

轻工制造

 轻工行业 2018 年中报总结
 包装布局窗口开启，造纸家居还看龙头

评级：增持（维持）

分析师：蒋正山

执业证书编号：S0740518070009

Email: jiangzs@r.qlzq.com.cn

分析师：徐稚涵

执业证书编号：S0740518060001

Email: xuzh01@r.qlzq.com.cn

联系人：郭美鑫

Email: guomx@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	120
行业总市值(百万元)	984947.440
行业流通市值(百万元)	613276.701

行业-市场走势对比

相关报告
重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E		
欧派家居	95.51	3.09	4.05	5.35	6.71	34.0	23.6	17.9	14.2	0.8	增持
晨光文具	30.8	0.69	0.89	1.12	1.42	35.8	34.6	27.5	21.7	1.2	买入
裕同科技	48.26	2.33	2.3	3.05	3.93	20.6	21.0	15.8	12.3	-	买入
志邦股份	34.23	1.46	1.96	2.56	3.33	25.1	17.5	13.4	10.3	0.5	买入
顾家家居	50.2	1.99	2.41	3.15	4.04	31.2	20.8	15.9	12.4	0.8	增持

备注：

投资要点

- 轻工制造行业中报总结：造纸利润一枝独秀，板块估值持续下行。2018H1 轻工制造行业上市公司实现主营业务收入 2314 亿元，同比增长 20.3%。家用轻工、造纸、包装印刷板块 2018H1 营收分别增长 22.6%、20.7%、16.7%。同期轻工制造行业上市公司合计实现归母净利润 171.7 亿元，同比增长 11.6%，其中造纸板块增速达 28.7%，领跑轻工制造行业。家用轻工板块和包装印刷板块增速分别为 -0.9% 和 7.7%。分季度看，Q1/Q2 轻工制造行业营收增速分别为 22.7% 和 18.2%，收入端环比与同比均放缓。子板块中除造纸外均出现二季度收入增速环比下滑情况。Q1/Q2 轻工制造行业归母净利润增速分别为 13.8% 和 10%。其中家用轻工板块二季度净利润增速大幅下滑，包装印刷和造纸板块增速环比均有提升。估值方面，轻工各板块整体呈现出估值中枢下移的情况，当前轻工行业 PE (ttm) 为 19.8 倍，去年同期为 33.6 倍，各子板块均呈现估值中枢下行情况。**
- 家居：定制、软体、成品、工装四大板块变动明显。1) 定制板块：二季度收入显著下滑的情况下，盈利增长好于市场预期。一二线新房销售承压及行业流量争夺加剧使得定制板块出现明显的需求变化、渠道变化及业务结构变化。2) 软体板块：内销高增长，外销受竞争加剧影响毛利率普遍下滑，我们认为下半年软体家居成本端压力将有望缓解，内销进一步受益，外销受贸易摩擦影响或将短期承压。3) 成品板块：从业绩来看受地产影响较小，同时龙头企业领先身位较大，行业格局清晰。建议关注成品家居价格带及渠道下沉带动的业绩放量。4) 工装板块：工装家居企业显著受益于精装房政策及地产集中度提升，业绩优于家居行业整体表现。我们认为家居市场份额向工程渠道转移，大市场有望孕育大龙头，建议关注客户结构优异，具备客户粘性的工装家居企业。**
- 造纸：行业红利减弱，关注龙头优势。我们认为相较 2016 年起由供给侧改革导致的纸价上行而言，本轮成本支持下的纸价高企效应正边际减弱。分纸种看，文化纸和包装纸核心威胁分别来自需求下行和新增产能投放加速。另一方面，资源禀赋优势将成为造纸企业核心竞争优势来源。浆成本控制能力和外废配额获取能力分别是文化纸和包装纸超额利润的核心来源。建议关注文化纸龙头太阳纸业，箱板瓦楞纸龙头山鹰纸业。**
- 包装：盈利能力拐点渐现，大包装时代将临。包装行业下游客户呈现多极化趋势，烟酒、消费电子、化妆品、医药包装等正逐步构筑高端包装需求来源。纸包装行业格局分散，相较发达国家市场而言，我国纸包装市场集中度提升大势所趋。此外，上游原材料利空因素的逐步平滑有望为包装行业带来盈利拐点驱动力。建议关注高端包装龙头裕同科技，大包装+大健康双轮驱动龙头劲嘉股份。**
- 日化：国产化妆品有望受益，关注长期成长能力。化妆品行业有望在 2017-2021 年保持 7.8% 的年复合增速。另一方面，7 月社会消费品零售总额增速出现大幅下跌，我们认为有望催生化妆品行业消费风格的转化。相较高端国际品牌而言，定位清晰且具备性价比优势的国产品牌有望受益。建议关注产品定位明确，线上逐步发力，单品牌店布局成效初显的国产化妆品标的珀莱雅。**
- 风险提示：原材料价格上涨风险，地产景气程度下滑风险。**

内容目录

中报业绩回顾：造纸利润领涨，估值持续下行	- 5 -
轻工行业中报业绩回顾：收入平稳增长，利润分化明显	- 5 -
盈利能力分析：毛利率小幅波动，净利率同比下滑	- 6 -
板块估值分析：中枢持续下行	- 8 -
市场表现分析：各板块整体低迷，龙头表现普遍优于大市	- 8 -
板块回顾与展望：地产下行家居承压，造纸拐点包装受益	- 10 -
定制板块：地产低谷下需求端承压，客户、业务结构变化显著	- 10 -
软体板块：内销外销两重天，成本端压力有望缓解	- 13 -
成品板块：地产压力较小，行业格局明朗	- 14 -
工装板块：业绩增长具备确定性，需求转移下的新兵家必争地	- 15 -
造纸板块：周期红利减弱，龙头优势不改	- 16 -
包装印刷板块：拐点渐现，多元化趋势不改	- 20 -
日化板块：消费下行对国产化妆品并非利空	- 22 -
核心标的概览	- 22 -
重点覆盖公司中报业绩一览	- 23 -
重点公司中报点评集锦	- 23 -
风险提示	- 24 -
原材料价格上涨风险	- 24 -
地产景气程度下滑风险	- 24 -

图表目录

图表 1：轻工及二级子板块主营业务收入增速	- 5 -
图表 2：轻工及二级子板块归母净利润增速	- 5 -
图表 3：轻工及二级子板块分季度收入增速	- 6 -
图表 4：轻工及二级子板块分季度归母净利润增速	- 6 -
图表 5：轻工及二级子板块单季度毛利率	- 7 -
图表 6：轻工及二级子板块单季度净利率	- 7 -
图表 7：轻工及二级子板块单季度三费占比	- 7 -
图表 8：轻工及二级子板块单季度销售费用占比	- 7 -
图表 9：轻工及二级子板块单季度管理费用占比	- 7 -
图表 10：轻工及二级子板块单季度财务费用占比	- 7 -
图表 11：轻工及二级子板块 PE (ttm) 变动趋势	- 8 -
图表 12：家具板块 (SW 分类) 指数表现	- 8 -
图表 13：家具板块 (SW 分类) 年初至今涨跌幅	- 8 -
图表 14：28 家家企业股价年初至今涨跌幅 (截止 9 月 3 日)	- 9 -
图表 15：造纸板块 (SW 分类) 指数表现	- 9 -
图表 16：造纸板块 (SW 分类) 年初至今涨跌幅	- 9 -

图表 17: 21 家造纸企业股价年初至今涨跌幅 (截止 9 月 3 日)	- 9 -
图表 18: 包装印刷板块 (SW 分类) 指数表现	- 10 -
图表 19: 包装印刷板块 (SW 分类) 年初至今涨跌幅	- 10 -
图表 20: 34 家包装印刷企业股价年初至今涨跌幅 (截止 9 月 3 日)	- 10 -
图表 21: 8 家定制家居企业单季度营收及归母净利润增速对比	- 11 -
图表 22: 8 家定制家居企业预收账款 (亿元) 对比	- 11 -
图表 23: 尚品宅配 2018H1 客户结构对比	- 12 -
图表 24: 索菲亚全国客户结构变动	- 12 -
图表 25: 索菲亚终端门店商圈结构 (2018H1)	- 12 -
图表 26: 2018H1 定制家居企业净开店情况	- 12 -
图表 27: 定制家居企业大宗业务维持高增速 (亿元)	- 13 -
图表 28: 欧派家居整装业务收入情况 (万元)	- 13 -
图表 29: 全国商品房销售面积 (万方) 及增速	- 13 -
图表 30: 全国房屋新开工面积 (万方) 及增速	- 13 -
图表 31: A 股软体家居公司单季度营收及归母净利润增速对比	- 14 -
图表 32: 软体企业外销毛利率下滑明显 (亿元)	- 14 -
图表 33: TDI 价格回落 (元/吨)	- 14 -
图表 34: A 股成品家居企业单季度营收及归母净利润增速对比	- 15 -
图表 35: 美克家居加盟业务高增长 (亿元)	- 15 -
图表 36: 美克家居渠道结构开始下沉 (家)	- 15 -
图表 37: A 股工装家居公司单季度营收及归母净利润增速对比	- 15 -
图表 38: 我国房地产行业集中度	- 16 -
图表 39: 地产 50 强占精装房市场份额	- 16 -
图表 40: 文化纸价格走势	- 17 -
图表 41: 文化纸需求增速放缓	- 17 -
图表 42: 木浆价格高位震荡 (美元/吨)	- 17 -
图表 43: 文化纸行业集中度更高	- 17 -
图表 44: 箱板瓦楞纸新增产能加速投放 (万吨)	- 18 -
图表 45: 各纸种开工率走势 (%)	- 18 -
图表 46: 包装纸及废纸库存变动 (天)	- 18 -
图表 47: 包装纸市场价走势	- 18 -
图表 48: 我国累计进口废纸数量	- 18 -
图表 49: 国废黄板纸价格走势	- 18 -
图表 50: 关键纸种分季度吨毛利情况 (元)	- 19 -
图表 51: 自制浆成本优势显著	- 19 -

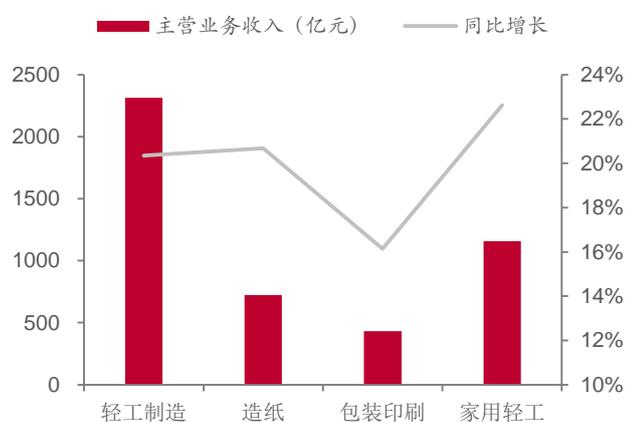
图表 52: 内外废价差走势.....	- 19 -
图表 53: 造纸行业龙头企业收入与归母净利润单季度增长趋势	- 19 -
图表 54: 包装印刷行业龙头企业收入与归母净利润单季度增长趋势	- 20 -
图表 55: 高端包装下游需求测算.....	- 21 -
图表 56: 我国纸包装行业集中度提升空间较大.....	- 21 -
图表 57: 近年造纸与包装板块毛利率呈反向关系	- 21 -
图表 58: 化妆品行业市场规模.....	- 22 -
图表 59: 社会消费品零售名义、实际增速	- 22 -
图表 60: 重点覆盖公司中报业绩一览表.....	- 23 -

中报业绩回顾：造纸利润领涨，估值持续下行

轻工行业中报业绩回顾：收入平稳增长，利润分化明显

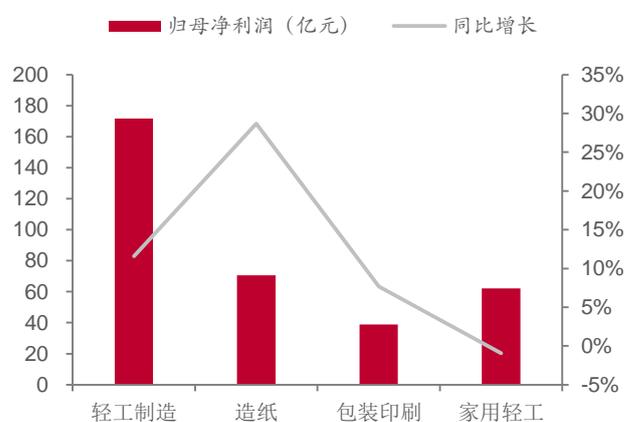
- 业绩回顾：收入增长双引擎，利润造纸一枝独秀。**2018H1 轻工制造行业上市公司实现主营业务收入 2314 亿元，同比增长 20.3%。其中家用轻工、造纸和包装印刷板块占比分别为 50%、31.2%和 18.6%。从子版块表现看，家用轻工板块 2018H1 营收增长 22.6%，造纸板块营收增长 20.7%，包装印刷板块营收增速为 16.7%。同期轻工制造行业上市公司合计实现归母净利润 171.7 亿元，同比增长 11.6%，其中造纸板块高景气行情得以延续，归母净利润增速达 28.7%，领跑轻工制造行业。家用轻工板块和包装印刷板块归母净利润增速分别为-0.9%和 7.7%。

图表 1：轻工及二级子板块主营业务收入增速



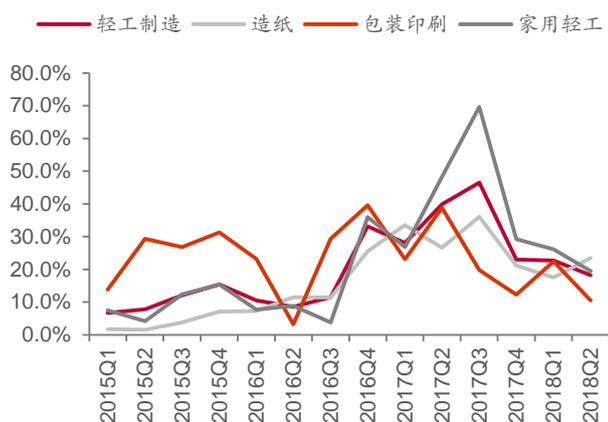
来源：wind、中泰证券研究所

图表 2：轻工及二级子板块归母净利润增速

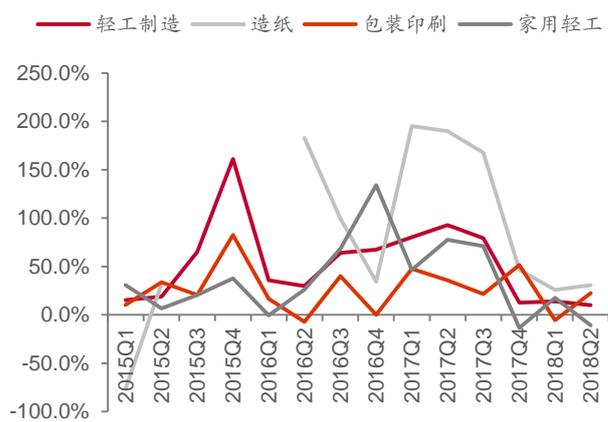


来源：wind、中泰证券研究所

- 季度趋势分析：二季度收入增速放缓，家用轻工盈利大幅下滑。**分季度看，Q1/Q2 轻工制造行业营收增速分别为 22.7%和 18.2%，收入端环比与同比均放缓（2017Q1/Q2 营收增速分别为 28.1%和 39.9%）。从子版块表现看，家用轻工板块 Q1/Q2 营收增速分别为 26.2%和 19.5%，对标去年同期 26.8%/48.3%的收入增速，板块二季度营收表现明显大幅下行。包装印刷板块呈现类似趋势，Q1/Q2 营收增速分别为 22.5%和 10.6%，去年 Q1/Q2 增速分别为 23.1%和 38.8%。造纸板块 Q1/Q2 增速分别为 17.5%/23.5%，去年同期增速分别为 33.6%/26.6%，营收增速虽同比放缓，但环比呈现提升趋势，我们认为主要是受益于二季度废纸受限推高原材料价格，从而支撑纸价所致。
- 从利润端表现看，Q1/Q2 轻工制造行业归母净利润增速分别为 13.8%和 10%。**二季度利润增速下降主要受家用轻工子版块拖累。家用轻工板块 Q1/Q2 净利润增速分别为 17.5%/-11%，二季度盈利能力大幅下滑。包装印刷板块一、二季度净利润增速分别为-5.7%和 22.3%，净利润边际改善效果显著。造纸板块 Q1/Q2 净利润增速则分别为 25.8%和 30.9%，行业景气红利得以延续。

图表 3: 轻工及二级子板块分季度收入增速


来源: wind、中泰证券研究所

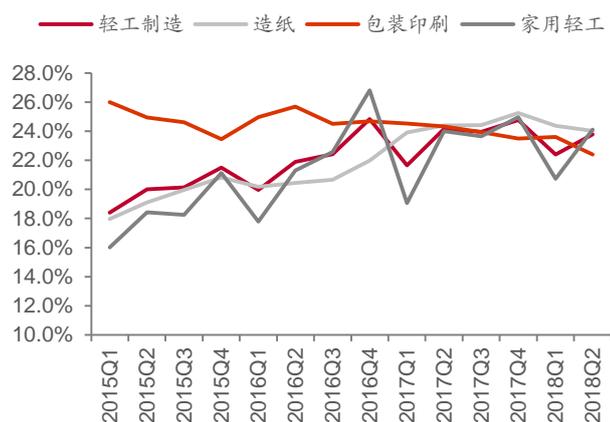
图表 4: 轻工及二级子板块分季度归母净利润增速


来源: wind、中泰证券研究所 注: 2015Q3-2016Q1 造纸板块异常值未显示

盈利能力分析: 毛利率小幅波动, 净利率同比下滑

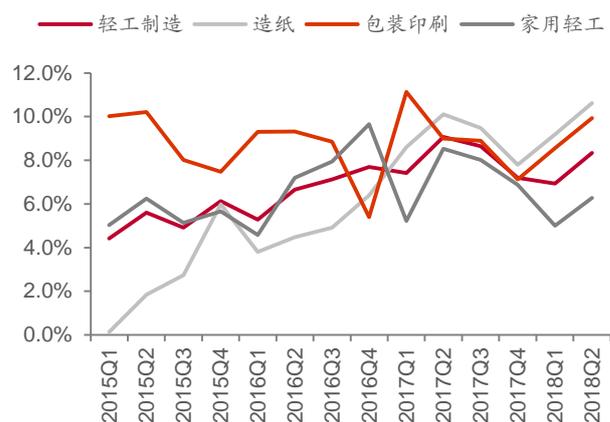
- 毛利率: 家用轻工略有改善, 包装印刷持续下行。轻工制造板块 Q1/Q2 毛利率分别为 22.4%/23.8%, 去年同期毛利率分别为 21.7%/24.2%, 二季度毛利率环比提升幅度收窄。分子版块看, 家用轻工板块 Q1/Q2 毛利率为 20.7%/24.1%, 较去年同期的 19%/24%略有改善。造纸板块 Q1/Q2 毛利率分别为 24.4%/24%, 去年同期为 23.9%/24.4%, 半年度综合毛利率同比持平, 但今年二季度毛利率略有下滑。包装印刷板块 Q1/Q2 毛利率为 23.6%/22.4%, 自 2016Q4 以来毛利率持续下滑势头依然在延续, 我们认为与纸价高位有关。**
- 三费: 家用轻工同比大增。轻工制造板块 Q1/Q2 三费占营收比重为 14.3%/14.2%, 较去年同期分别提升 0.9pct 和 0.1pct。其中家用轻工板块三费上行最为明显, Q1/Q2 三费占营收比重为 14.8%/16%, 同比提升 2.1pct 和 1.3pct, 其中销售费用同比提升 0.9pct/1.1pct, 应与行业竞争加剧有关。管理费用同比提升 0.9pct/1pct。包装印刷板块 Q1/Q2 三费占营收比为 14.2%/12.2%, 同比下降 0.2pct/1.6pct。造纸板块三费占比则为 13.4%/12.5%, 同比下降 0.4pct/0.9pct。**
- 净利率同比下滑, 二季度有所改善。轻工制造板块 Q1/Q2 净利率分别为 6.9%/8.3%, 较去年同期分别下降 0.5pct/0.8pct。其中家用轻工板块 Q1/Q2 净利率分别为 5%/6.3%, 同比下降 0.2pct/2.2pct, 二季度净利率同比大幅下滑。包装印刷板块按季度表现明显分化, Q1/Q2 净利率分别为 8.6%/9.9%, 较去年同期的 11.1%/9%呈现反向变动趋势。造纸板块净利率同比小幅上涨, Q1/Q2 净利率分别为 9.2%/10.6%, 同比提升 0.6pct 和 0.5pct。**

图表 5: 轻工及二级子板块单季度毛利率



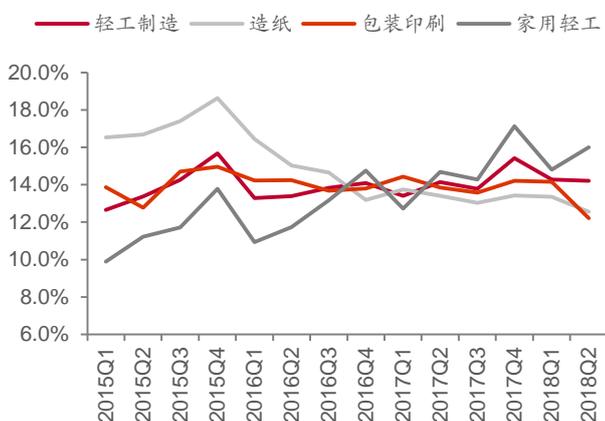
来源: wind、中泰证券研究所

图表 6: 轻工及二级子板块单季度净利率



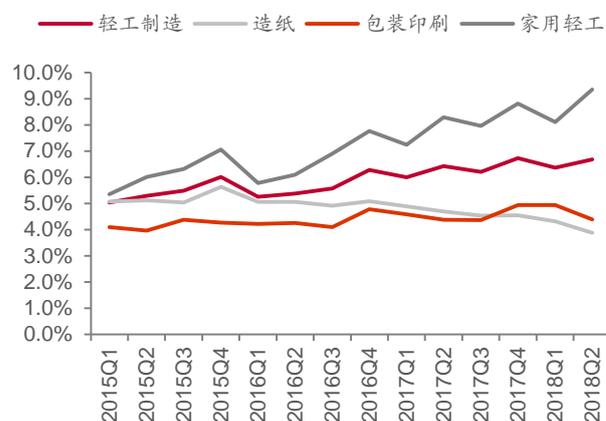
来源: wind、中泰证券研究所

图表 7: 轻工及二级子板块单季度三费占比



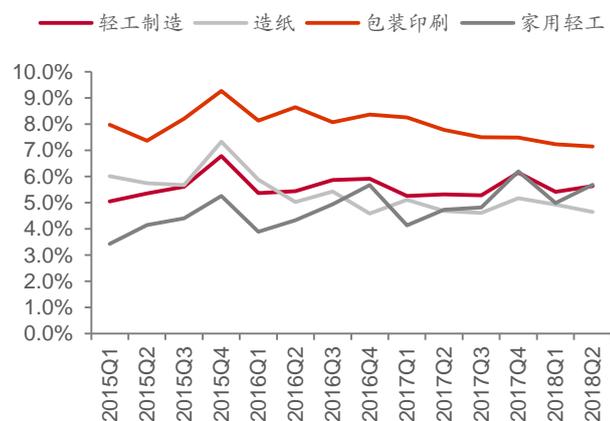
来源: wind、中泰证券研究所

图表 8: 轻工及二级子板块单季度销售费用占比



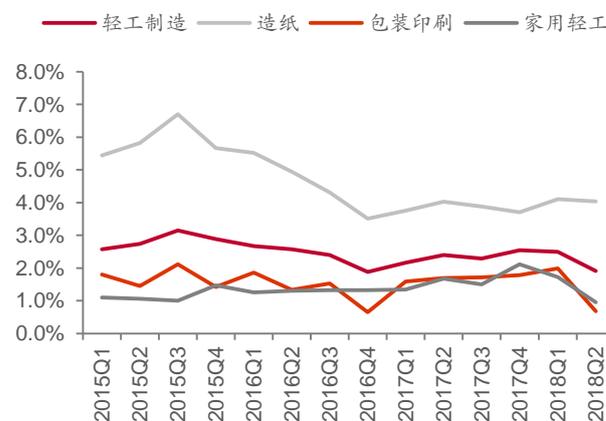
来源: wind、中泰证券研究所

图表 9: 轻工及二级子板块单季度管理费用占比



来源: wind、中泰证券研究所

图表 10: 轻工及二级子板块单季度财务费用占比

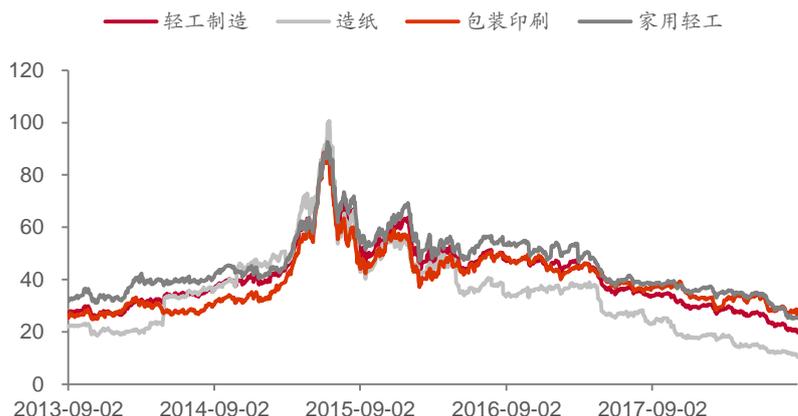


来源: wind、中泰证券研究所

板块估值分析：中枢持续下行

- **估值分析：板块估值持续下滑。**轻工各板块整体呈现出估值中枢下移的情况，自2015年牛市结束后板块市盈率持续走低，2018H1受大盘整体低迷影响板块估值延续下滑态势。**当前轻工行业PE(ttm)为19.8倍，去年同期为33.6倍，当前板块PE(ttm)是近五年的最低水平。**从子版块看，**家用轻工板块PE(ttm)由去年同期的38倍降至25倍，造纸板块由23倍降至10倍，包装印刷板块由37倍降至26倍。**

图表 11：轻工及二级子板块 PE (ttm) 变动趋势



来源：wind、中泰证券研究所

市场表现分析：各板块整体低迷，龙头表现普遍优于大市

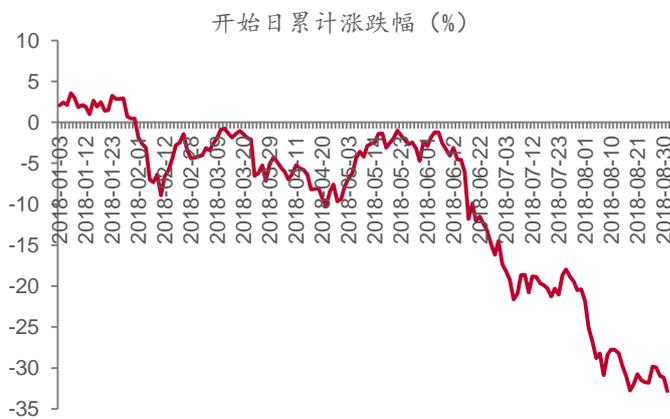
- **家居板块：年初至9月3日，申万三级子版块家具板块累计下跌32.81%，大幅下跌集中在6月至今的时间区间，国内房地产市场承压及国外市场贸易摩擦带来的悲观预期均对板块造成压制。**对比28家家居公司年初至今涨跌幅，客户结构优异且具有一定粘性的工装家居企业帝欧家居、定制龙头尚品宅配、价格带和渠道下沉带动业绩放量的成品龙头美克家居以及内部管理优异、软体大家居开展顺利的软体龙头顾家家居位居前列。

图表 12：家具板块 (SW 分类) 指数表现



来源：wind、中泰证券研究所

图表 13：家具板块 (SW 分类) 年初至今涨跌幅



来源：wind、中泰证券研究所

图表 14: 28 家居企业股价年初至今涨跌幅 (截止 9 月 3 日)

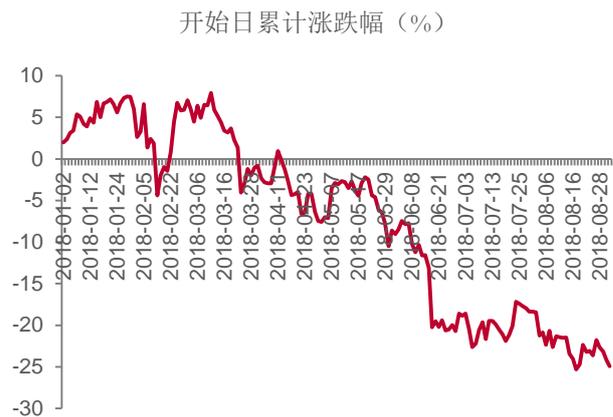
排名	简称	年初至今涨跌幅 (%)	排名	简称	年初至今涨跌幅 (%)	排名	简称	年初至今涨跌幅 (%)
1	亚振家居	15.4	11	乐歌股份	-24.72	21	皮阿诺	-43.77
2	帝欧家居	-0.93	12	好莱客	-26.08	22	江山欧派	-44.08
3	尚品宅配	-4.91	13	好太太	-26.82	23	曲美家居	-46.03
4	美克家居	-8.9	14	德尔未来	-31.36	24	永艺股份	-47.65
5	顾家家居	-13.78	15	我乐家居	-32.85	25	恒林股份	-48.1
6	喜临门	-14.7	16	志邦家居	-33.11	26	金牌厨柜	-51.1
7	中源家居	-16.86	17	大亚圣象	-38.3	27	浙江永强	-51.13
8	欧派家居	-18.4	18	宜华生活	-39.05	28	永安林业	-60.73
9	威华股份	-20.11	19	索菲亚	-39.13			
10	菲林格尔	-24.7	20	梦百合	-42.97			

来源:wind、中泰证券研究所

- **造纸板块:**年初至 9 月 3 日,申万三级子版块造纸板块累计下跌 29.43%,大盘低迷及造纸业二季度处于淡季是造纸板块市场表现承压的核心原因。对比 21 家造纸公司年初至今涨跌幅来看,具备资源禀赋优势,内生增长动力强劲的龙头企业太阳纸业、山鹰纸业等表现优于大市。

图表 15: 造纸板块 (SW 分类) 指数表现


来源: wind、中泰证券研究所

图表 16: 造纸板块 (SW 分类) 年初至今涨跌幅


来源: wind、中泰证券研究所

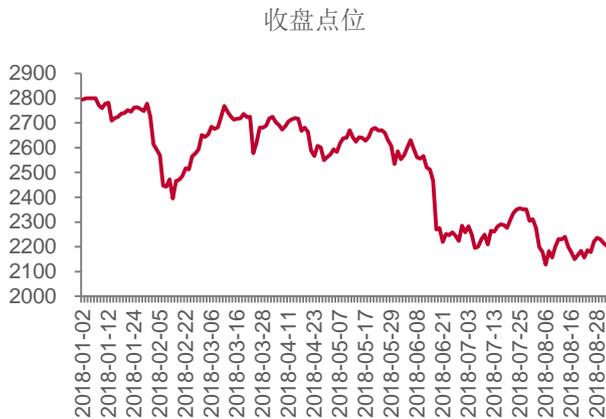
图表 17: 21 家造纸企业股价年初至今涨跌幅 (截止 9 月 3 日)

排名	简称	年初至今涨跌幅 (%)	排名	简称	年初至今涨跌幅 (%)	排名	简称	年初至今涨跌幅 (%)
1	仙鹤股份	5.62	8	青山纸业	-20.27	15	博汇纸业	-33.33
2	集友股份	1.13	9	华泰股份	-23.8	16	景兴纸业	-36.97
3	安妮股份	-3.62	10	岳阳林纸	-24.04	17	晨鸣纸业	-37.71
4	太阳纸业	-6.93	11	恒丰纸业	-24.31	18	凯恩股份	-42.61
5	山鹰纸业	-9.9	12	宜宾纸业	-26.63	19	美利云	-42.85
6	中顺洁柔	-10.78	13	民丰特纸	-28.94	20	银鸽投资	-46.38
7	冠豪高新	-14.45	14	齐峰新材	-32.01	21	荣晟环保	-59

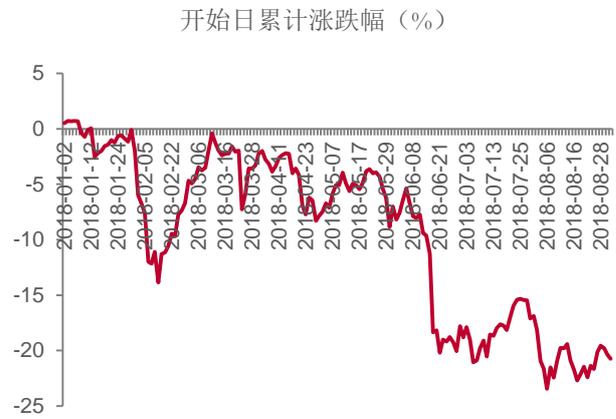
来源:wind、中泰证券研究所

- **包装印刷板块:**年初至 9 月 3 日,申万三级子版块包装印刷板块累计下跌 20.74%,虽经 2 月反弹和后续盘整,板块指数自 6 月起再度大幅下滑。对比 34 家包装印刷公司年初至今涨跌幅来看,具备业绩成长确定性的龙头如合兴包装,逆势取得良好的市场表现。同时,具备多元化客

户结构，明确经营战略的包装行业龙头如裕同科技、劲嘉股份等，综合表现优于大市。

图表 18: 包装印刷板块 (SW 分类) 指数表现


来源: wind、中泰证券研究所

图表 19: 包装印刷板块 (SW 分类) 年初至今涨跌幅


来源: wind、中泰证券研究所

图表 20: 34 家包装印刷企业股价年初至今涨跌幅 (截止 9 月 3 日)

排名	简称	年初至今涨跌幅 (%)	排名	简称	年初至今涨跌幅 (%)	排名	简称	年初至今涨跌幅 (%)
1	合兴包装	57.42	13	海顺新材	-20.04	25	新宏泽	-32.16
2	通产丽星	-4.16	14	美盈森	-21.11	26	吉宏股份	-32.56
3	双星新材	-4.96	15	创新股份	-21.79	27	鸿博股份	-33.71
4	劲嘉股份	-6.63	16	永新股份	-22.76	28	昇兴股份	-35.63
5	奥瑞金	-9.32	17	东港股份	-22.96	29	康欣新材	-36.75
6	永吉股份	-10.28	18	界龙实业	-24.44	30	珠海中富	-37.61
7	华源控股	-11.62	19	顺灏股份	-24.94	31	英联股份	-38.85
8	裕同科技	-12.52	20	宝钢包装	-26.89	32	环球印务	-42.61
9	王子新材	-12.56	21	紫江企业	-30.2	33	万顺股份	-43.97
10	盛通股份	-13.98	22	京华激光	-31.36	34	浙江众成	-45.13
11	翔港科技	-17.79	23	新通联	-31.48			
12	东风股份	-19.9	24	陕西金叶	-32.14			

来源:wind、中泰证券研究所

板块回顾与展望：地产下行家居承压，造纸拐点包装受益

定制板块：地产低谷下需求端承压，客户、业务结构变化显著

- 我们从 28 家家居公司中拆分出市场关注度较高的定制、软体、成品和工装四大板块。帮助分析不同市场环境中对应标的业绩驱动因素变化。
- 需求端地产压制明显，定制家居企业 Q2 单季度营收均不同程度下滑，盈利端增长好于预期。对比 8 家定制家居企业单季度营收及归母净利润增速，我乐家居营收增速基本持平之外，其他七家定制家居企业 Q2 单季度收入增速明显下滑，其中尚品宅配、好莱客降幅较小。同时，利润端综合来看增速环比变动良好，市场担忧的由竞争加剧带来的定制板块盈利下滑风险好于预期。

图表 21: 8 家定制家居企业单季度营收及归母净利润增速对比

代码	简称	营收同比增长率(%)						归母净利润同比增长率(%)					
		2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
603833	欧派家居	20.5	44.9	40.5	33.5	31.6	21.1	33.3	33.4	31.2	51.4	32.5	32.9
002572	索菲亚	48.3	49.4	35.5	22.6	30.3	13.8	46.8	47.3	35.2	29.4	33.5	22.5
603801	志邦家居	37.6	40.9	30.7	41.5	38.3	19.1	51.0	21.3	31.1	34.5	48.2	47.2
300616	尚品宅配	27.6	32.0	32.6	34.3	38.8	30.6	23.0	25.6	56.5	27.1	29.2	39.1
002853	皮阿诺	51.2	47.8	30.2	15.9	73.8	24.2	304.5	35.0	20.2	-22.4	58.6	34.1
603898	好莱客	35.2	35.5	25.6	28.0	30.9	22.7	86.1	48.6	36.4	26.5	38.4	76.1
603180	金牌厨柜	42.8	9.6	34.9	22.2	26.2	8.6	114.5	106.1	147.4	35.9	84.3	18.1
603326	我乐家居	103.3	27.9	36.0	24.3	26.0	26.7	72.1	102.4	7.1	3.5	-121.4	68.1

来源:wind、中泰证券研究所

- 预收账款表现分化, 在“先款后货”的产销模式下对三季度业绩具备一定指引。**对比 8 家定制家居企业上半年预收账款情况, 索菲亚、尚品宅配、金牌厨柜和我乐家居同比上涨, 好莱客预收账款规模同比下降, 其他企业波动在 10% 以内。基于“先款后货”的产销模式, 我们认为预收账款同比增长的定制家居企业或将在三季度实现较优业绩表现。

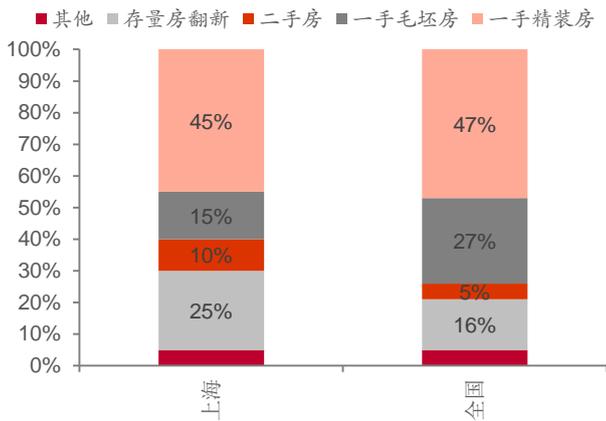
图表 22: 8 家定制家居企业预收账款 (亿元) 对比

	2015	2016	2017H1	2017	2018H1	YOY
欧派家居	7.51	10.80	13.17	13.81	12.77	-3%
索菲亚	1.19	4.10	4.51	4.86	5.31	18%
尚品宅配	6.30	7.70	8.31	10.61	10.43	26%
志邦家居	2.03	3.26	3.48	4.74	3.20	-8%
好莱客	0.83	1.11	1.08	0.94	0.91	-16%
金牌厨柜	1.25	1.48	2.08	1.92	2.38	14%
我乐家居	0.29	0.55	0.71	1.14	1.20	69%
皮阿诺	0.48	0.57	0.79	0.69	0.78	-1%

来源:wind、中泰证券研究所

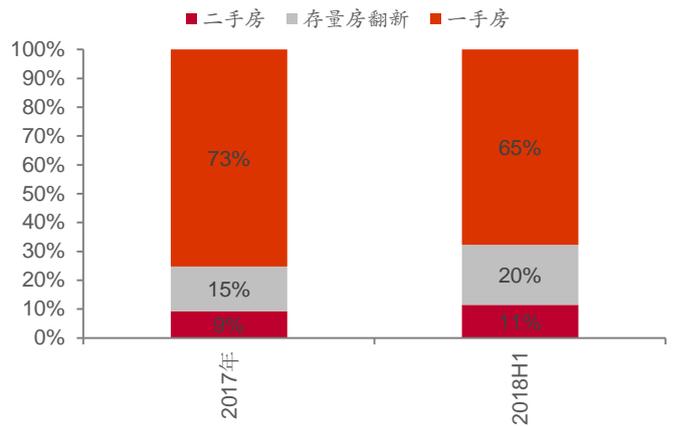
- 需求变化: 零售端一二线客户结构变动, 客单价增长受阻。**一方面, 高房价形成的消费者财富吸管效应导致支出弹性较大的家装环节预算萎缩, 家装消费下行中定制家居客单价增长承压。另一方面, 由于地产端尤其是一二线新房销售回落, 一二线城市相对高客单值的一手精装房客源下降, 在住房翻新客户需求增加。由于此类客户整体客单值较低, 定制家居板块由多品类拓展带动的客单价增长遭到一定对冲。

图表 23: 尚品宅配 2018H1 客户结构对比



来源: 公司公告、中泰证券研究所

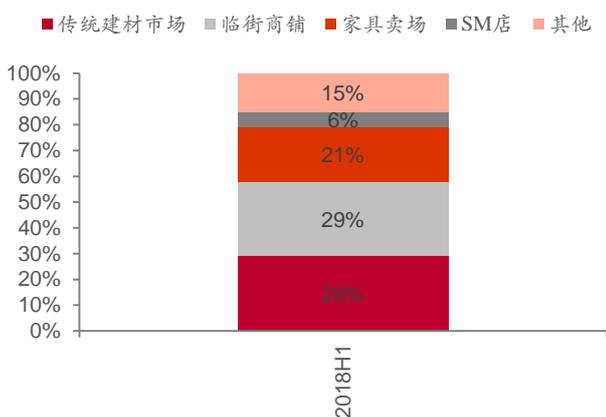
图表 24: 索菲亚全国客户结构变动



来源: 公司公告、中泰证券研究所

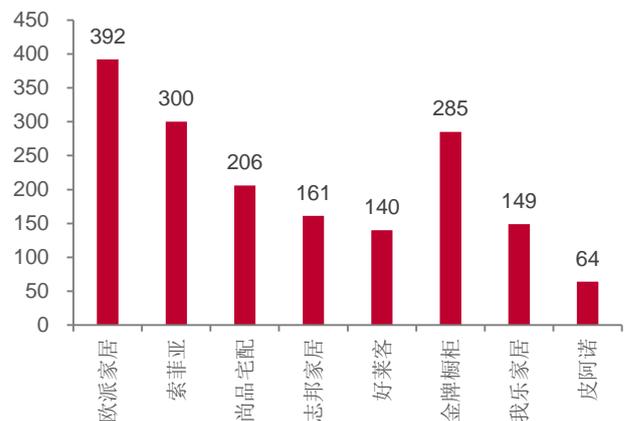
- 渠道变化: 客流竞争引结构变化, 龙头开店量大质优。1) 结构变化:** 传统建材市场-临街商铺-家居卖场-SM 店等开店渠道多样化。终端门店流量竞争带动家居龙头企业渠道建设率先从建材城、家居卖场为主拓展为临街独立店、SM 店等全渠道发展的多层次渠道网络。2) 开店节奏变化: 产品和品牌两大维度助力龙头开店速度优于二线企业。从 2018H1 八家定制家居企业净开门店数据来看, 欧派家居/索菲亚/尚品宅配在终端渠道相对大体量的情况下实现净开店 392/300/206 家, 多产品条线和强品牌力共促龙头开店节奏整体优于二线企业。从这个角度来看, 此前市场认为二线企业将享有更高边际增速的观点没有得到验证。

图表 25: 索菲亚终端门店商圈结构 (2018H1)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 26: 2018H1 定制家居企业净开店情况

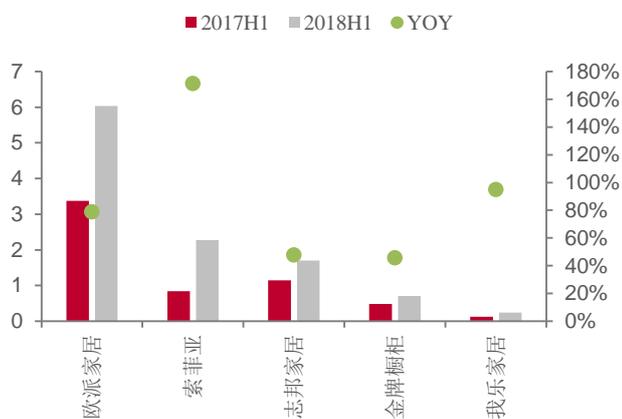


来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 业务变化: 流量追逐驱动业务结构变动, 大宗业务大发展, 整装业务初起。** 家居消费流量总体由地产开发商、装修公司及家居企业三部门分享, 与地产开发商及装修公司的合作带来定制家居公司业务结构变化。1) 参与精装房产业链, 大宗业务大发展。精装房大势来临, 定制家居企业尤其是橱柜起家企业着力开发工程业务初显成效, 大宗业务增速高于整体收入增速。2) 变竞争为合作, 赋能家装、流量分享、整装业务初起

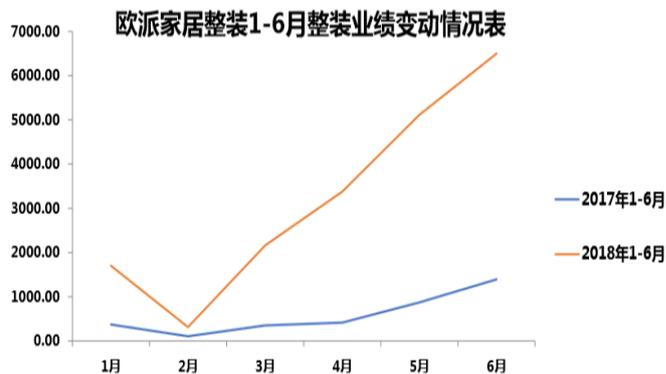
航。基于变竞争为合作的理念，欧派家居和尚品宅配在装修公司流量市场展开前瞻性合作，基于自身优势开展整装业务。具备优秀经销商实力的欧派家居凭借自身渠道优势与装修公司展开流量共享式的整装业务，信息化优势领先同行的尚品宅配依靠整装云赋能家装行业。

图表 27: 定制家居企业大宗业务维持高增速 (亿元)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

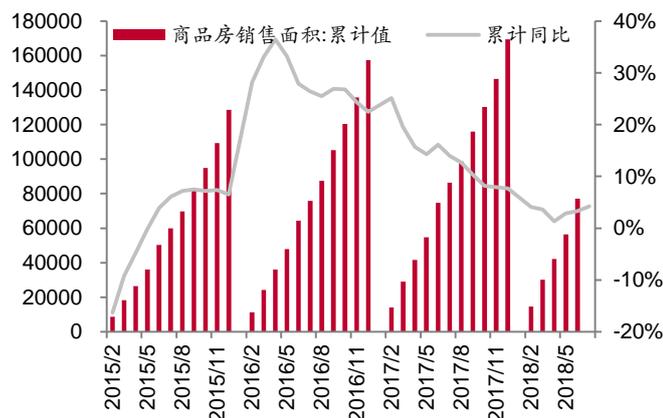
图表 28: 欧派家居整装业务收入情况 (万元)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

- **投资展望: 地产对定制家居需求和估值压制较预期更长, 强者恒强的行业格局明显, 静待业绩回升。**我们认为地产因素对定制板块的压制仍将延续, 但基本面已开始好转。从地产数据来看, 截止 2018 年 7 月, 全国商品房销售面积累计同比增长 4.2%, 开始温和回弹, 且新开工累计同比增长 14.4%, 开发商乐观情绪进一步提升。从中报表现及草根调研来看, 龙头优势明显同时我们观测到前端接单量已开始回暖, 我们认为地产数据修复将在下半年尤其是四季度在家居板块业绩上有所体现。

图表 29: 全国商品房销售面积 (万方) 及增速



来源: wind、中泰证券研究所

图表 30: 全国房屋新开工面积 (万方) 及增速



来源: wind、中泰证券研究所

软体板块: 内销外销两重天, 成本端压力有望缓解

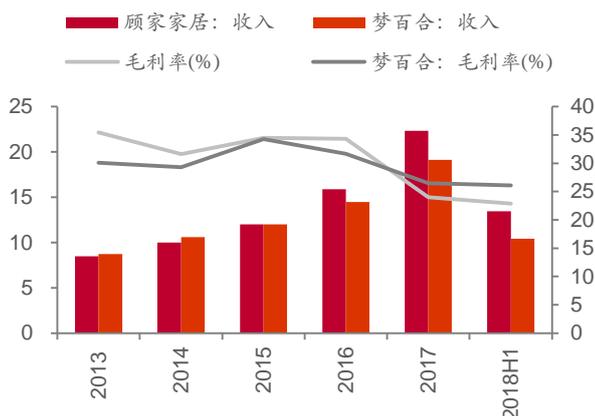
- **内销高景气, 外销毛利率下滑明显。1) 内销:** 从半年报业绩来看, 顾

家家居国内业务和喜临门自主品牌业务 2018H1 同比增长 32.85%和 52%，高增长的同时顾家家居内销毛利率高达 41.22% (+0.41pct.)，同期喜临门自主品牌净利率持续上行。**2) 外销：**自 2017 年 TDI 价格高企以来，由于外销议价能力较弱，成本压力未能顺利传导至终端客户，软体企业外销毛利率下滑明显。从 TDI 价格表现来看，价格较 2017 年高点已有所回落，我们认为软体家居上游成本压力有望缓解，贸易关税清单对外销毛利率的不利影响有望被人民币贬值及成本下降两大利好因素部分抵消。

图表 31: A 股软体家居公司单季度营收及归母净利润增速对比

代码	简称	营收同比增长率(%)						归母净利润同比增长率(%)					
		2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
603816	顾家家居	53.6	55.5	40.5	17.5	34.2	26.9	34.1	51.7	57.2	30.3	42.9	7.0
603008	喜临门	38.9	59.9	36.7	42.6	83.6	36.3	51.8	52.0	31.4	36.5	23.6	34.5
603313	梦百合	30.2	38.7	38.0	35.4	26.9	19.6	31.2	56.3	-48.0	-81.4	-93.2	-26.8

来源:wind、中泰证券研究所

图表 32: 软体企业外销毛利率下滑明显 (亿元)


来源: wind、中泰证券研究所

图表 33: TDI 价格回落 (元/吨)


来源: wind、中泰证券研究所

- 投资展望：外销短期承压，成本端压力缓解，顾家家居优势明显。**就板块而言，我们认为 TDI 价格回落有助软体板块毛利率修复，由贸易摩擦带来的外销盈利悲观预期短期内仍将持续，软体板块呈现海内外业务冰火两重天的局面。变化的格局中，软体企业进一步通过海外设厂规避风险，同时从行业内比较来看，顾家家居从渠道、管理及软体大家居战略布局来看仍然是软体板块优势突出的投资标的。

成品板块：地产压力较小，行业格局明朗

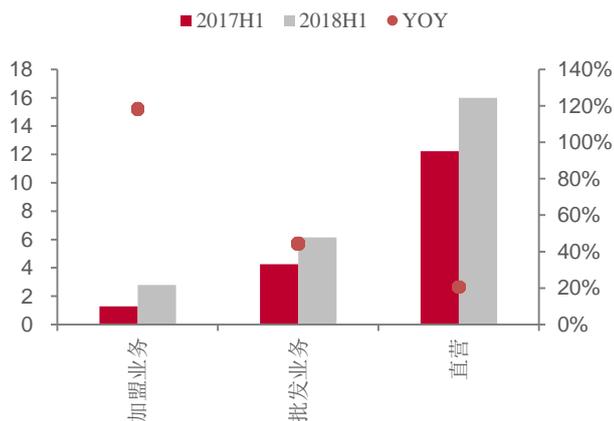
- 收入端增速受地产影响较小，行业龙头优势清晰。**成品端企业单季度变动出现分化，美克家居和德尔未来实现营收增长环比提速，整体来看成品家居受地产影响较小。同时，美克家居、大亚圣象等收入、利润表现显著优于行业内其他企业，龙头领先优势显著。

图表 34: A 股成品家居企业单季度营收及归母净利润增速对比

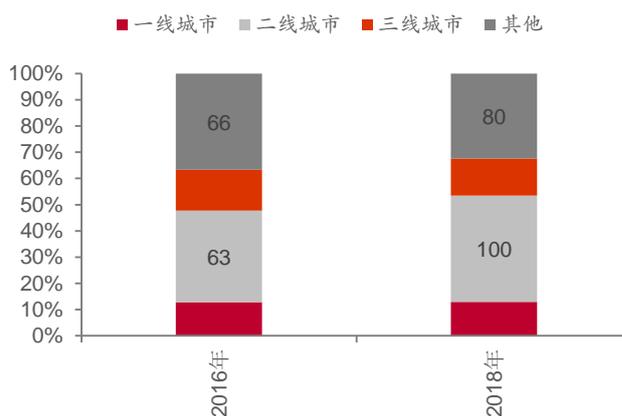
代码	简称	营收同比增长率(%)						归母净利润同比增长率(%)					
		2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
603818	曲美家居	37.6	25.2	23.4	23.6	15.0	7.3	58.7	41.9	12.8	38.2	12.5	-47.5
600337	美克家居	10.4	30.3	19.2	21.2	32.7	46.3	10.8	17.4	23.3	-5.1	32.7	36.8
000910	大亚圣象	13.5	4.9	17.3	0.5	11.1	4.1	38.5	33.6	25.2	14.2	41.3	23.3
002631	德尔未来	36.9	47.7	51.4	31.4	12.5	13.2	15.3	8.7	-56.8	-180.5	-33.2	-12.8
603226	菲林格尔	30.2	21.0	15.1	0.0	27.3	-0.9	19.9	13.1	16.3	10.0	130.5	0.1

来源:wind、中泰证券研究所

- 投资展望:** 关注成品家居价格带及渠道下沉带动的业绩放量。成品家居品牌力和产品力优势显著,行业内龙头领先身位明显,是竞争格局相对清晰的行业,同时成品家居的高单品价对客户群体及市场规模限制明显。我们认为以美克家居为首的行业龙头优化产品价格带和渠道下沉有望带动公司业绩放量。

图表 35: 美克家居加盟业务高增长(亿元)


来源:wind、中泰证券研究所

图表 36: 美克家居渠道结构开始下沉(家)


来源:wind、中泰证券研究所

工装板块: 业绩增长具备确定性, 需求转移下的新兵家必争地

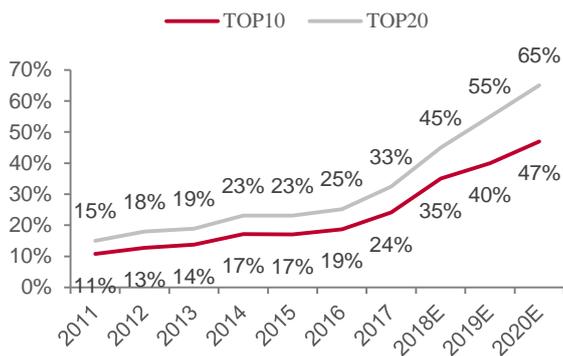
- 家居市场份额向工程渠道转移, 大市场有望孕育大龙头。**根据奥维云网的统计数据,建材类和硬装家居是精装房标配,配套率在 99%以上。精装房趋势下部分家居消费需求由零售端向工程端转移,我们认为精装房工装家居市场是有望诞生大龙头的市场。从帝欧家居和江山欧派的半年报来看,工程业务驱动公司业绩持续高增长。

图表 37: A 股工装家居公司单季度营收及归母净利润增速对比

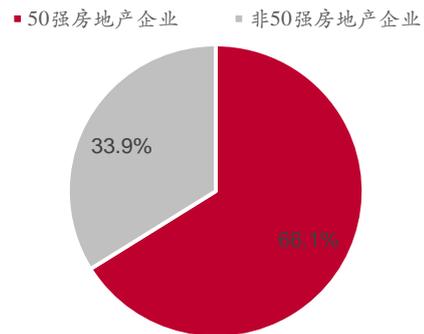
代码	简称	营收同比增长率(%)						归母净利润同比增长率(%)					
		2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
002798	帝欧家居	12.6	19.2	58.3	15.3	935.6	677.5	190.5	13.8	-8.0	-8.6	2214.8	410.1
603208	江山欧派	74.2	9.1	33.2	33.1	10.3	16.4	76.4	-7.6	-0.8	92.3	-51.0	20.4

来源:wind、中泰证券研究所

- 地产集中度提升，精装客流向龙头房企集中。**克而瑞数据显示，2017年TOP10/TOP20房企集中度达24.1%/32.5%，分别较2016年提升5.4pct和7.3pct，地产行业正处集中度提升通道，市场份额向大型品牌开发商靠拢。据克尔瑞预测，2020年TOP10/TOP20房企的集中度将分别达到47%和65%。具体到精装修市场来看，2017年前三季度全装修市场50强占据了66.1%的市场份额，未来伴随地产集中度的进一步提高，精装修市场有望进一步向龙头房企集中，带动大型工装家居公司业绩中高速增长。

图表 38: 我国房地产行业集中度


来源: 克而瑞, 中泰证券研究所

图表 39: 地产 50 强占精装房市场份额


来源: 全装联, 中泰证券研究所

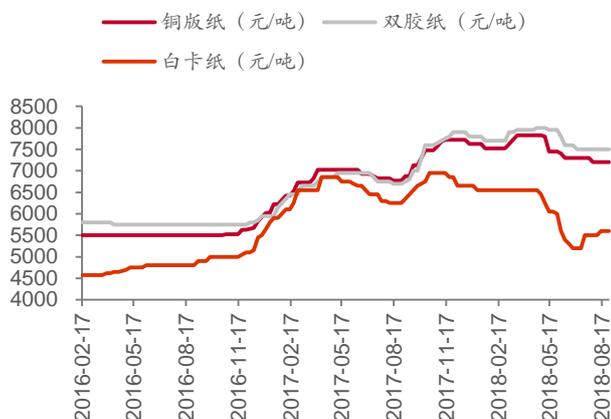
- 投资展望: 关注客户结构优异, 具备客户粘性的工装家居企业。**帝欧家居中瓷砖条线欧神诺与碧桂园、万科等深度合作, 同时具备一定品牌力和客户粘性, 精装房趋势下, 公司凭借良好的服务优势和成本优势, 开拓新客户同时原本客户的份额大幅增长, 是持续受益精装趋势及地产集中度提升的投资标的。江山欧派目前开发的 20 余家地产客户均为 TOP50 客户, 与恒大签订的采购意向合同 2017-2019 年采购额不低于 10 亿元, 2017-2021 年意向采购额约 20 亿元, 使得业绩具备一定确定性。

造纸板块: 周期红利减弱, 龙头优势不改

- 行业红利边际减弱。**造纸行业自 2016 年四季度开始先后经历了两波景气行情, 支持纸价上行的核心逻辑分别是供给侧改革导致的中小产能出清及由于原材料可得性受限导致的成本上行。我们认为, 相较于中小产能出清对于行业供需格局的改变而言, 成本支持纸价上行的逻辑相对较弱。行业红利可能处于下行阶段。
- 文化纸: 需求端增速下行, 浆价高位震荡。**分纸种看, 文化纸当前最大

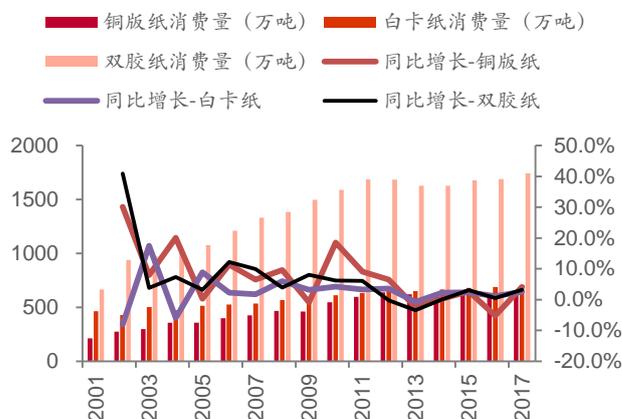
威胁来自于下游需求增速下行，近五年铜版纸、双胶纸和白卡纸需求年复合增长率分别为-0.1%、1.5%和0.7%。但另一方面，木浆价格高位震荡使得除白卡纸外的其他纸种价格淡季回调幅度并不明显。同时，文化纸行业集中度较包装纸行业更高，龙头协同效应使得价格更易传导。

图表 40: 文化纸价格走势



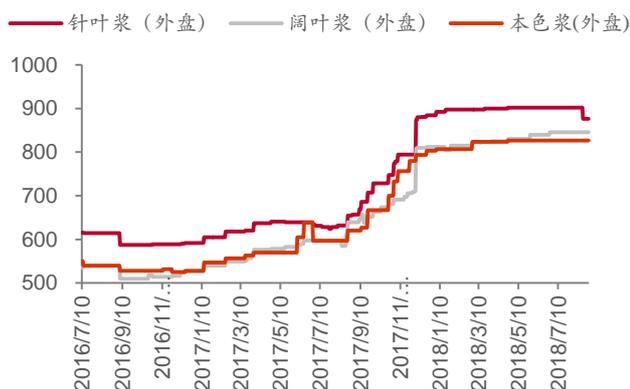
来源: wind、中泰证券研究所

图表 41: 文化纸需求增速放缓



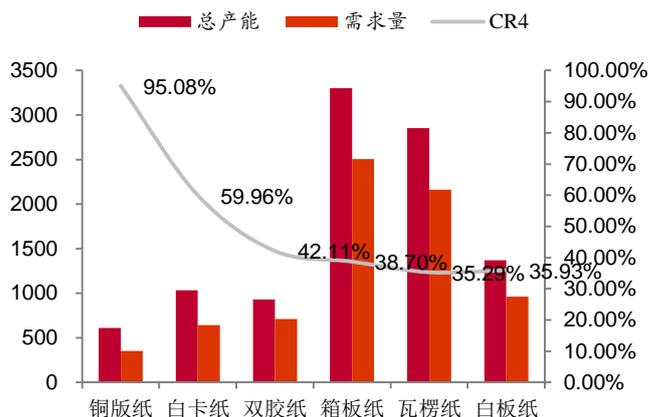
来源: 造纸业协会、中泰证券研究所

图表 42: 木浆价格高位震荡 (美元/吨)



来源: 百川资讯、中泰证券研究所

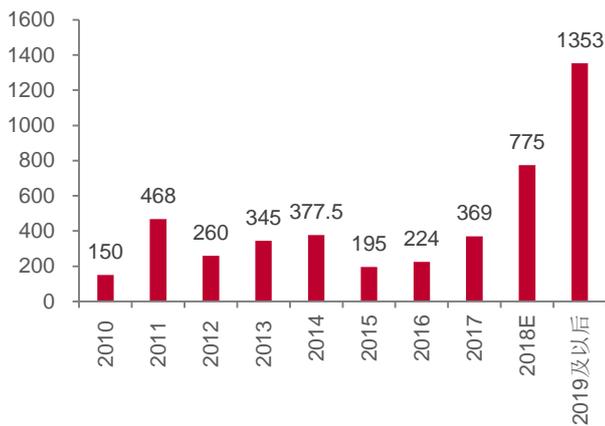
图表 43: 文化纸行业集中度更高



来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

- 包装纸: 新增产能加速投放, 外废受限成本大幅上行。**箱板瓦楞纸最大威胁则来自于新增产能投放, 预计 2018 年行业新增产能是过往三年均值的三倍。行业供给侧产能增加致使今年箱板瓦楞纸开工率呈现下滑趋势, 2018 年 1-7 月箱板纸和瓦楞纸平均开工率约为 70.5%和 69.5%, 同比下降 3.8pct 和 5pct。同时, 受行业淡季和贸易摩擦影响, 行业库存有所增加, 白板纸库存天数由 2 月的 7 天激增至 7 月的 35 天, 箱板瓦楞纸 3-7 月库存水平也处于高位震荡格局。从成本端看, 今年 1-7 月外废进口 853 万吨, 同比下降 50%。外废进口数量锐减使得需求向国废转移, 并大幅推高了国废价格。当前国废黄板纸价格达到 2798 元/吨, 较年初上涨 42.4%。成本端压力在一定程度上支持了成品纸价格, 二季度虽面临需求淡季, 库存高位等因素影响, 白板纸、箱板纸、瓦楞纸市场价格仅有小幅回调。

图表 44: 箱板瓦楞纸新增产能加速投放 (万吨)



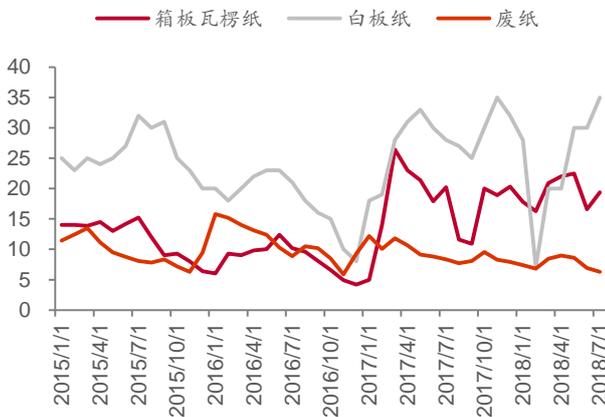
来源: RISI、中泰证券研究所

图表 45: 各纸种开工率走势 (%)



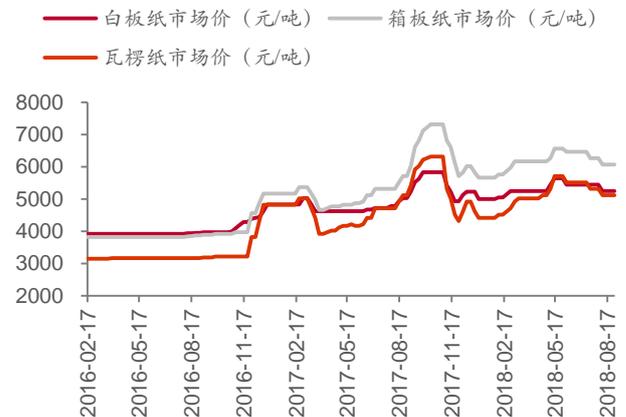
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 46: 包装纸及废纸库存变动 (天)



来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 47: 包装纸市场价走势



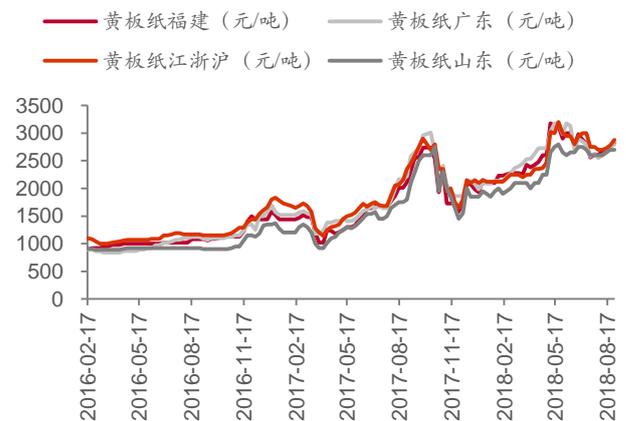
来源: wind、中泰证券研究所

图表 48: 我国累计进口废纸数量



来源: wind、中泰证券研究所

图表 49: 国废黄板纸价格走势



来源: wind、中泰证券研究所

■ **关键纸种盈利能力分析。**根据卓创资讯对核心纸种吨毛利水平的模拟结果显示, 2018H1 造纸行业各纸种盈利能力分化较为明显, 其中双胶纸

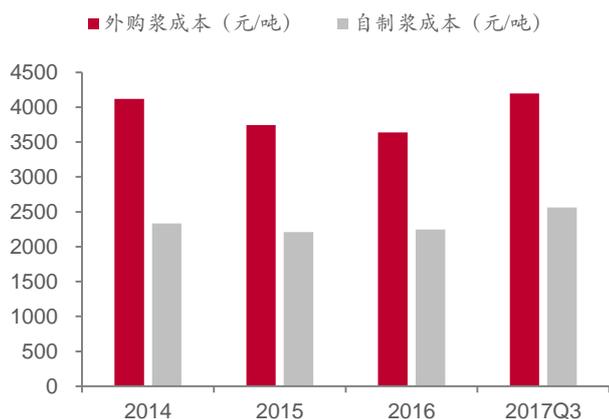
和白板纸吨毛利同比环比均有提升。铜版纸吨毛利虽略低于去年 Q2，但依然处于近六个季度高位。箱板纸和瓦楞纸在废纸价格大涨的背景下吨毛利水平同比下滑较大，其中 Q2 更为明显。白卡纸方面，Q1 吨毛利同比略有提升，但 Q2 在市场景气度下滑的背景下盈利能力同比大幅降低。

图表 50: 关键纸种分季度吨毛利情况 (元)

季度	双胶纸(元)	白卡纸(元)	铜版纸(元)	箱板纸(元)	瓦楞纸(元)	白板纸(元)
2017Q1	87	377.4	366.1	708.1	747.9	120.6
2017Q2	579.7	810	1035.4	425.8	211.2	-161.2
2017Q3	130.1	249.8	424.8	475.2	701.3	169.4
2017Q4	414.2	285.7	688.7	780.8	736.4	458.3
2018Q1	656.5	442	877.8	329.1	301.2	264.5
2018Q2	923.6	216.1	905.7	98.9	284.4	618.7

来源：卓创资讯、中泰证券研究所

- 关注龙头资源优势。**从行业内部格局来看，一方面成本支撑纸价高企，另一方面龙头依托自身资源、技术、规模等优势，有望形成成本控制能力，并因此实现盈利能力的 α 效应。文化纸方面，拥有上游资源禀赋优势的企业能够依托浆成本控制能力提升竞争优势。以晨鸣纸业为例，单吨自制浆较外购浆能够节省 1600 元。包装纸方面，国废价格持续上行，拉大内外废价差，当前国废外废单吨价差已达 999 元。因此，外废配额的直接利润属性愈发明显。综合来看，我们认为，中短期造纸行业资源优势依然是企业 α 的主要来源。而从过往业绩表现来看，造纸行业龙头企业的业绩增长也具有更高的确定性。

图表 51: 自制浆成本优势显著


来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 52: 内外废价差走势


来源：wind、中泰证券研究所

图表 53: 造纸行业龙头企业收入与归母净利润单季度增长趋势

公司	主营业务收入增长率						归母净利润增长率					
	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
太阳纸业	52.50%	16.90%	37.60%	21.90%	14.30%	26.80%	210.20%	106.40%	63.90%	62.70%	40.10%	40.60%
山鹰纸业	37.30%	38.80%	60.60%	38.70%	60.60%	59.90%	615.50%	339.70%	959.60%	300.40%	39.90%	179.80%
SW造纸II	33.60%	26.60%	36.10%	21.10%	17.50%	23.50%	195.10%	189.90%	167.80%	46.60%	25.80%	30.90%

来源:wind、中泰证券研究所

- 投资展望：文化纸看浆成本，包装纸关注外废来源。**文化纸方面，我们推荐龙头**太阳纸业**。公司上半年文化纸实现量价齐升，带动营收毛利双增长。公司浆自给率有望逐步提升，制浆造纸技术业内领先，有望巩固成本优势。后续三季度箱板纸新增产能的投放将成为下半年新增长点。新型原料项目有望逐步缓解箱板纸盈利能力压力。我们建议关注箱板瓦楞纸龙头**山鹰纸业**。公司依靠外废配额获取能力，上半年吨毛利同比提升 293 元。前十八批外废配额中，山鹰纸业合计获取配额 204 万吨，占总核准额度的 14.2%，占比较去年同期提升 6.5pct。按今年年初以来国废外废价差均值 838 元/吨计算，当前公司仅外废配额一项就间接创造了 17.1 亿元的税前利润。坐拥外废配额红利，公司短期盈利能力具有较高的确定性。

包装印刷板块：拐点渐现，多元化趋势不改

- 多元化经营叠加产业链延伸，龙头企业渐入佳境。**从上半年业绩情况看，包装行业龙头裕同科技、合兴包装和劲嘉股份收入增速均在 Q2 环比提升，对于合兴包装而言，供应链服务业务放量是收入持续高增长的保障。而劲嘉股份和裕同科技则通过客户多元化战略提升营收规模。净利润方面，劲嘉股份和合兴包装增速均远高于行业水平，裕同科技因上游原材料利空和汇兑影响，短期利润承压，但利润正处于边际修复中。

图表 54：包装印刷行业龙头企业收入与归母净利润单季度增长趋势

公司	主营业务收入增长率						归母净利润增长率					
	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
合兴包装	49.90%	65.20%	99.80%	92.30%	76.10%	100.60%	37.50%	41.00%	67.90%	54.30%	60.60%	791.30%
裕同科技	38.10%	25.40%	18.50%	24.30%	16.20%	31.50%	29.50%	16.10%	0.80%	-0.90%	-14.10%	-14.90%
劲嘉股份	19.20%	-0.10%	13.90%	-4.00%	8.10%	18.80%	-26.10%	11.50%	49.00%	7.10%	21.10%	30.50%
SW包装印刷II	23.10%	38.80%	19.80%	12.30%	22.50%	10.60%	47.70%	35.60%	21.50%	51.70%	-5.70%	22.30%

来源:wind、中泰证券研究所

- 盈利能力拐点渐现，大包装逻辑不改。**从包装高端包装下游来看，卷烟、高端白酒、化妆品、消费类电子等合力构成需求来源，行业格局呈现多元化趋势，推动企业客户结构的变革。此外，纸包装行业中，2013-2016 年 CR2 占比虽从 1.4%提升至 2.7%，但对比美国、澳洲行业格局，龙

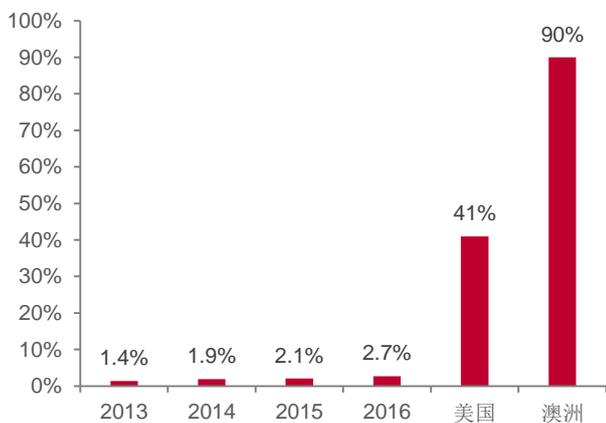
头市占率集中度提升趋势不改。盈利能力上，包装行业自 2016 年开始毛利率呈现下滑趋势，主要原因在于上游纸价大幅上涨。我们认为，后续包装企业原材料利空因素有望被逐步平滑：造纸行业本轮涨价主要逻辑在于供给侧改革导致的中小产能退出以及造纸原材料价格上行支撑纸价，但当前造纸行业供给侧和成本端因素正边际减弱。原材料利空因素的平滑有望为包装龙头带来盈利拐点。

图表 55: 高端包装下游需求测算

产品	总量	总包装需求	单价	市场规模	产品	出货量	中国企业占比	单价	市场规模
白酒	万吨	亿个	元	亿元	智能手机	百万台		元	亿元
高端	4	0.8	20	16	三星	317.3	40%	17	22
次高端	15	3	15	45	苹果	215.8	40%	17	15
中端	100	20	10	200	其他	935	45%	12	50
卷烟	万箱	亿个	元	亿元	PC	百万台		元	亿元
一类烟	1094	27	4	109	合计	260	50%	25	32
二类烟	604	15	3	45	Ipad	百万台		元	亿元
化妆品	亿元	亿个	元	亿元	合计	44	35%	18	3
护肤品	1693	8.5	5	42	可穿戴设备	百万台		元	亿元
彩妆	261	0.5	10	5	合计	115	25%	15	4
非3C合计				463	3C合计				126

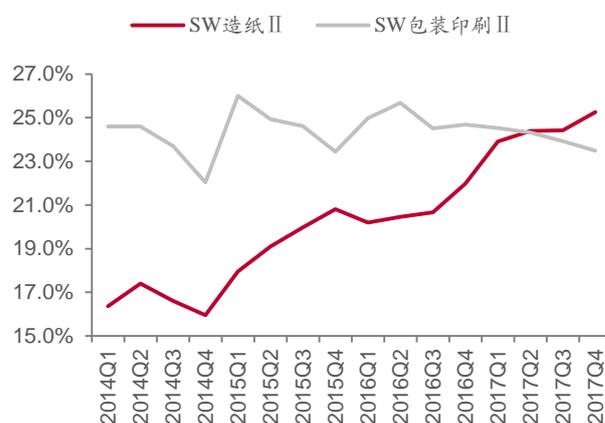
来源：产业信息网，IDC，Wind，中泰证券研究所

图表 56: 我国纸包装行业集中度提升空间较大



来源：产业信息网、中泰证券研究所

图表 57: 近年造纸与包装板块毛利率呈反向关系



来源：wind、中泰证券研究所

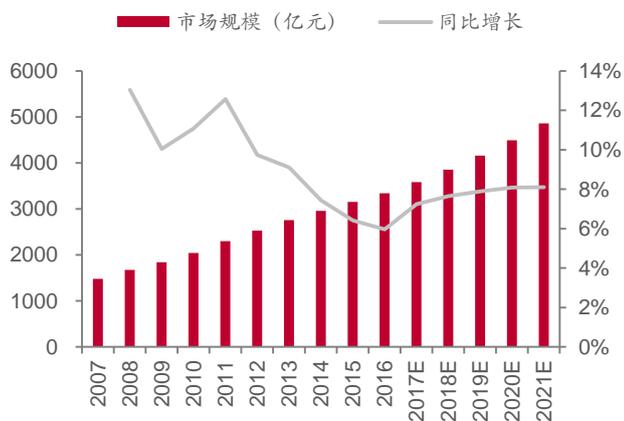
- 投资展望：裕同科技拐点现，双轮驱动看劲嘉。**包装板块我们推荐高端包装龙头裕同科技和大包装战略初显成效的劲嘉股份。裕同科技 Q2 毛利率 24.01% (2017Q4/2018Q1 分别为 31.17%/25.19%)，下滑趋势已开始放缓，上半年毛利率下滑主要由于新客户尚处于开拓期及原材料大幅上涨所致，我们预计未来随着公司规模效应起量，毛利率有望逐步回暖。营收方面，公司消费类电子业绩平稳增长，烟酒化妆品领域客户推进效果明显，预计将逐步构成营收和利润的重要增长点。劲嘉股份盈利能力逐季向好。主业烟标见底复苏，新型卷烟高速增长孕育行业新机会。

公司酒包和 3C 包装逐步放量，在维持“中华（金中支）”、“南京（九五之尊）”、“云烟（大重九）”、“茅台醇”、“洋河”等知名烟酒品牌的精品彩盒包装市场份额的同时，公司持续加大市场、产品开发力度，不断引入新客户，拓展新产品，通过多元化战略推动大包装战略前进。同时公司在新型烟草方面的投入有望提前布局未来，利于公司及早抓住烟草行业变革的机会。

日化板块：消费下行对国产化妆品并非利空

- **日化板块：国产品牌或将受益，关注成长可持续性。**在消费品中，化妆品市场处于蓬勃发展态势。2007-2016 年，行业规模由 1480 亿元增至 3339 亿元，CAGR 为 9.5%。Euromonitor 预计 2017-2021 年我国化妆品将继续保持 7.8% 的年均增速。另一方面，7 月，社会消费品零售总额同比名义增速 8.8%，实际增速 6.5%，创下近年新低。我们认为，消费增速大幅下行的背景有望催生化妆品行业消费风格的转变。相较于高档国际化妆品品牌而言，具备性价比优势的国产品牌有望受益于经济环境变化。建议关注品牌定位清晰，线上渠道逐步发力，单品牌店布局成效渐现的国产化妆品标的珀莱雅。

图表 58：化妆品行业市场规模



来源：Euromonitor、中泰证券研究所

图表 59：社会消费品零售名义、实际增速



来源：wind、中泰证券研究所

核心标的概览

重点覆盖公司中报业绩一览

图表 60: 重点覆盖公司中报业绩一览表

	代码	简称	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				毛利率	净利率
			2018Q1	2018Q2	2018H1	YOY	2018Q1	2018Q2	2018H1	YOY	2018H1	2018H1
定制	603833	欧派家居	19.06	29.39	48.45	25%	0.74	4.76	5.50	33%	37.2%	25.0%
	002572	索菲亚	12.43	17.45	29.88	20%	1.03	2.66	3.69	25%	37.7%	20.1%
	603801	志邦家居	3.94	6.48	10.42	26%	0.30	0.65	0.95	48%	36.5%	25.7%
	300616	尚品宅配	11.01	17.65	28.67	34%	-0.33	1.56	1.23	87%	43.4%	33.6%
软体	603816	顾家家居	18.52	21.97	40.49	30%	2.68	2.14	4.83	24%	36.0%	30.1%
	603008	喜临门	8.88	9.56	18.44	56%	0.53	0.69	1.23	30%	31.2%	55.6%
	603313	梦百合	6.11	6.72	12.83	23%	0.05	0.34	0.38	-66%	28.4%	23.0%
成品	603818	曲美家居	3.94	5.79	9.73	-46%	0.28	0.42	0.70	-33%	36.9%	10.3%
	000910	大亚圣象	13.98	17.63	31.61	7%	0.58	1.22	1.80	29%	35.2%	7.1%
工装	002798	帝欧家居	7.57	11.63	19.20	762%	0.44	1.13	1.58	553%	34.3%	762.1%
	603208	江山欧派	1.99	2.81	4.81	14%	0.09	0.48	0.58	-3%	34.0%	13.8%
其他轻工	300729	乐歌股份	2.28	2.10	4.39	28%	0.14	0.16	0.30	-4%	41.8%	27.9%
	603848	好太太	2.63	3.07	5.70	21%	0.48	0.63	1.11	56%	40.8%	21.4%
	603661	恒林股份	4.44	5.69	10.13	11%	0.20	0.36	0.57	-45%	17.0%	10.7%
	601828	美凯龙	28.89	34.85	63.74	26%	11.82	18.56	30.39	49%	69.3%	50.4%
	603899	晨光文具	18.40	19.46	37.87	36%	2.05	1.7	3.75	30%	25.6%	9.9%
包装	002191	劲嘉股份	8.14	7.95	16.09	13%	2.13	1.66	3.79	25%	44.0%	26.4%
	603429	集友股份	0.96	0.88	1.85	78%	0.31	0.24	0.54	170%	48.8%	30.2%
	002831	裕同科技	16.15	16.72	32.86	23%	1.39	1.27	2.66	-14%	24.6%	8.5%
造纸	002078	太阳纸业	50.41	54.32	104.74	20%	6.17	6.11	12.28	40%	26.9%	12.9%
	002511	中顺洁柔	12.25	13.61	25.86	22%	0.99	1.01	2	28%	36.5%	7.7%
	600567	山鹰纸业	54.19	65.35	119.54	60%	6.05	11.01	17.06	106%	23.2%	14.3%
日化	300740	御家汇	3.82	5.99	9.81	58%	0.29	0.36	0.65	19%	53.8%	6.5%

来源:wind、中泰证券研究所

重点公司中报点评集锦

- 家居板块:
- 欧派家居 2018H1 点评: 大家居扬帆起航
- 尚品宅配 2018H1 点评: 业绩符合预期, 新零售战略发力
- 索菲亚 2018H1 点评: 橱柜业务逐步盈利, 成本优势持续凸显
- 志邦股份 2018H1 点评: 大家居发力在未来, 厨柜深耕在当下
- 喜临门 2018H1 点评: 自主品牌延续高增长
- 顾家家居 2018H1 点评: 出口短期承压不改软体家居龙头本色
- 好太太 2018H1 点评: 中报符合预期, 收入略有放缓
- 江山欧派 2018H1 点评: 工程渠道持续发力, Q2 业绩大幅改善
- 梦百合 2018H1 点评: 毛利率修复通道开启, 耕耘内销市场不变初心
- 帝欧家居 2018H1 点评: 工程业务持续高增长, 经营质量稳健

- 大亚圣象 2018H1 点评: 龙头地位稳固, 盈利持续改善
- 造纸板块:
- 山鹰纸业 2018H1 点评: 外废资源禀赋支撑中报超预期, 长期格局待明朗
- 太阳纸业 2018H1 点评: 文化纸表现强势, 业绩增长符合预期
- 包装板块:
- 裕同科技 2018H1 点评: 海阔天空, 拐点渐现
- 劲嘉股份 2018H1 点评: 烟标包装齐头并进, 业绩增长符合预期
- 集友股份 2018H1 点评: 业绩持续高增长, 战略推进烟标业
- 生活用纸:
- 中顺洁柔 2018H1 点评: 业绩符合预期, 成长动能不改
- 日化行业:
- 御家汇 2018H1 点评: 品牌渠道齐发力, 开疆拓土进行时

风险提示

原材料价格上涨风险

- 上游木材、板材、及纸浆、纸品等主要原材料价格大幅上涨可能给家用轻工、造纸和包装印刷板块的盈利水平带来不利影响。

地产景气程度下滑风险

- 房地产市场是家用轻工板块的上游市场, 地产景气程度直接影响到家用轻工板块各公司的需求, 其景气程度下滑可能削弱板块盈利能力。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。