

# 证券研究报告

2018年05月30日

2018年中期投资策略研讨会

## 寻找细分领域超速增长龙头

国泰君安轻工造纸团队

行业评级：增持

姓名：穆方舟

邮箱：mufangzhou@gjtas.com

电话：0755-23976527

证书编号：S0880512040003

姓名：吴晓飞

邮箱：wuxiaofei@gtjas.com

电话：0755-23976003

证书编号：S088051708003

姓名：林昕宇

邮箱：linxinyu@gtjas.com

电话：0755-23976212

证书编号：S0880116080319



国泰君安证券  
GUOTAI JUNAN SECURITIES

## 投资要点（行业评级：增持）

01

### 从竞争优势出发，寻找细分领域龙头

细分领域龙头竞争优势逐步凸显，市场份额不断向龙头靠拢，建议继续关注行业地位明显优于竞争对手的细分领域龙头。轻工整个行业的众多子行业存在“大行业小公司”的现象，随着行业增速的逐步放缓，行业向龙头企业集中的趋势日益凸显，对于品牌知名度较高、行业地位明显优于后续二、三名的细分领域的龙头，其未来有望借助竞争优势来获取明显高于行业的增速，建议重点关注家居、文具、晾衣架、人体工学产品等领域的龙头企业。

02

### 成品家具有望迎来戴维斯双击，定制家具更看重赛道优势

成品家具企业有望迎来戴维斯双击。从收入端看，成品家具企业2017年实现收入加速增长，高增长在2018年一季度得到延续；从成本端看，部分主要原材料的价格在2018年一季度出现了大幅下降，且大概率会在低位维持，2018年下半年部分成品家具企业的业绩弹性会很大；从估值端看，随着收入端的加速增长、行业格局的进一步优化，成品企业的估值水平有望迎来修复。

03

### 市场份额将逐步向造纸龙头集中

原材料+需求驱动，包装纸有望迎来新一轮提价潮，龙头企业的盈利改善程度取决于废纸进口配额的发放量和分配比例。在固废占主导的成本结构中，固废价格的上涨将在一定程度上推动包装纸价格上涨，同时下游行业逐步进入旺季，需求端的改善叠加原材料价格上涨，包装纸有望迎来新一轮的提价潮。而在提价过程中，龙头企业的盈利改善程度取决于其在生产中所能使用的外废的比例。从2018年前13批的美废配额发放情况看，龙头企业的优势十分明显。

# 目录 / CONTENTS

01 从竞争优势出发，寻找细分领域龙头

02 成品家具有望迎来戴维斯双击，定制家具更看重赛道优势

03 市场份额将逐步向造纸龙头集中

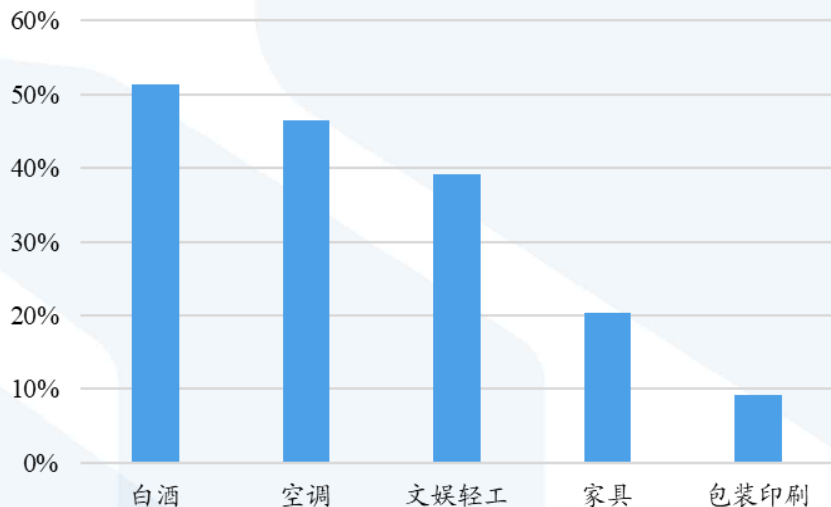
# 01 从竞争优势出发，寻找细分领域龙头

— 竞争优势组合：尚品宅配、好太太、晨光文具，受益标的：乐歌股份

从竞争优势出发，寻找细分领域龙头

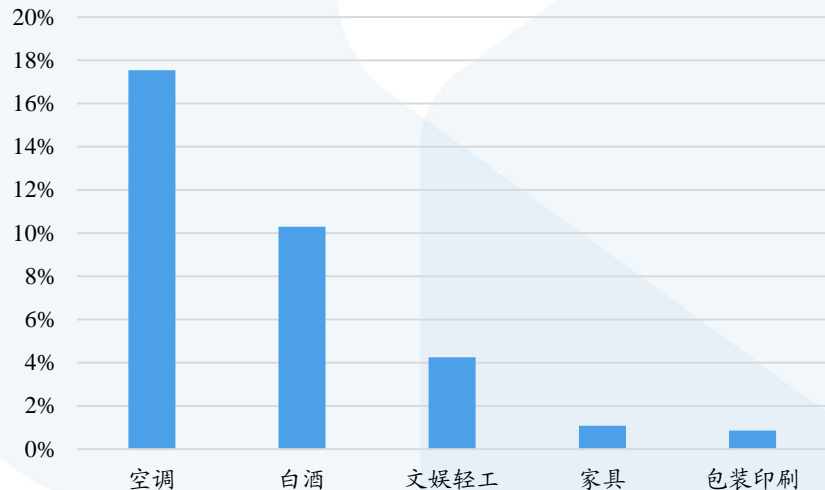
► 轻工细分行业增速放缓，龙头增速维持在相对较高水平。我们进行家电、白酒以及轻工细分板块（家具、文娱轻工、包装和印刷）龙头企业占板块总市值比例、龙头市占率的对比，可以看到轻工各细分板块呈现大行业、小公司的竞争格局。

图：轻工子行业龙头占板块总市值的比例较低



数据来源：国家统计局，WIND，国泰君安证券研究

图：轻工子行业龙头市占率低于白酒、空调

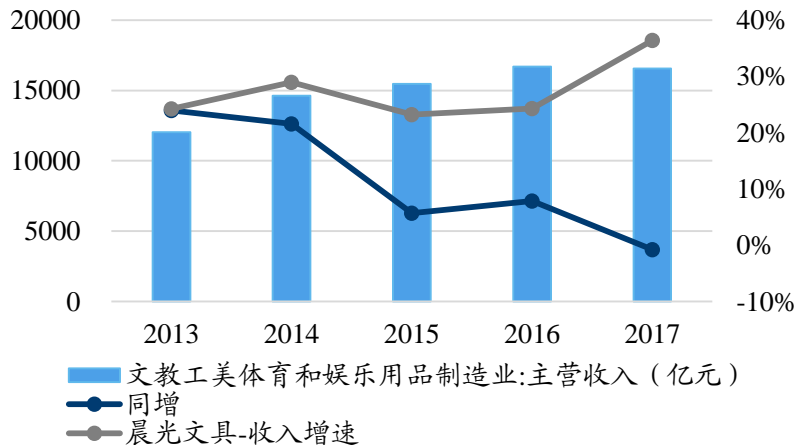


数据来源：国家统计局，WIND，国泰君安证券研究

从竞争优势出发，寻找细分领域龙头

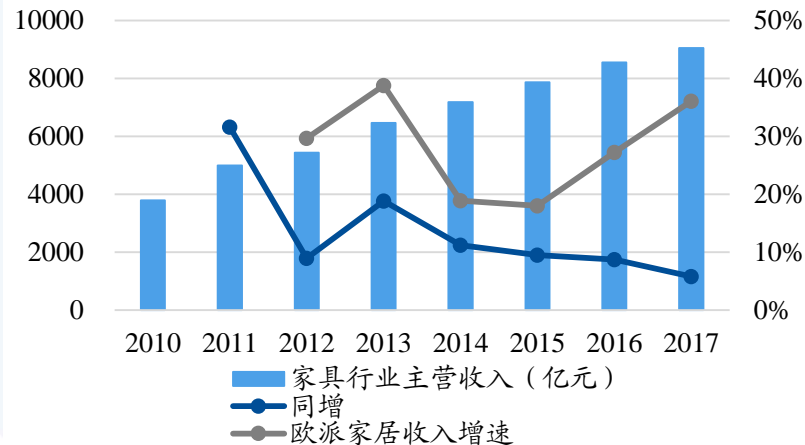
➤ 部分细分行业整体增速放缓，个体竞争优势取代行业增速成为增长的核心驱动力，拥有竞争优势获取持续的超额增长的优质公司会更加受到关注。过去部分轻工子行业整体增速较快，企业的业绩增长主要是行业增长驱动，配置上也是更加看重行业beta；随着行业增速逐步放缓行业公司开始出现分化，个体alpha取代行业beta成为主要收益来源，具备竞争优势，能够持续获得超额增长的细分龙头将更加受到关注。以文具和家具板块龙头企业晨光文具和欧派家居为例，其收入增速超过行业平均水平，市场份额也将不断向龙头靠拢。

图：晨光文具的收入增速高于文教行业平均水平



数据来源：国家统计局，WIND，国泰君安证券研究

图：欧派家居的收入增速超过家具行业平均水平

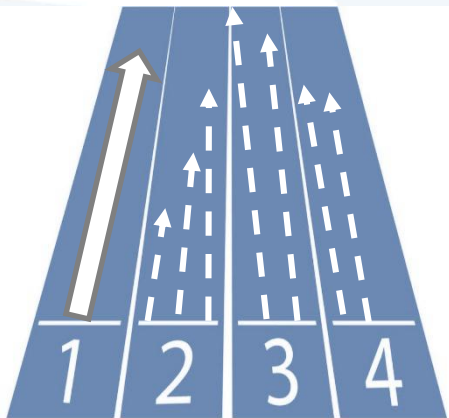


数据来源：国家统计局，WIND，国泰君安证券研究

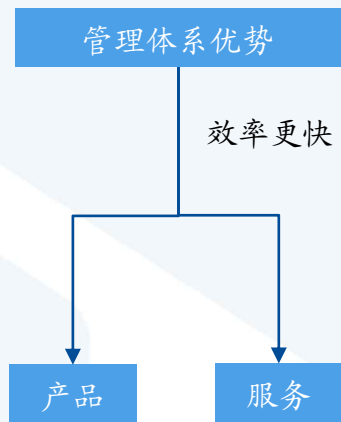
从竞争优势出发，寻找细分领域龙头

- **赛道优势、管理优势、规模效应以及成本优势是竞争优势的主要来源。**我们认为轻工行业的上市公司的竞争优势主要来自于四个方面，一种是选择了与众不同的赛道且难以被快速复制，竞争对手堵在了拥挤的大道上自己却独享了一条宁静小路；第二种是管理体系优势，提供同样的产品或者服务时效率总比竞争对手高；第三种是先发优势带来了规模优势，规模优势带来了营销优势从而转换成了品牌优势；第四种是成本优势，以更低的成本提供同样的产品和服务。

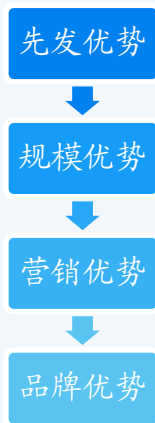
图：赛道优势



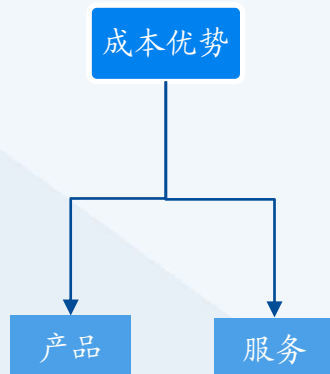
图：管理体系优势带来更快效率



图：先发优势明显



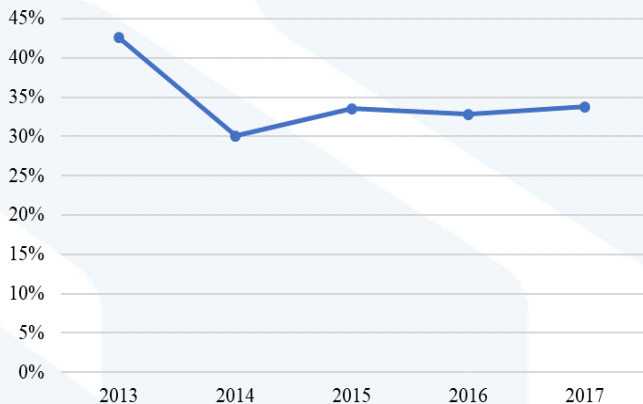
图：成本优势



数据来源：国泰君安证券研究

► **行业保持快速增长，定制家具领域尤为突出。**我国家具制造业整体收入保持10%左右增长；其中以定制衣柜为代表的定制家具行业异军突起，成为家具领域的亮丽风景线，从增速上看，欧派家居、尚品宅配、索菲亚、好莱客等定制衣柜业务合计收入2014~2017年复合增速为37.6%，欧派家居、志邦股份、金牌厨柜等定制厨柜业务合计收入2014年以来的复合增速为19.87%。

图：定制龙头企业平均增速超过30%



图：家具行业主营收入保持10%左右的增长



数据来源：国家统计局，wind，国泰君安证券研究，定制龙头企业平均增速计算选择欧派家居、索菲亚、尚品宅配、好莱客



从竞争优势出发，寻找细分领域龙头

- 行业增长还处于粗放式阶段，分品类加盟开店是主要的增长驱动力。行业主要公司的增长还是靠新开店来驱动（包括原有品类开店和新品类开店），同店的改善整体来看并不明显，而且随着上市完成后的加速布局以及由品牌投入到品牌收获的转变，家具品牌的新开店还在加速。

图：家具企业门店分别进行快速扩张

	2014	2015	2016	2017
欧派家居（经销）	3853	4139	5422	6376
志邦股份（经销）	981	1100	1265	1730
金牌橱柜（经销）	567	689	792	1250
皮阿诺（经销）	802	864	954	1103
尚品宅配（总计）	969	1073	1157	1642
加盟	901	994	1081	1557
直营	68	79	76	85
好莱客（经销）	约900	1174	1300	1500
索菲亚（经销）	1450	2000	2500	3035
曲美家居（总计）	312	674	772	875
加盟	305	663	758	861
直营	7	11	14	14
美克家居（总计）	105	148	181	245
加盟	21	54	78	116
直营	84	94	103	129
亚振家居（总计）	173	179	154	145
经销	141	145	126	111
直营	32	34	28	34
宜华生活（总计）	313	418	418	418
经销	300	400	400	400
直营/体验店	13	18	18	18
喜临门（总计）	937	988	1030	1450
顾家家居（总计）	2636	3049	2913（半年度数据）	3500
总计	13098	16495	18858	23269

注：欧派2016-2017年数据中含有欧铂丽。数据来源：公司年报、招股说明书，国泰君安证券研究



从竞争优势出发，寻找细分领域龙头

► 行业参与者日渐增多，不同品类开启混战模式。家具行业相对快速的增长吸引了众多参与者的进入，家纺、家装以及建材等大家居领域的企业纷纷进军家具领域；同时，家具行业内部品类也在相互渗透，定制家具企业增加配套成品销售，成品家具企业布局定制业务，不同品类企业之间开启混战模式。

图：各类型公司进行不同品类之间的融合

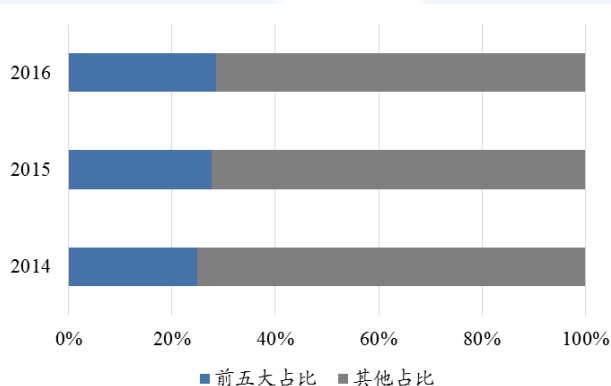
公司/品类	橱柜	衣柜	木门	卫浴	墙纸	主业
欧派家居	✓	✓	✓	✓	✓	定制
金牌厨柜	✓	✓				定制
志邦股份	✓	✓	✓			定制
皮阿诺	✓	✓				定制
我乐家居	✓	✓				定制
索菲亚	✓	✓	✓			定制
尚品宅配	✓	✓				定制
好莱客	✓	✓	✓			定制
曲美家居		✓				成品
富安娜		✓				家纺
兔宝宝	✓	✓				板材
TATA		✓				木门
海尔	✓					家电
方太	✓					家电
顾家家居		✓				软体
斯可馨		✓				软体

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

从竞争优势出发，寻找细分领域龙头

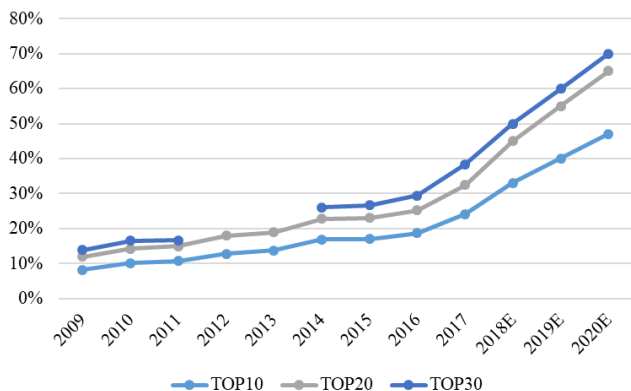
- **行业集中度逐步提升，全国性品牌的品牌溢价正在凸显。**从渠道端看，近几年家具渠道逐步整合，零售端全国性卖场不断扩张，工程端龙头地产商精装采购高速增长，此外整装公司等的高速发展为家具品牌提供了众多的中小B客户，这些为家具行业市场份额向龙头企业的集中创造良机。
- **从成本端看，中小家具企业的优势主要在人力成本以及原材料。**随着环保问题带来的供给端收紧，中低端的刨花板和中纤板的产能不断逐步退出，同时人力成本的规范化程度不断提升，中小家具企业的成本不断提升；相对应的是龙头企业生产端的效率不断优化，板材利用率、设备利用率不断提升，龙头企业的单位生产成本不断下降。一升一降之中，全国性品牌的终端售价逐步接近地方小品牌。

图：前五大连锁家具零售商占比逐年提升



数据来源：Frost&Sullivan，国泰君安证券研究

图：龙头房企和销售金额持续提升



数据来源：CRIC，国泰君安证券研究

图：家装行业分散程度相对较高

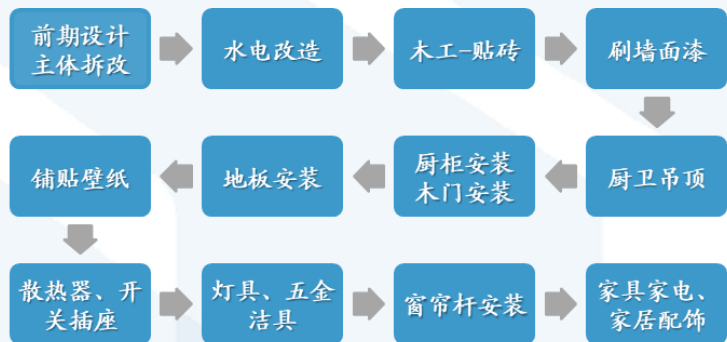
家装公司类型	家数	市场份额占比
连锁大品牌公司	<100家	5%
有品牌有资质的中小型企业	3万家	25%
无品牌无资质的微型公司和工作室	10万家	10%
个体游击队	无法估计	60%

数据来源：渠道调研数据，国泰君安证券研究

从竞争优势出发，寻找细分领域龙头

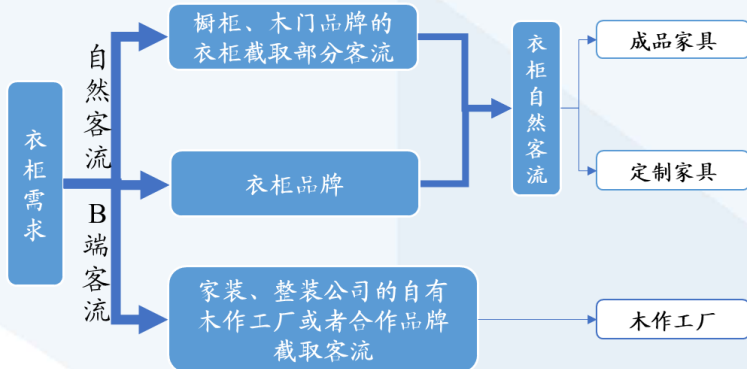
- 家具企业的竞争优势主要体现在赛道优势、管理优势和先发优势上。后面两项要放在一起看，具备竞争优势的家具企业能够更快速的提升市场份额，而竞争优势在行业增速整体放缓、竞争加剧时表现的最为明显。
- 在客流增长放缓的同时，部分企业由合作走向竞争，客流争夺战正在进行时。在整个家具行业增速放缓以及精装市场快速增长背景下，零售端的自然客流增速逐步放缓；同时定制家具企业不断在扩充品类，过去相互合作导流的橱柜衣柜品牌逐步变成了竞争对手。为了能够获得高于行业的增速，客流的争夺战正在进行中。
- 产品差异化不大，战略上的卡位成为客流竞争中的关键。与成品家具相比，定制产品的生产环节和产品种类相对简单，全国性品牌和地方小品牌在产品质量上或许存在明显差异，但全国性品牌之间的产品区分度并不明显。因而在消费环节上的卡位就显得十分关键，橱柜企业的定制衣柜业务的高速增长已经很好的说明了这一点。

图：装修流程相对较长，橱柜处在前端位置



数据来源：新浪家居，国泰君安证券研究

图：部分衣柜客户需求被装修公司、橱柜企业截留

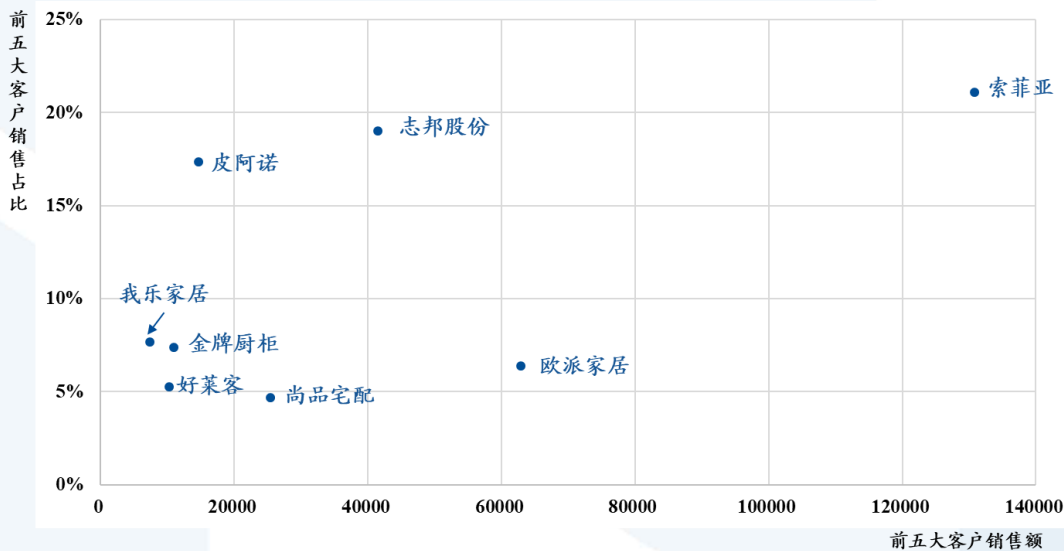


数据来源：国泰君安证券研究

从竞争优势出发，寻找细分领域龙头

- 单个公司的经销商实力可以通过大商的实力和单店提货额来体现。从下图可以看出，索菲亚大商实力最为突出，2017年前五大客户提货额超过13亿元，占公司总收入超过21%；志邦股份的前五大客户占比也相对较高，其余公司相对均衡。由于年报中披露的数据是前五大客户而非前五大经销商，因此部分企业可能存在大宗客户。

图：龙头企业优质经销商经营实力突出，具有较强订单获取能力

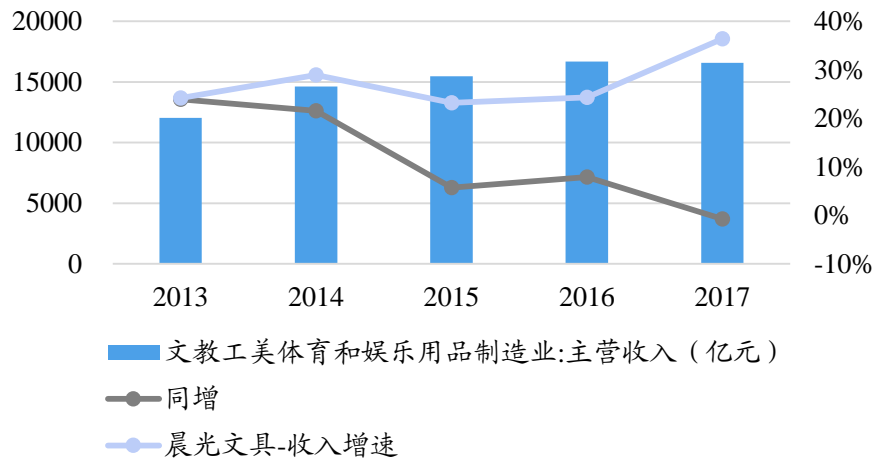


数据来源：公司招股说明书，各公司年报，国泰君安证券研究

从竞争优势出发，寻找细分领域龙头

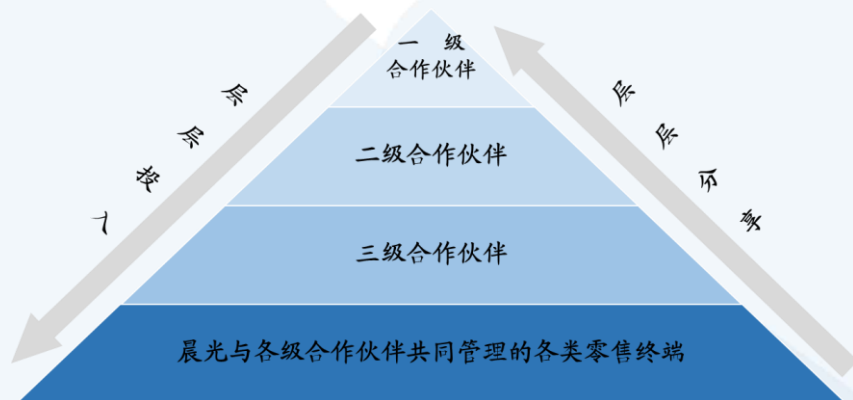
- 文具领域呈现大行业、小公司的竞争格局。文教工美体育和娱乐用品制造业收入增速逐年下降，2017年行业规模出现负增长，龙头企业晨光文具凭借传统业务的中高端升级以及晨光科力普业务的快速推进实现加速增长，市场份额有望逐步向龙头企业集中。随着消费者对于文具品牌认知度的不断提升，龙头企业的品牌溢价将逐步凸显，进一步加速市场竞争格局的优化。

图：晨光文具收入增速高于行业平均水平



数据来源：国家统计局，WIND，国泰君安证券研究

图：“晨光伙伴金字塔”营销模式可激发积极性并实现高效管理

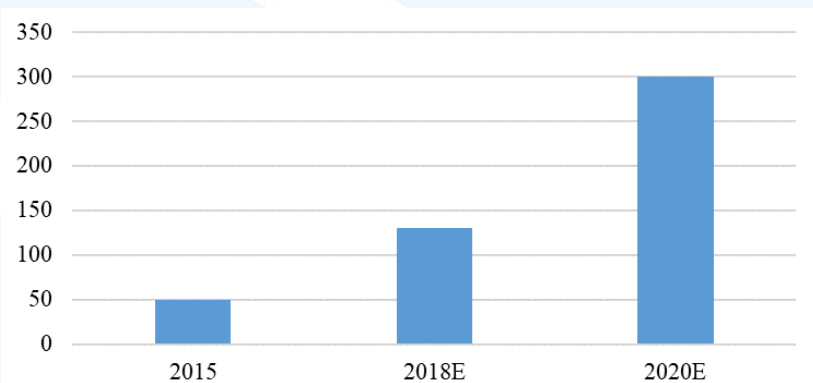


数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

从竞争优势出发，寻找细分领域龙头

- ▶ 行业内生产厂商众多，处在成本竞争的低端竞争阶段。传统晾衣架行业采用手工生产的小规模作坊企业较多，生产管理不成熟，且产品质量相对较差，大多数企业仍然停留在低价竞争阶段，在研发、渠道以及品牌推广方面相对欠缺。
- ▶ 行业竞争加剧，品牌化、专业化和规模化将成为发展趋势。随着消费理念逐渐由量的消费转向质的消费，消费者对晾晒要求不再是单纯的功能要求。在产品高度同质化的前提下，通过细节所体现出来的创造性和专业性对企业的要求更高，行业竞争格局也将更加激烈，有市场运作能力的企业将逐步引领行业从价格竞争进入到品牌竞争阶段，最终成为行业内核心领导品牌，市场份额有望不断向龙头集中。

图：国内晾衣架市场规模将快速提升



数据来源：中国晾衣架行业协会，国泰君安证券研究

图：晾衣架市场主要划分为三个梯队

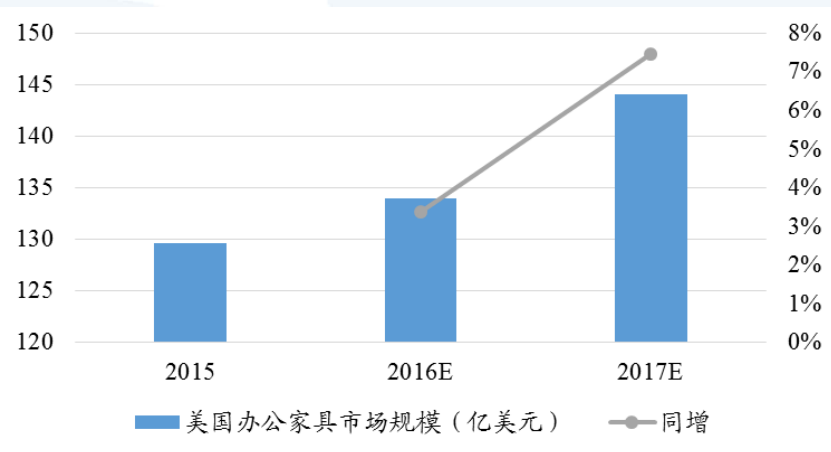


数据来源：《中国晾衣架市场发展及消费需求现状》，国泰君安证券研究

从竞争优势出发，寻找细分领域龙头

- 人体工学在海外市场发展相对成熟，已出现一批品牌影响力较高的国际优质企业，国内市场需求刚刚起步。人体工学产品主要包括人体工学电脑支架、坐立交替办公系统和健身车等，根据BIFMA数据，预计2017年美国办公家具消费规模将达144亿美元。随着国内外办公家具市场规模的进一步增长，人体工学产品应用领域将更加广泛。随着消费升级及国内办公健康理念提升，国内人体工学系列产品需求正逐步提升，在国外同类型产品定价偏高、国内市场整体需求处在刚起步的阶段，国内具备自主品牌的企业有望抢占发展先机，并获取更多市场份额。

图：美国办公家具市场规模稳步增长



数据来源：美国办公家具制造商协会（BIFMA），国泰君安证券研究

图：国内部分企业正逐步发展具备自主品牌的人体工学产品

公司名称	所处地区	成立时间	具体情况
乐歌股份	中国	2002	自2009年下半年起在国内外实施以“乐歌Loctek”为核心的自主品牌战略，从大屏支架显示支架为核心的较为单一的产品结构拓展到涵盖人体工学大屏支架、人体工学工作站等多元化产品体系
宁波渠成进出口企业	中国	2005	主营业务包括音视频支架、台架以及配件、音视频电子产品及其配件、人体工学类产品、宣传拖把等数千款产品
昆山泓杰电子	中国	2006	挂牌新三板，集自主研发、生产和销售视听周边设备及提供各类需求解决方案于一体的生产研发型企业
浙江捷昌线性驱动科技	中国	2000	挂牌新三板，专业从事线性驱动产品研发、生产、销售的企业

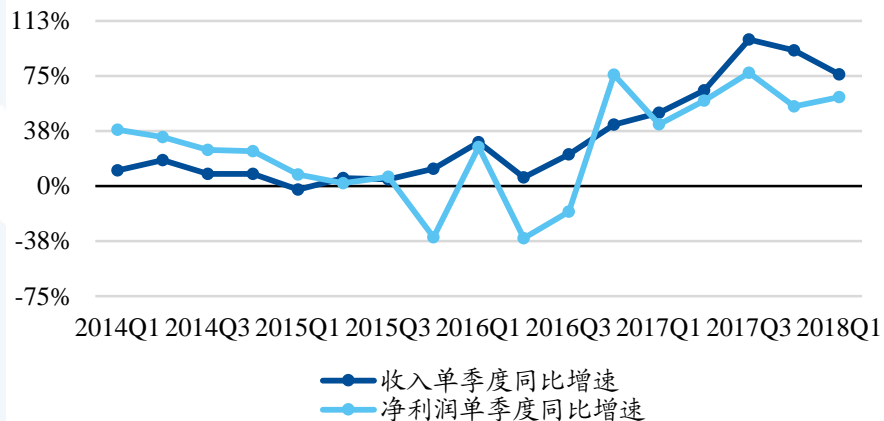
数据来源：乐歌股份公司招股说明书，国泰君安证券研究



从竞争优势出发，寻找细分领域龙头

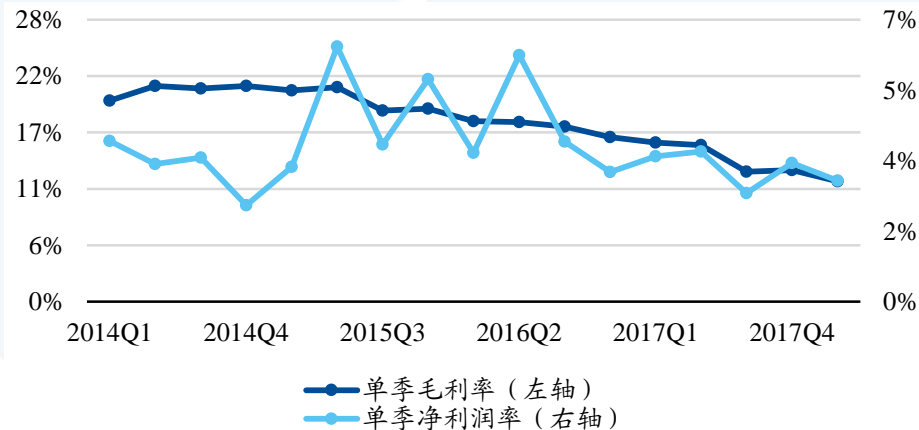
- 纸包装行业集中度较低，35家上市公司合计市场份额仅占5.24%。纸包装行业进入门槛较低，中小生产厂众多，各类型企业获取一小部分市场份额即可保持经营运转，2015年35家纸包装行业上市公司（包括新三板挂牌和境外上市）的包装业务合计营收301.4亿元，但市场份额仅占4.54%，营收规模最大的不足1%，国内包装市场集中度远低于美国。
- 受限于运输半径以及客户就近服务能力的限制，国内尚未形成业务可实现覆盖的包装龙头，部分地区逐步形成区域性龙头。从上市公司按区域划分的收入结构来看，其业务覆盖的区域收入占比有明显差异。以合兴包装和裕同科技为例，其国内业务的区域比例呈现明显差异，随着收入规模及生产基地布局的逐步完善，地区收入结构也随之出现一定变化，但总体上部分区域仍然相对强势。

图：以合兴包装为例，淡季收入增速转提升，单净利润增速波动明显



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图：合兴包装的毛利率、净利率处在相对较低水平

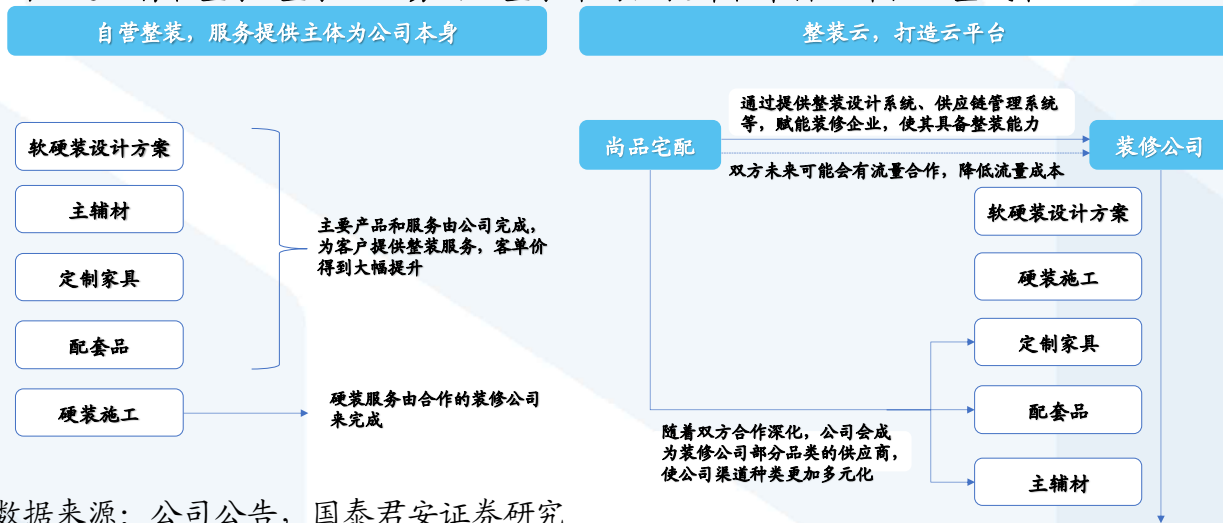


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

从竞争优势出发，寻找细分领域龙头

- ▶ 借助自营整装+整装云业务，公司在往更前端走，面向10万级别数量装修企业云平台使公司具备爆发式增长潜力，前端卡位使公司具备更优先、更廉价的流量优势。2017年下半年公司开始开展自营整装+整装云业务，以自身具备的信息系统、供应链管理以及线上流量等优势赋能中小型装修企业使其能更好的开展整装家装业务，使其成为公司定制家具等产品的潜在购买者，面向10万级别数量装修企业云平台使公司具备爆发式增长潜力。同时与装修公司现有的流量共享使公司能更优先、更廉价的获取客户流量。

图：通过自营整装+整装云业务切入整装市场，提升客单价、降低流量成本

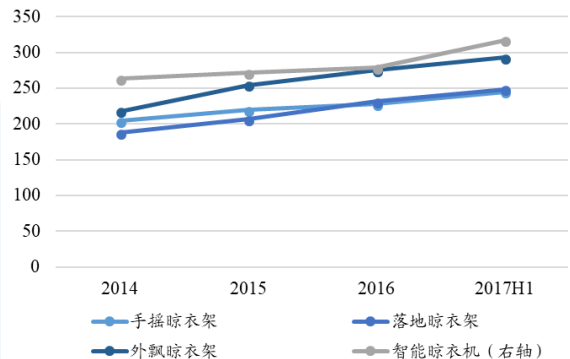


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

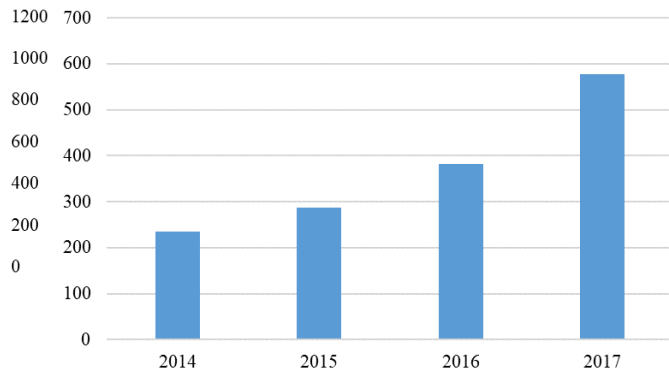
从竞争优势出发，寻找细分领域龙头

- **产品升级持续推进，客单价水平稳步提升。**晾衣架领域呈现大行业、小公司的发展现状，公司作为行业内的领军者，在产品研发、品牌推广方面树立了优质标杆，并在消费者的认知中将“好太太”与“优质晾衣架”划上等号。随着消费升级的持续推进，消费者对于传统晾衣架的消费档次有所提升，带动着平均客单价的不断提升。
- **经销商渠道持续推进，电商作为重要补充。**在渠道方面公司围绕自身产品定位，建立了经销为主、直营为辅的模式，截至2017年已有经销门店约1500家，在巩固各大中型城市渠道优势的同时，进一步向三四线城市深化拓展，预计新增门店将实现快速增长；同时，线上渠道的快速发展，有助于公司持续提升销售渠道布局优势，扩大市场占有率。
- **布局智能家居新蓝海，智能锁率先发力。**当前智能锁渗透率远低于海外市场，随着政策、技术的推动渗透率有望逐步提升。公司布局科徕尼并以智能锁作为切入点进入智能家居领域。在渠道方面，将整合好太太渠道优势资源形成以点带面的局面，2018年计划增加专卖店300-500个左右。

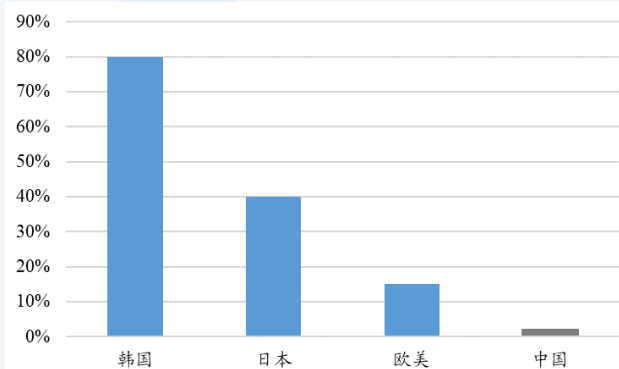
图：平均客单价逐年提升



图：经销商数量逐年增加



图：智能锁渗透率仍有提升空间



从竞争优势出发，寻找细分领域龙头

- **深刻理解营销体系，渠道数量及综合实力不断提升。**在传统文具业务方面，公司通过单店质量提升、二代加盟店升级以及配送中心优化升级，全力推进高价值专区、儿童美术专区的打造，7.2万家的零售终端优势十分明显。公司注重产品研发，每年推出各种类型的新品系列，随着产品线的不断丰富，线下渠道的综合实力将保持稳步提升。
- **新战线全面开启，消费群体得到极大扩充。**晨光生活馆在传统文具基础上延伸出文教体相关品类，在渠道数量及单店平均销售均实现稳步提升；科力普业务以办公用品为核心并向相关领域延伸，月订单数及单个订单金额均实现快速增长，并于2016年扭亏为盈；借助收购欧迪办公未来将获取更多客户资源，进一步提升办公用品市场份额。

图：新产品数量、营业收入与研发投入之间相互促进



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图：晨光生活馆和九木杂物社是新渠道的补充与延伸



# 02 成品家具有望迎来戴维斯双击， — 定制家具更看重赛道优势

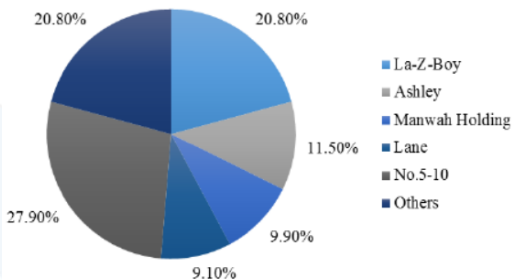
01

# 成品家具：软体家具收入加速增长，预计2018年下半年原材料价格下降的贡献开始显现

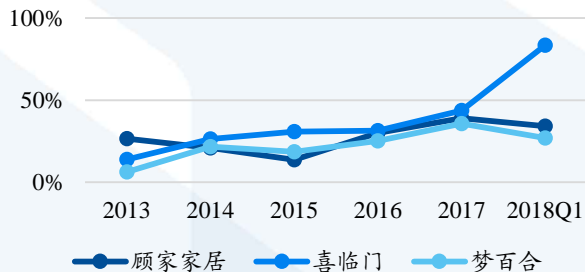
成品家具板块估值修复正在进行中，定制板块静待业绩确定性验证

- 国内龙头企业收入端加速增长有望实现集中度提升，参照海外软体家具市场集中度，国内市场有较大的提升空间；TDI价格环比下降，成本压力逐步降低将迎来业绩拐点

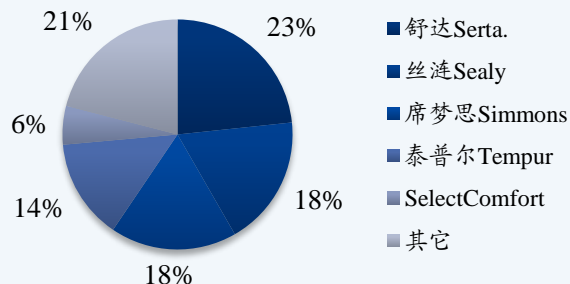
图：美国沙发市场CR4超过50%（2013）



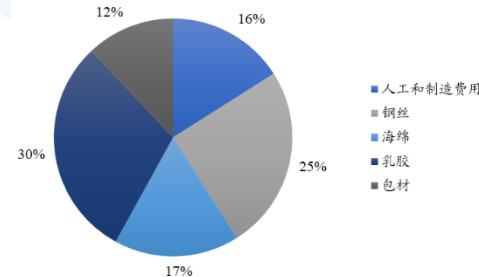
图：软体家具在2017年加速增长



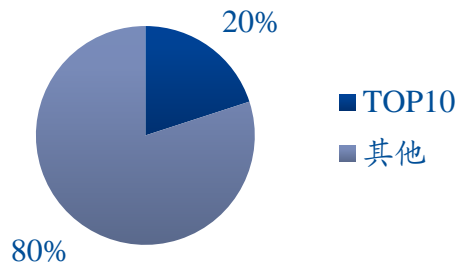
图：美国床垫市场CR5接近80%（2017）



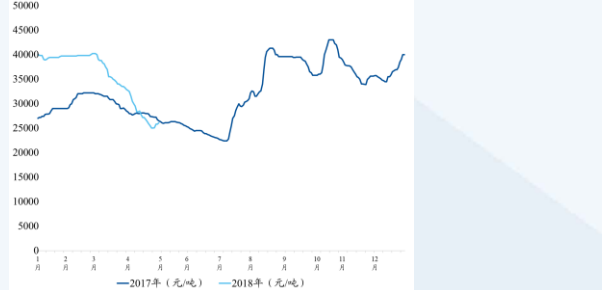
图：喜临门生产成本中乳胶占比为30%



图：2015年美国家具行业CR10约为20%



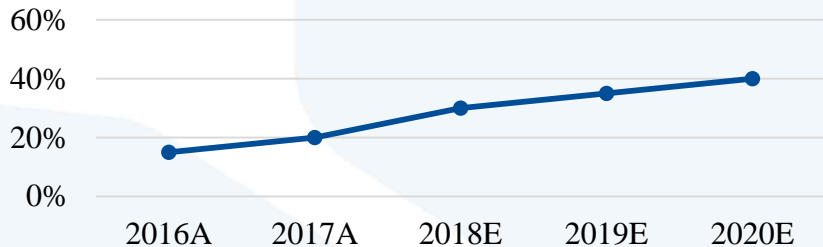
图：2018年国内TDI现货价格环比下降（元/吨）



成品家具板块估值修复正在进行中，定制板块静待业绩确定性验证

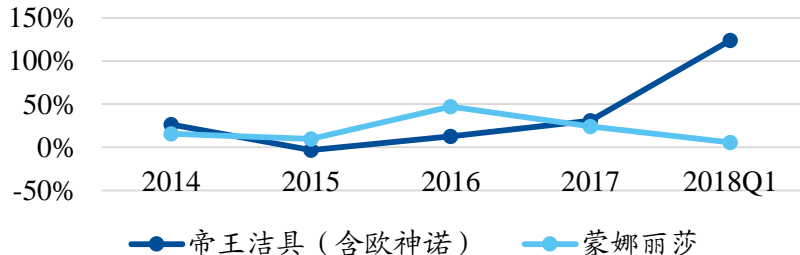
- 龙头房地产精装采购正在高速增长，工程渠道将成为瓷砖卫浴企业未来发力的主要市场。龙头地产的集中度和精装房渗透率快速提升，精装采购标准正逐步从“价廉”向“质优”转变，在多重因素的叠加下工程渠道正逐步成为瓷砖企业发力的主要市场，预计瓷砖大宗市场将随着精装渗透率提升进一步增长。

图：精装房渗透率有望逐步提升

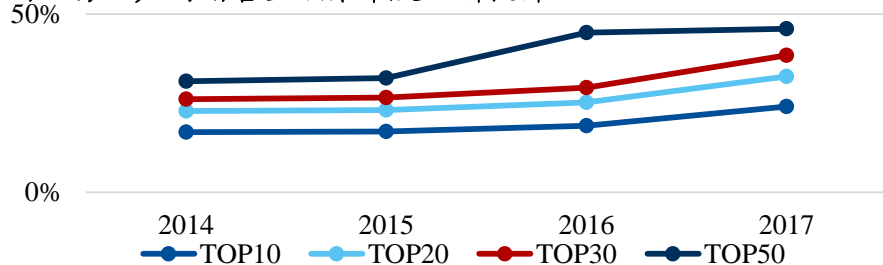


数据来源：奥维云网，国泰君安证券研究

图：欧神诺2018Q1收入增速大幅提升

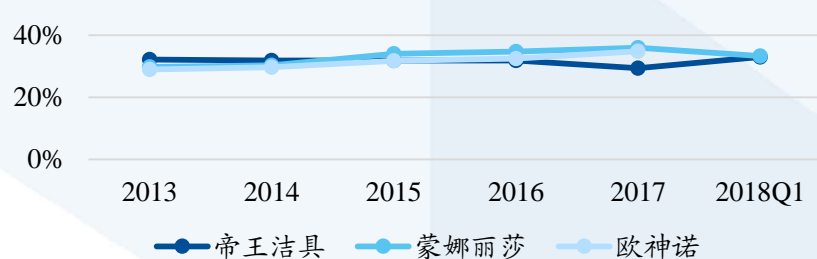


图：房地产的销售金额集中度不断提升



数据来源：CRIC，国泰君安证券研究

图：瓷砖类产品的毛利率相对稳定



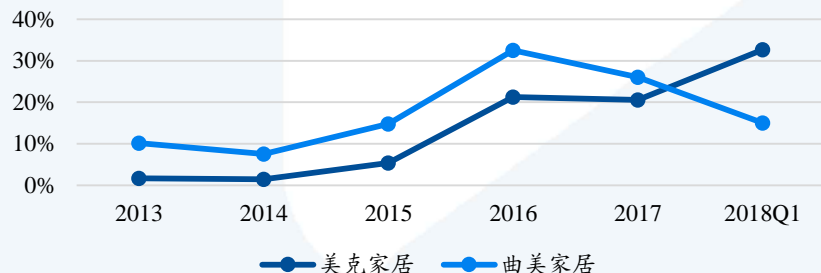
成品家具板块估值修复正在进行中，定制板块静待业绩确定性验证

- 木质成品家具的优势在于较强的产品设计能力，随着产品价格带延伸、渠道结构调整以及向定制领域的切入，收入端有望实现加速提升。

图：曲美家居的产品极具设计感



图：成品家具收入增速加速提升



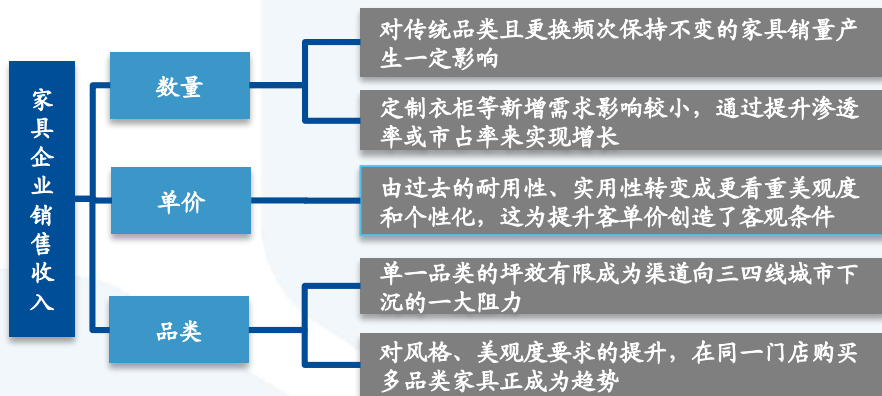
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图：美克美家的产品具有较强的设计美学

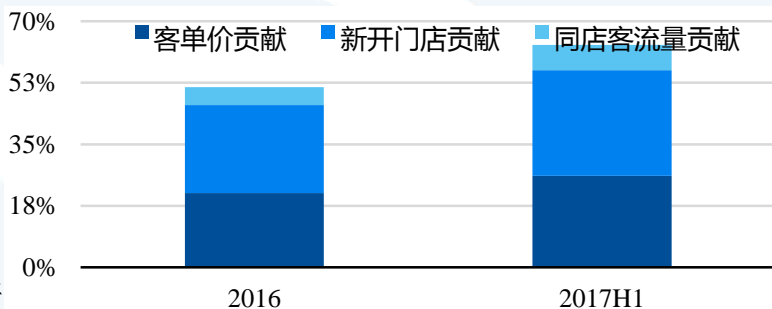




成品家具板块估值修复正在进行中，定制板块静待业绩确定性验证

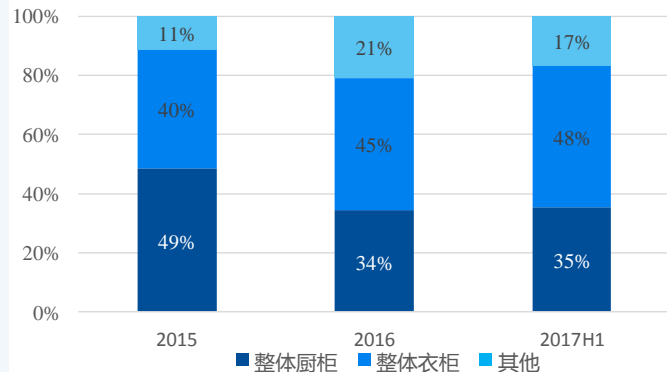


图：欧派衣柜高速增长主要来自客单价与新开门店贡献

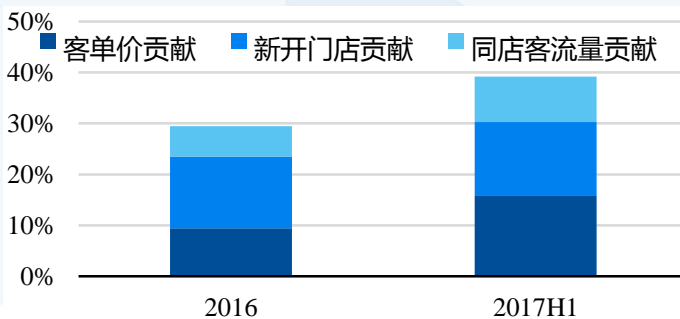


资料来源

图：衣柜对欧派家居的收入增长贡献已经超过主品类橱柜



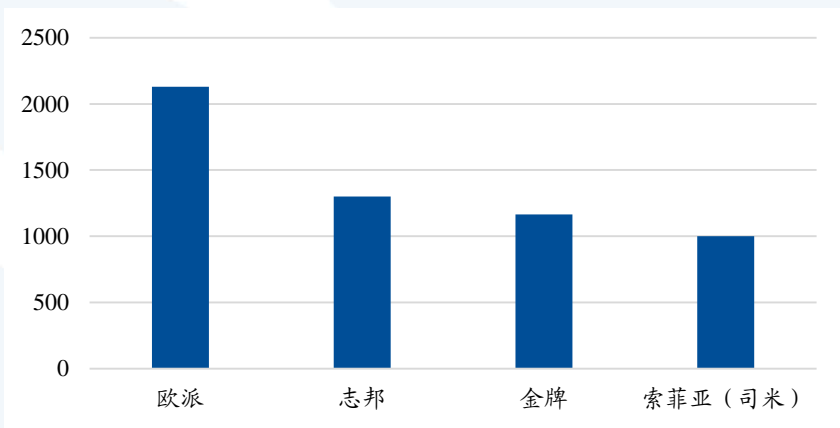
图：索菲亚衣柜增长主要来自于客单价和新开门店



成品家具板块估值修复正在进行中，定制板块静待业绩确定性验证

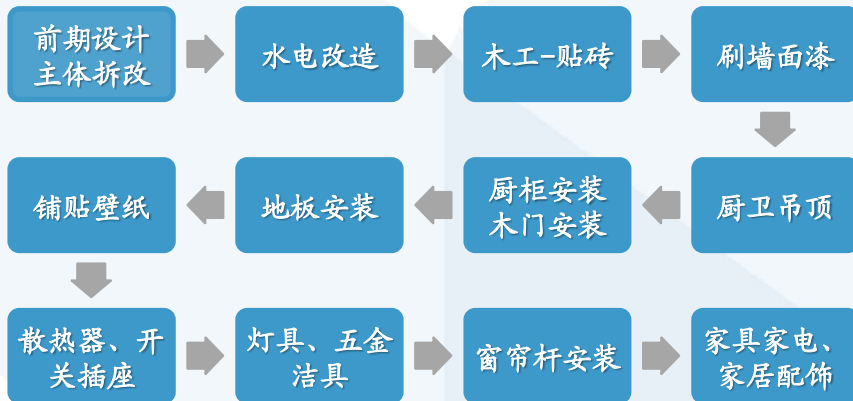
- 定制橱柜行业增速慢、竞争格局相对稳定，一线龙头下沉+二线品牌加速开店，橱柜主业有望维持快速增长。
- 橱柜在整个装修链条中比较靠前、具有流量优势，橱柜企业的衣柜业务在一定规模内能保持高速增长，对整体收入具有很好的拉动作用。

图：二线品牌的橱柜门店数量仍有提升空间



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究，其中欧派不含欧铂丽 数据来源：中华橱柜网，国泰君安证券研究

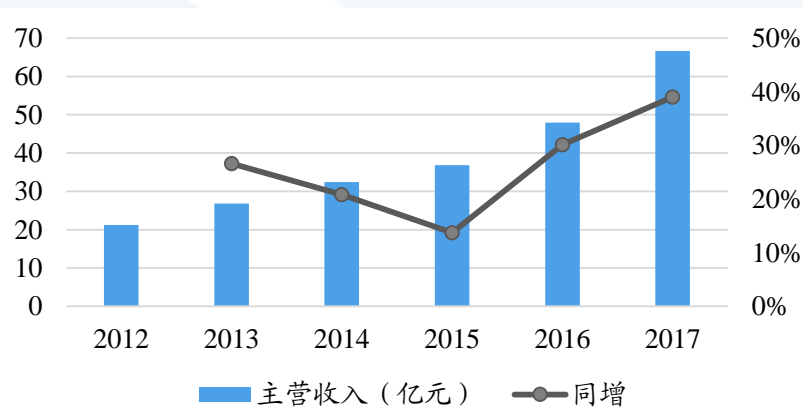
图：橱柜在整个家装的较前端，对衣柜等的导流效果明显



成品家具板块估值修复正在进行中，定制板块静待业绩确定性验证

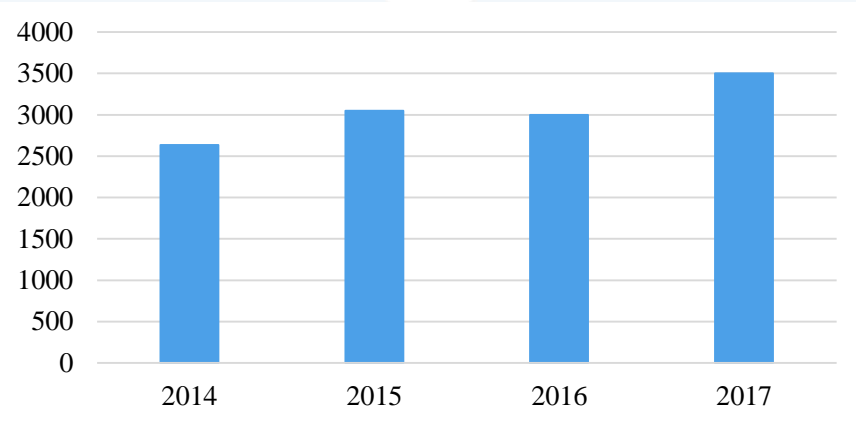
- **品类扩张叠加渠道下沉，市场份额不断扩张。**在品类扩张方面，公司软床、床垫、功能沙发等新业务增长迅速，这将成为公司业绩增长的重要引擎与新动力。在渠道扩张方面，经销网络加速向三四线城市下沉，线上渠道海外大客户开发卓有成效。在品牌建设方面，公司采取多种方式进行品牌推广，产品知名度的提升将打开更多的市场空间。
- **品牌架构不断完善，不断扩张多层次产品矩阵。**公司逐步布局海外市场，并于2018年先后与Natuzzi合作、收购Rolf Benzi、投资Nick Scall，进一步扩充品牌架构，在传统沙发品类的基础上进一步进行品类扩张。

图：收入规模加速增长



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图：渠道布局稳步推进

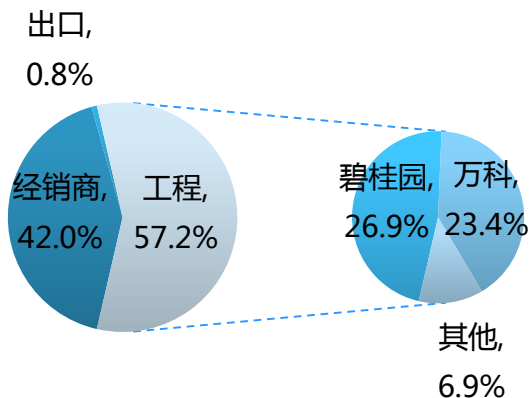


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

成品家具板块估值修复正在进行中，定制板块静待业绩确定性验证

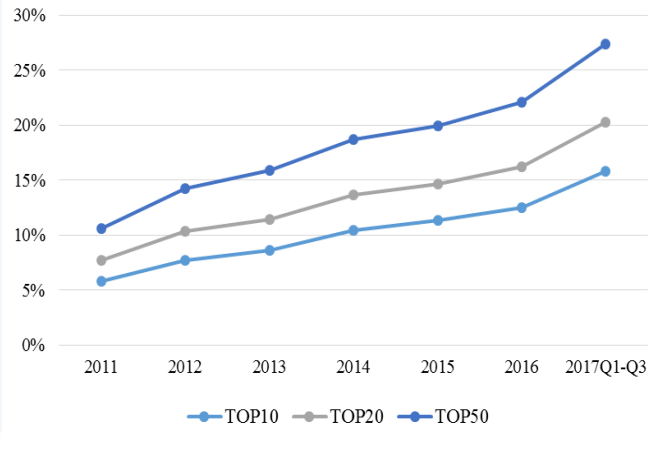
- 工程业务是欧神诺增长的核心驱动力。收购标的欧神诺工程业务占比超过50%，受益于房地产集中度的提升以及精装房渗透率的提升，工程业务有望维持高速增长。
- 零售端新门店逐步布局，推动主业及欧神诺零售端快速增长。

图：工程业务是欧神诺的主要营收来源，万科碧桂园占主要份额



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图：龙头房企的销售面积集中度持续提升

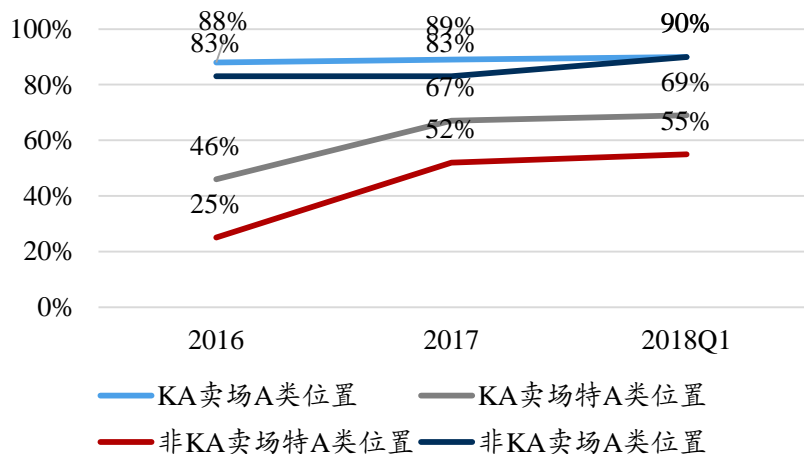


数据来源：CRIC，国泰君安证券研究

成品家具板块估值修复正在进行中，定制板块静待业绩确定性验证

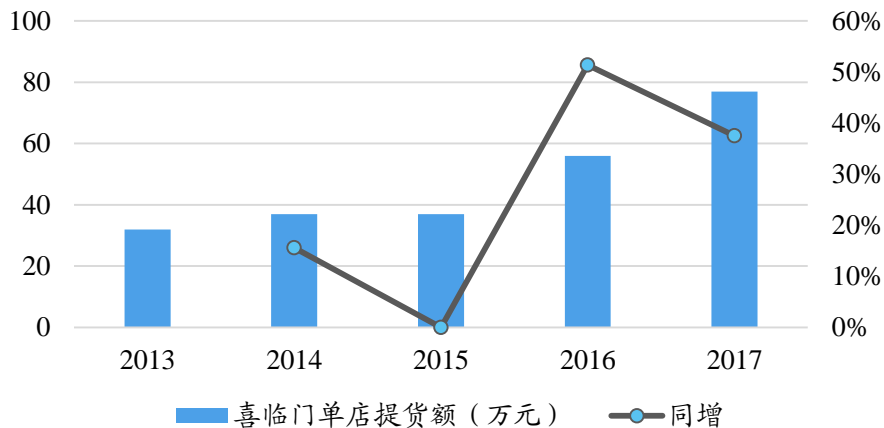
- ▶ **销售终端控制力逐渐加强，营销方式不断升级。**公司大力引进龙头加盟商并培养超级客户，截至2017年末，专卖店超过1450家，全年新开门店超过500家；在营销方面，公司深化门店规范化管理，引入X6可持续专卖店业绩倍增系统，2017年成熟门店平均提货额同增超过20%。随着与红星美凯龙、居然之家等卖场建立长期战略合作关系，线下渠道国内市场扩张将快速推进，天猫、京东等线上平台也将逐步成为渠道的延伸与补充。

图：卖场优质门店占比不断提升



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图：公司单店提货额快速增长



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

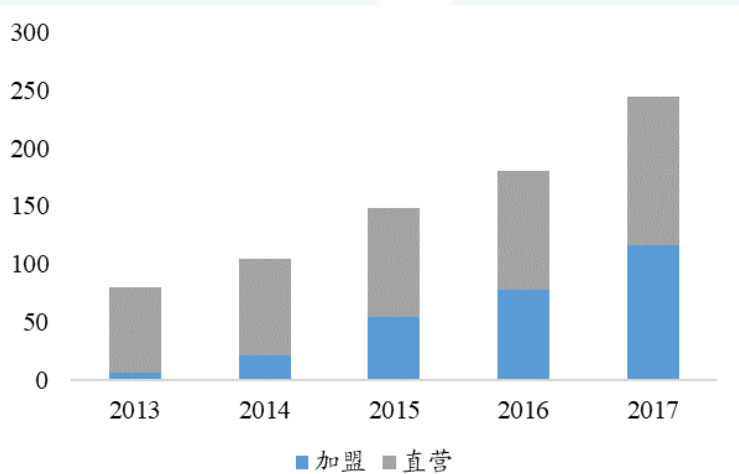
成品家具板块估值修复正在进行中，定制板块静待业绩确定性验证

- **多品牌战略得到市场认可，从零售商向品牌平台商转型。**公司不断推出适合各类需求的产品，形成了覆盖各类消费能力以及用户人群的品牌结构，包括高端系列美克美家、中端系列ART以及中低端系列Zest。M.U.S.T.以及Rowe并表后将进一步完善公司品牌架构，充分发挥品牌协同效应。
- **渠道布局稳步推进，加盟收入占比逐步提升。**从收入的渠道结构来看，直营、加盟占总收入的比例分别为分别从2016年的77.27%、4.81%变化为74.65%、7.05%，加盟渠道的布局卓见成效。从门店数量来看，截至2017年末共有直营129家，加盟店117家，2018年A.R.T.将完成国内空白市场的布局，A.R.T.西区将完成直营城市网络布局并快速进入加盟新城市。

图：美克家居旗下八大渠道品牌定位不同



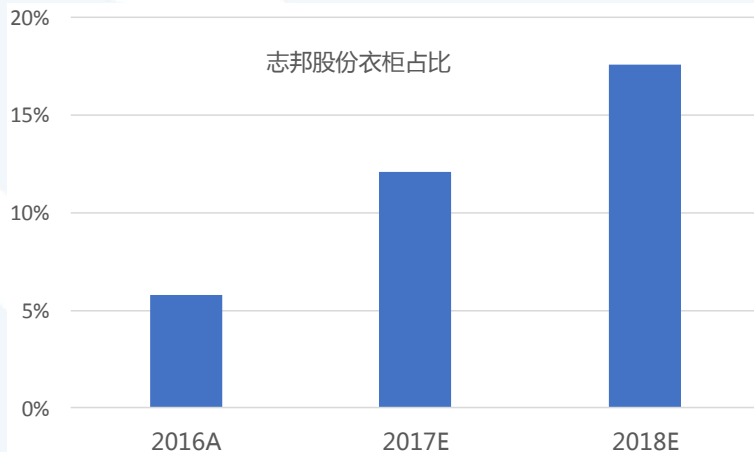
图：公司门店数量增长较快



成品家具板块估值修复正在进行中，定制板块静待业绩确定性验证

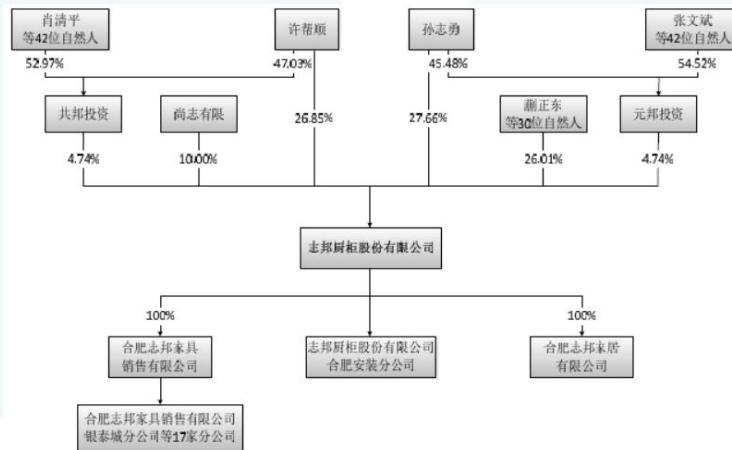
- **公司增长的核心驱动力是新开店和衣柜等新品类的快速扩张：**经过多年培育公司的品牌逐步由投入期转到收获期，在经销商和消费者层面的认可度不断提升，橱柜业务有望通过新门店布局保持稳定增长；同时通过橱柜向衣柜的导流等方式，衣柜业务有望维持高速增长，随着其占比的提升对整体收入的贡献日益突出。
- **上市前已经实现员工持股，核心高管逐步开拓新领域。**公司两位创始人孙志勇、许帮顺分别持股27.66%、26.85%，其他股份由核心中高管人员共同持有，在上市前已经实现员工持股，激励机制相对完善。

图：随着占比的提升，衣柜对志邦股份的增长贡献不断提升



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图：公司上市前已实现员工持股，激励机制相对完善



数据来源：公司招股说明书

# 03 市场份额将逐步向造纸龙头集中



市场份额将逐步向造纸龙头集中

时间	机构	文件	核心政策
2017-07-27	国务院	禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案	2017年年底前禁止进口未经分拣的废纸（混废）
2017-08-10	环保部、海关总署、质检总局等	禁止进口固体废物目录	<b>禁止未经分拣的废纸入境（混废）</b>
2017-08-10	环保部、海关总署、质检总局等	限制进口类可用作原料的固体废物目录	经过分拣的瓦楞废纸、木浆废纸进口需申请进口许可
2017-10-23	环保部	进口废纸环境保护管理规定（征求意见稿）	进口废纸的纸厂应满足生产能力不小于30万吨/年；进口废纸含杂率应不超过0.3%
2017-12-15	环保部	限制进口类可用作原料的固体废物环境保护管理规定	取消委托代理商的进口废纸资格
2017-12-15	环保部	关于发布《进口废纸环境保护管理规定》的公告	进口废纸的纸厂应满足生产能力 <b>不小于5万吨/年</b>
2017-12-29	环保部	进口可作原料的固体废物环境保护控制标准——废纸或纸板	进口废纸含杂率 <b>不超过0.5%</b> ，2018年3月1日期开始执行（修订前含杂率为不超过1.5%）
2018-05-02	海关总署	海关总署关于对进口美国废物原料实施风险预警监管措施的通知	美国进口废物原料实施 <b>100%开箱、100%掏箱检验检疫</b> ；暂停CCIC北美废料装运前检验工作一个月
2018-05-22	海关总署	海关总署检查监管司关于做好进口美国废物原料装运前检验工作的通知	即日起至2018年6月4日，由美国出口至中国废物原料装运前检验由CCIC加拿大承担

资料来源：国务院，环保部，海关总署等，国泰君安证券研究所

## 包装纸：废纸进口配额不断缩减，2018年实际进口量也出现较大幅度下滑

轻工造纸行业2018年中期策略报告《寻找细分领域超速增长龙头》

市场份额将逐步向造纸龙头集中

时间	废纸核定量 (万吨)	其他废纸核定量 (万吨)	核定量合计 (万吨)	实际进口量 (万吨)	实际/核定
2016年1-5月 (前12批)	2407.95	737.76	3145.71	954.00	30.33%
2016年全年	2920.99	901.68	3822.67	2850.00	74.56%
1-5月全年占比	82.44%	81.82%	82.29%	33.47%	
2017年1-5月 (前11批)	2183.95	586.42	2770.37	1004.00	36.24%
2017年全年	2183.95	586.42	2770.37	2572.00	92.84%
1-5月全年占比	100.00%	100.00%	100.00%	39.04%	
2018年1-5月 (前13批)	1084.41		1084.41		
相对2017年同期变化	-50.35%		-60.86%		

注：2018年1-5月即为2018年1-13批次，2016和2017年1-5月即为1-12和11批次

市场份额将逐步向造纸龙头集中

2018年度纸供给端测算(单位:万吨)

		2017	2018				
			增速/提升				
国废	国内纸消费量	10897.00	4.00%	11332.88			
	废纸回收率	49.10%	1.50%	50.60%			
	废纸回收量	5006.73	7.46%	5380.24			
外废	进口量减少比例	-	15%	20%	25%	30%	35%
	实际进口量	2572.00	2186.20	2057.60	1929.00	1800.40	1671.80
供给合计		7578.73	7566.44	7437.84	7309.24	7180.64	7052.04

资料来源：中国造纸年鉴，海关总署，国泰君安证券研究所

市场份额将逐步向造纸龙头集中

## 2015-2017年国废、进口废纸平均价格

年份	美元-人民币 汇率	国废平均单价 (元/吨)	国废同增	进口废纸单价 (美元/吨)	进口废纸单价 (人民币/吨)	外废同增
2015	6.28	1,297.98	-	180.43	1,133.89	-
2016	6.65	1,360.79	<b>62.81(+5%)</b>	175.04	1,163.17	<b>29.28(+3%)</b>
2017	6.76	2,051.35	<b>690.56(+51%)</b>	227.97	1,540.62	<b>377.45(+32%)</b>

## 2015~2017年行业箱板纸、瓦楞纸价格

品类	箱板纸			瓦楞纸		
	年初	全年高点	年末	年初	全年高点	年末
2015	3199.33	3,246.67	3100	2587.5	2,632.50	2,582.50
2016	3113.33	4,456.67	4,456.67	2,587.50	4,090	4,090
2017	4416.67	6250	5000	4,075	5,725	4,170
2017年平均涨跌幅		<b>46.59%</b>			<b>50.01%</b>	

资料来源：wind, 卓创资讯, 国泰君安证券研究

市场份额将逐步向造纸龙头集中

2018年前13批进口废纸配额公司获批情况

公司名称	2018年			2017年	
	前13批核定量	核定量占比	占2017年核定量比例	全年核定总量	核定量占比
玖龙纸业	351.94	32.62%	41.84%	841.10	30.36%
理文造纸	155.42	14.40%	40.81%	380.85	13.75%
山鹰纸业	151.20 (含福建联盛)	14.01%	<b>58.75%</b>	257.35	9.29%
华泰纸业	90.00	8.34%	96.79%	92.98	3.36%
广州造纸	75.00	6.95%	120.51%	62.24	2.25%
建晖纸业	39.31	3.64%	23.65%	166.20	6.00%
联盛(龙海)	35.72	3.31%	35.72%	100.00	3.61%
其他	185.81	17.13%	21.37%	869.66	31.39%
合计	1084.41	100.00%	38.95%	2770.37	100%

2017年山鹰纸业固废外废使用

项目	固废	外废	合计
采购年度平均单价(元/吨)	2,051.35	1,706.70	-
采购金额占比	37%	63%	100%
采购数量比例(固废为倒算数据)	33%	67%	100%
采购数量(万吨)	115	256	371

公司代码	公司名称	投资逻辑
002078.SZ	太阳纸业	在环保去产能的推动下，主要纸种的盈利水平大幅提升，业绩增长超出市场预期，预计随着后续新增产能投产及在快消领域加速推进，公司盈利能力将保持稳定增长。
000488.SZ	晨鸣纸业	在环保限产及排污许可证推动下，中小落后产能加速淘汰且复产概率较小，部分纸种新产能预计在2018年内投放，行业供给短期无弹性且存在产能缺口，高景气度有望在未来一段时间内得到延续，主要纸种吨纸盈利水平将维持相对高位。
600567.SH	山鹰纸业	在供给侧改革、环保趋严推动以及成本推动下，主要纸种呈现快速上涨的趋势，在行业供求格局持续改善的推动下，吨纸盈利逐步改善。考虑新产能达产、造纸包装联动以及股权激励利益一致性绑定，预计盈利能力将保持快速增长。

数据来源：国泰君安证券研究

公司	收盘价	市值	EPS			PE			评级
			名称	元	亿元	17A	18E	19E	
尚品宅配	124.59	247.56	1.91	2.89	4.31	65.23	43.11	28.91	增持
好太太	26.63	106.79	0.51	0.69	0.94	52.22	38.59	28.33	增持
顾家家居	73.00	312.54	1.92	2.68	3.47	38.02	27.24	21.04	增持
晨光文具	32.30	297.16	0.69	0.9	1.16	46.81	35.89	27.84	增持
太阳纸业	10.59	274.55	0.78	1.04	1.23	13.58	10.18	8.61	增持
裕同科技	45.94	183.76	2.33	2.84	3.6	19.72	16.18	12.76	增持
志邦股份	54.69	87.50	1.46	1.97	2.64	37.46	27.76	20.72	增持
美克家居	6.18	110.11	0.2	0.28	0.34	30.90	22.07	18.18	增持
帝欧家居	34.75	78.79	0.55	1.64	2.02	63.61	21.25	17.17	增持
喜临门	21.52	84.97	0.72	0.96	1.27	29.89	22.42	16.94	增持
曲美家居	13.47	65.21	0.51	0.66	0.87	26.41	20.41	15.48	增持
山鹰纸业	4.16	190.13	0.44	0.54	0.61	9.45	7.70	6.82	增持
乐歌股份	33.80	29.07	0.73	0.83		46.30	40.72		-
东港股份	17.15	62.39	0.64	0.8	0.94	26.80	21.44	18.24	-
合兴包装	4.31	50.41	0.13	0.19	0.26	33.15	22.68	16.58	-

注：收盘价与市值截至2018年5月25日，其中乐歌股份、东港股份、合兴包装的盈利预测来自WIND一致预期。数据来源：WIND，国泰君安证券研究

# 免责声明

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可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保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本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。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。



# 国泰君安轻工造纸团队

Thank you for listening



国泰君安证券  
GUOTAI JUNAN SECURITIES