



2018.09.02

家具板块增长放缓，造纸包装边际改善

——轻工造纸行业 2018 年中报回顾

	穆方舟 (分析师)	吴晓飞 (分析师)	林昕宇 (分析师)
	0755-23976527	0755-23976003	0755-23976212
	mufangzhou@gtjas.com	wuxiaofei@gtjas.com	linxinyu@gtjas.com
证书编号	S0880512040003	S0880517080003	S0880518080003

摘要:

家具板块保持快速增长，定制和成品企业有所分化。进入 2018 年二季度，家具企业普遍面临收入增长的压力，与 2017 年全年及 2018 年一季度相比增速有所下降，其中定制家具板块最为典型，上市公司收入增速从平均 30%-40% 下降到 20%~30%，增长的放缓与渗透率、地产行业影响以及外部竞争加剧有比较大的关联，而成品家具板块收入端仍保持了快速增长，但部分公司利润端有一定压力。

造纸龙头企业实现稳步增长，盈利能力同比有所提升。截至 2018H1，造纸板块共实现营收 860.91 亿元，同增 21%；实现归属净利润 89.60 亿元，同增 25%。与 2017H1 相比，2018H1 主要的原材料木浆、固废等核心原材料的价格均出现一定幅度上涨，这也推动了文化纸和包装纸等主要纸种的价格上涨。从我们估算的数据看龙头纸企的吨纸净利较 2017H1 有一定提升，主要原因是费用端的增长慢于收入增长。

包装收入端高速增长，静待盈利拐点到来。纸包装龙头 2018H1 收入延续 2017 年以来的高速增长，在环保限产带来原纸价格大幅提升的过程中，部分小企业由于成本及资金压力、原材料缺口等因素被迫退出市场，部分订单向规模相对较高、具备稳定原材料渠道的龙头企业集中，随着原纸价格趋于稳定，企业的盈利能力逐步接近拐点。但同时也应该注意纸包装与消费需求以及出口贸易的关联性。

轻工制造行业基金重仓持股市值比例在 2018Q2 继续小幅提升。2017Q4 轻工制造行业基金重仓持股市值比例为 1.59%，在经历 2017Q3 季度环比降低 0.44pct 后继续下降 0.44pct；2018Q1 重仓比例为 1.93%，到 2018Q2 达到 2.03%，继续小幅上涨。从轻工制造板块占 A 股总市值比例看，整体维持相对平稳在 1.7% 左右上下浮动，2017Q3 后略有降低，到 2018Q2 下降至 1.54%。历史情况看，除 2017Q4 基金重仓持股比例低于行业市值占比外，轻工制造行业基金重仓持股比例均保持高于行业占 A 股总市值比例。

家具、文娱用品板块重仓比例出现一定上升，造纸、包装重仓比例有所下降。从轻工制造板块细分行业基金重仓持股市值比例看，家具板块在经历 2017 年上半年重仓比例大幅上升后，在下半年呈现明显回调，2017Q4 家具板块重仓持股市值比例为 0.98%，季度环比下降 0.19pct；到 2018Q2 重仓持股比例趋于平稳，季度环比提高 0.054pct。造纸板块在 2017Q4 重仓比例下降明显，2018Q1 则呈现回升态势，到 2018Q2 季度环比下降 0.07pct。包装板块在 2018Q1 重仓比例明显上升，到 2018Q2 回落至 0.17%，季度环比下降 0.18pct。

相关报告

林纸产品:《家具表现增长压力有望适度缓和》

2018.08.30

林纸产品:《从交易层面理解近期优质个股的下跌》

2018.08.20

林纸产品:《家具板块将从 beta 行情向 alpha 行情转变》

2018.08.13

木制家具制造业:《从消费品横向比较看家具行业渠道》

2018.08.05

林纸产品:《新房客流日渐萎缩，更新、精装成为新驱动》

2018.07.09

目录

1. 总体概述.....	4
2. 家具板块增长放缓，定制和成品有所分化.....	5
2.1. 家具行业：收入端增长略显压力，降本增效稳固业绩增长.....	5
2.2. 渗透率、地产行业以及外部竞争环境影响定制家具增速.....	7
2.2.1. 渗透率和客单价提升放缓是影响行业增长的内部原因.....	7
2.2.2. 地产不利影响逐步显现，滞后效应所带来的不利影响可能更长.....	10
2.2.3. 整装渠道是自然客流的重要入口，龙头企业纷纷开辟新赛道.....	13
2.3. 软体等成品家具收入快速增长，静待利润弹性释放.....	15
2.3.1. 品类扩张与渠道布局的双重推动下，成品家具收入端稳步增长.....	15
2.3.2. 软体家具企业的利润弹性有望在下半年释放.....	16
3. 造纸盈利能力仍在提升，纸包装收入持续改善.....	17
3.1. 造纸行业：市场份额逐步向龙头集中.....	17
3.2. 包装印刷行业：收入高速增长，集中度提升趋势明显.....	21
3.3. 文娱用品：文具龙头凸显增长实力.....	23
3.4. 其他家用轻工.....	23
4. 仓位分析：造纸包装比例有所下降.....	24

图表目录

图 1: 定制家具公司 2018H1 营收实现稳步增长，部分公司盈利能力有所提升（亿元，%，pct）.....	6
图 2: 定制家具公司 2018Q2 收入增速明显下降.....	6
图 3: 成品家具公司 2018Q2 增速放缓.....	6
图 4: 定制家具公司净利润始终保持较快增长.....	7
图 5: 成品家具公司净利润于 2018Q2 同比下降.....	7
图 6: 2018H1 欧派衣柜客单价的增速放缓.....	8
图 7: 欧派衣柜 2018 年单二季度的增速为 24%.....	8
图 8: 家具品牌零售门店销售额是客观因素与主观能力的综合运营成果体现.....	9
图 9: 建筑装潢五金制品价格指数略有下降.....	10
图 10: 2018 年 3 月起刨花板价格有所下降.....	10
图 11: 商品房销售面积和销售额增速放缓.....	11
图 12: 一线城市住宅销售面积逐年下降（万平方米）.....	11
图 13: 装修需求主要包括精装市场和零售市场.....	11
图 14: 从配套部品来看，建材、厨电、橱柜、卫浴等配套率较高.....	12
图 15: 欧派家居大宗业务实现加速提升.....	13
图 16: 志邦家居大宗业务收入增速保持快速增长.....	13
图 17: 欧派布局多类大家居业务模式，星居整装即为微型大家居.....	14
图 18: 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.....	14
图 19: 在顾家家居的生产成本中，皮革占比约为 32%.....	16

图 20: 喜临门的生产成本中, 乳胶占比为 30% (2016)	16
图 21: 皮革价格指数相对稳定并有所下降	17
图 22: 2018 年国内 TDI 现货价格大幅下降 (元/吨)	17
图 23: 2018 年上半年造纸企业经营情况回顾 (亿元, %, pct)	17
图 24: 铜版纸价格同比上涨约 11.55%	18
图 25: 双胶纸价格较同比上涨约 18.36%	18
图 26: 国内木浆价格同比上涨约 21.70%	19
图 27: 国际浆价同比上涨约 30%	19
图 28: 瓦楞纸价格同比上涨约 25.71%	19
图 29: 箱板纸价格同比上涨约 21.43%	19
图 30: 美废 11# 价格同比有所下调	20
图 31: 国废价格同比上涨约 56.52%	20
图 32: 牛皮纸进口量近两年有所增加	21
图 33: 瓦楞纸进口量近两年显著增加	21
图 34: 2018 年上半年包装企业经营状况回顾 (亿元, %, pct)	21
图 35: 2018 年上半年文娱用品公司经营数据 (亿元, %, pct)	23
图 36: 2018 年上半年其他家用轻工公司经营数据 (亿元, %, pct)	24
图 37: 2018Q2 轻工制造行业基金重仓持股市值反弹	25
图 38: 家具板块重仓比例回升, 造纸包装有所下降	25

表 1: 轻工制造板块 2018H1 营收增速位列第 11 名, 净利润增速位列第 21 名	4
表 2: 轻工制造板块销售收入和净利润总体维持稳定增长, 2018Q2 净利润环比波动相对明显	5
表 3: 尚品宅配的配套产品收入占家具比例相对稳定	8
表 4: 随着门店数量的增长, 定制公司的开店增速有所放缓	9
表 5: 家居卖场和购物中心存在不同的特点	9
表 6: 2018H1 部分定制公司的净利润增速高于收入增速	10
表 7: 预计到 2020 年精装房渗透率将达到 35%, 自然客流受到明显冲击	12
表 8: 软体等成品家具企业通过品类扩张、渠道下沉等方式布局渠道	16
表 9: 2018 年前 18 批进口废纸配额同比减少 48.28% (单位: 万吨)	20
表 10: 外废进口配额向龙头公司倾斜	20
表 11: 轻工行业的多家公司的基金持股比例明显提升 (万户, %)	25
表 12: 轻工板块公司的持有基金数出现不同方向的变化	28

1. 总体概述

2018 年上半年轻工行业实现销售收入 2302 亿元，同比增长 18.31%，在各行业分类中收入增速排名第 11 位；归属净利润 173 亿元，同比增长 10.45%，在各行业分类中净利润增速排名第 21 位，行业归属净利润增速低于收入增速，情况与 2018 年一季度类似。

表 1: 轻工制造板块 2018H1 营收增速位列第 11 名，净利润增速位列第 21 名

申万一级 板块名称	2018H1 营业收入 (亿元)				2018H1 归母净利润 (亿元)			
	2018H1	2018H1 同增	2018Q1	2018Q2	2018H1	2018H1 同增	2018Q1	2018Q2 同增
综合	2174	257.41%	241.58%	268.57%	45	22.67%	-22.69%	52.83%
电子	6469	67.51%	28.51%	98.27%	371	36.91%	33.01%	39.48%
计算机	2649	36.69%	42.66%	32.38%	134	-8.27%	-14.96%	-4.60%
传媒	2657	29.27%	26.68%	31.48%	285	11.75%	15.80%	8.14%
休闲服务	643	27.77%	16.35%	38.41%	52	31.84%	9.46%	52.10%
电气设备	3974	27.41%	28.86%	26.49%	257	27.22%	38.28%	23.18%
医药生物	6835	27.05%	30.26%	24.16%	613	27.56%	35.23%	21.35%
公用事业	5844	24.98%	22.78%	27.17%	474	29.76%	34.85%	25.57%
房地产	7636	22.35%	18.37%	25.07%	849	41.21%	41.30%	41.15%
国防军工	1281	18.78%	5.68%	28.81%	53	52.37%	65.46%	48.09%
轻工制造	2302	18.31%	23.02%	14.31%	173	10.45%	14.14%	7.86%
通信	3401	17.58%	25.12%	10.98%	25	-74.88%	82.36%	-149.52%
机械设备	5632	17.46%	17.70%	17.29%	316	12.01%	26.30%	3.27%
家用电器	5963	17.21%	19.48%	15.20%	416	23.40%	25.47%	21.87%
交通运输	10814	16.18%	18.75%	13.97%	574	2.84%	22.01%	-13.77%
食品饮料	2953	14.81%	16.37%	13.03%	529	33.96%	33.49%	34.64%
采掘	16498	12.43%	9.14%	15.70%	786	36.85%	26.80%	46.09%
汽车	13013	12.12%	13.88%	10.45%	621	5.67%	3.65%	7.77%
化工	22268	11.98%	11.19%	12.69%	1115	48.78%	29.24%	71.08%
建筑装饰	21416	11.69%	15.33%	8.92%	723	16.23%	19.28%	14.30%
非银金融	14337	11.49%	10.09%	13.59%	1321	15.19%	19.00%	11.23%
纺织服装	1457	11.41%	14.99%	8.20%	123	4.25%	-0.76%	9.04%
有色金属	7329	10.49%	15.44%	6.58%	281	43.30%	64.79%	25.22%
银行	20874	6.51%	3.01%	10.32%	8267	6.72%	5.83%	7.59%
钢铁	7223	4.82%	-3.28%	12.73%	503	130.48%	92.50%	169.51%
建筑材料	1824	4.09%	4.77%	3.66%	253	71.32%	152.64%	51.69%
农林牧渔	2268	0.19%	0.14%	0.24%	82	-30.96%	1.88%	-70.02%
商业贸易	7362	-3.85%	-1.72%	-5.77%	278	57.49%	22.93%	93.05%
上证综指	153817	13.85%	11.31%	16.28%	15582	16.15%	14.15%	18.04%
沪深 300	133812	13.81%	11.56%	15.98%	15204	16.15%	15.73%	16.54%

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

从细分子行业看，造纸板块净利润增速位列细分板块第一位，而包装印刷板块实现了较快的收入增长，家具、其他家用轻工、文娱用品等子行业也实现了较好的增长。具体来看：

➤ **造纸板块:** 2018H1 实现营业收入 860.91 亿元，同增 21%；归属净利润 89.6 亿元，同增 25%。

- **家具板块:** 2018H1 实现营业收入 404.48 亿元, 同增 19%, 归属净利润 33.42 亿元, 同增 1%, 主要与部分转型公司业绩大幅下滑相关 (永安林业同比下降 595%、升达林业同比下降 467%, 浙江永强同比下降 117%), 若剔除这三家公司, 家具板块归属净利润增速为 13.71%。
- **其他家用轻工:** 2018H1 实现营业收入 103.9 亿元, 同增 18%; 归属净利润 7.89 亿元, 同增 7%。
- **包装印刷:** 2018H1 实现营业收入 409.76 亿元, 同增 27%; 归属净利润 36.80 亿元, 同增 14%。
- **文娱用品:** 2018H1 实现营业收入 85.80 亿元, 同增 25%; 归属净利润 7.71 亿元, 同增 18%。

表 2: 轻工制造板块销售收入和净利润总体维持稳定增长, 2018Q2 净利润环比波动相对明显

细分行业划分	涨跌幅 年初至今	营收同增				净利润同增			
		2017A	2018Q1	2018Q2	2018H1	2017A	2018Q1	2018Q2	2018H1
SW 轻工制造	-26%	23%	20%	21%	21%	44%	10%	12%	11%
SW 造纸 II	-25%	31%	20%	23%	21%	125%	26%	24%	25%
SW 包装印刷 II	-22%	15%	27%	27%	27%	17%	-8%	39%	14%
SW 家用轻工	-28%	21%	19%	18%	18%	14%	5%	-8%	-3%
SW 家具	-30%	29%	23%	17%	19%	20%	-8%	6%	1%
SW 其他家用轻工	-32%	13%	25%	31%	28%	6%	8%	6%	7%
SW 珠宝首饰	-27%	18%	18%	15%	16%	8%	16%	-45%	-15%
SW 文娱用品	-20%	19%	16%	33%	25%	11%	3%	32%	18%
SW 其他轻工制造 II	-28%	15%	12%	25%	20%	214%	247%	140%	159%

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究, 其中区间涨跌幅的计算方法为算数平均, 起止时间为 2018.1.1~2018.8.31

2. 家具板块增长放缓, 定制和成品有所分化

2.1. 家具行业: 收入端增长略显压力, 降本增效稳固业绩增长

进入 2018 年二季度, 家具企业普遍面临收入增长的压力, 与 2017 年全年以及 2018 年一季度相比增速有所下降, 其中定制家具板块最为典型, 上市公司增速从平均 30%~40% 下降到 20%~30%, 成品家具板块收入端仍保持了快速增长, 但部分公司利润端存在一定压力。

定制家具收入端增速环比下降, 净利润端保持快速增长。截至 2018 年上半年, 八家定制企业共实现营业收入 141.59 亿元, 同增 25.67%; 实现归属净利润 14.48 亿元, 同增 39.22%。从分季度增速来看, 定制企业 2018 年第一季度、第二季度的收入增速分别为 33.71%、20.94%, 归属净利润的增速分别为 59.39%、35.85%, 单第二季度的收入增速承压, 明显下降一个台阶。

成品家具收入增速相对稳定。截至 2018 年上半年, 成品家具板块 (软体及实木) 实现营收 184.76 亿元, 同增 20.49%。从分季度增速来看, 2018 年第一季度、第二季度的收入增速为 25.47%、16.91%; 从利润端来看, 2018H1 同比下降 1.17%, 单二季度同比下降 10.23%, 其主要原因在于部分企业单二季度业绩同比下降, 剔除业绩下滑的 4 家成品家具公司 (宜华生活、曲美家居、亚振家居、江山欧派), 其余公司 2018

年第二季度净利润同增 15.36%。

图 1: 定制家具公司 2018H1 营收实现稳步增长, 部分公司盈利能力有所提升 (亿元, %, pct)

公司代码	公司简称	营业收入	同增	归属净利润	同增	销售毛利率	同增	销售净利率	同增	管理费用率	同增	销售费用率	同增
定制家具													
603833.SH	欧派家居	48.45	25.05%	5.50	32.83%	37.23%	3.11%	11.35%	0.68%	11.94%	2.04%	11.65%	-0.61%
603801.SH	志邦股份	10.42	25.69%	0.95	47.53%	36.48%	0.25%	9.10%	1.35%	10.15%	0.52%	15.97%	-0.59%
300616.SZ	尚品宅配	28.67	33.64%	1.23	87.46%	43.35%	-2.15%	4.31%	1.24%	8.64%	-1.03%	30.82%	-0.41%
002572.SZ	索菲亚	29.88	20.12%	3.69	25.38%	37.67%	1.42%	12.00%	0.48%	11.71%	1.43%	10.15%	0.22%
603898.SH	好莱客	9.03	25.69%	1.81	67.15%	39.28%	1.00%	20.06%	4.98%	6.75%	0.33%	15.13%	0.16%
603180.SH	金牌厨柜	6.43	15.12%	0.61	32.53%	39.70%	2.94%	9.53%	1.25%	10.30%	1.27%	22.27%	2.37%
002853.SZ	皮阿诺	4.43	40.84%	0.49	39.90%	34.89%	-0.28%	10.88%	-0.16%	7.29%	-0.41%	15.93%	0.38%
603326.SH	我乐家居	4.28	26.42%	0.20	60.55%	34.71%	-1.51%	4.65%	1.02%	9.49%	-0.22%	19.23%	-1.01%
软体家具													
603816.SH	顾家家居	40.49	30.15%	4.83	24.36%	35.98%	-2.27%	12.43%	-0.30%	3.62%	0.61%	18.50%	-2.04%
603008.SH	喜临门	18.44	55.62%	1.23	29.55%	31.20%	-1.19%	7.05%	-0.95%	6.87%	-1.04%	16.49%	3.02%
603313.SH	梦百合	12.83	22.96%	0.38	-66.32%	28.42%	-3.36%	3.29%	-7.43%	8.41%	0.06%	12.66%	1.74%
603709.SH	中源家居	4.00	2.82%	0.25	-38.27%	23.23%	-5.52%	6.15%	-4.09%	6.34%	0.22%	12.09%	2.67%
地板、实木类成品家具													
600337.SH	美克家居	25.26	40.50%	2.06	35.51%	57.35%	-1.05%	8.01%	-0.43%	10.22%	1.20%	35.49%	0.33%
600978.SH	宜华生活	35.63	7.29%	3.78	-19.54%	34.64%	-3.25%	10.58%	-3.49%	6.81%	0.10%	10.09%	0.13%
603818.SH	曲美家居	9.73	10.32%	0.70	-33.33%	36.89%	-1.41%	7.22%	-4.76%	10.65%	2.77%	17.09%	2.25%
603389.SH	亚振家居	1.98	-22.04%	-0.18	-177.86%	56.45%	-1.95%	-9.84%	-19.06%	30.46%	10.33%	39.37%	13.91%
603208.SH	江山欧派	4.81	13.81%	0.58	-2.91%	33.97%	1.73%	11.89%	-2.18%	10.75%	4.01%	9.52%	0.21%
603226.SH	菲林格尔	3.99	9.42%	0.43	29.57%	30.77%	-0.60%	10.79%	1.68%	8.98%	0.33%	10.46%	-0.96%
000910.SZ	大亚圣象	31.61	7.05%	1.80	28.54%	35.21%	0.26%	6.33%	1.13%	10.63%	0.39%	15.33%	-0.87%
其他家具													
000663.SZ	永安林业	4.39	-17.87%	-0.32	-595.56%	20.26%	-3.77%	-7.07%	-8.45%	12.03%	3.27%	6.90%	1.48%
002240.SZ	威华股份	11.46	31.30%	0.58	639.34%	10.67%	2.74%	4.46%	3.40%	4.03%	-0.62%	2.93%	0.05%
002259.SZ	升达林业	4.97	-14.18%	-0.33	-466.68%	12.10%	-3.21%	-5.62%	-11.81%	5.32%	2.33%	0.68%	-0.04%
002489.SZ	浙江永强	23.16	-12.80%	-0.43	-117.31%	16.86%	-12.06%	-0.83%	-10.06%	7.49%	1.84%	8.49%	-0.26%
002631.SZ	德尔未来	7.87	12.94%	0.82	-21.68%	32.62%	-1.77%	9.88%	-5.26%	6.50%	1.35%	12.70%	2.62%
300729.SZ	乐歌股份	4.39	27.88%	0.30	-3.97%	41.84%	-6.24%	6.87%	-2.28%	10.30%	1.05%	25.57%	-0.01%
603600.SH	永艺股份	11.03	36.93%	0.48	-27.45%	14.51%	-6.15%	4.41%	-3.74%	6.96%	-0.71%	3.57%	0.37%
603661.SH	恒林股份	10.13	10.74%	0.57	-45.47%	16.97%	-10.48%	5.76%	-5.77%	6.86%	-0.18%	5.13%	-0.26%
603848.SH	好太太	5.70	21.45%	1.11	55.58%	40.82%	1.50%	19.46%	4.27%	7.46%	1.52%	14.92%	-1.51%

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 2: 定制家具公司 2018Q2 收入增速明显下降

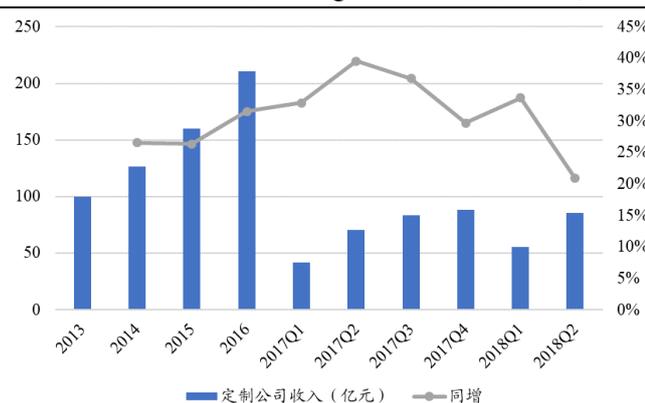
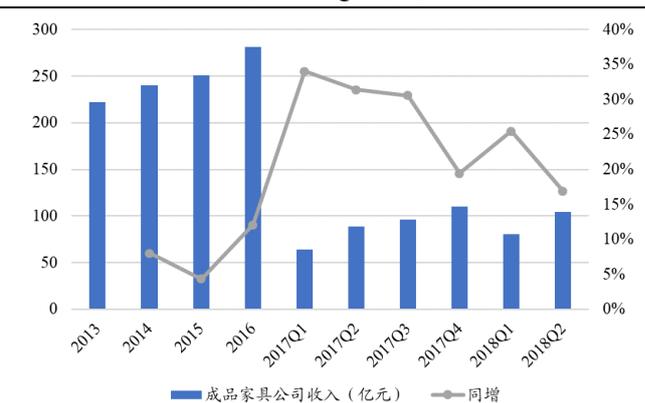


图 3: 成品家具公司 2018Q2 增速放缓



注: 定制企业包括欧派家居、志邦股份、金牌厨柜、索菲亚、尚品宅配、好莱客、皮阿诺、我乐家居, 数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

注: 成品企业包括顾家家居、喜临门、梦百合、美克家居、宜华生活、曲美家居、亚振家居、江山欧派、菲林格尔、大亚圣象, 数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 4: 定制家具公司净利润始终保持较快增长

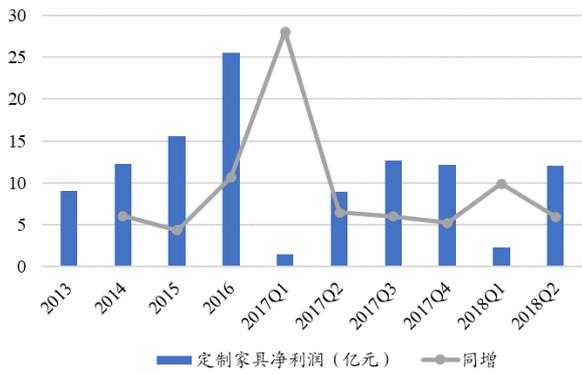
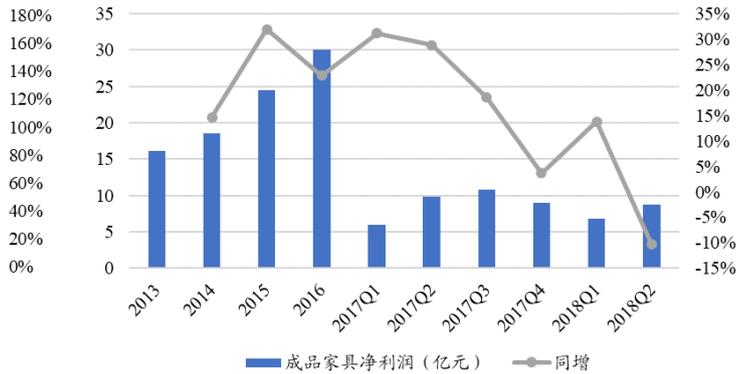


图 5: 成品家具公司净利润于 2018Q2 同比下降



注：定制企业包括欧派家居、志邦股份、金牌厨柜、索菲亚、尚品宅配、好莱客、皮阿诺、我乐家居，数据来源：WIND，国泰君安证券研究

注：成品企业包括顾家家居、喜临门、梦百合、美克家居、宜华生活、曲美家居、亚振家居、江山欧派、菲林格尔、大亚圣象，数据来源：WIND，国泰君安证券研究

2.2. 渗透率、地产行业以及外部竞争环境影响定制家具增速

定制家具收入单二季度的增速下降一个台阶，而利润端仍保持了快速增长。定制家具公司在2018上半年实现营收141.6亿元，同增25.67%，相较于2016~2017年的高速增长略有放缓。从分季度增速来看，2018年第一季度为33.71%，2018年第二季度增速下降至20.94%。在规模效应、费用率改善以及原材料价格下降等因素的影响下，利润端的增长速度高于收入端水平，2018H1实现净利润14.48亿元，同增39.22%，2018年单二季度净利润增速为35.85%。

单品类龙头单二季度增速的大幅放缓给了市场一个悲观的信号，我们分析主要来自于三方面的原因：首先，从上游行业看，地产行业的增速放缓以及精装房渗透率提升的影响在逐步显现；其次，从行业内部看，行业渗透率的提升放缓，上限或没有市场原来预计的那么乐观，同时消费不景气的大背景下客单价的提升也遇到一定瓶颈；最后，外部竞争加剧，部分整装公司在2018年上半年实现了高速增长，其橱柜衣柜业务的配套率快速提升。

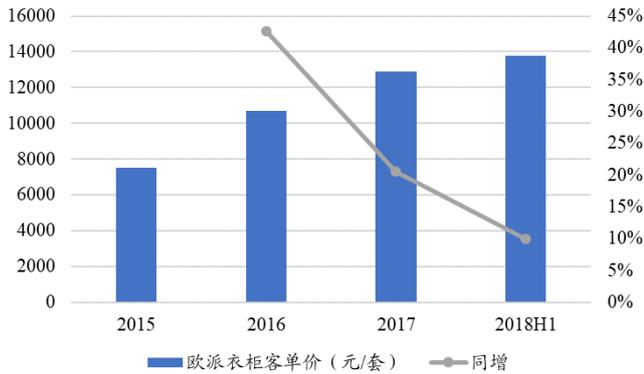
2.2.1. 渗透率和客单价提升放缓是影响行业增长的内部原因

家具行业的渗透率是一个黑箱数据，其上限尤其是三四线城市的短期瓶颈或没有市场原来预计的那么乐观。市场给定制家具行业一个明显的估值溢价的核心原因在于，定制行业处在渗透率从低到高的变化过程之中，然而“渗透率”这个数据更多的来自于一种直觉上的认知，没有官方或者第三方机构对此进行过严格意义的统计与测算，部分装修公司也可以提供定制产品，如果考虑到这部分被忽视掉的终端实际需求，定制的渗透率要高于我们内心的感知，尤其是在一二线城市。

消费整体景气度不高的背景下，单品类客单价提升存在一定天花板。从单品类的收入增速贡献来看，客单价增长、渠道增长、同店订单增长是主要的影响因素。而对于客单价提升的逻辑是消费者购买的定制柜体数量不断提升，在整个消费景气度下降的背景下，2018年上半年客单价的提升较去年出现了明显的放缓，非衣柜（即系统柜）的柜体定

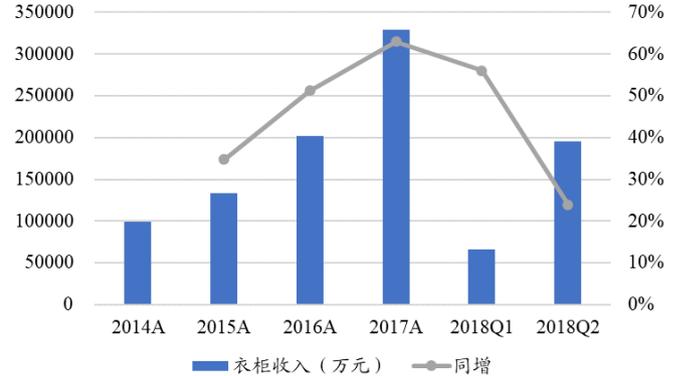
制渗透率或许也没有市场原来想象的那么乐观。

图 6: 2018H1 欧派衣柜客单价的增速放缓



数据来源: 根据公司披露数据计算, 国泰君安证券研究

图 7: 欧派衣柜 2018 年单二季度的增速为 24%



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

提升配套品收入是拉动客单价提升的解决方法之一。定制家具通过套餐等产品方式, 将定制与非定制产品进行很好的融合, 在满足消费者一站式购物需求的同时, 也实现了对于客单价的提升。尚品的配套产品收入占比高于同行业水平, 2018 年上半年也实现了加速提升。随着终端获客渠道能力的不断加强, 我们判断部分软体、成品家具等品牌将更加重视定制家具的流量入口能力, 双方进行深度的融合与合作。

表 3: 尚品宅配的配套产品收入占家具比例相对稳定

尚品宅配	2012	2013	2014	2015	2016H1	2016	2017H1	2017	2018H1
配套产品 (亿元)	0.85	1.30	2.76	5.65	2.73	5.92	2.70	7.85	4.89
同增		53%	112%	105%	-	4.7%	-1%	33%	81%
占家具收入比例	12%	12%	15%	19%	17%	15%	13%	15%	18%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

定制龙头企业门店扩张快于二线品牌。根据 2018 年上半年新开店情况, 欧派净增 400 家、索菲亚净增 300 家、尚品净增 206 家(含加盟 198 家, 直营 8 家), 在二线品牌中, 志邦净增 161 家、好莱客净增 200 家、金牌净增 283 家, 从净开店的绝对值来看, 定制龙头企业门店数量快于二线品牌, 其主要原因在于龙头企业的品类及品牌架构相对丰富, 可以开店的品类更加丰富。

随着门店数量的增长和行业竞争的加剧, 定制公司的开店增速可能呈现放缓趋势。根据我们的测算, 在不考虑渠道形态多样性的前提下, 单品类开店数量上限在 3000 家左右, 随着企业门店数量逐步增长, 潜在的开店空间也在不断减少; 从行业格局来看, 终端竞争加剧会带来对于优质门店位置的抢夺, 而终端经销商对于未来需求能否延续高速增长的不确定性、对于最佳投入产出比的追求会使得他们在开店的主观意愿上会有所降低, 总部层面为了切实推进门店数量的扩张, 也将开店数量这一指标加入到对经销商的考核之中, 因此从 2017 年全年、2018 年上半年的门店同比增速数据来看, 并未出现大幅下降, 但行业整体开店增长必将呈现放缓趋势。

表 4: 随着门店数量的增长, 定制公司的开店增速有所放缓

公司\年份	2016	2017H1	2017	2018H1	2017 年同比 2016 年增长	2018H1 同增	2018H1 环比 2017 全年增长
欧派家居 (经销)	5422	6070	6311	6711	16.40%	10.56%	6.34%
志邦股份 (经销)	1265	1416	1730	1891	36.76%	33.55%	9.31%
金牌橱柜 (经销)	792	959	1250	1533	57.83%	59.85%	22.64%
尚品宅配 (总计)	1157	1360	1642	1848	41.92%	35.88%	12.55%
加盟	1081	1281	1557	1755	44.03%	37.00%	12.72%
直营	76	79	85	93	11.84%	17.72%	9.41%
好莱客 (经销)	1300	1400	1500	1700	15.38%	21.43%	13.33%
索菲亚 (经销)	2500	2810	3035	3335	21.40%	18.68%	9.88%
我乐家居 (经销)	731	860	1062	1211	45.28%	40.81%	14.03%
皮阿诺 (经销)	954	-	1103	1126	15.62%	-	2.09%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

随着传统渠道数量越来越接近“3000家”这个天花板, 越来越多的企业试图从传统的建材卖场走出, 进驻到购物中心等新型渠道, 在这个过程中需要注意两个环节的转化, 即: 自然客流→意向客流, 意向客流→成交客流。购物中心的优势在于自然客流总量较高, 但是具备家具购买意向的比例较低; 建材卖场的缺点在于客流量较小, 但是大多数是目的性消费, 客户的转化率较高。在进行门店布局的过程中, 需要充分考虑品牌自身的定位及其潜在客户的选择方向。

表 5: 家居卖场和购物中心存在不同的特点

项目\分类	家居卖场	购物中心
业态组合	专业化家具卖场	综合类一站式购物
消费目的	家具产品消费目的性强	购物、休闲、娱乐等多种综合需求
营业时间	营业时间较短, 部分卖场的淡旺季时间有所区别	营业时间
日常客流	自然进店客流较少, 周末及节假日较多	自然进店客流较多, 工作日较少, 周末人流密集
优质位置	优质门店的位置相对确定	优质位置需要综合考量
进店率提升	针对品牌自身进行营销活动策划	考量购物中心的位置以及周边租户情况
进店频率	低频次, 满足需求后不存在“随便逛逛”的可能	高频次, “随便逛逛”是普遍情况

数据来源: 国泰君安证券研究

图 8: 家具品牌零售门店销售额是客观因素与主观能力的综合运营成果体现



数据来源: 芝麻科技, 国泰君安证券研究

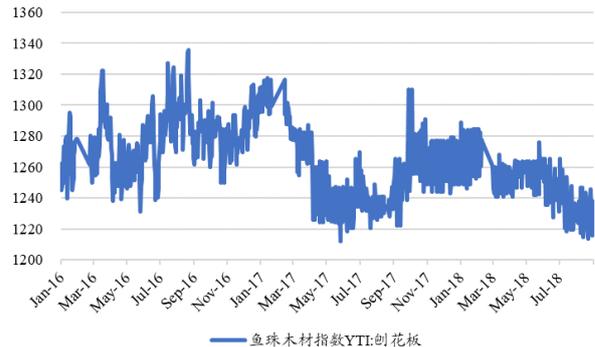
受供给影响刨花板价格在 2017 年出现一定幅度上涨，定制家具企业主要通过内部效率优化来消化。2016 年底到 2017 年上半年由于供给的短期不足使刨花板价格出现了一定幅度的上涨，2017 年下半年已经逐渐有企稳迹象，进入 2018 年 3 月份，刨花板价格逐步下降，这给以板材作为主要原材料的定制企业带来了成本优化的空间。五金制品受其上游原材料价格的影响价格也有一定波动，但对于毛利率的影响相对有限，定制家具企业主要通过提升信息化水平和生产效率来消化成本端的压力。

图 9: 建筑装潢五金制品价格指数略有下降



数据来源：中国永康五金指数，国泰君安证券研究

图 10: 2018 年 3 月起刨花板价格有所下降



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

市场担心的价格战所带来的盈利能力下降暂未出现，净利润增速普遍高于收入端增速。我们以欧派、尚品、志邦和索菲亚为例，2014~2017 年各家公司的收入端增速和净利润端增速对比来看，净利润累计增长基本超过收入端，到 2018 年上半年，在收入端承压的情况下，净利润加速提升，其原因一方面在于信息化、生产优化带来的效率提升，成本与费用增速低于收入增速，另一方面是刨花板等原材料价格在 2018 年第二季度有所降低，此外有部分公司存在理财收益等非经常性收益的正向影响。

表 6: 2018H1 部分定制公司的净利润增速高于收入增速

年份	欧派家居		尚品宅配		志邦家居		索菲亚	
	收入增速	净利润增速	收入增速	净利润增速	收入增速	净利润增速	收入增速	净利润增速
2014	18.92%	60.89%	62.72%	11.39%	8.27%	43.88%	32.39%	33.51%
2015	18.02%	26.78%	61.47%	7.23%	13.21%	24.30%	35.35%	40.42%
2016	27.23%	94.39%	30.39%	83.12%	32.11%	34.30%	41.75%	44.66%
2017	36.11%	36.92%	32.23%	48.74%	37.38%	31.74%	36.02%	36.56%
2018H1	25.05%	32.83%	33.64%	87.46%	25.69%	47.53%	20.12%	25.38%

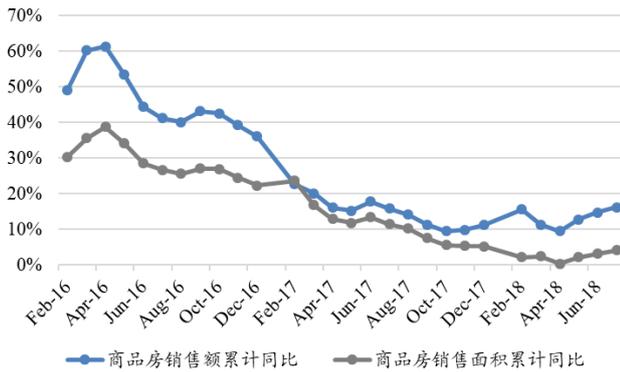
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

2.2.2. 地产不利影响逐步显现，滞后效应所带来的不利影响可能更长
外部市场变化的速度往往要快于企业经营战略调整的节奏。当前大部分公司进行渠道布局的时候以经销商的模式为准，终端营销数据的反馈与考核通常是以月度数据为考核，因此这会导致管理层在获取终端市场信息的反馈往往是滞后于市场本身的变化速度，而企业经营战略的调整与优化是一个庞大的系统性工程，从制定到执行需要经过层层

环节，因此，在判断到行业出现变化之际，外部环境可能已经出现了更大的调整，在行业处在低谷的时候，更加考验企业自身的经营管控能力，以及快速应对市场变化的综合实力。

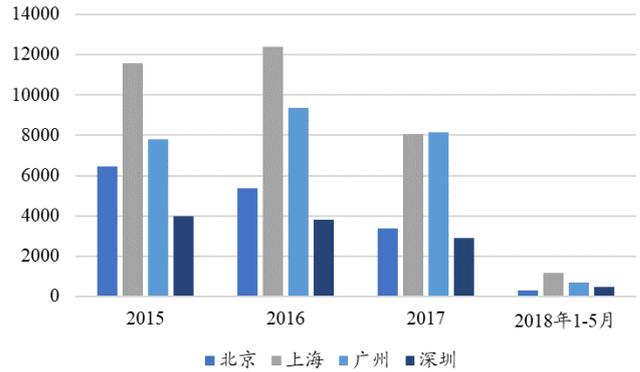
从外部环境来看，地产限购对新房自然客流带来明显冲击，一线城市表现最为明显。商品房销售面积好销售额增速持续放缓，调控政策效果显著；北京、上海、广州、深圳等四个一线城市在2016~2017年期间的住宅销售面积明显下降。

图 11: 商品房销售面积和销售额增速放缓



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

图 12: 一线城市住宅销售面积逐年下降 (万平方米)

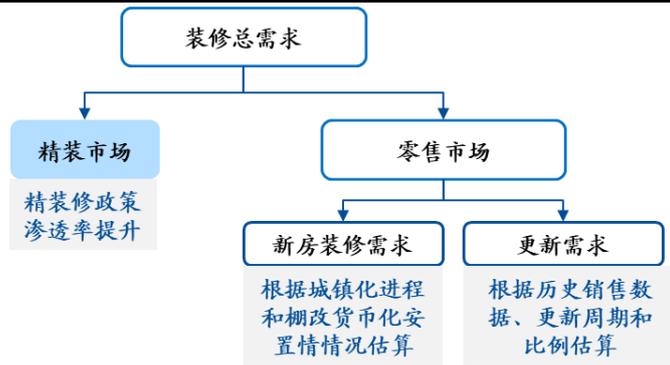


数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

在精装修推广的背景下，精装房渗透率不断提升，对零售市场带来一定冲击。家具的终端零售需求主要来自于新房装修和二手房改善，随着地产行业出现整体调控，新房的自然客流受到一定压力；而精装占比的不断提升对零售渠道也将带来一定冲击。精装修的推进从一二线城市开始，一二线城市的精装修占比已相对较高，目前正在逐步向三四线延伸。从奥维云网跟踪的数据来看，2017年我国精装房的比例已经达到20%，这一比例有望继续延续快速提升趋势。

根据奥维云网监测的数据，2016~2017年精装房渗透率从15%提升至20%，我们假设2018~2020年精装房渗透率以每年5%速度递增，到2020年精装房渗透率将达到35%。结合对新增住宅数量、精装房渗透率的假设，来自精装房市场和自然客流的装修套数如表4所示，测算过程参考2018年7月9日报告《新房客流日渐萎缩，更新、精装成为新驱动》。

图 13: 装修需求主要包括精装市场和零售市场



数据来源：国泰君安证券研究

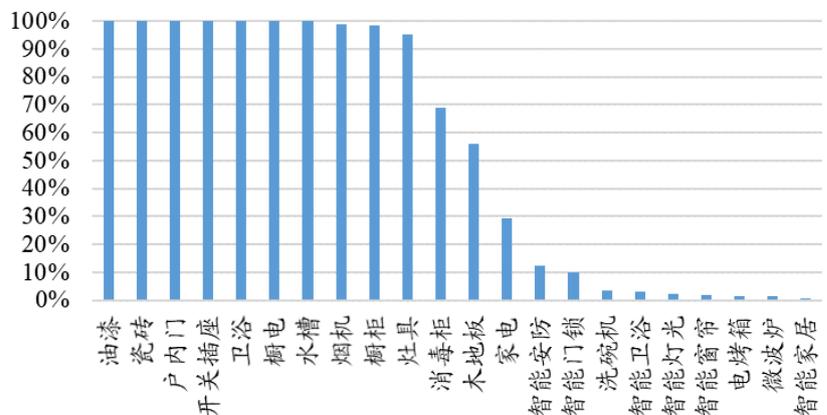
表 7: 预计到 2020 年精装房渗透率将达到 35%，自然客流受到明显冲击

年份	精装房渗透率	新增住宅套数 (万套)	精装市场套数 (万套)	自然客流装修套数 (万套)
2012	5%	945	47	897
2013	5%	1105	55	1049
2014	8%	1010	81	930
2015	12%	1058	127	931
2016	15%	1282	192	1090
2017	20%	1248	250	999
2018E	25%	1209	302	907
2019E	30%	1185	356	830
2020E	35%	1172	410	762

注：2013~2015 年精装房渗透率为估算数据，2016~2017 年为奥维云网披露的数据，假设 2018~2020 年的精装房渗透率以每年 5% 的速度递增；数据来源：国泰君安证券研究，具体测算过程来自于 2018 年 7 月 9 日的报告《新房客流日渐萎缩，更新、精装成为新驱动》

在精装房渗透率提升的过程中，一级配套品受到的冲击最为明显。从细分配套部品来看，建材、厨电、橱柜、卫浴等一级配套产品，其配置率在 95% 以上，精装房渗透率提升将率先带动标配产品精装市场规模的快速增长，进而也会对这些产品的零售端自然客流带来一定冲击。

图 14: 从配套部品来看，建材、厨电、橱柜、卫浴等配套率较高



数据来源：奥维云网（2017 年数据），国泰君安证券研究

应对地产精装的不利影响，定制企业加速布局大宗业务。由于定制橱

柜是精装房的标配产品，因此渗透率的提升将会直接影响到终端自然客流的购买需求。欧派、志邦、索菲亚等定制企业在 2018 年上半年加快了在大宗业务的推进力度，从大宗收入增速及其占总收入的比例来看，都实现了加速提升的趋势。借助工程代理商的模式，能够适度缓和大宗业务对现金流、账期等方面所带来的不利影响，提升收入增长的稳定性；龙头企业凭借较强的品牌影响力，对地产客户方面存在较强的议价能力，从而确保大宗业务毛利率和净利率水平维持在相对高位。

图 15: 欧派家居大宗业务发展情况

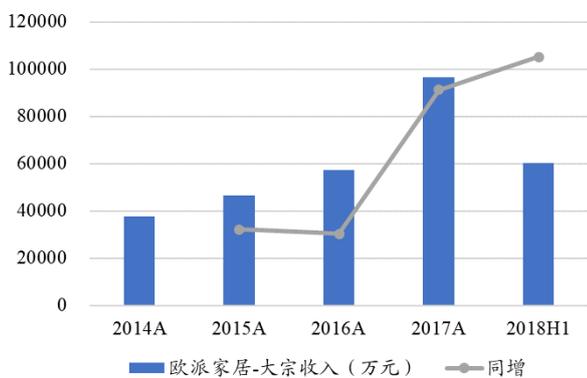
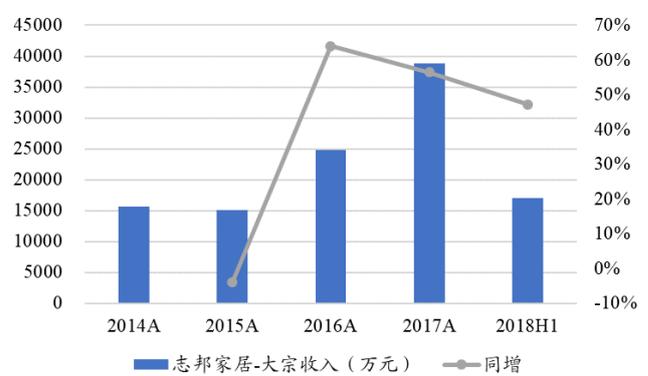


图 16: 志邦家居大宗业务收入增速保持快速增长



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2.2.3. 整装渠道是自然客流的重要入口，龙头企业纷纷开辟新赛道

整装公司对于定制家具企业的冲击主要体现在全品类产品体系以及强大的交付施工能力。首先，从产品体系来看，整装公司可以覆盖主辅材、软装产品的多种搭配，产品系列风格各异，充分满足消费者个性化需求；而目前从 SKU 上能够与整装相媲美的定制品牌仅有少数的几家定制龙头企业。其次，随着产品的不断迭代升级以及与更多优质品牌的合作，消费者对整装产品“粗制滥造”的固有的负面印象也在逐步消除，整装产品以极强的性价比、更全面的产品体系冲击着定制品牌。最后，强大的交付施工能力是整装公司突出的竞争优势，充分满足消费者降低装修时间成本、一站式服务的需求。

定制家具的品牌影响力是整装公司短期内难以逾越的壁垒，龙头企业逐步向整装领域延伸。目前大部分整装公司处在发展前期，存续时间不超过 5 年，相较于定制企业深耕行业 20 年的时间所积累的品牌影响力和消费者口碑而言，还是存在短期内难以追赶的差距。“品牌影响力”看似虚无缥缈难以量化，但这正是定制企业进军整装领域的有力武器。在装修流程中，家装公司最先接触到客户，是整个家装链条的重要入口。在当下“流量为王”的发展现状，欧派整装大家居在开拓家装合作客户时所得到的良好反馈与积极响应均超出预期，这正是对“品牌影响力”的最好解读。随着双方的深入合作，补充安装与交付这一环节之后的定制品牌将在整装领域打开更广阔的空间。

欧派家居不断探索新渠道，整装渠道雏形初现。公司在传统大家居模式的经验和基础上进行各种尝试，根据不同城市和经销商的实际情况与意愿，开展整装大家居、微型大家居、橱衣融合店、衣木融合店等不同形式的探讨。宜宾市作为首家整装大家居试点城市，自今年5月份开业以来，在短短的3个月内接单602户（每户≥3个品类），今年销售业绩预计超过2500万；在上半年市场环境低迷且去年高基数背景下，宜宾市零售+整装业绩取得橱柜增长72%，衣柜增长123%的优异成绩。（注：本段信息和数据来自于欧派家居2018年中报的公开信息）

整装大家居渠道稳步推进。公司整装大家居开业21家，第二批40多家店的筹备工作也在有序推进。公司微型大家居在8个城市已经开始试点。此外，衣木融合店已开业和即将开业的有200余家，橱衣融合店试点10余家，橱卫融合店筹备试点5家。（注：本段信息和数据来自于欧派家居2018年中报的公开信息）

图 17：欧派布局的星居整装即为微型大家居



数据来源：公司官网

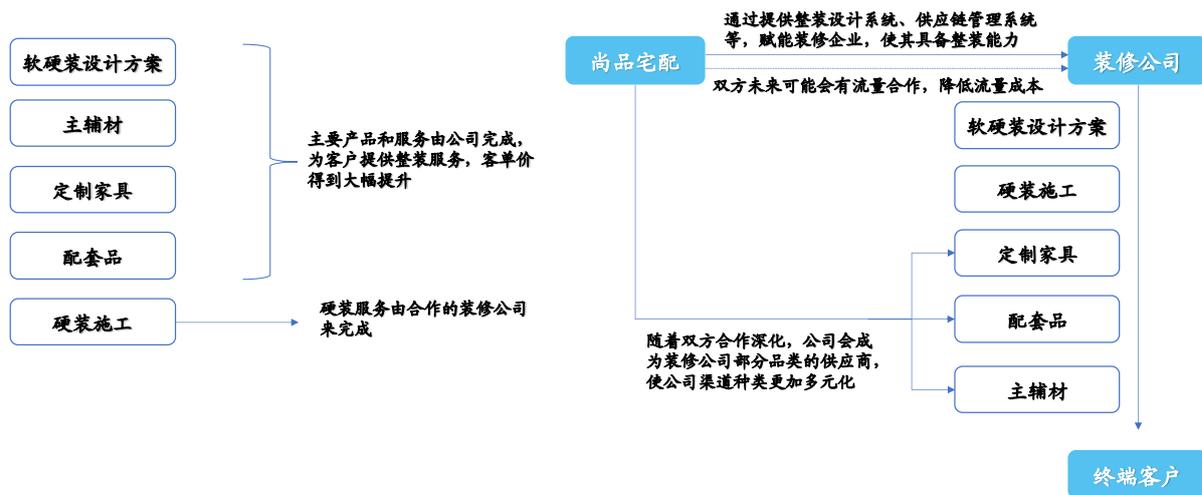
尚品宅配开辟中长期发展新赛道，从定制到整装逐步布局。公司充分发挥自身的IT技术优势，通过为广大的家装企业提供整装销售设计系统、BIM虚拟装修系统、中央厨房式供应链管理系统、机场塔台式中央计划调度系统四大系统，以系统技术去驱动行业的进步和发展，同时为家装企业提供装修用主辅材和配套家具产品。在系统技术的推动下，截至2018年6月底，公司整装云会员数量已达494个。

尚品宅配持续加强在成都、广州、佛山三地的自营整装业务。截至2018年6月底，自营整装在建工地数为251个，2018年上半年累计客户数达到782户，自营整装业务稳步快速推进，公司在三地的整体市场竞争力获得进一步提升。此外，相较于传统定制业务，整装客单价平均在17~20万，能够打破公司传统定制业务的客单价天花板，进一步拉动综合客单价的提升，对冲一线城市潜在的订单下滑的负面影响。

图 18：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

自营整装，服务提供主体为公司本身

整装云，打造云平台



数据来源：国泰君安证券研究

2.3. 软体等成品家具收入快速增长，静待利润弹性释放

从标准化程度、行业集中度提升趋势以及竞争格局上看，软体家具行业都是很好的选择。以床垫和沙发为代表的软体家具行业，产品的标准化程度比较高，也就意味规模效应会相对明显、集中度的上限也会高于木质成品，这里国外的家具各自行业的集中度对比也可以看得出来。近两年以喜临门和顾家家居为代表的软体家具企业国内自主品牌业务高速增长，与之对比鲜明的是软体行业的增速下滑以及大量中小品牌的退出。同时原材料端软体家具重要的原材料TDI的价格也有所下降，下半年利润弹性将会得到体现。

在消费升级背景下，木质成品企业在做价格带的下沉，收入增长有望不断复苏。从设计端和美观性上来看，传统的木质成品企业的优势十分明显，劣势就是价格昂贵，受众群体相对有限。随着消费升级的推进，消费者的需求档次在不断提升，同时木质成品龙头也在做相应的价格带下沉，通过推出新品牌、新渠道来拓展受众群体。

2.3.1. 品类扩张与渠道布局的双重推动下，成品家具收入端稳步增长
顾家家居：收入维持高速增长，多品类发展提升增长的稳定性。从分品类收入及增长来看，2018H1 沙发实现营收 21.44 亿元，同增 17.51%；餐椅实现 1.46 亿元，同增 25.80%；床类产品收入 5.27 亿元，同增 22.44%；配套产品 6.23 亿元，同增 32.68%；定制家具 0.82 亿元，红木家具 0.86 亿元。由于 2017H1 公司的定制家具、红木家具的收入体量较小，因此统一并入到“其他”这一项，折算之后的同比增速为 127%（2018H1 的数据=定制+红木+其他）。

喜临门：聚焦国内自主品牌的战略切实有效，拉动床垫业务高速增长。2016/2017 年的床垫主业的增速分别为 31.30%/44.86%，2017 年实现销售收入 27.94 亿元，到 2018H1，家具收入及自主品牌继续延续高速增长趋势，边际改善明显。其中，家具业务实现收入 17.6 亿元，同增 60%；自主品牌实现收入 7.3 亿元，同增 50%；2018Q2 家具收入 9.3 亿元，同增 44.98%，自主品牌收入 4.1 亿元，同增 39.5%。预计 2018 年家

具板块收入规模实现快速增长。

美克家居：直营和加盟不断优化，品类架构进一步完善。公司 2018H1 加盟业务 2.8 亿元，同增 118.75%；批发业务 6.15 亿元，同增 44.37%；直营连锁收入 15.99 亿元，同增 30.74%。公司顺应市场变化，以各品牌的商品定位及品类结构为基础，围绕直营店和加盟店客户转化率及客单价的提升，快速迭代核心单品和重点品类，开发适合精装房及中小户型的商品；此外进一步强化品类和尺寸的升级，丰富软装、户外家具等新品的引入。

渠道数量扩张仍在进行之中，终端门店精细化经营管理将成为下一阶段的重要方向。2018 年上半年，成品家具持续进行一二线的加密布点、三四线的渠道下沉等，经销门店数量仍然在持续扩张之中。根据 2018 年净增数量来看，顾家家居净增 400~500 家，喜临门净增超过 250 家，曲美新增 108 家，渠道扩张保持一个较快的节奏。亚振家居的经销门店数量自 2015 年起连续下降，2018 年上半年关闭 19 家，这也从侧面反映出高端成品家具品牌承受着较为明显的压力。

表 8: 软体等成品家具企业通过品类扩张、渠道下沉等方式布局渠道

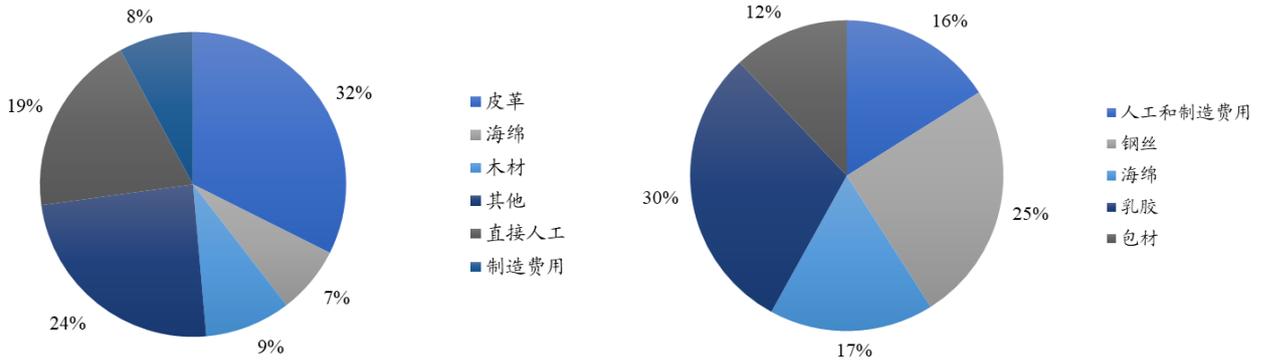
	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018H1 新增
美克家居 (总计)	105	148	181	245	277	32
加盟	21	54	78	116	148	32
直营	84	94	103	129	129	0
曲美家居 (总计)	312	674	772	875	983	108
加盟	305	663	758	861	967	106
直营	7	11	14	14	16	2
亚振家居 (总计)	173	179	154	145	131	-14
经销	141	145	126	111	92	-19
直营	32	34	28	34	39	5
宜华生活 (总计)	313	418	418	418	>418	未披露
经销	300	400	400	400	400+	未披露
直营/体验店	13	18	18	18	18	0
喜临门 (总计)	937	988	1030	1450	>2000 (含 300 家 M&D)	>250
顾家家居 (总计)	2636	3049	2913	3500	近 4000	400~500

数据来源：公司公告、公司 2018 年中报，国泰君安证券研究

2.3.2. 软体家具企业的利润弹性有望在下半年释放

在软体家具企业的生产成本中，直接材料占比较高，主要成本来自于海绵、皮革和木材等。

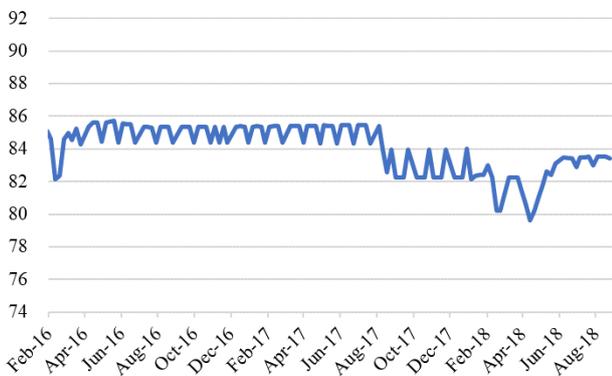
图 19: 在顾家家居的生产成本中，皮革占比约为 32% 图 20: 喜临门的的生产成本中，乳胶占比为 30%(2016)



数据来源：招股说明书中的 2016H1 数据，国泰君安证券研究 数据来源：调研数据，国泰君安证券研究

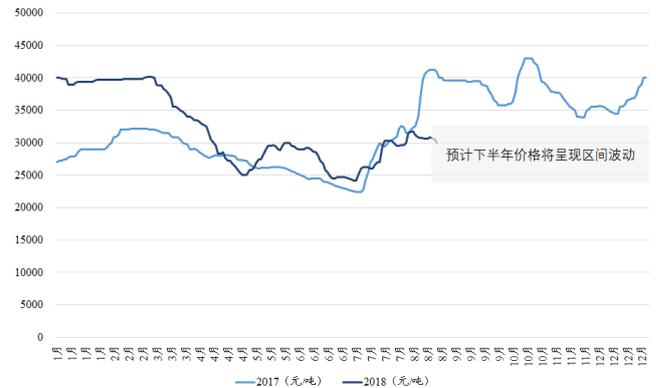
TDI 价格在低位震荡，预计下半年对软体企业的成本端有较为明显的同比改善的积极影响。海绵是软体家具企业的重要原材料，在其成本中的占比大约在 10~20%，2017 年下半年 TDI 的价格由 25000 元/吨左右一路上涨至 40000 元/吨，对顾家家居、喜临门等的毛利率产生了较大的影响，这一过程中软体家具企业进行了提价应对。而 2018 年 3 月份以来 TDI 价格一路回落，在 25000~30000 元/吨之间震荡，预计下半年将对软体企业的成本端带来相对明显的同比改善，进而带来一定的利润弹性。

图 21: 皮革价格指数相对稳定并有所下降



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 22: 2018 年国内 TDI 现货价格大幅下降 (元/吨)



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

3. 造纸盈利能力仍在提升，纸包装收入持续改善

3.1. 造纸行业: 市场份额逐步向龙头集中

龙头企业实现稳步增长，盈利能力同比有所提升。截至 2018H1，造纸板块共实现营收 860.91 亿元，同增 21%；实现归属净利润 89.60 亿元，同增 25%。与 2017H1 相比，2018H1 主要的原材料木浆、固废等核心原材料的价格均出现一定幅度上涨，这也推动了文化纸和包装纸等主要纸种的价格上涨。从我们估算的数据看龙头纸企的吨纸净利较 2017H1 有一定提升，主要的原因是费用端的增长慢于收入增长。

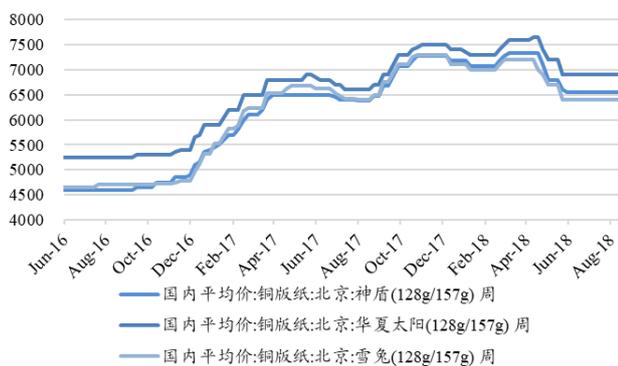
图 23: 2018 年上半年造纸企业经营情况回顾 (亿元, %, pct)

股票代码	公司简称	营业收入	同增	归母净利润	同增	毛利率	同增	净利率	同增	销售费用率	同增	管理费用率	同增
000488.SZ	晨鸣纸业	155.51	13.11%	17.85	2.24%	34.03%	0.73%	11.47%	-1.25%	6.26%	0.03%	3.89%	-0.77%
000576.SZ	广东甘化	1.58	-60.46%	-0.37	84.48%	2.06%	2.22%	-23.45%	-18.43%	15.19%	9.51%	1.26%	0.41%
000815.SZ	美利云	5.13	37.65%	0.25	-817.71%	15.52%	3.77%	4.95%	5.88%	7.85%	-3.25%	2.87%	-0.21%
002012.SZ	凯恩股份	5.42	15.97%	0.10	-53.00%	22.49%	-2.37%	2.93%	-2.75%	12.80%	-0.03%	4.90%	-0.55%
002067.SZ	景兴纸业	28.12	19.64%	2.48	5.08%	15.42%	-3.68%	9.40%	-1.49%	4.71%	0.47%	2.40%	-0.91%
002078.SZ	太阳纸业	104.74	20.43%	12.28	40.38%	26.92%	1.95%	12.87%	1.79%	3.01%	-0.01%	3.04%	-0.69%
002235.SZ	安妮股份	3.41	19.06%	0.50	32.25%	26.71%	-1.46%	14.58%	1.59%	8.48%	-4.51%	7.79%	1.82%
002511.SZ	中顺洁柔	25.86	21.80%	2.00	27.73%	36.49%	0.33%	7.73%	0.36%	6.01%	0.35%	19.09%	-0.84%
002521.SZ	齐峰新材	18.39	10.77%	0.41	-55.05%	12.36%	-4.57%	2.15%	-3.30%	5.83%	-0.22%	2.66%	-0.04%
600069.SH	银鸽投资	14.06	5.57%	0.09	-142.49%	8.53%	1.12%	0.81%	3.15%	4.48%	-0.43%	2.99%	-0.84%
600103.SH	青山纸业	15.45	21.76%	1.27	99.57%	21.60%	-0.06%	9.00%	2.79%	7.47%	-1.49%	3.35%	-0.15%
600235.SH	民丰特种	7.68	-3.26%	0.13	27.92%	16.23%	-0.44%	1.68%	0.50%	8.46%	-0.81%	3.45%	0.08%
600308.SH	华泰股份	74.21	17.71%	3.72	25.67%	15.42%	0.85%	5.05%	0.33%	3.88%	0.88%	3.26%	-0.92%
600356.SH	恒丰纸业	7.35	9.39%	0.31	-32.69%	22.30%	-4.86%	4.05%	-2.77%	7.41%	0.53%	7.29%	-0.93%
600433.SH	冠豪高新	11.59	26.39%	0.50	46.71%	19.64%	1.96%	4.20%	0.83%	6.75%	2.14%	4.69%	-1.04%
600567.SH	山鹰纸业	119.54	60.21%	17.06	106.48%	23.16%	1.20%	14.28%	3.15%	3.21%	-0.11%	3.56%	-0.55%
600793.SH	宜宾纸业	6.96	41.29%	2.18	65.06%	17.31%	9.33%	31.29%	4.51%	4.85%	-0.84%	3.23%	-1.25%
600963.SH	岳阳林纸	33.98	35.60%	2.96	263.27%	24.47%	1.34%	8.70%	5.45%	7.65%	-0.57%	4.41%	-0.36%
600966.SH	博汇纸业	43.64	7.54%	4.11	1.50%	23.34%	-1.94%	9.43%	-0.99%	1.65%	-0.01%	3.35%	-1.96%
603165.SH	荣晟环保	10.02	9.27%	1.23	-32.08%	16.41%	-10.33%	12.26%	-7.46%	6.13%	0.96%	2.13%	-0.66%
603429.SH	集友股份	1.85	77.90%	0.54	42.02%	48.83%	-5.54%	30.21%	-6.61%	13.50%	-4.34%	1.95%	-1.15%
603733.SH	仙鹤股份	18.84	52.82%	1.75	-4.86%	19.15%	-0.95%	9.27%	-5.58%	4.55%	-1.33%	3.44%	-0.86%

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

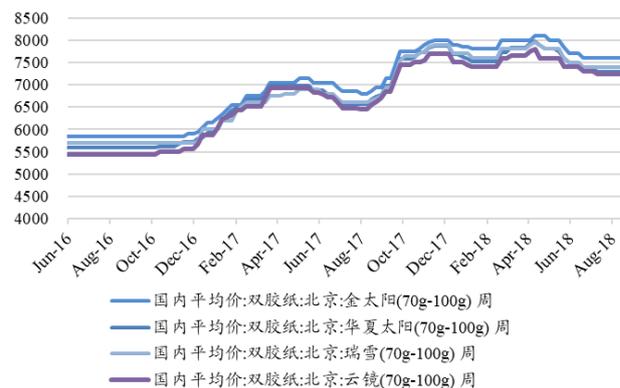
文化纸方面，文化纸纸价与原材料成本继续上行，龙头企业盈利水平提升。相较 2017 年，2018 年上半年主要的文化纸种纸价格均有所上涨，铜版纸和胶版纸均价分别约为 7340 元/吨和 7350 元/吨，分别较 2017 年上半年均价 6580 元/吨和 6210 元/吨上涨约 11.55% 和 18.36%。而成本端，木浆价格 2018 年上半年也继续上行，国际浆价针叶浆和阔叶浆分别较 2017 年上半年平均价格上涨 32.80% 和 28.33% 至 850+美元和 770+美元，内盘浆价上半年同比上涨约 21.70%。同时，受到近几月人民币贬值影响，国内进口木浆采购成本有所提升，木浆自给率高的造纸企业优势愈发明显。综合来看，主要的文化纸企业的吨纸净利在 2018 年上半年均有小幅度提升。

图 24：铜版纸价格同比上涨约 11.55%



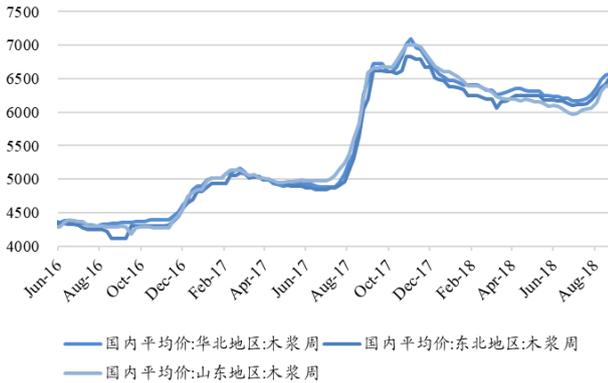
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 25：双胶纸价格较同比上涨约 18.36%



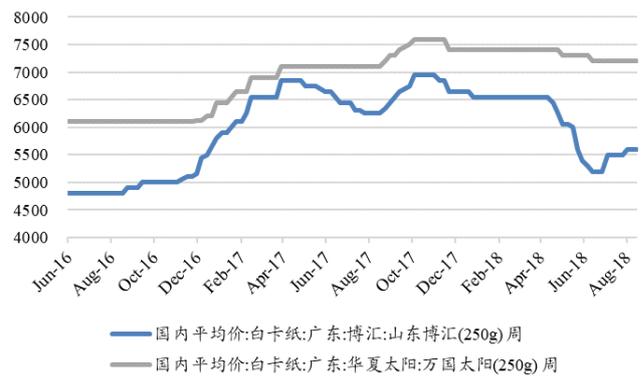
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 26: 国内木浆价格同比上涨约 21.70%



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 27: 国际浆价同比上涨约 30%

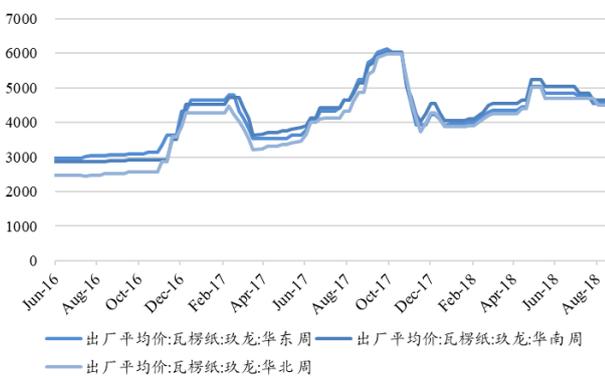


数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

从具体公司来看, 太阳纸业 2018 年上半年实现营收 104.74 亿元, 同增 20.43%, 实现归母净利润 12.28 亿元, 同增 40.38%, 扣非净利润 12.11 亿元, 同增 39.23%; 整体毛利率为 26.92%, 同比提升 1.95pct, 净利率为 11.73%, 同比上升 1.67pct; 上半年吨纸净利约 710+元/吨, 较 2017 年吨纸净利 630+元/吨提升约 80 元/吨。晨鸣纸业 2018 年上半年实现营收 115.51 亿元, 同增 13.11%, 实现归母净利润 17.85 亿元, 同增 2.24%, 扣非净利润 15.38 亿元, 同降 5.26%; 整体毛利率为 34.03%, 同比提升 0.73pct, 净利率为 11.47%, 同比下滑 1.24pct。

包装纸方面, 包装纸价格小幅提升, 国废价格显著上行。包装纸价格方面, 2018 年上半年, 箱板纸与瓦楞纸均价分别约为 5100+元/吨、4400+元/吨, 分别较 2017 年上半年均价上涨约 21.43%、25.71%。进口废纸中美废 11#和美废 13#分别较 2017 年上半年平均价格下跌 24.81%和上涨 5.45%至 200+美元/吨和 290+美元/吨; 但受到原材料紧缺影响, 国产废纸(黄板纸)上半年均价约 2700 元/吨, 较 2017 年上半年均价涨幅高达 56.52%。

图 28: 瓦楞纸价格同比上涨约 25.71%



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 29: 箱板纸价格同比上涨约 21.43%



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 30: 美废 11# 价格同比有所下调



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 31: 国废价格同比上涨约 56.52%



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

外废进口严控态度不变, 外废进口配额和实际进口量明显下降。2017 年以来, 我国废纸进口政策不断收紧, 2018 年 1-7 月废纸进口量累计 853 万吨, 同减 49.80%, 预计全年外废进口总量大概率下降。截至目前, 2018 年 1~8 月公布了前 18 批进口废纸配额, 核定量共计 1432.88 万吨, 同比 2017 年前 8 月减少 48.28% (2017 年上半年已基本公布全年核定量)。

表 9: 2018 年前 18 批进口废纸配额同比减少 48.28% (单位: 万吨)

时间	废纸	其他废纸	合计	实际进口量	实际/核定
2016 年 1-8 月 (前 17 批)	2784.36	839.68	3624.04	1,641.00	45.28%
2016 年全年	2920.99	901.68	3822.67	2,850.00	74.56%
1-8 月全年占比	95.32%	93.12%	94.80%	57.58%	
2017 年 1-8 月 (前 11 批)	2183.95	586.42	2770.37	1,700.00	61.36%
2017 年全年	2183.95	586.42	2770.37	2,572.00	92.84%
1-8 月全年占比	100.00%	100.00%	100.00%	66.10%	
2018 年 1-8 月 (前 18 批)	1432.88		1432.879		
相对 2017 年同期变化	-34.39%		-48.28%		

数据来源: 海关总署, 中国固废化学品管理网, 国泰君安证券研究

龙头企业配额占比提升, 预计龙头公司今年外废使用比例所受影响有限。外废进口配额向大型企业倾斜, 2018 年前十名企业获批量占总核定额比率已达到 86.91%, 而 2017 年前十名占比为 74.31%。包装纸三大龙头企业玖龙、理文、山鹰 (不含福建联盛) 目前获批量分别达到 2017 全年核定量的 79.18%、76.99% 和 71.85%, 均超过行业平均获批水平。

表 10: 外废进口配额向龙头公司倾斜

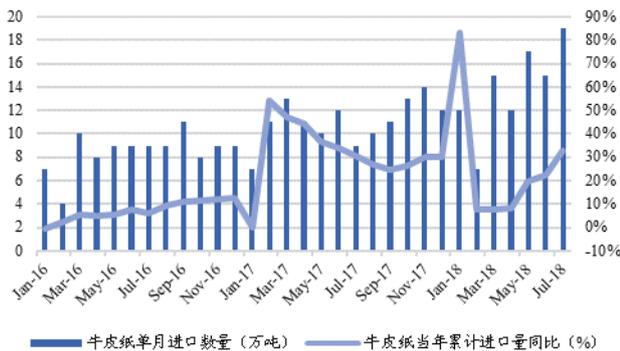
序号	公司名称	2018 年 (截至 2018 年 8 月)			2017 年	
		前 18 批核定量	占 2018 年总核定量比例	占 2017 年公司核定量比例	全年核定量	占 2017 年总核定量比例
1	玖龙纸业	507.33	35.41%	79.18%	640.70	29.34%
2	理文造纸	218.99	15.28%	76.99%	284.45	13.02%
3	山鹰纸业	159.29	11.12%	71.85%	221.70	10.15%
4	华泰纸业	90.00	6.28%	97.84%	91.98	4.21%

5	广州造纸	75.00	5.23%	120.51%	62.24	2.85%
6	联盛纸业	51.55	3.60%	76.38%	67.50	3.09%
7	福建联盛	44.60	3.11%	57.77%	77.20	3.53%
8	建晖纸业	39.31	2.74%	60.48%	65.00	2.98%
9	世纪阳光	30.82	2.15%	60.91%	50.60	2.32%
10	景兴纸业	28.37	1.98%	58.89%	48.17	2.21%
	合计	1245.26	86.91%	77.37%	1609.54	73.70%

数据来源：中国固废化学品管理网，国泰君安证券研究

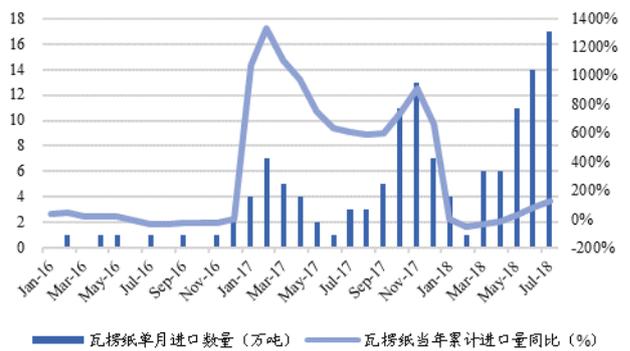
在需求端放缓、包装纸进口量增加的情况下，国废的缺口仍然存在但相较于年初判断有所缩小。包装纸下游终端较为分散，如家电、日化、食品饮料、卷烟等行业的外包装，与宏观经济情况联系紧密。2018年上半年受到国家经济增速放缓、中美贸易战等因素影响，包装纸需求端增速受到一定影响。同时，受进口废纸政策收紧及国废价格高企影响，包装纸成品纸进口量也有所增加，2018年前7月累计进口牛皮纸及瓦楞原纸分别为97万吨和59万吨，分别较去年同期增加32.70%和129.90%。在此情况下，预计2018年全年国废缺口仍然存在，但相较于年初判断会有所缩小。

图 32：牛皮纸进口量近两年有所增加



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 33：瓦楞纸进口量近两年显著增加



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

3.2. 包装印刷行业：收入高速增长，集中度提升趋势明显

收入端高速增长，静待盈利拐点到来。从纸包装龙头 2018 年上半年的业绩来看，收入仍延续 2017 年以来的高速增长，在环保限产带来原纸价格大幅提升的过程中，部分小企业由于成本及资金压力、原材料缺口等因素被迫退出市场，部分订单向规模相对较高、具备稳定原材料获取渠道的龙头企业集中；从毛利率和净利率水平来看，原材料成本提升对于业绩的不利影响仍然存在但有所改善，纸包装企业的议价能力也在逐步提升，随着原纸价格趋于稳定，企业的盈利能力逐步接近拐点。但同时也应该注意纸包装与消费需求以及出口贸易的关联性。

图 34：2018 年上半年包装企业经营状况回顾（亿元，%，pct）

股票代码	公司简称	营业收入	同增	归属净利润	同增	毛利率	同增	净利率	同增	销售费用率	同增	管理费用率	同增
000659.SZ	珠海中富	8.68	5.13%	0.08	-24.68%	22.07%	0.63%	0.77%	-0.44%	7.67%	-0.81%	2.12%	-0.34%
000812.SZ	陕西金叶	4.41	20.78%	0.25	143.19%	33.30%	7.98%	5.68%	-0.08%	16.56%	4.94%	5.85%	0.68%
002014.SZ	永新股份	10.48	16.83%	0.91	9.69%	21.31%	-0.06%	8.93%	-0.56%	7.04%	1.24%	3.88%	-0.27%
002117.SZ	东港股份	8.38	16.22%	1.32	32.45%	38.87%	-1.03%	15.80%	0.24%	11.10%	-1.56%	7.78%	-0.70%
002191.SZ	劲嘉股份	16.09	13.14%	3.79	25.06%	44.04%	-0.68%	26.38%	1.80%	11.67%	-0.17%	3.28%	0.36%
002228.SZ	合兴包装	48.20	89.53%	4.10	476.37%	11.68%	-3.70%	9.07%	5.57%	3.26%	-1.28%	3.37%	-1.29%
002229.SZ	鸿博股份	3.42	17.62%	-0.09	-43.96%	21.05%	2.22%	-1.76%	4.65%	14.44%	-2.31%	8.76%	-1.73%
002243.SZ	通产丽星	6.23	10.06%	0.29	14.61%	20.95%	-1.89%	5.33%	-0.03%	10.01%	-0.49%	4.69%	0.46%
002303.SZ	美盈森	14.23	14.56%	1.74	20.80%	33.69%	0.90%	12.09%	0.51%	10.19%	-0.86%	7.84%	0.39%
002522.SZ	浙江众成	4.83	57.07%	0.25	-39.85%	19.71%	-14.93%	1.84%	-8.68%	12.05%	-5.88%	2.70%	-0.40%
002565.SZ	顺灏股份	9.25	10.19%	0.45	169.98%	24.64%	-2.42%	5.41%	3.05%	12.63%	0.25%	5.63%	0.60%
002585.SZ	双星新材	17.26	29.78%	1.56	71.13%	17.43%	2.81%	9.05%	2.19%	4.65%	-0.39%	2.75%	-0.76%
002599.SZ	盛通股份	8.51	62.15%	0.50	67.03%	18.37%	-1.84%	5.91%	0.17%	7.89%	-2.14%	3.92%	-1.03%
002701.SZ	奥瑞金	40.40	21.14%	4.61	11.33%	27.57%	-1.22%	11.17%	-1.10%	5.72%	-2.74%	3.77%	0.93%
002735.SZ	王子新材	2.83	8.29%	0.17	-14.36%	23.57%	-1.43%	5.39%	-2.32%	10.53%	1.44%	4.95%	0.04%
002752.SZ	昇兴股份	9.51	1.72%	0.35	-48.83%	15.18%	-2.19%	3.83%	-3.61%	6.30%	0.37%	2.64%	-0.68%
002787.SZ	华源控股	5.86	4.47%	0.40	-17.94%	21.41%	-0.45%	6.78%	-1.84%	7.03%	-0.44%	3.43%	0.64%
002799.SZ	环球印务	2.48	12.24%	0.13	4.07%	19.87%	-1.00%	5.31%	-0.55%	6.32%	0.30%	5.95%	-1.22%
002803.SZ	吉宏股份	9.59	147.24%	0.81	312.13%	38.32%	21.71%	9.03%	4.00%	2.72%	-2.01%	24.27%	19.64%
002812.SZ	创新股份	5.12	-6.47%	0.42	-35.67%	21.44%	-2.16%	8.23%	-3.73%	10.15%	1.47%	3.02%	0.76%
002831.SZ	裕同科技	32.86	23.48%	2.66	-14.49%	24.59%	-6.60%	8.49%	-3.25%	10.57%	0.04%	4.66%	0.06%
002836.SZ	新宏泽	0.89	-15.92%	0.13	-27.96%	34.22%	-0.91%	14.76%	-2.47%	15.96%	3.60%	3.08%	0.26%
002846.SZ	英联股份	3.29	75.74%	0.14	-42.03%	16.25%	-9.01%	4.36%	-8.55%	7.89%	-0.11%	3.15%	0.37%
300057.SZ	万顺股份	19.62	46.44%	0.41	-12.71%	11.53%	-2.52%	2.66%	-1.66%	5.13%	-0.71%	2.02%	-0.62%
300501.SZ	海顺新材	2.40	33.98%	0.37	7.99%	34.59%	-3.55%	15.55%	-3.74%	13.03%	2.11%	4.68%	-0.79%
600076.SH	康欣新材	12.47	70.23%	2.69	16.66%	32.18%	-12.80%	21.53%	-9.94%	4.63%	-4.66%	4.23%	0.15%
600210.SH	紫江企业	47.23	10.32%	2.97	-48.03%	19.54%	-0.78%	6.64%	-7.05%	7.39%	-0.65%	3.85%	-0.01%
600836.SH	界龙实业	7.35	48.36%	0.10	-180.58%	18.21%	2.06%	1.07%	3.67%	8.85%	-1.58%	3.97%	-1.64%
601515.SH	东风股份	16.28	10.64%	3.58	0.56%	38.30%	-3.59%	22.44%	-2.25%	9.72%	-0.19%	2.90%	-0.06%
601968.SH	宝钢包装	25.05	14.31%	0.16	-166.20%	10.65%	0.99%	0.81%	1.82%	2.84%	-0.93%	4.45%	-0.07%
603022.SH	新通联	3.27	15.84%	0.22	37.39%	20.31%	1.14%	6.63%	1.04%	8.28%	-2.06%	4.03%	-0.12%
603058.SH	永吉股份	2.18	51.23%	0.63	56.07%	38.66%	2.38%	28.98%	0.91%	8.16%	1.18%	1.38%	-0.30%
603499.SH	翔港科技	1.78	14.31%	0.26	2.64%	23.76%	-3.46%	14.37%	-1.63%	11.94%	1.38%	4.95%	0.56%
603607.SH	京华激光	2.60	0.17%	0.42	-1.23%	30.23%	-3.98%	16.22%	-0.23%	10.00%	-1.16%	3.49%	0.01%

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

龙头企业收入端加速增长, 受原材料提价的影响盈利能力仍承受明显压力。合兴包装 2018 年上半年累计实现营收 48.20 亿元, 同比增长 89.53%, 实现归母净利润 4.1 亿元, 同比增长 476.37%, 扣非净利润 0.95 亿元, 同比增长 34.01%。公司整体毛利率为 11.68%, 同比下降 3.69pct; 净利率为 9.07%, 同比提升 5.57pct。毛利率水平受成本压力有所降低, 期间费用率显著降低提升盈利能力。

裕同科技新客户拓展顺利, 毛利率短期仍承担一定压力。公司新客户拓展顺利, 上半年累计实现营收 32.86 亿元(+23.48%), 实现归母净利润 2.66 亿元(-14.49%), 扣非净利润 2.02 亿元(-30.60%), 整体符合预期。公司毛利率及净利率有所降低, 主要受到四方面因素影响: 第一, 原材料成本压力仍然存在; 第二, 新客户合作前期由于存在良率和试产打样等情况, 毛利率会受到部分影响; 第三, 上半年为公司经营淡季, 闲置产能及闲置人工等会提升单位产品成本, 影响毛利情况; 第四, 公司上半年汇兑损失约 2300 万元, 对净利率水平产生一定影响。

劲嘉股份烟标业务迎来复苏, 吉宏股份营业收入显著增长。劲嘉股份 2018H1 实现营收 16.09 亿元, 同增 13.14%; 归母净利润 3.79 亿元, 同增 25.06%; 扣非后归母净利润 3.61 亿元, 同增 24.8%。公司主业烟标业务迎来复苏, 同时继续做大做强“大包装”和“大健康”业务。吉宏

股份 2018H1 实现营收 9.59 亿元，同增 147.24%；归母净利润 0.81 亿元，同增 312.13%；扣非后归母净利润 0.80 亿元，同增 304.66%。公司整合包装及互联网业务各自具有的优质客户和渠道资源，实现全面发展。

3.3. 文娱用品：文具龙头凸显增长实力

行业收入规模首次出现负增长，晨光文具收入端实现逆势高速增长。根据制笔协会统计显示，2018 年 1-5 月制笔行业 227 家规上企业实现主营业务收入 80.29 亿元，同比下降 0.21%，这是今年制笔行业主营业务收入首次出现负增长，比上期下滑 5.18%，降速继续加快。

晨光文具的收入增长超出市场预期，科力普实现快速增长。公司 2018H1 实现营业收入 37.87 亿元，同增 35.95%，其中晨光科力普、晨光生活馆各项新业务持续高速增长，较去年同期增长 125%，传统业务增长稳定，较去年同期增长 16%；实现归属净利润 3.75 亿元，同增 29.61%；实现扣非归属净利润 3.41 亿元，同增 24.88%；业绩增长符合预期。其中单二季度实现营业收入 19.46 亿元，同增 41.81%；实现归属净利润 1.7 亿元，同增 38.24%；实现扣非归属净利润 1.61 亿元，同增 37.49%，单二季度收入和业绩增长均实现加速提升，略超市场预期。

图 35：2018 年上半年文娱用品公司经营数据（亿元，%，pct）

股票代码	公司简称	营业收入	同增	归属净利润	同增	毛利率	同增	净利率	同增	销售费用率	同增	管理费用率	同增
603899.SH	晨光文具	37.87	35.95%	3.75	29.61%	25.60%	-0.98%	9.91%	-0.16%	5.38%	-0.39%	9.57%	0.76%
002301.SZ	齐心集团	16.86	25.78%	1.11	38.47%	20.32%	0.32%	6.69%	0.63%	5.11%	-0.95%	7.57%	-0.08%
002348.SZ	高乐股份	3.96	42.86%	0.19	-38.81%	30.03%	5.06%	5.61%	-5.34%	12.84%	-0.28%	7.92%	1.59%
002575.SZ	群兴玩具	0.09	-83.11%	0.04	-129.00%	12.67%	7.70%	40.43%	63.98%	53.49%	27.60%	2.38%	0.69%
002605.SZ	姚记扑克	3.11	8.96%	0.44	24.39%	40.80%	11.71%	20.76%	7.56%	11.58%	1.95%	2.74%	1.76%
002678.SZ	珠江钢琴	9.69	14.56%	0.97	6.02%	31.59%	-1.35%	9.88%	-0.71%	12.00%	0.12%	6.15%	0.14%
002862.SZ	实丰文化	1.96	-0.71%	0.14	-18.57%	25.42%	-1.97%	7.16%	-1.57%	9.30%	1.86%	8.70%	0.93%
002899.SZ	英派斯	3.70	2.25%	0.18	-55.73%	30.05%	-8.97%	4.90%	-6.42%	10.66%	-0.49%	14.33%	2.42%
300329.SZ	海伦钢琴	2.48	19.21%	0.30	50.36%	29.28%	2.54%	12.36%	2.60%	10.83%	-1.17%	6.86%	0.55%
300651.SZ	金陵体育	1.46	46.43%	0.13	45.06%	38.24%	-5.53%	9.20%	-0.09%	16.52%	-5.34%	8.21%	-2.87%
300703.SZ	创源文化	3.70	14.48%	0.30	23.61%	29.18%	-3.83%	8.03%	0.64%	12.88%	0.16%	6.67%	0.88%
603398.SH	邦宝益智	1.49	2.85%	0.15	-46.05%	31.34%	-3.62%	10.35%	-9.38%	16.28%	7.25%	5.56%	-0.59%

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

3.4. 其他家用轻工

从标准化程度和精装房受益来看，瓷砖行业的收入和利润有望维持高速增长。精装房的渗透率有望由 2017 年 20% 左右提升到 2018 年的 40%，相应的精装市场瓷砖的使用量也会翻一番，如果在考虑到市占率的提升，龙头瓷砖企业工程业务的未来三年的复合收入增长有望维持 30% 以上；同时瓷砖业务的标准化程度高，规模效应更为明显，部分瓷砖企业的工程业务的毛利率甚至高于零售业务，随着大宗业务收入占比不断提升，综合盈利能力有望实现提升。

帝欧家居的欧神诺实现加速增长，规模效应逐步凸显。公司 2018H1 实现营收 19.2 亿元，同增 762.14%；实现归属净利润 1.58 亿元，同增 552.85%；实现扣非归属净利润 1.54 亿元，同增 7891.10%。其中 2018Q2 实现营收 11.63 亿元，同增 677.48%；实现归属净利润 1.13 亿元，同增 410.15%；实现扣非归属净利润 1.1 亿元，同增 415.09%。

零售方面采取多元化渠道布局与深耕，加速网点覆盖。在经销客户方面，欧神诺拥有包括华耐、惠泉等全国性的大型经销商，以及遍布全国主要省市的区域性经销商。公司通过“全面布网”细分县级空白点；推动一二线城市加快“城市加盟合伙商、智慧社区服务店”进行深度布局，全面抢占更多更好的入口位置，促进零售渠道的持续增长。

积极拥抱精装房市场红利，大宗业务快速发展，规模效应不断凸显。工装渠道方面，公司拥有包括碧桂园、万科、恒大、雅居乐、荣盛、富力等大型房地产开发商客户，新客户不断培育并将逐步贡献新收入增长点，对于陶瓷生产环节而言，生产量越大，固定成本摊销、损耗越低，因此大宗客户的快速发展有助于提升规模效应，从而实现盈利能力不断提升。

图 36: 2018 年上半年其他家用轻工公司经营数据 (亿元, %, pct)

公司代码	公司简称	营业收入	同增	归母净利润	同增	销售毛利率	同增	销售净利率	同增	管理费用率	同增	销售费用率	同增
002084.SZ	海鸥住工	10.47	7.31%	0.40	1.36%	19.40%	-1.74%	3.95%	-0.36%	12.06%	0.43%	3.03%	0.14%
002571.SZ	德力股份	3.80	-0.21%	-0.25	-178.99%	17.58%	-3.07%	-6.54%	-14.81%	10.55%	-3.52%	5.10%	-0.69%
002615.SZ	哈尔斯	8.63	20.13%	0.50	-34.91%	29.66%	-5.21%	5.40%	-4.97%	11.29%	-0.94%	9.49%	0.75%
002790.SZ	瑞尔特	4.36	1.01%	0.57	-29.72%	27.45%	-6.78%	13.18%	-5.77%	9.47%	0.76%	3.95%	0.10%
002798.SZ	帝王洁具	19.20	762.14%	1.58	552.85%	34.31%	5.23%	8.09%	-2.75%	7.99%	-0.55%	15.10%	-0.63%
300061.SZ	康旗股份	9.51	12.36%	1.00	-8.19%	47.94%	-0.80%	11.52%	-1.90%	14.22%	2.79%	18.94%	-3.95%
300089.SZ	文化长城	4.01	79.59%	0.49	175.69%	44.38%	2.80%	13.24%	5.21%	12.98%	-0.14%	10.68%	2.34%
300640.SZ	德艺文创	2.52	5.14%	0.13	-37.80%	15.91%	-6.22%	4.97%	-3.43%	5.70%	-0.30%	6.62%	0.35%
600135.SH	乐凯胶片	9.50	0.35%	0.26	-48.08%	13.87%	-3.90%	3.02%	-2.51%	6.11%	-0.52%	4.67%	-0.68%
600439.SH	瑞贝卡	9.89	1.66%	1.26	19.36%	32.30%	-0.48%	12.69%	1.81%	4.91%	-1.49%	8.29%	1.02%
600599.SH	熊猫金控	1.53	-29.79%	0.03	-67.66%	64.62%	-12.11%	5.12%	-0.36%	20.61%	2.25%	8.54%	-1.01%
601996.SH	丰林集团	6.46	6.07%	0.68	1.95%	23.05%	1.48%	10.77%	-0.23%	6.78%	1.80%	7.67%	0.18%
603021.SH	山东华鹏	3.99	18.34%	0.03	-87.33%	22.86%	-10.12%	0.30%	-6.79%	10.23%	0.33%	7.53%	0.26%
603059.SH	倍加洁	3.45	9.64%	0.45	4.32%	24.77%	-2.17%	13.10%	-0.67%	4.33%	0.95%	6.02%	-0.16%
603268.SH	松发股份	2.67	20.56%	0.21	4.29%	38.85%	6.41%	12.15%	1.71%	15.38%	4.47%	6.69%	-0.58%
603385.SH	惠达卫浴	13.86	4.09%	1.18	9.98%	27.34%	0.89%	9.37%	0.37%	8.61%	1.52%	9.05%	2.10%
603838.SH	四通股份	1.93	-13.45%	0.36	29.68%	33.33%	1.72%	18.62%	6.19%	8.94%	-0.99%	4.69%	0.27%

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

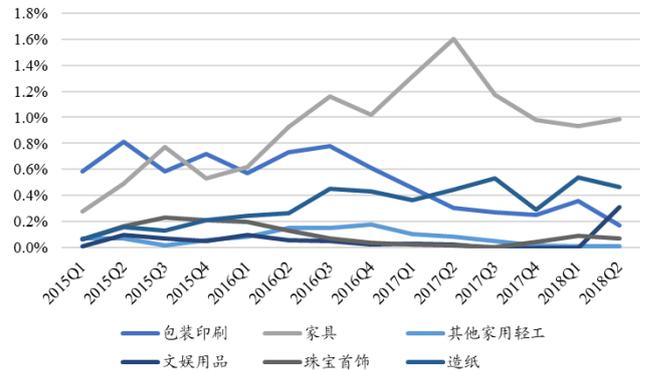
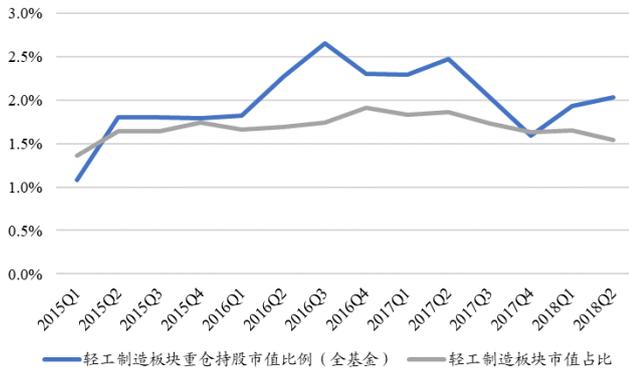
4. 仓位分析: 造纸包装比例有所下降

轻工制造行业基金重仓持股市值比例在 2018Q2 继续小幅提升。2017Q4 轻工制造行业基金重仓持股市值比例为 1.59%，在经历 2017Q3 季度环比降低 0.44pct 后继续下降 0.44pct；2018Q1 重仓比例为 1.93%，到 2018Q2 达到 2.03%，继续小幅上涨。从轻工制造板块占 A 股总市值比例看，整体维持相对平稳在 1.7% 左右上下浮动，2017Q3 后略有降低，到 2018Q2 下降至 1.54%。历史情况看，除 2017Q4 基金重仓持股比例低于行业市值占比外，轻工制造行业基金重仓持股比例均保持高于行业占 A 股总市值比例。

家具、文娱用品板块重仓比例出现一定上升，造纸、包装重仓比例有所下降。从轻工制造板块细分行业基金重仓持股市值比例看，家具板块在经历 2017 年上半年重仓比例大幅上升后，在下半年呈现明显回调，2017Q4 家具板块重仓持股市值比例为 0.98%，季度环比下降 0.19pct；到 2018Q2 重仓持股比例趋于平稳，季度环比提高 0.054pct。造纸板块在 2017Q4 重仓比例下降明显，2018Q1 呈现回升态势，到 2018Q2 季度环比下降 0.07pct。包装板块在 2018Q1 重仓比例明显上升，到 2018Q2 回落至 0.17%，季度环比下降 0.18pct。文娱用品板块 2018Q2

重仓比例明显提升，从 2018Q1 的 0.0002% 提升至 0.31%。

图 37: 2018Q2 轻工制造行业基金重仓持股市值反弹 图 38: 家具板块重仓比例回升，造纸包装有所下降



注：数据更新至 2018H1,数据来源：WIND，国泰君安证券研究

注：数据更新至 2018H1,数据来源：WIND，国泰君安证券研究

从基金持股比例来看，帝欧家居、索菲亚、志邦家居、尚品宅配、顾家家居、好太太、太阳纸业、好莱客、欧派家居、乐歌股份、晨光文具、裕同科技的基金持股比例较高，且二季度相较于一季度有明显提升。

表 11: 轻工行业的多家公司的基金持股比例明显提升 (万户, %)

证券代码	证券简称	基金持股占流通盘比例			保险持股占流通盘比例			股东户数		流通盘占比	
		2017A	2018Q1	2018H1	2017A	2018Q1	2018H1	2018Q1	2018H1	2018Q1	2018H1
002798.SZ	帝欧家居	16.72	10.22	44.26	5.42	6.13		0.82	0.86	24.21	24.21
002572.SZ	索菲亚	31.25	19.39	34.29				2.25	1.56	67.12	69.10
603801.SH	志邦家居	29.18	25.32	34.23				1.06	0.93	25.00	25.00
300616.SZ	尚品宅配	39.40	20.45	30.28				0.81	0.76	33.70	33.70
603816.SH	顾家家居	28.11	17.36	30.22				1.39	1.17	20.81	20.81
603848.SH	好太太	0.34	7.87	28.95				1.92	1.07	10.22	10.22
603008.SH	喜临门	15.11	12.17	23.27	1.91		1.39	1.27	1.08	79.78	79.78
002078.SZ	太阳纸业	11.72	14.25	21.02	2.87			5.15	5.26	97.65	97.65
603898.SH	好莱客	17.24	13.60	20.81				1.12	1.04	27.78	28.33
000910.SZ	大亚圣象	16.24	7.12	19.88		1.19		1.48	1.30	95.22	95.22
002867.SZ	周大生	12.59	25.11	18.84			1.07	2.58	2.19	15.83	33.60
603833.SH	欧派家居	37.21	8.97	18.04				0.93	0.77	21.28	21.30
600337.SH	美克家居	10.70	6.43	13.34	1.37	1.31	1.29	2.54	2.09	82.13	82.20
300729.SZ	乐歌股份	0.31		12.71				1.35	0.92	25.00	23.60
603899.SH	晨光文具	40.41	7.54	12.55				1.05	1.09	100.00	100.00
002831.SZ	裕同科技	10.39	1.95	12.49				1.37	1.21	29.87	29.87
002812.SZ	创新股份	10.06	4.45	11.35				0.69	0.82	46.08	46.08
600308.SH	华泰股份	15.10	11.82	11.34	0.56			7.43	7.52	100.00	100.00
002599.SZ	盛通股份	8.00	5.83	9.32				0.86	0.79	58.68	58.53
002585.SZ	双星新材	11.86	10.01	9.18				3.17	3.26	60.15	73.70
002511.SZ	中顺洁柔	8.95	1.54	8.39	3.46	3.12	3.19	1.99	1.96	96.75	97.59
002803.SZ	吉宏股份	3.46	6.65	7.91				0.74	0.80	39.66	39.57

603818.SH	曲美家居	29.08	24.38	6.95	2.46	1.29		2.27	2.20	27.18	98.50
002751.SZ	易尚展示	0.14		6.56				2.56	2.47	49.53	57.68
603313.SH	梦百合	3.20	0.77	5.60				2.27	2.06	34.31	34.31
000488.SZ	晨鸣纸业	6.42	2.14	5.50				9.83	11.10	57.08	57.05
600612.SH	老凤祥	4.31	3.90	5.10	2.82	2.82	1.26	3.64	3.96	60.62	60.62
603600.SH	永艺股份	16.53	2.57	4.20				1.53	1.41	98.80	82.50
002228.SZ	合兴包装	1.96	0.44	4.09				3.73	3.22	88.83	88.83
002701.SZ	奥瑞金	3.40		3.70		0.78	0.78	6.15	5.77	76.35	76.34
002117.SZ	东港股份	5.83	1.65	3.50				1.76	1.71	99.97	99.97
002303.SZ	美盈森	3.58	2.58	3.31				5.81	5.67	99.96	99.96
000026.SZ	飞亚达 A	0.04		3.16				3.39	3.20	81.30	81.30
600567.SH	山鹰纸业	2.56	0.42	2.86	1.85			25.08	24.30	100.00	100.00
002235.SZ	安妮股份	5.97	1.80	2.37				4.49	6.28	80.18	80.19
300651.SZ	金陵体育		0.22	2.06				0.45	0.41	25.00	32.84
002014.SZ	永新股份	1.32	0.12	2.05				2.11	2.00	96.39	96.54
600966.SH	博汇纸业	1.56	0.48	1.94				8.80	8.53	100.00	100.00
002191.SZ	劲嘉股份	1.28	0.01	1.87	4.10	4.27	4.65	6.33	6.28	87.16	87.10
002522.SZ	浙江众成	0.64	0.64	1.86				3.96	3.99	92.02	93.60
002721.SZ	金一文化	2.22	1.19	1.66				3.09	4.52	56.64	61.06
300057.SZ	万顺股份	1.58	1.53	1.56				1.27	1.44	66.89	66.33
600963.SH	岳阳林纸	3.88	1.71	1.44	4.93	0.32	0.41	6.65	6.58	74.63	74.63
600978.SH	宜华生活	1.68	0.11	1.38				7.21	6.82	100.00	100.00
300089.SZ	文化长城	0.70		1.22				1.77	1.67	61.21	54.33
300329.SZ	海伦钢琴	0.31		1.18				2.89	2.77	99.84	99.84
600076.SH	康欣新材	3.65	0.71	1.00	4.88	4.72	3.48	5.64	5.77	72.74	72.74
002521.SZ	齐峰新材	1.81		0.93				3.13	3.27	86.94	85.97
601996.SH	丰林集团	0.95	1.91	0.90				3.20	3.06	97.88	98.62
000587.SZ	金洲慈航	0.80	0.01	0.87				4.31	4.55	57.12	57.12
002345.SZ	潮宏基	0.40	0.06	0.78				2.31	2.23	91.66	91.72
002489.SZ	浙江永强	0.40	0.31	0.62				12.02	11.40	86.23	85.97
002240.SZ	威华股份	0.23		0.55	3.31			2.78	2.83	91.60	91.65
601515.SH	东风股份	0.55		0.52	3.18	3.20	3.18	1.63	1.59	100.00	100.00
603165.SH	荣晟环保	0.40		0.52				1.51	1.71	24.64	24.64
002565.SZ	顺灏股份	0.00		0.46				2.69	2.50	99.61	96.58
603226.SH	菲林格尔	0.03		0.44				0.75	0.78	24.18	24.18
600086.SH	东方金钰	0.45	0.00	0.42				3.81	3.81	78.28	78.28
002243.SZ	通产丽星	1.51	1.22	0.38				1.89	1.80	100.00	100.00
002615.SZ	哈尔斯	0.39		0.38				2.55	2.35	57.18	55.99
002631.SZ	德尔未来	0.38	0.26	0.33				4.77	4.73	99.29	96.83
002067.SZ	景兴纸业	1.40		0.31				9.88	9.93	85.10	85.10
603326.SH	我乐家居	0.03		0.27				1.13	1.00	24.78	28.48
603385.SH	惠达卫浴	0.03		0.26				2.56	2.66	25.00	71.39
603398.SH	邦宝益智	0.53		0.21				1.43	2.05	24.85	24.85
603733.SH	仙鹤股份			0.19				0.00	3.77	0.00	10.13
002229.SZ	鸿博股份	0.28	0.17	0.18				3.71	5.19	82.63	81.89

002084.SZ	海鸥住工	0.45	2.47	0.17	0.52	0.52	0.52	3.41	3.33	79.89	79.89
603180.SH	金牌厨柜	1.06	0.01	0.17				1.17	1.20	25.19	27.28
600793.SH	宜宾纸业	0.02		0.17				1.05	0.95	100.00	100.00
002301.SZ	齐心集团	0.36		0.17				1.18	1.18	99.79	99.79
600891.SH	秋林集团	0.02		0.16				3.57	3.44	62.19	62.19
601968.SH	宝钢包装	0.02		0.16				7.00	6.66	37.60	100.00
000663.SZ	永安林业	0.02		0.16				2.69	2.29	57.78	56.43
603607.SH	京华激光	0.14		0.15				1.30	1.79	25.01	25.01
002575.SZ	群兴玩具	0.24	0.01	0.14				2.24	2.80	100.00	100.00
600836.SH	界龙实业	0.00		0.13				7.71	7.31	98.53	100.00
300501.SZ	海顺新材	0.00		0.13				0.93	0.97	35.74	35.74
002846.SZ	英联股份	0.08		0.13				2.30	2.04	25.89	25.89
002605.SZ	姚记扑克	1.87		0.13				2.78	2.97	67.31	67.32
002740.SZ	爱迪尔	0.32		0.09				2.31	2.02	46.18	49.58
600135.SH	乐凯胶片	0.12		0.08				4.18	3.75	98.75	100.00
002678.SZ	珠江钢琴	0.09		0.08				2.00	1.93	91.26	91.40
002790.SZ	瑞尔特	0.04		0.08				1.65	1.68	25.00	25.00
002862.SZ	实丰文化			0.07				0.73	0.70	25.00	38.95
600356.SH	恒丰纸业	0.37		0.06				1.73	1.89	100.00	100.00
603058.SH	永吉股份	0.06		0.05				2.12	1.59	53.85	53.85
603429.SH	集友股份	5.60		0.05				0.32	0.38	25.00	25.00
000815.SZ	美利云	0.90		0.05				2.17	2.16	45.57	45.57
603838.SH	四通股份	0.01		0.05				2.01	2.07	36.48	36.48
603661.SH	恒林股份	0.22		0.05				2.15	1.97	25.00	25.00
002899.SZ	英派斯	0.10		0.05				1.82	2.00	25.00	25.00
600210.SH	紫江企业	0.27		0.04				12.72	12.43	100.00	100.00
002574.SZ	明牌珠宝	0.06		0.04				3.41	3.24	100.00	100.00
603208.SH	江山欧派	3.58		0.03				0.68	0.67	38.13	38.13
603499.SH	翔港科技	0.11		0.02				1.53	1.61	25.00	24.67
002348.SZ	高乐股份	0.01		0.02				3.10	3.09	77.95	77.95
600439.SH	瑞贝卡	0.01		0.02				5.44	5.38	100.00	100.00
002356.SZ	赫美集团	0.03		0.02				1.18	1.38	88.42	90.99
603389.SH	亚振家居	0.02		0.02				1.64	1.34	28.75	28.75
603021.SH	山东华鹏	0.04		0.01				2.01	1.56	64.96	98.63
002853.SZ	皮阿诺	0.43		0.01				2.40	2.17	37.36	37.36
603268.SH	松发股份	0.26		0.01				0.85	0.88	98.45	98.45
600103.SH	青山纸业	0.02		0.01				11.70	11.51	59.87	59.87
600069.SH	银鸽投资	0.00		0.00				4.86	5.18	66.08	66.08
002012.SZ	凯恩股份	0.01		0.00				3.19	3.22	100.00	99.86
002799.SZ	环球印务	0.09	0.00	0.00				1.36	2.01	51.25	51.25
002787.SZ	华源控股	0.24		0.00				1.99	1.90	35.92	35.79
600433.SH	冠豪高新	0.01		0.00				5.69	5.46	100.00	100.00
000812.SZ	陕西金叶	0.05		0.00				4.14	5.20	87.10	87.06
600235.SH	民丰特纸	0.02		0.00				2.41	2.31	100.00	100.00
002735.SZ	王子新材	0.03		0.00				0.90	0.87	49.81	50.48

002836.SZ	新宏泽	0.00		0.00				1.87	1.87	35.23	35.23
002752.SZ	昇兴股份	0.01		0.00				2.66	3.15	19.61	20.43
603022.SH	新通联	0.00		0.00				2.17	2.02	32.50	100.00
300640.SZ	德艺文创			0.00				0.79	1.05	25.00	35.95
600539.SH	*ST 狮头	0.01		0.00				0.69	0.97	100.00	100.00
603709.SH	中源家居							1.38	1.18	25.00	25.00
603059.SH	倍加洁							1.68	1.21	25.00	25.00
300703.SZ	创源文化	0.00						1.49	1.78	25.00	25.00
002731.SZ	萃华珠宝	0.01						1.44	1.33	84.86	85.35
002571.SZ	德力股份							1.75	1.73	64.60	64.60
000659.SZ	珠海中富							5.72	6.21	100.00	100.00

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

从持有基金数量来看，太阳纸业、晨光文具、喜临门、顾家家居、中顺洁柔、美克家居、好太太、帝欧家居、好莱客均有所提升；索菲亚、大亚圣象、山鹰纸业、华泰纸业、晨鸣纸业等公司均有下降。

表 12：轻工板块公司的持有基金数出现不同方向的变化

序号	代码	名称	申万三级	18Q2 持有基金数	18Q1 持有基金数量	持有基金数量季度变化
1	002078.SZ	太阳纸业	造纸III	84	82	2
2	603899.SH	晨光文具	文娱用品	59	48	11
3	002572.SZ	索菲亚	家具	56	67	-11
4	603008.SH	喜临门	家具	36	16	20
5	000910.SZ	大亚圣象	家具	32	36	-4
6	002812.SZ	创新股份	包装印刷III	26	24	2
7	603816.SH	顾家家居	家具	26	19	7
8	002511.SZ	中顺洁柔	造纸III	22	19	3
9	002867.SZ	周大生	珠宝首饰	15	18	-3
10	600337.SH	美克家居	家具	15	6	9
11	603833.SH	欧派家居	家具	15	15	0
12	603848.SH	好太太	家具	11	1	10
13	002798.SZ	帝欧家居	其他家用轻工	10	5	5
14	600567.SH	山鹰纸业	造纸III	10	14	-4
15	600308.SH	华泰股份	造纸III	9	12	-3
16	603898.SH	好莱客	家具	9	5	4
17	000488.SZ	晨鸣纸业	造纸III	8	20	-12
18	600612.SH	老凤祥	珠宝首饰	8	9	-1
19	300616.SZ	尚品宅配	家具	7	15	-8
20	002522.SZ	浙江众成	包装印刷III	6	7	-1
21	002585.SZ	双星新材	包装印刷III	6	5	1
22	002751.SZ	易尚展示	其他轻工制造III	6	0	6
23	002831.SZ	裕同科技	包装印刷III	6	7	-1
24	603313.SH	梦百合	家具	5	0	5
25	600966.SH	博汇纸业	造纸III	4	1	3
26	002117.SZ	东港股份	包装印刷III	3	1	2

27	002228.SZ	合兴包装	包装印刷III	3	1	2
28	600978.SH	宜华生活	家具	3	4	-1
29	603801.SH	志邦股份	家具	3	6	-3
30	603818.SH	曲美家居	家具	3	4	-1
31	002235.SZ	安妮股份	造纸III	2	2	0
32	002599.SZ	盛通股份	包装印刷III	2	4	-2
33	600086.SH	东方金钰	珠宝首饰	2	1	1
34	603385.SH	惠达卫浴	其他家用轻工	2	0	2
35	000026.SZ	飞亚达 A	珠宝首饰	1	0	1
36	002191.SZ	劲嘉股份	包装印刷III	1	1	0
37	002240.SZ	威华股份	家具	1	0	1
38	002303.SZ	美盈森	包装印刷III	1	3	-2
39	002721.SZ	金一文化	珠宝首饰	1	1	0
40	002799.SZ	环球印务	包装印刷III	1	1	0
41	002803.SZ	吉宏股份	包装印刷III	1	1	0
42	600963.SH	岳阳林纸	造纸III	1	2	-1
43	601515.SH	东风股份	包装印刷III	1	0	1
44	601996.SH	丰林集团	其他家用轻工	1	0	1

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

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。

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海 银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界 商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中 心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		