

轻工 2018H1 总结：竞争分化， 继续推荐笔纸软体包装等细分龙头

轻工板块 2018 年中报已披露完毕，总体表现为：

1、家居板块：

在房地产销售增长放缓、中美贸易战互加关税、部分原材料价格依然维持高位、人民币汇率快速贬值的背景下，C 端家居企业收入增速普遍放缓，B 端企业则受益于大客户订单的持续增长收入依然保持高速增长。定制板块由于生产效率、信息化水平不断提升，毛利率、利润增长偏稳定；软体收入收益市占率提升，受成本、汇率的影响，毛利率、利润增长波动较大；瓷砖卫浴等 B 端家居企业在规模效应的带动下盈利能力继续提高；照明行业由于部分产品价格下调，盈利能力略有下降。具体来看：

(1) 定制家居，收入端 2018Q2 增速放缓，例如一线龙头欧派家居 Q1/Q2 营业收入增速分别为 31.58%/21.15%，尚品宅配 Q1/Q2 增速分别为 38.76%/30.63%，索菲亚 Q1/Q2 营收增速分别为 30.32%/13.78%；毛利率方面，受益于各家企业对信息化的投入、新增产能的逐步投放，单位成本逐渐下降，毛利率均有所提升，例如欧派家居 Q1/Q2 毛利率分别为 33.91%/39.38%，尚品宅配 Q1/Q2 毛利率分别为 42.14%/44.11%，索菲亚 Q1/Q2 毛利率分别为 34.75%/39.76%；归母净利润方面，在各家企业收入增长普遍放缓、生产效率提升、信息化水平提升的背景下，利润增速基本实现平稳或小幅改善，例如欧派家居 Q1/Q2 净利润增速分别为 32.48%/32.89%，尚品宅配净利润 Q1/Q2 增速分别为 29.19%/39.15%，索菲亚净利润 Q1/Q2 增速分别为 33.48%/22.50%。

(2) 软体家居与按摩椅，2018Q2 营收增长同样出现放缓，行业龙头顾家家居 Q1/Q2 营收增速分别为 34.22%/26.90%，喜临门 Q1/Q2 营收增速分别为 83.57%/36.33%，按摩椅龙头荣泰健康、奥佳华收入增长 Q2 亦表现为放缓；毛利率方面，受原材料价格同比大涨、海外代工业务价格平稳或下降的影响，软体家居企业 Q2 毛利率普遍表现为稳中有降，例如顾家 Q1/Q2 毛利率分别为 36.45%/35.58%，喜临门 Q1/Q2 毛利率分别为 31.48%/30.94%，按摩椅龙头奥佳华 Q1/Q2 分别为 36.39%/36.76%，荣泰健康 Q1/Q2 分别为 35.18%/33.33%；净利润方面，由于毛利率略有下降，Q2 人民币汇率快速贬值，汇兑损益科目迅速改善，综合作用下软体企业利润增长表现差异较大，例如顾家 Q1/Q2 净利润增速分别为 42.90%/6.96%，奥佳华 Q1/Q2 增速分别为 50.23%/57.59%。

(3) 瓷砖卫浴等，受益于 B 端客户订单的持续快速增长，B 端家居企业 Q2 收入仍保持高速增长，例如帝欧家居 Q1/Q2 营收增速分别为 935.55%/677.48%；毛利率方面，随着规模效应、成本优势的逐渐显现，毛利率继续走高，帝欧家居 Q1/Q2 毛利率分别为 33.01%/35.15%；净利润方面，在收入快速增长、毛利率稳中有升的

轻工制造

维持

增持

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

孙金琦

sunjinqi@csc.com.cn

010-65608481

执业证书编号：S1440517050002

研究助理：陈伟奇

chenweiqi@csc.com.cn

研究助理：王泽选

wangzexuan@csc.com.cn

发布日期：2018 年 09 月 06 日

市场表现



相关研究报告

18.08.29	劲嘉股份 (002191.SZ)：新烟草、新蓝海、新视角，推荐新逻辑
18.08.28	劲嘉股份 (002191)：携手云南中烟，继续布局新型烟草，继续强推
18.07.18	合兴包装深度推荐二 (002228)：从国际纸业(IP)、西石公司(WR)等发展路径，再看合兴推荐逻辑
18.06.21	合兴包装深度 (002228)：行业之合，龙头之兴，新模式新外延共驱破百亿
18.08.20	晨光文具 (603899.SH)：Q2 超预期，8 月金股，继续重推

情况下，净利润增速依然较高，例如帝欧家居 Q1/Q2 净利润增速分别为 2214.3%/410.15%。

(4) 照明，由于行业龙头对部分标品价格进行下调，在订单较快速增长的情况下，照明企业 Q2 收入增速放缓，例如行业龙头欧普照明 Q1/Q2 收入增速分别为 23.55%/13.00%；毛利率方面，由于部分产品价格的下调，企业毛利率稳中有降，例如欧普照明 Q1/Q2 毛利率分别为 37.78%/37.20%；净利润方面，由于收入增速、毛利率略有下滑，主要企业利润增长略有放缓，利润欧普照明 Q1/Q2 净利润增长分别为 42.20%/37.47%。

2、造纸板块：

2018 年上半年废纸、木浆价格仍呈现为上涨态势，2018H1 木浆均价约为 6163 元/吨，同比涨幅为 21.71%；废纸均价约为 2720 元/吨，同比涨幅为 57.31%；文化纸及白卡纸价格涨幅低于原材料涨幅，例如双铜纸均价为 7340 元/吨，同比涨幅为 11.45%；白卡纸均价约为 6231 元/吨，同比涨幅为 0.27%；包装纸价格涨幅较高，但仍低于废纸价格涨幅，如箱板纸均价 5149 元/吨，同比涨幅为 22.73%；瓦楞纸均价约为 4420 元/吨，同比涨幅 26.29%。

(1) 文化纸，收入端表现为有新产能投放的企业增速较快，例如太阳纸业 Q1/Q2 收入增速分别为 14.29%/26.76%；净利润方面，考虑到吨净利水平基本平稳，利润增长基本稳定，例如太阳纸业 Q1/Q2 净利润增长分别为 40.14%/40.63%，净利润率分别为 13.64%/12.14%。

(2) 包装纸，2018H1 瓦楞箱板纸价格波动较大，价格中枢表现较为平稳，收入增长亦较为稳定，例如山鹰纸业 2018Q1/Q2 收入增速分别为 60.60%/59.89%；净利润方面，瓦楞箱板纸价格变动基本与废纸变动一致，企业吨净利水平基本稳定，利润增长基本保持平稳，例如山鹰纸业 Q1/Q2 净利率分别为 11.18%/16.85%。

(3) 纸包装，收入端受益于涨价以及集中度提升带来的订单快速增长，行业龙头营收增长继续加速，例如合兴包装 Q1/Q2 营收增速分别为 76.10%/100.57%；毛利率方面，上半年原材料价格波动幅度较大，但价格中枢较为平稳，企业毛利率相对稳定，例如合兴包装 Q1/Q2 毛利率分别为 11.75%/11.62%；净利润方面，基于快速增长的营收以及稳定毛利率，企业净利润增速相对较高且平稳，例如合兴包装 Q1/Q2 净利润增速分别为 60.58%/791.35%（并表因素）。

3、必选消费板块：

(1) 文具龙头超预期，收入端增长平稳，不受地产、中美贸易、汇率波动影响，例如晨光文具 Q1/Q2 收入增速分别为 30.25%/41.81%；毛利率方面，学生文具业务盈利水平相对稳定，办公文具毛利率相对学生文具偏低，随着业务占比的提升会一定程度拉低企业毛利率，例如晨光文具 Q1/Q2 毛利率分别为 27.19%/24.11%；净利润方面，随着办公文具进入盈利阶段，且净利率水平的不断提升，企业利润的增速高于收入增长，例如晨光文具 Q1/Q2 净利润增速分别为 23.22%/38.24%。

(2) 生活用纸，收入端增长比较稳定，得益于 2017 年底以来促销力度的减少以及部分时间产品价格的提升，2018 上半年企业收入增长较为稳定，例如中顺洁柔 Q1/Q2 营收增长分别为 18.65%/24.78%；毛利率方面，由于原料实际成本抬升，且人民币贬值间接推动成本上涨，企业毛利率略有下降，例如中顺洁柔 Q1/Q2 毛利率分别为 38.84%/34.38%；净利润方面，受毛利率下滑的影响，利润增速略有放缓，例如中顺洁柔 Q1/Q2 净利润增速分别为 30.93%/24.77%，但整体稳健，确定性较高。

投资建议：

我们总结半年报情况，归纳轻工各细分领域推荐策略及重点标的如下：

1、笔——晨光文具——必选消费品龙头，不用担心地产、周期、汇率，一体两翼顺利落地，增量驱动体现在办公用品采购透明化等，2018、2019 年分别为 35、28 倍。

2、纸——中顺洁柔——产品提价、节能降耗对冲木浆成本，和前三龙头的差距持续收窄，2018、2019 年分别为 22、17 倍。

3、沙发——敏华控股——业绩拐点向上，PE 估值存在上修，高分红、低估值，原料松动、汇率松动，2019 财年估值仅 11 倍，而且股息率 6%。

4、按摩椅——奥佳华——按摩椅龙头，研发、技术、产品、品牌、渠道领先，2018 年仅 20 倍。

荣泰健康——共享按摩新驱动，内销快速提升，韩国大客户占比下降且稳健增长，2018 年 25 倍。

5、LED——欧普照明——研发、制造、供应链，以及超过 3500 家专卖店以及超过 10 万家终端网点，构成明显护城河，6 年激励每年 20% 的复合增长，高确定稳增长，2018 年 23 倍估值。

6、包装双星：劲嘉股份、合兴包装：劲嘉股份收入、净利润加快，电子烟新蓝海新逻辑，烟标拐点继续向上，智能包装扭亏为盈，2018 年估值是 17 倍，低估值防御下，电子烟新逻辑；

合兴包装剔除 2.9 亿元营业外收入后公司内生净利润为 2.34 亿元，依然超预期。考虑合众创亚的并表，2018、2019 年备考估值分别为 13 倍、19 倍，合兴包装的 PSCP 包装网平台带来预期差。

7、智能家居——好太太——晾衣架行业龙头，行业竞争格局占优，晾衣机+智能锁双驱动，2018、2019 年分别为 22、17 倍。

8、精美小宜家——曲美家居——公司收购的挪威 Ekornes 公司以“世界上最舒服的椅子”形象享誉全球；曲美与 Ekornes 将从品牌、研发、采购、生产、渠道等五大方面进行协同发展，曲美 2018 年备考估值仅 12 倍，2019 年仅 10 倍。

9、精装房受益——帝欧家居——2018 年 2 季度继续超预期、其他地产大客户继续开拓，我们延续我们 B 端看成长、C 端看龙头的前瞻判断；2018、2019 年估值分别为 17、14 倍。

10、定制龙头——欧派家居、尚品宅配、索菲亚。欧派家居大家居启程，2018、2019 年估值分别为 23、18 倍；尚品宅配模式领先，2018、2019 年估值分别为 31、23 倍；索菲亚处于价值底部，2018、2019 年估值分别为 16、13 倍。

11、其他重要公司等。

风险提示：

房地产销售大幅下滑；贸易战更加激烈；行业竞争大幅加剧；原材料价格大幅波动；汇率大幅波动。

表 1：轻工家居板块 2018H1 总营收、利润绝对值情况

细分板块	公司简称	营业总收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)			
		2015 年	2016 年	2017 年	2018H1	2015 年	2016 年	2017 年	2018H1
定制综合	索菲亚	31.96	45.30	61.61	29.88	4.59	6.64	9.07	3.69
	欧派家居	56.07	71.34	97.10	48.45	4.88	9.50	13.00	5.50
定制衣柜	尚品宅配	30.88	40.26	53.23	28.67	1.40	2.56	3.80	1.23
	好莱客	10.82	14.33	18.63	9.03	1.62	2.52	3.48	1.81
	曲美家居	12.55	16.64	20.97	9.73	1.17	1.85	2.46	0.70
	志邦股份	11.88	15.70	21.57	10.42	1.32	1.78	2.34	0.95
定制橱柜	金牌厨柜	7.84	10.99	14.42	6.43	0.47	0.96	1.67	0.61
	我乐家居	5.79	6.76	9.15	4.28	0.56	0.69	0.84	0.20
	皮阿诺	5.12	6.30	8.26	4.43	0.69	0.88	1.03	0.49
软装按摩	梦百合	13.77	17.23	23.39	12.83	1.64	2.00	1.56	0.38
	顾家家居	36.85	47.95	66.65	40.49	4.98	5.75	8.22	4.83
	喜临门	16.87	22.17	31.87	18.44	1.91	2.04	2.84	1.23
	奥佳华	28.31	34.51	42.94	22.09	1.81	2.51	3.45	1.44
	荣泰健康	10.24	12.85	19.18	12.36	1.43	2.07	2.16	1.41
成品家具	美克家居	28.59	34.67	41.79	25.26	3.01	3.31	3.65	2.06
	宜华木业	45.92	57.00	80.22	35.63	6.16	7.09	7.53	3.78
智能家居	好太太	6.79	8.08	11.13	5.70	1.33	1.52	2.06	1.11
家居连锁	美凯龙	91.79	94.36	109.60	63.74	32.25	33.97	40.78	30.39
瓷砖卫浴	帝欧家居	3.87	4.27	5.34	19.20	0.53	0.51	0.55	1.58
	大亚圣象	76.77	65.31	70.48	31.61	3.18	5.41	6.59	1.80
板材	丰林集团	11.56	12.49	13.02	6.46	0.54	0.89	1.20	0.68
	兔宝宝	16.47	26.77	41.20	19.05	0.97	2.60	3.65	1.90
装修装饰	广田集团	80.10	101.13	125.35	60.89	2.79	4.03	6.47	2.81
	德尔未来	8.44	11.32	16.00	7.87	1.37	1.91	0.86	0.82
其他家居	江山欧派	6.57	7.66	10.10	4.81	0.94	1.09	1.38	0.58
	亚振家居	5.83	5.62	5.73	1.98	0.77	0.76	0.61	-0.18

行业半年报综述

	浙江永强	35.41	37.92	45.36	23.16	5.17	0.61	0.78	-0.43
文具	晨光文具	37.49	46.62	63.57	37.87	4.23	4.93	6.34	3.75
	欧普照明	44.69	54.77	69.57	35.28	4.36	5.06	6.81	3.58
家居照明	雷士照明	38.67	38.31	40.74	19.87	0.56	1.51	3.14	0.92
	三雄极光	18.47	18.97	22.66	10.63	1.81	2.47	2.56	0.94
	佛山照明	28.77	33.66	38.00	20.65	0.53	10.72	7.40	2.29

资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

表 2: 轻工家居板块总营收、利润增速情况

细分板块	公司简称	营业总收入同比增速				归母净利润同比增速			
		2015 年	2016 年	2017 年	2018H1	2015 年	2016 年	2017 年	2018H1
	索菲亚	35.35%	41.75%	36.02%	20.12%	40.42%	44.66%	36.56%	25.38%
定制综合	欧派家居	18.02%	27.23%	36.11%	25.05%	26.78%	94.39%	36.92%	32.83%
	尚品宅配	61.47%	30.39%	32.23%	33.64%	7.23%	83.12%	48.74%	87.46%
定制衣柜	好莱客	20.08%	32.44%	30.02%	25.69%	14.94%	55.30%	37.95%	67.15%
	曲美家居	14.78%	32.52%	26.05%	10.32%	16.40%	58.21%	32.78%	-33.33%
	志邦股份	13.21%	32.11%	37.38%	25.69%	24.30%	34.30%	31.74%	47.53%
定制橱柜	金牌厨柜	14.18%	40.25%	31.22%	15.12%	18.26%	103.27%	73.29%	32.53%
	我乐家居	11.25%	16.80%	35.32%	26.42%	50.84%	21.77%	21.86%	60.55%
	皮阿诺	1.80%	23.12%	31.11%	40.84%	6.75%	27.74%	17.64%	39.90%
	梦百合	18.51%	25.11%	35.74%	22.96%	25.56%	22.00%	-22.23%	-66.32%
软装按摩	顾家家居	13.74%	30.11%	39.02%	30.15%	17.42%	15.40%	43.02%	24.36%
	喜临门	30.75%	31.39%	43.76%	55.62%	103.01%	6.88%	39.18%	29.55%
	奥佳华	0.69%	21.93%	24.41%	31.61%	28.77%	39.03%	37.51%	56.08%

行业半年报综述

	荣泰健康	41.60%	25.50%	49.26%	50.41%	131.74%	44.81%	4.61%	27.03%
成品家具	美克家居	5.34%	21.26%	20.57%	40.50%	28.71%	10.04%	10.45%	35.51%
	宜华木业	3.73%	24.14%	40.73%	7.29%	16.26%	15.18%	6.11%	-19.54%
	智能家居	好太太	14.22%	19.02%	37.75%	21.45%	19.30%	13.96%	35.43%
家居连锁	美凯龙	10.16%	2.81%	16.14%	25.69%	-0.56%	5.34%	20.04%	48.57%
瓷砖卫浴	帝欧家居	-14.19%	10.47%	24.85%	762.14%	19.90%	-5.22%	7.69%	552.85%
	大亚圣象	-9.04%	-14.92%	7.91%	7.05%	94.37%	70.22%	21.82%	28.54%
板材	丰林集团	-3.61%	8.03%	4.21%	6.07%	-35.35%	64.42%	35.53%	1.95%
	兔宝宝	16.63%	62.56%	53.89%	4.41%	127.83%	166.52%	40.43%	20.39%
装修装饰	广田集团	-18.16%	26.25%	23.96%	17.52%	-48.02%	44.39%	60.58%	30.29%
	德尔未来	24.17%	34.01%	41.42%	12.94%	6.40%	39.22%	-55.17%	-21.68%
其他家居	江山欧派	45.50%	16.62%	31.74%	13.81%	54.42%	16.68%	25.76%	-2.91%
	亚振家居	3.60%	-3.68%	1.91%	-22.04%	6.13%	-2.18%	-19.16%	-177.86%
	浙江永强	7.30%	7.11%	19.62%	-12.80%	60.32%	-88.22%	28.38%	-117.31%
文具	晨光文具	23.19%	24.36%	36.35%	35.95%	24.47%	16.63%	28.63%	29.61%
	欧普照明	16.28%	22.55%	27.03%	17.21%	48.66%	16.17%	34.48%	38.37%
家居照明	雷士照明	10.59%	-0.91%	6.33%	3.48%	115.74%	170.68%	108.22%	-38.00%
	三雄极光	-2.76%	2.70%	19.44%	11.77%	6.25%	35.89%	3.65%	6.15%
	佛山照明	-6.26%	17.03%	12.88%	2.02%	-79.93%	1907.92%	-30.96%	0.34%

资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

表 3：轻工家居板块当季收入增速情况

细分板块	公司简称	分季度营业收入同比增速					
		2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
定制综合	索菲亚	48.30%	49.44%	35.46%	22.57%	30.32%	13.78%
	欧派家居	20.49%	44.89%	40.54%	33.50%	31.58%	21.15%
	尚品宅配	27.65%	31.96%	32.61%	34.32%	38.76%	30.63%
定制衣柜	好莱客	35.19%	35.53%	25.61%	27.97%	30.89%	22.68%
	曲美家居	37.61%	25.17%	23.40%	23.59%	15.02%	7.33%
	志邦股份	37.59%	40.89%	30.69%	41.51%	38.28%	19.10%
定制橱柜	金牌厨柜	42.77%	9.64%	34.95%	22.15%	26.19%	8.57%
	我乐家居	103.28%	27.92%	36.05%	24.28%	25.98%	26.67%
	皮阿诺	51.23%	47.75%	30.15%	15.86%	73.85%	24.21%
软装按摩	梦百合	30.20%	38.67%	38.03%	35.41%	26.95%	19.55%
	顾家家居	53.57%	55.49%	40.49%	17.54%	34.22%	26.90%
	喜临门	38.87%	59.89%	36.70%	42.62%	83.57%	36.33%
	奥佳华	40.98%	25.99%	10.69%	28.77%	33.37%	30.09%
成品家具	荣泰健康	30.28%	46.69%	73.79%	48.53%	64.92%	38.78%
	美克家居	10.41%	30.25%	19.20%	21.20%	32.69%	46.27%
	宜华木业	59.39%	41.55%	45.68%	28.46%	11.22%	4.75%
智能家居	好太太	66.41%	-	-	-	32.91%	13.09%
家居连锁	美凯龙	5.76%	15.04%	17.54%	24.67%	25.36%	25.97%
瓷砖卫浴	帝欧家居	12.63%	19.23%	58.35%	15.26%	935.55%	677.48%
	大亚圣象	13.50%	4.95%	17.35%	0.45%	11.07%	4.07%
板材	丰林集团	18.59%	11.37%	-2.68%	-3.96%	12.16%	1.57%
	兔宝宝	73.22%	71.33%	54.41%	31.75%	-3.30%	8.95%
装修装饰	广田集团	17.94%	42.21%	47.80%	0.64%	25.00%	13.33%
	德尔未来	36.91%	47.65%	51.42%	31.39%	12.48%	13.24%
其他家居	江山欧派	74.17%	9.08%	33.17%	33.11%	10.30%	16.43%
	亚振家居	-7.52%	9.38%	-3.89%	4.80%	-15.29%	-25.77%
	浙江永强	12.69%	43.79%	0.65%	23.98%	-10.07%	-19.07%
文具	晨光文具	24.66%	31.20%	34.16%	54.04%	30.25%	41.81%
	欧普照明	38.53%	32.35%	29.83%	15.58%	23.55%	13.00%
家居照明	雷士照明	-	-	-	-	-	-
	三雄极光	31.86%	26.18%	19.33%	8.92%	17.32%	8.17%
	佛山照明	20.94%	9.27%	13.03%	7.41%	2.72%	1.20%

资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

表 4：轻工家居板块当季利润增速情况

细分板块	公司简称	分季度归母净利润同比增速					
		2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
定制综合	索菲亚	46.75%	47.31%	35.18%	29.40%	33.48%	22.50%
	欧派家居	33.31%	33.43%	31.21%	51.37%	32.48%	32.89%
	尚品宅配	23.04%	25.62%	56.52%	27.09%	29.19%	39.15%
定制衣柜	好莱客	86.09%	48.60%	36.37%	26.55%	38.41%	76.07%
	曲美家居	58.71%	41.94%	12.82%	38.22%	12.46%	-47.45%
	志邦股份	51.03%	21.34%	31.05%	34.52%	48.23%	47.21%
定制橱柜	金牌厨柜	114.53%	106.14%	147.42%	35.85%	84.33%	18.09%
	我乐家居	72.11%	102.44%	7.11%	3.48%	-121.41%	68.11%
	皮阿诺	304.46%	34.98%	20.17%	-22.39%	58.55%	34.11%
软装按摩	梦百合	31.15%	56.27%	-48.03%	-81.42%	-93.21%	-26.79%
	顾家家居	34.09%	51.66%	57.23%	30.25%	42.90%	6.96%
	喜临门	51.85%	52.05%	31.45%	36.54%	23.63%	34.50%
	奥佳华	783.71%	50.61%	20.88%	31.51%	50.23%	57.59%
	荣泰健康	10.72%	10.80%	10.84%	-8.33%	6.10%	47.41%
成品家具	美克家居	10.77%	17.37%	23.34%	-5.06%	32.75%	36.77%
	宜华木业	21.31%	20.37%	5.60%	-49.86%	15.14%	-37.51%
智能家居	好太太	105.33%	-	-	-	53.78%	56.96%
家居连锁	美凯龙	-14.09%	-16.70%	236.17%	39.00%	30.76%	83.04%
瓷砖卫浴	帝欧家居	190.50%	13.77%	-8.00%	-8.62%	2214.83%	410.15%
板材	大亚圣象	38.51%	33.64%	25.17%	14.24%	41.32%	23.30%
	丰林集团	652.06%	62.32%	34.82%	-120.03%	28.46%	-11.44%
装饰装修	兔宝宝	122.33%	43.96%	27.46%	28.32%	15.35%	22.57%
	广田集团	23.69%	35.09%	24.68%	151.31%	28.07%	31.08%
	德尔未来	15.31%	8.70%	-56.76%	-180.46%	-33.16%	-12.82%
其他家居	江山欧派	76.39%	-7.58%	-0.79%	92.25%	-51.02%	20.38%
	亚振家居	3.54%	4.94%	-3.27%	-43.22%	-220.81%	-138.14%
文具	浙江永强	41.88%	-90.32%	-30.92%	13.24%	-88.34%	-1463.91%
	晨光文具	13.84%	17.47%	39.35%	46.81%	23.22%	38.24%
	欧普照明	56.79%	38.08%	35.62%	27.84%	42.20%	37.47%
家居照明	雷士照明	-	-	-	-	-	-
	三雄极光	35.84%	34.38%	3.35%	-16.59%	56.73%	-11.80%
	佛山照明	11.22%	9.55%	514.98%	-92.20%	-19.46%	22.19%

资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

表 5：轻工家居板块累计利润率变化趋势

细分板块	公司简称	综合毛利率				净利润率				
		2015 年	2016 年	2017 年	2018H1	2015 年	2016 年	2017 年	2018H1	
定制综合	索菲亚	37.80%	36.57%	38.17%	37.67%	14.36%	14.66%	14.72%	12.35%	
	欧派家居	31.65%	36.55%	34.52%	37.23%	8.71%	13.31%	13.39%	11.35%	
	尚品宅配	44.96%	46.19%	45.11%	43.35%	4.52%	6.35%	7.14%	4.31%	
定制衣柜	好莱客	38.17%	39.98%	38.34%	39.28%	15.01%	17.60%	18.68%	20.06%	
	曲美家居	37.59%	40.54%	38.87%	36.89%	9.31%	11.12%	11.71%	7.24%	
	志邦股份	37.74%	36.80%	34.90%	36.48%	11.14%	11.32%	10.86%	9.10%	
定制橱柜	金牌厨柜	41.20%	38.11%	39.14%	39.70%	6.04%	8.76%	11.56%	9.53%	
	我乐家居	31.73%	34.72%	36.97%	34.71%	9.75%	10.17%	9.15%	4.65%	
	皮阿诺	41.41%	37.85%	34.45%	34.89%	13.38%	13.89%	12.46%	10.96%	
软装按摩	梦百合	34.86%	33.60%	29.54%	28.42%	11.93%	11.63%	6.66%	2.97%	
	顾家家居	41.13%	40.44%	37.26%	35.98%	13.52%	11.99%	12.34%	11.92%	
	喜临门	39.61%	36.98%	34.70%	31.20%	11.30%	9.19%	8.90%	6.66%	
成品家具	奥佳华	33.21%	35.77%	37.00%	36.59%	6.38%	7.27%	8.04%	6.52%	
	荣泰健康	32.40%	38.16%	38.22%	34.23%	13.94%	16.08%	11.27%	11.43%	
	美克家居	61.28%	57.54%	54.18%	57.35%	10.52%	9.54%	8.74%	8.14%	
智能家居	宜华木业	32.75%	36.09%	34.21%	34.64%	13.41%	12.45%	9.38%	10.61%	
	好太太	39.82%	40.25%	39.96%	40.82%	19.65%	18.81%	18.50%	19.46%	
	家居连锁	美凯龙	75.58%	72.31%	71.14%	69.33%	35.13%	36.00%	37.21%	47.67%
瓷砖卫浴	帝欧家居	31.85%	31.90%	29.40%	34.31%	13.81%	11.84%	10.22%	8.20%	
	大亚圣象	28.98%	33.95%	35.54%	35.21%	4.14%	8.28%	9.35%	5.69%	
	板材	丰林集团	17.62%	21.19%	22.02%	23.05%	4.67%	7.10%	9.24%	10.54%
装修装饰	兔宝宝	17.44%	19.37%	17.26%	19.56%	5.92%	9.71%	8.86%	9.98%	
	广田集团	16.89%	10.80%	11.56%	11.52%	3.48%	3.98%	5.16%	4.61%	
	德尔未来	32.78%	34.23%	32.34%	32.62%	16.25%	16.88%	5.35%	10.39%	
其他家居	江山欧派	31.00%	31.75%	32.93%	33.97%	14.26%	14.27%	13.62%	12.01%	
	亚振家居	58.34%	58.77%	57.70%	56.45%	13.23%	13.44%	10.66%	-9.03%	
	浙江永强	22.87%	28.79%	25.45%	16.86%	14.61%	1.61%	1.72%	-1.87%	
家居照明	文具	晨光文具	26.55%	26.42%	25.73%	25.60%	11.27%	10.57%	9.97%	9.89%
	欧普照明	38.60%	40.90%	40.59%	37.45%	9.76%	9.25%	9.79%	10.15%	
	雷士照明	23.84%	27.30%	29.05%	27.95%	1.44%	3.94%	7.71%	4.62%	
家居照明	三雄极光	32.96%	37.01%	33.72%	31.38%	9.82%	13.00%	11.28%	8.86%	
	佛山照明	24.02%	25.20%	22.63%	23.51%	1.86%	31.85%	19.48%	11.10%	

资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

表 6：轻工家居板块当季毛利率变化趋势

细分板块	公司简称	当季毛利率					
		2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
定制综合	索菲亚	32.36%	38.68%	40.16%	38.82%	34.75%	39.76%
	欧派家居	31.00%	35.98%	36.55%	32.90%	33.91%	39.38%
	尚品宅配	44.22%	46.25%	45.26%	44.50%	42.14%	44.11%
定制衣柜	好莱客	38.27%	38.30%	40.19%	36.79%	38.74%	39.62%
	曲美家居	37.68%	38.69%	39.94%	38.74%	36.27%	37.31%
	志邦股份	37.49%	35.58%	35.82%	32.37%	36.81%	36.28%
定制橱柜	金牌厨柜	34.68%	37.99%	38.83%	42.20%	39.58%	39.77%
	我乐家居	31.18%	38.97%	38.26%	36.74%	32.74%	35.78%
	皮阿诺	33.44%	36.04%	34.79%	33.33%	32.39%	36.65%
软装按摩	梦百合	32.66%	31.01%	28.93%	26.66%	24.90%	31.61%
	顾家家居	37.88%	38.54%	34.03%	38.65%	36.45%	35.58%
	喜临门	35.62%	30.16%	34.45%	37.29%	31.48%	30.94%
	奥佳华	36.14%	40.47%	34.66%	37.24%	36.39%	36.76%
	荣泰健康	39.62%	39.03%	37.86%	37.10%	35.18%	33.33%
成品家具	美克家居	57.89%	58.78%	52.49%	49.64%	55.21%	58.78%
	宜华木业	39.71%	36.71%	30.55%	32.53%	39.78%	31.13%
智能家居	好太太	37.87%	40.39%	-	-	39.52%	41.93%
家居连锁	美凯龙	71.13%	74.36%	64.15%	74.11%	70.58%	68.29%
瓷砖卫浴	帝欧家居	23.87%	31.62%	28.06%	30.88%	33.01%	35.15%
	大亚圣象	35.50%	34.54%	37.11%	35.00%	34.03%	36.15%
板材	丰林集团	19.47%	23.12%	23.33%	21.47%	20.40%	25.21%
	兔宝宝	16.74%	17.11%	17.47%	17.50%	19.96%	19.36%
装修装饰	广田集团	12.60%	11.77%	10.57%	11.78%	11.12%	11.77%
	德尔未来	34.56%	34.28%	29.73%	31.67%	31.33%	33.47%
其他家居	江山欧派	30.48%	33.55%	32.26%	34.37%	27.78%	38.35%
	亚振家居	54.93%	60.32%	64.94%	52.32%	55.02%	57.36%
	浙江永强	30.57%	25.12%	14.68%	22.12%	22.10%	3.50%
文具	晨光文具	26.82%	26.33%	26.28%	23.97%	27.19%	24.11%
	欧普照明	41.36%	40.80%	39.93%	40.53%	37.78%	37.20%
家居照明	雷士照明	-	-	-	-	-	-
	三雄极光	35.42%	29.77%	35.20%	34.75%	33.24%	30.07%
	佛山照明	24.03%	23.02%	17.87%	25.60%	22.16%	25.12%

资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

表 7：轻工家居板块当季净利率变化趋势

细分板块	公司简称	当季净利率					
		2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
定制综合	索菲亚	8.10%	14.15%	15.96%	17.33%	8.29%	15.24%
	欧派家居	3.83%	14.78%	17.51%	12.67%	3.86%	16.21%
	尚品宅配	-5.87%	8.32%	9.69%	10.05%	-2.99%	8.86%
定制衣柜	好莱客	9.75%	18.17%	21.55%	20.39%	10.31%	26.08%
	曲美家居	7.26%	14.98%	12.43%	10.77%	7.10%	7.33%
	志邦股份	7.15%	8.07%	13.79%	11.83%	7.66%	9.98%
定制橱柜	金牌厨柜	4.86%	10.31%	10.85%	16.04%	7.10%	11.21%
	我乐家居	-1.47%	6.47%	11.09%	13.39%	-2.58%	8.58%
	皮阿诺	7.79%	12.66%	14.67%	12.17%	7.10%	13.67%
软装按摩	梦百合	13.99%	8.15%	5.17%	1.60%	0.75%	4.99%
	顾家家居	13.61%	11.56%	13.36%	11.14%	14.49%	9.75%
	喜临门	8.92%	7.37%	12.70%	6.95%	6.01%	7.27%
	奥佳华	2.44%	8.12%	9.74%	9.61%	2.75%	9.84%
	荣泰健康	15.02%	12.35%	9.60%	9.55%	9.66%	13.12%
成品家具	美克家居	6.21%	10.09%	9.39%	8.58%	6.21%	9.43%
	宜华木业	12.33%	15.31%	10.61%	1.99%	12.76%	9.13%
智能家居	好太太	15.64%	14.85%	-	-	18.10%	20.62%
家居连锁	美凯龙	39.24%	36.66%	29.98%	38.24%	40.93%	53.26%
瓷砖卫浴	帝欧家居	2.61%	14.85%	5.48%	13.23%	5.84%	9.74%
板材	大亚圣象	3.23%	5.85%	11.91%	13.33%	4.11%	6.93%
	丰林集团	8.65%	12.69%	16.10%	-0.96%	9.91%	11.06%
装修装饰	兔宝宝	7.06%	9.60%	9.04%	9.00%	8.42%	10.80%
	广田集团	3.03%	4.79%	4.80%	6.83%	3.11%	5.54%
	德尔未来	16.43%	14.02%	4.92%	-8.26%	9.76%	10.79%
其他家居	江山欧派	10.73%	16.57%	11.26%	14.94%	4.77%	17.14%
	亚振家居	-2.81%	15.59%	15.97%	9.73%	-10.64%	-8.01%
文具	浙江永强	13.25%	0.65%	-20.95%	-6.02%	1.72%	-11.00%
	晨光文具	11.75%	8.96%	11.81%	7.69%	11.12%	8.74%
	欧普照明	4.11%	11.57%	8.67%	12.43%	4.73%	14.07%
家居照明	雷士照明	-	-	-	-	-	-
	三雄极光	6.21%	11.35%	13.13%	12.28%	8.29%	9.26%
	佛山照明	10.96%	11.68%	48.58%	7.27%	8.59%	14.10%

资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

表 8：轻工家居板块销售费用率与管理费用率

细分板块	公司简称	销售费用率				管理费用率			
		2015 年	2016 年	2017 年	2018H1	2015 年	2016 年	2017 年	2018H1
定制综合	索菲亚	9.64%	8.56%	8.42%	10.15%	8.60%	8.92%	9.83%	11.71%
	欧派家居	11.87%	11.44%	9.75%	11.65%	9.45%	9.15%	9.18%	11.94%
	尚品宅配	29.96%	27.93%	27.81%	30.82%	9.05%	9.24%	8.80%	8.64%
定制衣柜	好莱客	14.25%	13.35%	11.78%	15.13%	5.72%	5.75%	5.23%	6.75%
	曲美家居	15.61%	17.35%	16.41%	17.09%	9.53%	8.98%	8.04%	10.65%
定制橱柜	志邦股份	15.02%	14.76%	13.58%	15.97%	9.44%	8.44%	7.95%	10.15%
	金牌厨柜	22.68%	18.30%	18.80%	22.27%	10.76%	9.91%	8.96%	10.30%
	我乐家居	10.27%	12.91%	16.13%	19.23%	8.82%	8.82%	8.75%	9.49%
	皮阿诺	18.38%	15.10%	14.40%	15.93%	7.46%	6.85%	7.32%	7.29%
软装按摩	梦百合	11.40%	11.20%	12.07%	12.66%	9.07%	8.53%	8.48%	8.41%
	顾家家居	20.89%	22.06%	20.96%	18.50%	3.41%	3.59%	3.05%	3.62%
	喜临门	14.54%	14.37%	14.53%	16.49%	7.99%	7.26%	7.10%	6.87%
	奥佳华	15.74%	17.39%	18.94%	19.78%	12.76%	11.05%	9.13%	11.41%
成品家具	荣泰健康	10.45%	13.59%	13.73%	11.19%	7.53%	7.80%	8.92%	8.17%
	美克家居	35.73%	33.92%	31.76%	35.49%	10.00%	9.11%	9.26%	10.22%
	宜华木业	5.85%	8.86%	10.86%	10.09%	6.07%	6.89%	6.57%	6.81%
智能家居	好太太	10.04%	11.39%	13.40%	14.92%	7.31%	7.65%	6.48%	7.46%
家居连锁	美凯龙	13.04%	12.78%	13.81%	10.14%	8.09%	9.91%	12.43%	8.28%
瓷砖卫浴	帝欧家居	14.20%	14.64%	14.37%	15.10%	7.45%	7.53%	10.26%	7.99%
	大亚圣象	12.68%	12.54%	13.46%	15.33%	8.53%	9.20%	9.19%	10.63%
板材	丰林集团	8.93%	8.58%	7.99%	7.67%	5.95%	6.23%	7.55%	6.78%
	兔宝宝	5.21%	4.17%	3.80%	4.35%	5.79%	4.12%	3.66%	4.67%
装修装饰	广田集团	1.76%	1.84%	1.91%	1.98%	2.94%	2.76%	2.60%	2.43%
	德尔未来	10.34%	13.18%	13.62%	12.70%	5.10%	5.97%	6.09%	6.50%
其他家居	江山欧派	6.03%	6.88%	10.46%	9.52%	8.11%	7.82%	7.69%	10.75%
	亚振家居	23.65%	23.50%	24.36%	39.37%	17.06%	18.33%	19.16%	30.46%

	浙江永强	9.07%	9.83%	9.87%	8.49%	8.20%	8.45%	7.09%	7.49%
文具	晨光文具	7.52%	8.68%	8.97%	9.57%	6.92%	6.43%	6.03%	5.38%
	欧普照明	22.57%	23.62%	23.52%	21.13%	6.44%	6.67%	5.85%	6.45%
家居照明	雷士照明	9.61%	9.39%	9.87%	9.02%	9.57%	10.77%	8.76%	8.29%
	三雄极光	12.36%	12.15%	12.68%	14.79%	7.97%	8.82%	9.31%	10.23%
	佛山照明	7.06%	6.08%	5.63%	5.03%	8.40%	6.28%	5.62%	5.06%

资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

表 9: 轻工家居板块财务费用率

细分板块	公司简称	财务费用率			
		2015 年	2016 年	2017 年	2018H1
	索菲亚	-0.39%	-0.10%	0.16%	0.22%
定制综合	欧派家居	0.00%	-0.13%	0.03%	-0.04%
	尚品宅配	0.08%	0.07%	-0.04%	0.04%
定制衣柜	好莱客	-0.20%	-0.15%	-0.14%	-0.23%
	曲美家居	0.26%	-0.07%	-0.04%	-0.07%
	志邦股份	-0.83%	-1.05%	0.03%	-0.18%
定制橱柜	金牌厨柜	0.64%	0.16%	-0.15%	-0.46%
	我乐家居	0.63%	0.06%	0.01%	-0.02%
	皮阿诺	-0.07%	-0.52%	-0.62%	-0.16%
	梦百合	-0.81%	-0.46%	1.50%	0.38%
软装按摩	顾家家居	0.42%	0.07%	0.72%	0.22%
	喜临门	1.57%	2.30%	1.16%	1.50%
	奥佳华	-0.78%	-1.41%	1.73%	-0.17%
	荣泰健康	-1.23%	-1.65%	1.62%	0.79%
成品家具	美克家居	1.42%	1.97%	1.48%	0.70%
	宜华木业	4.05%	4.49%	5.17%	4.45%
智能家居	好太太	-0.09%	-0.15%	-0.11%	-0.12%
家居连锁	美凯龙	8.42%	9.30%	10.33%	9.21%
瓷砖卫浴	帝欧家居	-0.06%	-0.35%	-0.55%	0.57%
	大亚圣象	1.84%	0.68%	0.80%	0.44%
板材	丰林集团	0.04%	-0.52%	-0.25%	0.70%
	兔宝宝	-0.05%	-0.04%	0.05%	0.33%
装修装饰	广田集团	2.00%	1.25%	1.01%	1.39%
其他家居	德尔未来	-0.25%	-0.03%	0.20%	0.16%

	江山欧派	-0.32%	-0.26%	0.90%	0.72%
	亚振家居	0.36%	0.14%	-0.34%	-0.15%
	浙江永强	-0.87%	-1.55%	5.53%	2.52%
文具	晨光文具	-0.22%	-0.11%	-0.04%	-0.11%
	欧普照明	0.06%	-0.01%	0.22%	0.06%
家居照明	雷士照明	0.14%	0.67%	1.03%	1.30%
	三雄极光	0.25%	-0.02%	-0.23%	-0.13%
	佛山照明	-1.00%	-0.85%	0.29%	-0.63%

资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

表 10: 轻工家居板块存货周转率、应收账款周转率情况 (%)

细分板块	公司简称	存货周转率 (年化)				应收账款周转率(年化)			
		2015 年	2016 年	2017 年	2018H1	2015 年	2016 年	2017 年	2018H1
定制综合	索菲亚	11.71	12.34	13.72	12.07	48.10	47.53	35.89	18.99
	欧派家居	9.10	7.32	8.24	8.34	77.04	70.14	69.84	46.55
	尚品宅配	6.15	7.11	8.38	7.85	934.25	1544.99	1860.31	917.95
定制衣柜	好莱客	19.25	19.59	22.27	18.18	194.65	367.33	319.70	96.41
	曲美家居	6.06	6.34	7.02	6.31	50.80	56.27	28.13	14.37
定制橱柜	志邦股份	9.61	8.23	8.79	8.62	15.36	12.94	19.34	23.63
	金牌厨柜	4.47	5.97	6.90	5.35	102.72	136.23	115.74	73.11
	我乐家居	8.72	12.15	13.34	8.56	16.44	20.19	18.11	10.72
	皮阿诺	8.88	9.36	7.45	4.90	13.31	15.38	12.63	5.59
	梦百合	5.11	5.65	5.99	5.66	9.07	8.74	7.76	6.30
软装按摩	顾家家居	4.47	5.06	5.36	6.36	18.53	17.13	17.34	15.75
	喜临门	3.84	3.32	3.19	2.91	4.01	3.66	3.72	3.18
	奥佳华	4.94	4.53	4.08	3.08	8.92	7.29	6.99	7.96
成品家具	荣泰健康	7.71	7.68	8.16	7.86	20.12	20.33	17.63	18.38
	美克家居	0.70	0.87	1.20	1.12	22.75	29.50	23.63	19.48
智能家居	宜华木业	1.65	1.56	1.93	1.58	3.80	3.94	4.60	3.83
	好太太	7.06	9.27	11.95	9.54	227.55	176.81	169.72	133.50
家居连锁	美凯龙	60.90	64.88	38.18	20.72	12.28	10.96	11.14	7.92
瓷砖卫浴	帝欧家居	2.85	3.19	3.47	5.41	5.09	4.79	5.62	6.20
	大亚圣象	2.59	2.43	2.69	2.09	11.42	11.24	10.21	8.28
板材	丰林集团	2.41	2.55	2.77	2.52	9.01	10.27	12.55	11.54
	兔宝宝	4.69	8.41	12.01	8.14	28.71	43.48	61.27	42.65
装修装饰	广田集团	9.33	11.64	12.30	9.79	1.18	1.22	1.42	1.49

行业半年报综述

	德尔未来	3.31	3.53	3.45	2.63	43.47	30.60	32.42	27.08
其他家居	江山欧派	4.82	5.02	5.53	4.23	11.19	9.20	7.80	4.79
	亚振家居	1.23	1.14	1.10	0.67	18.89	19.43	19.57	12.36
	浙江永强	3.20	2.90	3.06	5.36	4.34	4.51	4.92	5.76
文具	晨光文具	4.57	4.96	5.88	6.70	49.09	35.38	20.03	11.82
	欧普照明	6.10	7.47	7.23	5.84	21.04	19.07	19.03	14.74
家居照明	雷士照明	4.97	6.21	6.99	11.02	3.21	3.18	3.53	3.64
	三雄极光	4.42	4.55	4.66	3.30	9.41	9.50	8.79	5.92
	佛山照明	3.69	3.83	3.92	4.84	8.35	7.00	5.62	4.72

资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

表 11: 轻工家居板块现金净比情况 (%)

细分板块	公司简称	经营性现金流/净利润			
		2015 年	2016 年	2017 年	2018H1
	索菲亚	1.84	1.87	1.37	0.93
定制综合	欧派家居	1.29	1.59	1.45	0.99
	尚品宅配	3.26	2.81	2.31	0.96
定制衣柜	好莱客	1.32	1.45	1.16	1.06
	曲美家居	1.57	1.59	1.03	0.56
	志邦股份	1.21	1.67	1.69	2.61
定制橱柜	金牌厨柜	4.00	2.59	2.14	0.08
	我乐家居	1.43	2.12	2.67	-1.90
	皮阿诺	1.87	1.13	0.87	-1.82
	梦百合	1.01	0.75	0.38	-0.10
软装按摩	顾家家居	1.55	1.70	1.37	0.32
	喜临门	1.51	1.37	0.79	-1.72
	奥佳华	0.78	0.45	0.85	0.78
	荣泰健康	1.49	0.84	1.24	0.92
成品家具	美克家居	0.92	1.78	1.87	-1.62
	宜华木业	1.71	1.81	1.75	0.60
智能家居	好太太	1.23	0.93	1.45	0.50
家居连锁	美凯龙	1.01	1.08	1.52	0.35
瓷砖卫浴	帝欧家居	1.16	0.62	1.85	0.59
	大亚圣象	3.81	1.94	1.61	0.40
板材	丰林集团	2.61	2.65	2.63	0.25
	兔宝宝	1.91	1.51	1.20	0.76

装修装饰	广田集团	-2.62	0.54	1.59	0.48
	德尔未来	1.23	1.05	2.68	0.07
其他家居	江山欧派	1.14	1.56	0.24	1.21
	亚振家居	0.93	1.68	0.63	4.07
	浙江永强	-0.09	3.99	2.78	-38.76
文具	晨光文具	1.22	1.42	1.14	0.44
	欧普照明	0.93	2.27	1.47	0.11
家居照明	雷士照明	4.90	4.16	1.49	-
	三雄极光	1.93	0.90	0.20	-0.49
	佛山照明	5.00	0.27	0.29	0.62

资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

表 12: 造纸包装 2018H1 营收、利润绝对值情况

细分板块	公司简称	营业总收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)			
		2015 年	2016 年	2017 年	2018H1	2015 年	2016 年	2017 年	2018H1
文化纸	晨鸣纸业	202.42	229.07	298.52	155.51	10.21	20.64	37.69	17.85
	太阳纸业	108.25	144.55	188.94	104.74	6.67	10.57	20.24	12.28
	岳阳林纸	59.29	47.99	61.44	33.98	-3.9	0.28	3.48	2.96
	华泰股份	94.17	108.1	136.59	74.21	0.65	1.82	6.74	3.72
	博汇纸业	70.58	77.96	89.55	43.64	0.39	2.01	8.56	4.11
包装纸	山鹰纸业	97.87	121.35	174.7	119.54	2.09	3.53	20.15	17.06
	景兴纸业	29.54	36.81	53.6	28.12	0.12	3.19	6.38	2.48
	理文造纸	149.57	166.26	218.48	139.11	19.53	25.61	42.13	25.13
	荣晟环保	7.16	10.29	20.34	10.02	0.77	1.23	3.99	1.23
特种	青山纸业	21.12	22.78	26.56	15.45	-1.47	0.45	1.05	1.27
	安妮股份	4.36	4.31	6.58	3.41	0.11	0.12	-3.65	0.5
	齐峰新材	23.56	27.08	35.73	18.39	2.7	1.42	1.61	0.41
	冠豪高新	12.95	17.4	20.6	11.59	0.37	1.09	0.53	0.5
生活用纸	中顺洁柔	29.59	38.09	46.38	25.86	0.88	2.6	3.49	2
	恒安国际	205	193.06	198.43	105.54	33.94	35.97	37.94	19.47
	维达国际	81.29	107.9	112.75	61.87	2.63	5.85	5.19	3.52
中游包装	裕同科技	42.9	55.42	69.48	32.86	6.58	8.75	9.32	2.66
	东风股份	22.19	23.42	28.02	16.28	7.41	5.67	6.52	3.58
	合兴包装	28.52	35.42	63.23	48.2	1.15	1.03	1.54	4.1
	美盈森	20.16	22.19	28.57	14.23	2.2	2.23	3.48	1.74
	奥瑞金	66.62	75.99	73.42	40.4	10.17	11.54	7.04	4.61
	劲嘉股份	27.2	27.77	29.45	16.09	7.21	5.71	5.74	3.79

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部 (注: 恒安国际、维达国际营收、利润数据均采用历史汇率换算, 单位统一为人民币)

表 13: 造纸包装 2018H1 营收、利润同比增速

细分板块	公司简称	营业总收入同比增速%				归母净利润同比增速%			
		2015 年	2016 年	2017 年	2018H1	2015 年	2016 年	2017 年	2018H1
文化纸	晨鸣纸业	5.97	13.17	30.32	13.11	102.14	102.11	88.60	2.24
	太阳纸业	3.51	33.54	30.71	20.43	42.20	58.52	91.55	40.38
	岳阳林纸	-12.83	-19.07	28.03	35.60	-719.62	107.24	1131.86	263.27
	华泰股份	1.67	14.79	26.36	17.71	7.41	181.90	270.08	25.67
	博汇纸业	1.10	10.46	14.86	7.54	-14.11	422.26	325.26	1.50
包装纸	山鹰纸业	26.52	23.99	43.96	60.21	90.15	68.76	471.00	106.48
	景兴纸业	2.28	24.61	45.60	19.64	2.08	2639.60	100.14	5.08
	理文造纸	2.85	3.97	40.63	42.45	22.44	22.78	76.07	35.87
	荣晟环保	-0.19	43.68	97.67	9.24	42.08	59.01	211.38	-32.97
特种	青山纸业	11.40	7.87	16.59	21.76	-635.71	130.71	134.26	99.57
	安妮股份	-3.10	-1.18	52.93	21.64	111.82	7.15	-3231.10	32.25
	齐峰新材	-7.19	14.97	31.94	10.77	-1.01	-47.45	13.09	-55.05
生活用纸	冠豪高新	34.55	34.34	18.39	26.39	-70.81	195.21	-51.36	46.71
	中顺洁柔	17.34	28.74	21.76	21.80	30.66	195.27	34.04	27.73
	恒安国际	2.62	3.38	2.78	5.62	3.45	10.34	5.48	5.01
	维达国际	21.45	24.32	11.83	16.04	-47.02	107.84	-4.98	30.14
	裕同科技	17.03	29.20	25.36	23.48	17.11	32.91	6.53	-14.49
中游包装	东风股份	10.86	5.51	19.67	10.64	0.61	-23.54	15.06	0.56
	合兴包装	5.01	24.19	78.51	89.53	-8.62	-10.29	49.51	476.37
	美盈森	28.99	10.06	28.75	14.56	-16.12	1.32	55.86	20.80
	奥瑞金	22.14	14.05	-3.37	21.14	25.71	13.43	-38.99	11.33
	劲嘉股份	17.08	2.09	6.06	13.14	23.96	-20.81	0.65	25.06

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部 (注: 恒安国际、维达国际营收、利润数据均采用历史汇率换算, 单位统一为人民币)

表 14: 造纸包装当季收入同比增速情况

细分板块	公司简称	分季度营业收入同比增速 (%)					
		2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
文化纸	晨鸣纸业	26.70	32.20	37.12	25.06	15.42	11.16
	太阳纸业	52.47	16.88	37.58	21.94	14.29	26.76
	岳阳林纸	19.52	-5.83	46.33	55.02	35.01	36.13
	华泰股份	45.24	18.77	34.98	13.26	17.14	18.28

行业半年报综述

	博汇纸业	31.98	13.43	15.69	4.63	-15.88	31.25
	山鹰纸业	37.32	38.76	60.64	38.66	60.60	59.89
包装纸	景兴纸业	28.74	48.48	85.55	25.26	34.56	9.09
	理文造纸	-	-	-	-	-	-
	荣晟环保	123.86	105.67	167.23	40.36	-10.35	30.53
	青山纸业	20.56	6.14	18.43	22.72	9.53	33.10
特种	安妮股份	78.59	88.31	40.28	32.27	54.55	-8.92
	齐峰新材	43.31	27.44	30.24	29.63	12.70	9.09
	冠豪高新	13.00	5.53	10.71	42.77	30.36	23.01
	中顺洁柔	20.86	18.91	26.77	20.39	18.65	24.78
生活用纸	恒安国际	-	-	-	-	-	-
	维达国际	-	-	-	-	-	-
	裕同科技	38.06	25.37	18.55	24.28	16.18	31.46
	东风股份	12.78	39.86	22.08	8.53	7.44	14.03
中游包装	合兴包装	49.87	65.21	99.76	92.33	76.10	100.57
	美盈森	3.69	28.38	27.30	55.35	22.56	8.01
	奥瑞金	-24.56	18.02	0.93	-8.40	53.81	0.38
	劲嘉股份	19.23	-0.12	13.93	-3.99	8.08	18.84

资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

表 15: 造纸包装当季归母净利润同比增速情况

细分板块	公司简称	分季度归母净利润同比增速 (%)					
		2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
	晨鸣纸业	74.70	94.21	57.07	138.02	11.39	-3.92
	太阳纸业	210.22	106.36	63.91	62.68	40.14	40.63
文化纸	岳阳林纸	209.36	651.33	2317.03	1426.33	938.45	113.53
	华泰股份	349.27	298.64	285.72	203.66	34.85	19.04
	博汇纸业	1768.01	277.48	394.58	161.09	4.01	-0.87
	山鹰纸业	615.46	339.70	959.64	300.39	39.85	179.80
包装纸	景兴纸业	-20.09	628.79	4927.30	0.57	-20.48	36.37
	理文造纸	-	-	-	-	-	-
	荣晟环保	236.68	262.01	377.29	118.15	-38.07	-27.23
	青山纸业	201.80	56.25	11.89	-47.99	117.85	89.01
特种	安妮股份	2271.04	279.79	384.59	-67154.55	39.10	25.41
	齐峰新材	103.67	-4.90	93.78	-33.73	-42.06	-64.30
	冠豪高新	47.14	-41.35	-76.95	-70.00	37.81	54.84
生活用纸	中顺洁柔	65.23	34.65	19.75	29.23	30.93	24.77

	恒安国际	-	-	-	-	-	-
	维达国际	-	-	-	-	-	-
	裕同科技	29.53	16.09	0.81	-0.92	-14.14	-14.88
	东风股份	0.23	37.38	18.19	15.58	3.12	-2.79
中游包装	合兴包装	37.54	41.04	67.91	54.34	60.58	791.35
	美盈森	45.24	20.81	3.93	763.57	56.74	0.18
	奥瑞金	-47.39	-17.02	-42.09	-60.36	31.13	-1.45
	劲嘉股份	-26.12	11.47	48.97	7.07	21.09	30.52

资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

表 16: 造纸包装 2018H1 毛利率、净利率情况

细分板块	公司简称	综合毛利率%				净利润率%			
		2015 年	2016 年	2017 年	2018H1	2015 年	2016 年	2017 年	2018H1
文化纸	晨鸣纸业	27.06	31.08	33.91	34.03	4.83	8.83	12.59	6.26
	太阳纸业	23.39	21.92	26.03	26.92	6.98	8.01	11.91	3.01
	岳阳林纸	13.59	16.79	23.87	24.47	-6.58	0.59	5.66	7.65
	华泰股份	13.10	13.22	16.06	15.42	0.50	1.67	5.00	3.88
	博汇纸业	11.88	14.62	24.03	23.34	0.61	2.75	9.76	1.65
包装纸	山鹰纸业	18.35	16.36	23.01	23.16	2.12	2.96	11.56	3.21
	景兴纸业	13.02	13.85	19.95	15.42	0.07	8.56	12.92	4.71
	理文造纸	21.37	23.27	29.89	25.78	13.06	15.40	19.28	4.15
	荣晟环保	19.86	18.70	23.31	16.41	10.78	11.93	19.65	6.13
特种	青山纸业	14.21	18.37	19.33	21.60	-6.17	2.69	4.82	7.47
	安妮股份	25.99	30.85	24.62	26.71	5.05	2.67	-55.70	8.48
	齐峰新材	22.21	16.30	14.54	12.36	11.47	5.24	4.49	5.83
生活用纸	冠豪高新	19.42	20.46	16.98	19.64	2.69	5.98	2.19	6.75
	中顺洁柔	32.03	35.92	34.92	36.49	2.98	6.84	7.53	6.01
	恒安国际	47.65	48.86	46.95	42.03	16.77	18.67	19.16	5.39
	维达国际	30.56	31.69	29.67	29.73	3.24	5.42	4.60	5.08
	裕同科技	31.02	34.35	31.54	24.59	15.35	15.84	13.42	10.57
中游包装	东风股份	50.07	44.78	42.04	38.30	35.15	25.50	23.85	9.72
	合兴包装	19.72	16.98	13.80	11.68	4.32	3.53	3.18	3.26
	美盈森	26.56	29.45	34.49	33.69	10.72	9.84	12.07	10.19

奥瑞金	34.17	34.56	27.59	27.57	15.20	15.17	9.39	5.72
劲嘉股份	45.91	41.33	44.11	44.04	29.02	22.97	22.84	11.67

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

表 17: 造纸包装当季毛利率变化趋势

细分板块	公司简称	分季度毛利率 (%)					
		2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
文化纸	晨鸣纸业	31.92	34.45	33.21	35.70	35.21	33.00
	太阳纸业	23.47	26.51	24.85	28.95	27.53	26.37
	岳阳林纸	21.37	24.73	21.35	26.62	23.22	25.60
	华泰股份	13.32	15.81	16.96	17.70	13.85	16.96
	博汇纸业	24.50	26.08	21.72	24.09	28.08	20.27
包装纸	山鹰纸业	25.33	19.19	24.91	22.71	21.27	24.73
	景兴纸业	24.94	14.97	22.05	19.06	12.95	17.57
	理文造纸	-	-	-	-	-	-
	荣晟环保	28.61	24.71	20.14	20.88	16.60	16.27
特种	青山纸业	21.71	21.61	20.34	13.87	21.19	21.92
	安妮股份	29.94	26.77	38.19	10.75	23.86	0.00
	齐峰新材	16.17	17.59	13.58	11.44	12.71	12.05
	冠豪高新	18.00	17.40	15.14	17.33	20.35	19.00
	中顺洁柔	36.40	35.93	35.08	32.73	38.84	34.38
生活用纸	恒安国际	-	-	-	-	-	-
	维达国际	-	-	-	-	-	-
中游包装	裕同科技	31.21	31.16	32.53	31.17	25.19	24.01
	东风股份	43.43	40.26	42.28	42.12	42.69	33.92
	合兴包装	15.50	15.27	12.67	12.82	11.75	11.62
	美盈森	30.62	34.58	36.49	35.16	37.24	30.39
	奥瑞金	26.59	30.19	29.72	22.78	26.87	28.26
	劲嘉股份	43.73	45.86	44.53	42.74	47.14	40.88

资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

表 18: 造纸包装当季净利率变化趋势

细分板块	公司简称	分季度净利率 (%)					
		2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
文化纸	晨鸣纸业	11.15	14.02	11.94	13.06	10.78	12.07

	太阳纸业	10.91	11.25	11.11	14.07	13.64	12.14
	岳阳林纸	1.24	5.07	7.65	7.08	9.53	7.95
	华泰股份	4.00	5.44	5.33	5.16	4.49	5.61
	博汇纸业	10.11	10.74	8.99	9.41	11.95	7.80
	山鹰纸业	12.88	9.68	12.31	11.49	11.18	16.85
包装纸	景兴纸业	14.63	8.24	17.15	11.65	8.44	10.24
	理文造纸	-	-	-	-	-	-
	荣晟环保	19.97	19.44	16.66	22.71	14.03	10.93
	青山纸业	4.63	7.68	6.47	0.44	8.48	9.40
特种	安妮股份	14.66	11.66	16.78	-193.92	13.50	16.03
	齐峰新材	4.97	6.06	4.04	3.14	2.56	1.98
	冠豪高新	3.48	3.28	0.61	1.70	3.95	4.43
	中顺洁柔	7.29	7.44	7.34	7.97	8.05	7.44
生活用纸	恒安国际	-	-	-	-	-	-
	维达国际	-	-	-	-	-	-
	裕同科技	11.70	11.77	16.08	13.22	8.73	8.25
	东风股份	27.07	22.17	25.14	20.78	26.41	18.47
中游包装	合兴包装	3.41	3.57	2.39	3.44	3.00	13.46
	美盈森	9.29	13.45	13.44	11.56	11.91	12.26
	奥瑞金	12.38	12.19	10.71	2.51	10.53	11.79
	劲嘉股份	25.87	23.14	24.26	18.77	28.78	23.92

资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

表 19: 造纸包装 2018H1 销售费用率、管理费用率情况

细分板块	公司简称	销售费用率 (%)				管理费用率 (%)			
		2015 年	2016 年	2017 年	2018H1	2015 年	2016 年	2017 年	2018H1
	晨鸣纸业	5.88	5.09	4.37	3.89	6.84	6.29	6.40	6.26
	太阳纸业	3.91	3.96	3.51	3.04	4.14	3.10	3.07	3.01
文化纸	岳阳林纸	4.38	4.21	4.37	4.41	10.46	7.81	6.98	7.65
	华泰股份	3.84	3.56	4.53	3.26	4.77	4.02	3.23	3.88
	博汇纸业	5.14	4.90	5.18	3.35	1.96	1.28	1.62	1.65
	山鹰纸业	5.21	4.89	3.98	3.56	4.57	4.09	3.56	3.21
包装纸	景兴纸业	4.34	4.00	3.12	2.40	5.48	5.22	4.84	4.71
	理文造纸	1.78	1.36	1.66	1.63	4.46	4.71	4.94	4.15
	荣晟环保	2.88	2.82	2.02	2.13	6.56	6.36	5.07	6.13
特种	青山纸业	3.51	3.35	3.46	3.35	8.74	7.89	8.60	7.47
	安妮股份	7.08	6.98	6.39	7.79	10.85	12.07	17.54	8.48

行业半年报综述

	齐峰新材	2.88	3.27	2.55	2.66	5.81	5.71	5.78	5.83
	冠豪高新	6.04	5.24	5.51	4.69	7.41	4.37	4.92	6.75
	中顺洁柔	17.47	18.93	19.10	19.09	6.70	5.39	5.36	6.01
生活用纸	恒安国际	18.21	19.27	19.61	11.08	7.03	7.68	6.51	5.39
	维达国际	16.13	17.20	17.44	15.86	5.95	6.04	5.39	5.08
	裕同科技	4.01	4.34	4.34	4.66	8.72	10.18	9.16	10.57
	东风股份	3.13	3.02	3.32	2.90	10.80	12.85	11.25	9.72
中游包装	合兴包装	6.57	5.57	4.18	3.37	5.50	5.37	4.05	3.26
	美盈森	6.83	6.97	7.75	7.84	11.05	10.56	11.24	10.19
	奥瑞金	2.36	2.24	3.21	3.77	6.96	7.32	7.20	5.72
	劲嘉股份	3.05	3.15	3.57	3.28	12.90	14.63	13.27	11.67

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

表 20: 造纸包装 2018H1 财务费用率情况

细分板块	公司简称	财务费用率(%)			
		2015 年	2016 年	2017 年	2018H1
文化纸	晨鸣纸业	8.25	7.94	8.36	9.64
	太阳纸业	5.45	3.81	3.02	3.35
	岳阳林纸	7.48	4.23	2.33	1.31
	华泰股份	5.48	3.24	1.91	1.39
	博汇纸业	6.06	4.80	3.70	5.45
包装纸	山鹰纸业	6.35	4.52	3.52	3.13
	景兴纸业	5.15	3.40	1.72	1.72
	理文造纸	0.87	0.90	0.71	0.70
	荣晟环保	0.98	0.97	0.12	-0.01
特种	青山纸业	4.89	2.52	1.37	0.47
	安妮股份	1.74	0.28	-0.06	-0.12
	齐峰新材	1.15	0.42	0.50	0.26
生活用纸	冠豪高新	3.25	3.99	1.80	2.06
	中顺洁柔	3.54	1.55	1.01	1.25
	恒安国际	1.91	1.79	1.84	2.34
	维达国际	1.11	1.37	1.46	1.51
	裕同科技	-0.59	-0.33	2.39	2.02
中游包装	东风股份	0.36	0.66	0.84	0.37
	合兴包装	1.66	1.37	0.96	0.56
	美盈森	-1.91	-1.68	-0.07	0.00
	奥瑞金	2.30	3.17	5.48	3.76

劲嘉股份 -0.05 0.21 0.34 -1.20

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

表 21: 造纸包装 2018H1 存货周转率、应收账款周转率情况

细分板块	公司简称	存货周转率 (% ,年化)				应收账款周转率(% ,年化)			
		2015 年	2016 年	2017 年	2018H1	2015 年	2016 年	2017 年	2018H1
文化纸	晨鸣纸业	2.78	3.13	3.62	3.30	5.44	5.78	7.81	8.36
	太阳纸业	6.57	8.89	10.49	9.13	13.26	12.54	12.57	12.19
	岳阳林纸	1.03	0.84	0.92	0.89	6.53	5.34	7.19	8.58
	华泰股份	6.12	8.64	11.22	9.77	6.43	7.77	11.80	15.74
	博汇纸业	4.36	5.03	4.80	3.71	9.48	9.09	10.27	8.88
包装纸	山鹰纸业	4.68	5.85	6.70	7.25	7.07	8.11	9.31	9.28
	景兴纸业	6.22	9.47	11.58	8.47	5.80	7.86	11.01	10.35
	理文造纸	4.42	4.75	4.66	4.74	4.33	5.14	6.25	6.03
	荣晟环保	16.87	18.34	24.12	23.66	6.78	8.02	12.72	9.96
	青山纸业	3.02	3.21	3.83	4.43	9.45	11.86	15.68	12.90
特种	安妮股份	6.56	9.81	17.58	14.77	7.54	6.45	6.34	4.50
	齐峰新材	4.36	5.30	7.00	6.50	5.13	4.78	6.41	5.99
	冠豪高新	3.25	3.72	4.20	4.04	4.94	5.81	6.21	5.86
生活用纸	中顺洁柔	2.96	4.25	6.24	4.11	7.64	7.80	8.14	8.88
	恒安国际	3.36	2.77	3.18	3.51	9.59	7.54	7.84	8.26
	维达国际	3.06	3.97	3.93	3.26	8.58	8.71	7.65	8.13
	裕同科技	11.64	10.32	8.35	6.55	2.71	2.39	2.27	2.35
中游包装	东风股份	1.44	1.54	1.78	2.39	3.46	2.91	3.81	4.31
	合兴包装	5.44	4.94	6.52	7.79	4.14	4.23	4.82	4.38
	美盈森	4.48	4.17	3.60	2.59	4.54	3.80	3.70	3.44
	奥瑞金	7.25	9.08	8.28	7.09	4.64	3.38	3.09	3.89
	劲嘉股份	3.32	3.12	2.44	2.55	5.29	3.85	3.97	4.60

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

表 22: 造纸包装 2018H1 现金净利比情况

细分板块	公司简称	经营性现金流/净利润			
		2015 年	2016 年	2017 年	2018H1
文化纸	晨鸣纸业	-9.94	1.06	0.01	2.66
	太阳纸业	0.91	2.43	1.67	1.54
	岳阳林纸	-0.03	33.19	3.17	1.99

	华泰股份	39.03	9.95	3.44	1.95
	博汇纸业	10.95	4.14	1.47	1.82
	山鹰纸业	6.67	2.63	1.38	1.42
包装纸	景兴纸业	104.62	1.76	-0.01	0.69
	理文造纸	1.52	1.37	0.80	0.43
	荣晟环保	1.89	0.52	0.14	0.29
	青山纸业	-0.80	4.95	1.51	2.35
特种	安妮股份	5.24	6.48	0.06	-3.19
	齐峰新材	0.46	2.74	-1.53	5.70
	冠豪高新	5.49	1.52	1.70	1.02
	中顺洁柔	4.87	3.57	1.68	-1.52
生活用纸	恒安国际	1.08	1.14	1.06	0.81
	维达国际	2.37	3.39	1.59	0.36
	裕同科技	0.64	0.30	0.63	2.86
	东风股份	0.66	0.89	1.78	0.24
中游包装	合兴包装	1.30	3.13	-1.37	0.10
	美盈森	0.97	0.46	0.77	0.91
	奥瑞金	1.17	0.66	2.74	1.93
	劲嘉股份	1.01	1.44	1.22	0.98

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

分析师介绍

花小伟：中信建投轻工制造消费行业分析师，统计学硕士，2012-2014 年中国银河证券轻工纺服研究，所在银河团队历史成绩：新财富纺服行业 2012 年第 4，2013 第 2，2014 第 4；水晶球纺服 2012 年第 3，2013 第 2，2014 第 3；金牛奖纺服行业 2012 年第 3，2013 第 4，2014 第 3。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名，2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名。

孙金琦：金融硕士，3 年轻工制造行业研究经验，2017 年加入中信建投证券从事轻工造纸行业研究，曾历任广发证券、东兴证券从事行业研究工作。

研究助理陈伟奇：厦门大学财政学硕士，2016 年加入中信建投，所在团队获 2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名。

研究助理王泽选：中国人民大学金融硕士，2018 年加入中信建投。

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

社保销售组

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）

电话：(0755) 8252-1369

传真：(0755) 2395-3859