

纸与林木产品行业

2018-9-1

轻工行业 2018 中报总结：景气波动格局分化，龙头求索引领破局

行业研究 | 深度报告

评级 看好 维持

报告要点

■ 轻工行业 2018 年中报总结：景气现波动，龙头显韧性

中报业绩增长虽有所波动，但集中度提升趋势未改变，股价大幅调整后，部分细分领域龙头的估值性价比凸显。上半年，SW 轻工板块营业收入/归母净利润同比增长 21.89%/14.56%，其中营收端延续过去三年的趋势，显著优于全体 A 股板块 10.99% 的增速水平，而净利润增速则有所放缓至 14.56%，略快于 A 股板块 13.74% 的增速，仍维持集中度持续提升的大趋势，但一定程度上反映了行业竞争加剧的现状。板块估值溢价已不断消化收敛，部分龙头性价比开始显现。

■ 定制家居：上半年增长承压，后续企业间或分化

受市场环境影响，H1 营收增速均不同程度放缓，其中行业龙头大多降至 20%~30% 的区间。今年以来终端疲软的趋势到二季度才在报表端开始显现，整体客流下滑且获客渠道分散化（精装、整装等）的局面或成为家居行业的新常态。盈利普遍优于营收，不过考虑到行业竞争持续升温，各家以提升市占率为首要目的，厂商净利润率未来走向存不确定性。行业进入比拼内功时代。

■ 成品家居：内销趋势尚可，迎对外销格局变化

受益于良好的竞争格局以及内外销共振，软体及成品家居龙头营收显韧性，其中不乏成长路径清晰的细分龙头维持 30%+ 的营收增速，相较于定制表现更好的原因在于外销拉动或自身改善等因素，不过单二季度仍体现地产周期的压力。盈利方面，受人民币贬值影响，外销业务承压，内销较为稳定。

■ 造纸：盈利分化资源禀赋为王，后续关注龙头份额提升

纸价上行叠加产能投放推动上市纸企营收高增，其中，太阳纸业和山鹰纸业分别受益于新产能投放和并表贡献，营收同增 20.43%/60.21%，优于行业水平。纸价方面，除了白卡纸因竞争加剧纸价同比下跌 1.23% 外，箱板/瓦楞/铜版/双胶纸价同比上涨 15.18%/9.53%/12.35%/15.66%。吨纸盈利方面，除白卡纸外，基本处于去年下半年的高位水平，因而同比提升较为明显，推动业绩持续高增。

■ 包装：关注收入增长和份额提升，龙头加速破

上半年，纸包装龙头在营收增长势头良好，单 Q2 更是呈现环比提速态势。对比纸包装行业低个位数的整体增速水平，龙头加速提升份额的趋势愈加明显。在原料价格上涨的背景下，由于产业链溢价能力不强，盈利能力承压为常态。

风险提示：

1. 国内经济处于下行周期；
2. 中美贸易摩擦升级。

分析师 鄢鹏

☎ (8621) 61118723

✉ yanpeng1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517110003

分析师 蔡方羿

☎ (8621) 61118723

✉ caify@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490516060001

联系人 徐皓亮

☎ (8621) 61118723

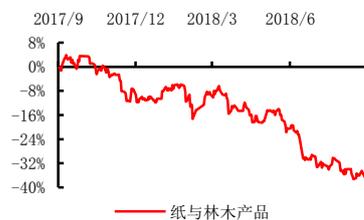
✉ xuhl2@cjsc.com.cn

联系人 米雁翔

☎ (8621) 61118723

✉ miyx@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《造纸渐近旺季，提价函如期发布》2018-8-25

《析海外鉴中国，新型烟草破局可期》2018-8-24

《从品牌力角度看中顺洁柔崛起》2018-8-18

目录

轻工行业 2018 年中报总结	5
定制家居：上半年增长承压，后续企业间或分化	7
成品家居：内销趋势尚可，外销格局动荡	13
造纸：盈利分化资源禀赋为王，后续关注龙头份额提升	16
包装：关注收入增长和份额提升，龙头加速破局	21
其他轻工消费：品牌的力量，稳健的成长	25
行业可能面临的风险	27
投资策略	28

图表目录

图 1：轻工板块与全行业近几年营业收入增速情况（整体法）	5
图 2：轻工板块与全行业近几年归母净利润增速情况（整体法）	5
图 3：轻工板块盈利能力提升且持续优于全行业（ROA，整体法）	5
图 4：轻工板块近年来估值不断消化，配置性价比提升（PE/ttm）	5
图 5：细分子行业中，家居板块配置比例最高，为 1.04%	6
图 6：家居/包装/文娱配置比例提升，造纸配置比例有所下降	6
图 7：定制家居企业营收规模（亿元）	7
图 8：定制家居企业营收增速趋势	7
图 9：橱柜类企业营收增速趋势	7
图 10：衣柜类企业营收增速趋势	7
图 11：定制家居企业归母净利润规模（亿元）	8
图 12：定制家居企业归母净利润增速趋势	8
图 13：定制家居企业扣非归母净利润规模（亿元）	8
图 14：定制家居企业扣非归母净利润增速趋势	8
图 15：定制家居企业毛利率	8
图 16：定制家居企业净利率	8
图 17：定制家居企业期间费用率	9
图 18：定制家居企业销售费用率	9
图 19：定制家居企业管理费用率	9
图 20：定制家居企业财务费用率	9
图 21：定制家居企业 ROE	9
图 22：定制家居企业总资产周转率	9
图 23：定制家居企业权益乘数	10
图 24：定制家居企业预收账款情况（亿元）	10
图 25：定制家居企业经营性现金流净额/营收	10
图 26：定制家居企业衣柜经销商门店数（家）	11
图 27：定制家居企业衣柜经销商门店单店提货额（万元）	11

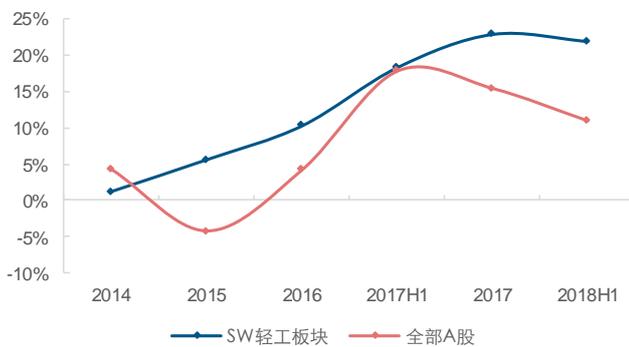
图 28: 定制家居企业橱柜经销商门店数 (家)	11
图 29: 定制家居企业橱柜经销商门店单店提货额 (万元)	11
图 30: 定制家居企业研发投入占营收的比例	12
图 31: 1-7 月商品房销售面积累计同比增长 4.20%	12
图 32: 上周 30 大中城市商品房成交面积环比下降 7.24%	12
图 33: 成品家具企业营收规模 (亿元)	14
图 34: 成品家具企业营收增速	14
图 35: 成品家具企业归母净利润规模 (亿元)	14
图 36: 成品家具企业归母净利润增速	14
图 37: 成品家具企业扣非归母净利润规模 (亿元)	15
图 38: 成品家具企业扣非归母净利润增速	15
图 39: 成品家具企业毛利率	15
图 40: 成品家具企业净利率	15
图 41: 成品家具企业期间费用率	15
图 42: 成品家具企业销售费用率	15
图 43: 成品家具企业财务费用率	16
图 44: 成品家具企业管理费用率	16
图 45: 板材价格指数	16
图 46: TDI 价格	16
图 47: 行业亏损情况	17
图 48: 龙头纸业毛利率情况	17
图 49: 造纸企业营收规模 (亿元)	17
图 50: 造纸企业营收增速	17
图 51: 造纸企业归母净利润规模 (亿元)	18
图 52: 造纸企业归母净利润增速	18
图 53: 造纸企业扣非归母净利润规模 (亿元)	18
图 54: 造纸企业扣非归母净利润增速	18
图 55: 造纸企业毛利率	18
图 56: 造纸企业净利率	18
图 57: 造纸企业期间费用率	19
图 58: 造纸企业销售费用率	19
图 59: 造纸企业财务费用率	19
图 60: 造纸企业管理费用率	19
图 61: 造纸企业上半年 ROE	19
图 62: 造纸企业上半年资产周转率	19
图 63: 造纸企业权益乘数	20
图 64: 造纸企业主要纸品销量 (万吨)	20
图 65: 造纸企业主要纸品毛利率	20
图 66: 包装企业营收规模 (亿元)	21
图 67: 包装企业营收增速	21
图 68: 合兴包装单季度收入增速	21
图 69: 包装企业归母净利润规模 (亿元)	22
图 70: 包装企业归母净利润增速	22

图 71: 包装企业扣非归母净利润规模 (亿元)	22
图 72: 包装企业扣非归母净利润增速	22
图 73: 包装企业毛利率	23
图 74: 包装企业净利率	23
图 75: 包装企业期间费用率	23
图 76: 包装企业销售费用率	23
图 77: 包装企业管理费用率	23
图 78: 包装企业财务费用率	23
图 79: 纸包装行业的现在与未来	24
图 80: 中顺洁柔营收及其增速	25
图 81: 晨光文具营收及其增速	25
图 82: 中顺洁柔归母净利润及其增速	26
图 83: 晨光文具归母净利润及其增速	26
图 84: 中顺洁柔扣非归母净利润及其增速	26
图 85: 晨光文具扣非归母净利润及其增速	26
图 86: 中顺洁柔毛利率/净利率	26
图 87: 晨光文具毛利率/净利率	26
图 88: 中顺洁柔费用率	27
图 89: 晨光文具费用率	27
图 90: 国内生活用纸行业消费量	27
图 91: 社会消费品零售总额	27
表 1: 轻工行业重点公司 2018Q2 单季以及 2018 年中报累计增长指标汇总	6
表 2: 定制企业门店数量	11
表 3: 造纸龙头海外浆/纸布局情况	20
表 4: 借鉴海外经验, 包装龙头加速行业破局	24

轻工行业 2018 年中报总结

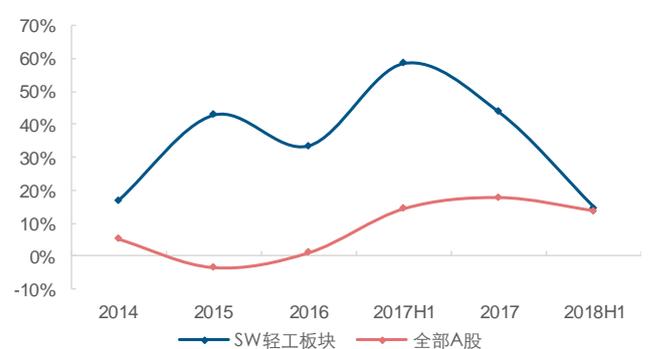
中报业绩增长虽有所波动，但集中度提升趋势未改变，股价大幅调整后，部分细分领域龙头的估值性价比凸显。上半年，SW 轻工板块营业收入/归母净利润同比增长 21.89%/14.56%，其中营收端延续过去三年的趋势，显著优于全体 A 股板块 10.99% 的增速水平，而净利润增速则有所放缓至 14.56%，略快于 A 股板块 13.74% 的增速，仍维持集中度持续提升的大趋势，但一定程度上反映了行业竞争加剧的现状。从估值水平上看，轻工企业因过去市值较小、民企为主机制较灵活，一度享受较高估值溢价；近年来其较于全行业的估值差（溢价）已不断消化收敛，考虑行业增速稳健且集中度持续提升，估值性价比正逐渐显现。

图 1：轻工板块与全行业近几年营业收入增速情况（整体法）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：轻工板块与全行业近几年归母净利润增速情况（整体法）



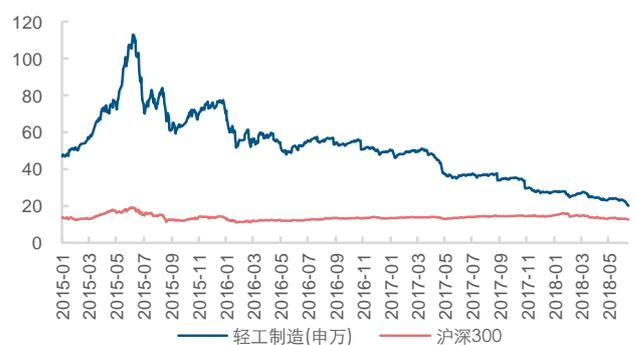
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：轻工板块盈利能力提升且持续优于全行业（ROA，整体法）



资料来源：Wind，长江证券研究所

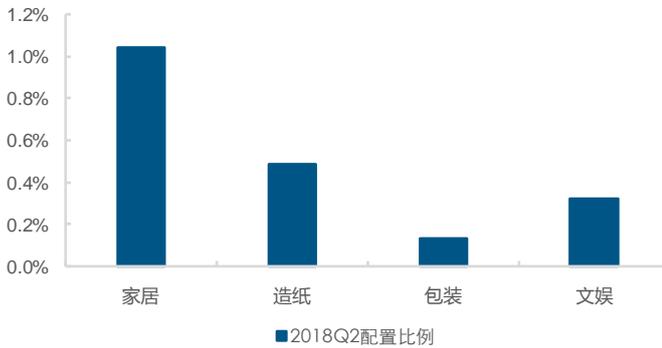
图 4：轻工板块近年来估值不断消化，配置性价比提升（PE/ttm）



资料来源：Wind，长江证券研究所

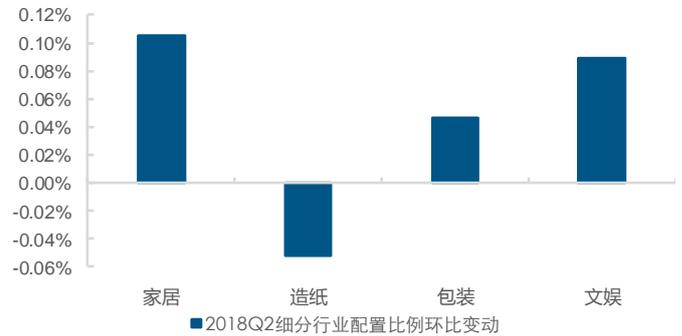
从持仓层面看，我们选取全部基金，以我们所跟踪的 97 只股票轻工制造板块股票为样本进行分析。2018Q2，家居/造纸/包装/文娱分别有 15/8/11/1 只股票为基金重仓持股，配置比例为 1.04%/0.48%/0.13%/0.32%，环比变动 0.11/-0.05/0.05/0.09pct。

图 5: 细分子行业中, 家居板块配置比例最高, 为 1.04%



资料来源: Wind, 长江证券研究所 注: 数据来源为 2018Q2 基金重仓持股

图 6: 家居/包装/文娱配置比例提升, 造纸配置比例有所下降



资料来源: Wind, 长江证券研究所 注: 数据来源为 2018Q2 基金重仓持股

表 1: 轻工行业重点公司 2018Q2 单季以及 2018 年中报累计增长指标汇总

行业	公司名称	2018Q2单季				2018H1				PE (2018E)
		营收 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY	营收 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY	
家具	顾家家居	21.97	26.90%	2.14	6.96%	40.49	30.15%	4.83	24.36%	20
	美克家居	15.12	46.27%	1.43	36.77%	25.26	40.50%	2.06	35.51%	20
	大亚圣象	17.63	4.07%	1.22	23.30%	31.61	7.05%	1.80	28.54%	9
	喜临门	9.56	36.33%	0.69	34.50%	18.44	55.62%	1.23	29.55%	17
	曲美家居	5.79	7.33%	0.42	-47.45%	9.73	10.32%	0.70	-33.33%	13
	欧派家居	29.39	21.15%	4.76	32.89%	48.45	25.05%	5.50	32.83%	24
	索菲亚	17.45	13.78%	2.66	22.50%	29.88	20.12%	3.69	25.38%	18
	尚美宅配	17.65	30.63%	1.56	39.15%	28.67	33.64%	1.23	87.46%	31
	志邦家居	6.48	19.10%	0.65	47.21%	10.42	25.69%	0.95	47.53%	17
	好莱客	5.58	22.68%	1.46	76.07%	9.03	25.69%	1.81	67.15%	15
金牌厨柜	3.81	8.57%	0.43	18.09%	6.43	15.12%	0.61	32.53%	20	
造纸	太阳纸业	54.32	26.76%	6.11	40.63%	104.74	20.43%	12.28	40.38%	8
	山鹰纸业	65.35	59.89%	11.01	179.80%	119.54	60.21%	17.06	106.48%	6
	中顺洁柔	13.61	24.78%	1.01	24.77%	25.86	21.80%	2.00	27.73%	24
包装	裕同科技	16.72	31.46%	1.27	-14.88%	32.86	23.48%	2.66	-14.49%	20
	合兴包装	27.98	100.57%	3.60	791.35%	48.20	89.53%	4.10	476.37%	18
	劲嘉股份	7.95	18.84%	1.66	30.52%	16.09	13.14%	3.79	25.06%	17
文娱	晨光文具	19.46	41.81%	1.70	38.24%	37.87	35.95%	3.75	29.61%	34

资料来源: Wind, 长江证券研究所 备注: 索菲亚、顾家家居、太阳纸业、美克家居、中顺洁柔 PE 为长江轻工

测算, 其他均为万得一致预期

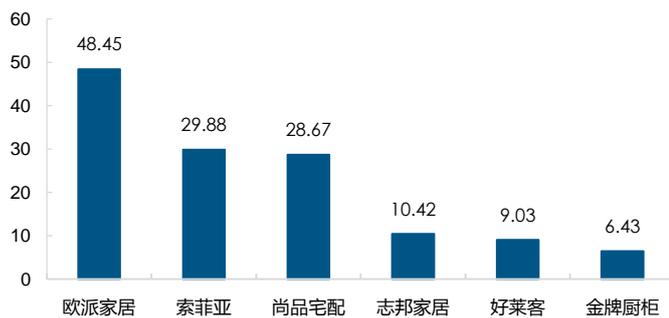
定制家居：上半年增长承压，后续企业间或分化

回顾：营收增长承压，盈利水平暂优

受市场环境影响，H1 营收增速均不同程度放缓。2018H1 欧派家居/索菲亚/尚品宅配/志邦家居/好莱客/金牌厨柜营收为 48.45/29.88/28.67/10.42/9.03/6.43 亿元，同增 25.05%/20.12%/33.64%/25.69%/25.69%/15.12%。营收规模处于第一梯队的欧派家居和尚品宅配依靠深挖客户价值和全渠道获客，营收增长体现出优于行业的抗压能力；索菲亚由于战略调整稍有滞后以及高基数影响，营收增速出现一定程度放缓，不过积极调整后的趋势有改善迹象。第二梯队的志邦家居和好莱客依赖衣柜业务的较高速增长，整体成长仍较为稳健。

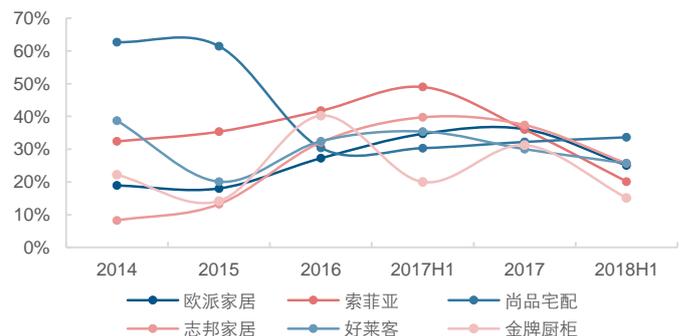
单二季度成行业趋势的拐点。2018 年单 Q2，欧派家居/索菲亚/尚品宅配/志邦家居/好莱客/金牌厨柜营收同增 21.15%/13.78%/30.63%/19.10%/22.68%/8.57%，相比一季度，各家营收增速均有较为明显的放缓，我们认为，Q1 更多反应的是去年四季度的接单情况，而今年以来终端疲软的趋势到二季度才在报表端开始显现，整体客流下滑且获客渠道分散化（地产商推行精装、家装商推行整装等）的局面或成为家居行业的新常态，家居企业将面临较为严峻的考验。

图 7：定制家居企业营收规模（亿元）



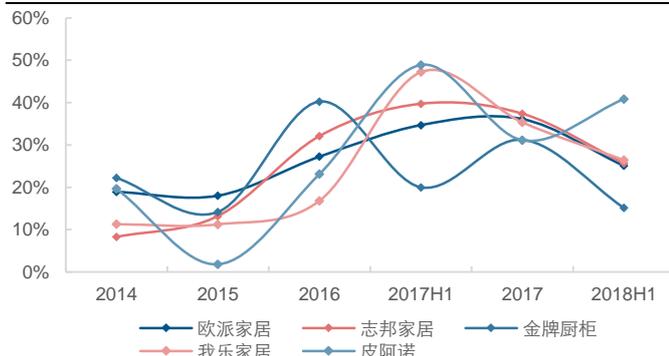
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：定制家居企业营收增速趋势



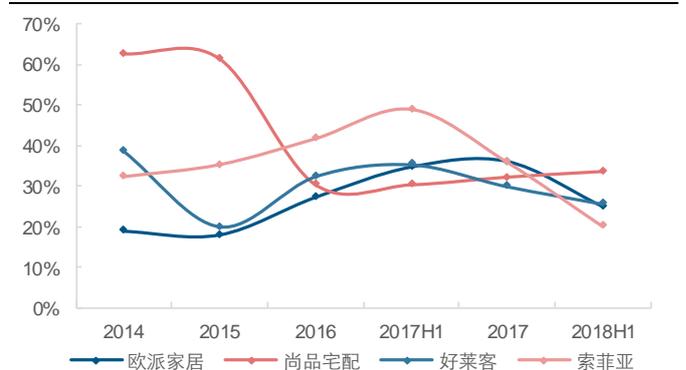
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：橱柜类企业营收增速趋势



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：衣柜类企业营收增速趋势



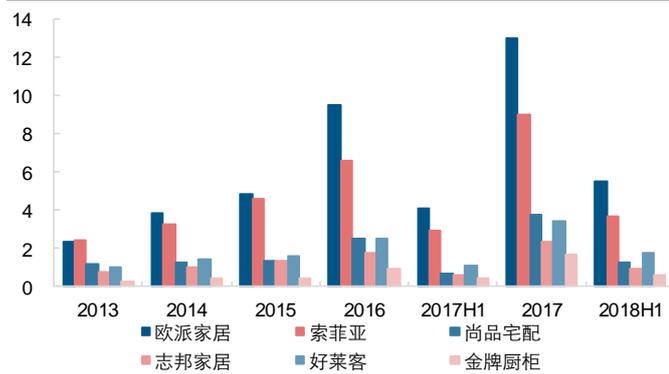
资料来源：Wind，长江证券研究所

上半年盈利端普遍优于营收端，后续趋势存在不确定性。2018 年 H1，在毛利率改善、政府补助、投资收益等多因素推动下，上市企业盈利状况良好，欧派家居/索菲亚/尚品宅配/志邦家居/好莱客/金牌厨柜实现归母净利润为 5.50/3.69/1.23/0.95/1.81/0.61 亿元，

同比增长 32.83%/25.38%/87.46%/47.53%/67.15%/32.53%。我们认为，考虑部分企业存在阶段性的非经常性收入、费用计提差异化等因素，利润端对全年业绩指引的意义并不大。并且，在当前市场环境下，定制企业间的竞争持续升温，行业龙头以抢占市占率为首要目的，存在加大促销和补贴经销商可能，厂商净利率未来走向存不确定性。

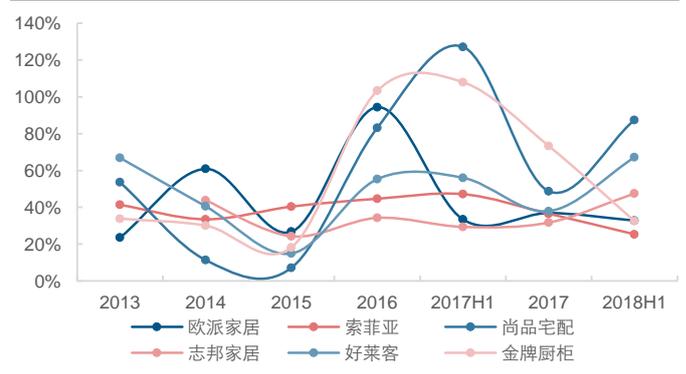
单二季度盈利趋势与上半年相似。2018 年单 Q2，欧派家居/索菲亚/尚品宅配/志邦家居/好莱客/金牌厨柜归母净利润同增 32.89%/22.50%/39.15%/47.21%/76.07%/18.09%。除了欧派，定制板块公司 2018H1 扣非净利润增速均慢于归母净利润增速。

图 11：定制家居企业归母净利润规模（亿元）



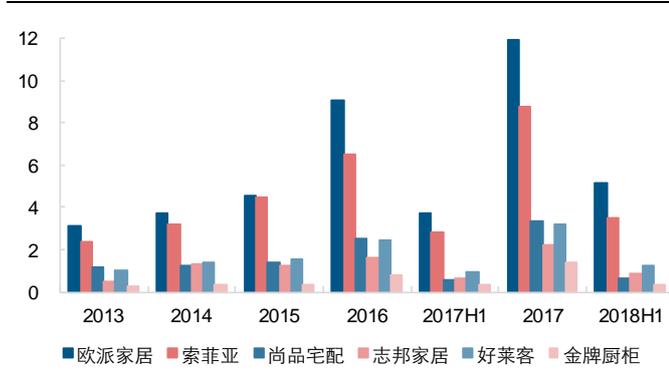
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 12：定制家居企业归母净利润增速趋势



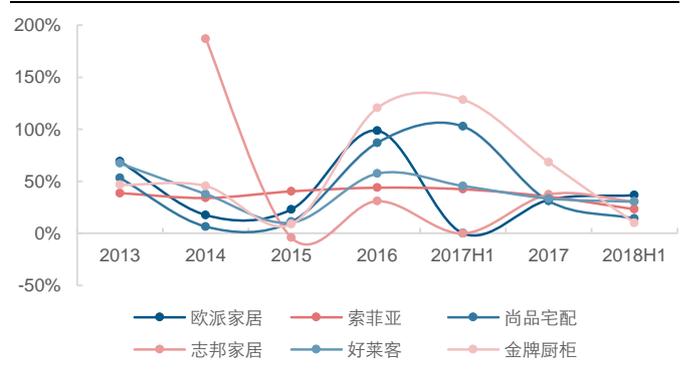
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 13：定制家居企业扣非归母净利润规模（亿元）



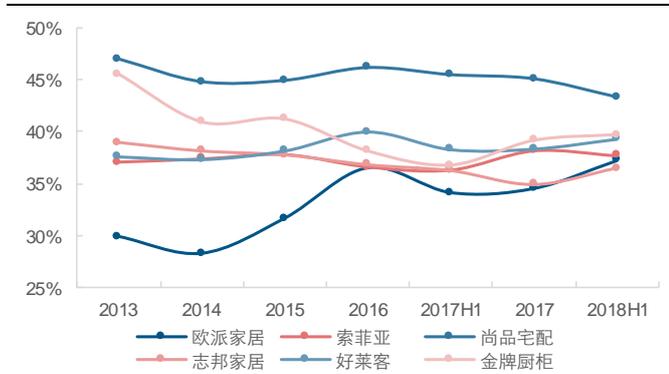
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 14：定制家居企业扣非归母净利润增速趋势



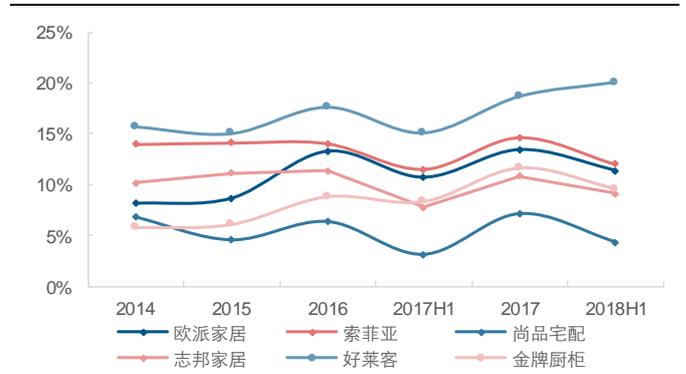
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 15：定制家居企业毛利率



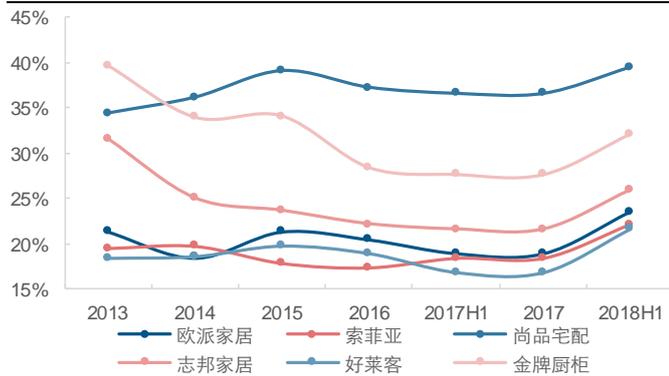
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 16：定制家居企业净利率



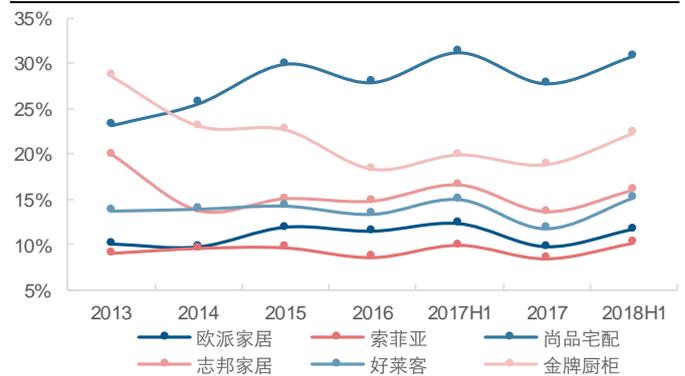
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 17: 定制家居企业期间费用率



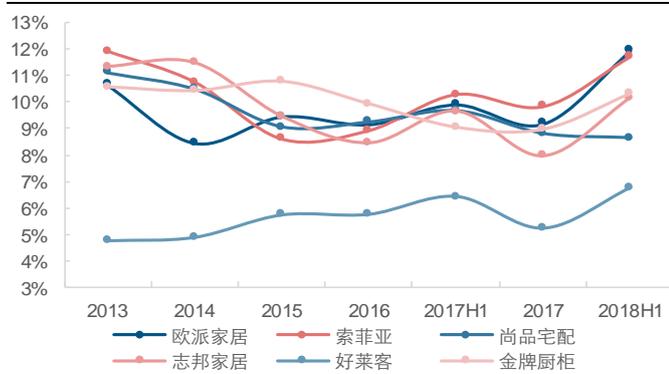
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 18: 定制家居企业销售费用率



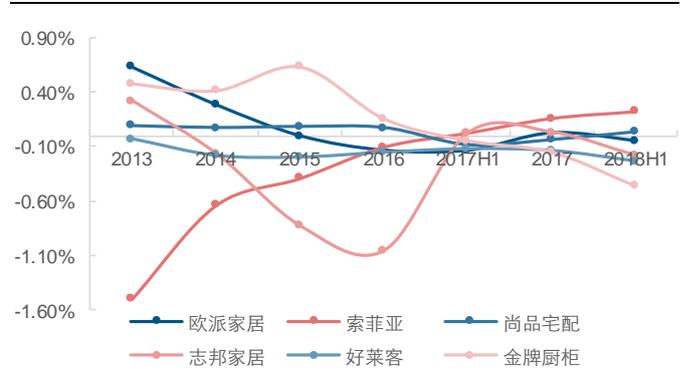
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 19: 定制家居企业管理费用率



资料来源: Wind, 长江证券研究所

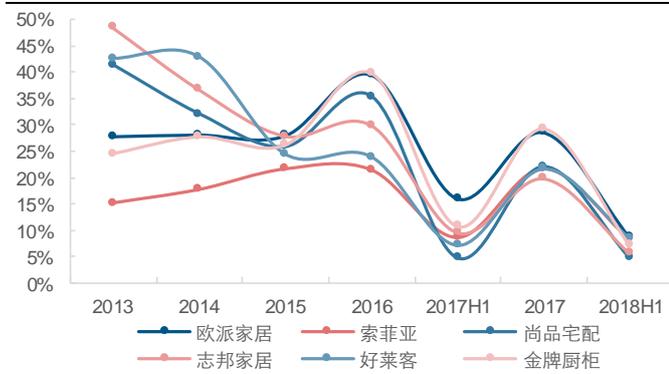
图 20: 定制家居企业财务费用率



资料来源: Wind, 长江证券研究所

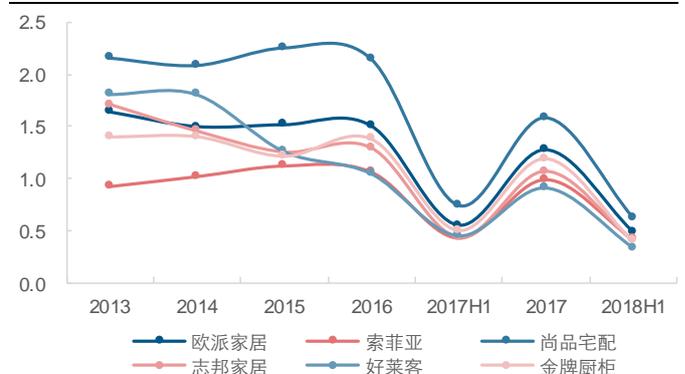
行业 ROE 水平基本保持较高水平, 各企业间有波动和分化。从 2018H1 板块的 ROE 水平来看, 整体仍保持较高水平。但细拆龙头个股, 同比去年有波动和分化: 橱柜业务占比较高的欧派、志邦、金牌和我乐的 ROE 下降, 衣柜及全屋定制业务占比较高的索菲亚、尚品则 ROE 略升。橱柜业务受到精装业态冲击在今年上半年尤其是单 Q2 的报表盈利及运营指标上显现出来。从杜邦模型的角度, 如果定制板块未来利润率水平逐步向家居平均水平收敛, 各企业需进一步挖掘运营效率保持 ROE 水平。

图 21: 定制家居企业 ROE



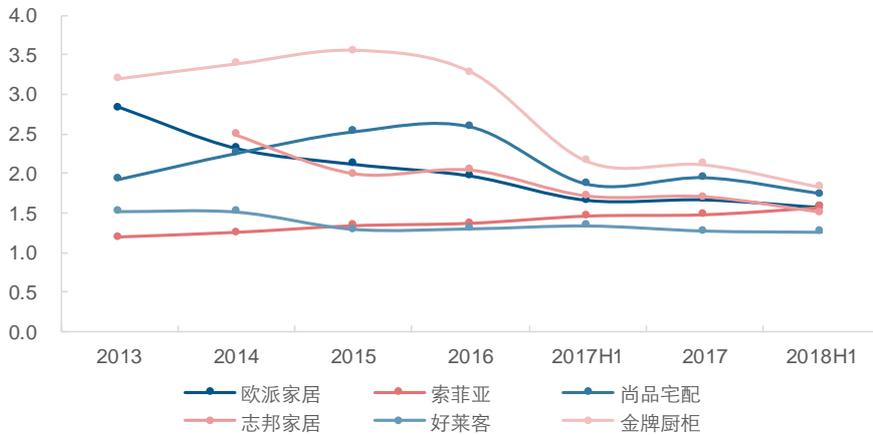
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 22: 定制家居企业总资产周转率



资料来源: Wind, 长江证券研究所

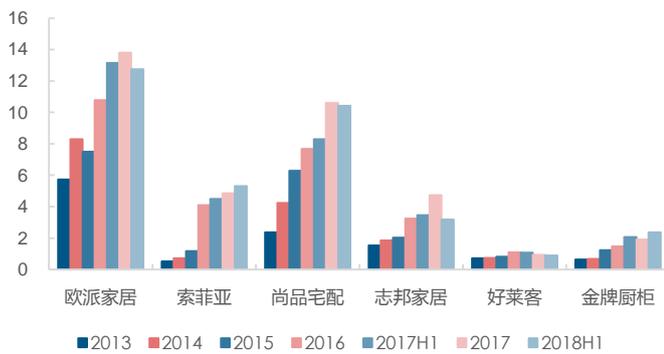
图 23：定制家居企业权益乘数



资料来源：Wind，长江证券研究所

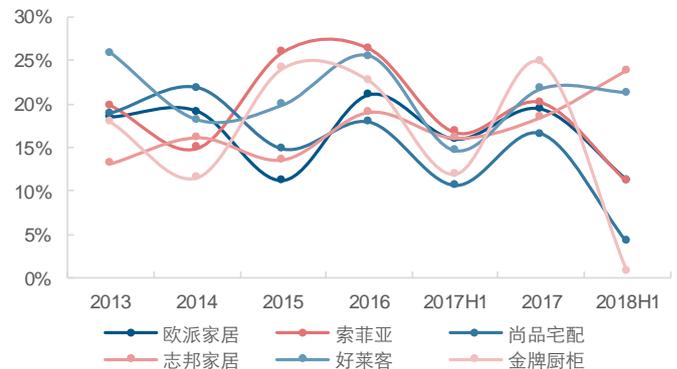
预收款模式保障经营性现金流良好，但趋势上受到业态变化的边际冲击。定制行业从经销商到企业均采用预收款模式，因而经营性现金流维持良性运转。不过，中报各家预收款趋势来看，同比增长幅度较小，甚至部分企业出现下滑，一定程度上体现出今年行业营收增长的压力。此外，随着各家大宗业务占比的提升，应收账款随之上升，对经营性现金流净额有所影响，橱柜企业（或业务）在这一方面尤为明显。

图 24：定制家居企业预收账款情况（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 25：定制家居企业经营性现金流净额/营收



资料来源：Wind，长江证券研究所

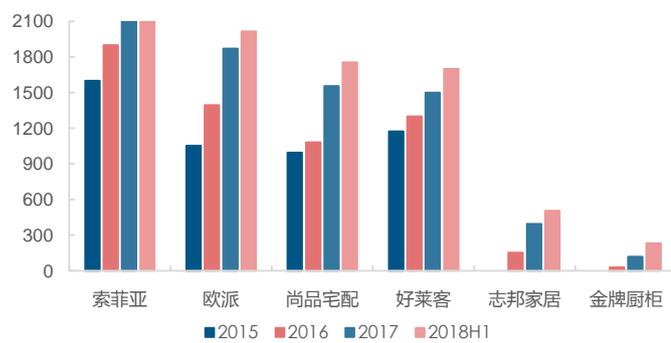
保质增量，定制龙头加速终端门店扩张。为了强化终端零售客流获取，各家定制企业上半年延续快速开店节奏，主要体现在一二线城市门店加密，三四线城市快速下沉。衣柜端，上半年索菲亚/欧派衣柜/尚品宅配（经销）/尚品宅配（直营）/法兰菲衣柜/桔家衣柜新增衣柜专卖店 188/143/198/8/111/112 家至 2388/2015/1755/93/506/232 家，橱柜端，上半年欧派橱柜/欧铂丽/志邦橱柜/金牌厨柜/司米橱柜经销门店数新增门店 58/136/50/173/46 家至 2208/975/1385/1303/766 家。在增加门店数量同时，各家公司亦持续推进门店升级和终端管控，如索菲亚在上半年翻新了近 500 家旧有门店，其次淘汰了 100 位经销商，以提升终端获客能力并激发销售的狼性文化。

表 2：定制企业门店数量

	2016	2017H1	2017	2018H1	18H1相比去年同期增长
衣柜门店数量（家）					
索菲亚	1900	2150	2200	2388	11.07%
欧派家居	1394	1765	1872	2015	14.16%
尚品宅配加盟	1081	1281	1557	1755	37.00%
尚品宅配直营	76	79	85	93	17.72%
好莱客	约1300	约1400	约1500	约1700	约21%
桔家衣柜	29	37	120	232	527.03%
法兰菲衣柜	153	226	395	506	123.89%
橱柜门店（家）					
司米橱柜	600	660	720	766	16.06%
欧派橱柜	2088	2125	2150	2208	3.91%
欧铂丽	647	694	839	975	40.49%
志邦家居	1112	1190	1335	1385	16.39%
金牌（加盟）	735	882	1130	1303	47.73%

资料来源：各公司公告，长江证券研究所

图 26：定制家居企业衣柜经销商门店数（家）



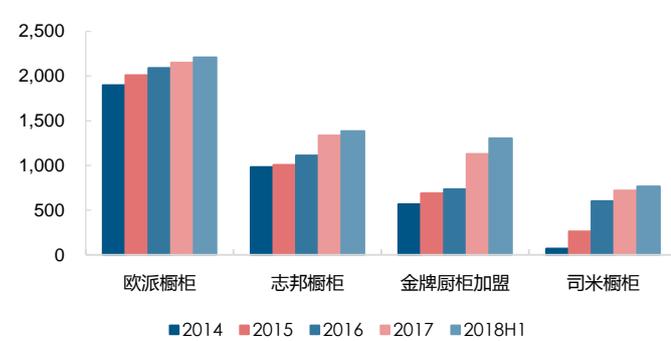
资料来源：各公司公告，长江证券研究所 备注：好莱客公布的大致数据

图 27：定制家居企业衣柜经销商门店单店提货额（万元）



资料来源：各公司公告，长江证券研究所

图 28：定制家居企业橱柜经销商门店数（家）



资料来源：各公司公告，长江证券研究所

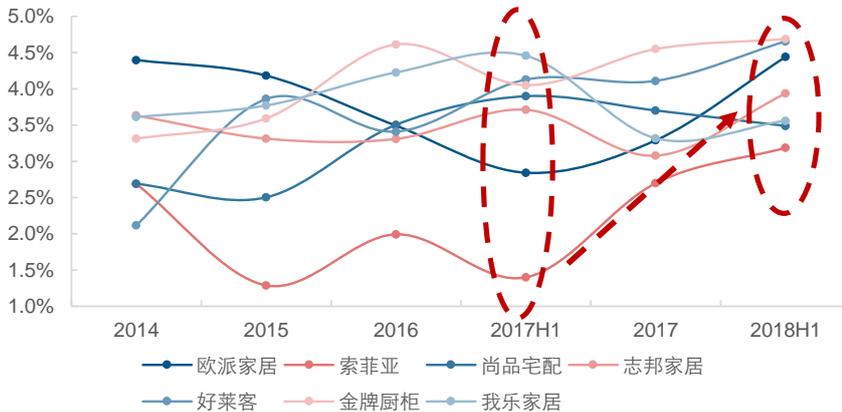
图 29：定制家居企业橱柜经销商门店单店提货额（万元）



资料来源：各公司公告，长江证券研究所

信息化是长期发展的基石，各家企业延续高投入。现阶段，上市企业正处于前端设计系统与后端生产系统数据打通或系统迭代升级的阶段，这是一项庞大且中长期的项目，需要企业持续的资金投入。在目前行业竞争加剧的背景下，相比去年同期，各家企业均加大对信息化研发投入，以提升生产效率，通过产品性价比提升以增强市场竞争力。

图 30：定制家居企业研发投入占营收的比例



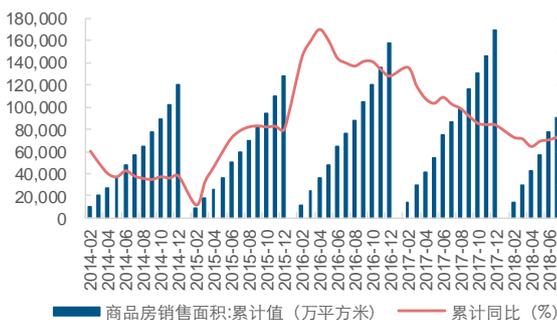
资料来源：Wind，长江证券研究所

定制行业发生了什么变化？

地产周期的影响加剧，业态变迁和渠道分散，终端客流抢夺比过去激烈了。从此轮地产调控的周期来看，今年对于家居消费的边际影响或是近几年中最大的一年，其原因在于期房销售下滑的影响开始显现。另一方面，地产商精装比例的快速提升、家装公司进军整装、电商与商超渠道的发展等都带来了格局冲击，形成对传统卖场客流的多点前端截流。根据终端调研的结果，传统家居建材卖场的进店客流在今年春节后显著下滑，对于所有家居品牌而言单一渠道的客流价值在下降，需要做更多元化的渠道布局，相应的获客成本亦会有所提升。

高房价的财富吸取效应导致部分地区的消费升级趋势放缓。家装消费普遍来说是量力而行的，随着高房价从一二线城市向三四线城市发展，一定程度减缓了家装消费升级的趋势，进而催生了整装市场的火热。当前，大多由家装公司推出的整装套餐主打低价优势，主要满足家装的刚需，所用主辅材及家居品牌较为普通，反映出部分群体的家装消费能力或有所下降。

图 31：1-7 月商品房销售面积累计同比增长 4.20%



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

图 32：上周 30 大中城市商品房成交面积环比下降 7.24%



资料来源：Wind，长江证券研究所

新消费格局下，比拼内功时代到来

定制家居行业可能正在逐步度过“后端大规模制造+前端大规模经销”发展斜率最大的阶段；不过，虽然斜率放缓可能成为β端的主旋律，但细分行业向上成长的趋势依然来源于渠道、品牌和渗透率的红利，空间仍大。只是，**现阶段定制企业需要把经营重心转向核心竞争壁垒的打造以及市占率的提升上，推动全渠道覆盖，强化渠道力的竞争优势，并推动相应产品体系的迭代，从用户出发，以“消费品”思维来驱动整套供销体系的升级。长期来看，企业规模会与品牌力形成正反馈，行业将逐步进入强者恒强的阶段。**

产品迭代，从单品到整体的过程，对信息化提出了更高的要求。目前，国内市场存在一大批单品定制企业（如橱柜、衣柜等），无论是零售还是大宗业务上，龙头企业在面对单品竞争时，难以形成明显的领先优势，使得在竞争加剧的格局下，难免需要通过促销、补贴等手段来提升市场份额。然而，从单品向整体方案的迭代，是步入更高壁垒市场的有效路径，正如我们所见，定制龙头大力推动全屋定制，并开始试水整装、大家居等新模式，需要整个产品研发体系的迭代、信息化的前后端打通以及不同品类间信息化体系的打通。

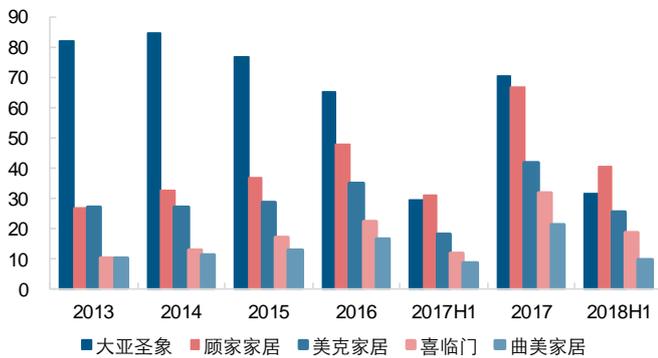
渠道体系亦需同步升级，借助更优秀的经销商来承接更多品类的销售。随着产品体系的不断丰富，对经销商能力的要求也越发严苛，因而在后端制造升级的同时，需要同步优化前端渠道的综合能力，两者结合才是真正落地全屋定制、整装或是大家居等模式的关键。我们看到，定制龙头已有所行动，例如欧派家居在部分城市尝试招当地颇具实力的家装公司作为整装经销商，索菲亚强化了经销商的淘汰制度，在部分销售落后的城市试点“双经销商”制度，为换商提供过渡期。

成品家居：内销趋势尚可，迎对外销格局变化

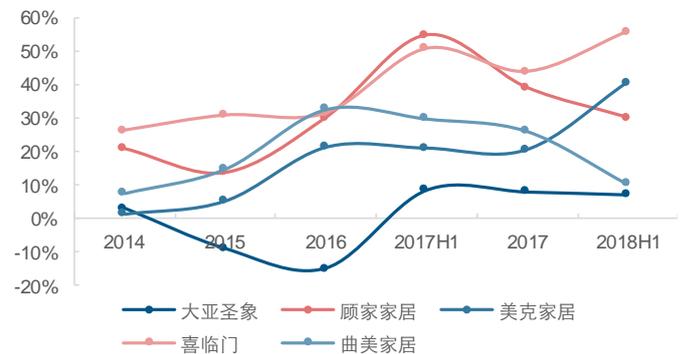
回顾：营收增长显韧性，盈利波动存分化

受益于良好的竞争格局以及内外销共振，软体及成品家居龙头营收显韧性。2018年H1，顾家家居/美克家居/喜临门/曲美家居/大亚圣象实现营收 40.49/25.26/18.44/9.73/31.61 亿元，同比增长 31.15%/40.50%/55.62%/10.32%/7.05%。相比于定制家居，软体及成品家居的产品差异化更为突出，且竞争格局较好，行业龙头间的价格竞争并不明显，因而拥有清晰成长路径的企业（如顾家家居、美克家居、喜临门等）对于地产周期影响具备一定的韧性。此外，外销市场并未受国内环境的影响，如顾家家居的外销维持较好增长亦对营收端有较大的贡献。

地产周期影响仍有体现，单二季度增长趋势略有放缓。单二季度，顾家家居/美克家居/喜临门/曲美家居/大亚圣象实现营收同比增长 26.90%/46.27%/36.33%/7.33%/4.07%，除美克家居由于自身渠道改善及品牌矩阵发力拉动营收提速外，其余企业单 Q2 趋势均有不同程度的放缓，不过所受地产因素的影响较弱于定制家居行业。

图 33：成品家具企业营收规模（亿元）


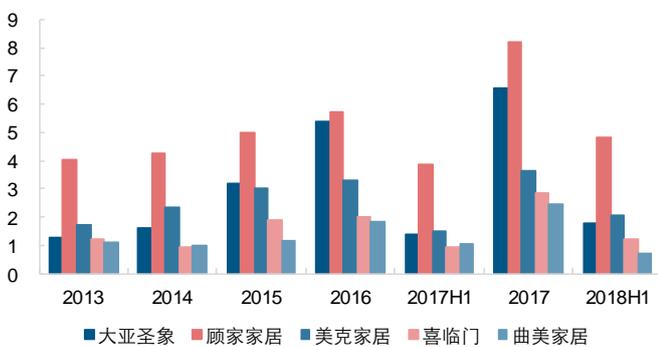
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 34：成品家具企业营收增速


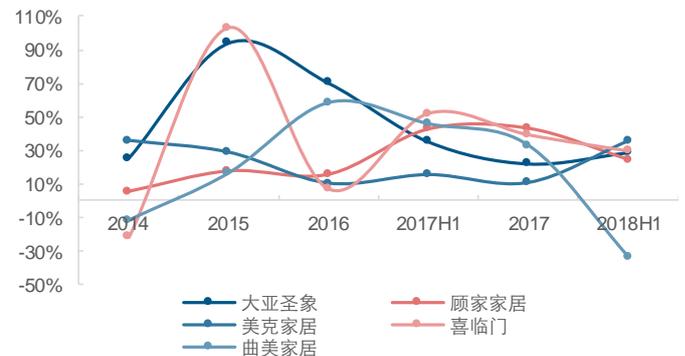
资料来源：Wind，长江证券研究所

受人民币贬值影响，外销业务毛利率承压，内销盈利稳定。2018 年 H1，顾家家居/美克家居/喜临门/曲美家居/大亚圣象实现归母净利润 4.83/2.06/1.23/0.70/1.80 亿元，同比变动 24.36%/35.51%/29.55%/-33.33%/28.54%。软体及成品家居部分原材料依赖进口，今年以来受汇率影响，原料成本上行，由于外销业务的成本传导存在难度，拥有外销业务的顾家家居、喜临门等企业毛利率承压，而内销市场的成本传导顺畅，整理毛利率稳定。净利润率各家有所分化，除毛利率原因外，还受到渠道扩张、股权激励费用等影响。

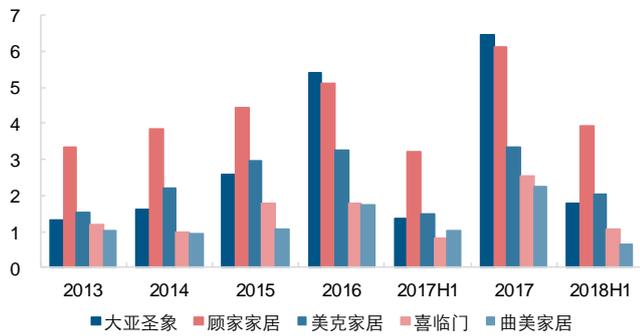
单二季度，自身因素导致企业间的净利润增长波动不一。顾家家居/美克家居/喜临门/曲美家居/大亚圣象归母净利润增速为 6.96%/36.77%/34.50%/-47.45%/23.30%，与收入端形成差异的原因大多是自身因素，例如顾家家居的外销毛利率同比有所下滑、美克家居渠道加速扩张导致销售费用率同比提升等。

图 35：成品家具企业归母净利润规模（亿元）


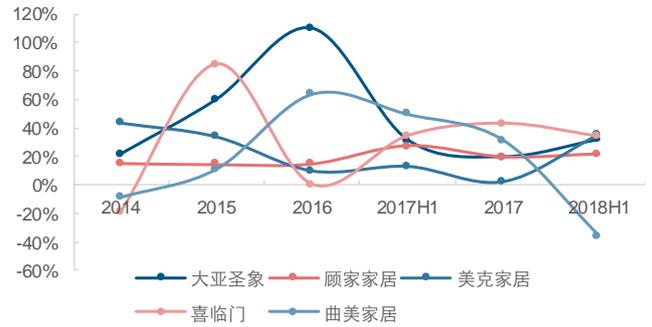
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 36：成品家具企业归母净利润增速


资料来源：Wind，长江证券研究所

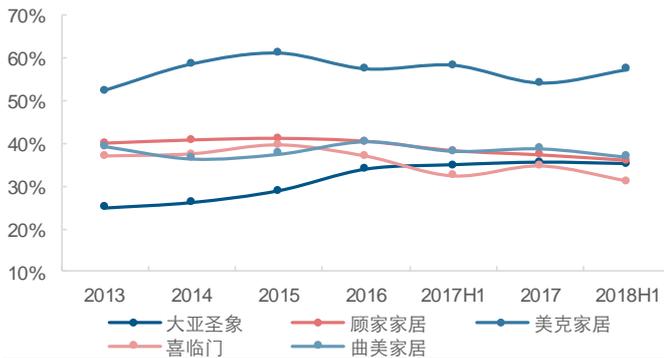
图 37：成品家具企业扣非归母净利润规模（亿元）


资料来源：Wind，长江证券研究所

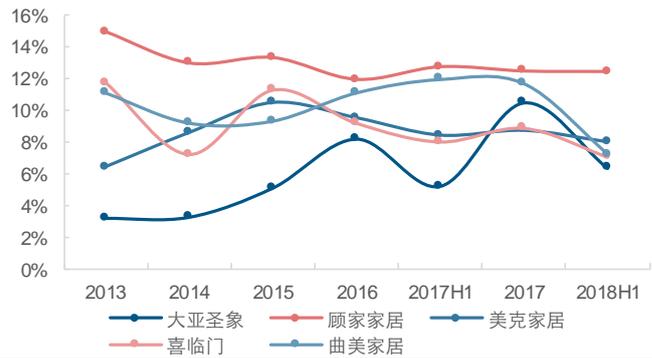
图 38：成品家具企业扣非归母净利润增速


资料来源：Wind，长江证券研究所

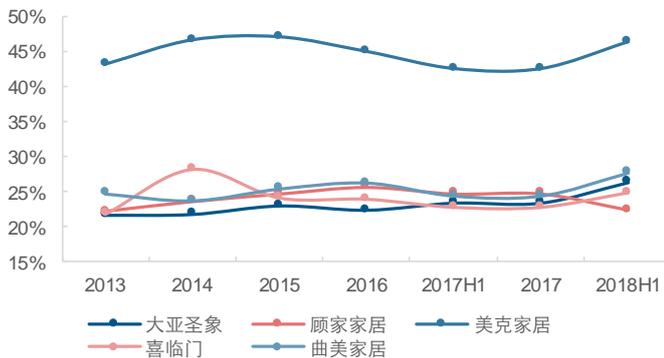
上半年原材料价格有所回落，不过汇率因素导致实际成本小幅上行。年初至 6 月 30 日，中纤板/刨花板/TDI 价格下降 0.15%/1.20%/39%，不过考虑人民币贬值的影响，进口原料的成本或小幅上升，导致外销业务的毛利率承压。

图 39：成品家具企业毛利率


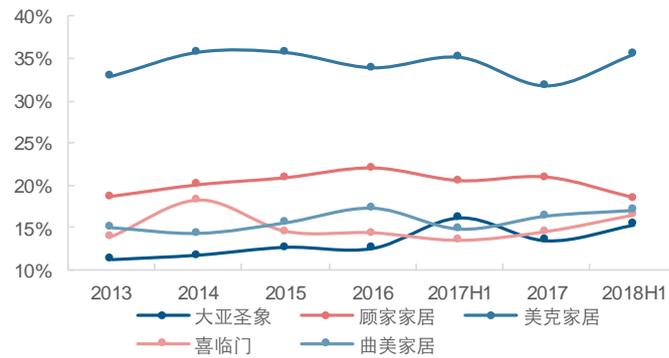
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 40：成品家具企业净利率


资料来源：Wind，长江证券研究所

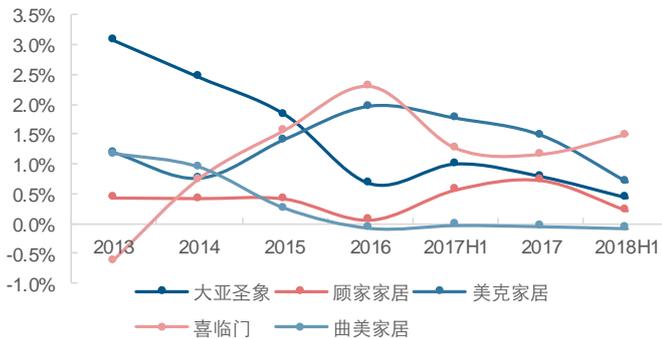
图 41：成品家具企业期间费用率


资料来源：Wind，长江证券研究所

图 42：成品家具企业销售费用率


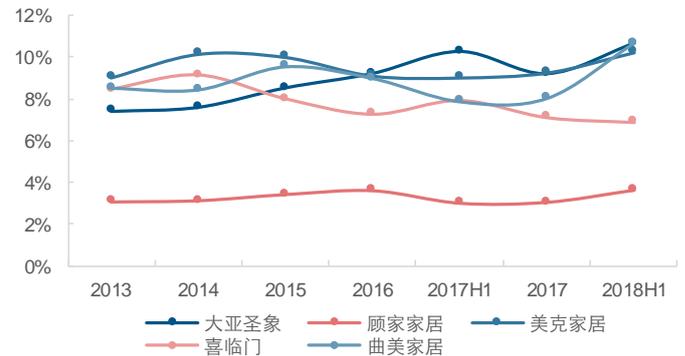
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 43: 成品家具企业财务费用率



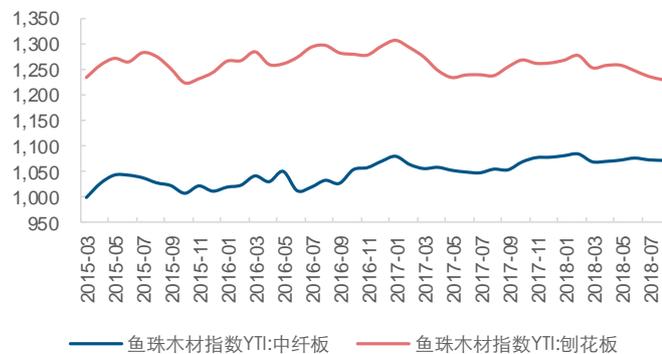
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 44: 成品家具企业管理费用率



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 45: 板材价格指数



资料来源: 中国木材价格指数网, 长江证券研究所

图 46: TDI 价格



资料来源: 隆众化工, 长江证券研究所

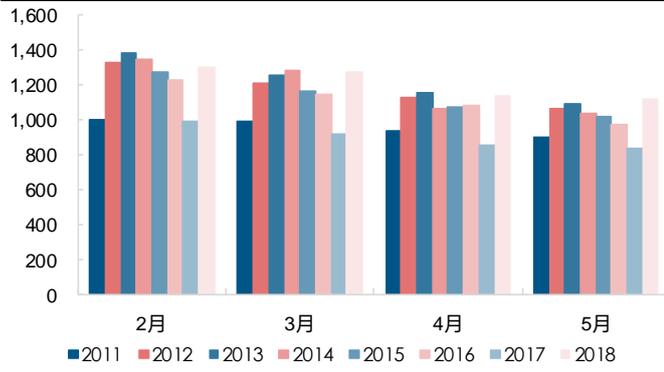
中美贸易尚未定论, 外销业务需谨慎看待

此次中美贸易摩擦可能会涉及沙发、椅子等家居产品, 目前关于是否加收关税以及关税的幅度尚未作定论, 若最终实施, 短期内会对相关家居企业的营收以及净利润率造成一定程度的影响; 从中长期来看, 或将有利于具备海外建厂能力的家居龙头提升外销业务的市占率。具体来说, 若对中国出口加收关税, 国内家居企业需要与海外客户共同承担税收负担, 按照当前的盈利水平来看, 极有可能超出承受范围。不过, 值得注意的是, 部分国内家居龙头开始考虑在东南亚建厂, 这一举动从长期来看或将助力提升自身在外销业务上的市场份额。

造纸: 盈利分化资源禀赋为王, 后续关注龙头份额提升

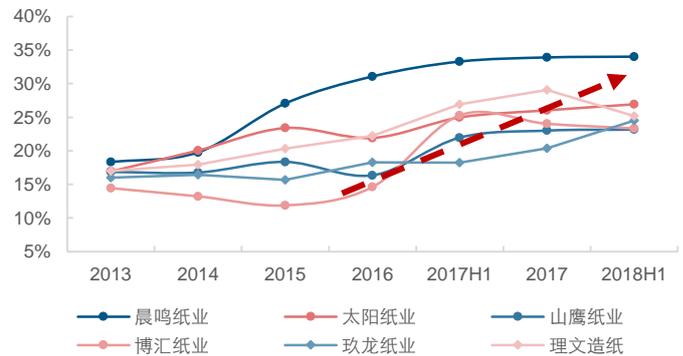
行业利润率向原材料端集中, 纸企间盈利分化。上半年行业最大变化在于利润向原材料端集中, 外购原材料价格增速要快于纸价增速, 行业整体盈利承压, 行业亏损企业数量创 2012 年以来新高。但是, 对于掌控原材料的龙头企业而言, 例如拥有外废额度或自给浆的纸企, 因原材料价格相对比较稳定, 故吨盈利均处于高位。

图 47: 行业亏损情况



资料来源: Wind, 长江证券研究所

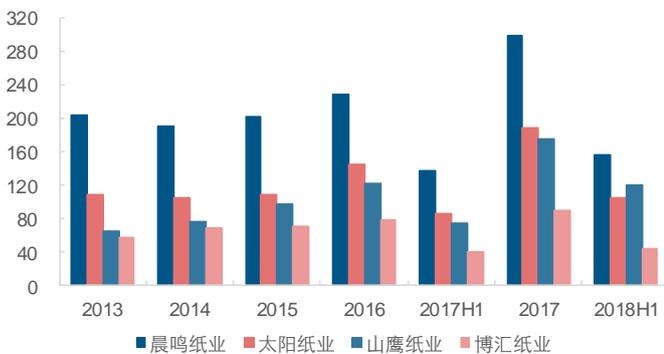
图 48: 龙头纸业毛利率情况



资料来源: Wind, 长江证券研究所

纸价上行叠加新产能投放推动上市纸企营收持续高增。2018年上半年,晨鸣纸业/太阳纸业/山鹰纸业/博汇纸业实现营业收入 155.51/104.74/119.54/43.64 亿元,同比增长 13.11%/20.43%/60.21%/7.54%。其中,单二季度,晨鸣纸业/太阳纸业/山鹰纸业/博汇纸业实现营收 83.10/54.32/65.35/26.47 亿元,同增 11.16%/26.76%/59.89%/31.25%。从价上看,箱板/瓦楞/铜版/双胶/白卡均价为 5181/4427/7313/7541/6488 元/吨,同比变动 15.18%/9.53%/12.35%/15.66%/-1.23%;除了白卡纸因行业竞争加剧,纸价淡季大幅下行外,其余纸品价格同比均有不同程度上涨;从量上看,山鹰纸业上半年并表联盛纸业与北欧纸业,新增约 155 万吨产能,累计带来约 3.02 亿元收入;太阳纸业上半年亦有新产能投放,故二者收入增速要优于行业。

图 49: 造纸企业营收规模 (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

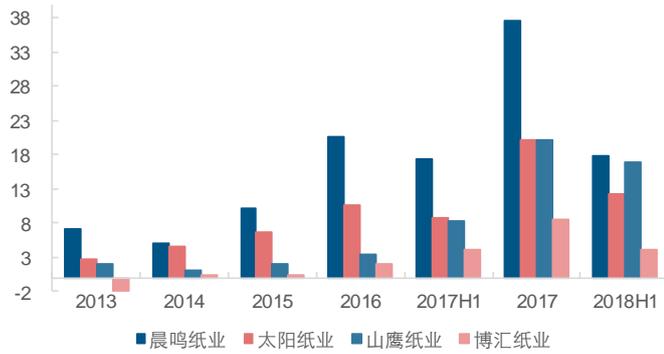
图 50: 造纸企业营收增速



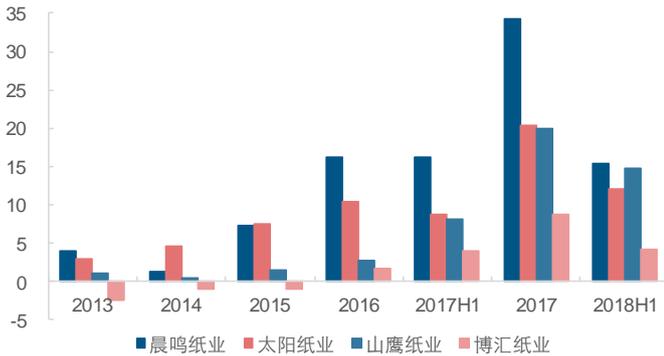
资料来源: Wind, 长江证券研究所

上半年各纸品吨盈利显著改善,推动板块业绩高增。2018年上半年,晨鸣纸业/太阳纸业/山鹰纸业/博汇纸业实现归母净利润为 17.85/12.28/17.06/4.11 亿元,同比增长 2.24%/40.38%/106.48%/1.50%;扣非净利润为 15.38/12.11/14.86/4.11 亿元,同比变动-5.26%/39.23%/84.60%/1.59%;相比去年同期,纸企利润增速放缓,主因相比去年同期,吨纸盈利已经处于高位,持续向上的弹性空间不如此前。分季度看,单二季度相比一季度利润增速有所放缓,晨鸣纸业/太阳纸业/山鹰纸业/博汇纸业实现归母净利润为 10.02/6.11/11.01/2.06 亿元,同比变动-3.92%/40.63%/179.8%/-0.87%;扣非净利润为 8.05/6.07/9.97/2.07 亿元,同比变动-20.15%/31.46%/165.97%/0.08%。主因: 1) 二季度是行业传统淡季,行业供需承压; 2) 国内对外废管制趋严,国废价格大幅上涨,且人民币贬值,外购木浆成本提升,成本压力难以向下游传导,纸企利润承压。从个股

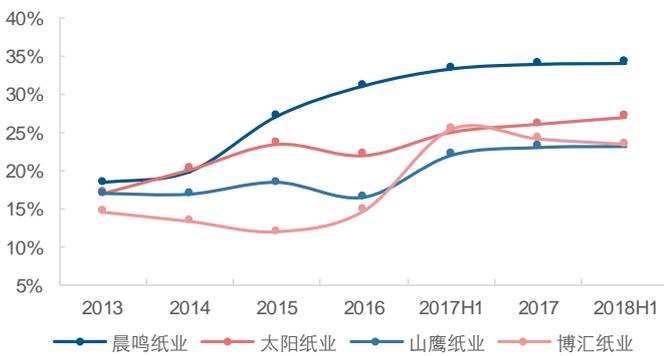
来看，晨鸣、博汇单二季度之所以增速低于同行，主因白卡纸吨盈利下行，且晨鸣亦受债务压力，财务费用大幅攀升，公司单二季度财务费用率相比去年同期上升 1pct 至 8.79%；山鹰纸业净利润维持高增除了并表和获得政府补助大幅增加外，亦因为内外废价差拉大，公司凭借较高外废额度，获得超额收益。

图 51：造纸企业归母净利润规模（亿元）


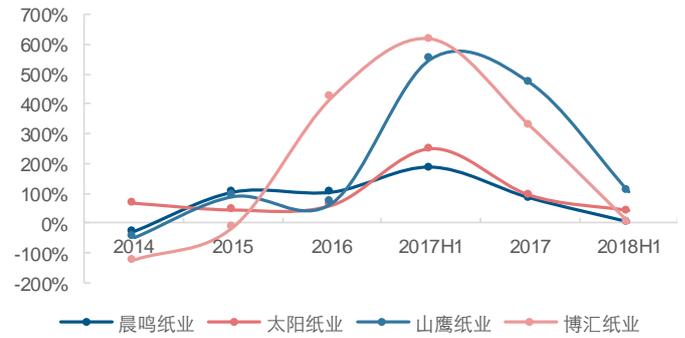
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 53：造纸企业扣非归母净利润规模（亿元）


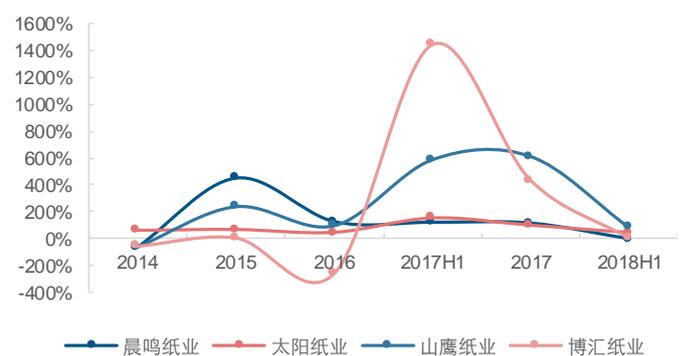
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 55：造纸企业毛利率


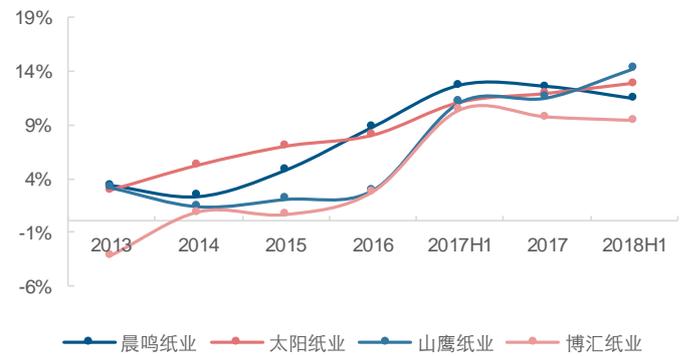
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 52：造纸企业归母净利润增速


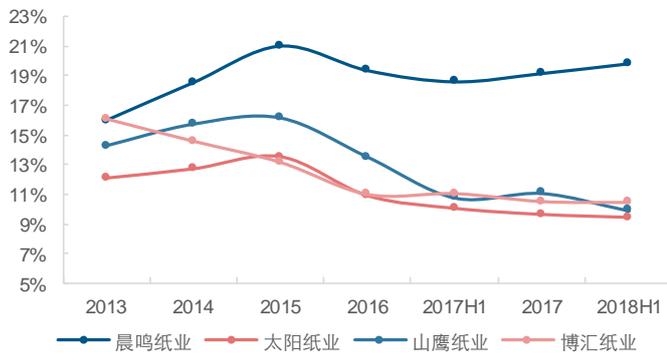
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 54：造纸企业扣非归母净利润增速


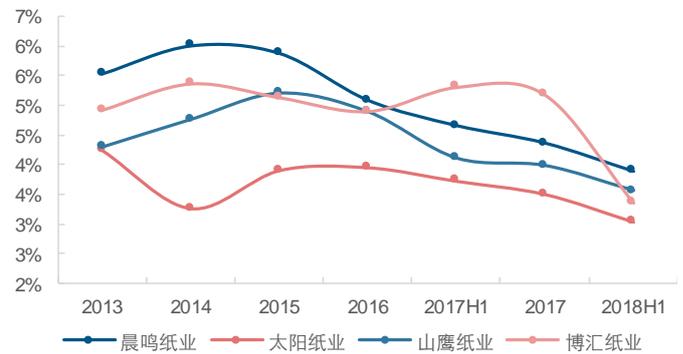
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 56：造纸企业净利率


资料来源：Wind，长江证券研究所

图 57: 造纸企业期间费用率


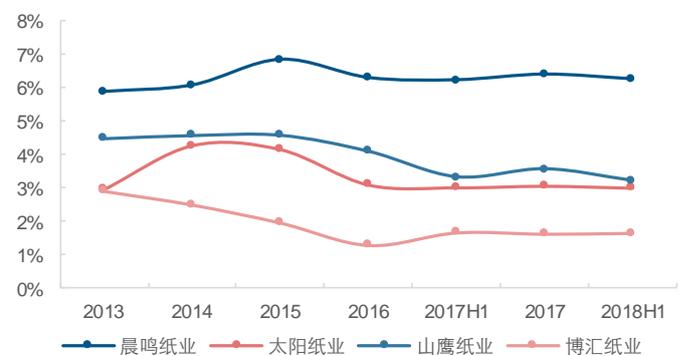
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 58: 造纸企业销售费用率


资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 59: 造纸企业财务费用率


资料来源: Wind, 长江证券研究所

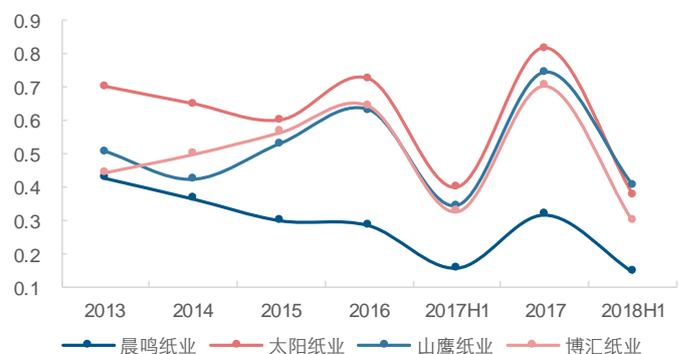
图 60: 造纸企业管理费用率


资料来源: Wind, 长江证券研究所

构筑资源壁垒, 龙头纸企 ROE 维持高位, 行业内将分化。2018 年上半年, 纸企 ROE 依然维持历史同期高位, 主因造纸龙头凭借外废额度优势和自给浆可以有效对冲原材料上涨影响。我们判断, 未来具备资源掌控力的造纸龙头 roe 有望维持高位, 主因环保趋严叠加外盘木浆高景气延续, 预计国废和外购木浆价格有望维持高位, 资源掌控力成为纸企获得超额收益关键, 仅部分龙头掌握且具有较高壁垒 (投产周期长和投产金额大), 未来数年难以被打破。

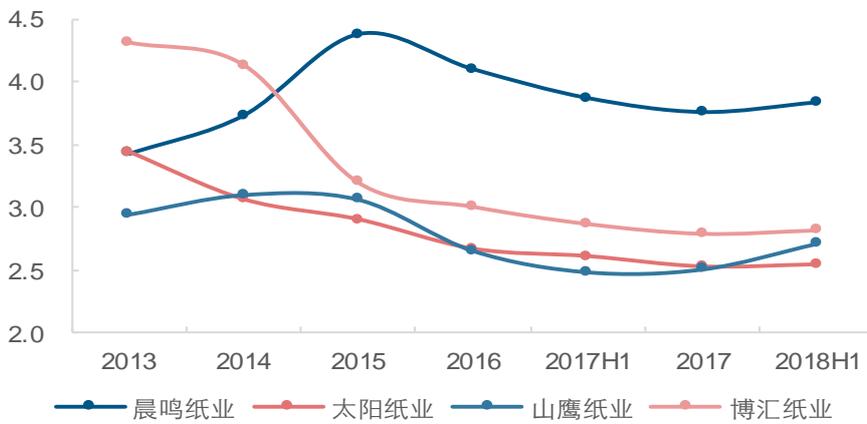
图 61: 造纸企业上半年 ROE


资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 62: 造纸企业上半年资产周转率


资料来源: Wind, 长江证券研究所

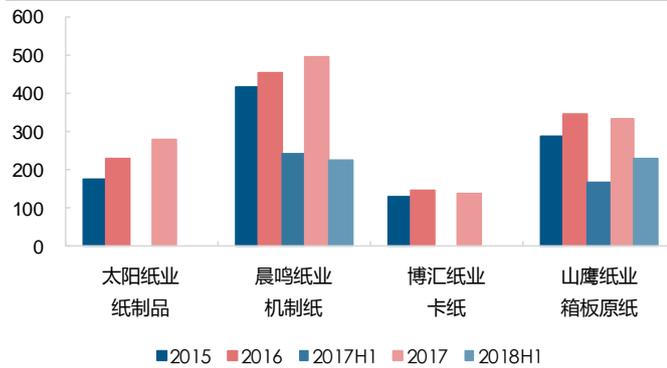
图 63: 造纸企业权益乘数



资料来源: Wind, 长江证券研究所

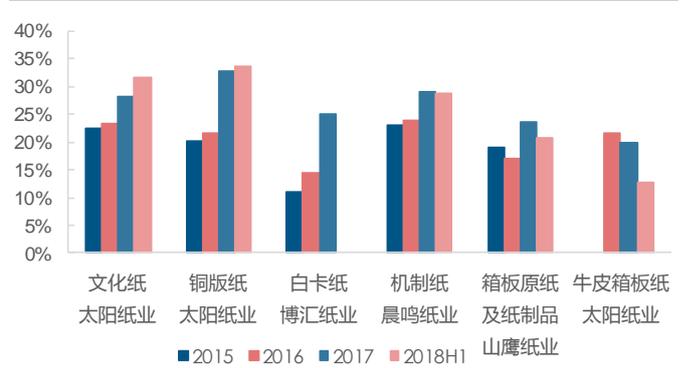
争夺海外资源, 太阳快人一步。未来纸企将加速拓展海外低价资源, 行业看点亦逐渐由存量供需改善带来的板块盈利弹性释放切换至掌控资源优势的龙头纸企加速集中度提升。目前太阳快人一步, 经历 10 余年深耕, 目前老挝基地已建成投产, 预计 2018-2020 年共计投产 40/80 万吨的废纸浆/箱板瓦楞, 携资源禀赋, 加速行业整合。

图 64: 造纸企业主要纸品销量 (万吨)



资料来源: 各公司公告, 长江证券研究所

图 65: 造纸企业主要纸品毛利率



资料来源: 各公司公告, 长江证券研究所

表 3: 造纸龙头海外浆/纸布局情况

企业	海外布局	产能	项目进程
太阳纸业	独资建设老挝项目 拟增资6.37亿美元, 用于在老挝投建120万吨造纸项目	30万吨化学浆, 10万公顷人工林 含一条40万吨再生浆板产线, 两条共80万吨 高档包装纸产线	已试运行 股东大会审议通过
玖龙纸业	拟出资1.75亿美元收购Rumford和Biron	Rumford和Biron均为林浆纸一体化工厂, 新增造纸产能89万吨, 新增纸浆产能52万吨	新已签订协议, 预期于2018年7月完成
理文造纸	越南理文 计划投资34亿美元在缅甸新建造纸厂	40万吨包装纸 -	2007年已成立, 2017年投产 -
山鹰纸业	参股芬兰北方生化公司 (Boreal Bioref Ltd.)	40万吨针叶浆	刚完成协议
中国纸业	俄罗斯项目	50万吨针叶浆	已签署项目谅解备忘录

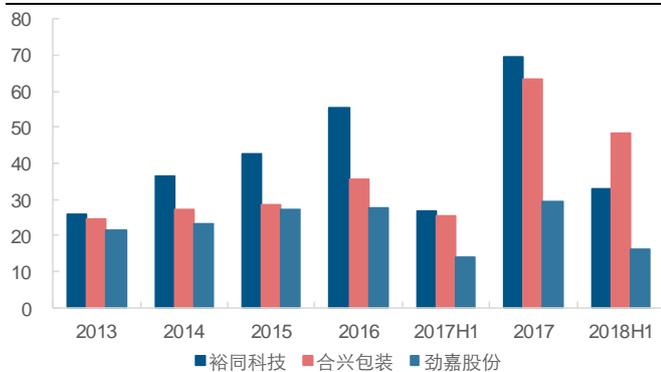
资料来源: 中国纸业网, 中国纸网, 各公司公告, 长江证券研究所

包装：关注收入增长和份额提升，龙头加速破局

2018H1 纸包装龙头在营收端体现出良好的增长势头，单 Q2 更是呈现环比提速态势。

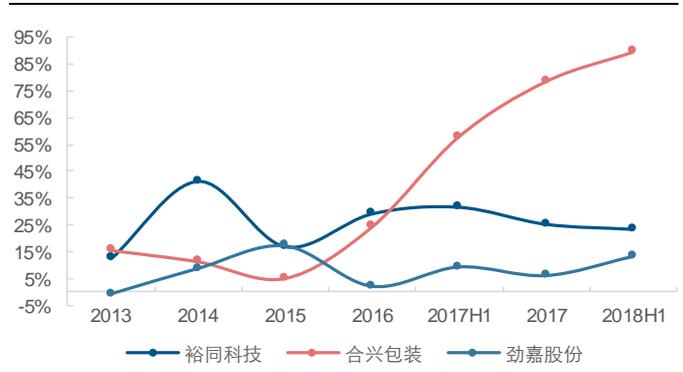
对比纸包装行业低个位数的整体增速水平，龙头加速提升份额的趋势愈加明显。上游瓦楞箱板大幅涨价，倒逼大量中小纸箱包装厂退出市场，在纸箱业务上龙头凭借区域规模优势为下游客户提供稳定供应，进而获得更多份额。因此从去年到今年，纸包装行业（尤以工业包装为例）呈现出龙头收入、份额快速成长。上半年，裕同科技/合兴包装/劲嘉股份实现营收 32.86/48.20/16.09 亿元，同增 23.48%/89.53%/13.14%。其中，单二季度，裕同科技/合兴包装/劲嘉股份营业收入 16.72/27.98/7.95 亿元，同比增长 31.46%/100.57%/18.84%；包装企业二季度收入增长提速明显，其中，合兴包装主因合众创亚并表以及高价纸带来的行业加速整合，裕同科技则更多受益于新拓展客户的放量，而劲嘉股份则因新品烟订单份额提升及大包装业务逐渐放量。

图 66：包装企业营收规模（亿元）



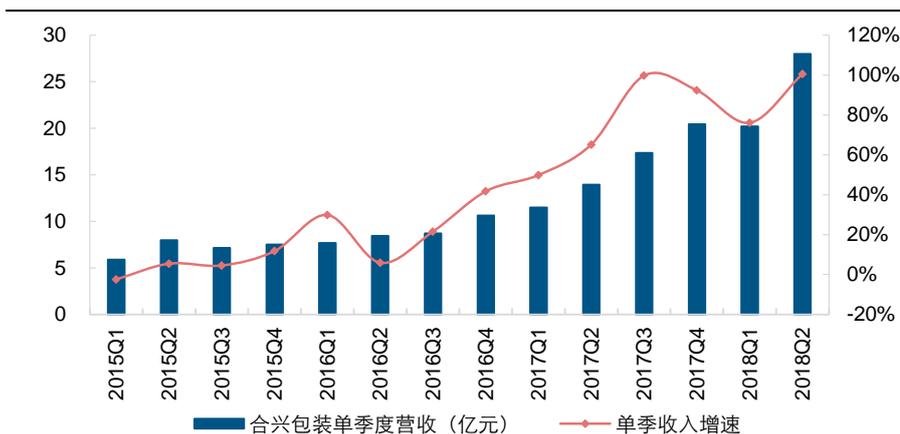
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 67：包装企业营收增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 68：合兴包装单季度收入增速



资料来源：长江证券研究所

净利润规模稳步增长，整体盈利能力暂承压。2018 年上半年，裕同科技/合兴包装/劲嘉股份实现归母净利润 2.66/4.10/3.79 亿元，相比去年同期变动 -14.49%/476.37%/25.06%，扣非后归母净利润同比变动 -30.60%/34.01%/24.80%。其中，单二季度，裕同科技/合兴包装/劲嘉股份归母净利润 1.27/3.60/1.66 亿元，同比变动 -14.88%/791.35%/30.52%，扣非后归母净利润为 1.23/0.47/1.52 亿元，同比变动

-7.43%/16.52%/24.31%。板块呈现出盈利增速慢于营收增速的特点，主因中游传导价格过程中因集中度低于上下游而让渡利益（产业链话语权）。

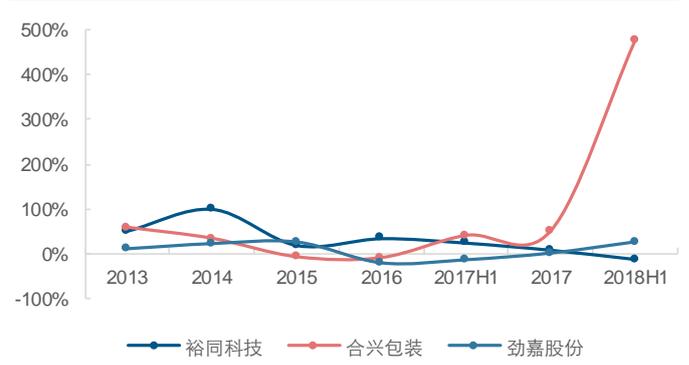
其中，合兴包装之所以扣非前后利润增速差异较大，主因并购产生的营业外收入（合并成本小于取得的可辨认净资产公允价值份额的金额）达 2.96 亿元，同时，当期亦产生商誉减值和投资收益 3228/1800 万元，若不考虑该影响，合兴归母净利润增速为 67%。

图 69：包装企业归母净利润规模（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 70：包装企业归母净利润增速



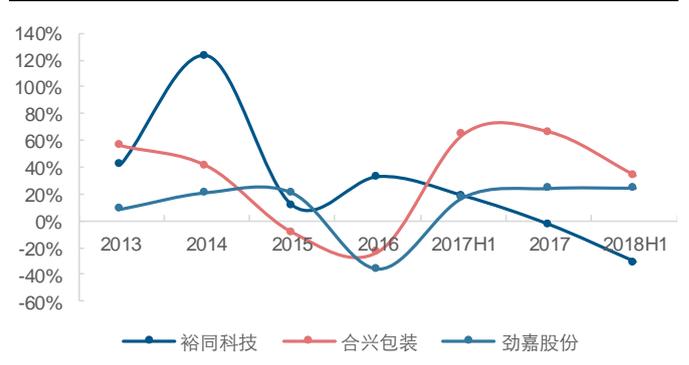
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 71：包装企业扣非归母净利润规模（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

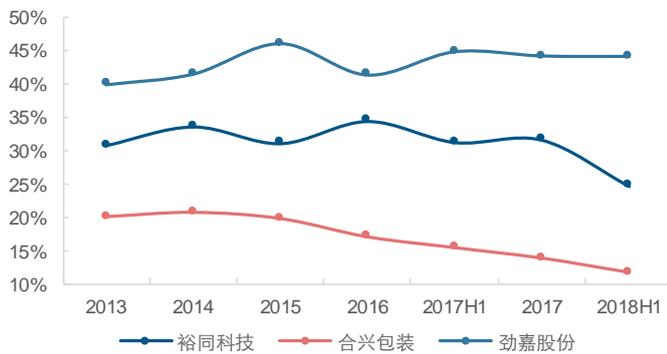
图 72：包装企业扣非归母净利润增速



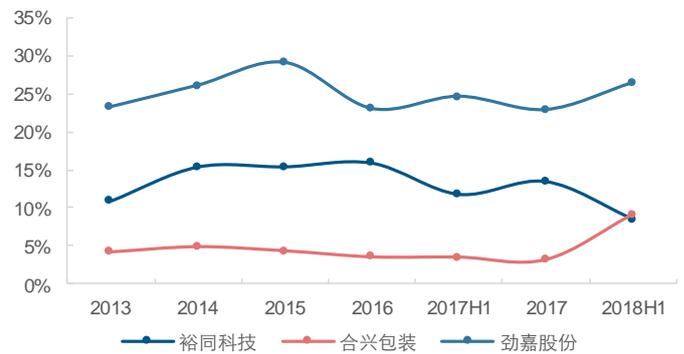
资料来源：Wind，长江证券研究所

盈利能力方面，劲嘉股份有所改善，合兴包装小幅下滑，裕同科技暂处底部。2018 年上半年裕同科技/合兴包装/劲嘉股份毛利率为 24.59%/11.68%/44.00%，同比变动 -6.60pct/-3.70pct/-0.68pct，净利率为 8.49%/9.07%/26.00%，同比变动 -3.25%/5.57%/2.00%。单二季度裕同科技/合兴包装/劲嘉股份毛利率 24.01%/11.62%/40.88%，同比变动 -7.15pct/-3.65pct/-4.98pct；净利率 8.25%/13.46%/23.92%，同比变动 -3.52pct/9.89pct/0.78pct。

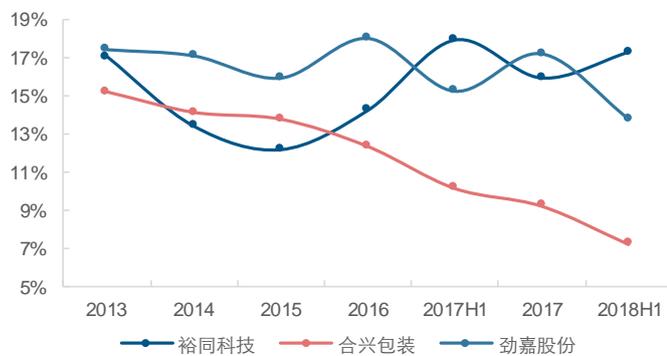
其中，裕同科技因高毛利的核心大客户占比下降，毛利率有所下滑；其还未走出消费电子客户的景气调整周期，未来（可能逐渐在明年改善）随着客户结构多元和优化，盈利端波动会逐步熨平。合兴包装受制于上游纸品涨价传导滞后的影响，毛利率小幅下滑。相比而言，劲嘉股份受益于行业上下游的稳定合作，大包装业务扭亏及内部经营管理改善，利润率有所提升。

图 73：包装企业毛利率


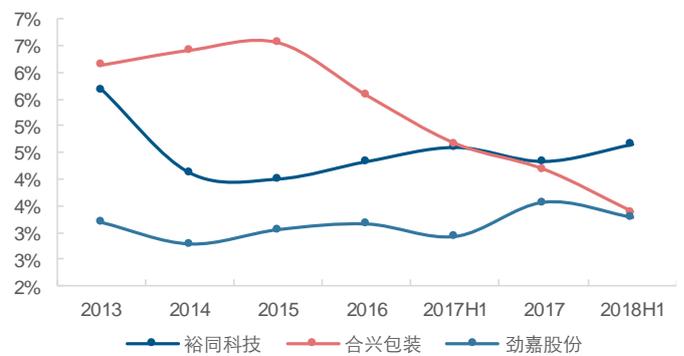
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 74：包装企业净利率


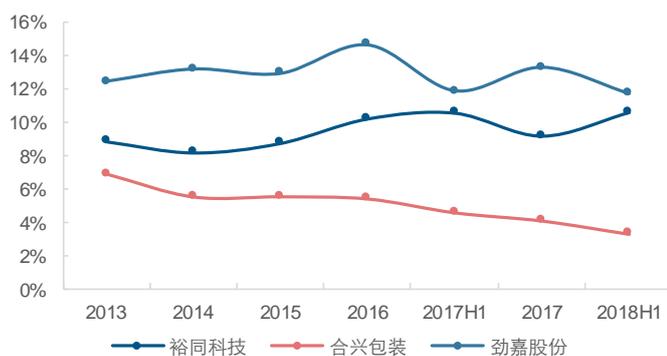
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 75：包装企业期间费用率


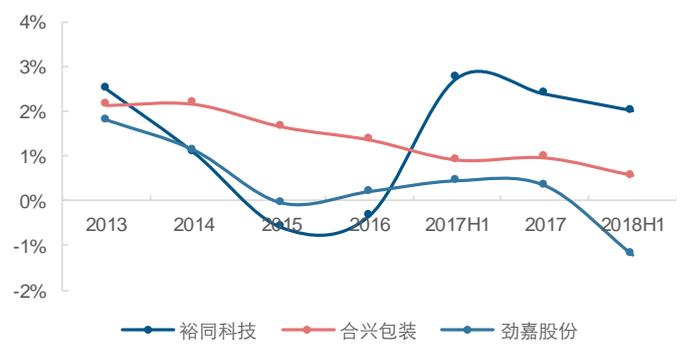
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 76：包装企业销售费用率


资料来源：Wind，长江证券研究所

图 77：包装企业管理费用率


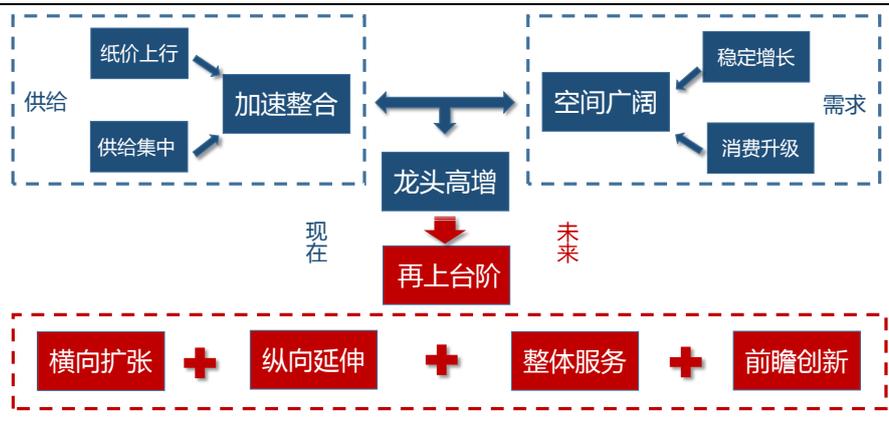
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 78：包装企业财务费用率


资料来源：Wind，长江证券研究所

趁势追击，“横、纵、整、新”包装龙头加速整合。国内纸包市场近万亿级规模，受益于消费升级及终端需求扩容，成长性无忧；目前国内集中度很低，参考美国包装巨头 Rock-Tenn 和 PCA 的发展路径，二者通过**横向**整合、**纵向**延伸以及优质的**整体**服务，实现快速成长，并阶段性获得估值溢价（详情请参阅我们前期发布的纸包装深度报告：空间广阔格局趋良，内外兼修龙头破局）。国内包装龙头在借鉴海外成功经验同时，亦结合当下信息时代背景，推出如包装云、智能包装等**新模式**和**新技术**，以加速行业整合，看好上市纸包装龙头步入快速成长通道。

图 79：纸包装行业的现在与未来



资料来源：长江证券研究所

表 4：借鉴海外经验，包装龙头加速行业破局

上市公司	横向扩张	纵向延伸	整体服务	前瞻创新
合兴包装	全国范围内拥有近30家生产基地，是瓦楞行业全国布点最多的企业；2018年6月完成对合众创业（亚洲）收购，迅速增强在东北、华东的市场布局	与上游大型纸企形成战略合作	智能包装集成服务（IPS）提供设计、采购、集成、运营一体化服务，凭借“合兴”强品牌效应，与诸多知名客户建立长期战略合作关系	2015年确定“百亿制造，千亿服务”的战略，2016年其包装产业供应链云平台PSCP联合包装网正式启动，2017年交易额同增近500%
裕同科技	全球范围内拥有15家生产基地，覆盖长三角、珠三角、越南、印度、香港、美国等地；2017年12月并购嘉艺包装以巩固在高端消费电子包装市场的竞争优势，收购武汉艾特拓展烟标市场	与上游大型纸企形成战略合作	长期为高端品牌客户提供包装整体解决方案，从创意设计、研发创新、生产到交付各环节均紧密围绕客户实际需求。例如环保纸托供应、第三方采购等	通过建立S2B平台进行行业整合，实现区域内合作共赢；成立印刷包装工程技术研发中心，二维码/可变信息码/RFID/AR等智能包装技术布局充分
劲嘉股份	先后入股包括安徽安泰、江西丰彩丽、重庆宏声等多家区域性烟标公司，切入安徽中烟、云南中烟、贵州中烟等国内优质客户资源	与上游大型纸企形成战略合作	为客户提供包括创意设计（例如茅台醇新品设计）、新材料开发、供应链金融、销售服务在内的包装整体解决方案	与华大北斗成立合资子公司，与中移物联网、西南集成等公司达成合作，推动芯片等前沿技术在包装上的应用
山鹰纸业	2017年先后收购北欧纸业、联盛纸业，进一步拖动海内外布局，扩大市场占有率，完善产品品种结构	拥有废纸收购、原纸生产、纸板/纸箱生产的完整产业链	提供从生产到产品流通到市场，包括包装供应、出口、咨询、全球物流供应在内的全流程全方位包装服务	2016年设立了国家级包装研究院和检测中心，建立了智能包装联合研发中心，筹建中国联合会智能包装专业委员会、中国智能包装研发中心等机构

资料来源：各公司公告，长江证券研究所

其他轻工消费：品牌的力量，稳健的成长

中顺洁柔：2018 年上半年，中顺洁柔实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 25.86/2.00/1.90 亿元，同比增长 21.80%/27.73%/30.54%；毛利率/净利率为 36.49%/7.73%，同比变动 0.33pct/0.36pct；单二季度，中顺洁柔实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 13.61/1.01/0.99 亿元，同比增长 24.78%/24.77%/31.96%。其中，**收入端**，受益于：1) 空白渠道的持续开拓，上半年累计开拓空白城市约 200 个 (+17%)，同时，公司对经销商实施精细化管控以提升渠道执行力，销量快速提升；2) 公司为应对浆价上行，对纸品价格进行提价；**盈利端**，因公司年初提价以及提前囤积低价库存，上半年毛利率相比去年同期上升 0.33pct，其背后反映的是公司强产品力以及管理层对市场敏锐判断力。生活用纸作为必选消费品，受益于渠道持续开拓和消费升级趋势延续，看好公司收入和利润增长延续。

晨光文具：上半年，公司实现营收/归母净利润/扣非净利润 37.87/3.75/3.41 亿元，同增 35.95%/29.61%/24.88%；其中，单 Q2 实现营收/归母净利润/扣非净利润 19.46/1.70/1.61 亿元，同增 41.81%/38.24%/37.49%。**营收端：**受益于渠道开拓、门店升级、品类推新，传统业务维持 16% 的稳健增长；新业务领域，公司科力普业务上半年同增 169% 至 9.62 亿元，且凭借产品力和强物流实力，成功进入北京行政事业单位、国税系统、大唐集团等国家机关及央企采购目录；零售大店同增 39% 至 1.18 亿元，相比去年同期，上半年公司新开近 30 家直营大店至 200 家，同增 18%，目前公司将重心放在九木杂物社，力图通过店铺升级、产品优化等方式，带来客单和客流提升。**盈利端：**因低毛利的科力普业务占比提升，公司整体业务毛利率/净利率相比去年同期下降 0.98pct/0.16pct 至 25.60%/9.91%。

图 80：中顺洁柔营收及其增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

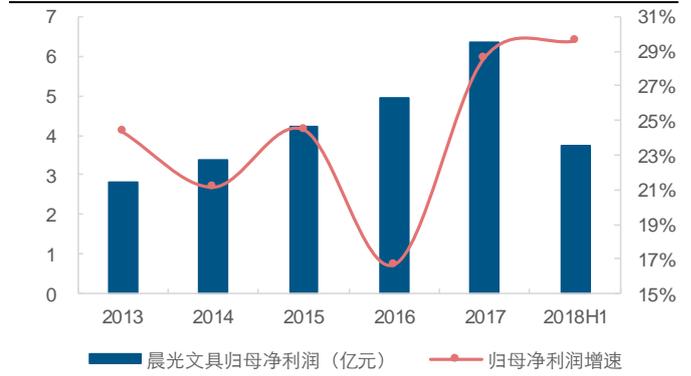
图 81：晨光文具营收及其增速



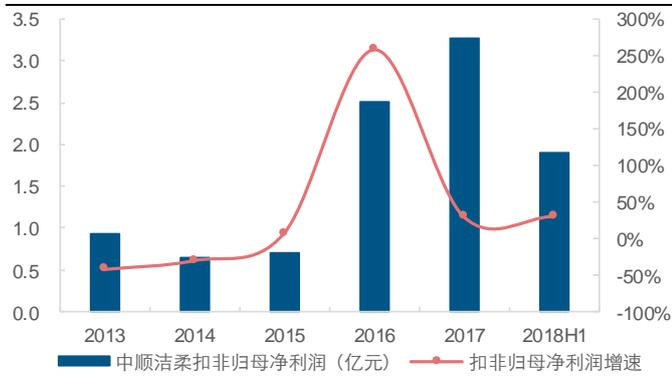
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 82: 中顺洁柔归母净利润及其增速


资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 83: 晨光文具归母净利润及其增速


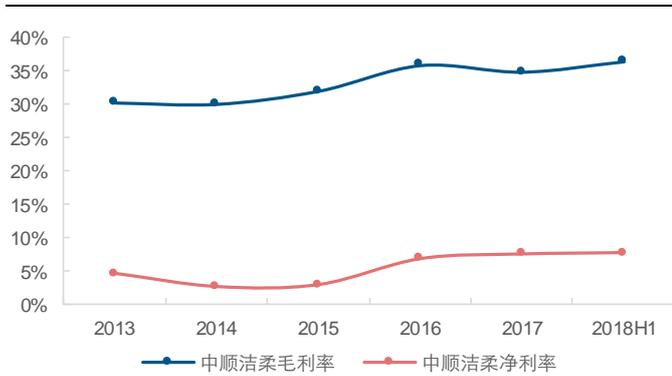
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 84: 中顺洁柔扣非归母净利润及其增速


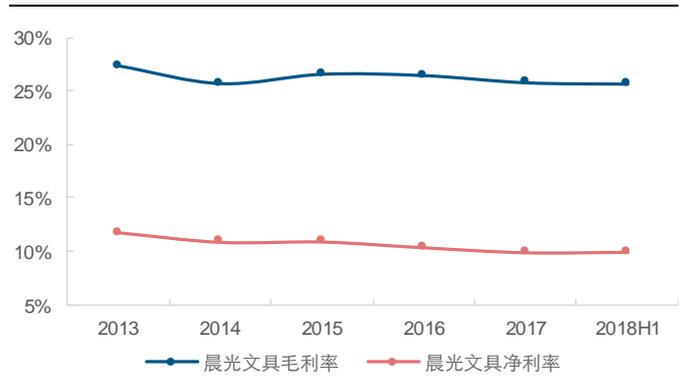
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 85: 晨光文具扣非归母净利润及其增速


资料来源: Wind, 长江证券研究所

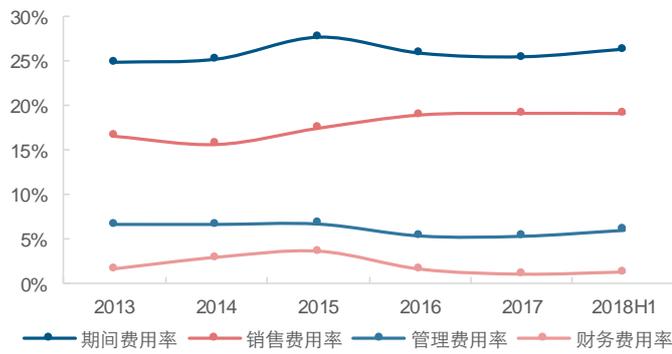
图 86: 中顺洁柔毛利率/净利率


资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 87: 晨光文具毛利率/净利率


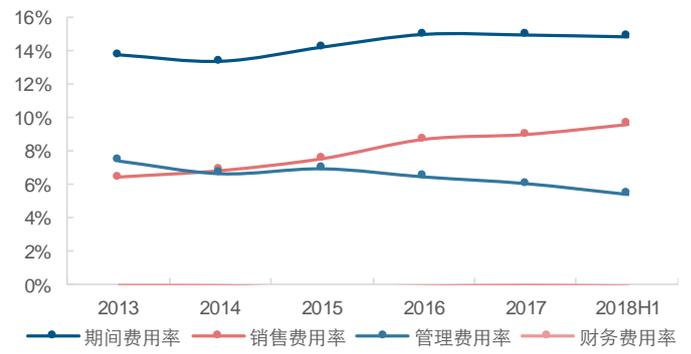
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 88: 中顺洁柔费用率



资料来源: Wind, 长江证券研究所

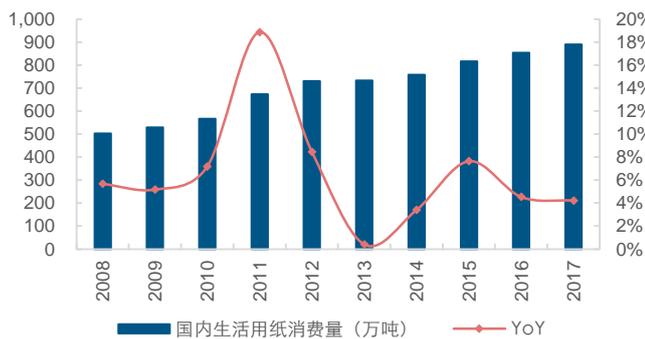
图 89: 晨光文具费用率



资料来源: Wind, 长江证券研究所

在宏观经济预期疲软的背景下, 轻工必选、可选消费品牌龙头持续展现出成长韧性。而不论是生活用纸, 还是文具等日用轻工消费品, 目前依然呈现出市场空间尚大而市占率较低的特点。洁柔、晨光等品牌龙头公司有望通过渠道、品类扩张进一步引领行业集中度提升; 并且从投资维度, 下半年在 CPI 上行预期下, 二者亦有望继续享受估值溢价。

图 90: 国内生活用纸行业消费量



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 91: 社会消费品零售总额



资料来源: Wind, 长江证券研究所

行业可能面临的风险

造纸行业: 国内环保放松, 复工和扩产带来供给大幅增加; 经济周期下行, 带来用纸需求下降; 人民币持续贬值、中美贸易摩擦升级, 带来进口原材料(废纸/木浆)成本提升;

家具行业: 受地产下行风险, 家具需求增速放缓; 中美贸易摩擦升级带来出口海外家具产品竞争力下降; 人民币贬值带来外购原材料(牛皮等)成本提升;

包装行业: 原材料价格持续上行, 行业盈利承压; 国内经济下行, 包装需求下滑;

消费轻工: 经济下行, 影响终端需求; 行业竞争加剧, 企业盈利承压; 人民币贬值, 依赖海外原材料企业(如生活用纸)成本承压; 受中美贸易摩擦影响, 外销型品类需求受限。

投资策略

造纸：造纸逐步进入提价旺季，APP 计划 9 月 1 日起上调铜版纸价 200 元/吨；太阳纸业/晨鸣纸业/博汇纸业计划 8 月 30 日起上调白卡纸价 200 元/吨，提价行情持续兑现。提价在一定程度上缓解市场对成本、汇率等负面因素的担忧；从上半年情况来看，纸企盈利加速分化，原料资源优者胜出，继续推荐具备稳定成长能力的太阳纸业（资源型一体化龙头，PE8 倍近历史底部）。

包装：去年至今，纸包装行业在高价原料的推动下出现加速整合的趋势，推动营收和利润高增；18Q1~Q2 龙头景气逐季向上的趋势进一步明朗，下半年旺季有望继续实现高速增长，引领行业集中度提升。借鉴国际经验，纸包行业的高速整合期，龙头的 PE 水平可阶段性提升在 25~30X 左右，近期继续重点推荐。

家居：中报收官，前期我们所提到的地产周期、精装及整装等市场环境的变化有所体现，不过细分龙头在品类红利带动渠道红利，以及加大前端截流力度的拉动下，H1 整体营收大部分觅得 20%+ 增长。当前家居行业市占率提升的主逻辑依然清晰，行业波动期积极提炼内功的企业有望加速胜出，中期配置价值愈加凸显。短期增速波动对估值有一定压制，中线维度建议左侧逐步布局估值相对合理的一线家居品牌以及低估值的反转型公司。

消费轻工：内销为主的轻工日用消费龙头配置价值凸显，整个上半年成长稳健性凸显，下半年在 CPI 上行预期下亦相对受益。中顺洁柔中长期管理、渠道持续改善，中报后股价波动不改成长预期，新品新棉初白顺利推出带来品类扩张逻辑，建议增配。晨光文具在精品文创生活、大办公一体化和新零售等业务稳健向上，中报略超预期，作为文具绝对品牌龙头持续享受估值溢价。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。