2）**国废：**成品纸供给收窄，原料需求缩减，中长期来看价格中枢有望下行。

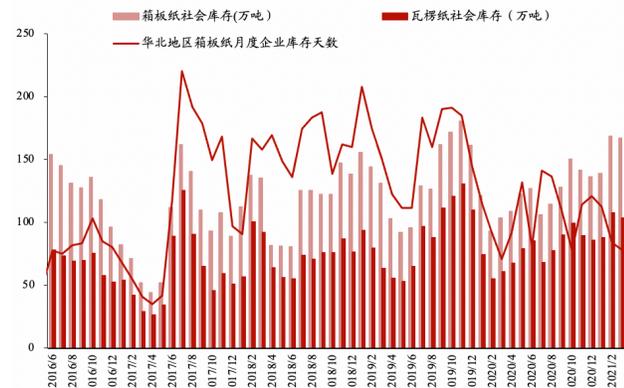
图：箱板纸瓦楞纸历史价格



图：箱板纸瓦楞纸进口量



图：箱板纸瓦楞纸库存情况



图：国废历史价格



数据来源：公司公告，浙商证券研究所

07

风险提示

- 1、疫情影响持续时间超出预期或于冬季反复
- 2、贸易摩擦导致制造企业订单受影响
- 3、原材料价格或汇率剧烈波动，影响盈利能力

行业评级与免责声明

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

行业评级与免责声明

• 法律声明及风险提示

- 本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
- 本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
- 本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
- 本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。
- 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

联系方式

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道2008号凤凰大厦2栋21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>