

# 2019年投资策略

## 优选拐点标的，布局长跑冠军

作者：

分析师 范张翔 SAC执业证书编号：S1110518080004

分析师 李杨 SAC执业证书编号：S1110518110004

联系人 武楠



风险提示：原材料价格上涨；房地产增速下滑；汇率波动；行业调研抽样风险可能影响报告准确性

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

# 核心观点综述

- **家居板块：估值底部+19年竣工反转驱动板块机会。**利润端受益原材料价格下行，收入端持续增长关注：地产竣工的边际改善、企业持续渠道下沉获得更大市场份额、拓展新品类及提升门店运营效率提升客单价。19Q1高基数下增长压力仍较大，2019年竣工面积增速反转、一二线和强三线销售恢复、加强开发整装渠道等驱动板块机会。**成品板块看好【顾家家居】和【梦百合】。**定制板块下半场核心能力在于：结合新零售为经销商赋能；产品优化和效率提升；整装渠道开发；泛家居行业整合。看好龙头【欧派家居】【尚品宅配】【索菲亚】和经营稳健的【志邦股份】【好莱客】。
- **包装板块：看好行业整合和新型烟草拓展。**包装板块受益产业链利润往中游制造转移，新型烟草是亮点，目前国内省级烟草公司都在积极研发和储备低温不燃烧产品，与众不同观点：单纯烟具制造并非核心竞争力，A股公司能否参与国内整条产业链的价值分配（烟具、包装、薄片等环节）是核心！看好烟标和社会包装双轮驱动的【劲嘉股份】、19年烟标进入快速放量期的【集友股份】。
- **造纸板块：关注细分板块供需格局，看好生活用纸。**成本端受益木浆持续回调和人民币汇率趋稳，针叶浆期货推出利于对冲套保。看好成长+消费属性的生活用纸【中顺洁柔】。
- **轻工消费板块：优选细分行业龙头。**关注龙头优势明显、办公文具放量+学生文具品类扩张的【晨光文具】。持续跟踪和挖掘次新股中细分优质标的！

**风险提示：**原材料价格上涨；房地产增速下滑；汇率波动；行业调研抽样风险可能影响报告准确性

# 目录

- **1、板块行情回顾：行业估值底部，细分行业包装跌幅最小**
- 2、家居板块：估值底逐步夯实，关注竣工和一二线住宅销售企稳
- 3、包装板块：原材料降价释放利润空间，新型烟草布局提速
- 4、造纸板块：浆价回落利好生活用纸，文化、包装纸呈现分化态势
- 5、推荐标的：优选受益成本下降/竣工反转个股，布局细分龙头

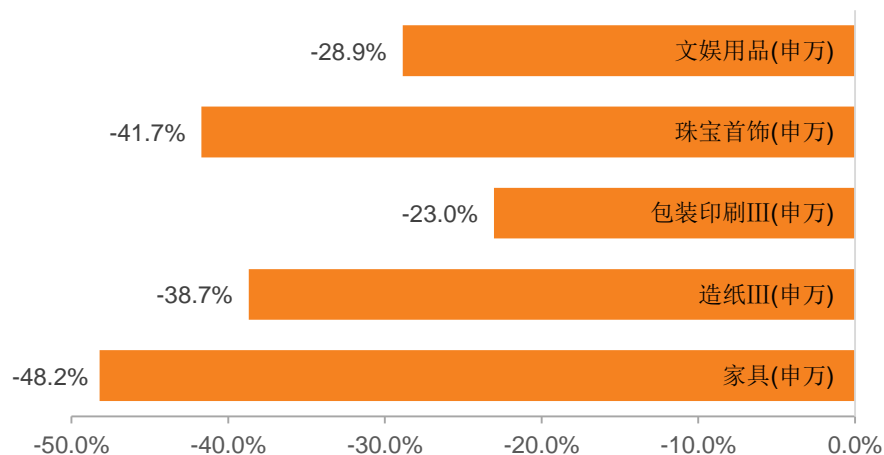
# 1.1 板块行情回顾：整体表现低迷，包装板块跌幅较小

- **轻工板块整体表现低迷，2018年全年下跌了37.4%，较之沪深300超跌11.0%。**一方面受地产调控影响，下游需求转弱，企业增速放缓带动估值中枢下移，另一方面贸易战也对外销业务造成影响。
- **细分子行业来看，包装印刷板块跌幅最小，家具板块跌幅最大，家具/造纸/包装印刷/珠宝首饰/文娱用品年初至今分别下跌了48.2%/38.7%/23.0%/41.7%/28.9%。**

### 轻工板块2018年表现较弱



### 细分子行业来看包装印刷板块跌幅较小



## 1.2 沪/深股通情况：北上资金偏好细分行业龙头

- **2018年北上资金偏好家具/造纸龙头。**家具板块中，沪/深股通持股占顾家家居/索菲亚/尚品宅配/欧派家居流通A股比例分别为22.27%/8.96%/9.32%/3.71%。造纸板块中山鹰纸业比例为1.71%。
- **2018年北上资金主要增配了顾家家居/尚品宅配/裕同科技，**占流通盘配置比例分别增加18.99pct/9.32pct/2.35pct。

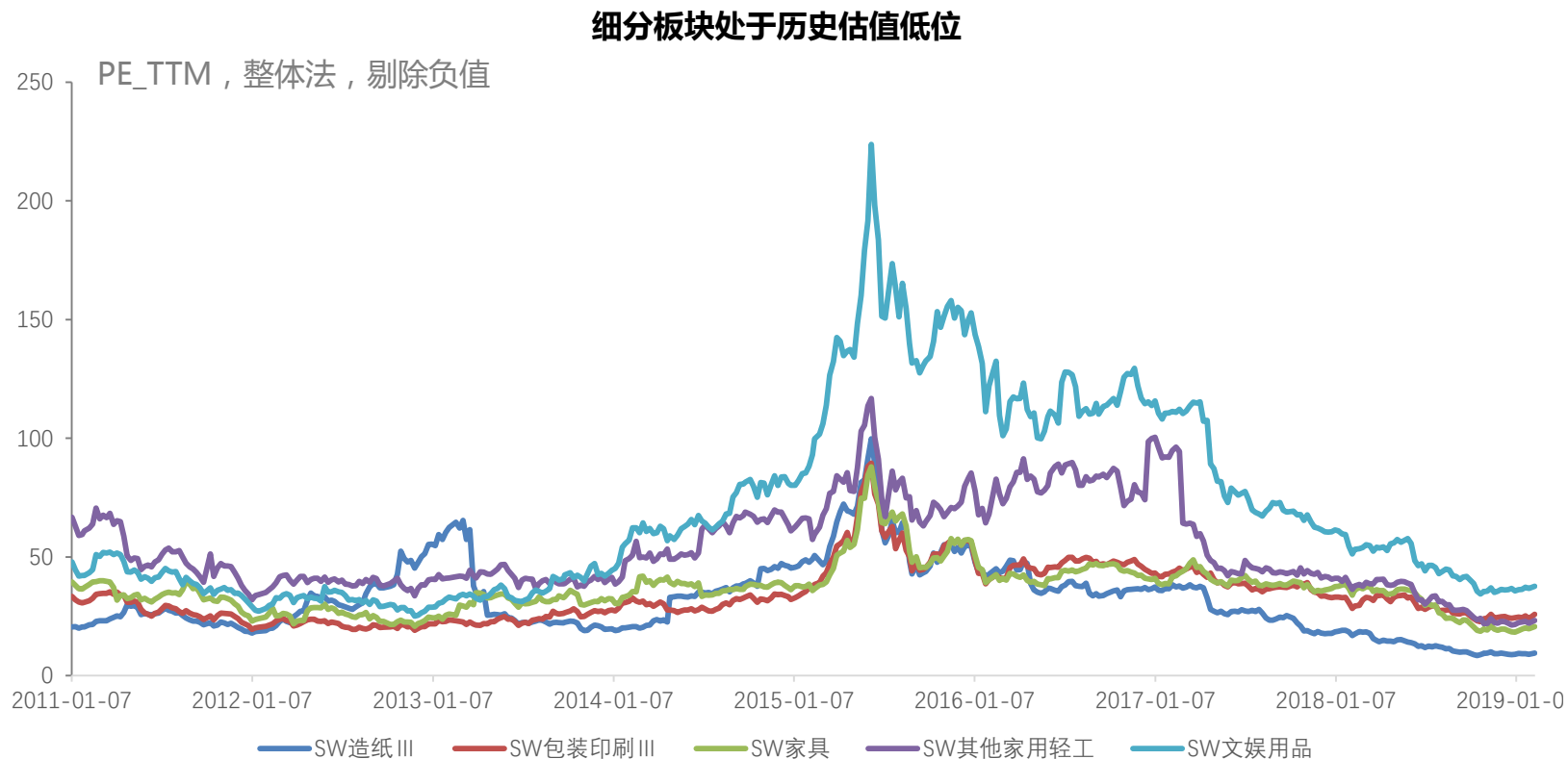
### 细分板块龙头公司获北上资金青睐

| 轻工A股标的沪/深股通持股占流通A股比例(%) |           |      |           |           |           |            |           |           |           |            |
|-------------------------|-----------|------|-----------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|------------|
| 行业                      | 代码        | 名称   | 2017/3/31 | 2017/6/30 | 2017/9/29 | 2017/12/29 | 2018/3/29 | 2018/6/29 | 2018/9/28 | 2018/12/28 |
| 造纸                      | 000488.SZ | 晨鸣纸业 | 0.18      | 0.23      | 1.07      | 0.25       | 0.47      | 0.72      | 0.64      | 0.43       |
|                         | 002078.SZ | 太阳纸业 | 0.05      | 0.11      | 0.24      | 0.23       | 0.11      | 0.83      | 0.53      | 0.54       |
|                         | 600567.SH | 山鹰纸业 | 0.28      | 0.63      | 0.27      | 0.50       | 0.61      | 3.05      | 4.34      | 1.71       |
| 行业                      | 代码        | 名称   | 2017/3/31 | 2017/6/30 | 2017/9/29 | 2017/12/29 | 2018/3/30 | 2018/6/29 | 2018/9/28 | 2018/12/28 |
| 家居                      | 002572.SZ | 索菲亚  | 4.01      | 5.83      | 8.17      | 6.85       | 10.59     | 9.19      | 9.67      | 8.96       |
|                         | 603816.SH | 顾家家居 | 0.00      | 0.00      | 0.55      | 3.28       | 18.57     | 20.62     | 21.52     | 22.27      |
|                         | 600337.SH | 美克家居 | 0.04      | 0.17      | 0.10      | 0.18       | 0.22      | 0.08      | 0.09      | 0.04       |
|                         | 000910.SZ | 大亚圣象 | 0.07      | 0.01      | 0.20      | 0.23       | 0.34      | 0.35      | 0.74      | 0.30       |
|                         | 603833.SH | 欧派家居 | 0.00      | 0.00      | -         | 3.30       | 7.57      | 8.43      | 3.72      | 3.71       |
|                         | 300616.SZ | 尚品宅配 | 0.00      | 0.00      | -         | 0.00       | 2.91      | 3.38      | 8.66      | 9.32       |
|                         | 603818.SH | 曲美家居 | 0.04      | 0.24      | 0.54      | 0.16       | 0.19      | 0.03      | 0.10      | 0.04       |
|                         | 603898.SH | 好莱客  | 2.55      | 2.26      | 1.02      | 0.64       | 0.97      | 0.28      | 0.55      | 1.29       |
|                         | 603008.SH | 喜临门  | 0.13      | 0.05      | 0.11      | 0.04       | 0.06      | 0.33      | 0.10      | 0.87       |
| 行业                      | 代码        | 名称   | 2017/3/31 | 2017/6/30 | 2017/9/29 | 2017/12/29 | 2018/3/30 | 2018/6/29 | 2018/9/28 | 2018/12/28 |
| 包装印刷                    | 002191.SZ | 劲嘉股份 | 0.01      | 0.04      | 0.10      | 0.18       | 0.25      | 0.15      | 0.36      | 0.64       |
|                         | 601515.SH | 东风股份 | 0.78      | 0.87      | 0.85      | 0.85       | 0.85      | 0.79      | 0.97      | 0.92       |
|                         | 002831.SZ | 裕同科技 | 0.00      | 0.00      | 1.00      | 0.63       | 0.60      | 0.33      | 1.54      | 2.98       |
|                         | 002701.SZ | 奥瑞金  | 0.04      | 0.07      | 0.07      | 0.07       | 0.05      | 0.14      | 0.07      | 0.45       |
|                         | 002117.SZ | 东港股份 | 0.09      | 0.01      | 0.16      | 0.21       | 0.46      | 0.69      | 0.68      | 0.57       |
|                         | 002303.SZ | 美盈森  | 0.02      | 0.02      | 0.01      | 0.10       | 0.15      | 0.03      | 0.08      | 0.40       |
| 行业                      | 代码        | 名称   | 2017/3/31 | 2017/6/30 | 2017/9/29 | 2017/12/29 | 2018/3/30 | 2018/6/29 | 2018/9/28 | 2018/12/28 |
| 其它家用轻工                  | 603899.SH | 晨光文具 | 1.18      | 1.49      | 1.54      | 1.95       | 0.23      | 0.35      | 0.50      | 0.29       |
|                         | 002345.SZ | 潮宏基  | 0.00      | 0.02      | 0.15      | 0.31       | 0.31      | 1.42      | 1.23      | 0.86       |

资料来源：Wind，天风证券研究所  
注：数据截止到2018/12/31

## 1.3 板块估值：轻工各板块处于历史低位

- **细分板块估值来看：除文娱用品和包装印刷以外，其余板块基本处于历史估值最底部。** 基于申万三级子行业分类，以市盈率（历史TTM\_整体法）衡量，造纸/包装印刷/家具/其他家用轻工/文娱用品的当前市盈率为9.5/25.8/20.7/23.2/37.6X，处于历史低位。



# 目录

- 1、板块行情回顾：行业估值底部，细分行业包装跌幅最小
- **2、家居板块：估值底逐步夯实，关注竣工和一二线住宅销售企稳**
- 3、包装板块：原材料降价释放利润空间，新型烟草布局提速
- 4、造纸板块：浆价回落利好生活用纸，文化、包装纸呈现分化态势
- 5、推荐标的：优选受益成本下降/竣工反转个股，布局细分龙头

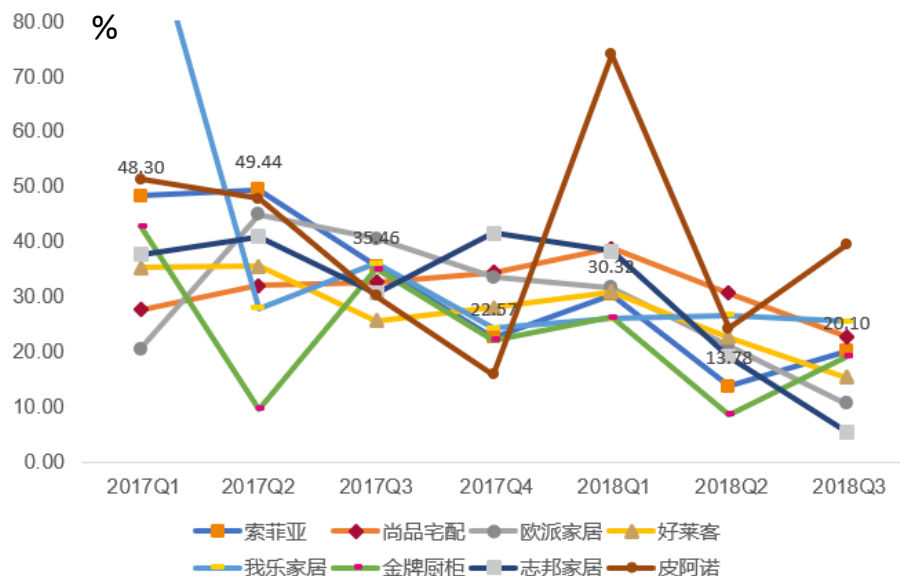
# 1 定制家居



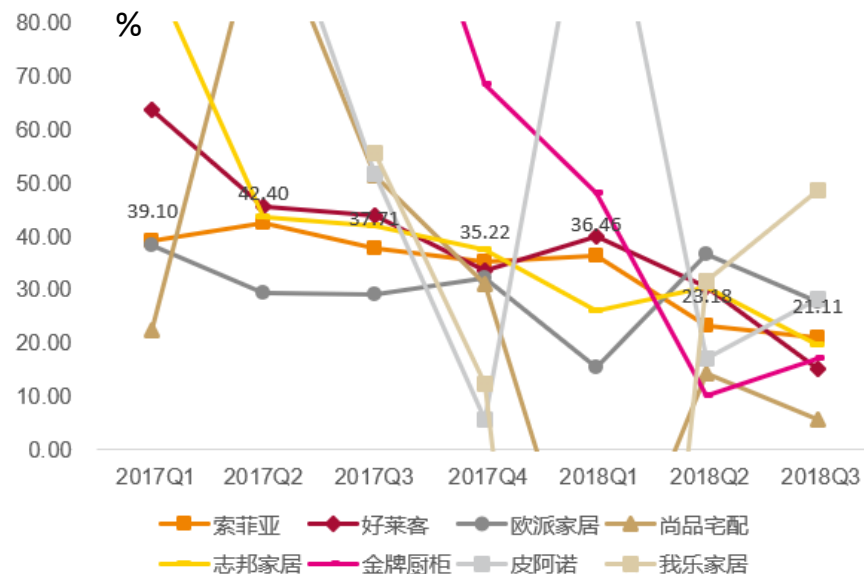
# 1.1 定制家居18年变化之一：“新旧双杀”下增长逐季放缓

- 2018年定制家居企业的收入和利润增速继续放缓，主要原因还是今年地产“新旧双杀”下装修需求疲弱导致。

18Q1-3定制家居企业收入增速逐季放缓（单季度）



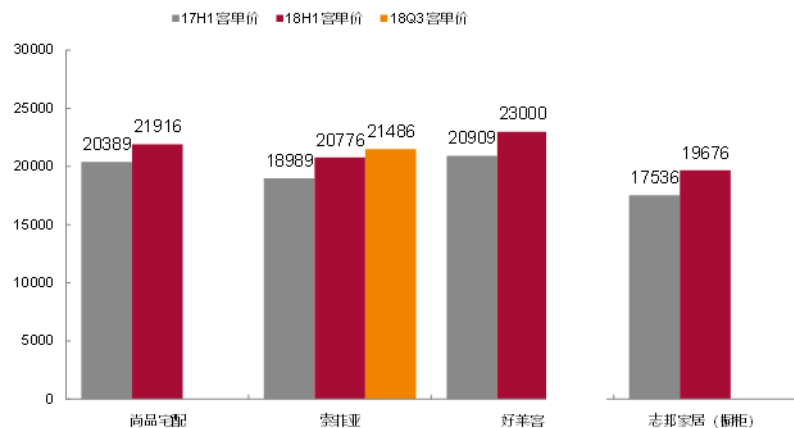
18Q1-3定制家居企业扣非净利润增速略快于收入增速，但同样逐季放缓（累计）



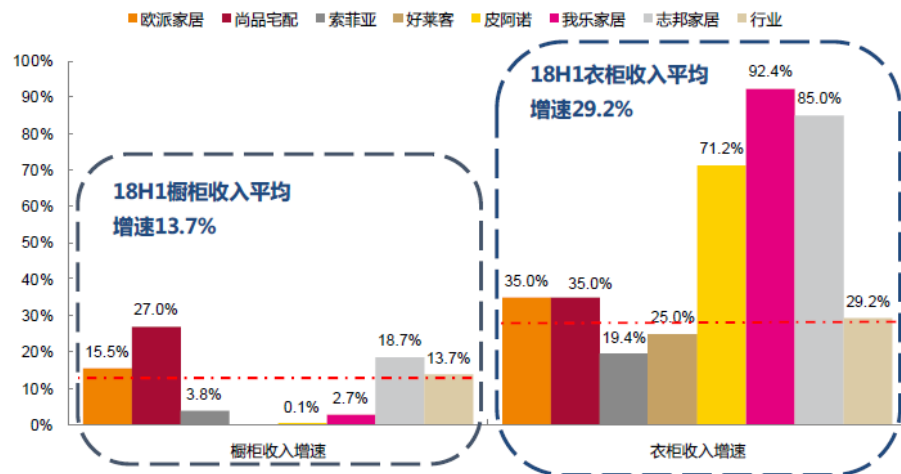
## 1.2 变化之二：新扩品类增长较好，客单价继续提升

- **18年衣柜增速快于橱柜，新扩品类增长较好。**18Q1-3定制橱柜收入增速最高的为尚品达27.0%，其次为索菲亚19.8%；欧派定制衣柜增长35.7%，由于基数低和渠道红利发挥，新扩品类增长都较好，家居龙头扩品类成长逻辑依然成立。
- **以索菲亚为例，18年客单价仍稳步提升，单客户价值还有挖掘空间。**索菲亚18Q1-3客单价为21486元，同比提升9.3%。

### 18年客单价稳步提升



### 18H1定制衣柜收入增速显著高于定制橱柜



## 1.3 变化之三：龙头开店符合预期

- **18年龙头开店情况符合预期，品牌优势显现。**今年虽然装修需求低迷，但在招商加盟方面，大品牌优势开始显现，渠道下沉比较顺利。
- **尚品宅配超额完成目标，好莱客前三季度开店250家，全年300家目标预计可完成。**

欧派家居：整装大家居店将加速开店

单位：家

| 欧派家居      | 2015 | 2016 | 2017 | 2018H1 |
|-----------|------|------|------|--------|
| 橱柜（含橱衣综合） | 2010 | 2088 | 2150 | 2208   |
| 衣柜（独立衣柜）  | 1054 | 1394 | 1872 | 2015   |
| 欧铂丽       |      | 647  | 839  | 975    |
| 卫浴        |      | 353  | 443  | 403    |
| 木门        |      | 578  | 634  | 739    |
| 墙饰        |      | 297  | 373  | 371    |
| 合计        | 3064 | 5357 | 6311 | 6711   |

单位：家

索菲亚：18年基本可以完成此前预期

|                | 2017 | 2018H1 | 2018Q3 | 2018E |
|----------------|------|--------|--------|-------|
| 索菲亚全屋定制        | 2200 | 2388   | 2469   | 2600  |
| 司米橱柜独立店（含在装修）  | 720  | 766    | 822    | 800   |
| 米兰纳木门独立店（含在装修） | 95   | 159    | 161    | 200   |
| 大家居店（1000平米）   | 20   | 22     | 47     | 120   |
| 合计             | 3035 | 3335   | 3499   | 3720  |

尚品宅配：近年来直营、加盟开店情况

单位：家

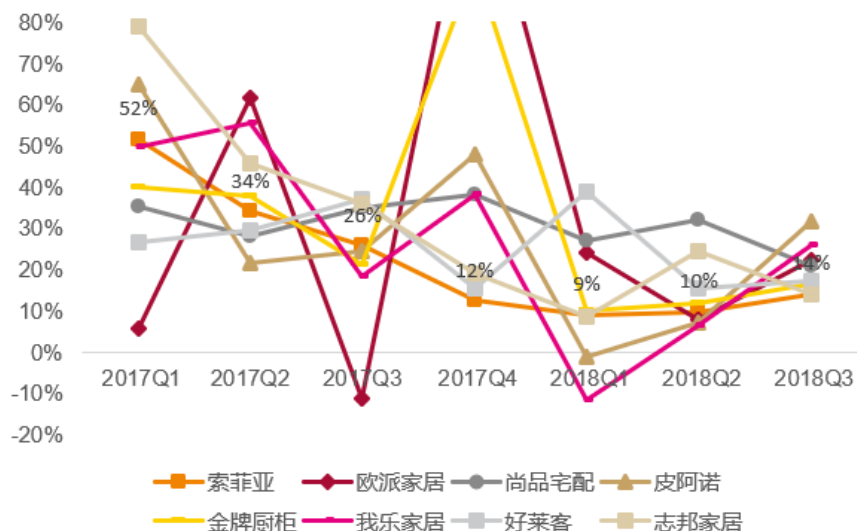
| 尚品宅配 | 2014 | 2015  | 2016  | 2017  | 2018H1 |
|------|------|-------|-------|-------|--------|
| 加盟店  | 901  | 994   | 1,081 | 1,557 | 1,755  |
| 同比   |      | 10.3% | 8.8%  | 44.0% |        |
| 直营店  | 68   | 79    | 76    | 85    | 93     |
| 合计   | 969  | 1,073 | 1,157 | 1,642 | 1,848  |
| 同比   |      | 10.7% | 7.8%  | 41.9% | 44.3%  |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

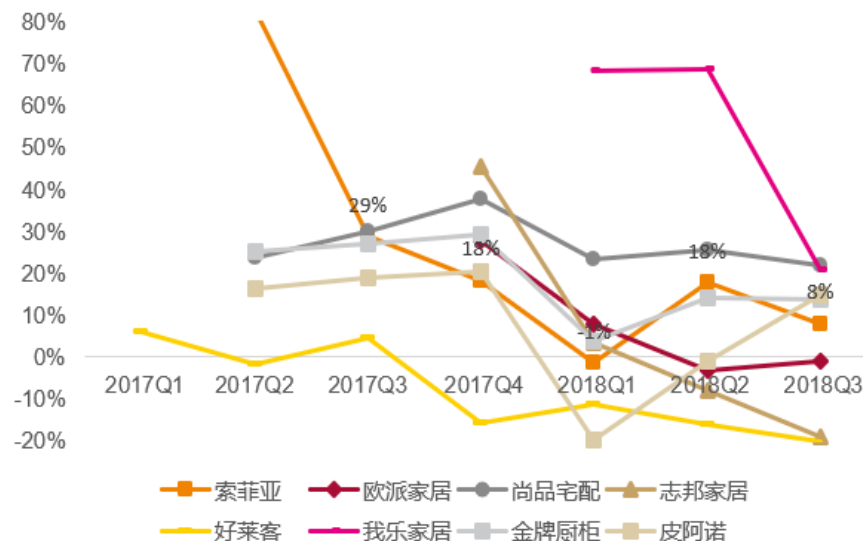
## 1.4 变化之四：收入前瞻指标微弱改善

- **销货现金流和收入增速趋势匹配度更高。** 预收账款由于是时点值，波动较大，18年来看，定制龙头的收入增速趋势和销货现金流趋势更接近。

**销售商品和提供劳务收到的现金流18Q3同比增速多  
数企业略有恢复**



**18Q3预收账款仍没有看到改善迹象，或和大宗业务  
占比提升有关**

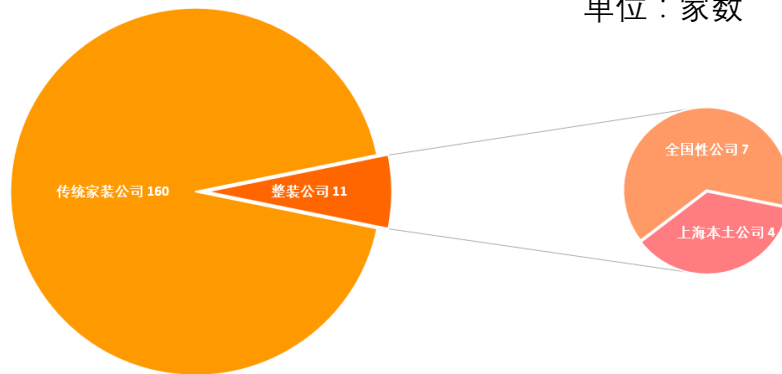


## 2.1 发展趋势思考之一：龙头发力整装渠道，19年有望见成效

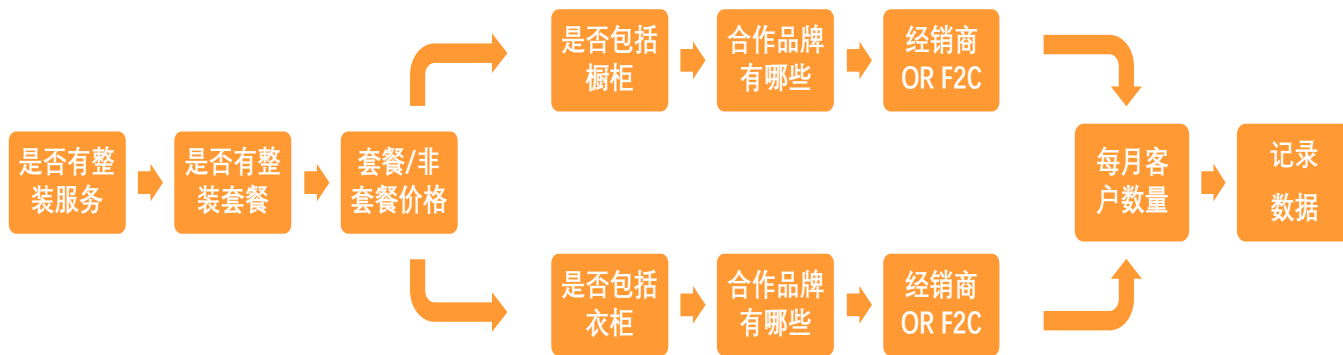
- **上海171家装企调研结果：1）仅有11家符合我们所讲的整装标准**，其中7家为全国性装修公司，剩余4家为上海本地装修公司。整装公司比例为3.14%。
- 2）但装企带单能力不可忽视**，11家整装公司中，自建工厂的是东易日盛速美，和中小品牌合作的主要是俞润、关镇铨、亦帆、轻舟、百安居；采用自有品牌的是万链；和一二线定制品牌合作的仅有金螳螂家、荣欣、业之峰诺华、爱空间。

我们发现171家装企中仅有11家符合我们所讲的整装标准

单位：家数



### 上海地区装企调研流程及咨询内容



## 2.1发展趋势思考之一：龙头发力整装渠道，19年有望见成效

- **从整装企业的角度出发，和定制合作有自建工厂、和中小定制品牌合作、和一线定制品牌经销商合作、和一线定制品牌厂家合作四种方式。通过我们模型分析，和一线定制品牌合作的综合收益最好。**

表：整装和定制品牌合作收益的财务分析

单位：元，%

|          | 一线定制品牌 | 中小定制品牌 | 备注                  |
|----------|--------|--------|---------------------|
| 定制生产成本   | 301.5  | 361.8  | 中小企业生产成本比大企业高 20%   |
| 定制企业毛利率  | 33%    | 25%    | 最低 25% 的毛利率，否则很难盈利  |
| 定制出厂价    | 450    | 482    |                     |
| 给经销商返点   | 68     | 0      | 照顾当地经销商利益，给 15% 的返利 |
| 整装公司提货价格 | 518    | 482    |                     |
| 终端售价     | 900    | 818    | 一线定制品牌的定价比中小企业高 10% |
| 整装公司毛利率  | 42.5%  | 41.0%  |                     |

资料来源：天风证券研究所

- **未来一段时间，定制龙头将打响整装渠道保卫战，巩固自己的优势地位。**随着定制龙头对整装渠道的重视，有望在这个渠道快速放量。

### 上海地区装企调研流程及咨询内容

The image is a composite of two parts. On the left is a home interior advertisement for 'HOMKOO' featuring a living room with a white sofa and a TV. Text includes '高端全屋整装 119800元', '美过样板间，拎包入住', and '一站式定制 价格=设计+橱柜+衣柜+木门+卫浴+主材+施工+服务+售后+好用'. On the right is a mobile app interface for '预约整装设计服务' (Book Home Renovation Design Service). It shows '今日已有2745业主申请' (Today 2745 homeowners have applied) and a form with fields for '您的姓名' (Your name), '请留下您的联系电话' (Please leave your contact number), and location selection (广东, 广州). A red button says '免费预约' (Free booking).

- 看好整装大家居模式推进顺利的**欧派家居**、整装云战略深入实施**的尚品宅配**，不断深化与整装渠道合作的**索菲亚**，以及在深入探索与整装合作的**好莱客**、**志邦股份**等。

## 2.1发展趋势思考之二：龙头掌握价格战主动权

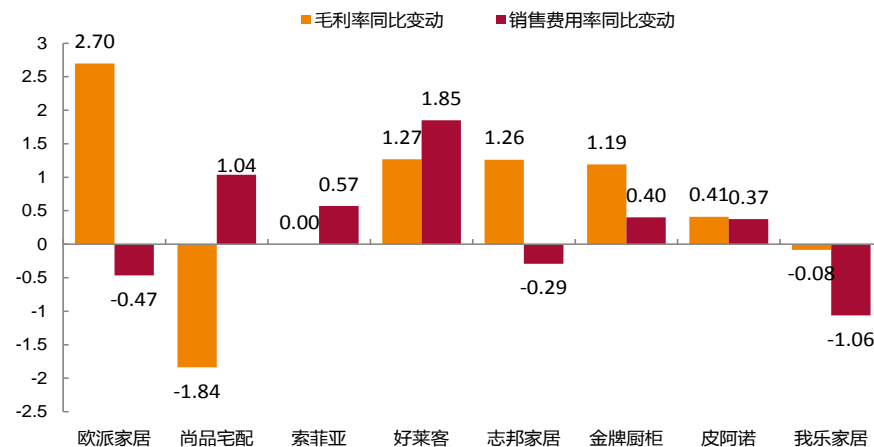
- **定制家居价格战思考：1) 定制龙头利用套餐作为引流方式**，18年前三季度来看，上市定制公司毛利率基本都有增长，且销售费用率增长可控；**2) 定制家居龙头产品线长，引流产品价格同类较低**。在三聚氰胺双饰面门板产品，大企业规模化生产优势明显，**卖场渠道下索菲亚、欧派和尚品的价格较低**，龙头在这个方向促销是主动而非被动。**3) 未来重点比拼的是品质、设计和服务能力**。下一阶段，重点比拼的将是中高端产品的品质、设计和服务能力，小品牌基本放弃性价比定制产品的阵地，但大品牌未来通过发挥获客、品牌、规模、研发的优势，将逐步巩固中高端产品的竞争地位。

定制家居企业 2018 年套餐情况（上海地区）

|      | 套餐价格           | 单位：元      |   |
|------|----------------|-----------|---|
|      |                | 对应定制单平米价格 | 套餐内容                                    |
| 欧派家居 | 19800 全屋 22 平米 | 900       | 三聚氰胺双饰面门板                               |
|      | 12990 全屋 10 平米 | 1299      | 吸塑门板                                    |
|      | 11800 全屋 12 平米 | 983       | 三聚氰胺双饰面门板                               |
|      | 9999 全屋 10 平米  | 1000      |   |
|      | 9999 橱柜套餐      |           | 爱家板, 3 米地柜+1 米吊柜, 含油烟机、灶具、水槽            |
|      | 15800 橱柜套餐     |           | 爱家板, 3.6 米地柜+1.5 米吊柜, 含油烟机、灶具、水槽、净水器    |
|      | 19800 橱柜套餐     |           | 烤漆 G 级, 3.6 米地柜+1.5 米吊柜, 含油烟机、灶具、水槽、净水器 |
| 索菲亚  | 19998 全屋 26 平米 | 769       | 三聚氰胺双饰面门板, 送 18 平米窗帘                    |
|      | 799 衣柜套餐       | 799       | 三聚氰胺双饰面门板                               |
|      | 9999 橱柜套餐      |           | 3 米橱柜, 含油烟机, 灶具、水槽                      |
| 尚品宅配 | 518 套餐         |           | 按建筑面积计算, 含定制和家具                         |
| 好莱客  | 16800 全屋 18 平米 | 933       | 三聚氰胺双饰面门板                               |
|      | 19800 全屋 15 平米 | 1320      | 无醛原生态板                                  |
|      | 7999 橱柜套餐      |           | 3 米地柜+1 米吊柜, 含水槽                        |
| 志邦家居 | 7699 橱柜套餐      |           | 3 米地柜+1 米吊柜, 含水槽                        |

定制企业18Q1-3毛利率和销售费用率变动比例

单位：pct



## 2.1发展趋势思考之三：为经销商赋能对冲渠道红利减缓

- **未来一阶段定制行业将结束野蛮发展期，进入一个比拼企业内功的整合期。**渠道红利虽然在放缓，但是为经销商赋能将对冲该影响，并实现龙头集中度的提升。
- **中国和国外家居行业不同之处是中国企业赚制造的利润，国外家居企业赚零售的钱，这是基于本国资源禀赋所做的最优选择。**中国家居企业可以通过为经销商赋能达到同样效果。
- **结合新零售为经销商赋能。**定制上半场比拼的是开店速度，下半场将比拼经销商能力，未来企业对经销商的赋能尤为关键，比如降低设计难度提升设计水准；帮助经销商在线上、展会等获客；安装水平提升等。

和宜家相比，中国家居企业在终端零售能力上还有很大提升空间





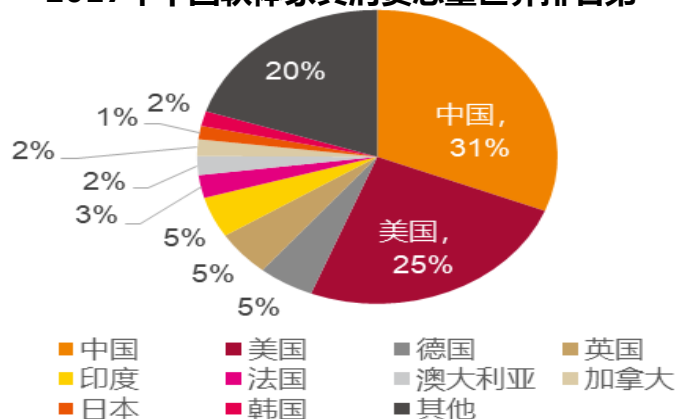
# 2

## 成品家居

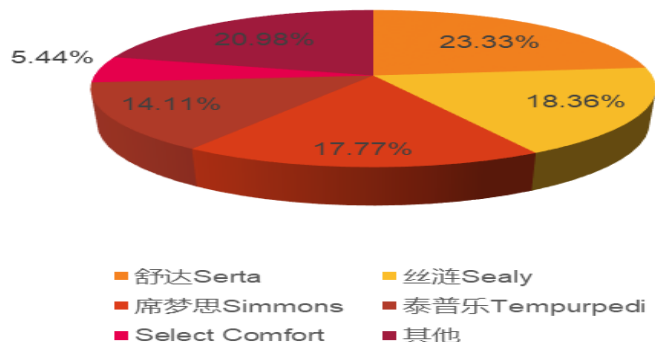
### 3.1 成品家居：竞争格局优，发展空间广阔

➤ **中国软体家具市场规模大、人均消耗量低，竞争格局优，龙头集中度提升空间大。**中国已成为全球最大的软体家具消耗国，但人均软体消耗量低，后续市场提升空间广阔。同时从集中度来看，以床垫行业为例，2017年国内床垫CR4仅为14%，较之美国74%的水平还有较大差距。

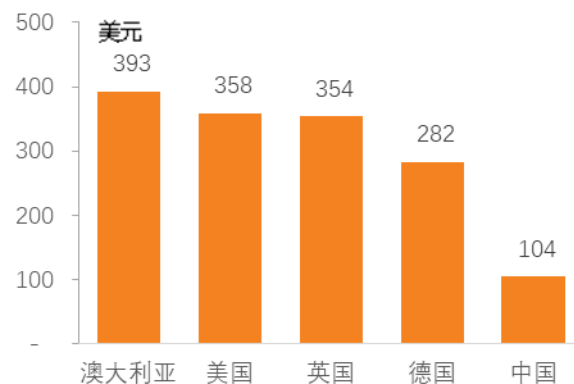
**2017年中国软体家具消费总量世界第一**



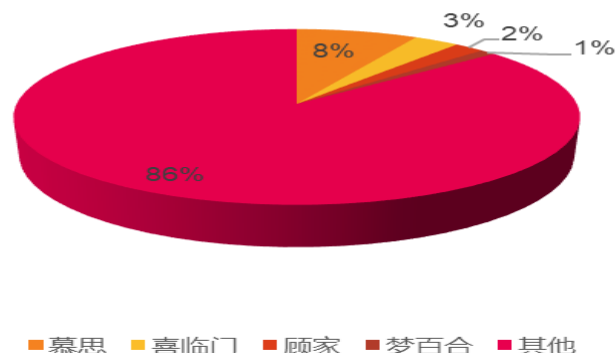
**2017年美国床垫CR4为74%**



**2017年我国人均软体家具消耗量较低**



**2017年国内床垫CR4仅为14%**



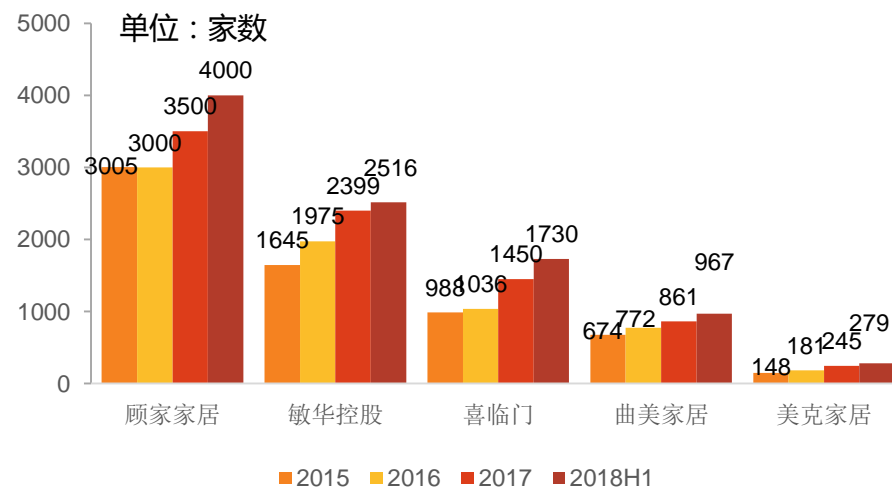
## 3.2 成品家居：拓品类持续进行，渠道加速下沉

- **成品家居板块公司近年来持续拓展多品类以满足消费者一站式购物需求，同时加速渠道下沉。**家居消费者有着“装修一个家”的一站式需求，近年来成品板块公司纷纷拓展多品类，不仅拓展成品品类，同时布局定制，顾家家居、曲美家居、美克家居均已布局定制业务。
- 渠道表现来看，一方面成品公司纷纷上市为渠道拓展带来资金支持，另一方面随着家居零售商加速渠道下沉，近年来渠道拓展速度加快。

### 软体家居公司持续拓展品类，发展大家居业务

| 公司名称 | 目前已拓展品类 |       |      |    |    |    |
|------|---------|-------|------|----|----|----|
| 顾家家居 | 沙发      | 软床与床垫 | 配套品  | 餐椅 | 红木 | 定制 |
| 敏华控股 | 沙发      | 软床与床垫 |      |    |    |    |
| 喜临门  | 床垫      | 软床    | 沙发   |    |    |    |
| 梦百合  | 床垫      | 软床    |      |    |    |    |
| 曲美家居 | 全品类定制   | 多品类成品 | 软装饰品 |    |    |    |
| 美克家居 | 成品全品类   | 线上定制  | 软装饰品 |    |    |    |

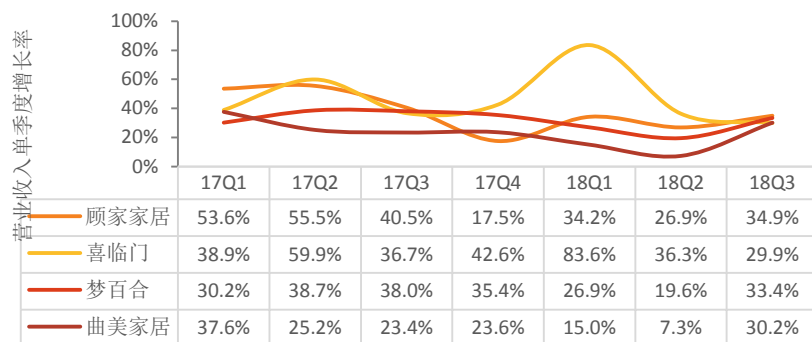
### 近年来公司渠道拓展速度加快



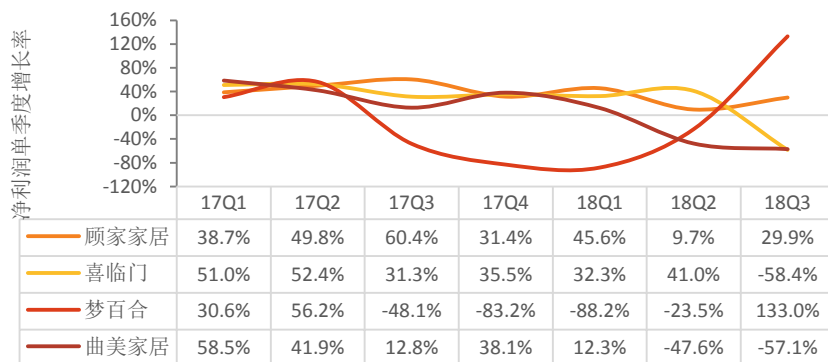
### 3.3 成品家居：贸易战推动海外产能加速布局

- **贸易战推动18年外销冲单脉冲，2019年关税征收尚存一定不确定性。**从2018年三季度业绩表现来看，关税征收10%和25%预期推动外销收入在三四季度补库存导致增长提速，但对2019年订单或造成一定透支。

#### 外销占比高的18年三季度收入提速显著



#### 顾家与梦百合利润端改善明显



#### 成品板块外销收入增速强劲

| 顾家家居        | 2015  | 2016  | 2017  | 2018H1 | 2018Q1-3 |
|-------------|-------|-------|-------|--------|----------|
| 总收入YOY      | 13.7% | 30.1% | 39.0% | 30.1%  | 31.9%    |
| 剔除并表收入YOY   | 13.7% | 30.1% | 39.0% | 26.9%  | 24.4%    |
| 内销YOY       | 8.7%  | 30.0% | 38.6% | 32.9%  | 22%      |
| 外销YOY       | 19.9% | 32.4% | 40.5% | 30.3%  | 25%      |
| 梦百合         |       |       |       |        |          |
| 总收入YOY      | 18.5% | 25.1% | 35.7% | 23.0%  | 26.8%    |
| 内销YOY       | 79.5% | 55.4% | 55.2% |        |          |
| 外销YOY       | 13.2% | 20.6% | 32.0% |        |          |
| 喜临门         |       |       |       |        |          |
| 总收入YOY      | 30.8% | 31.4% | 43.8% | 55.6%  | 44.8%    |
| 剔除并表家具业务YOY |       | 32.8% | 44.9% | 39.9%  | 35.5%    |
| 内销YOY       |       | 57.0% | 60.4% | 45.0%  | 38.1%    |
| 外销YOY       |       | 15%   | 29%   | 34.0%  | 32.7%    |
| 曲美家居        |       |       |       |        |          |
| 总收入YOY      | 14.8% | 32.5% | 26.0% | 10.3%  | 17.9%    |
| 剔除并表收入YOY   | 14.8% | 32.5% | 26.0% | 10.3%  | 7.5%     |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：喜临门这里近似将OEM/ODM板块认为是外销部分

### 3.3 成品家居：贸易战推动海外产能加速布局

- 企业纷纷进行海外产能布局，应对中美贸易摩擦，短期来看中美贸易摩擦对企业外销业务盈利造成冲击，长期来看龙头公司以其高度战略布局及快速组织反应能力获得更大市场。从目前成品板块公司海外产能布局情况来看，梦百合、美克家居、敏华控股、喜临门均在海外进行产能布局，以应对中美贸易战带来的高关税问题。

#### 企业纷纷进行海外产能布局

| 公司名称 | 海外工厂所在地       | 取得方式             | 取得时间     | 取得目的                               | 主营业务  |
|------|---------------|------------------|----------|------------------------------------|---|
| 梦百合  | 塞尔维亚          | 收购恒康赛尔90%股权      | 2013年    | 作为欧洲及附近地区的研发、生产和销售全业务平台            | 家居用品、床上用品的生产、销售                               |
|      | 美国            | 自建产能             | 2018年9月  | 产能达标后美国生产基地能够覆盖美国产能30%             | 投资建设年产80万件床垫、20万件薄垫和30万件枕头家居用品项目              |
| 美克家居 | 越南            | 收购M.U.S.T. 60%股权 | 2018年1月  | 拓品牌，提升全球供应链服务能力及效率                 | 从事JC品牌家具的生产及销售、OEM业务、为酒店提供定制化的家具产品及五金配件的生产及销售 |
|      | 越南            | 对越南三家公司进行增资      | 2018年11月 | 布局东南亚产能，使其成为北美市场主要供应源              | 三家公司均与公司存在业务合作关系，为ART进行代工                     |
| 敏华控股 | 波兰、波罗的海诸国及乌克兰 | 收购home集团50%股权    | 2016年11月 | 扩大其于欧洲市场份额及通过推出欧系的价格实惠产品，进一步扩大沙发销售 | 在东欧从事软垫家具生产，销售对象为欧洲的若干知名家零售商                  |
|      | 越南            | 收购一家越南公司         | 2018年6月  | 避开中美贸易摩擦的影响                        | 从事沙发(主要为功能沙发)的生产和销售，并出口至海外市场                  |
| 喜临门  | 泰国            | 设立全资子公司 Saffron  | 2018年8月  | 全球化、规避国际贸易壁垒                       | 在泰国设立工厂                                       |

## 3.4 成品家居：行业整合正当时，推进大家居版图建设

- 近年来收购整合成为家具行业大趋势之一，主要围绕着以下三个方向展开：1) 拓展原有弱势品类，向大家居、全品类方向拓展；2) 收购国内外先进品牌，获得其优秀研发设计能力，丰富品牌矩阵；3) 收购国外先进品牌，获得其国外销售渠道，完善国际化布局。

### 国内软体家居企业近年来纷纷展开收购

|      | 收购时间               | 收购标的       | 收购股权    | 收购目的                               | 收购金额                  |
|------|--------------------|------------|---------|------------------------------------|-----------------------|
|      | 2018年3月            | 班尔奇        | 60%     | 拓展定制业务                             | 3600万元                |
|      | 2018年5月            | Rolf Benz  | 99.92%  | 完善公司国际化布局                          | 4156.5万欧元<br>(3.12亿元) |
| 顾家家居 | 2018Q2             | Nick Scali | 13.63%  | 扩大公司在澳洲的销售渠道                       | 7727.63万澳元<br>(3.7亿元) |
|      | 2018Q3             | Natuzzi    | 51%     | 在顾家品牌体系中增加高端及中高端两个品牌系列             | 6500万欧元<br>(5.1亿元)    |
|      | 2018年4月            | 爱依瑞斯       | 19%     | 推动双方品牌在行业内的发展及提升品牌价值               | 1.216亿元               |
|      | 2018/10/1<br>(进行中) | 喜临门        | 23%     | 推动双方在软体家居领域的协同                     | 不低于13.8亿              |
|      | 2018年11月           | 玺堡家居       | 51%     | 看重收购标的的床垫外销渠道及上游原材料布局              | 4.24亿元                |
| 美克家居 | 2009年1月            | Schnadig   | 收购净营运资产 | 扩大公司家具制造业的生产能力和销售能力                | 894万美元                |
|      | 2010年11月           | A.R.T.     | 100%    | 拓展国外市场，建立国际营销渠道                    | 1890万美元               |
|      | 2018年1月            | M.U.S.T.   | 60%     | 提升全球供应链服务能力及效率，降低运营成本；拓展公司高端奢侈家居品类 | 492万美元                |
|      | 2018年1月            | Rowe       | 100%    |                                    | 2500万美元               |
| 曲美家居 | 2018年9月            | Ekornes    | 90.5%   | 丰富公司家具品牌组合，完善品牌布局                  | 36.77亿元               |
| 喜临门  | 2017年11月           | 嘉兴米兰映像     | 51%     | 进一步延展沙发品类                          | 4470.87万美元            |
| 梦百合  | 2018年初             | Maxcolchón | 不详      | 看重Max强大的战略营销网络及物流和分拨能力             | 不详                    |
| 敏华控股 | 2016年11月           | Home Group | 50%     | 通过推出欧系的价格实惠产品，进一步扩大沙发销售            | 5069.29万欧元            |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.5 成品家居展望：外销业务承压，原材料价格及汇率因素对冲不利影响

- **中美贸易摩擦带动推动18年三四季度外销提速，19年25%关税尚存不确定性：**关税征收节点对19年的外贸订单或造成透支，同时目前10%的关税加征对外销业务盈利带来一定压力。
- **原材料价格大幅下降，人民币汇率下跌对冲压力。**软体主要原材料TDI和MDI价格大幅回落同时人民币兑美元汇率从18年年初的6.3降到目前的6.9左右，两方面因素将对冲关税带来的不利影响。龙头企业加速海外产能布局，长期贸易战影响有限，

软体主要原材料TDI及MDI价格回落显著（单价：元/吨）



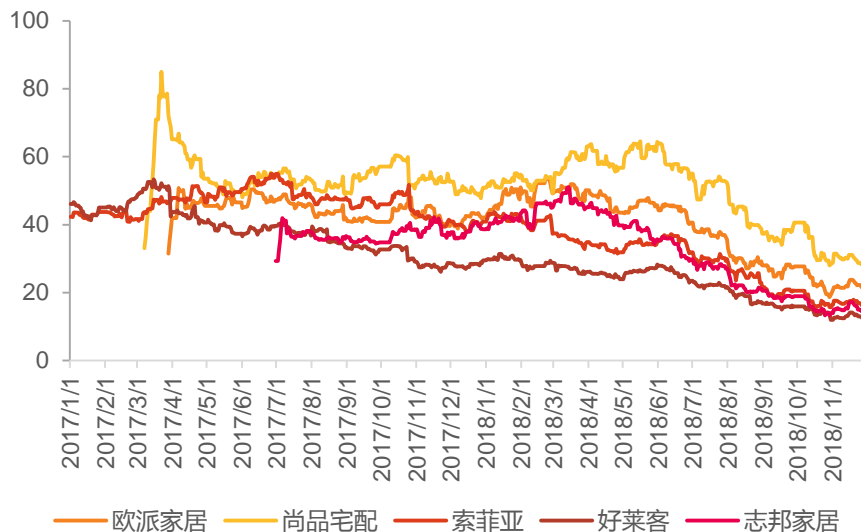
人民币汇率18年年初至今贬值明显



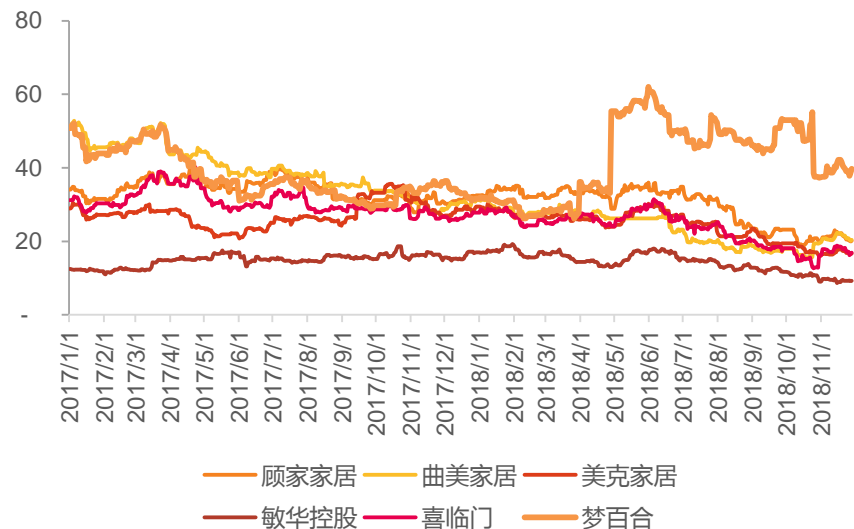
## 4.1 投资机会展望：估值底逐步夯实，关注竣工和一二三线住宅销售企稳

- 家居板块估值已经触及历史最底部，展望2019年，我们认为应紧密关注竣工交房和1-2线住宅销售数据变化，寻找业绩拐点。估值底逐步夯实，跟踪和判断业绩拐点尤为重要。
- 1Q19业绩仍承压，收入前瞻指标意义重大。由于1Q18家居企业普遍业绩基数较高，预计2019一季度业绩增长仍有压力，但是一季度预收款、销货现金流等收入前瞻指标的指向意义重大，如果明显好转，则一季度可能是全年业绩底部。

### 定制板块估值已到历史低点 (PE-TTM)



### 成品板块估值亦在历史低点

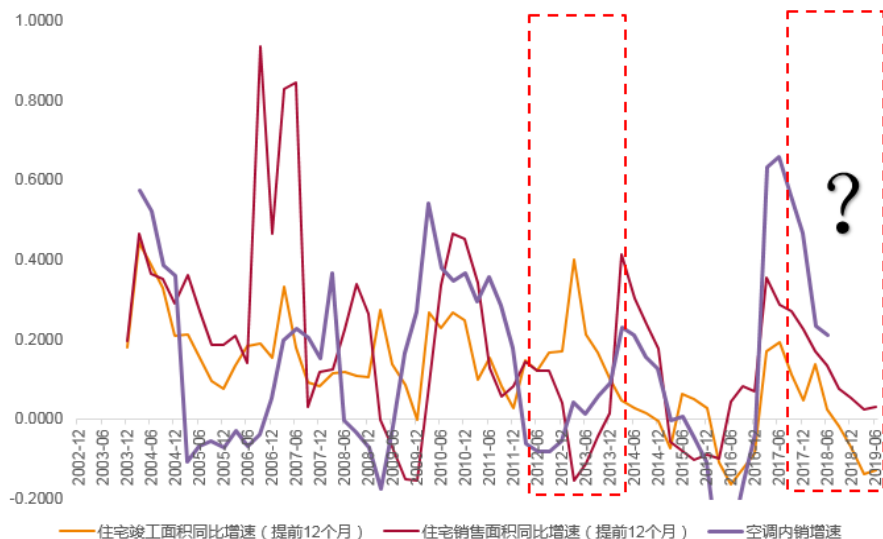




## 4.1 投资机会展望：估值底逐步夯实，关注竣工和一二线住宅销售企稳

2019年装修需求有望好于18年，对定制板块，关注以下几条逻辑持续跟踪验证：

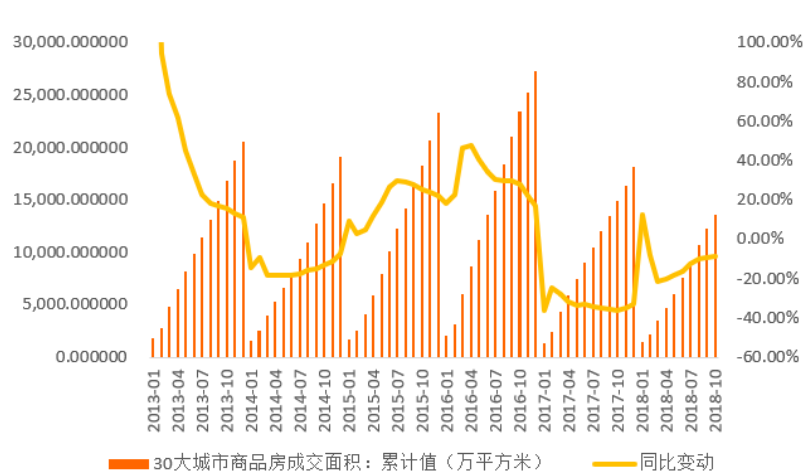
- ✓ **1) 观察2019年竣工面积变化。**竣工和期房销售面积连续两年背离之后，存在一个修复的过程，19年竣工面积企稳意味着新房交房好转；
- ✓ **2) 观察2019年一二线和强三线销售情况。**一二线和强三线销售有望企稳，4-6线城市品牌家居渗透红利期还在；
- ✓ **3) 观察定制龙头加强对整装流量重视后的效果。**18年是定制龙头加强同整装合作的元年，欧派通过整装大家居模式，尚品通过整装云，索菲亚、志邦也积极和装企合作，19年有望在整装渠道取得好成绩。



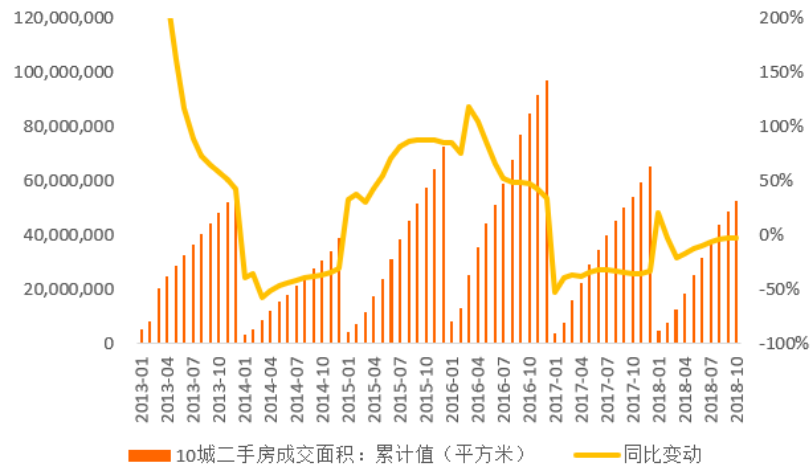
- 销售面积虽然在2011年-2012年继续下滑，但是竣工面积有起色，所以家具家电的业绩在2012-2013年间也出现好转

## 4.1 投资机会展望：估值底逐步夯实，关注竣工和一二三线住宅销售企稳

### 30大中城市一手房销售面积下半年企稳回升



### 10城二手房成交面积在18年下半年也有所改善



2018年公装企业的精装修订单都有大幅增长，意味着后续进入交房期的住宅会有较快增长

| 公装企业精装修订单累计增速 |        |        |      |        |        |      |
|---------------|--------|--------|------|--------|--------|------|
| 公司            | 2017Q2 | 2018Q2 | 增速   | 2017Q3 | 2018Q3 | 增速   |
| 广田集团          | 30.06  | 86.66  | 188% | 56.69  | 114.32 | 102% |
| 洪涛股份          | 1.47   | 3.42   | 133% | 3.2    | 3.99   | 25%  |
| 全筑股份          |        |        |      | 41.32  | 71.98  | 74%  |
| 奇信股份          | 1.81   | 6.03   | 233% | 4.32   | 9.96   | 131% |
| 金螳螂           | 40.8   | 65.7   | 61%  | 64.66  | 107.3  | 66%  |
| 亚厦股份          | 7.25   | 11.88  | 64%  | 14.03  | 20.07  |      |

# 目录

- 1、板块行情回顾：行业估值底部，细分行业包装跌幅最小
- 2、家居板块：估值底逐步夯实，关注竣工和一二线住宅销售企稳
- **3、包装板块：原材料降价释放利润空间，新型烟草布局提速**
- 4、造纸板块：浆价回落利好生活用纸，文化、包装纸呈现分化态势
- 5、推荐标的：优选受益成本下降/竣工反转个股，布局细分龙头

# 1.1 国内包装行业集中度低，加速整合态势开始显现

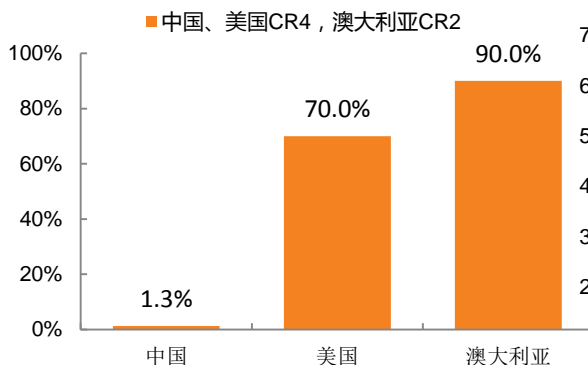
## 相较于国外，我国纸包装行业市场格局分散

- 2016年，美国前四大包装企业市场份额均超过70%，而我国包装行业CR4不到5%。

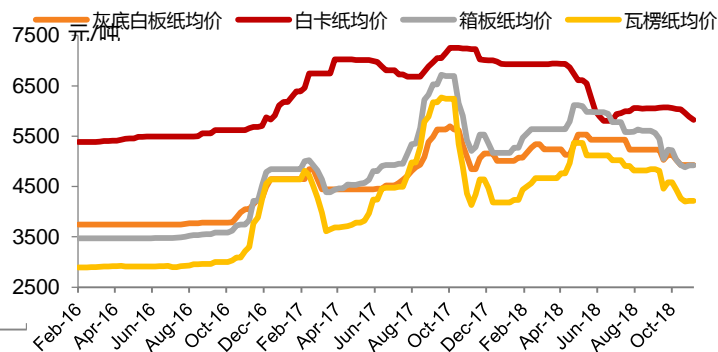
## 国内包装行业集中度加速提升趋势出现，龙头包企盈利能力较强

- 18年小包装企业退出加速：1) 环保督查继续深入，加速三级纸箱厂的淘汰，东莞等地出现大规模“关停潮”；2) 上游包装纸价格波动较大，下半年虽有所下滑，但仍维持高位；同时**包装纸厂集中度高**，小型包装厂对上游基本没有议价能力；3) 受宏观经济环境影响，下游需求疲软，中小包装厂客户稳定性差，大客户集中采购趋势明显。
- 18年龙头包装企业迅速攫取市场份额，逆势增长，预计19年行业整合趋势延续，龙头市场份额提升空间大。

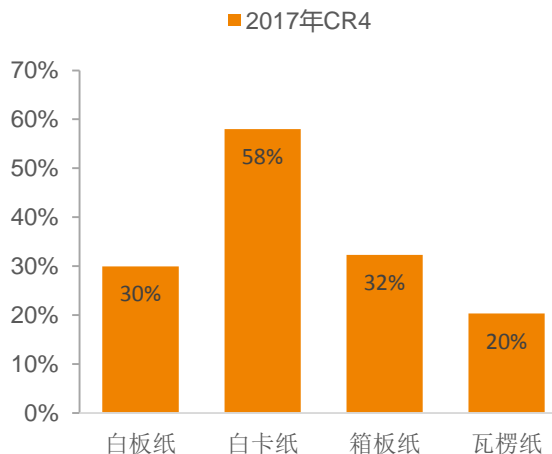
### 国内包装行业市场集中度低（2016年数据）



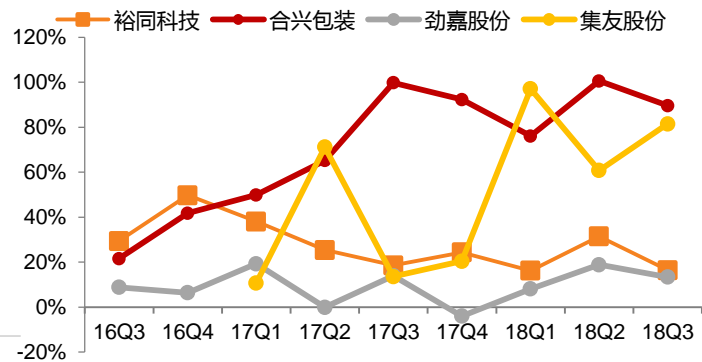
### 包装纸价格高位震荡



### 上游包装纸集中度远高于包装行业



### 国内包装龙头企业受益市场份额提升，收入快速增长



## 1.2 包装行业业态升级，平台化整合提升效率

### ➤ 国内纸包装行业高度分散化导致经营低效，纵向横向两条整合路径“双管齐下”

- 由于三级包装厂投入成本低，经营粗放，导致国内纸包装行业形成高度分散化局面。分散化格局带来信息不对称，运输成本加剧等问题，降低行业整体运营效率。同时，面对环保以及上下游各方压力，国内包装行业业态将发生改变。根据包装产业链参与者来看，现阶段出现如下两条整合路径：
  - 1) 纸厂做垂直整合，上下游产业链延伸；
  - 2) 龙头包装纸厂做横向整合，形成更“强有力”的业态模式，产业并购或依托平台建立，轻资产运营。

### ➤ 包企横向平台化整合，探索运营新模式，焕发行业新的成长生命力

- 平台化模式主要指，龙头包装企业凭借更为强有力的技术和数据支持建立运营平台，连接中小包装企业和上游客户。
- 合兴包装PSCP平台：1) 利用企业现有产业链资源，建立平台整合上游包装企业产能和下游订单需求；2) 新盈利方式：利用自身规模优势低价采购原材料，轻资产运营，提升获单效率，增强盈利能力+平台服务附加值。
- 裕同科技S2B平台：一方面，公司通过S2B给小企业赋能，提供有偿服务或免费服务；另一方面，提高行业闲置设备利用效率。

#### 合兴包装旗下“联合包装网”提供的产品及服务



# 1.3 包装印刷19年看点：受益成本下降，新客户+新业务持续开发

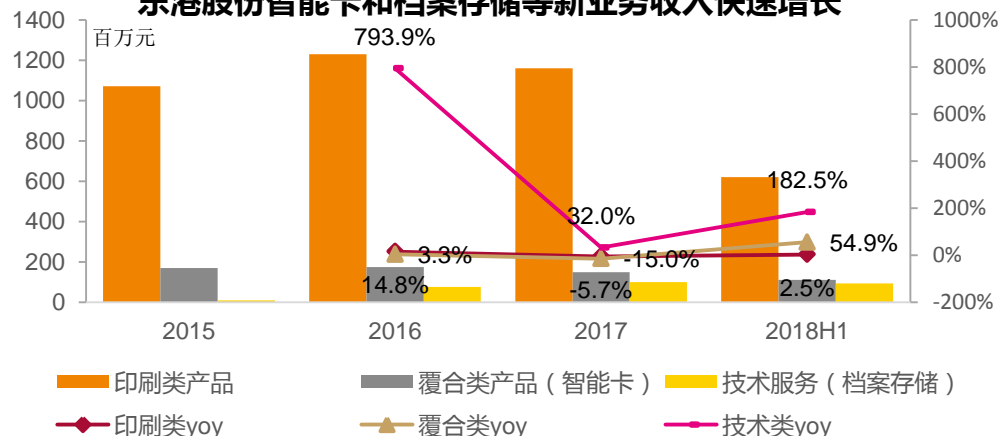
## ➤ 传统纸包企业新客户拓展+新业务开发，确定收入增量空间

- 合兴包装：确立“集团化、大客户”蓝海战略，收购合众创亚开发海外市场，深耕纸包装领域。新开发客户及收购标的有望支撑19年收入业绩增量。
- 裕同科技：全面丰富产品线，抵抗下游波动带来的影响。由单一3C产品包装外延至大健康和化妆品包装，18年收购烟标企业武汉艾特，成立酒标专门事业部，布局环保纸托。19年将形成“社会品包装+烟标+酒标+纸托”全业务线，有效对冲电子产品影响。

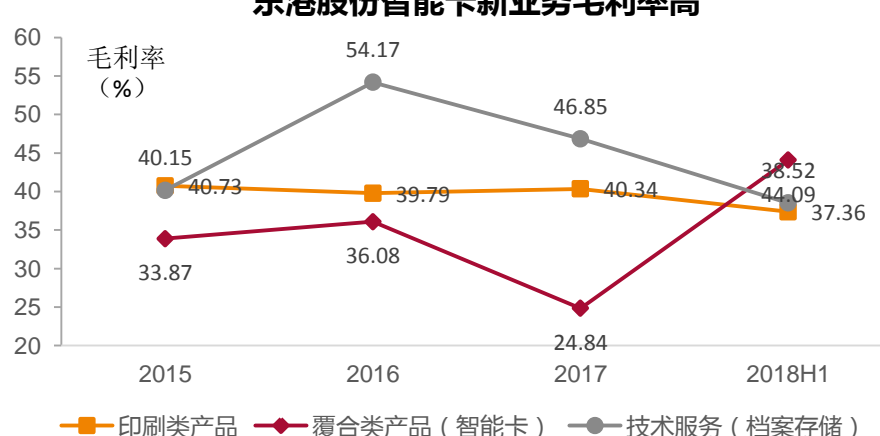
## ➤ 传统印刷企业加强互联网技术赋能，立体化业务线转向互联网综合信息服务

- 东港股份：1) 合作蚂蚁云，借助蚂蚁区块链技术，围绕“区块链+税务”、“区块链+财政”、“区块链+金融”推动电子类票证业务发展；2) 充分利用“区块链+交通”，将区块链技术与传统票证业务结合，制作北京市公安局公安交通管理局车辆管理所签订机动车临时号牌制作项目、机动车检字及封条；3) 智能卡RFID业务毛利率高，业务逐步放量。

东港股份智能卡和档案存储等新业务收入快速增长



东港股份智能卡新业务毛利率高



# 1.4 包装印刷19年看点：卷烟销售回暖利好烟标，新型烟草布局加速

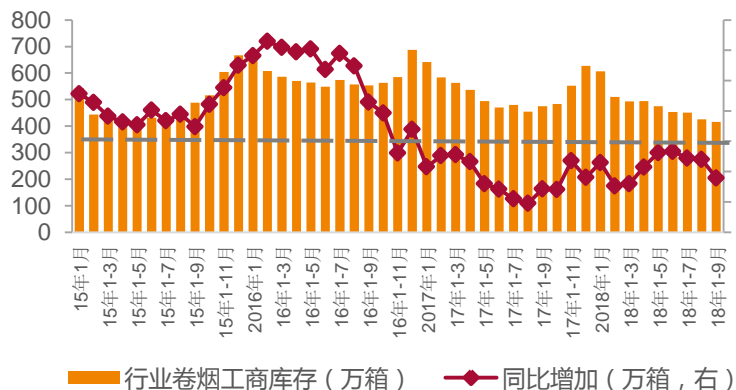
## ➤ 18年库存去化顺利，新型烟“细中短爆”增长强劲助力19年卷烟销售

- 专卖局18年全年销售4750万箱 (+0.3%) 和利润11306亿 (+1.4%) 目标。18年以来卷烟库存持续下降，截止18Q3工商库存已降至合理水平415万箱。产销增速逐步恢复，18Q1-3产销量同比增速分别为1.5%/2.3%，行业税利同比增长8.1%。
- 细支烟销量和收入增速同比增速均超过60%，中支、短支和爆珠烟收入增速超过100%。细支烟在卷烟总销量中贡献已接近6%，收入贡献超过10%。细支烟和爆珠烟单箱价格4.5/6.8万元（卷烟单价3.5万元），高附加值新型烟的销售有望推动19年卷烟销售持续增长。

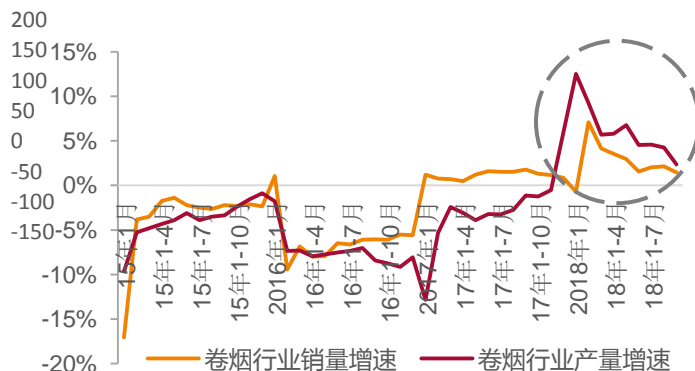
## ➤ 卷烟产销恢复，高端化趋势，利好烟标龙头企业

- 卷烟库存已降至历史低位，预计19年产销量增速继续回暖。国家局推动卷烟高端化创新型新品种，提高卷烟包装等配套产品要求，利好新型烟订单丰富，技术优势明显的烟标龙头企业劲嘉股份和集友股份等。

18年卷烟库存持续下降



18年卷烟产销量增长复苏



| 品种        | 细支烟   | 中支烟  | 短支烟  | 爆珠烟  |
|-----------|-------|------|------|------|
| 销量 (万箱)   | 214   | 45   | 35   | 61   |
| yoy 占比    | 60%   | 76%  | 91%  | 144% |
| 收入 (亿元)   | 1271  | 165  | 136  | 383  |
| yoy 占比    | 60%   | 130% | 106% | 125% |
| 占比        | 10.5% | 1.4% | 1.1% | 3.2% |
| 单箱收入 (万元) | 4.5   | 3.7  | 3.9  | 6.8  |

## 1.4 包装印刷19年看点：卷烟销售回暖利好烟标，新型烟草布局加速

### ➤ 新型烟草东风劲吹，产业链公司积极布局

- **密切关注能够切入卷烟产业链的民营企业**：国内对新型烟草态度积极，各省积极储备和研发自己的低温不燃烧产品。能够深度切入卷烟产业链的企业在我国烟草专卖制度下，未来将具备先发优势。
- 看好卷烟产业链企业**劲嘉股份**和**集友股份**。**劲嘉股份**：**1）烟标主业稳健**，新型烟客户资源丰富，预计18年实现烟标销量8%增长。**2）切入高端白酒包装产业链**，精品烟酒彩盒“大包装”战略持续推进。**3）新型烟草布局领先**，18年相继与小米产业链企业米物科技、云烟子公司华玉科技合作，布局新型烟草。
- **集友股份**：**1）19年烟标加速放量**，17年6月开始建设烟标产能，18年初实现对大风科技收购，18年8月公司非公开发行股票募资建设100万箱烟标产能+改造大风科技生产线新增40万箱产能，预计将突破200万吨烟标产能，烟标行业经验丰富的专业化团队运营。**2）牵手安徽中烟**，布局新型烟草。**3）传统主业稳健增长**，水松纸行业30~40亿元市场规模，落后产能淘汰，公司市占率持续提升。

#### 中烟公司积极布局新型烟草并上市海外销售

| 中烟公司 | 布局时间 | 类型    | 产品       | 上市时间     | 上市地点   |
|------|------|-------|----------|----------|--------|
| 四川中烟 | 2013 | 加热不燃烧 | 宽窄功夫、子弹头 | 2017年12月 | 韩国     |
| 云南中烟 | 2013 | 电子烟   | MW       | 2017年10月 | 日本     |
|      |      | 加热不燃烧 | MC       | 2018年4月  | 韩国、巴拿马 |
| 广东中烟 | 2013 | 加热不燃烧 | MU+、ING  | 2018年7月  | 老挝     |
| 湖南中烟 | 2014 | 电子烟   | Usonicig | 2017年12月 | 英国     |



# 目录

- 1、板块行情回顾：行业估值底部，细分行业包装跌幅最小
- 2、家居板块：估值底逐步夯实，关注竣工和一二线住宅销售企稳
- 3、包装板块：原材料降价释放利润空间，新型烟草布局提速
- **4、造纸板块：浆价回落利好生活用纸，文化、包装纸呈现分化态势**
- 5、推荐标的：优选受益成本下降/竣工反转个股，布局细分龙头

# 1 生活用纸

# 1.1 需求端：生活用纸千亿市场规模，人均用纸量提升空间大

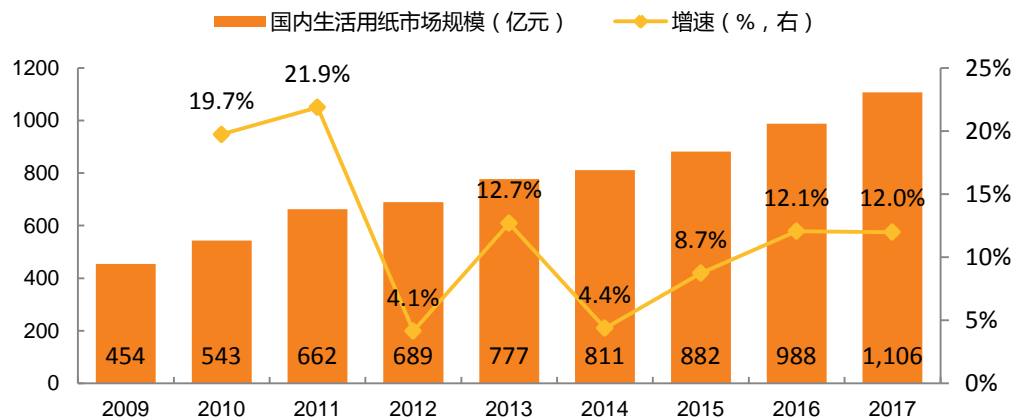
## 国内生活用纸市场规模超过1000亿元

- 2017年国内生活用纸市场规模超过1000亿元。国内生活用纸市场规模由2009年454亿元提升至2017年的1106亿元，CAGR达11.8%。

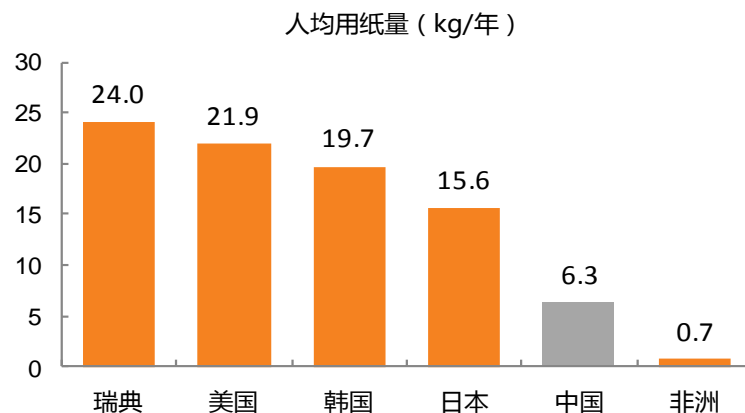
## 中国人均生活用纸量仅6.3kg，远低于欧美等发达国家，提升空间大

- 2017年国内生活用纸人均消费量仅6.3kg/年（约75元）。2016年亚洲先进国家已达15kg以上，北美已达20kg以上，国内生活用纸人均量有待提升，存在翻倍的空间。
- 2016年瑞典/美国/韩国/日本人均用纸消费量分别为24.0/21.9/19.7/15.6kg/年。

### 国内生活用纸市场规模及增速



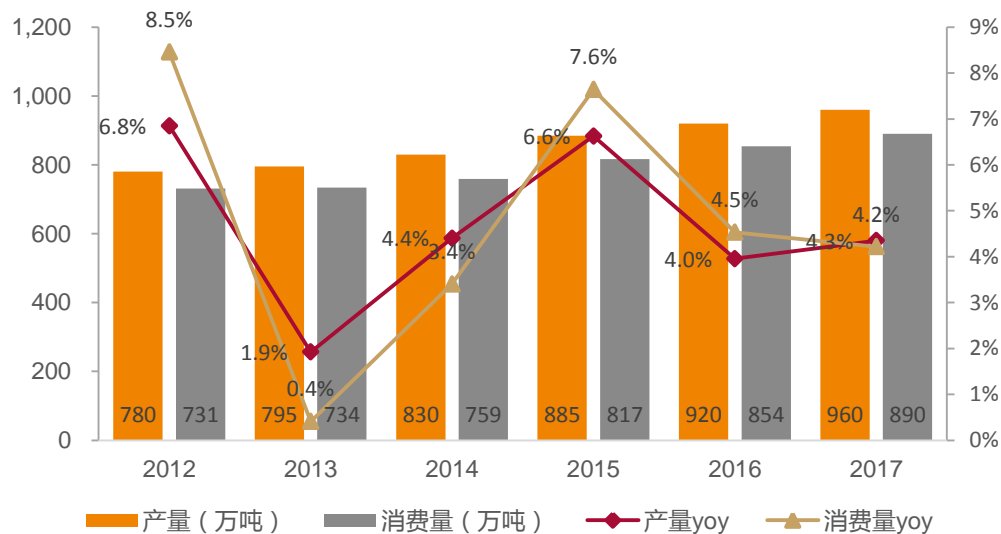
### 我国人均用纸量远低于发达国家



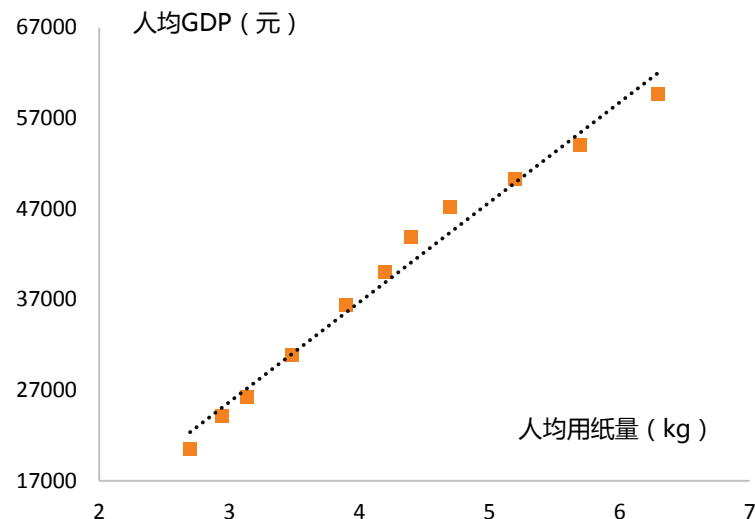
# 1.1 需求端：消费必需品抗周期性强，消费升级驱动市场增长

- 生活用纸为日常消费必需品，抵抗经济周期波动能力强
- 近年生活用纸消费量增长平稳，2017年生活用纸产量和消费量分别为960/890万吨，同比增长4.3%/4.2%，2012~2017年CAGR分别为5.3%/5.0%。
- 伴随人均GDP/收入增长，人均用纸量提升，预计2019年生活用纸需求量保持5%左右增速。人均用纸量和人均GDP成明显正相关关系，根据GDP增速，预计19年生活用纸消费量平稳增长。

### 生活用纸产销量平稳增长



### 人均用纸量和人均GDP相关系数达0.99

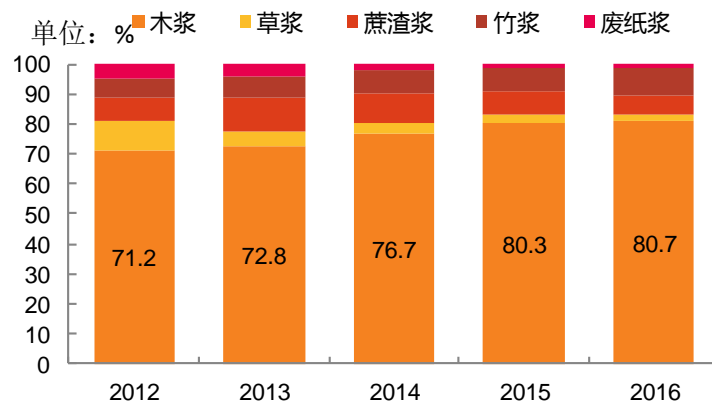


# 1.1 需求端：消费必需品抗周期性强，消费升级驱动市场增长

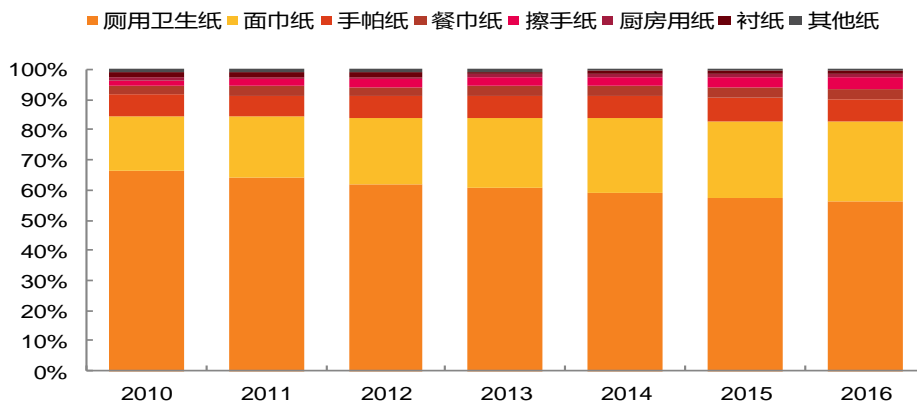
## ➤ 消费升级驱动力：

- 生活用纸原材料品质提升，单吨价格增长。生活用纸纤维原料占比中，最优质的木浆占比量从2012年71.2%提升至80.7%，质量较差的草浆占比下降7.4pct至2.3%，最差的废纸浆占比下降3.5pct至1.3%。国内生活用纸单吨价格自2009年8577元/吨提升至2016年11569元/吨，CAGR达5.1%。
- 面巾纸、餐巾纸、擦手纸和厨房用纸等外延增加，形成市场增量空间。面巾纸、餐巾纸、擦手纸和厨房用纸消费量占比不断提升，擦手纸、面巾纸和餐巾纸提升速度最快。

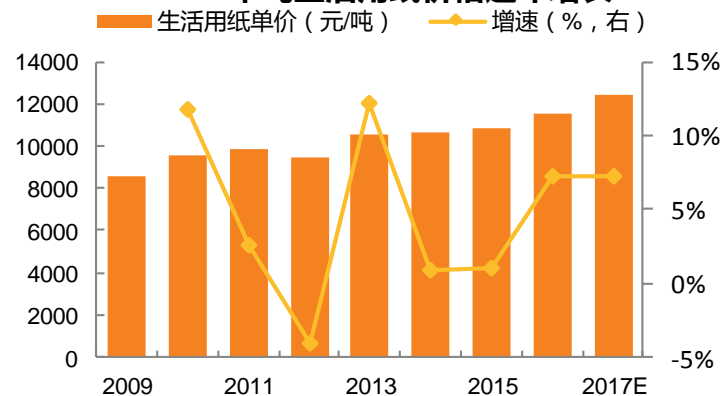
### 最优质原材料木浆使用比例逐年上升



### 面巾纸、餐巾纸、擦手纸和厨房用纸消费量占比不断提升



### 单吨生活用纸价格逐年增长



## 1.2 供给端：产销平衡，中小产能加速退出

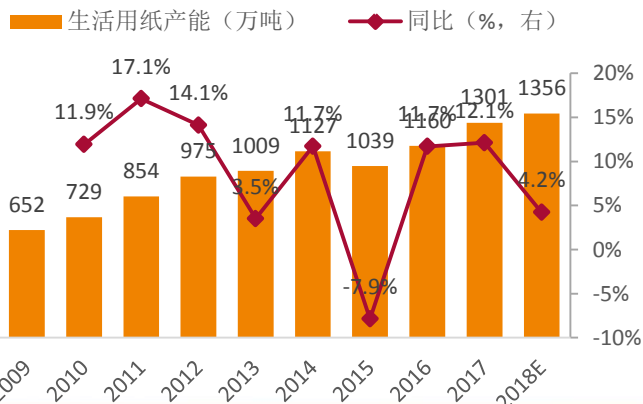
### ➤ 浆价大幅上涨，环保督查趋严，加速中小产能淘汰

- 2017年生活用纸行业产能约1300万吨，淘汰落后产能约120万吨，净增约135万吨，产能增长趋缓。
- 2017年以来进口针叶浆和阔叶浆大幅上涨50.8%/49.1%后并维持高位，国内环保督查持续深入，压缩中小企业获利空间，自2014年开始造纸企业数量持续下降。

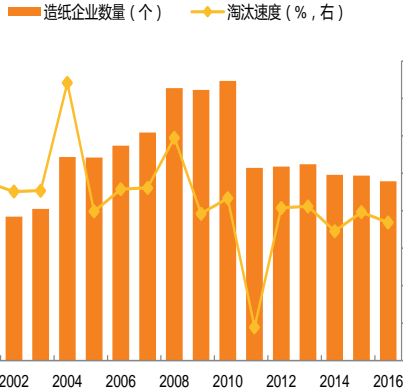
### ➤ 受到国家环保限制，生活用纸新建产能必须达到10万吨以上规模才能批准建厂，抬高了行业进入门槛，预计2019年生活用纸新增产能继续趋缓，并向头部企业集中。

- 根据我们统计，18年规划生活用纸产能310万吨，假设分两年消化，18年预计新增155万吨产能，考虑淘汰100万吨中小产能，预计净增55万吨产能，新增产能同比增长4.2%。
- 生活用纸行业平均产能利用率水平合理：虽17年出现下滑降至74%，但对于大型生活用纸企业一般需为旺季预留产能，正常产能利用率水平在75%左右。

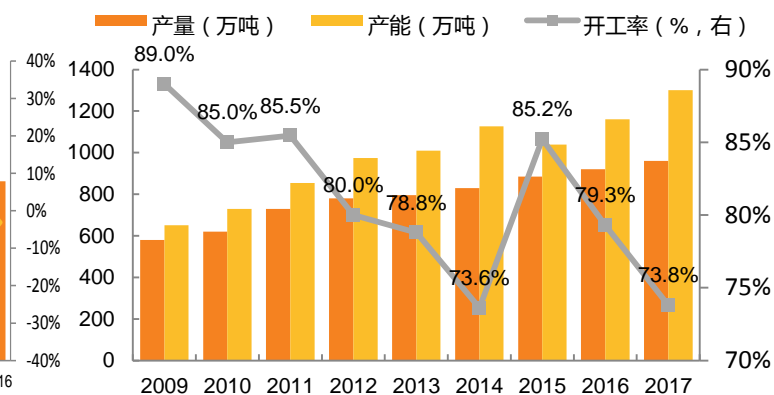
#### 生活用纸产能增长趋缓



#### 造纸企业数量加速下降



#### 生活用纸行业平均产能利用率水平合理



## 1.3 原材料：18Q4浆价持续回落，19年见顶回调

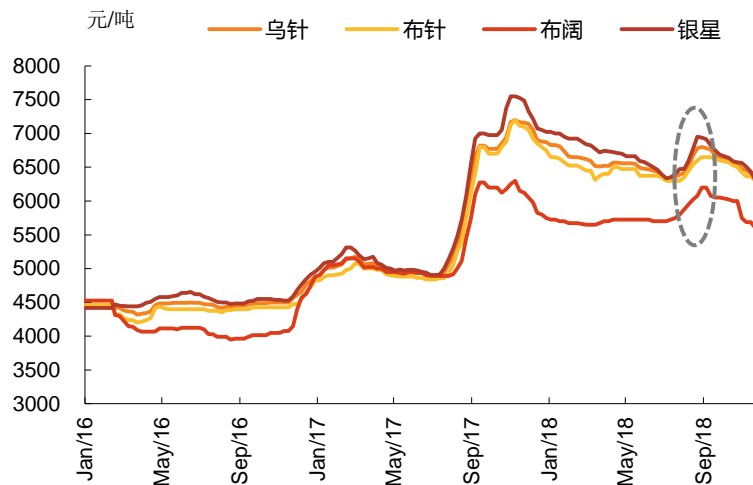
### ➤ 内盘木浆价格经历18Q2上涨后，18Q3-Q4价格持续回落至上涨前

- 18年7~9月份受到中美贸易战、人民币贬值和贸易商惜售等因素影响，内盘木浆经历上涨行情。但18年全年木浆供求紧平衡，Q3内盘木浆价格持续回落。

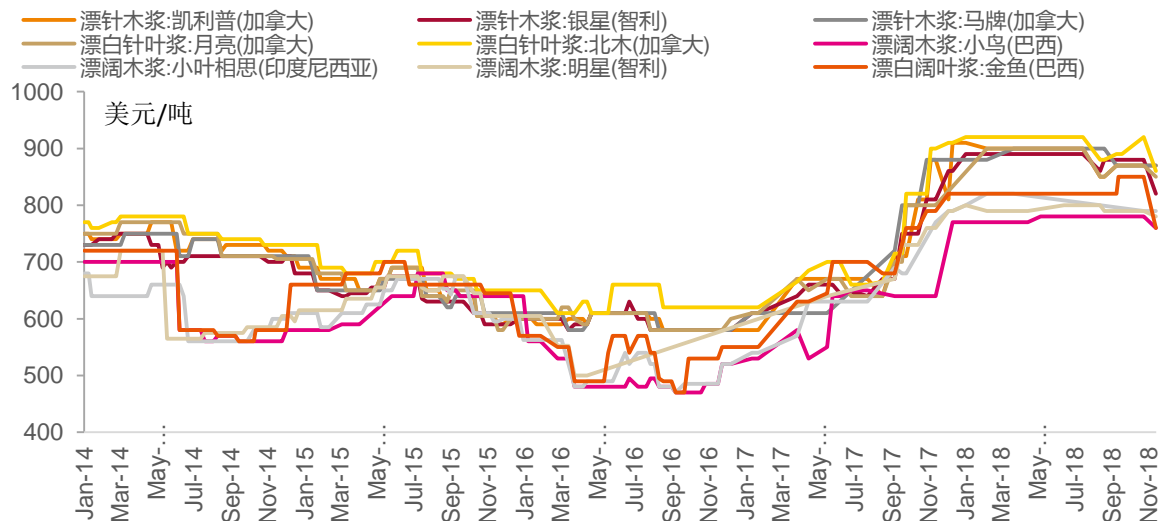
### ➤ 18外盘木浆价格以稳为主，11月外盘木浆报价首次下调

- 18外盘木浆价格维稳，11月外盘浆价首次下调，智利Arauco公司11月份木浆外盘针叶浆下调40美元，阔叶下调10美元。

#### 18Q3内盘木浆价格持续回落



#### 18年外盘木浆价格维稳，11月出现下跌



## 1.3 原材料：18Q4浆价持续回落，19年关注汇率影响

### ➤ 19年木浆价格预判：预计外盘木浆价格小幅回落，但仍维持高位

- 预计19年全球国际纸浆需求和供给增长平稳，维持紧平衡格局。
- 纸浆期货合约上市后首日跌停，未来浆价存在回落可能性。

### ➤ 关注19年汇率波动影响，针叶浆期货上市有望平稳采购成本

- 受到宏观经济环境影响，19年人民币兑美元存在破7的可能性。**对于直接从国外进口木浆的企业，其成本端将受到人民币贬值影响，但19年人民币出现大幅贬值可能性较小，因此汇率波动对企业盈利有限。**
- 内盘浆价同样受到人民币汇率影响，但**18年11月27日纸浆期货上市**，伴随纸浆期货交割制度逐步完善，一方面内盘针叶浆价格机制进一步完善，**浆价波动幅度有望减小**；另一方面，**企业可通过期货交易平滑成本波动的影响。**

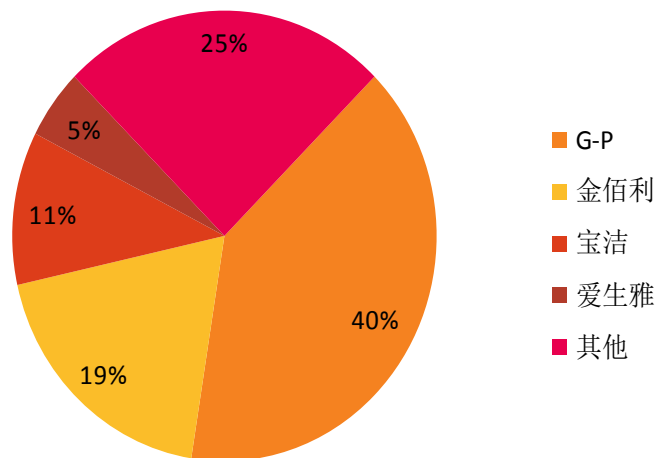
人民币贬值趋势加深



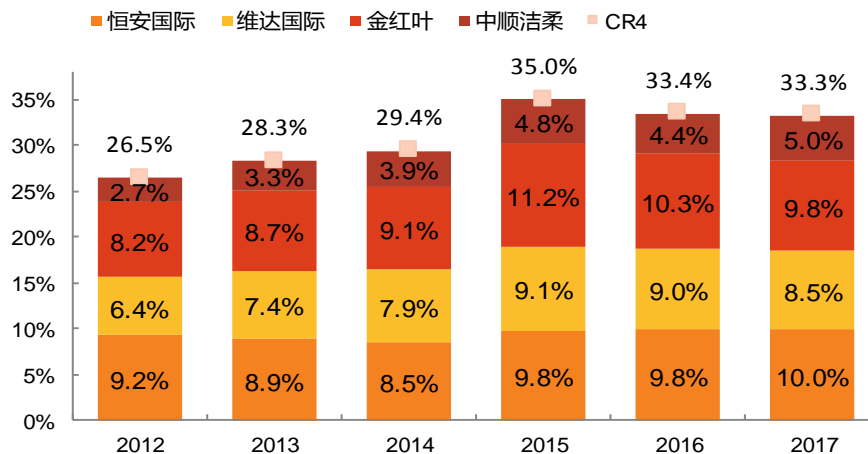


## 1.4 竞争格局：相较于美日，国内生活用纸格局分散

- **2011年美国生活用纸CR4=75%，日本CR3=57%**
  - 2011年美国前四大企业G-P、金佰利、宝洁和爱生雅的总产能已达640万吨，占北美总产能的75%。日本目前生活用纸市场被前三家企业金佰利、王子制纸和王子妮飘所占据，CR3达到57%
- **国内生活用纸集中度逐步提升，2017年CR4不到35%，相较于成熟市场提升空间大**
  - 我们根据产能测算，国内生活用纸前四大企业恒安、维达、金红叶和洁柔的市占率，虽然2012~2017年间CR4在不断提升，但2017年CR4仅33.3%，不足美国的一半。
  - **行业进入门槛抬升，集中度有望加速提升**：1) 国家环保限制下生活用纸新建产能必须达到10万吨以上规模才能批准建厂；2) **生活用纸品牌背书能力强**，前四大企业格局基本稳定情况下，后来者品牌和口碑建立难度越来越大。



美国前四大生活用纸品牌市占率



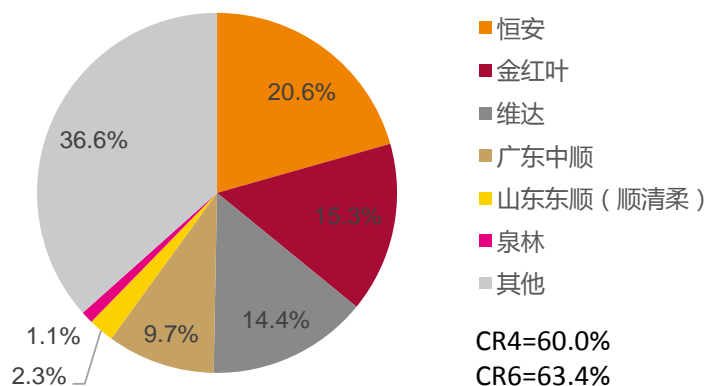
国内生活用纸CR4变化（根据产能测算）

## 1.4 “恒维金顺” 谁主沉浮，洁柔追赶态势尽显

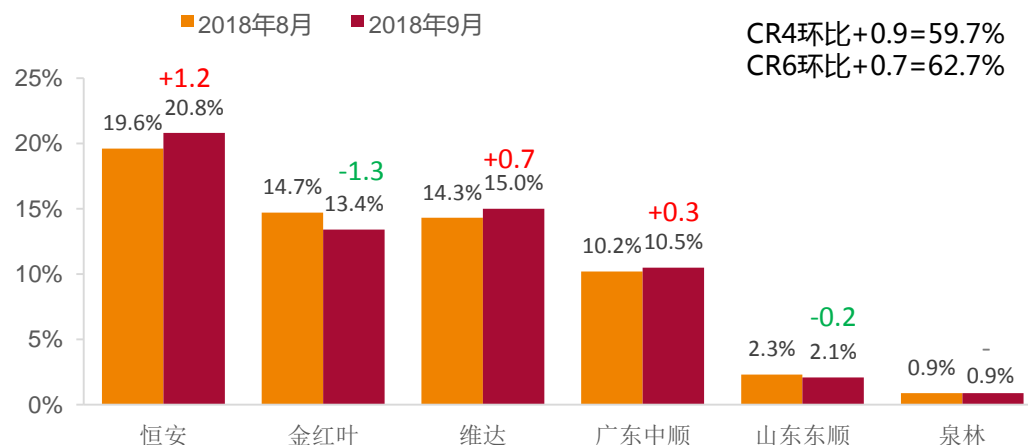
### ➤ 按销售口径计算，国内生活用纸前四大企业恒安、维达、金红叶和中顺洁柔已占据60%的市场份额

- 截止18年9恒安/金红叶/维达/洁柔国内销售份额占比分别为20.6%/15.3%/14.4%/10.2%，东顺（顺清柔）/泉林占比较低为2.3%/1.1%。就单月来看，恒安/维达/洁柔9月销售额占比较上月环比提升1.2/0.7/0.3pct，金红叶/东顺环比下降1.3/0.2pct。产能

| 公司名称 | 成立时间 | 产能（万吨） | 经销商数量（家） | 强势区域     | 核心品牌           |     |    |
|------|------|--------|----------|----------|----------------|-----|----|
|      |      |        |          |          | 高端             | 中端  | 大众 |
| 恒安国际 | 1985 | 130    |          | 闽粤、华东、华中 | 品诺             | 心相印 | 优选 |
| 维达国际 | 1985 | 110    |          | 华南、华中    | 得宝             | 维达  |    |
| 金红叶  | 1996 | 128    | 3000+    | 华东、华南、华中 | 唯洁雅、铂丽雅（新开发品牌） | 清风  | 真真 |
| 中顺洁柔 | 1990 | 65     | 2100     | 华南、西南、西北 | 洁柔             |     | 太阳 |



2018年1-9月生活用纸企业市场销售份额占比



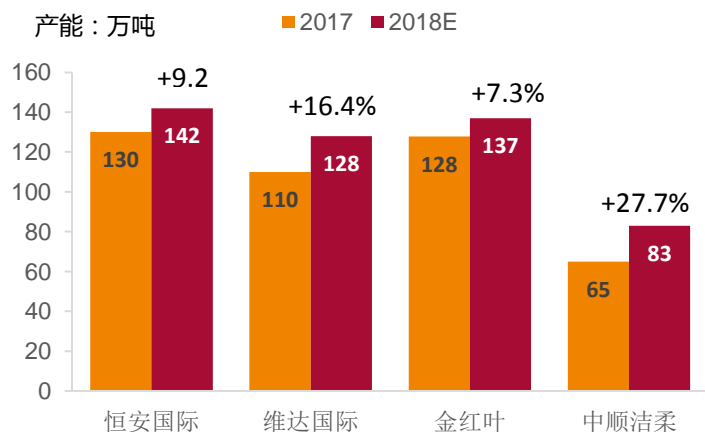
2018年8/9月份生活用纸企业市场销售份额当月占比及环比变动

## 1.4 “恒维金顺” 谁主沉浮，洁柔追赶态势尽显

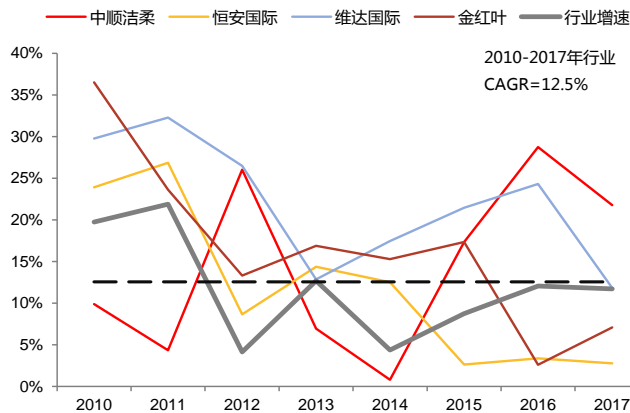
### ➤ 相较于发展趋缓的前三，排名第四的中顺洁柔处在提速扩张阶段，“追赶”空间大

- 中顺洁柔收入、利润、产能均不足前三的一半，渠道铺设相对不足。16年以来洁柔收入和业绩提速明显，领先于发展相对趋缓的前三家，产能和渠道布局有望形成较好增长空间。
- 就18Q3情况来看，中顺洁柔经营稳健，收入和利润增长可观，毛利率仅小幅下滑，表现明显优于同业领先的维达国际，公司仍享受一定的渠道和产能扩张红利。18Q3维达收入同增1.4%，利润下降50.0%，毛利率下滑2.9pct至27.1%（vs 洁柔：收入增速21.7%，利润增速25.3%，毛利率下滑1.9pct至33.2%）。

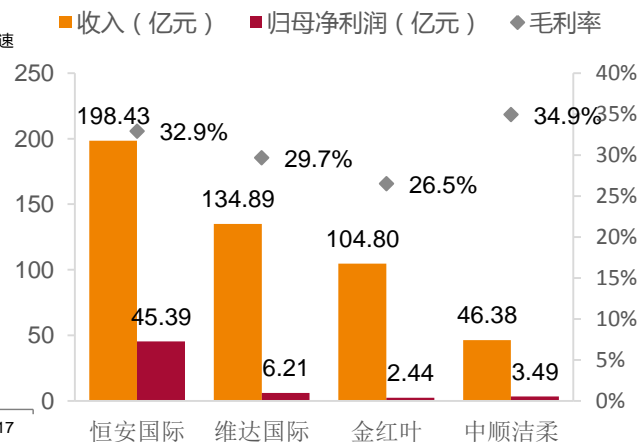
#### 四大企业产能比较



#### 中顺洁柔收入进入提速通道



#### 2017年四家企业收入、利润和毛利率比较



# 2

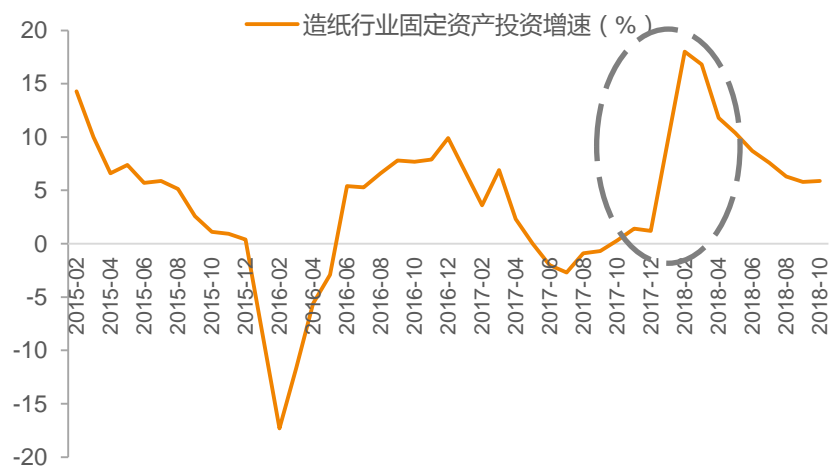
## 文化纸和包装纸

## 2.1 18下半年造纸板块需求端承压，19年分化格局显现

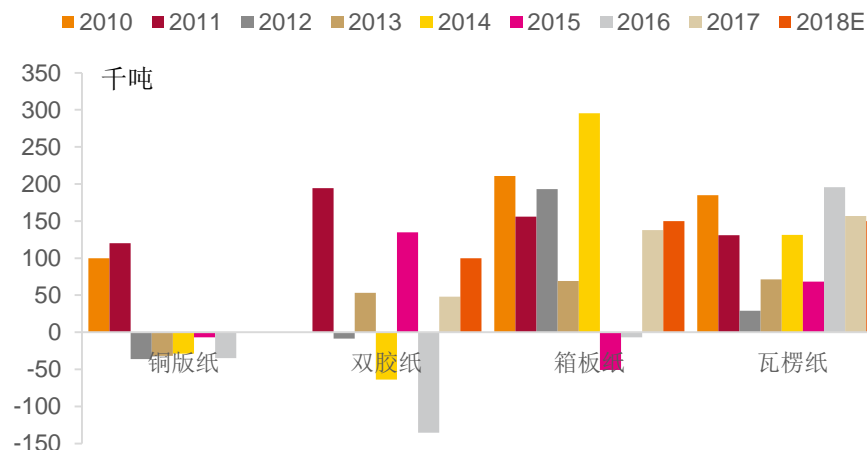
### ■ 供给：经17年供给侧改革，18全年造纸行业产能投放放缓，预计新增产能投放集中于19年上半年，预计19上半年造纸行业供给端压力较大

- 从造纸行业固定资产投资增速来看，17年全年增速放缓，下半年出现负增长。由于纸厂投资建设到投产周期约为12~18个月，18年全年新增造纸产能投放有限，预计新增产能集中于19年释放。
- **19年双胶纸和箱板瓦楞纸供给端压力大**：大型纸厂新增产能1) 双胶纸：晨鸣100万吨（2018）；2) 箱板瓦楞纸：玖龙泉州35万吨箱板纸，玖龙永新50万吨箱板纸、玖龙沈阳60万吨箱板纸、玖龙东莞60万吨箱板纸、山鹰河北127万吨箱板纸、江苏博汇75万吨白卡纸

#### 18年造纸业固定资产投资增速大幅提升



#### 各纸种各年净增产能情况

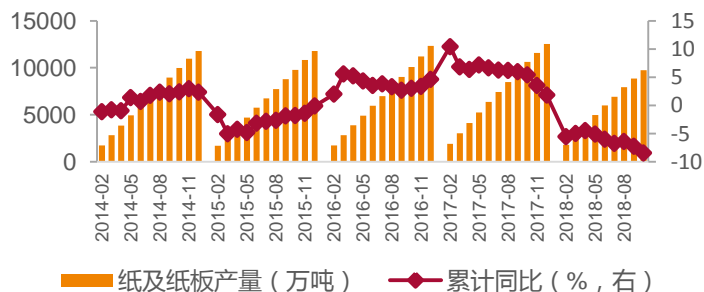


## 2.1 18下半年造纸板块需求端承压，19年分化格局显现

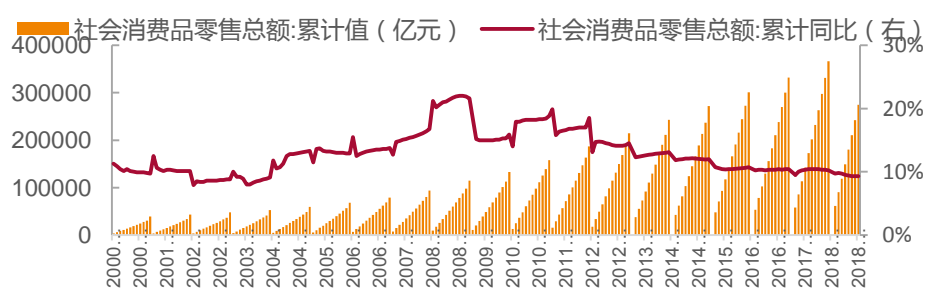
### 需求：受到中美贸易战影响，宏观经济下滑背景下，18下半年需求端压力较大，预计19年短期内难有明显好转

- 对国内造纸厂需求冲击来自三个方面：1) 国内消费需求不佳，社零增速近年新低；2) 国内成品纸价高位，进口替代效应开始出现；3) 贸易战影响，出口受到冲击，但伴随人民币贬值，未来出口影响有望减小。
- 需求疲软，18年纸及纸板产销量进入换挡期：截止18年10月，纸及纸板累计产量9735万吨，同比下降8.4%。预计全年产量10300万吨，同比下降7.5%；全年表观消费量10380万吨，同比下降4.7%。造纸业库存大幅增加，产成品存货413亿元，同增41%。
- 文化纸需求主要来自出版印刷等，预计19年增长平稳；包装纸需求受到进口和替代品影响，预计19年增长乏力。

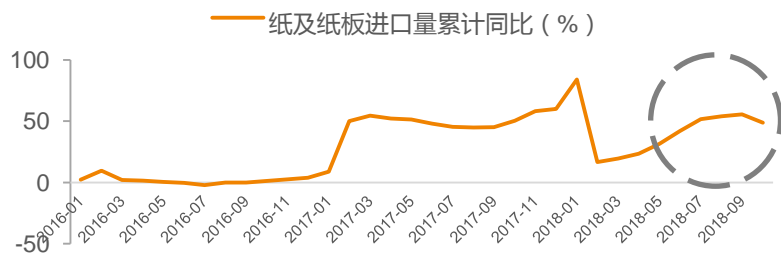
#### 18年纸及纸板产量大幅下降



#### 18年社零总额增速降至个位数



#### 18下半年成品纸进口数量显著增长



#### 18下半年成品纸出口数量大幅下滑



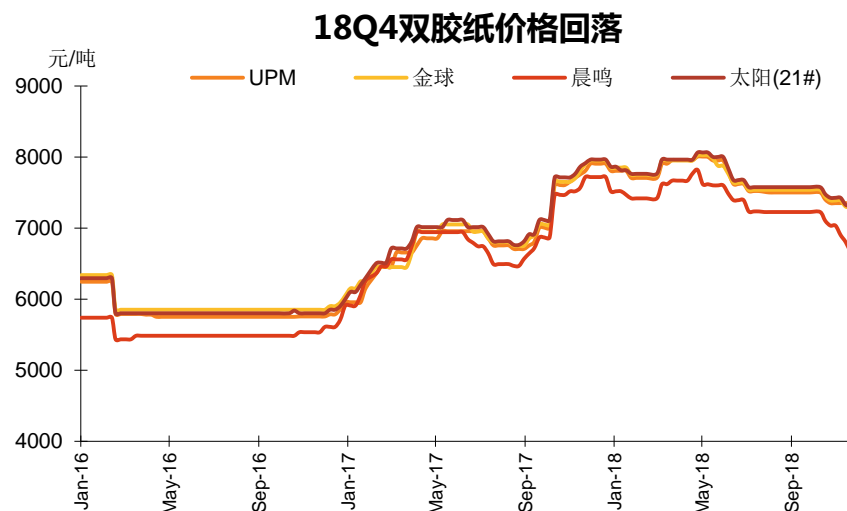
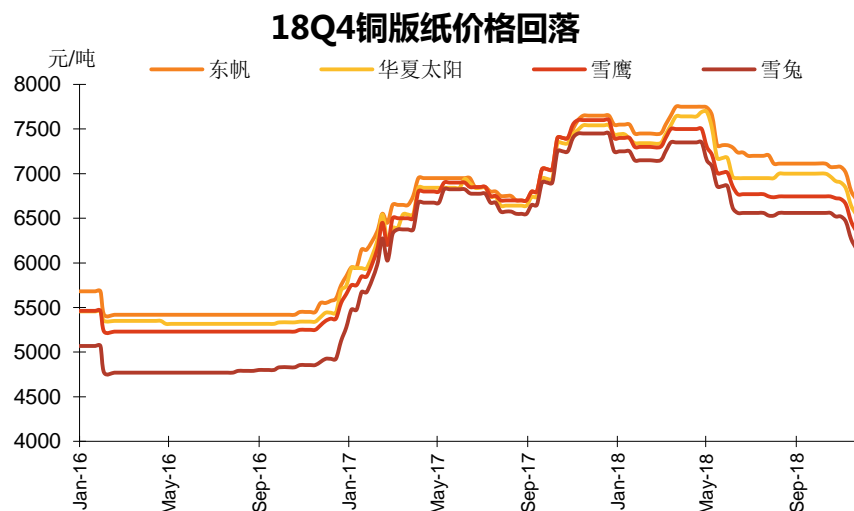
## 2.2 文化纸：预计19年价格承压，铜版纸供求格局较优

### ➤ 18年铜板双胶纸需求下滑，全年产销量同比降低

- 受经济大环境影响，铜板双胶纸国内需求下滑；汇率影响下，进口增加、出口减少，表观消费量下降。
- 据造纸协会预测：18全年双胶纸产量1750万吨（-2%），出口100万吨，进口80万吨，消费量1730万吨（-1%）；铜版纸产量600万吨（-11%），出口100万吨（-18%），进口40万吨（+20%），消费量540万吨（-8%）。

### ➤ 需求端承压，木浆价格下调，18Q4铜板双胶纸价格回落，大厂开始限产挺价

- 受宏观经济环境影响，铜板双胶纸下游需求疲软，三季度旺季大型纸厂发布涨价函，但提价不畅。木浆价格三四季度持续下滑，铜板双胶纸同时失去成本端支撑，四季度价格持续下滑。
- 铜板双胶纸集中度高（2017年集中度分别为87%/45%），四季度下滑行情下，大型纸厂开始限产挺价，但受下游需求影响，预计价格难以提升。



## 2.2 文化纸：预计19年价格承压，铜版纸供求格局较优

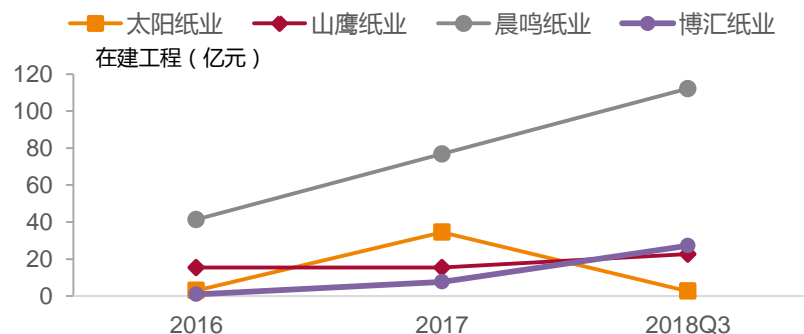
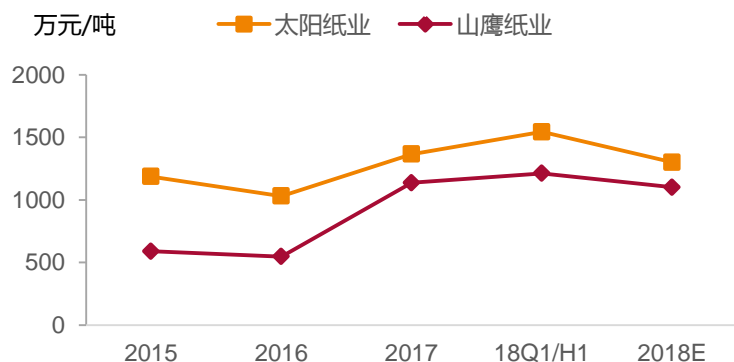
### ➤ 预计19年铜版纸供求格局好于双胶纸，铜版纸价格弹性较大，双胶纸提价较为困难

- 铜版纸：短期内无新增产能，供需格局向好，且集中度高，议价能力强。价格弹性较大，预计19年价格有望回升；双胶纸：晨鸣100万吨双胶纸产能（占行业总产能的10.2%）投放增加供给端压力，下游出版社需求有待观察，同时行业集中度有待提升。价格弹性较小，预计19年提价相对困难。

### ➤ 预计18年吨毛利收缩，19年出现分化行情

- 预计18全年企业吨毛利下降：18上半年纸价相对高位，造纸行业格局较好，企业吨毛利仍小幅提升；下半年供求格局较差，成本端压力抬升：1) 下半年失去需求端支撑，出现“旺季不旺”局面，各纸种提价均不顺畅；2) 木浆价格维持高位，叠加人民币贬值影响，原材料成本上升。19年文化纸企业业绩压力偏大：1) 新增产能投放，在建工程转固定资产增加折旧，盈利压力提升；2) 下游需求有待观察，19年木浆价格预计下行，但成本下降带来的利润增长能否留在上市公司，仍看需求端的支撑力度。
- 龙头与中小企业分化行情凸显：19年文化纸格局一般，中小纸企增长困难。龙头纸企太阳纸业等，通过产能扩张，仍能享受“量升”带来的增长，但预计增速放缓。

预计18年纸企吨毛利下降（太阳为18Q1，山鹰18H1） 晨鸣、博汇在建工程增加，19年转固定资产增加业绩压力



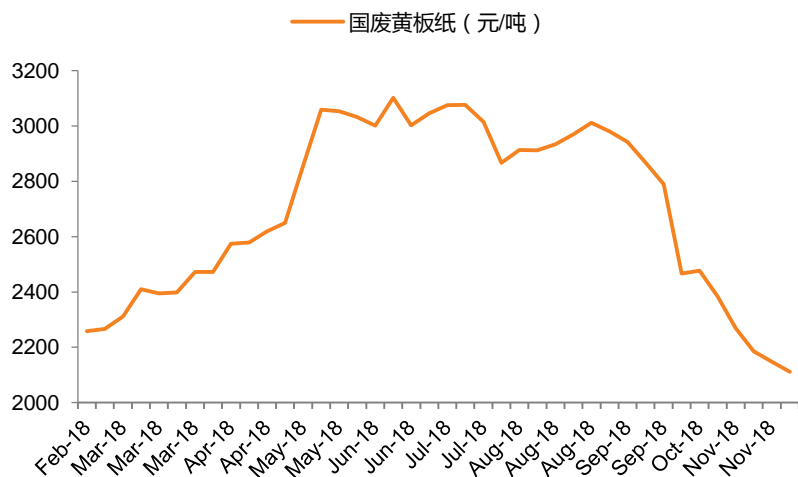


## 2.3 包装纸：国废价格短期承压，中长期维持高位

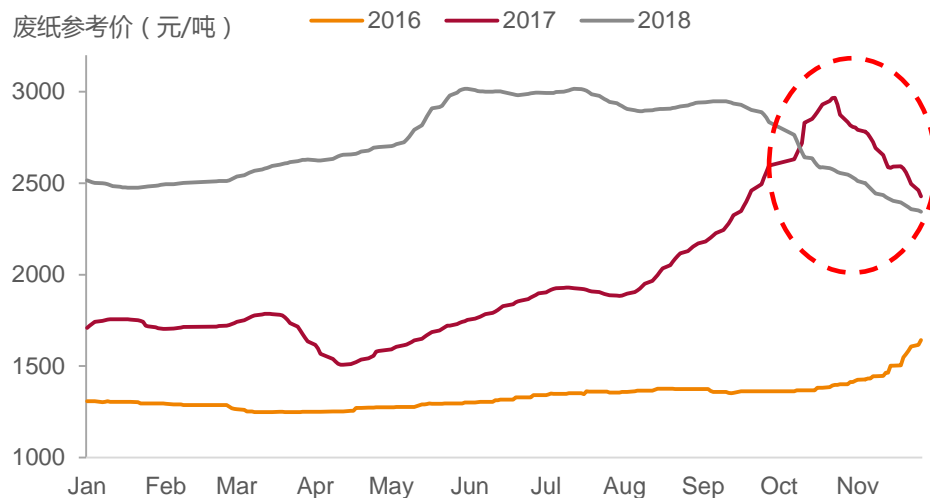
### ➤ 国废：18Q3-Q4国废价格大幅回调，短期价格承压，中长期废纸缺口推高国废价格

- 今年1-4月份国废黄板纸价格维持2500元/吨左右，5月初海关对美废100%开箱检验等限制政策趋严，国废黄板纸价格再次冲高到3000元/吨以上，超过2017年的历史高位。
- 下半年因包装纸需求不佳，国废价格跟随下降。18年10月国废价格“跳水”，主要因为大型包装纸厂降价促销打击国废价格，需求端承压下国废价格持续下跌至全年最低价2111元/吨（11月）。
- 短期受到下游包装纸需求影响，国废价格承压，提升较为困难。但中长期看，外废进口趋严，国内高质量废纸缺少，形成缺口接近1500万吨，并有持续扩大趋势，中长期国废价格仍将维持高位。

18年11月国废黄板纸价格已降至全年最低



短期废纸价格回落，预计中长期仍将维持高位



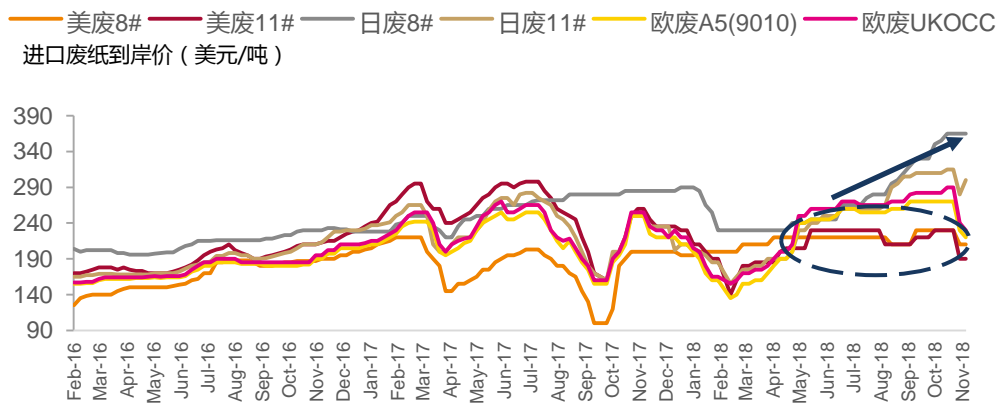
## 2.3 包装纸：外废价格中长期回落，海外浆纸产能布局加速

### ➤ 外废：预计19年美废价格回落趋稳；欧废日废短期维持高位，中长期价格回落

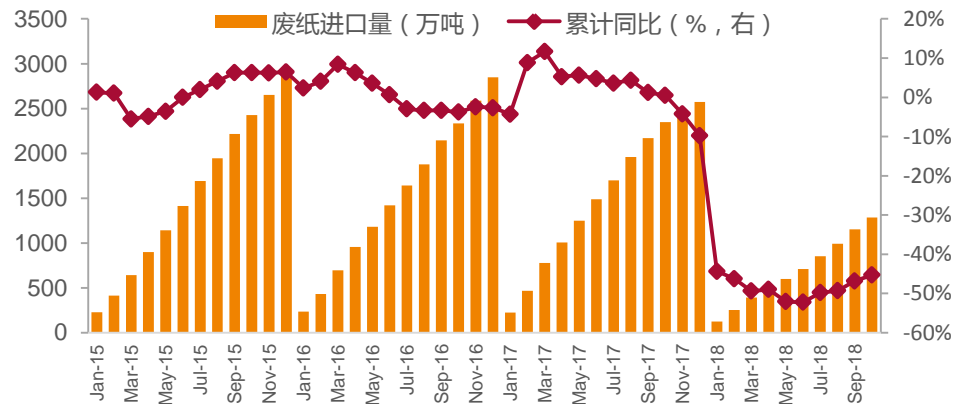
- 美废：受到贸易战加征关税影响，美废价格优势逐渐丧失，未来美国废纸供应商有望降价与国内纸厂共同分担关税。
- 欧废、日废：国内纸厂转向使用欧废和日废，18年下半年推高欧废和日废价格。但中长期看，国内政策推动下，外废审批配额大幅下降（18年预计同比下降20%），未来可进口废纸量将继续减少，同时国内纸厂加速海外布局，对外废需求下降，外废价格有望回落。

### ➤ 外废审批放缓，可进口废纸量大幅减少，龙头纸企进口废纸配额优势明显

- 截止18年12月，已获批外废配额1815万吨，考虑到进口检查力度加强导致通关速度下降等因素，预计全年实际可进口外废总量为1550万吨，同比下降1000万吨（-39%）。
- 龙头纸厂外废配额占比高，中长期仍享受成本端优势：玖龙/理文/山鹰外废配额在总量中占比达34.3%/14.9%/11.8%，合计占比61%。由于美、日、欧回收体系完善，外废质量仍显著高于国内，中长期看，外废价格回落，生产高档包装纸的龙头纸厂仍将享受成本端优势。



美废价格回落，欧废和日废价格走高



18年废纸进口量大幅下降

## 2.3 包装纸：外废价格中长期回落，海外浆纸产能布局加速

### ➤ 外废可得量和成本优势下降，海外浆纸产能布局加速

- 混废禁止进口、外废进口配额审批放缓（18年11月底配额1815万吨，仅为17年的64%）、2020年前“零固废”等政策趋势下，外废进口量下降。在加征关税和外废价格抬升影响下，**美废进口价格已超过2400元/吨，高于国废（截止18年12月约2000元/吨）**，外废成本优势逐步丧失。
- 龙头纸企海外浆纸产能布局加速**：一方面海外建立或收购浆厂，通过进口废纸浆（再生纤维浆）替代废纸原材料；另一方面进行造纸产能海外布局，利用海外成本和原材料优势。

| 公司   | 时间       | 海外布局计划  |
|------|----------|---|
| 玖龙纸业 | 2017年8月  | 越南40万吨包装纸项目建成投产   |
|      | 2018年5月  | 出资1.75亿美元收购美国两家浆纸厂新增造纸产能近90万吨                               |
|      | 2018年7月  | 在越南计划新建120万吨造纸项目  |
|      | 2018年8月  | 在美国西弗百尼亚州并购24万吨纸浆项目   |
|      | 2018年10月 | 在美国缅因州并购/扩建16万吨纸浆项目   |
| 理文造纸 | 2007年2月  | 在越南开工建设了第一家工厂，第二台纸机正在规划建设中，预计明年底投产                          |
|      | 2017年3月  | 在越南后江省基地建成投产40万吨原纸项目  |
|      | 2018年10月 | 在马来西亚建设一家新的制浆造纸厂，年产70万吨包装纸和55万吨纸浆                           |
| 山鹰纸业 | 2018年4月  | 参股了芬兰北方生化公司年产40万吨纸浆厂项目                                      |
|      | 2018年6月  | 收购了荷兰再生资源同收公司(WPT)，加强公司在欧洲的废纸回收能力                           |
|      | 2018年8月  | 美国造纸公司Verso纸业造纸厂，生产纸浆和包装纸                                   |
| 太阳纸业 | 2018年5月  | 在老挝沙湾拿吉省建成投产30万吨浆项目   |
|      | 2018年8月  | 在老挝建设120万吨造纸项目。该项目主要以进口美国废纸和欧洲废纸为原料，年产40万吨再生纤维浆+年产80万吨高档包装纸 |

## 2.4 包装纸：预计19年箱板瓦楞纸价格继续承压

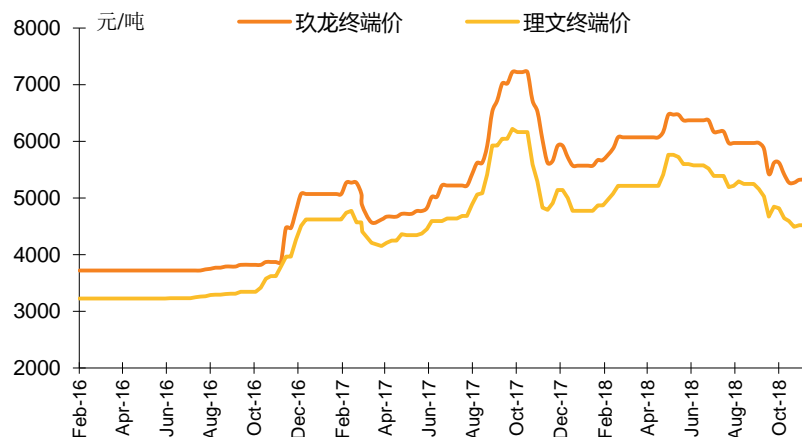
### ➤ 箱板瓦楞纸18年10月降价促销后经历策略性下调，Q4库存降至合理水平价格反弹

- 自国庆以来箱板瓦楞纸价格持续下跌，一方面大型纸厂降价促销，降低库存；另一方面策略性降低价格“打压”进口纸市场。箱板瓦楞纸价格已处相对低位，同时原纸厂库存降至低位，11月纸价反弹。

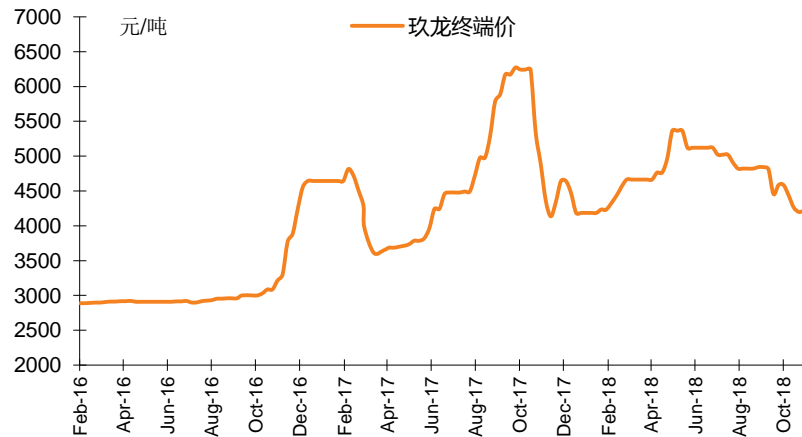
### ➤ 需求端支撑力弱，箱板瓦楞纸产销量下滑明显

- 据造纸协会预测：18全年箱板纸产量2100万吨（-12%），进口量180万吨（+30%），出口量不超过10万吨（-20%）；
- 瓦楞纸产量2050万吨（-12%），进口量110万吨（+70%），消费量2160万吨（-10%）。

18下半年箱板纸价格承压



18下半年瓦楞纸价格承压



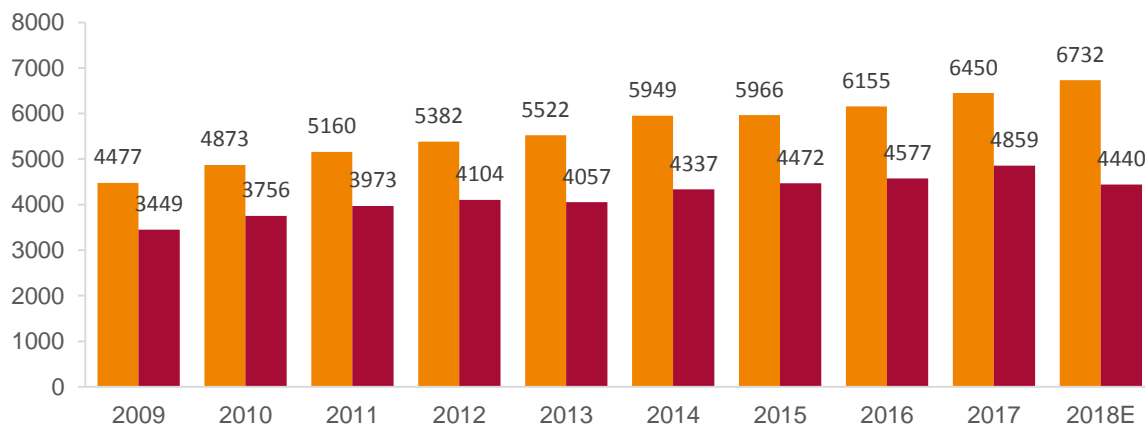
## 2.4 包装纸：预计19年箱板瓦楞纸价格继续承压

### ➤ 供需两方面均承压，预计19年箱板瓦楞纸提价困难

- **供给**：据我们统计，18年计划建设的箱板瓦楞纸产能达564万吨，若按照2年达产期计算，18和19年将平均新增产能282万吨。在17年需求向好情况下，新增箱板瓦楞纸消费量为282万吨，18和19年需求端压力较大，预计对新增产能消化困难。
- **需求**：17年箱板瓦楞纸需求由快递包装带动，但今年一方面消费疲软，另一方面纸包装需求下降。1) 菜鸟物流等快递纸箱回收业务发展迅速；2) 精确算法运用于包装箱，可减少15%包材使用，减少需求量；3) 推出轻型绿色包装，5层瓦楞纸减少为3层，较同等体积的原标准箱减重20%，减少用量；4) 17年包装纸高价导致塑料、泡沫等替代物盛行。

箱板瓦楞纸产能和消费量

■ 产能 (万吨) ■ 消费量 (万吨)



# 目录

- 1、板块行情回顾：行业估值底部，细分行业包装跌幅最小
- 2、家居板块：估值底逐步夯实，关注竣工和一二线住宅销售企稳
- 3、包装板块：原材料降价释放利润空间，新型烟草布局提速
- 4、造纸板块：浆价回落利好生活用纸，文化、包装纸呈现分化态势
- **5、推荐标的：优选受益成本下降/竣工反转个股，布局细分龙头**

# 1. 劲嘉股份：“大包装”战略稳步推进，新型烟草布局领先

## ➤ 下游卷烟行业复苏，高附加值新型烟销售快速提升，公司烟标主业稳步发展

- **卷烟行业复苏**：18年以来卷烟库存持续下降，截止9月工商库存已降至合理水平415万箱。产销增速逐步恢复，18年1-9月产销量同比增速分别为1.5%/2.3%。
- 新型品种“细中短爆”增长强劲，公司新型烟客户资源丰富，**提高烟标产品附加值，优化产品结构**。预计18年公司烟标主业维持8%左右增速。

## ➤ 切入高端白酒包装产业链，精品烟酒彩盒“大包装”战略持续推进

- **公司牵手茅台技开司**，增资其合资子公司申仁包装。申仁包装为茅台53度飞天纸包装独家供应商，公司现为申仁提供茅台包装生产，顺利切入高端白酒包装产业链。
- 大力推进精品烟盒（如云烟大重九等产品）业务，3C产品包装稳步推进。

## ➤ 新型烟草布局领先，有望优先切入新型烟草产业链

- 1) 与电子企业小米产业链公司**米物科技**合作，借力其电子制造能力以及小米的营销资源。2) 合作新型烟草领跑中烟公司**云南中烟**，由于云烟已有成型并销往海外的新型烟草产品，与中烟公司的合作将加速公司打开新型烟草产品销售市场。3) 牵手**云烟子公司华玉科技**，加深与云烟合作深度，未来伴随政策明朗化公司领先布局优势将逐步显现。

➤ 公司是烟标领域龙头，传统主业稳步发展，精品烟酒包装盒发力贡献收入增量，新型烟草布局领先。预计公司18-20实现归母净利润7.3/9.2/11.3亿元，同增28%/26%/22%，对应PE为18.5X/14.7X/12.0X，维持“买入”评级。

➤ 风险提示：卷烟销量不及预期，彩盒客户开发不及预期，新型烟草政策不及预期

## 2. 集友股份：大步进军烟标领域，迎新型烟草东风顺势而上

### ➤ 大举进军烟标领域，新业务拓展贡献收入业绩增量空间

- 公司17年6月开始建设烟标产能，截止18年8月已达产**50万箱产能**。18年初**实现对大风科技收购**，二者将共享客户资源，发挥技术协同优势。
- 18年8月公司**非公开发行股票募资建设100万箱烟标产能+改造大风科技生产线新增40万箱产能**，预计将突破200万吨烟标产能。

### ➤ 加快新型烟草布局，积极拥抱蓝海市场

- 17年10月牵手**安徽中烟**，双方将成立联合工程中心，推动新型烟草制品及卷烟配套材料等相关产业发展。
- 18年11月与**计算机软硬件开发公司昆明旭光设立合资公司集友广誉**，推进新型烟草工艺技术和装备创新和技术推广应用。
- 预计公司18-20实现归母净利润1.5/2.25/3.26亿元，同增51%/51%/45%，对应PE为31.7X/21.0X/14.5X，维持“增持”评级。
- 风险提示：整合收购标的不及预期；募投项目建设不及预期；政策风险



### 3. 中顺洁柔：短期成本回落带来业绩弹性，中长期享受产品渠道扩张红利

#### ➤ 销售端：生活用纸需求波动小，中顺洁柔销售端增长稳健

- 销售端：生活用纸需求稳健增长。19年公司17万吨新产能即将投放，同时产品结构中“face+lotion+自然木”三大高端系列占比持续提升，收入持续增长可期。

#### ➤ 成本端：浆价回落提供业绩弹性

- 成本端：针叶浆期货上市两日下跌约13%，与港口木浆库存高，今年以来下游文化纸/箱板瓦楞需求弱印证。木浆价格自17H2以来持续反弹，9月以来内盘浆受需求弱和投机盘释放回调，11月以来外盘浆报价回调，我们判断19年浆价再涨动能缺失，盘整和小幅回调是主旋律。公司原料木浆全部美元计价进口，市场担心的成本压力有效缓解。

#### ➤ 增持回购计划逐步落地，团队激励充足

- 首次回购均价7.74元（后续继续实施）；实控人增持完成，均价8.53元，对应现价8.54元。经销商持股计划尚未实施，公司对核心管理团队激励到位。

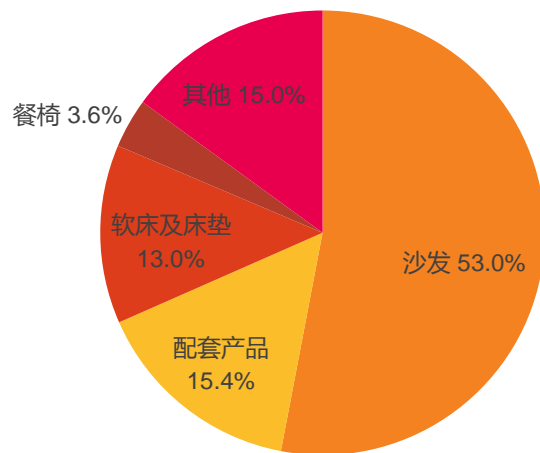
➤ 公司依托产品高端化/差异化和渠道管理优势，持续增长动能清晰；原材料压力有效缓解；18年发布的新棉初白和卫生巾等新品构成新增长点，**维持“买入”评级**。预计公司2018-2020年分别实现归母净利润4.5/5.5/6.8亿元，增速分别为28%/22%/25%，对应PE分别为24.4X/20.0X/16.1X。

#### ➤ 风险提示：原材料价格波动；新品销售不及预期

## 4. 顾家家居：软体板块龙头，品类结构优，团队执行力强

- **顾家家居的独特优势在于：**1) 软体板块龙头企业，沙发、床垫、软床、定制等多品类全线布局；2) 渠道加速下沉，目前公司门店4200家以上，为业绩增长提供保障；3) 产能全国化布局持续推进；4) 职业经理人团队经验丰富，核心管理层来自美的集团，具有超高执行力及快速市场反应力。
- **维持盈利预测，维持“买入”评级。**预计公司2018-2020年分别实现归母净利润10.9/14.2/18.2亿元，增速分别为33%/30%/28%，对应PE分别为20.9X/16.0X/12.5X。
- **风险提示：**地产增速下滑；渠道拓展不达预期；并购整合不达预期

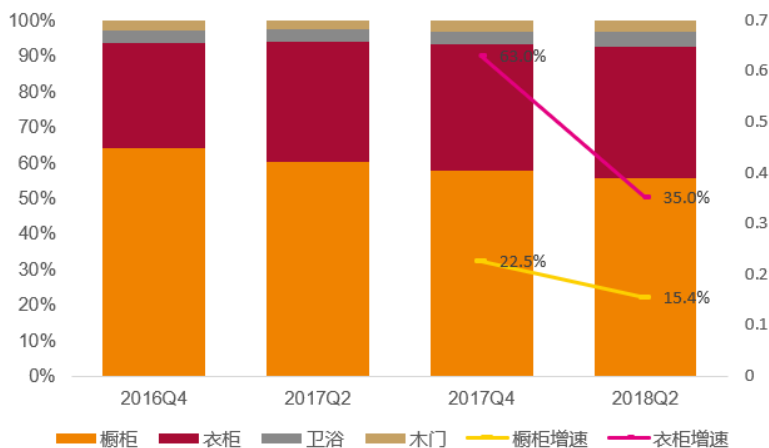
2018H1公司分品类收入结构



## 5. 欧派家居：衣柜保持快速增长，整装大家居发展值得期待

- **欧派的独特优势在于：1) 强大的培训管理体系，经销商能力突出。**设计、服务和品质是定制家居下一阶段比拼的核心；**2) 整装大家居**重塑了产业链的利益分配格局，相比其他模式优势明显，预计19年将放量；**3) 扩品类能力强**，欧派衣柜后来居上，今年仍保持35%以上增长，具备泛家居行业整合者潜质。
- **维持盈利预测，维持“买入”评级。**预计公司18年-20年净利润为16.02亿/19.23亿/22.89亿，增速分别为23%/20%/19%，对应PE分别为24.4X/20.3X/17.1X。
- **风险提示：**地产销售面积增速放缓；公司大家居业务发展低于预期；价格战潜在风险

欧派衣柜18年仍保持35%以上增长



目前欧派主要的优惠套餐，定期会有调整

**OPPEIN 欧派橱柜+**  
高端厨房定制专家

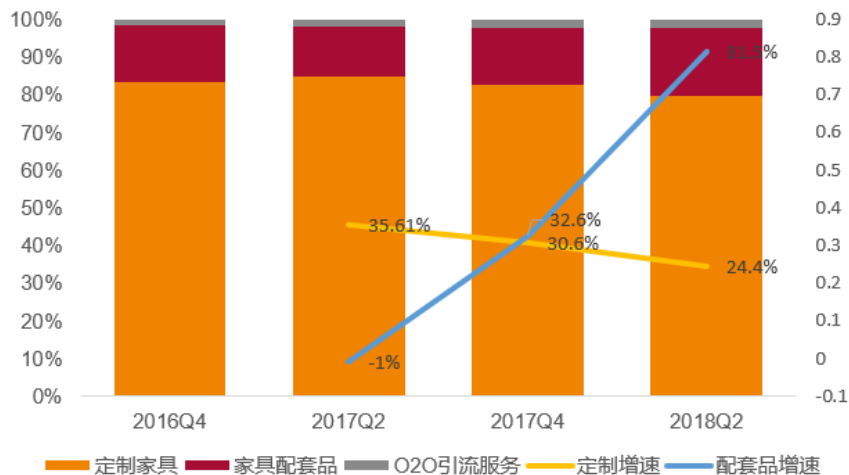
**欧派厨房 整套**  
**3.6万 15800元**  
梦想厨房 一步到位 | 高端橱柜 • 3M净水器 • 水槽套装 • 拉篮三件套

**19800 搞定全屋**  
22m<sup>2</sup>六大空间随心装  
客厅、餐厅、卧室、阳台、功能房、入户

## 6. 尚品宅配：信息化优势突出，渠道下沉空间大

- **尚品宅配的独特优势在于：**1) 信息化和互联网营销能力全行业领先；2) 布局场景化销售和整装云战略领先优势明显，具备未来成为泛家居行业整合者的潜质；3) 渠道红利尚未结束，2017年开始的经销店开店加速的效果有望在下半年开始显现。
- **维持盈利预测，维持“买入”评级。**预计公司18年-20年净利润为5.21亿/6.72亿/8.97亿，增速分别为37%/29%/33%，对应PE分别为28.3X/22.0X/16.5X。
- **风险提示：**地产销售面积增速放缓；公司整装云业务发展低于预期

得益518套餐受欢迎，尚品今年家居配套品收入取得快速增长



尚品强大的后台信息化支持系统



## 7. 索菲亚：制造优势突出，大家居业务逐步发力

- **索菲亚的独特优势在于：1) 工业4.0制造优势突出**，综合生产成本低，产品质量好；**2) 大家居加快布局，19年有望显成效**，预计今年开出120家衣柜+橱柜+木门+窗帘的大家居店；**3) 品牌力强**，在渠道下沉过程中品牌优势明显。
- **维持盈利预测，维持“买入”评级**。预计公司18年-20年净利润为10.96亿/12.80亿/15.50亿，增速分别为21%/17%/21%，对应PE分别为14.6X/12.5X/10.3X。
- **风险提示：地产销售面积增速放缓；公司大家居业务发展低于预期**  
**索菲亚已形成全国化的生产基地布局**

索菲亚衣柜套餐优惠力度大，今年还送窗帘及4平米衣柜



Let love not be in vain  
**全民疯抢**  
19800元 装满家套餐  
22m<sup>2</sup>送22m<sup>2</sup> 再送4m<sup>2</sup>  
购买索菲亚22m<sup>2</sup>装满家套餐 送22m<sup>2</sup>窗帘主布再送4m<sup>2</sup>推拉门衣柜

资料来源：公司公告，天风证券研究所  
股价基于2019/2/13日收盘价

## 8. 太阳纸业：产能释放贡献增量，海外浆纸产能布局提升竞争力

- **纸浆产能逐步释放，提升原材料自给率，减轻成本端压力**
  - 纸浆产能逐步释放：1) 18年老挝年产30万吨化学浆项目试产并贡献20万吨化学浆，用于文化纸生产；2) 19年后老挝40万吨废纸浆产能落地，用于箱板瓦楞纸生产。
- **海外浆纸布局拓展箱板瓦楞产业链，提供内生性增长动能**
  - 2020年老挝80万吨箱板瓦楞纸产能投产，“量升”贡献收入增量。成品纸产能转移海外破除国内环保总量的制约，充分享受老挝的优势林木业资源和、人工成本和税收优惠等优势。
- 公司是具有成长股属性的周期造纸龙头企业，自建半化学浆替代废纸原料并全球布局浆产能提高自给率，控制成本,维持“买入”评级。预计公司2018-2020年分别实现归母净利润25.3/28.9/32.2亿元，增速分别为25%/14%/12%，对应PE分别为6.7X/5.8X/5.2X。
- 风险提示：国外自建浆产能不及预期，原材料价格剧烈波动

# 核心标的估值比较表

| 行业   | 证券代码      | 证券简称 | 股价        | 总市值<br>(亿元) | 净利润 (百万元) |      |      | 净利润增速  |        |       | PE   |      |      |
|------|-----------|------|-----------|-------------|-----------|------|------|--------|--------|-------|------|------|------|
|      |           |      | 2019/2/14 |             | 18E       | 19E  | 20E  | 18E    | 19E    | 20E   | 18E  | 19E  | 20E  |
| 家居   | 603833.SH | 欧派家居 | 93.1      | 391.3       | 1602      | 1923 | 2289 | 23.2%  | 20.1%  | 19.0% | 24.4 | 20.3 | 17.1 |
|      | 002572.SZ | 索菲亚  | 17.4      | 160.2       | 1096      | 1280 | 1550 | 20.9%  | 16.8%  | 21.1% | 14.6 | 12.5 | 10.3 |
|      | 300616.SZ | 尚品宅配 | 74.3      | 147.6       | 521       | 672  | 897  | 37.0%  | 29.1%  | 33.4% | 28.3 | 22.0 | 16.5 |
|      | 603898.SH | 好莱客  | 17.2      | 55.0        | 448       | 538  | 657  | 28.7%  | 20.2%  | 22.1% | 12.3 | 10.2 | 8.4  |
|      | 603801.SH | 志邦家居 | 25.9      | 41.4        | 275       | 328  | 408  | 17.5%  | 19.3%  | 24.1% | 15.0 | 12.6 | 10.2 |
|      | 603816.SH | 顾家家居 | 53.0      | 228.2       | 1091      | 1424 | 1822 | 32.7%  | 30.5%  | 28.0% | 20.9 | 16.0 | 12.5 |
|      | 600978.SH | 宜华生活 | 3.9       | 58.0        | 624       | 694  | 758  | -17.1% | 11.3%  | 9.1%  | 9.3  | 8.4  | 7.7  |
|      | 600337.SH | 美克家居 | 4.7       | 82.9        | 497       | 641  | 810  | 35.9%  | 29.1%  | 26.4% | 16.7 | 12.9 | 10.2 |
|      | 000910.SZ | 大亚圣象 | 11.7      | 65.0        | 838       | 1003 | 1138 | 27.1%  | 19.8%  | 13.4% | 7.8  | 6.5  | 5.7  |
|      | 603313.SH | 梦百合  | 22.5      | 54.0        | 219       | 361  | 502  | 40.5%  | 64.8%  | 39.1% | 24.7 | 15.0 | 10.8 |
| 造纸   | 002078.SZ | 太阳纸业 | 6.5       | 168.7       | 2531      | 2892 | 3224 | 25.0%  | 14.3%  | 11.5% | 6.7  | 5.8  | 5.2  |
|      | 000488.SZ | 晨鸣纸业 | 6.2       | 153.7       | 3769      | 4146 | 4644 | 0.0%   | 10.0%  | 12.0% | 4.7  | 4.3  | 3.8  |
|      | 600567.SH | 山鹰纸业 | 3.4       | 157.3       | 3040      | 4007 | 5004 | 50.9%  | 31.8%  | 24.9% | 5.2  | 3.9  | 3.1  |
|      | 002511.SZ | 中顺洁柔 | 8.5       | 109.2       | 447       | 546  | 680  | 28.1%  | 22.0%  | 24.6% | 24.4 | 20.0 | 16.1 |
|      | 600963.SH | 岳阳林纸 | 4.1       | 57.7        | 644       | 835  | 980  | 85.2%  | 29.7%  | 17.4% | 9.0  | 6.9  | 5.9  |
|      | 600308.SH | 华泰股份 | 4.5       | 53.0        | 889       | 1191 | 1464 | 31.9%  | 34.0%  | 22.9% | 6.0  | 4.5  | 3.6  |
|      | 600966.SH | 博汇纸业 | 3.1       | 41.2        | 1073      | 1477 | 1935 | 25.3%  | 37.7%  | 31.0% | 3.8  | 2.8  | 2.1  |
| 包装印刷 | 002191.SZ | 劲嘉股份 | 9.1       | 135.7       | 734       | 922  | 1128 | 27.8%  | 25.6%  | 22.3% | 18.5 | 14.7 | 12.0 |
|      | 603429.SH | 集友股份 | 24.9      | 47.3        | 150       | 225  | 326  | 50.8%  | 50.7%  | 44.8% | 31.7 | 21.0 | 14.5 |
|      | 601515.SH | 东风股份 | 7.9       | 87.3        | 645       | 707  | 745  | -1.2%  | 9.6%   | 5.4%  | 13.5 | 12.4 | 11.7 |
|      | 002228.SZ | 合兴包装 | 4.9       | 57.3        | 451       | 389  | 494  | 193.3% | -13.7% | 26.9% | 12.7 | 14.7 | 11.6 |
|      | 002117.SZ | 东港股份 | 14.8      | 54.0        | 277       | 338  | 405  | 19.3%  | 22.1%  | 19.9% | 19.5 | 16.0 | 13.3 |
|      | 002565.SZ | 顺灏股份 | 6.4       | 45.7        | 104       | 132  | 164  | 0.9%   | 26.3%  | 24.9% | 43.8 | 34.7 | 27.8 |
| 家用轻工 | 603899.SH | 晨光文具 | 31.0      | 285.3       | 799       | 998  | 1218 | 26.0%  | 24.9%  | 22.0% | 35.7 | 28.6 | 23.4 |
|      | 002345.SZ | 潮宏基  | 4.4       | 39.9        | 307       | 382  | 449  | 8.0%   | 24.4%  | 17.5% | 13.0 | 10.5 | 8.9  |
|      | 000026.SZ | 飞亚达A | 8.0       | 32.4        | 176       | 217  | 266  | 25.4%  | 23.5%  | 22.3% | 20.1 | 16.3 | 13.3 |

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别     | 说明                         | 评级   | 体系               |
|--------|----------------------------|------|------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益20%以上    |
|        |                            | 增持   | 预期股价相对收益10%-20%  |
|        |                            | 持有   | 预期股价相对收益-10%-10% |
|        |                            | 卖出   | 预期股价相对收益-10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅5%以上     |
|        |                            | 中性   | 预期行业指数涨幅-5%-5%   |
|        |                            | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅-5%以下    |



THANKS