

推荐 (维持)

乍暖还寒

2018年11月25日

轻工制造行业2019年度投资策略

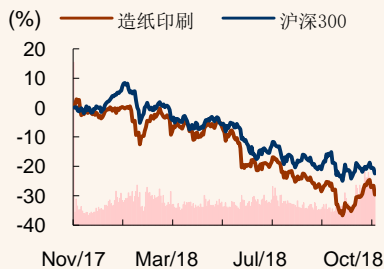
上证指数 2579

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	59	1.7
总市值 (亿元)	2991	0.7
流通市值 (亿元)	2196	0.6

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	4.2	-26.6	-31.7
相对表现	5.4	-8.1	-8.3



资料来源: 贝格数据, 招商证券

相关报告

- 1、《从平凡到卓越——兼论行业国际比较——印刷包装行业深度专题》2018-11-19
- 2、《三大主线轻工行业底部布局——轻工制造行业点评》2018-11-16
- 3、《招商证券·消费的方向——11月大消费组电话会议行业观点》2018-11-13

郑恺

021-68407559
zhengkai1@cmschina.com.cn
S1090514040003

濮冬燕

pudy@cmschina.com.cn
S1090511040031

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn
S1090515090001

回顾 2018 年, 需求回落和盈利增速放缓导致白马失蹄, 行业整体下跌 32%。展望 2019 年, 我们认为轻工行业乍暖还寒, 需求缓步恢复中, 竞争力优势的企业将在此轮行业洗牌中进一步扩大份额; 此外, 大宗商品大跌后, 中游具备定价权的企业将出现业绩弹性窗口。

- 18 年至今行业下跌 32%, 投资最为困难一年。2018 年轻工制造行业弱势回探, 是近 3 年来最为困难的一年。今年以来轻工制造板块整体下跌 32.07%, 同期沪深 300 指数下跌 21.06%, 轻工板块跑输大盘 11.01pct, 跌幅与中小板指数基本持平。但股价下滑使得估值更为便宜, 轻工市盈率为 20.10 倍, 基本处于历史底部。
- 展望 2019 年, 我们投资建议排序依次是印刷包装(超配), 造纸行业(标配), 家居行业(低配)。我们认为印刷包装行业龙头逐渐出现现金流好转, 营业周转加速, 以及行业集中度逐步提升的可喜现象, 投资印刷包装企业商业模式好转的拐点逐渐到来; 造纸行业随着国内经营成本进一步上升以及环保政策加码, 行业 ROE 已经在 18 年上半年见到高点, 后续我们建议配置成本战略清晰的龙头企业; 家居行业仍在大规模的商业扩张, 但需求并未有大幅增长, 我们认为 1~2 年内, 行业竞争仍将进一步加剧, 大浪淘沙, 龙头企业有望在此一轮洗牌中胜出。
- 2019 年乍暖还寒, 推荐两条主线。1、看好护城河优势明显的企业在各自领域的竞争优势, 这类企业往往具备较同行更高的 ROE 水平, 营运效率也更高, 建议配置裕同科技、太阳纸业、欧派家居、尚品宅配、顾家家居、晨光文具; 2、18 年 3 季度后大宗商品价格开始逐渐趋于回落, 成本压力降低后的中游企业有较大的超额收益机会, 此外, 我们也看好实控人改变后重组公司弹性。建议配置中顺洁柔, 海伦钢琴、哈尔斯; 关注松发股份、丽鹏股份。
- 风险因素: 国内消费需求下行, 以及原材料价格上涨。

重点公司主要财务指标

	股价	17EPS	18EPS	19EPS	18PE	19PE	PB	评级
太阳纸业	6.17	0.78	0.96	1.17	6.4	5.3	1.3	强烈推荐-A
中顺洁柔	7.90	0.27	0.34	0.42	23.2	18.8	3.1	强烈推荐-A
欧派家居	82.43	3.09	3.89	4.43	21.2	18.6	4.8	强烈推荐-A
尚品宅配	67.50	1.91	2.55	3.14	26.5	21.5	4.8	强烈推荐-A
索菲亚	18.71	0.98	1.19	1.40	15.7	13.4	3.6	强烈推荐-A
顾家家居	47.06	1.91	2.43	3.03	19.4	15.5	4.4	强烈推荐-A
裕同科技	44.41	2.33	2.37	3.03	18.7	14.7	3.3	强烈推荐-A
合兴包装	4.63	0.13	0.47	0.38	9.9	12.2	2.0	强烈推荐-A
晨光文具	26.51	0.69	0.87	1.08	30.5	24.5	7.6	强烈推荐-A

资料来源: 公司数据, 招商证券

敬请阅读末页的重要说明

正文目录

一 2018 年回顾：行业白马失蹄，最为困难一年.....	7
1.1 分行业 2018 年走势回朔.....	7
1.2 三季报回顾：全行业增长有所放缓，盈利符合预期.....	10
1.3 结论：2018 年白马失蹄，行业最为困难的一年.....	12
二 2019 年估值修复，经营压力仍存.....	13
2.1 印刷包装：从平凡到卓越.....	13
2.1.1 供需格局：国际成熟期 v.s 国内成长期.....	13
2.1.2 股价表现对比：国际龙头明显优于国内企业.....	14
2.1.3 国内印包龙头股价的支撑要素初现.....	17
2.2 造纸行业：供需基本均衡，成本战略显差异.....	19
2.2.1 产能释放慢于预期，供应压缩依然明显.....	19
2.2.2 短期库存偏高导致纸价承压.....	20
2.2.3 原材料供给增量有限，纸价预期高位震荡.....	21
2.3 家居行业：软体品牌实力，定制大浪淘沙.....	24
2.3.1 地产后周期影响体现.....	24
2.3.2 定制行业：洗牌开启，流量+质量的双重考验.....	26
2.3.3 软体行业：成本回落，加快集中.....	30
2.4 文教行业：政策驱动，强者恒强.....	33
2.4.1 教育政策变化.....	33
2.4.2 文具行业加速集中.....	34
三 2019 年：乍暖还寒，竞争力优先.....	35
3.1 龙头企业 2019 年市占率提升.....	35
3.1.1 裕同科技：成本压力降低，新客户驱动收入.....	36
3.1.2 太阳纸业：新产能落地，老挝布局拉大优势.....	37
3.1.3 欧派家居：竞争加剧减负终端，规模聚合整装待发.....	39
3.1.4 尚品宅配：信息化驱动效率，整装云战略性布局.....	41
3.1.5 顾家家居：成本压力减轻，龙头并购扩张.....	43
3.1.6 晨光文具：学生文具壁垒高，办公文具高增长.....	45

3.2 成本下行区间业绩或有高弹性	47
3.2.1 中顺洁柔：渠道逻辑升级，产品力继续进发	47
3.2.2 海伦钢琴：钢琴业务平稳增长，艺术培训即将加速起航	48
3.2.3 哈尔斯：实施多品牌多渠道战略提升国内市场市占率	50
3.2.4 实控人改变带来重组预期：松发股份与丽鹏股份	51
四 风险因素	52

图表目录

图 1：2018 年轻工制造行业表现弱于市场	7
图 2：仅包装印刷子版块表现相对强于大市	7
图 3：2018 年市场表现是近五年来最弱势的一年	7
图 4：造纸板块下半年跌幅扩大	8
图 5：造纸板块目前估值远低于历史底部	8
图 5：印刷包装板块表现与大盘基本同步	8
图 6：印刷包装目前估值接近历史底部	8
图 7：家具板块下半年跌幅扩大	9
图 8：家具板块目前估值已低于前期最低水平	9
图 9：文娱板块表现与大盘基本同步	9
图 10：文娱用品板块目前估值接近历史底部	9
图 11：三季度轻工行业收入增速环比下降	11
图 12：三季度轻工行业净利增速近 4 年来首次转负	11
图 13：三季度轻工行业毛利率环比略降	12
图 14：轻工行业扣非 ROE 环比略升	12
图 15：全球包装印刷市场进入稳定发展的成熟期	13
图 16：中国包装印刷市场仍处于成长期	13
图 17：中国人均包装消费低于发达国家水平（美元/年）	14
图 18：中国消费品包装市场规模（单位：亿件）	14
图 19：国内包装印刷行业集中度较低	14
图 20：产业链服务占全球包装市场的 1/4 以上	14
图 21：国际包装龙头过去十年股价绝对收益	15

图 22: 国内包装龙头过去十年股价绝对收益	15
图 23: 国内外包装印刷龙头企业 PE 对比.....	15
图 24: 国内外包装印刷龙头企业 PB 对比.....	15
图 25: 国际龙头应收账款周转天数少于国内	16
图 26: 十年（或上市以来）国内外平均应收款周转天数	16
图 27: 国内外企业收入现金含量历史均值对比（%）	16
图 28: 国内外企业利润现金含量历史均值对比（%）	16
图 29: 十年（或上市以来）国内外印包龙头分红率	17
图 30: 十年（或上市以来）国内外印包龙头股息率	17
图 31: 2018-2019 年平均 PE 分别回落至 16x、14x.....	17
图 32: 国内企业近年应收款周转天数平稳略降.....	18
图 33: 裕同科技全国性生产服务布局	18
图 34: 国内企业近年股息率整体有所改善.....	18
图 35: 未来文化纸产能几乎零增长	19
图 36: 新增产能主要在箱板纸行业，年均增长 4%.....	19
图 37: 箱板纸行业过去 3 年年均增长 3%左右	20
图 38: 快递行业过去 3 年年均增长 30%左右	20
图 39: 纸价出厂价 17Q4 以来回落幅度基本达 10%以上	20
图 40: 行业总体库存较去年同期大幅上升.....	21
图 41: 典型白卡纸企业库存也有环比回升	21
图 42: 国内废纸价格 2017 年起开始超过进口价格	22
图 43: 18 年度纸进口量大幅下滑 30%.....	22
图 44: 2013 年以来，基本都是中国地区木浆需求增长	22
图 45: 木浆价格的下行一般伴随产能的释放	22
图 46: 保定仓库木浆库存同比 17 年增长 1 倍	23
图 47: 青岛港木浆库存也较 17 年增长 1 倍以上	23
图 48: 全球木浆生产成本约为 634 美元/吨	24
图 49: 巴西金鱼生产成本为 620 美元/吨.....	24
图 50: 家具收入变化约滞后商品房销售一年时间	25
图 51: 家具收入变化与住宅竣工同步或滞后 1 个季度.....	25
图 52: 预计 2018 年多数家居企业实际净增门店数低于年初计划.....	25

图 53: 18 年定制企业收入增长明显放缓, 成品较好	26
图 54: 年初至今主要家居企业股价平均回落幅度 36%	26
图 55: 龙头家居企业具备较高 ROE	26
图 56: 龙头家居企业具备较高 ROIC 水平	26
图 57: 定制企业工程业务占比提升 Q3 明显放缓	27
图 58: 工程业务扩张导致应收款占总资产比重增加	27
图 59: 经营性现金流量净额/营业收入有所下降	27
图 60: 净利润现金含量整体有所下降	27
图 61: 龙头企业 Q3 终端门店总数已超过 2000 家	28
图 62: 家具门店全国分布已经较为密集	28
图 63: 整装趋势促使定制市场蛋糕重新分配	29
图 64: 2018 年以来家居龙头市占率快速提升	30
图 65: 龙头企业资本开支规模领先	30
图 66: 18 年以来 TDI\MDI 价格明显回落	31
图 67: 近期钢价高位小幅回落	31
图 68: 国内软体市场集中度较低	31
图 69: 并购有望带来床和床垫行业集中度快速提升	32
图 70: 限额以上企业文化办公用品类零售额	34
图 71: 文化办公用品类市场 CR10=68.89%	34
图 72: 年内央行多次降准释放流动性	35
图 73: 3 个月 SHIBOR 利率走低	35
图 74: 消费类电子包装大客户占比下降	36
图 75: 预计未来非 3C 包装业务营收贡献提升	37
图 76: 老挝项目将成为太阳纸业 2018 年后主要增长点	37
图 77: 项目从立项到产出, 经历十年时间沉淀	38
图 78: 太阳纸业历史 PB Band	38
图 79: 深化经销商营销管理改革	39
图 80: 大家居业务模式	40
图 81: 工程、整装业务布局	40
图 82: 尚品宅配客单价处于业内较高水平	41
图 83: 尚品宅配各品类均衡发展	41

图 84: 尚品宅配 O2O 引流服务收入迅速增长	42
图 85: 尚品宅配 O2O 贡献加盟店收入近 25%	42
图 86: HOMKOO 整装云销售模式.....	42
图 87: 顾家家居收入及其增速	43
图 88: 顾家家居 2017 年收入构成	43
图 89: 顾家家居经销门店数量稳步扩张.....	43
图 90: 美国床垫行业集中度 CR4.....	44
图 91: 中国床垫集中度 CR4.....	44
图 92: 晨光文具销售模式.....	45
图 93: “晨光伙伴金子塔” 营销模式	45
图 94: 科力普近年快速发展	46
图 95: 晨光生活馆店铺升级	46
图 96: 中顺洁柔营业收入稳步扩张	47
图 97: 产品结构优化助稳毛利率.....	47
图 98: 中顺洁柔终端渠道数量持续增加.....	48
图 99: 中顺洁柔渠道结构快速优化	48
图 100: 海伦钢琴董事长及夫人荣获 “尚彼得奖”	49
图 101: 连续斩获 MMR 奖项, 15 年获终身成就奖	49
图 102: 艺术培训业务今年将加速推进	49
图 103: 哈尔斯出口业务受益大客户快速增长	50
图 104: 哈尔斯单季度毛利率与净利率水平	50
图 105: 哈尔斯多品牌战略.....	50
图 106: 造纸印刷行业历史 PE Band	52
图 107: 造纸印刷行业历史 PB Band	52
表 1: 重点公司三季报业绩基本符合预期	10
表 2: 悲观假设下, 未来 3 年全球木浆需求约增长 1%.....	23
表 3: 定制行业整体渗透率有望持续提升	28
表 4: 软体行业市场规模稳步扩张.....	31
表 5: 今年以来轻工板块实际控制人变更情况.....	51

一 2018 年回顾：行业白马失蹄，最为困难一年

受到市场整体环境的影响，2018 年轻工制造行业弱势回探，是近几年来最为困难的一年。今年以来轻工制造板块整体下跌 32.07%，同期沪深 300 指数下跌 21.06%，轻工板块跑输大盘 11.01pct，跌幅与中小板指数基本持平。估值方面，轻工市盈率为 20.10 倍，基本处于历史底部。

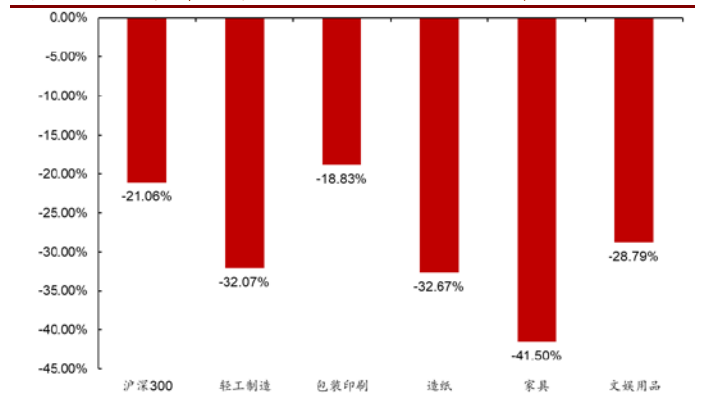
子板块方面，2018 年轻工制造表现欠佳，年初至今造纸和家具子版块分别回落 32.67% 和 41.50%，文娱用品子版块下跌 28.79%，跌幅均大于同期沪深 300 指数跌幅。包装印刷子版块表现与大盘基本同步，年初至今跌幅 18.83%，跌幅略小于大盘 2.23pct。

图 1：2018 年轻工制造行业表现弱于市场



资料来源：Wind，招商证券

图 2：仅包装印刷子版块表现相对强于大市

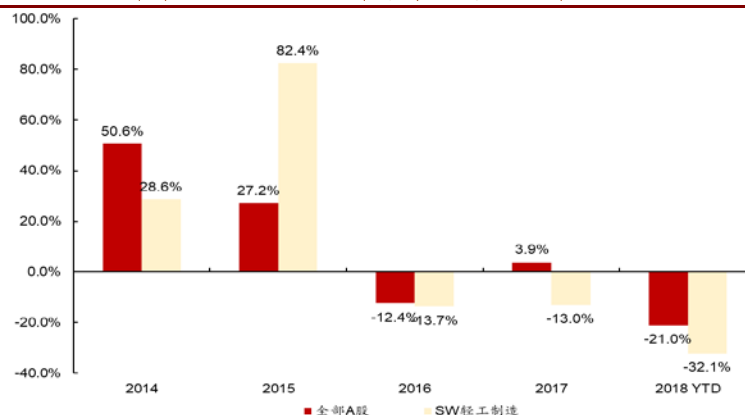


资料来源：Wind，招商证券

1.1 分行业 2018 年走势回朔

2018 年是 A 股市场最近五年来表现最为弱势的年份，A 股市场整体跌幅为 21.01%，系近五年来的最大跌幅。受整体市场环境偏弱势的影响，叠加造纸、家具子版块下半年跌幅扩大的因素，年初至今轻工制造板块下跌 32.07%，是 2014 年至今市场表现最为弱势的一年。

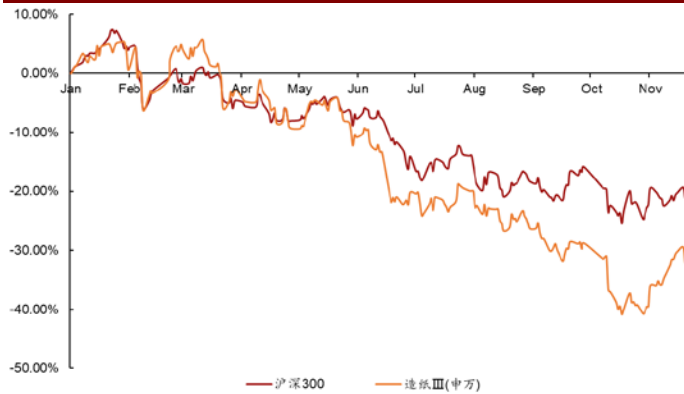
图 3：2018 年市场表现是近五年来最弱势的一年



资料来源：Wind，招商证券

分子板块来看，造纸板块 1-5 月的表现与大盘基本一致。6 月起纸价回落，投资者担忧造纸企业的盈利能力下滑，受此影响造纸板块跌幅扩大，年初至今跌幅为 32.67%。股价下跌使得造纸板块的估值水平下落至 2011 年以来的最低值并持续筑底，目前板块平均市盈率为 9.05 倍（TTM、整体法），远低于 2011 年至今 47.41 倍的平均水平，使得造纸板块的估值吸引力不断得以强化。

图 4：造纸板块下半年跌幅扩大



资料来源：Wind，招商证券

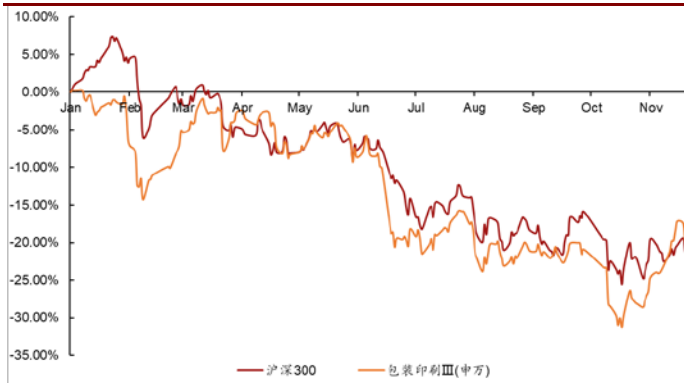
图 5：造纸板块目前估值远低于历史底部



资料来源：Wind，招商证券

印刷包装板块的表现与大盘基本同步，年初至今下跌 18.83%，跌幅略小于沪深 300 指数同期跌幅。下半年纸价高位回落，使得印刷包装企业的成本压力持续减轻，订单持续集中，加速收入扩张，使得印刷包装板块在下半年表现相对抗跌，今年 10 月以来印刷包装板块的反弹幅度也强于大盘。从估值角度来看，印刷包装板块目前平均市盈率为 24.24 倍（TTM、整体法），低于 2011 年至今 37.50 倍的平均水平，基本接近 2012 年的历史底部。

图 5：印刷包装板块表现与大盘基本同步



资料来源：Wind，招商证券

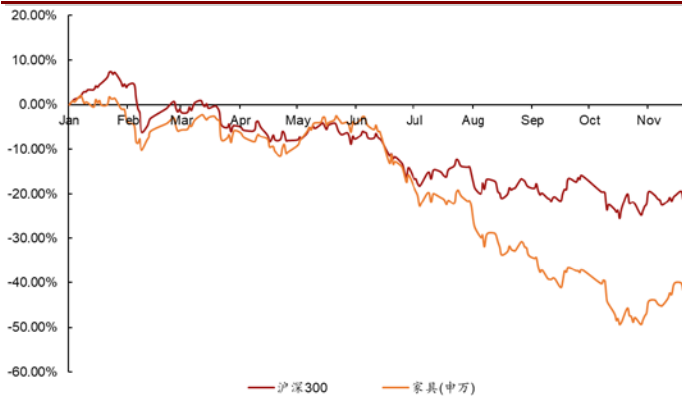
图 6：印刷包装目前估值接近历史底部



资料来源：Wind，招商证券

家具板块受到地产周期的影响，在经历了几年的高增长后，行业景气整体回落。上半年家具板块的表现与大盘基本同步，但 7 月起与大盘走势出现分化，跌幅持续扩大，年初至今跌幅达到 41.50%，弱于大市。家具板块整体估值水平已跌破 2012 年 25 倍（TTM、整体法）低点，目前行业平均市盈率为 19.58 倍，也远低于 2011 年至今 38.11 倍的平均估值水平。股价的大幅回调使得龙头企业的估值吸引力不断增强。

图 7：家具板块下半年跌幅扩大



资料来源：Wind，招商证券

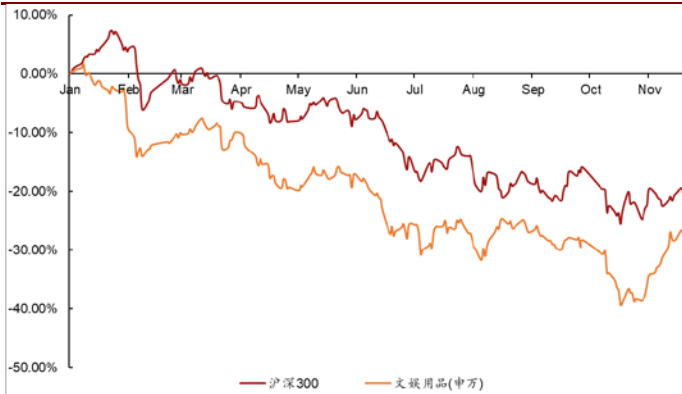
图 8：家具板块目前估值已低于前期最低水平



资料来源：Wind，招商证券

文娱用品板块受到的外部冲击较小，板块表现与大盘基本保持同步，年初至今文娱用品板块跌幅 28.79%，表现略逊大盘。估值方面，文娱用品板块估值持续回落，但仍然高于轻工行业其他子板块，目前板块估值约 45.55 倍（TTM、整体法），低于 2011 年至今平均估值 86.06 倍，接近前期 2013 年创下的历史底部。

图 9：文娱板块表现与大盘基本同步



资料来源：Wind，招商证券

图 10：文娱用品板块目前估值接近历史底部



资料来源：Wind，招商证券

总体来看，2018 年受到 A 股市场大环境和纸价浆价波动、楼市景气下滑等小环境的负面影响，轻工制造行业弱势回探，整体跌幅逾三成，是近些年中最为困难的年份。但从另一角度看，轻工行业主要子板块的估值已经跌破或接近历史最低水平，低估值对投资者的吸引力正在不断加强；而偏弱势的市场环境恰是龙头企业扩大市场占有率的良机，市场转暖将为盈利拐点明确、拥有核心竞争优势的企业带来机遇。

1.2 三季度报回顾：全行业增长有所放缓，盈利符合预期

我们将行业内重点公司三季度报增速情况统计如下，多数公司业绩基本符合预期。其中，业绩超预期的公司在包装印刷板块，包括顺灏股份、通产丽星，略低于预期的公司包括岳阳林纸、海鸥卫浴。具体来看：

- 1) 造纸企业三季度报业绩整体符合预期。造纸行业经历了 2 年多的业绩复苏，进入到 2018 年下半年，三季度受需求偏弱影响，纸价基本进入高位波动伴随小幅回调的阶段。龙头企业依然凭借产能布局 and 成本优势，实现了盈利的稳定增长。
- 2) 家居企业三季度报业绩整体符合预期。定制家居行业经历了过去多年的高速增长，今年受地产下行、竞争格局变化、渠道变革等影响，二、三季度以来整体增长仍未明显改善。相对而言，品牌力更强、竞争格局更优的成品家居增速较好。其中，部分出口型家居企业受国际贸易环境、以及业务转型调整影响，业绩略低于预期。
- 3) 业绩超预期的公司相对集中于印刷包装行业。包装行业经历了过去一年多以来的原材料成本大幅上涨，订单加速向龙头企业集中，且汇率波动影响弱化，成本压力减轻等预期逐步兑现，盈利拐点进一步明确。

表 1：重点公司三季度报业绩基本符合预期

	股价 2018/11/2	EPS 3Q17	预测 EPS 3Q18	实际 EPS 3Q18	%CH	EPS 2018E	PE 2018
纸类							
太阳纸业	6.59	0.53	0.69	0.69	31%	0.96	6.9
中顺洁柔	7.82	0.19	0.24	0.24	27%	0.34	23.0
晨鸣纸业	6.09	0.93	0.84	0.85	-8%	1.60	3.8
岳阳林纸	4.16	0.14	0.32	0.24	71%	0.43	9.7
齐峰新材	5.76	0.26	0.05	0.11	-59%	N. A.	N. A.
山鹰纸业	3.23	0.31	0.50	0.51	62%	0.65	5.0
文娱类							
晨光文具	28.00	0.53	0.67	0.68	27%	0.87	32.2
齐心集团	7.84	0.15	0.21	0.22	44%	N. A.	N. A.
姚记扑克	6.57	0.13	0.20	0.19	50%	0.33	19.9
康旗股份	6.96	0.27	0.28	0.33	20%	N. A.	N. A.
海伦钢琴	7.60	0.12	0.18	0.16	34%	0.25	30.4
飞亚达 A	7.25	0.31	0.40	0.37	19%	N. A.	N. A.
印刷包装类							
奥瑞金	5.37	0.28	0.31	0.30	8%	0.34	15.8
裕同科技	49.00	1.53	1.45	1.36	-11%	2.36	20.8
东港股份	12.59	0.46	0.60	0.54	18%	1.05	12.0
东风股份	6.88	0.47	0.47	0.44	-5%	0.64	10.8
永新股份	5.75	0.27	0.31	0.30	10%	N. A.	N. A.
顺灏股份	3.84	0.05	0.07	0.09	70%	0.20	19.2
劲嘉股份	7.55	0.29	0.36	0.36	25%	0.47	16.1
合兴包装	5.14	0.09	0.41	0.41	368%	0.47	10.9
盛通股份	10.09	0.16	0.26	0.22	41%	0.43	23.5
通产丽星	6.81	0.09	0.10	0.15	57%	N. A.	N. A.
家居类							
欧派家居	80.00	2.25	2.88	2.86	27%	3.89	20.6
索菲亚	19.59	0.62	0.78	0.75	20%	1.19	16.5
尚品宅配	73.95	1.04	N. A.	1.47	42%	2.55	29.0

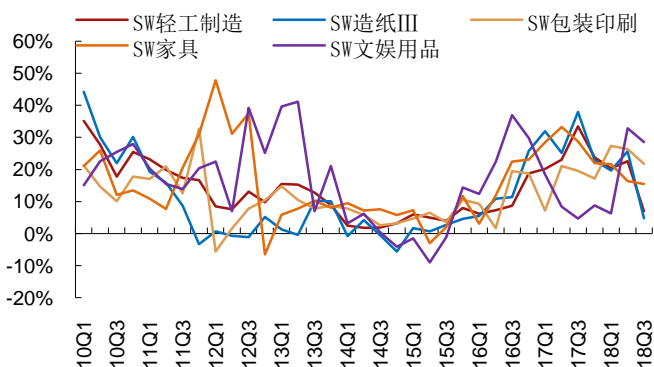
	股价 2018/11/2	EPS 3Q17	预测 EPS 3Q18	实际 EPS 3Q18	%CH	EPS 2018E	PE 2018
曲美家居	7.05	0.35	0.18	0.19	-45%	0.38	18.6
好莱客	17.02	0.70	0.91	0.96	37%	1.44	11.8
顾家家居	48.67	1.45	1.81	1.84	27%	2.43	20.0
梦百合	19.00	0.60	0.42	0.46	-24%	0.74	25.7
金牌厨柜	52.33	1.34	1.74	1.77	32%	3.35	15.6
皮阿诺	19.95	0.45	0.63	0.66	46%	N. A.	N. A.
我乐家居	9.72	0.18	0.26	0.30	65%	0.49	19.8
美克家居	4.14	0.15	0.20	0.19	30%	0.28	14.8
江山欧派	26.04	1.10	1.27	1.33	21%	N. A.	N. A.
菲林格尔	15.93	0.53	0.61	0.67	27%	0.80	19.9
浙江永强	2.64	0.08	-0.04	-0.05	-167%	N. A.	N. A.
哈尔斯	5.22	0.26	0.22	0.20	-23%	0.34	15.4
海鸥卫浴	4.15	0.13	0.10	0.07	-46%	N. A.	N. A.
惠达卫浴	8.46	0.48	0.53	0.54	13%	0.67	12.6
志邦股份	26.69	0.97	1.23	1.27	32%	1.89	14.1
好太太	14.75	0.34	0.46	0.46	35%	0.68	21.7
顶固集创	31.79	0.37	0.44	0.45	22%	N. A.	N. A.

资料来源: WIND, 招商证券

2018 年前三季度, 轻工行业整体营业总收入同比增长 15.55%, 同比去年降 7.39pct; 净利润增长 4.49%, 同比去年下降 41.48pct。轻工制造整体毛利率与去年同期基本持平, 为 23.16%, 扣非 ROE 为 7.00%, 同比略降 0.68pct。

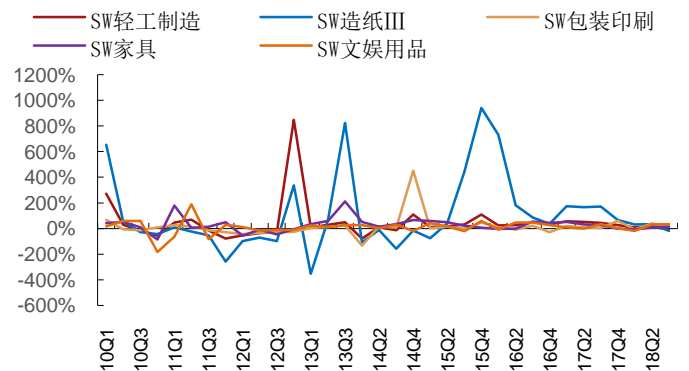
单三季度, 轻工行业整体收入同比增长 6.94%, 环比降 15.58pct、同比降 26.42pct; 净利同比减少 7.89%, 环比降 21.53pct、同比降 51.83pct。轻工制造整体毛利率为 23.16%, 同比、环比分别降 0.45pct、0.62pct; 扣非 ROE 为 2.62%, 同比微跌 0.17pct、环比升 0.10pct。

图 11: 三季度轻工行业收入增速环比下降



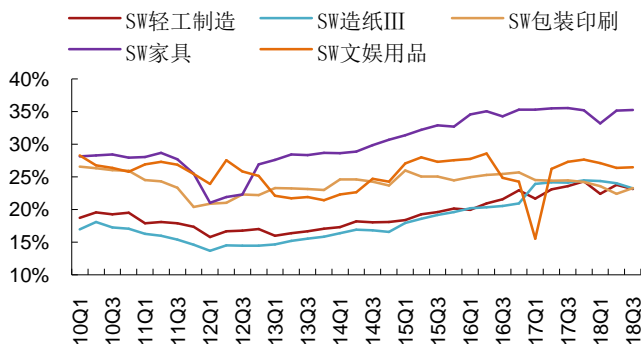
资料来源: Wind, 招商证券

图 12: 三季度轻工行业净利增速近 4 年来首次转负



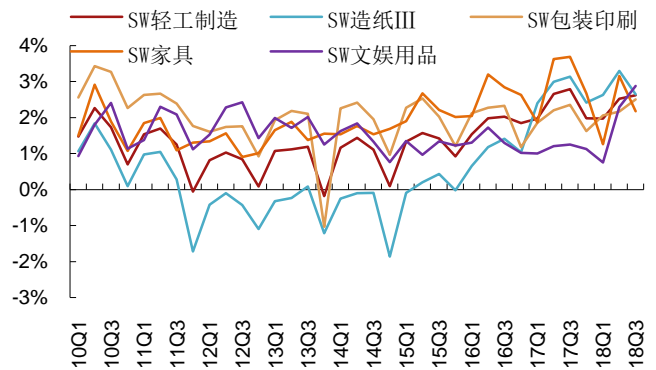
资料来源: Wind, 招商证券

图 13：三季度轻工行业毛利率环比略降



资料来源：Wind，招商证券

图 14：轻工行业扣非 ROE 环比略升



资料来源：Wind，招商证券

综述来看，我们认为各子行业三季度均有一定程度放缓：

- 1、造纸板块 Q3 增速放缓，盈利能力回落。造纸板块 Q3 收入同比略增 4.79%，净利润则同比减少 18.18%，增速环比分别降 20.85pct、50.96pct；毛利率、扣非 ROE 分别为 23.24%、2.65%，环比均小幅回落。
- 2、家具板块 Q3 整体增速仍然偏弱，企业盈利尚未出现明显分化。Q3 家具板块整体收入增长 15.48%，环比回落 0.89pct，家具行业整体净利增长 12.06%；销售毛利率 35.23%，环比略升 0.09pct，扣非 ROE 回落至 2.18%。
- 3、印刷包装子行业 Q3 营收增速小幅回落、盈利拐点基本明确。三季度印刷包装行业收入增长 21.70%，环比降 4.63pct，同比上升 2.20pct，仍持续较好增长水平；归母净利润同比增长 15.14%，环比降 23.38pct、同比升 12.04pct。行业毛利率环比升 0.89pct 至 23.29%。扣非 ROE 回升至 2.50%，升至近 7 年以来高点。
- 4、文娱用品 Q3 收入略降、盈利环比改善。文娱用品子行业 Q3 整体收入增长 28.51%，环比降 4.30pct；同时，毛利率环比上升 0.07pct 至 26.46%。Q3 归母净利同比增长 33.75%，环比升 1.78pct，扣非 ROE 为 2.88%。

1.3 结论：2018 年白马失踪，行业最为困难的一年

2016 年蜕变在即，拥抱变化，我们看好周期性强的造纸行业，以及激励制度改善的消费品龙头企业；2017 年为业绩喝彩，全面看好业绩兑现的轻工行业白马企业，再到 2018 年回到“小时代”，认为大市值白马企业可能有强弩之末的压力。

2018 年白马失踪，龙头公司压力最大的一年。季报业绩虽然基本符合预期，但行业整体增长有所放缓。市场表现来看，年初至今轻工制造板块下跌 32.07%，是 2014 年至今市场表现最为弱势的一年，其中造纸、家具龙头伴随行业景气高点回落、以及自身业绩增速下降，股价均出现较大幅度回调。

二 2019 年估值修复，经营压力仍存

展望 2019 年，我们对子行业的投资排序依次是印刷包装（超配），造纸行业（标配），家居行业（低配）。

我们认为印刷包装行业龙头逐渐出现现金流好转，营业周转加速，以及行业集中度逐步提升的可喜现象，根据国际比较经验，我们认为投资印刷包装企业商业模式好转的拐点逐渐到来；造纸行业 2017 年经营吨纸盈利高点后，开始逐渐回落，随着国内经营成本进一步上升以及环保政策加码，行业 ROE 已经在 18 年上半年见到高点，后续我们建议配置成本战略清晰的龙头企业；家居行业从企业报表看，仍在大规模的商业扩张，但市场需求并未有较大幅度增长，未来我们认为 1~2 年内，行业竞争仍将进一步加剧，大浪淘沙，龙头企业有望在此一轮洗牌中胜出。

2.1 印刷包装：从平凡到卓越

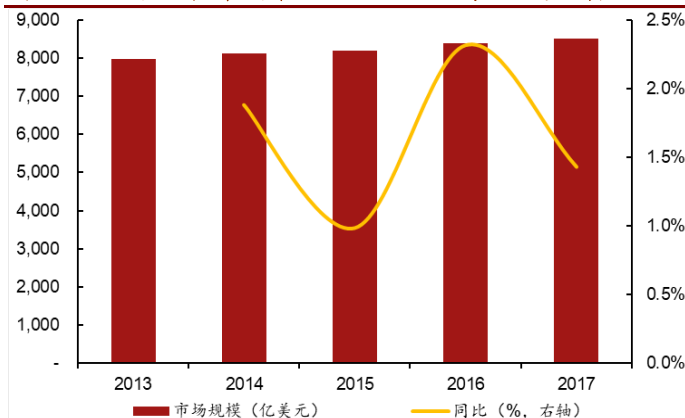
我们从国际比较的角度，来分析为何国内印包行业历史表现一般的问题。从不同行业格局、股价表现出发，我们认为国内龙头在目前估值回落至合理水平的背景下，通过规模效应优化产业链议价能力，建立稳定分红机制，未来有望逐渐与国际优秀企业接轨。

2.1.1 供需格局：国际成熟期 v.s 国内成长期

近年来，全球包装印刷行业已经进入了稳定发展的成熟期，增速与世界经济平均增速基本持平。根据 SmithersPira 的统计，2017 年全球包装印刷行业市场规模为 8,510 亿美元，同比增长 1.4%，近几年增速基本围绕 2% 的中枢小幅波动，接近发达经济体的经济自然增长率。

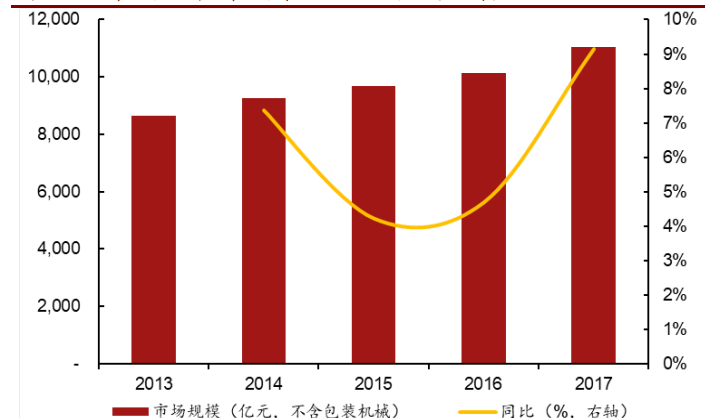
但在中国，经济的持续较快增长和不断扩容的下游需求，驱动中国包装印刷行业市场规模的增速远高于全球行业平均水平。2017 年中国包装印刷行业（剔除包装机械子行业）企业主营业务收入为 11,048.37 亿元，2013 年至 2017 年复合年均增长率为 6.3%，其中 2017 年同比 2016 年增长 9.2%。

图 15：全球包装印刷市场进入稳定发展的成熟期



资料来源：SmithersPira，招商证券

图 16：中国包装印刷市场仍处于成长期

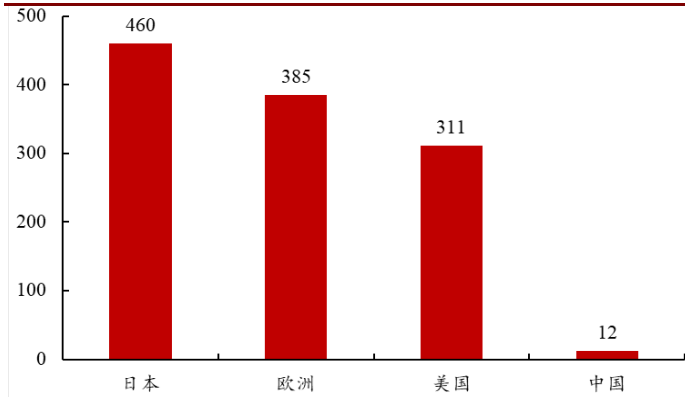


资料来源：中国包装联合会，招商证券

需求端，中国市场与国际市场的差异主要在于增量与需求结构的差异，中国人均包装消

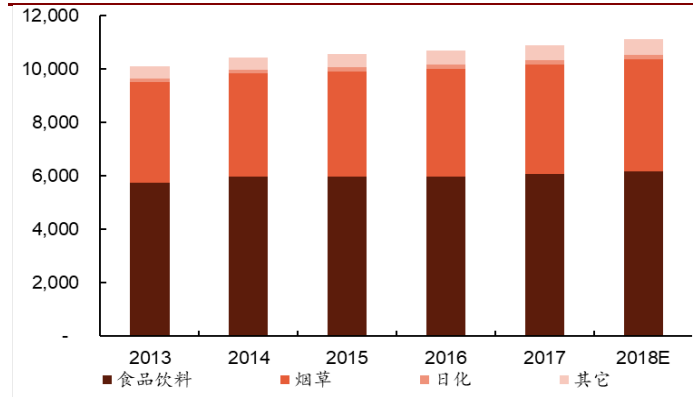
费偏低，仍有较大提升空间，快递需求驱动强劲。供给端，中国市场与国际市场的差异主要体现在竞争格局和龙头企业的服务能力两个方面，国内行业集中度低，美国市场 CR4 达 70%，澳大利亚、台湾 CR2 分别为 90%、62%，而中国 CR10 不到 5%；同时，国内市场以包装生产为主，产业链延伸服务能力偏弱。

图 17：中国人均包装消费低于发达国家水平（美元/年）



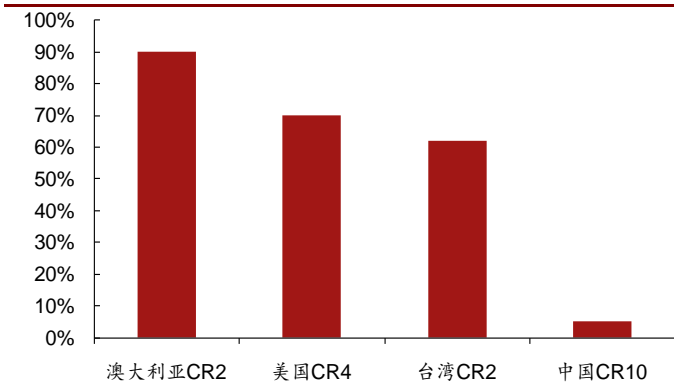
资料来源：智研资讯，招商证券

图 18：中国消费品包装市场规模（单位：亿件）



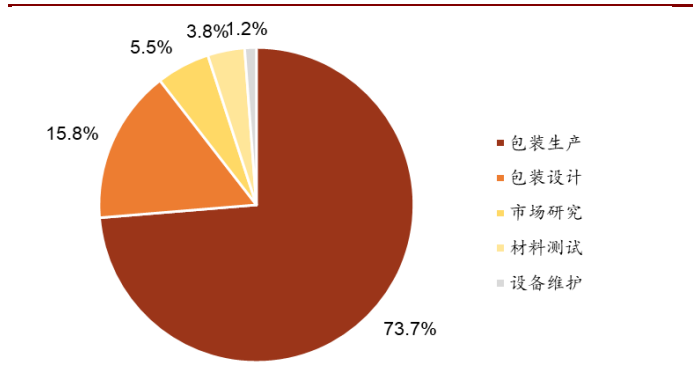
资料来源：Euromonitor，招商证券

图 19：国内包装印刷行业集中度较低



资料来源：Euromonitor，招商证券

图 20：产业链服务占全球包装市场的 1/4 以上



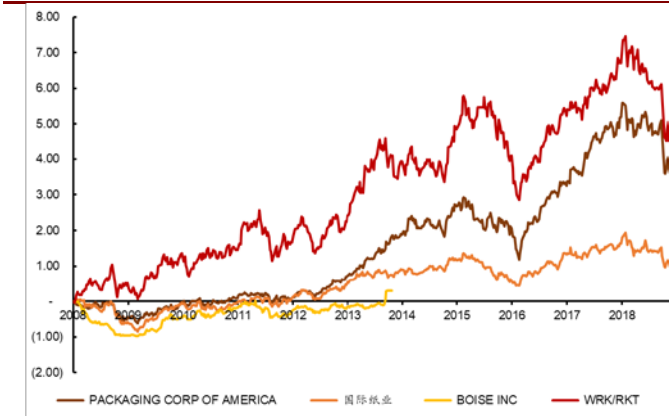
资料来源：SmithersPira，招商证券

2.1.2 股价表现对比：国际龙头明显优于国内企业

过去十年间，国际龙头包装印刷企业在二级市场上的表现优于国内同类企业。国际对标企业我们采用国际纸业、WestRock (WRK)、美国包装公司，此三家企业为北美包装行业的三大龙头，其中 WestRock 由 Rock-Tenn (RKT) 和 MeadWestvaco (MWV) 两大包装公司于 2015 年合并成立。

美国包装印刷三大龙头企业均在过去 10 年间创造了较好的回报，除了兼营造纸和包装的国际纸业股价涨幅稍逊(118%)外，WestRock 和美国包装公司股价分别实现了 507% 和 405% 的涨幅。中国包装印刷行业的龙头企业来看，上市 10 年的合兴包装从上市至今股价涨幅为 213%，上市 9 年的美盈森股价涨幅仅 20%，上市 6 年的奥瑞金股价涨幅为 106%，而 2017 年上市的裕同科技至今股价较上市日下跌 11%，国内印包龙头股价整体表现逊于国际企业。

图 21：国际包装龙头过去十年股价绝对收益



资料来源：Wind，招商证券

图 22：国内包装龙头过去十年股价绝对收益

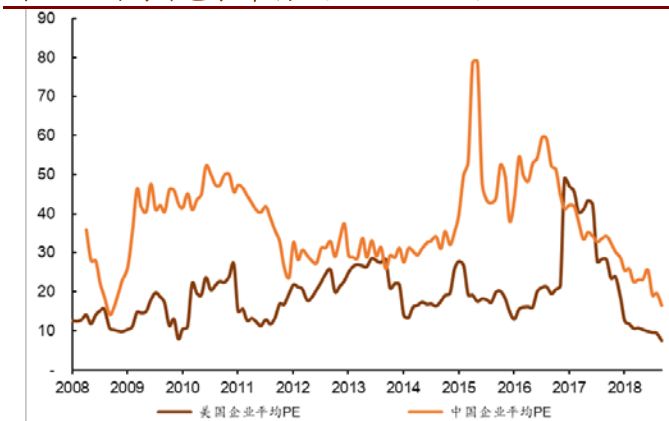


资料来源：Wind，招商证券

与国际印刷包装龙头的股价表现相比，国内企业市场表现整体一般，在包装行业整体市场规模扩张的背景下并未全部取得理想的超额收益，而 WestRock 和美国包装公司等国际龙头企业能够在过去十年内取得不凡的绝对和相对收益。我们认为，与国内印包企业最大的不同在于，支撑国际龙头企业股价上涨的核心包括较低的起步估值水平、强大的收现能力、以及慷慨的分红政策。

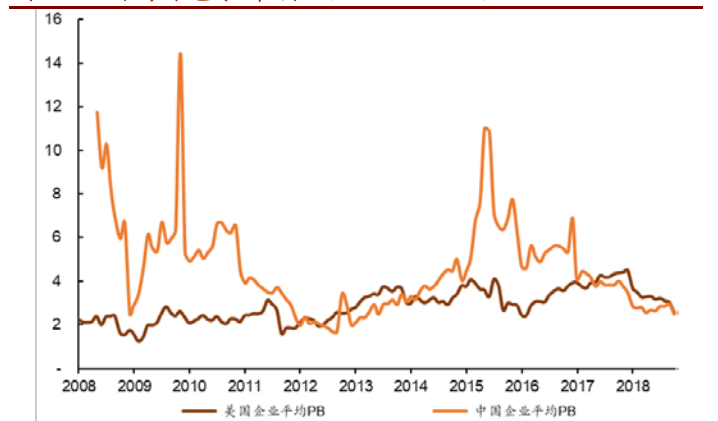
1) 起涨点 PE：国际 10x v.s 国内 23x。 国际纸业、美国包装公司、WestRock、美国纸业等美国龙头企业在 2008 年初的市盈率分别为 15 倍、13 倍、5 倍，平均市盈率仅在 10 倍左右；市净率分别为 3.3 倍、1.8 倍、1.5 倍、平均市净率在 2 倍左右，在起涨点上的估值水平相对较低，因此增长空间也相对较大。与之相比，在 A 股上市的中国包装印刷龙头企业通常在 IPO 时的市盈率即达到 23 倍左右。考虑到上市初期对新股的炒作，中国包装印刷龙头企业在上市首月的市盈率通常在 30 至 40 倍左右，甚至更高。十年里的大多数期间中国包装印刷龙头企业的平均市盈率、市净率均高于美国企业，相对较高的估值水平若没有超预期的业绩配合，就很难支撑上市公司走出长牛的行情。

图 23：国内外包装印刷龙头企业 PE 对比



资料来源：Wind，招商证券

图 24：国内外包装印刷龙头企业 PB 对比

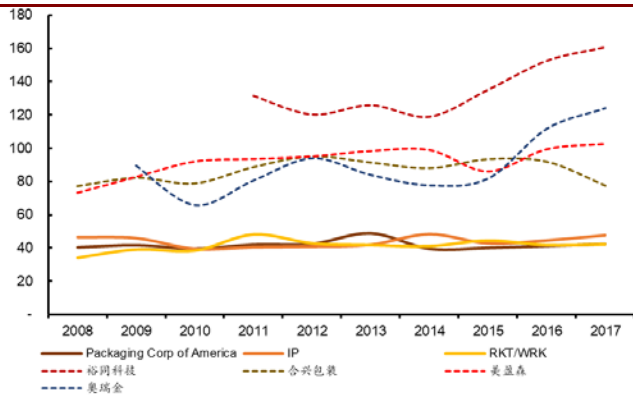


资料来源：Wind，招商证券

2) 商业业态差异导致国内企业现金流逊于国际。 从过去年十年（或上市以来）的情况以及最新年度来看，国内包装印刷行业龙头企业应收账款的周转天数显著高于国际企业：2017 年国际纸业、美国包装公司、WestRock 的应收账款周转天数平均为 44.14 天，而裕同科技、美盈森、合兴包装和奥瑞金的应收账款平均周转天数为 116.42 天。较短

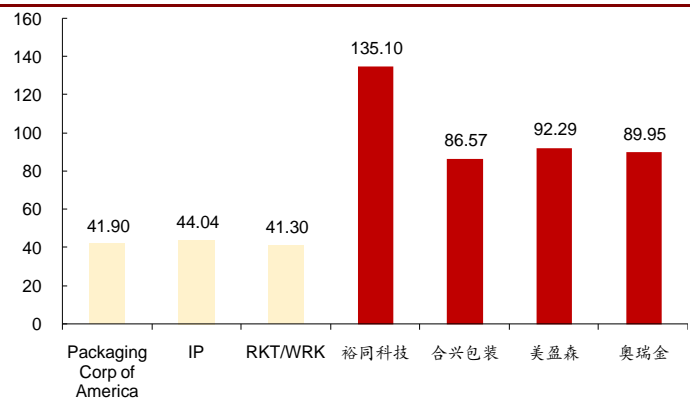
的应收账款周转天数使得国际龙头企业的资金运用效率高于国内友商，而高现金周转使得国际龙头企业在原材料采购等环节拥有更高的议价权，减少供应链融资的成本。

图 25：国际龙头应收账款周转天数少于国内



资料来源：Wind，招商证券

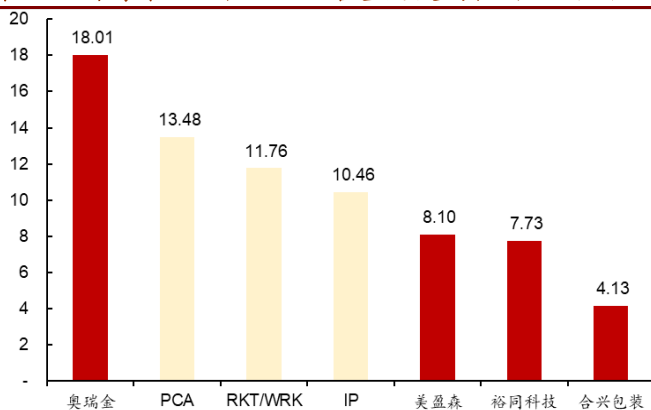
图 26：十年（或上市以来）国内外平均应收款周转天数



资料来源：Wind，招商证券

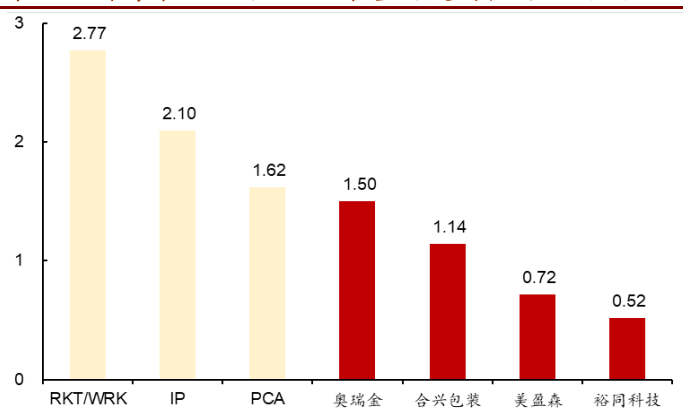
从营业收入现金含量（经营性净现金流/营业收入的比值）和利润现金含量（经营性净现金流/净利润的比值）两个指标来看，国内包装印刷行业龙头企业的收现能力不及国际龙头企业。2015 年至 2017 年，除奥瑞金外，美盈森、裕同科技、合兴包装的营业收入现金含量均低于国际龙头企业。从利润现金含量的角度来看，国内企业与国际龙头企业的差距更为明显。RKT/WRK、IP 和 PCA 三家公司的平均利润现金含量为 2.16，而国内四大龙头企业仅为 0.97。（Rock-Teen 与 MeadWestvaco 合并成立 WestRock 时，新成立的 WestRock 公司在 2016 财年确认了一次性的养老金风险转移费用 3.707 亿元及终止经营业务亏损 5.447 亿元，使得 2016 财年 WestRock 的净利润为负数。

图 27：国内外企业收入现金含量历史均值对比 (%)



资料来源：Wind，招商证券

图 28：国内外企业利润现金含量历史均值对比 (%)



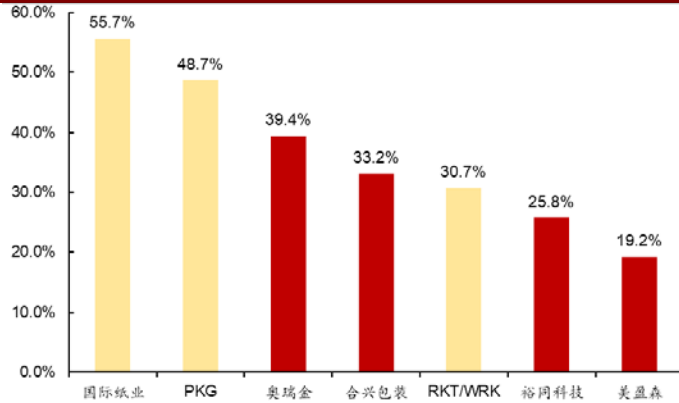
资料来源：Wind，招商证券

3) 国内企业股息率低于国际水平。从过去十年（或上市以来）的平均分红率（即向股东的现金分红占同一会计年度实现归母净利润的比重）来看，国际印包龙头企业的分红率高于国内龙头企业，国际纸业、美国国际包装两家公司的平均分红率分别达到 55.7% 和 48.7%，RKT/WRK 的平均分红率为 30.7%；而国内印包龙头企业的分红率相对较为逊色，国内四家印包龙头企业的平均分红率为 29.4%。

以当年分配给股东的股息占年末最后一个交易日股价的百分比计算，国际包装印刷龙头企业的股息率较高。从过去十年（或上市以来）的平均股息率情况来看，国际纸业、美

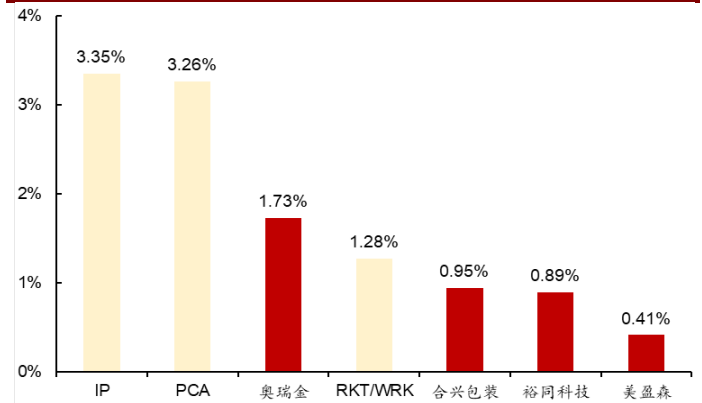
国内包装公司的股息率分别达到 3.35%和 3.26%，RKT/WRK 的股息率为 1.28%；而国内包装印刷行业四大龙头企业的股息率除奥瑞金为 1.73%外，其他企业的股息率均低于 1%，合兴包装、裕同科技、美盈森的股息率分别为 0.95%、0.89%、0.41%。

图 29：十年（或上市以来）国内外印包龙头分红率



资料来源：Wind，招商证券

图 30：十年（或上市以来）国内外印包龙头股息率



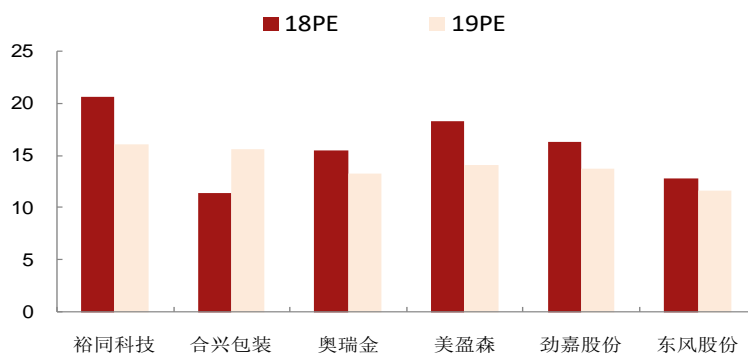
资料来源：Wind，招商证券

2.1.3 国内印包龙头股价的支撑要素初现

参考以上国际企业在起步估值水平、现金流、以及分红政策等方面，与国内企业的差异，我们认为国内以裕同科技、合兴包装、奥瑞金为代表的龙头企业，在目前行业洗牌加速、估值回落至合理水平等背景下，龙头企业通过加快业务拓展，优化运营效率，未来仍有望走出股价长牛。

目前龙头企业估值已回落至合理水平。以裕同科技、合兴包装、奥瑞金、美盈森、劲嘉股份、东风股份等 6 家印刷包装行业上市公司为样本，当前股价对应 2018、2019 年平均 PE 分别为 15.8x、14x，已基本回落至合理区间。未来随着企业规模扩张和业绩稳步增长，为估值水平的进一步提升打开空间。

图 31：2018-2019 年平均 PE 分别回落至 16x、14x

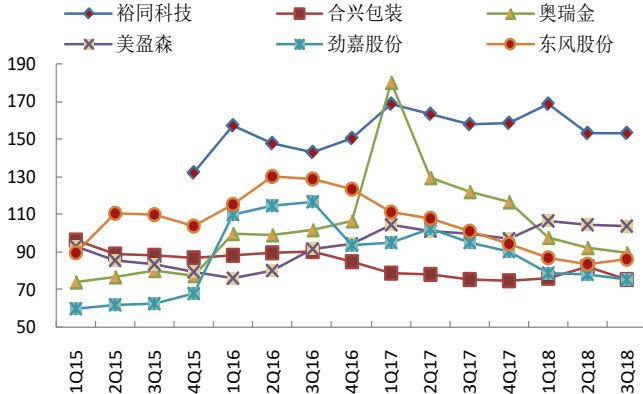


资料来源：Wind，招商证券

规模扩张后的议价能力提升，有望进一步优化收款效率。现金流的差异与国内印包商业业态、行业格局有关，国内包装行业目前集中度较低，即使龙头企业目前的规模与上下游企业仍存在较大差距，普遍存在对单一大客户依赖程度较高的问题，而由此产生的直

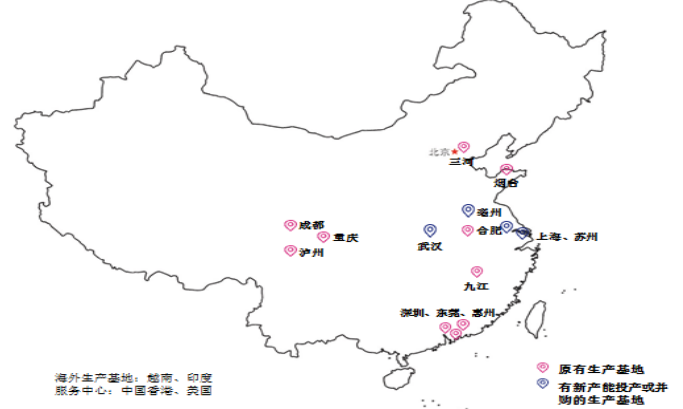
接结果则是收现能力变弱。从近 3 年单季度财务数据看，应收款周转天数除了奥瑞金波动较大，其他国内印包企业整体水平呈平稳略降趋势。此外，龙头企业全国性甚至全球性产能布局构筑物理壁垒，市场份额加速集中后，有望提升产业链议价能力。我们认为，在国内市场整体分散同时行业加速出清的背景下，只有龙头企业通过开发更多客户、跟随客户扩张来进一步做大规模，才有可能实现收现能力的进一步优化。

图 32：国内企业近年应收款周转天数平稳略降



资料来源：Wind，招商证券

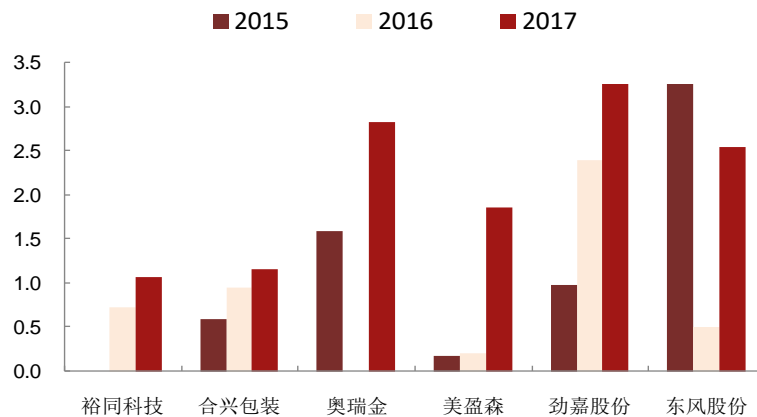
图 33：裕同科技全国性生产服务布局



资料来源：公司资料，招商证券

近年股息率整体改善，分红机制仍待完善。我们统计样本的 6 家印刷包装行业上市公司，2015~2017 年整体股息率水平呈小幅提升趋势，近 3 年平均股息率水平分别为 1.3%、1%、2.1%。同时，我们也注意到受不同年份不同的分红政策的影响，部分公司的股息率波动较大。而稳定而良好的分红政策作为吸引长期投资者的一个重要因素，我们认为未来随着国内上市公司业绩稳定增长，未来现金流优秀的企业也有望建立稳定增长的分红机制推动股价。

图 34：国内企业近年股息率整体有所改善



资料来源：Wind，招商证券

2.2 造纸行业：供需基本均衡，成本战略显差异

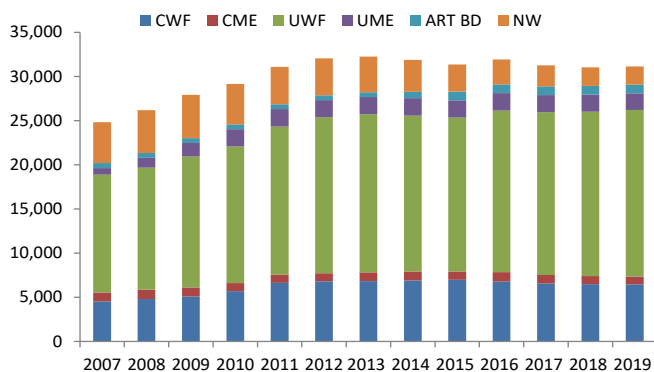
始自 2016 年的造纸行业向上周期启动，叠加了国家的环保政策以及废纸进口禁令等因素，带来了历史 2 年的轰轰烈烈造纸行业的大行情，业绩增长一再超越市场预期。

但自 2018 年中期开始，我们看到纸价滞涨以及成本上行，吨纸盈利 2017 年见到高点后开始回落，我们认为 2018 年下半年开始，造纸行业进入投资的下半场，行业内的公司出现明显分化，也即是没有成本优势的企业将在未来的竞争中逐渐淡出，具备成本战略的企业将取得长期的优势。

2.2.1 产能释放慢于预期，供应压缩依然明显

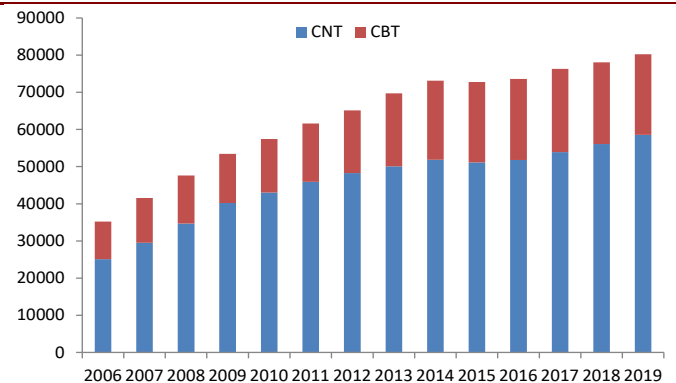
展望 2019 年，我们认为行业整体供需格局依然稳健，供应压力主要体现在包装纸行业上，而文化纸行业新增产能几乎为零，如果假设未来纸品需求依然稳健，未来造纸行业供需压力无须过于担心。

图 35：未来文化纸产能几乎零增长



资料来源：Euromonitor，招商证券

图 36：新增产能主要在箱板纸行业，年均增长 4%

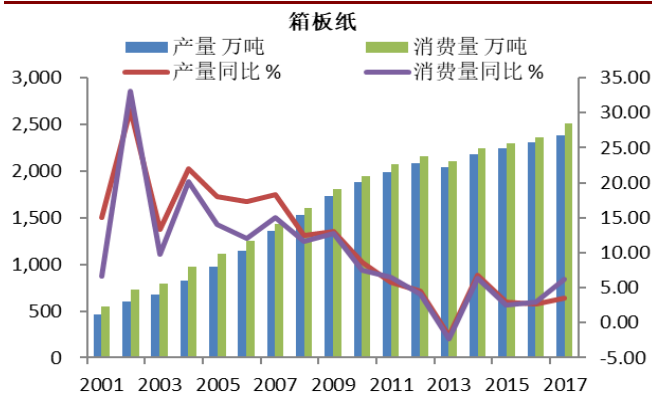


资料来源：Euromonitor，招商证券

从上图看，未来 2 年新增产能主要是箱板纸，2017 年 5000 万吨达到 2019 年 5600 万吨左右，从过去 3 年看，箱板纸行业需求增长一般维持在 2~3% 左右，其中最大的推动因素是快递行业。

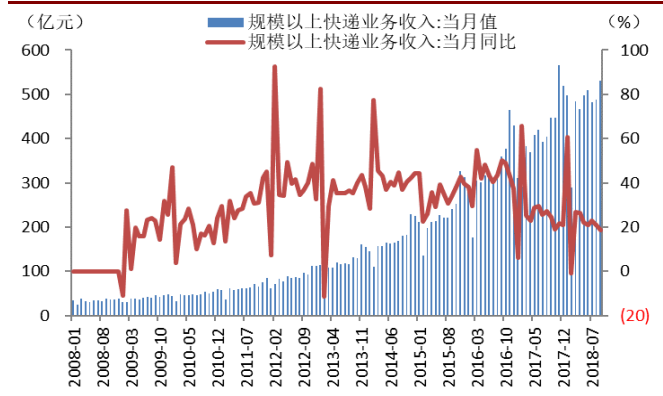
从下图看，过去 3 年时间，箱板纸行业消费增长基本维持在 3% 左右水平，而支撑行业最大的需求增长来源是快递业务的快速增长。如果未来产能扩张达到每年 4% 的水平，箱板纸行业将出现一定程度的供过于求，但如果考虑到进口废纸限制政策的影响，我们预计 2019 年箱板纸行业产能利用率会小幅下滑，从而导致箱板纸行业供需基本平衡，箱板纸价格回落到目前水平会有成本支撑，企业吨纸盈利保持下滑趋势。

图 37: 箱板纸行业过去 3 年年均增长 3%左右



资料来源: Wind, 招商证券

图 38: 快递行业过去 3 年年均增长 30%左右

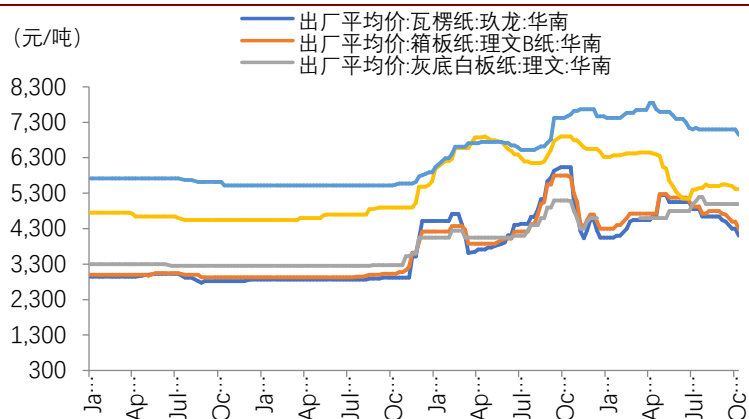


资料来源: Wind, 招商证券

2.2.2 短期库存偏高导致纸价承压

2017 年四季度纸价见顶开始回落，我们认为最大压力来自库存，从下图可以看到，大部分包装纸自见顶以来，纸价下滑基本在 10% 以上。

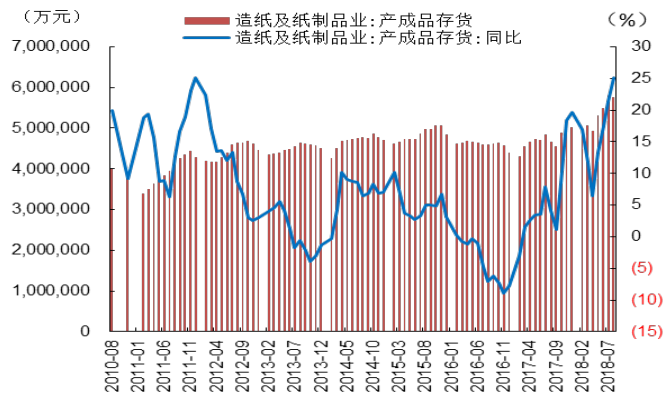
图 39: 纸价出厂价 17Q4 以来回落幅度基本达 10% 以上



资料来源: 卓创资讯, 招商证券

从企业和终端调研观察，基本上都反馈库存较前期有比较明显提升，尤其是进入 4 季度以来，库存水平基本都较前期有 15 天左右的提升，旺季不旺导致造纸企业开始纷纷下调了出货价格，我们保守预期这一轮的库存调整可能持续到明年上半年。

图 40：行业总体库存较去年同期大幅上升



资料来源：Wind，招商证券

图 41：典型白卡纸企业库存也有环比回升



资料来源：卓创资讯，招商证券

2.2.3 原材料供给增量有限，纸价预期高位震荡

短期库存压力导致纸价出现一定程度的下行，市场再次开始担心纸价是否会大幅回落，甚至回到 2016 年的起涨点位置。我们从前文的供需分析看，产能扩张并不多，且需求未来如果稳定，则供需依然将维持平衡水平。

更重要的是，当前市场担心需求回落的背景下，我们认为造纸行业纸价水平开始逐渐从需求（包括库存需求）拉动转换到成本推动的逻辑上，即成本的相对刚性将使得纸价相对有支撑。

我们从两个方面来分析成本的刚性水平：

A、废纸进口政策限制，导致废纸价格稳定箱板纸价格水平。

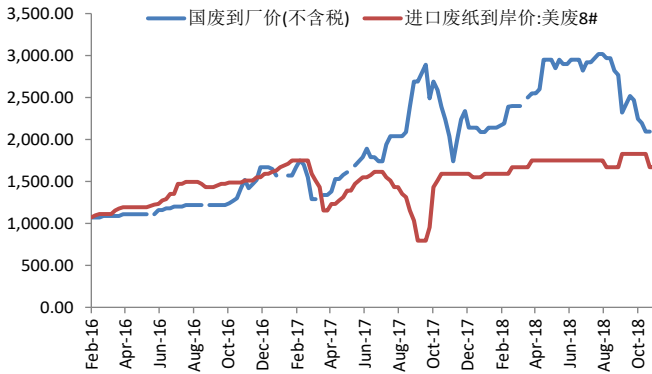
2017 年 8 月 10 日，国家环保部正式发布《进口可用作原料的固体废物环境保护控制标准（征求意见稿）》，拟将废纸进口中一般混杂物的控制标准从 1.5% 调低至 0.3%。

2017 年 11 月 16 日，国际回收局（BIR）称中国已正式通知世界贸易组织（WTO）将对《进口可用作原料的固体废物环境保护控制标准》一般夹杂物的控制要求进行修订，废纸或纸板中的一般杂物标准将调整为 0.5%。

2018 年 1 月 11 日，废纸进口杂物质量标准最终确定为 0.5%，新标准 2018 年 3 月 1 日执行，较 2005 年版的 1.5% 大幅缩减，较前期征求意见稿的 0.3% 有所放松。

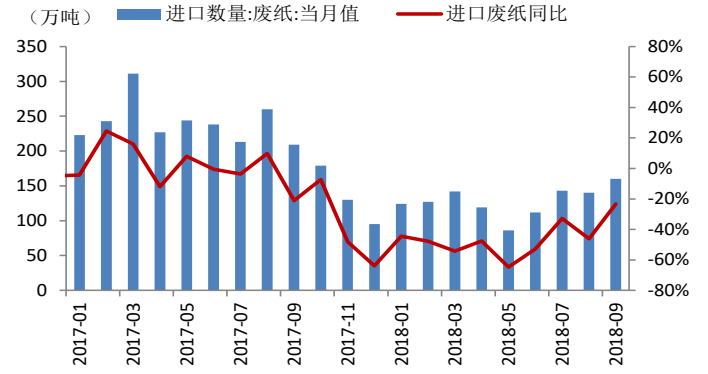
而且当下看，海关对进口废纸检验的执行力度相当严格，2017 年下半年以来关于进口废纸因质量标准不合格而退运的新闻报道频出，17 年 9 月连云港海关对一批来自美国共计 16 个集装箱，重 318.7 吨实施退运；山东东营对一批来自加拿大的 628 吨进口废纸进行退运，该批废纸杂物含量高达 13.22%，截至 2017 年 9 月份，山东东营共检出不合格进口废纸 3 批、1077 吨，批次和数量均创历年新高。

图 42: 国内废纸价格 2017 年起开始超过进口价格



资料来源: Wind, 招商证券

图 43: 18 年度废纸进口量大幅下滑 30%



资料来源: Wind, 招商证券

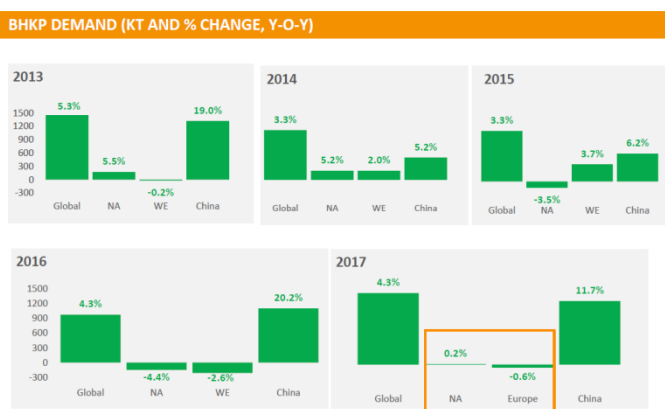
从上图看, 因为减少了废纸的进口量, 导致国内废纸价格大幅上涨且始终高于进口价格, 未来如果 2020 年全面禁止进口, 将使得废纸供应刚性进一步稳定国内包装纸价格, 属于典型的供应收缩型价格上涨。

B、国际商品木浆产能扩张有限, 成本抬高限制木浆下行空间。

商品木浆作为造纸企业的配套产品, 有富余的木浆产能会进行贸易。而巴西地区充足光照和密集的森林资源, 使得巴西成为近年以来商品木浆产品主要供应国家。

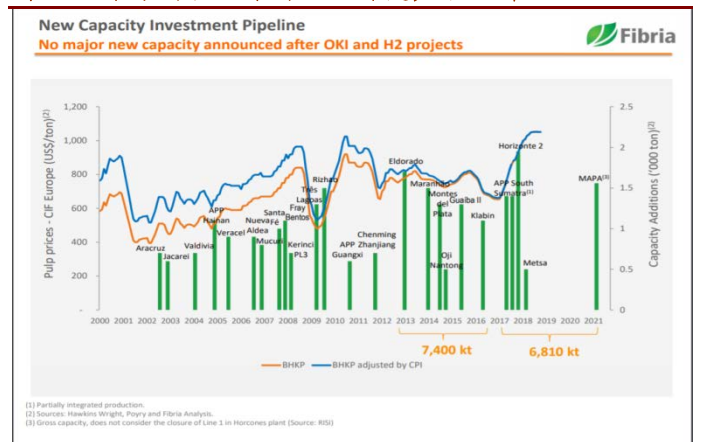
从下图看, 2013 年以来, 巴西的产能基本仰赖中国的进口需求增长, 特别是 2017 年, 中国进口木浆需求增长 12%, 并带动全球需求增长 4.3%; 而历史上看一般木浆价格的下行阶段都伴随着产能的大量投放, 但 2018 年后, 可预测供应增长, 在 2019 年净新增产能投放将大幅下降至 24 万吨, 因此未来 3 年时间, 将迎来一个产能释放的空白窗口期。

图 44: 2013 年以来, 基本都是中国地区木浆需求增长



资料来源: 巴西鸚鵡 Fibria, 招商证券

图 45: 木浆价格的下行一般伴随产能的释放



资料来源: 巴西鸚鵡 Fibria, 招商证券

另一方面, 我们需要对未来供需平衡表做一个预测, 中性假设为未来 3 年, 中国地区木浆需求维持 4% 以上的增长, 而北美和欧洲地区保持 1~3% 的下滑态势, 基于对 2019 年宏观环境的不确定性, 我们进一步以悲观预期为基准, 即中国增长率为中性情况的一半, 而负增长率为中性预期的两倍, 可得下表所示。

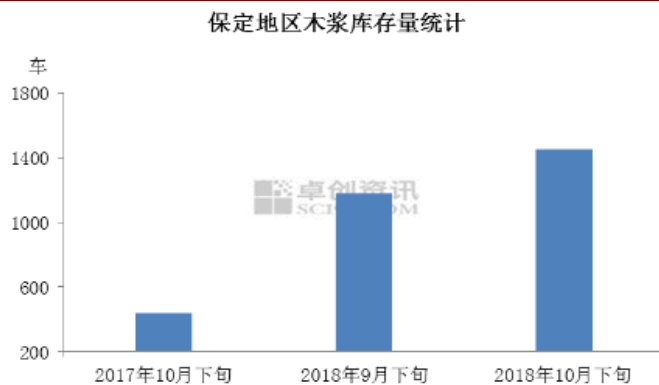
表 2: 悲观假设下, 未来 3 年全球木浆需求约增长 1%

消费量 (亿吨)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
全球	1.71	1.74	1.79	1.81	1.82	1.83	1.84
美国	0.47	0.47	0.47	0.47	0.47	0.47	0.47
加拿大	0.07	0.07	0.07	0.07	0.06	0.06	0.05
北欧	0.17	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18	0.17
巴西	0.06	0.06	0.06	0.07	0.07	0.07	0.07
其他西欧地区	0.20	0.20	0.21	0.21	0.21	0.21	0.20
中国	0.29	0.32	0.34	0.35	0.36	0.36	0.37
其他远东地区	0.14	0.14	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
消费量 - yoy	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
全球		2.2%	2.5%	1.10%	0.83%	0.67%	0.07%
美国		-0.2%	-0.3%	0.46%	0.21%	0.20%	-1.27%
加拿大		-1.4%	1.1%	-7.32%	-6.20%	-5.81%	-9.95%
北欧		2.1%	1.7%	0.45%	-1.07%	-1.96%	-4.01%
巴西		5.7%	0.1%	1.63%	1.63%	1.63%	0.79%
其他西欧地区		-0.9%	1.8%	0.16%	0.14%	0.18%	-1.84%
中国		9.9%	7.1%	3.07%	2.36%	1.86%	1.46%
其他远东地区		2.7%	4.1%	1.50%	1.67%	1.35%	0.20%

资料来源: Euromonitor, 招商证券

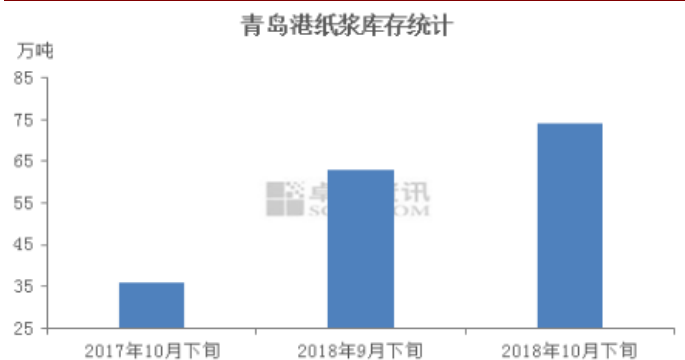
可以从上表观察到, 在悲观预期下, 中国年木浆需求仅由 2018 年的 0.34 亿吨微涨至 2022 年 0.37 亿吨, 导致 2019~2021 年木浆需求分别增长约 200 万吨, 100 万吨和 100 万吨, 但供应面看, 2018 年开始, 商品木浆产能的供应将从历史的近 300 万吨, 大幅下滑至不到 90 万吨, 我们认为供需紧平衡依然可以维持, 但短期看, 因为库存高企的原因, 可能会见到木浆价格的回落。

图 46: 保定仓库木浆库存同比 17 年增长 1 倍



资料来源: 卓创资讯, 招商证券

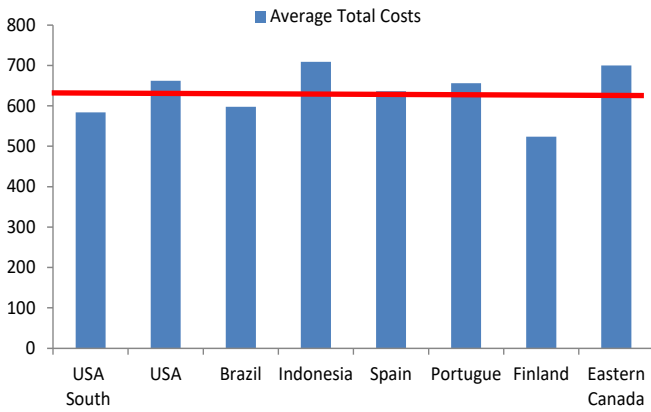
图 47: 青岛港木浆库存也较 17 年增长 1 倍以上



资料来源: 卓创资讯, 招商证券

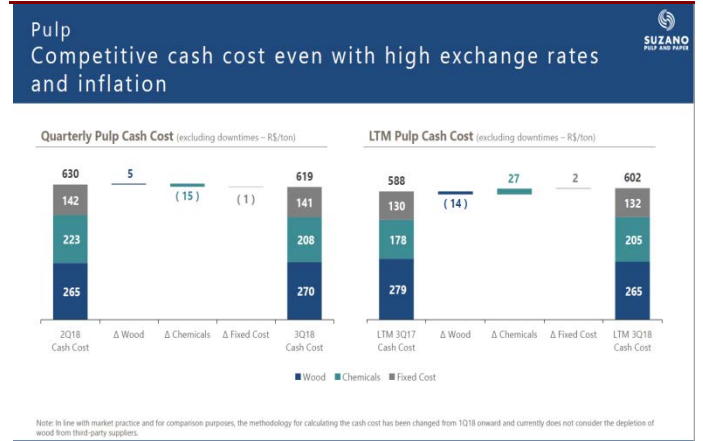
最后, 从成本压力看, 我们找出全球 7 个主要木浆生产国的木浆完全生产成本, 见下图所示, 2019 年预估水平为 634 美元/吨, 目前国内商品阔叶木浆报价基本为 710 元上下, 未来即便要下跌, 空间预计仅为 10% 左右。

图 48: 全球木浆生产成本约为 634 美元/吨



资料来源: Euromonitor, 招商证券

图 49: 巴西金鱼生产成本为 620 美元/吨



资料来源: Euromonitor, 招商证券

综上所述, 我们可以得出三点结论:

- 1、未来造纸行业产能扩张(特别是文化纸产能)有限, 需求即便有一定程度下行, 纸品供需不至于大幅恶化;
- 2、当下纸价下行基本属于短期库存压力;
- 3、全球木浆生产成本小幅上移, 未来如果木浆价格有所回落, 预计区间不超过 10%, 而废纸进口受限, 导致原材料短缺, 因此纸品价格从需求拉动到成本推动, 下跌空间也相对有限。

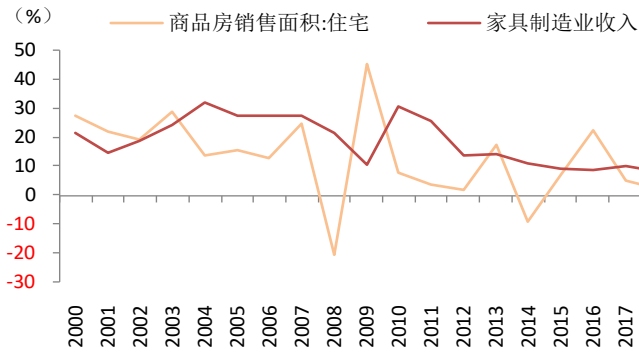
2.3 家居行业: 软体品牌实力, 定制大浪淘沙

2018 年家居行业受地产后周期影响体现, 开店速度放缓, 增长减速, 股价出现较大幅度回调, 其中龙头企业具备高于同业的 ROE 水平。定制行业, 2018 年受地产限购以及精装房推行、终端和装修公司竞争加剧等因素影响, 再次穿越地产周期的难度大增, 同时也加速了定制渗透率提升, 带来定制行业蛋糕在品牌企业和装修公司之间的重新分配。2019 年预计定制板块将加速洗牌, 企业面临流量+质量的双重考验, 看好顺应消费者需求趋势的策略突围。软体行业在原材料价格下行趋势的背景下, 成本压力有望减轻, 同时龙头软体企业发力并购整合, 有望带来行业加速集中。

2.3.1 地产后周期影响体现

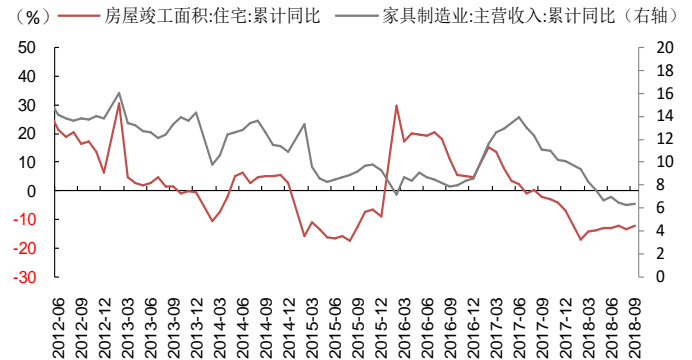
家具收入滞后地产销售变化约 1 年, 与住宅竣工基本同步或滞后 1 个季度。家具的购买场景一般在房屋交房之后, 据历史数据分析, 作为房地产行业的下游行业, 家具制造业收入变化约滞后房屋销售约一年时间; 而近年随着精装房比例的提升, 预计滞后期有所缩短。从住宅竣工面积的变化来看, 其变动趋势则与家具行业收入基本同步, 或约滞后 1 个季度。2018 年 1~9 月, 住宅竣工面积累计同比减少 12.3%, 增速至 2017 年 9 月以来连续第 12 个月负增长。而随着地产增速持续弱势, 2018 年 1~9 月家具制造业收入累计同比增长 6.4%, 增速降至 2009 年 5 月以来最低水平, 家具行业作为典型的地产后周期行业, 地产后周期效应显现。

图 50: 家具收入变化约滞后商品房销售一年时间



资料来源: Wind, 招商证券

图 51: 家具收入变化与住宅竣工同步或滞后 1 个季度

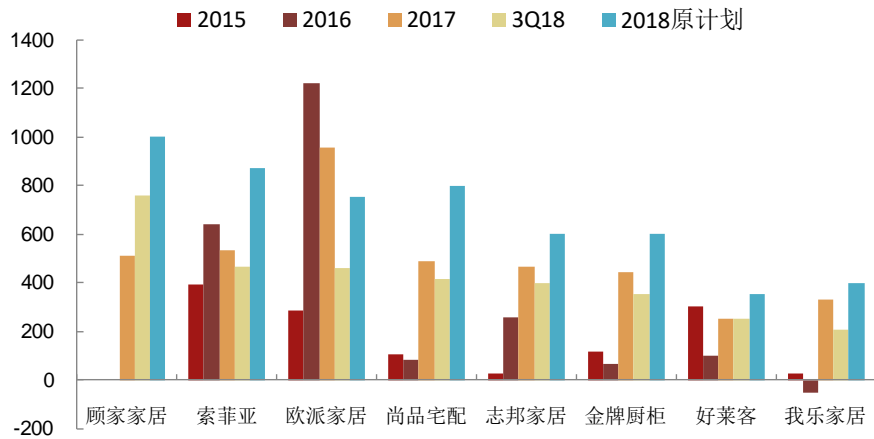


资料来源: Wind, 招商证券

开店放缓，上市家居企业营收增长减速，其中龙头企业具备较高 ROE。从 2018 年前三季度主要家居企业开店情况来看，虽然部分企业净增门店数已接近 2017 全年，但与年初开店计划相比，预计 2018 年全年实际净开店数量将明显低于原计划。收入增长的放缓伴随地产预期持续偏弱，年初至今（截至 2018 年 11 月 23 日）10 家家居行业上市公司股价平均回落幅度达 36%。

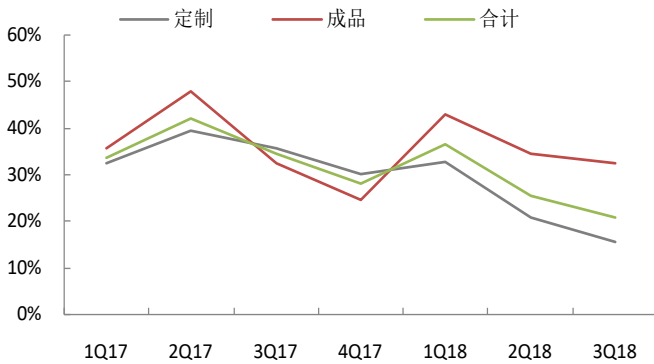
我们以欧派家居、索菲亚、尚品宅配、好莱客、志邦家居、金牌厨柜、我乐家居等 7 家企业为定制行业样本，以顾家家居、美克家居、喜临门等 3 家企业为成品行业样本，18 年以来家居行业营收增长放缓，其中，定制行业增速明显下降，Q1/Q2/Q3 营收增速分别为 33%/21%/16%，成品相对较好，Q1/Q2/Q3 营收增速分别为 43%/35%/32%。从 2018 年前三季度数据来看，龙头企业仍然保持了行业领先的 ROE 和 ROIC 水平。

图 52: 预计 2018 年多数家居企业实际净增门店数低于年初计划



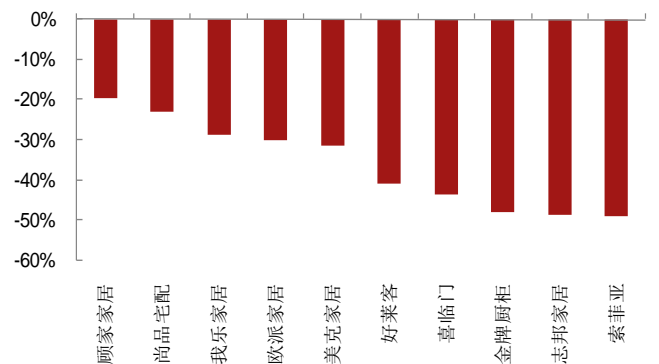
资料来源: 公司资料, 招商证券

图 53：18 年定制企业收入增长明显放缓，成品较好



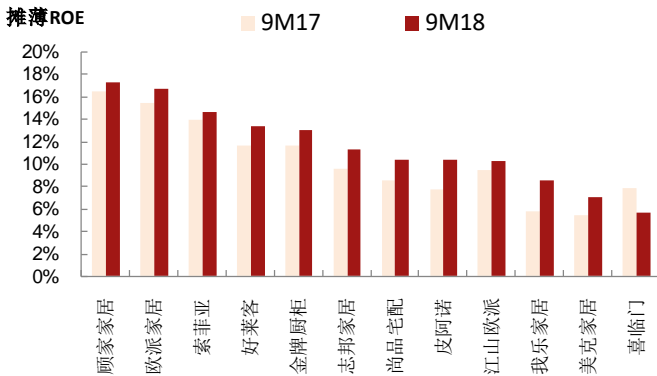
资料来源：Wind，招商证券

图 54：年初至今主要家居企业股价平均回落幅度 36%



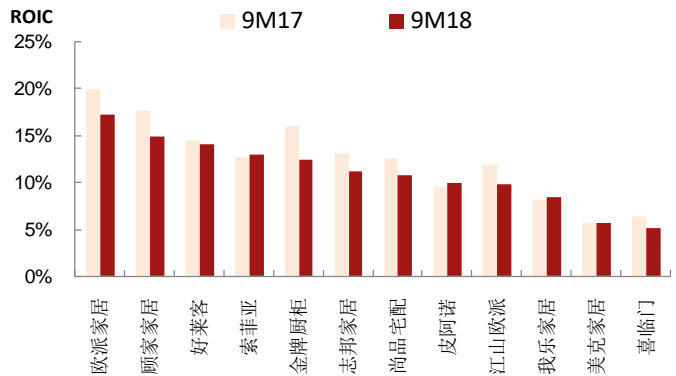
资料来源：Wind，招商证券

图 55：龙头家居企业具备较高 ROE



资料来源：Wind，招商证券

图 56：龙头家居企业具备较高 ROIC 水平



资料来源：Wind，招商证券

2.3.2 定制行业：洗牌开启，流量+质量的双重考验

定制家居行业经历了过去多年的高速增长，今年以来受地产下行、竞争格局变化、渠道变革等因素影响，至三季度上市公司整体增长持续放缓。与以往经历的任何一次地产调控时期不同，2018 年定制行业面临的一个新难题在于：“为何定制家居穿越过的地产周期，如今越不过了？”。

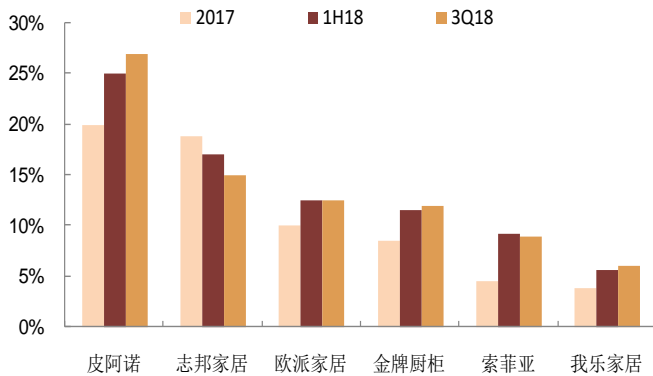
究其原因，我们认为除了地产环境偏弱的大背景，今年定制行业还面临两个变化：一是精装房趋势带动企业工程业务占比迅速提升，定制企业面临规模增长和经营质量的权衡；二是 18 年以来定制行业竞争明显加剧。

1) 精装房趋势下企业工程业务快速扩张，占比提升后需要关注经营质量。今年一、二线城市橱柜品牌零售增长压力较大，主要受限购以及精装房推行影响，三、四线城市目前精装普及度不高。而在国内精装房政策大势所趋的背景下，近年定制企业均加大力度拓展工程业务，工程业务营收占比提升，截至 3Q18 主要上市企业工程渠道营收占比均接近或达到 10% 以上。

同时，由于工程订单具有业务量大、生产相对标准化、账期普遍较长等特点，大力拓展工程渠道在带动企业规模快速增长的同时，也对企业现金流管理要求较高。目前来看，虽然品牌家居企业主要与实力强、信誉高的全国性地产商，以及区域性优

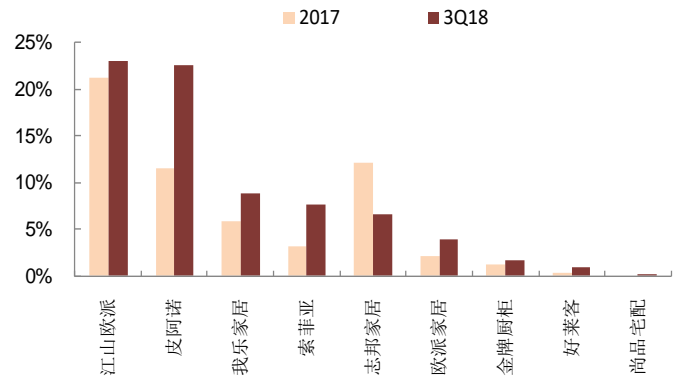
质地产商进行合作,但我们也注意到今年地产商现金压力增加,加快资金回笼,3Q18定制企业整体现金流较年初有所恶化,其中龙头企业相对较好。在后续地产销售预期偏弱的背景下,2019年建议关注定制企业工程业务增加后,对应收账款和现金流的风险把控。

图 57: 定制企业工程业务占比提升 Q3 明显放缓



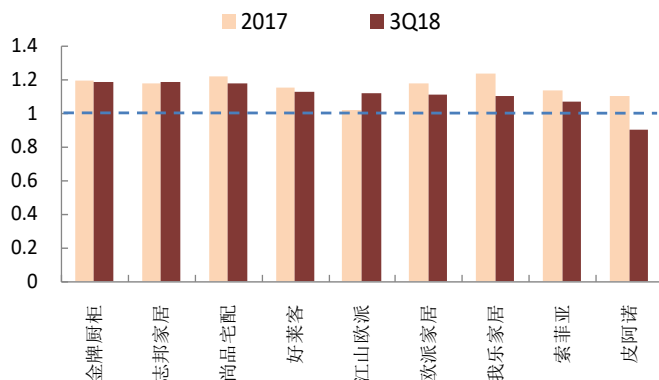
资料来源: 公司资料, 招商证券

图 58: 工程业务扩张导致应收款占总资产比重增加



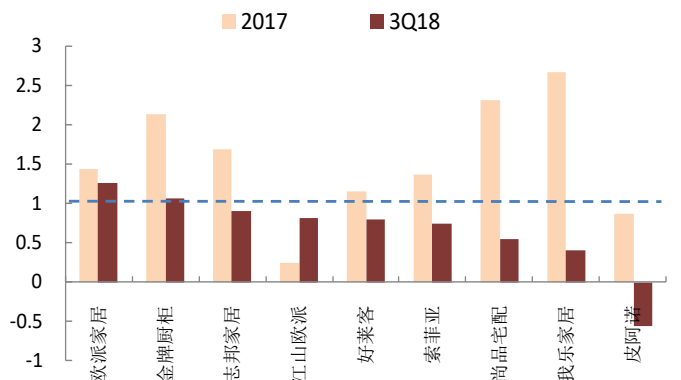
资料来源: Wind, 招商证券

图 59: 经营性现金流量净额/营业收入有所下降



资料来源: Wind, 招商证券

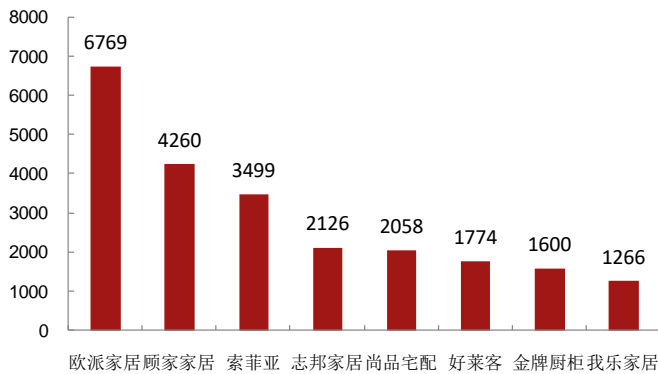
图 60: 净利润现金含量整体有所下降



资料来源: Wind, 招商证券

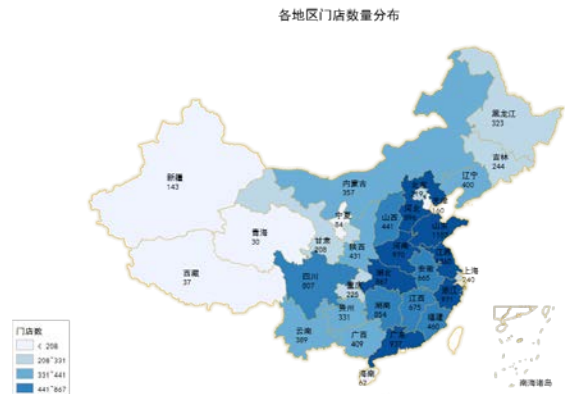
2) 终端竞争加剧表现之一: 家居卖场客流下降、门店基数扩大弱化开店红利, 渠道、产品同质化加剧价格战。随着 2017 年 7 家定制家居企业上市, 纷纷加大招商力度加快开店, 截至 3Q18, 家居龙头终端门店总数基本已超过 2000 家, 国内各类家居企业门店分布已较为密集。此外, 据我们草根调研情况了解, 今年一、二线城市家居卖场客流下滑 20% 以上。就卖场单一渠道来看, 由于仍是过往定制企业快速扩张的主渠道, 而在客流下滑的背景下, 渠道以及产品的同质化加剧终端价格竞争。年初以来, 全屋定制企业套餐式营销加码, 龙头公司凭借生产制造和终端盈利优势, 通过主动下调出厂价、增加终端补贴等方式, 加大促销套餐推广力度, 在流量争夺的同时做大客单值。

图 61：龙头企业 Q3 终端门店总数已超过 2000 家



资料来源：公司资料，招商证券

图 62：家具门店全国分布已经较为密集



资料来源：招商证券

终端竞争加剧表现之二：装修公司前端截流，“定制、成品、手工打制”三分天下的行业格局或将重新定义，加速定制渗透率提升。据我们测算，2017 年我国定制橱柜、衣柜渗透率分别约 59%、38%，而若涉及到除衣柜外的其他柜类，目前渗透率仅 20%左右。整体来看，以 2017 年约 1602 亿元国内定制市场规模、内销家具市场 5684 亿元，来测算，估计国内定制整体渗透率约 28%，预计 2018~2020 年定制渗透率分别升至 31%、33%、35%，对比发达国家超过 60% 的定制渗透率水平，仍有较大提升空间。

表 3：定制行业整体渗透率有望持续提升

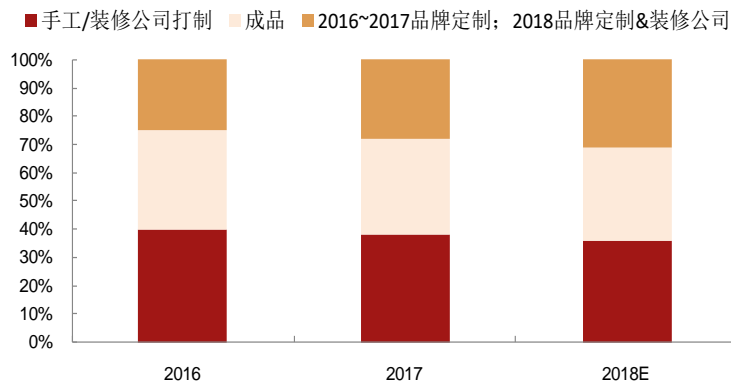
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
定制橱柜						
平均每户购置橱柜数 (套)	1	1	1	1	1	1
橱柜市场规模 (万套)	1612	1898	2003	2071	2125	2172
定制橱柜渗透率	57%	58%	59%	61%	63%	65%
定制橱柜单价 (万元/套)	0.65	0.68	0.72	0.70	0.69	0.67
定制橱柜市场规模 (亿元)	597	751	847	887	921	952
同比		25.8%	12.7%	4.8%	3.9%	3.4%
定制衣柜						
平均每户购置衣柜数 (个)	2	2	2	2	2	2
衣柜市场规模 (万个)	3224	3796	4005	4141	4250	4345
定制衣柜渗透率	34%	36%	38%	42%	46%	50%
定制衣柜单价 (万元/个)	0.3	0.32	0.33	0.31	0.30	0.28
定制衣柜市场规模 (亿元)	329	430	503	546	584	616
同比		30.9%	16.9%	8.6%	6.8%	5.6%
其他定制柜类						
平均每户购置其他柜类数 (个)	1	1.25	1.5	2.5	3.5	4.5
定制柜类单价 (万元/个)	0.2	0.21	0.22	0.20	0.18	0.16
其他定制家居渗透率	10%	9%	13%	21%	29%	36%
其他定制家居市场规模	110	179	252	431	611	786
同比		63.6%	40.3%	71.4%	41.6%	28.6%
定制家居市场规模合计 (亿元)	1036	1361	1602	1865	2116	2354
同比		31.4%	17.7%	16.4%	13.5%	11.3%
家具市场规模						
家具制造业收入 (亿元)	7873	8560	9056	9547	9994	10394
同比		8.7%	5.8%	5.4%	4.7%	4.0%
家具出口额 (亿元)	3288	3173	3372	3507	3577	3649
同比		-3.5%	6.3%	4%	2%	2%

家具内销市场（亿元）	4584	5387	5684	6040	6417	6745
同比		17.5%	5.5%	6.3%	6.2%	5.1%
整体定制渗透率	23%	25%	28%	31%	33%	35%

资料来源：Wind，招商证券

2018 年，我们认为有两个变化促进定制渗透率加速提升：一是精装房趋势性推行，去掉了家居企业与消费者之间木工、装修公司这一中间环节，加速全屋定制对于手工打制的替代，促进定制行业渗透率提升；二是当市场蛋糕变小后，大量装修公司（中大型装企多数都有自己的小规模定制工厂）加大力度推广整装销售模式，做大装修客单值，替代手工打制的同时前端截流定制经销商。因此，我们认为，在精装房加速、装修公司进入共同加速定制渗透率提升的同时，也将导致市场份额在定制品牌企业和装修公司之间的重新分配。

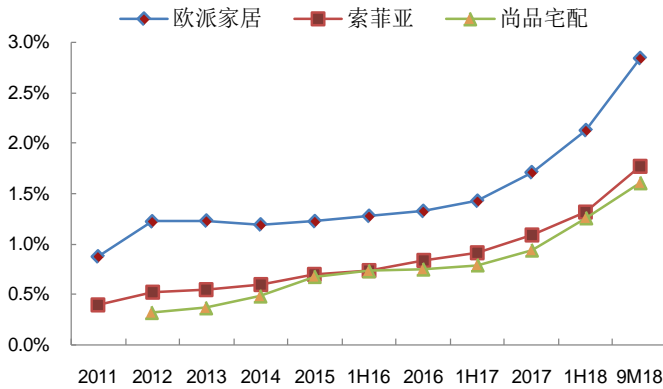
图 63：整装趋势促使定制市场蛋糕重新分配



资料来源：招商证券

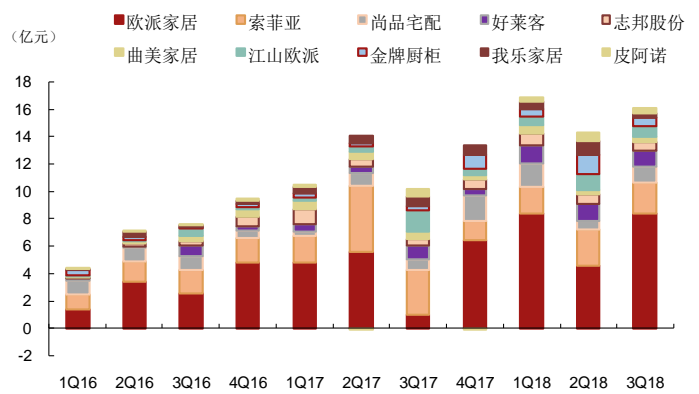
2019 流量+质量的双重考验，看好顺应消费者需求趋势的策略突围。作为小结，精装房趋势带动企业工程业务占比达到一定规模后，对规模增长和质量把控的权衡，提出了更高要求；家居卖场客流下滑，价格竞争加剧，终端盈利质量面临考验，装修公司整装模式前端截流，导致定制龙头在 2018 年穿越地产周期的难度大增。我们认为，任何一个行业的增速放缓，必将进一步突显龙头企业实力，2018 年行业洗牌开启导致大量中小定制品牌承压。以家具制造业收入剔除家具出口额，作为内销市场规模测算，欧派家居、索菲亚、尚品宅配为代表的家具龙头，市场占有率自 2018 年以来明显快速提升，2018 年前三季度 3 家企业营收占比较年初累计提升 2.5pct 至 6.2%，明显快于过去 5 年年均仅 0.3pct 的提升速度。

图 64：2018 年以来家居龙头市占率快速提升



资料来源：Wind，招商证券

图 65：龙头企业资本开支规模领先



资料来源：Wind，招商证券

同时，我们注意到龙头企业资本开支规模持续领先，2019 年预计定制行业将面临客流量和经营质量的双重考验，行业加速洗牌在即，持续看好龙头企业顺应消费者需求趋势的策略突围：

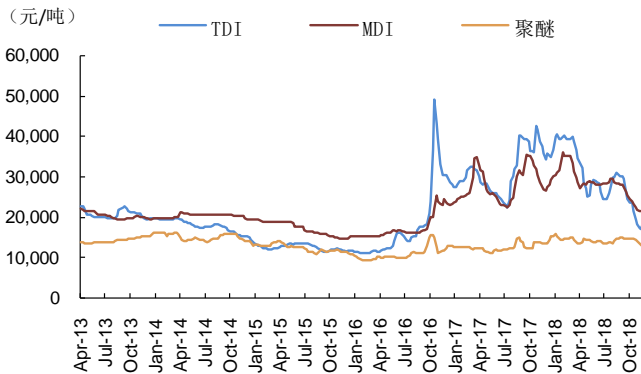
- 1) **卖场主渠道直面价格竞争，为消费者带来低价优质的商品、舒适称心的购物体验，是突围的制胜法宝。**定制行业由增量市场逐步转向存量市场，不可避免加剧行业竞争，看好具备优秀生产成本控制力的定制企业。2019 年如果地产成交未见显著改善，预计龙头企业将进一步通过价格策略加速行业洗牌，支持终端盈利，同时深耕渠道下沉，积极布局大家居门店，顺应消费者一站式购齐需求。
- 2) **购物中心、互联网等新兴渠道崛起，精准把握一、二线城市家居消费特点。**相对于传统建材家居卖场，购物中心具有营业时间长、客流量和租金成本高等特点。在生活节奏较快的一、二线城市，新中产群体生活半径逐步缩短，对于购物中心、互联网等渠道的家居消费需求近年明显提升，而我们也看到了以尚品宅配为代表的定制企业提前布局，错位竞争崛起。考虑到购物中心门店较高的经营成本，我们看好具备流量和效率优势的定制企业，通过更丰富的产品、更优消费体验来做大销售额，实现可持续经营。
- 3) **整装需求释放，定制市场蛋糕重新分配，品牌定制企业的整装渠道大有可为。**从我们草根调研情况了解，2018 年以来大量经销商已明显感到装修公司的竞争压力，迫使传统零售经销商积极拓展多元化销售渠道。而装修公司整装模式在短时间内，使零售经销商明显承压也表明，消费者对于整装需求迫切性，以及对整装销售模式的接受和认可度在迅速提升。我们认为，随着精装、整装趋势促进定制渗透率加速提升，定制市场蛋糕也将面临装修公司 and 品牌定制企业之间的重新分配，看好具备强品牌力、强产品力的定制龙头在整装渠道发展空间。

2.3.3 软体行业：成本回落，加快集中

原材料价格预期回落，成本压力有望减轻。从原材料成本构成来看，软体行业的主要成本包括真皮、铁架、印花布、化学品、木夹板、PVC 仿皮和包装材料等。今年以来，包装材料、TDI 等化学品价格均已有所回落，而冷轧带钢的价格近期亦从高点小幅回落，预计原材料涨价的同比影响有望逐步弱化。同时，龙头企业通过向上整合供应链加强了

对上游原材料的控制力度，获得了同业其他企业不具备的竞争优势，也一定程度上平滑了原材料采购价格的波动。

图 66：18 年以来 TDI/MDI 价格明显回落



资料来源：Wind，招商证券

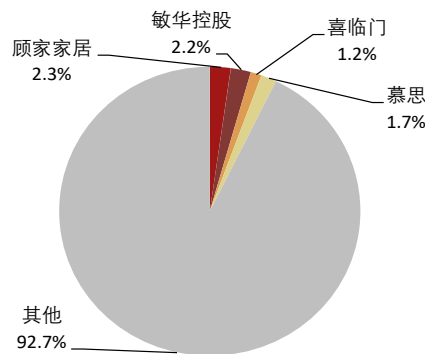
图 67：近期钢价高位小幅回落



资料来源：Wind，招商证券

软体行业规模稳步扩容，市场集中度仍然偏低。以我国住宅销售套数和存量房翻新套数测算每年房屋装修量，假设未来 3 年住宅销售套数分别增加 2.5%、1.5%、1%，存量房翻新率维持在 1.8% 左右小幅提升趋势，沙发、床垫、软床的渗透率年均提升 1%，则得到 2018~2020 年预计国内软体市场规模增速约 9%~11%。成品家居受益于消费升级、更换频次加快、以及二手房需求兴起，未来预计软体行业规模稳定发展趋势有望延续。此外，从软体龙头 2017 年的内销数据来看，目前国内软体行业整体仍较分散，其中估计顾家家居、敏华控股、喜临门的市占率分别仅约 2.3%、2.2%、1.2%，CR5 不到 10%。

图 68：国内软体市场集中度较低



资料来源：Wind，公司资料，招商证券

表 4：软体行业市场规模稳步扩张

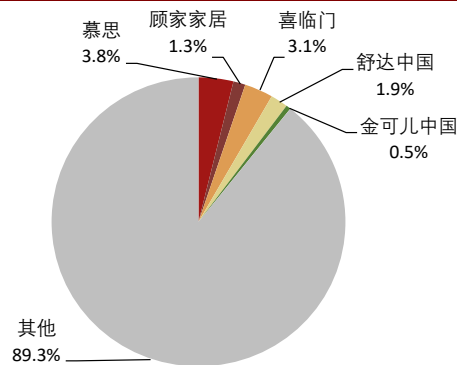
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
沙发						
平均每户购置沙发数 (个)	1	1	1	1	1	1
沙发单价 (万元/个)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
沙发渗透率	80%	81%	82%	83%	84%	85%
沙发市场规模	413	517	579	637	694	754
同比		25.2%	12.2%	9.9%	9.1%	8.6%

床垫						
平均每户购置床垫数 (个)	2	2	2	2	2	2
床垫单价 (万元/个)	0.15	0.16	0.17	0.17	0.18	0.19
床垫渗透率	60%	61%	62%	63%	64%	65%
床垫市场规模	290	365	411	453	496	541
同比		25.7%	12.6%	10.3%	9.5%	9.0%
软床						
平均每户购置软床数 (个)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
软床单价 (万元/个)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
软床渗透率	28%	30%	31%	32%	33%	34%
软床市场规模	169	224	257	288	320	354
同比		32.5%	14.5%	12.1%	11.1%	10.6%
其他软体家具						
其他软体家具市场规模	378	483	546	605	664	727
同比		27.8%	13.1%	10.7%	9.9%	9.4%
软体家具内销市场合计 (亿元)	1250	1588	1793	1982	2174	2375
同比		27.1%	12.9%	10.6%	9.7%	9.3%

资料来源: Wind, 招商证券

龙头并购扩张提速, 加快行业格局优化。国内以软体龙头顾家家居为代表, 近期加快并购扩张步伐, 对外战略或财务投资了意大利品牌 Natuzzi、德国品牌 Rolf Benz、澳大利亚品牌 Nick Scali、玺堡家居, 以拓展国外出口渠道; 内销方面, 前期公告拟控股喜临门, 截止 2018 年中报顾家拥有品牌店近 4000 家 (主要为沙发、床和床垫、功能沙发), 喜临门专卖店已有 1730 家 (主要为床和床垫), 床和床垫内销实力不断增强, 顾家+喜临门在床和床垫市场的市占率将超过慕思, 成为行业第一。此外, 高端床垫领域, 10 月份舒达中国与金可儿中国宣布战略合作, 双方将在安宏资本的助力下打造一个全新平台, 携手打造国内高端床垫集团。在地产弱周期下, 产业与资本助力, 2018 年软体龙头加速并购扩张, 带来市场份额快速集中。

图 69: 并购有望带来床和床垫行业集中度快速提升



资料来源: 公司资料, 招商证券

2.4 文教行业：政策驱动，强者恒强

文教娱乐板块经过几年的发展已开始出现分化，有的公司兼并收购后转型跨度比较大，新业务出效果仍需时间等待，但也有一些公司转型落地效益将比较显著，或者调整已充分，未来业绩有所保障。教育是国之根本，国家不断出台政策，加大支持力度，回归教育本质。

我们建议关注此类公司，比如：晨光文具（办公文具业务快速发展，新消费模式九木杂物社逐渐成型，促进产品升级和渠道升级把握新零售机遇）；海伦钢琴（公司原有主业与艺术培训协同度较高，艺术培训不断获得国家重视，艺术培训、音乐启蒙教育 2019 年有望加速发展）。

2.4.1 教育政策变化

2018 年教育政策频出，严监管基调下颁布民促法意见稿、民促法送审稿、禁补令、学前教育意见稿等，2018 年 7 月 6 日中央全面深化改革委员会第三次会议审议通过《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》，11 月 15 日新华社受权发布原文，整个教育格局与资本生态正在重塑。

《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》

http://www.gov.cn/xinwen/2018-11/15/content_5340776.htm

主要目标：到 2020 年，全国学前三年毛入园率达到 85%，普惠性幼儿园覆盖率（公办园和普惠性民办园在园幼儿占比）达到 80%。广覆盖、保基本、有质量的学前教育公共服务体系基本建成，学前教育管理体制、办园体制和政策保障体系基本完善。投入水平显著提高，成本分担机制普遍建立。幼儿园办园行为普遍规范，保教质量明显提升。不同区域、不同类型城市分类解决学前教育发展问题，大型、特大型城市率先实现发展目标。

规范发展民办园：遏制过度逐利行为。民办园应依法建立财务、会计和资产管理制度，按照国家有关规定设置会计账簿，收取的费用应主要用于幼儿保教活动、改善办园条件和保障教职工待遇，每年依规向当地教育、民政或市场监管部门提交经审计的财务报告。社会资本不得通过兼并收购、受托经营、加盟连锁、利用可变利益实体、协议控制等方式控制国有资产或集体资产举办的幼儿园、非营利性幼儿园；已违规的，由教育部门会同有关部门进行清理整治，清理整治完成前不得进行增资扩股。参与并购、加盟、连锁经营的营利性幼儿园，应与相关利益企业签订的协议报县级以上教育部门备案并向社会公布；当地教育部门应对相关利益企业和幼儿园的资质、办园方向、课程资源、数量规模及管理能力等进行严格审核，实施加盟、连锁行为的营利性幼儿园原则上应取得省级示范园资质。幼儿园控制主体或品牌加盟主体变更，须经所在区县教育部门审批，举办者变更须按规定办理核准登记手续，按法定程序履行资产交割。所属幼儿园出现安全、经营、管理、质量、财务、资产等方面问题时，举办者、实际控制人、负责幼儿园经营的管理机构应承担相应责任。民办园一律不准单独或作为一部分资产打包上市。上市公司不得通过股票市场融资投资营利性幼儿园，不得通过发行股份或支付现金等方式购买营利性幼儿园资产。

2018 年政策变化是影响教育板块的主要因素，本质是为了实现教育公平与规范化、提升教育质量。

2.4.2 文具行业加速集中

学生文具：品牌文具逐渐占据市场主导地位

文具行业是典型的“小产品、大市场”。中国制笔协会发布的《中国文具行业竞争态势分析》数据显示，中国文具行业（不包括办公设备和家具）市场规模约 1,500 亿元（约合 215 亿美元），而国际文具市场规模约 2,500 亿美元，与中国人口占全球比重约 20% 相比，中国文具市场规模仅约占全球文具市场规模总额的 8.60%。学生文具向与众多消费品类类似，随着居民收入的提高和消费观念的升级，品牌文具逐渐占据市场主导地位。

受益阳光采购趋势办公文具集中度将快速提升

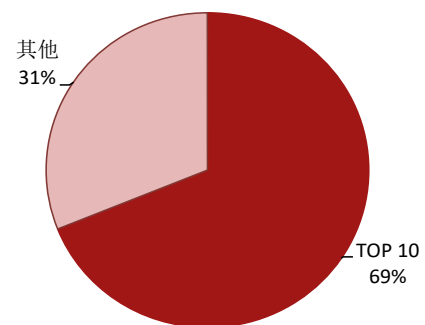
经过多年的发展，中国已成为世界上最大的办公用品消费国。据国家统计局数据，2018 年前 10 个月，我国限额以上企业文化办公用品类零售额达 2533 亿元，累计同比增加 4.6%。在我国文具市场发展初期，国内生产厂家较少，产品较对进口依赖较为严重。而随着国民经济的发展，文具行业从传统计划经济中的卖方市场逐步过渡形成市场经济下的买方市场，文具市场从过去的简单消费转逐步发展成为全方位消费，企业、个人对文化用品的需求也越来越成熟，从过去的简单只从价格、质量入手到现在的品牌化需求。近年来，我国文具办公用品产品更新换代较快，企业对办公文具的采购一般倾向于稳定的文具品牌和供应商，对于办公文具的选择更注重产品的功能设计、质量、性价比以及基于文具销售商的服务质量等要素。而受益于阳光采购趋势日趋明朗，龙头品牌企业市场份额持续提升。据中国行业企业信息发布中心对全国重点消费品市场的年度调查结果表明，文化办公用品类市场销量前十的品牌市场占有率达 68.89%。

图 70：限额以上企业文化办公用品类零售额



资料来源：Wind，招商证券

图 71：文化办公用品类市场 CR10=68.89%



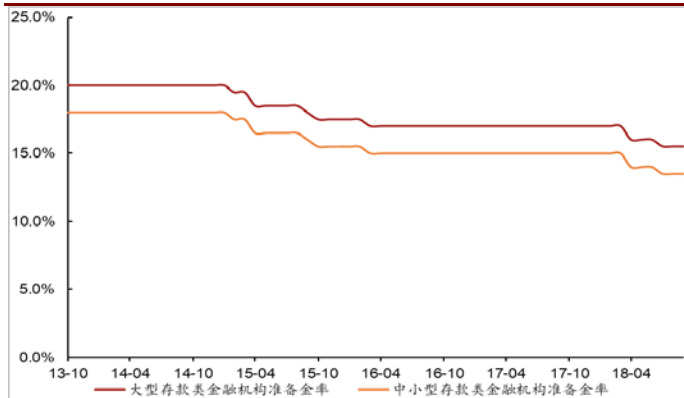
资料来源：中国行业企业信息发布中心，招商证券

三 2019 年：乍暖还寒，竞争力优先

年初受金融“去杠杆”和资管新规等政策的影响，融资环境偏紧张，市场形成了对监管过紧的担忧。下半年起，总杠杆率得到有效控制，杠杆结构呈现优化态势，我国宏观经济政策进入“稳杠杆”阶段。

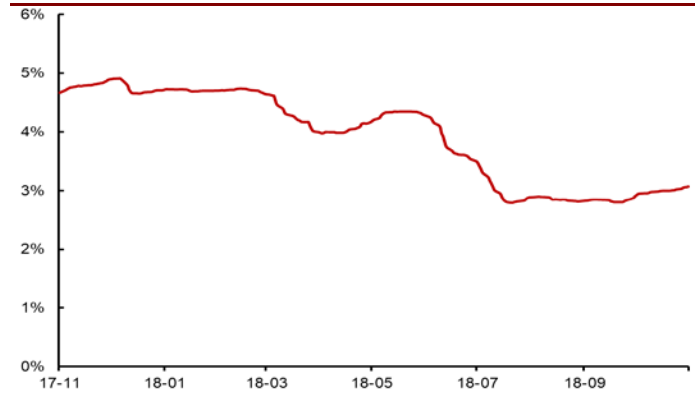
进入新阶段后，财政政策更加积极，“减税降费”步伐加快。货币政策方面，央行多次下调存款准备金率，向市场注入流动性，目前大型和中小型存款类金融机构的准备金率分别已下调至 15.5% 和 13.5%，3 个月 SHIBOR 利率从年前 5% 左右的高点回落至 3% 左右，市场资金成本显著降低。

图 72：年内央行多次降准释放流动性



资料来源：Wind，招商证券

图 73：3 个月 SHIBOR 利率走低



资料来源：Wind，招商证券

同时，应对民营企业 and 中小企业融资难、融资贵的问题，国务院常务会议明确提出“力争主要商业银行四季度新发放小微企业贷款平均利率比一季度下降 1 个百分点”；监管机构要求在新增的公司类贷款中，大型银行对民企的贷款不低于三分之一，中小型银行不低于三分之二，争取 3 年以后，银行业对民企的贷款占新增公司类贷款的比例不低于 50%。由于此前国有和大型企业的融资成本相对较低，下降空间有限；而民营和中小型企业的融资成本较高，因此能够更大幅度地直接受益于资金环境的改善。

除此之外，证监会等监管机构也对上市公司再融资和股份回购等事项放宽了监管。新修订的《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》允许使用配股、优先股和定增募集资金全部用于补充流动资金和偿还债务；《关于支持上市公司回购股份的意见》拓宽了回购资金来源、适当简化了实施程序。

我们认为，在近期利好政策暖风频至的背景下，原本因为资金环境紧张而使得经营业绩受到制约的民营企业和中小型企业将有望取得较大幅度的业绩弹性，建议持续关注在各自领域具有竞争优势的龙头企业和具有高业绩弹性的小市值企业。

3.1 龙头企业 2019 年市占率提升

我们看好护城河优势明显的企业在各自领域的竞争优势，这类企业往往具备较同行更高的 ROE 水平，营运效率也更高。

3.1.1 裕同科技：成本压力降低，新客户驱动收入

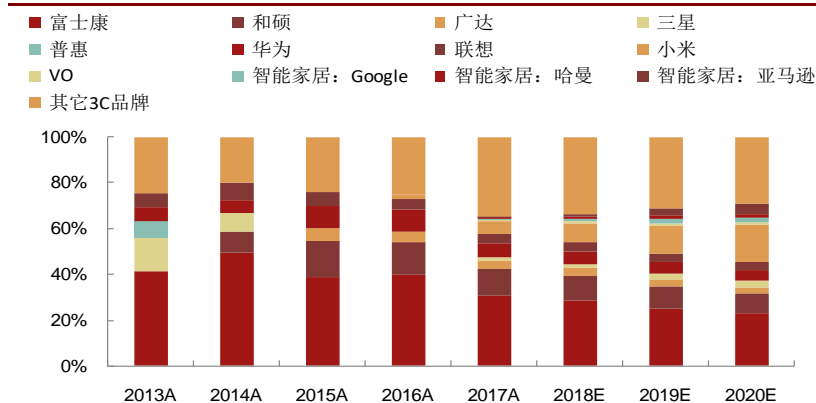
公司在深耕消费电子产品包装、做好客户服务的基础上，近年来积极开拓烟酒包装业务，2018 年开始已逐步形成重要增长贡献；同时稳步布局化妆品、大健康、商务印刷、智能穿戴等新兴业务领域包装业务，进一步充实产品条线，提高公司对多元化客户需求的服务能力，驱动未来规模稳步扩张。

管理层战略眼光领先，技术研发、弹性供货、网点布局构筑竞争壁垒。公司成立以来，秉承“与您一同，与众不同”的理念持续发展。如大多数创业企业一样，董事长王华君先生也带领公司经历了数次转型，而历次战略调整均较及时且成效较好。如今，裕同科技再向“不依靠单一客户做增长”的发展战略转型，我们认为这也是顺应行业发展趋势和企业成长所然。公司凭借雄厚的研发技术、稳定的弹性供货能力、多网点布局（国内 17 个、海外 3 个）的服务体系三大核心优势，有望持续开发新领域客户，迎来新一轮发展前景。

消费类电子：3C 客户结构优化已经初显成效，未来有望加速优化。2015 年起，国际大客户智能手机出货量增速有所放缓，而华为、OPPO、VIVO 等国产智能手机品牌的市场占有率不断提升。基于市场的变化，公司积极优化 3C 包装客户结构，开拓 OPPO、VIVO 等国产智能手机客户，并于 2016 年成功进入了小米生态链的供应体系。2017 年，公司营业收入同比增长 25.4%，国际大客户销售占比持续下降。

从过往的经验来看，公司发展成为新开发客户的主力供应商一般需要 2-3 年时间，而我们也看到了 2017 年小米作为公司近年的消费电子领域新开发客户，对公司的销售贡献已明显提升。2018 年亚马逊、Google、哈曼等其他 3C 客户业务已逐步贡献收入，预计未来随着业务合作逐步成熟，公司国际大客户销售占比有望进一步下降，3C 业务结构将加续优化。

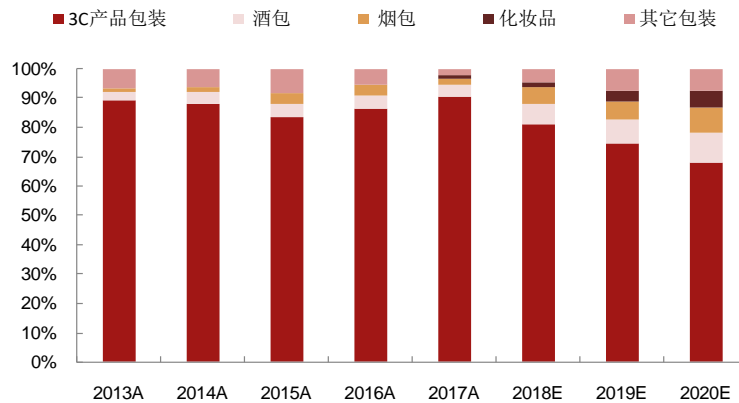
图 74：消费类电子包装大客户占比下降



资料来源：公司资料，招商证券

非消费电子：烟酒包装接力，新兴领域拓展。公司持续加大烟酒、大健康、化妆品、奢侈品等市场的开发力度，经过前期的磨合，部分新客户订单已逐渐放量。由于高端品牌客户对供应商的审核极为严格，审核周期较长，一旦合作不会轻易变更，与高端品牌客户的长期合作不仅有利于客户供应链管理的稳定性、便利性，也有利于公司的长期稳定发展。同时，公司在商务印刷品、个性化定制印刷产品、汉纸印刷产品、广宣品等产业发展方向进行战略布局，满足客户对印刷包装产品的多样化需求。

图 75：预计未来非 3C 包装业务营收贡献提升



资料来源：公司资料，招商证券

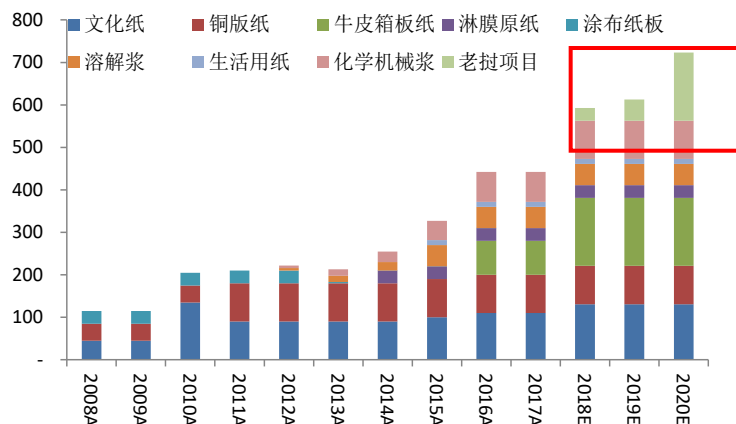
维持“强烈推荐-A”评级。维持原有观点：1) 公司在消费电子包装领域大客户优势显著，新客户高增；2) 酒包、烟包、化妆品等新业务拓展，有望快速形成新增长极；3) 优化经营积极提升人效；4) 龙头企业具备资源整合优势，打开成长空间；5) 员工持股实现利益绑定（员工持股成本 47.76 元/股），近期高管增持回购再显发展信心。预计 2018~2020 年净利分别为 9.47 亿元、12.14 亿元、14.84 亿元，同比变动 2%、28%、22%，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：纸张等原材料价格波动风险；客户集中风险。

3.1.2 太阳纸业：新产能落地，老挝布局拉大优势

国内外产能扩张有序推进。2018 年前三季度收入增长稳健。Q3 铜版纸、箱板纸等机制纸价格下滑，受此影响公司 Q3 单季度营业收入增速有所下滑，实现营业收入 56.36 亿元，同比增长 12.51%，环比 Q2 下滑 14.25pct。公司产能有序扩张，Q3 邹城 80 万吨高档纸板改建项目两条纸机和新型纤维原料项目半化学浆生产线投产，产能扩张成为公司新的收入增长点；公司稳步推进老挝“林浆纸一体化”项目，投资兴建年产 120 万吨造纸项目，打破环保总量限制和原材料制约，以实现可持续发展。我们认为 2018 年后，太阳纸业的主要增长来源于老挝地区的项目扩张。

图 76：老挝项目将成为太阳纸业 2018 年后主要增长点



资料来源：公司资料，招商证券

成本端布局支撑长期发展。太阳纸业 2008 年海外项目企业，历经 10 年时间，从最初调研，筹备，到 2011 年开始建设育苗基地，选取适合当地培育的树种，在经历长达 5 年的树种筛选、淘汰，以及与当地农户协商，合作种植等等，期间经历的时间成本都成为了公司未来的战略壁垒。在国内纸业投资面临供应和需求双重瓶颈的背景下，海外业务扩张是国内大规模造纸企业的重要出路。

图 77：项目从立项到产出，经历十年时间沉淀

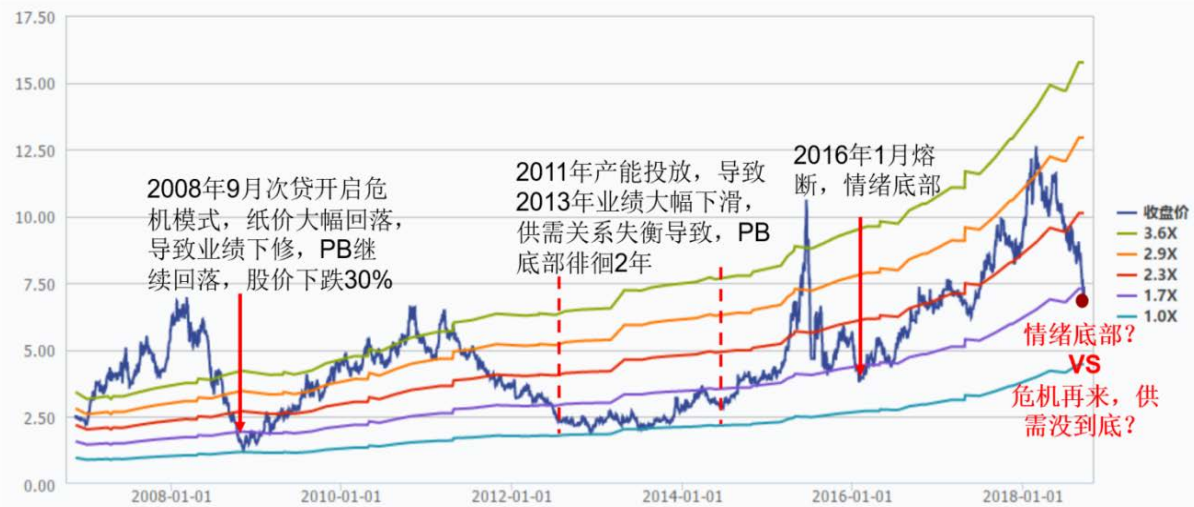


资料来源：公司资料，招商证券

股价安全边际突显，维持“强烈推荐-A”评级。持续看好公司提前布局老挝“林浆纸一体化”项目打开的可持续成长空间及公司盈利能力边际改善的前景。目前 PB 已低于 2016 年 1 月熔断以来的情绪底部，接近产能过剩情况下的供需底部具有相当的安全边际。预计公司 2018-2020 年净利分别为 25 亿元、30.27 亿元、36.16 亿元，分别同比增长 24%、21%、19%，估值安全边际充足，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：老挝项目进展低于预期，国内需求大幅回落。

图 78：太阳纸业历史 PB Band



资料来源：Wind，招商证券

3.1.3 欧派家居：竞争加剧减负终端，规模聚合整装待发

深化经销商营销管理改革，给经销商释放利润空间。近年来，公司持续推行对于经销商的费用、返利等政策支持，尤其在今年地产成交偏弱、行业竞争日趋激烈的背景下，总部进一步加大经销商资金支持力度，不遗余力共度难关。上半年，公司基于对行业现状的认识，将经销商盈利与发展放到更为突出的位置，减负与回归欧派本源并举，在新市场环境下夯实经销商盈利基础，对经销商营销管理进行全面改革。我们认为，在今年以来行业环境快速变化的背景下，公司对于经销商营销管理改革的一系列举措，有望一定程度上缓解终端经营压力，进一步释放经销商利润空间，稳定团队信心，实现更长远的战略意义。

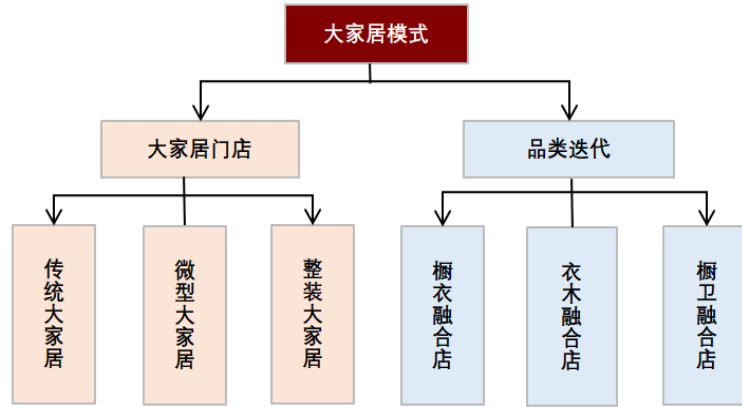
图 79：深化经销商营销管理改革



资料来源：公司资料，招商证券

多形式推进大家居布局，提升客单值。大家居充分发挥了公司多品类融合、多基地布局的优势，具体实现路径主要有二：一是直接以大家居的形式去攀岩，二是通过橱衣、衣木、橱卫逐渐迭代去实现。截止 2017 年底，全国共有大家居专卖店 65 家，以定制家居为入口，设计为引导，以带动全屋家具、以及窗帘等家配软装产品的发展矩阵。2018 年，公司在传统大家居模式的经验和基础上，开展整装大家居、微型大家居、橱衣融合店、衣木融合店等不同形式的探讨。1H18 整装大家居开业 21 家，第二批筹备 40 多家，微型大家居已在 8 个城市试点，衣木融合店 200 余家，橱衣融合店试点 10 余家，橱卫融合店筹备试点 5 家。

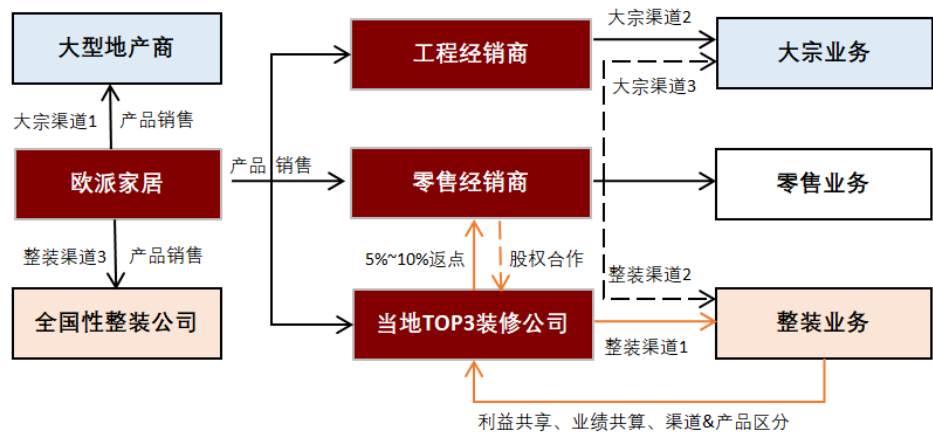
图 80：大家居业务模式



资料来源：公司资料，招商证券

“欧派”强品牌力+橱衣强产品力，构筑整装模式壁垒，看好公司整装业务布局：①首先，整装模式符合新中产阶级一站式购齐的消费需求趋势，而顺应消费趋势是任何消费品企业的必然方向。使消费者在认可整个设计、装修方案的同时，也更容易接受产品销售，从而做大客单值。②其次，凭借“欧派”橱柜的多年深耕积累，经销商对于当地极为分散的装修公司资源，具备良好合作基础。同时近年衣柜业务快速发展，“欧派”强品牌力+橱衣强产品力，构筑公整装模式竞争壁垒。③再次，公司对于排名靠后的城市在零售经销商以外，引入整装经销商，有利于共同做大当地市场，而宜宾市作为率先试点的一个三线内地城市，宜宾模式的成功未来有望进一步向全国复制，带动公司整装业务快速扩容。

图 81：工程、整装业务布局



资料来源：公司资料，招商证券

规模聚合整装蓄势，维持“强烈推荐-A”评级。在 18 年定制行业环境快速变化的背景下，公司减负终端增加经销商补贴，衣柜业务强势高增，充分突显了龙头企业竞争力。橱柜业务虽然受渠道红利减弱及大宗贡献弱化影响，增速预期放缓，但我们认为，公司在橱柜领域已经具备绝对领先地位，终端渠道深耕仍有挖潜空间，且整装等新兴渠道亦有望实现新的突破。信息化建设推进有望进一步带来规模红利后的效率升级，预计 2018~2020 年净利分别为 16.35 亿元、18.6 亿元、20.83 亿元，同比分别增长 26%、

14%、12%，维持“强烈推荐-A”评级。

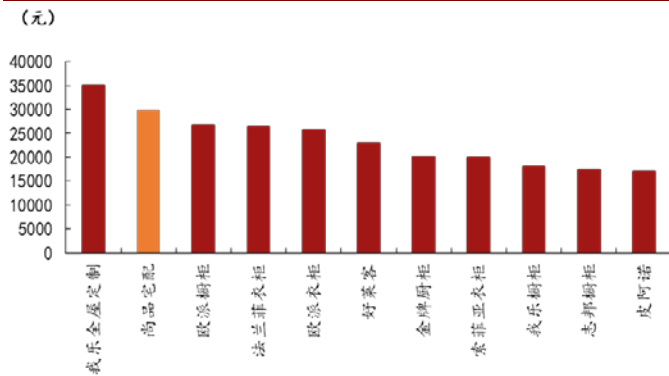
风险提示：行业竞争加剧，房地产销量不达预期。

3.1.4 尚品宅配：信息化驱动效率，整装云战略性布局

尚品宅配与其他同行业公司差异很大，除了强化竞争的双品牌策略区别于竞争对手之外，公司拥有三大武器构建经营壁垒，即：全屋定制率先布局的品类策略、强调直营的销售模式、线下购物中心+线上新居网的流量入口掌控力。

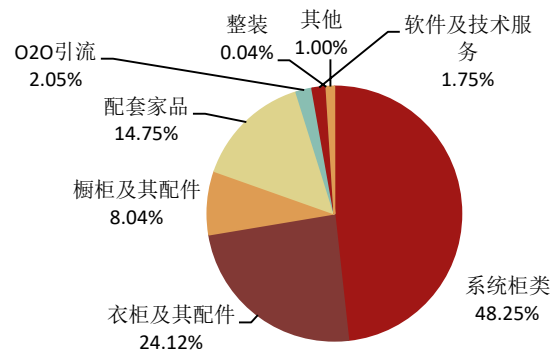
全屋定制提升客单价，信息化驱动效率升级。公司家居行业软件从最开始便立足于全屋定制，以软件设计为核心竞争力的尚品宅配没有明显品类短板，能够实现真正意义上的全屋定制，客单价领先同业。同时，通过买手模式快速整合供应链，实现了客餐厅套餐（沙发、电视柜、茶几、餐桌椅）和睡眠套餐（床、床垫、床头柜、枕头、床品四件套）的个性化套餐销售，以满足客户一站式家居消费的需求。

图 82：尚品宅配客单价处于业内较高水平



资料来源：公司资料，招商证券

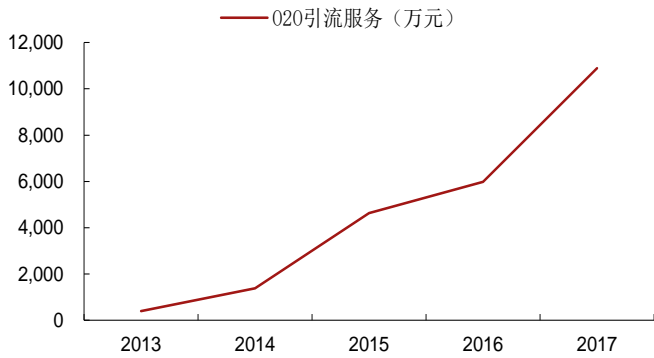
图 83：尚品宅配各品类均衡发展



资料来源：公司资料，招商证券

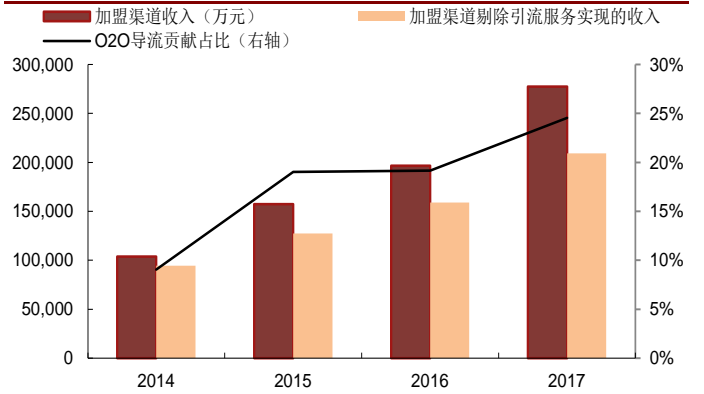
新居网 O2O 引流，贡献加盟店近 25% 收入。公司通过新居网引流平台，将线上客户引流给就近门店实现销售，一旦实现销售，公司对于加盟门店收取导流费用，独特的 o2o 模式已经成为公司扩展客流的有效手段。公司 O2O 引流服务费收入近年来持续快速扩张，2017 年此业务营收达 1.1 亿元，同比增加 82%。同时，O2O 引流的客户已占尚品宅配加盟商总收入的比例持续提升，从 2014 年的 9% 升至 2017 年约 25%，如果考虑到只有一部分加盟商开通 O2O 引流服务，我们估计这一占比将更高，表明 O2O 引流服务已成为其线下经销商的重要收入来源之一。

图 84: 尚品宅配 O2O 引流服务收入迅速增长



资料来源: 公司资料, 招商证券

图 85: 尚品宅配 O2O 贡献加盟店收入近 25%



资料来源: 公司资料, 招商证券

整装云快速扩张, 战略成果值得期待。近年来公司开始赋能整装崛起, 推出创新型服务模式“HOMKOO 整装云”。于今年 3 月份正式招募成员企业 HOMKOO 整装云, 目前 HOMKOO 整装云全国成员企业数量已突破 1000 家, 新居整装+全屋定制的平均月销售额超过 2000 万。新居整装+全屋定制掌管近千个工地, 通过采用 HOMKOO 整装云系统、主辅材、标准工艺、工地管理, 结合公司多年营销经验, 不断验证、优化、磨合自身平台赋能实力, 确保旗下的成员企业能轻松复制其成功模式。预计后续随着公司自营整装探索成效的逐步显现, 以及整装云会员数量的增加, 整装业务有望逐步形成新增长极。

图 86: HOMKOO 整装云销售模式



资料来源: 公司资料, 招商证券

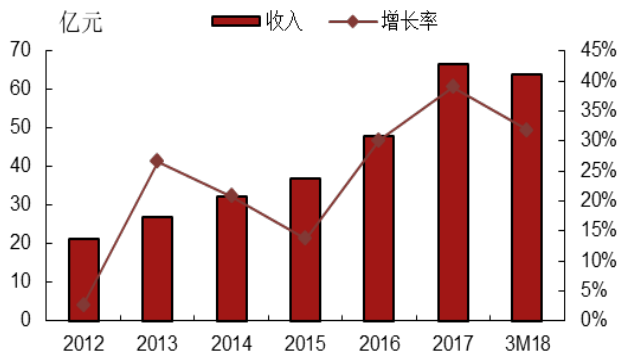
看好信息化定制企业的崛起, 维持“强烈推荐-A”评级。作为面向流量的互联网家居企业, 公司直营模式、O2O 和 Shopping Mall 渠道三大武器构筑经营壁垒。预计加盟红利持续释放, 直营布局稳步推进, 配套品及 O2O 服务放量, 带动整体规模再上台阶。看好公司流量入口优势布局, 预计 2018~2020 年归母净利润分别为 5.07 亿元、6.24 亿元、7.39 亿元, 同比分别增长 33%、23%、18%, 维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示: 地产调控加剧、加盟商开店进度慢于预期。

3.1.5 顾家家居：成本压力减轻，龙头并购扩张

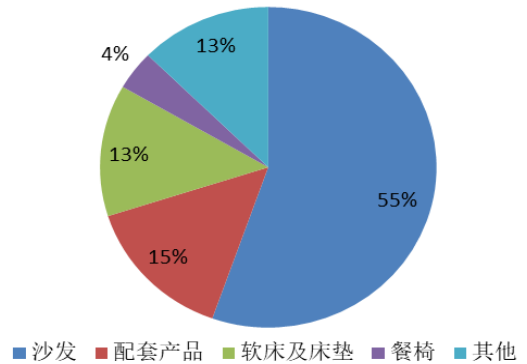
积极拥抱成套家具和家装一体化理念，优化产品结构进行扩张，不断提升公司市占率。顾家是我国软体家居龙头企业，目前沙发是公司主要收入构成，但公司自 2011 年开始新增功能沙发、2012 年新增软床产品、2013 年新增布艺沙发，品类扩张有序推进，目前均已正常步入快速发展期。同时公司还研发、生产了餐桌、餐椅等配套家具，使消费者能够购买到风格一贯的客厅、餐厅和卧室家具。考虑到新品类推出后需要两年左右的培育期，我们预计未来公司将保持每年推出 1 个新品类的稳定节奏，带动整体收入至 2019 年实现“三年百亿”的战略目标。此外，公司与“爱家伯爵”品牌签订战略合作协议，公司通过战略合作，推动“家装一体化”理念，将产品扩大到“大家居”的范畴。

图 87：顾家家居收入及其增速



资料来源：WIND，招商证券

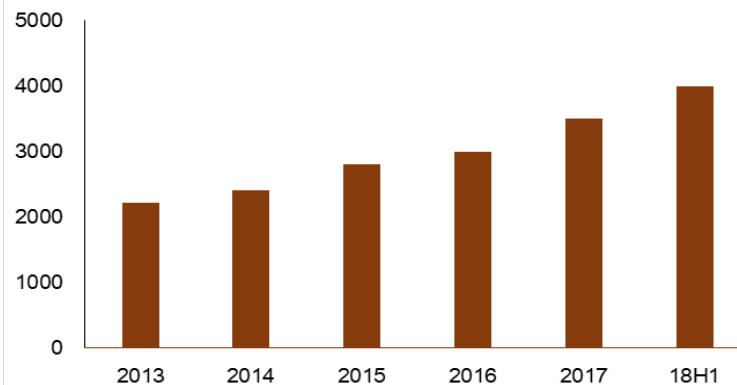
图 88：顾家家居 2017 年收入构成



资料来源：WIND，招商证券

线下门店以开大店的方式加速扩张。截止 2018 年中报公司拥有品牌店近 4000 家，其中近 95% 为经销店，终端销售渠道的覆盖面和掌控力业内领先。旗下拥有“顾家工艺沙发”、“KUKA HOME 全皮沙发”、“布艺沙发”、“功能沙发”、“KUKA ART 欧美”、“米檬生活”、“软床”、“床垫”、“全屋定制”九大产品系列，加上美国功能沙发合作品牌“LA-Z-BOY 乐至宝”，组成了满足不同消费群体需求的产品矩阵，满足了消费者的一站式购物需求。公司制定了“百亿”基地规划，其中华东二基地（嘉兴）预计 2018 年年底竣工；华中（黄冈）基地也在筹备中，有效支撑公司营收的快速增长。

图 89：顾家家居经销门店数量稳步扩张



资料来源：公司公告，招商证券

外延扩张完善品牌及品类组合。公司家居近期收购或参股了一些国外知名企业：Natuzzi、Rolf Benz、Nick Scali，不断丰富公司产品品牌及品类组合，为大家居战略做准备。

顾家宁波于 2018 年 6 月 8 日与 Natuzzi S.p.A (图兹贸易(上海)有限公司)签署《纳图兹贸易(上海)有限公司股份买卖和认购协议》，同时签署《关于纳图兹贸易(上海)有限公司的合资经营合同》以 6,500 万欧元收购合资公司 51% 的股权。Natuzzi 可利用顾家国内渠道开展中国市场；顾家可以通过 Natuzzi Italia、Natuzzi Editions 开拓中高端市场，同时借鉴研发、设计、零售管理经验，进一步提升竞争力。

顾家家居全资子公司顾家投资于 2018 年 5 月以 4,156.5 万欧元估值购买 Rolf Benz AG & Co.KG 99.92% 的股权(有限合伙份额)以及 RB Management AG 100% 的股权。Rolf Benz 1964 年在德国纳戈尔德地区成立，是 Rolf-Benz 品牌的独立持有人。作为德国顶级沙发品牌，以质量、功能和设计闻名。公司收购后可以完善公司的国际化布局，丰富公司的品牌布局和产品序列，同时增强公司研发、设计实力，吸引国际一流人才加入，对“顾家”品牌自身也形成拉升作用。

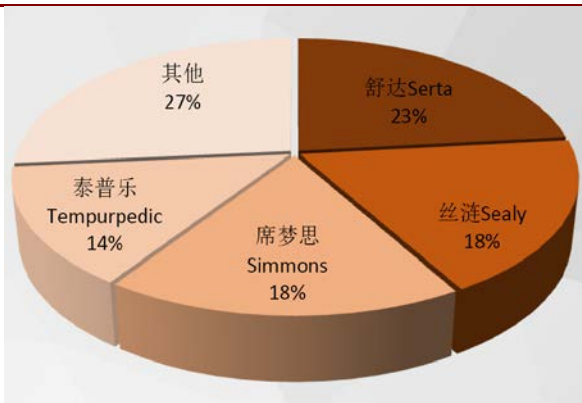
顾家家居的全资子公司顾家投资于 2018 年 4 月使用 77,276,311 澳元以股权转让的方式投资 Nick Scali Limited (以下简称“Nick Scali”)，从而获得 Nick Scali 13.63% 的股权。Nick Scali 是一个澳洲中高端渠道品牌，公司参股后可扩大公司在澳洲的销售渠道，与 Nick Scali 共同进行澳新市场业务扩张，同时，学习其领先的零售经验。

而内销方面，公司将控股喜临门及泉州玺堡，床和床垫内销实力不断增强，市占率将提升至 5% 左右，公司面向全国的多层次营销网络亦将更加完善。

2018 年 10 月顾家家居拟通过支付现金方式以单价不低于每股 15.20 元，总价不低于 13.80 亿元的价格(最终交易价格由双方协商确定)收购华易投资持有的喜临门合计不低于 23% 的股权。若上述协议签署并实施完毕，顾家家居将成为喜临门第一大股东。

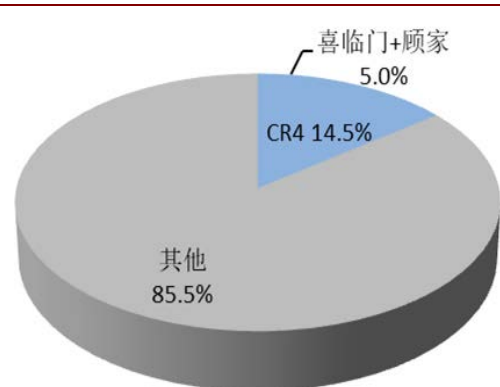
2018 年 11 月顾家家居指定投资主体杭州顾家寝具有限公司拟通过股权转让和增资形式以 4.24 亿元获得泉州玺堡家居科技有限公司 51% 的股权。泉州玺堡家居为国内床垫出口领军企业，主要市场为欧洲。

图 90：美国床垫行业集中度 CR4



资料来源：Euromonitor，招商证券

图 91：中国床垫集中度 CR4



资料来源：Euromonitor，招商证券

维持“强烈推荐-A”评级。公司通过品牌和产品组合设计牵引，以“加法”、“乘法”、“变法”三位一体的业务模式来构建软体家居的领导品牌地位。采用实业发展和战略投资双轮驱动的策略，不断提升公司市占率。预计 2018~2019 年 EPS 分别为 2.43, 3.03,

业绩同比分别增长 26%、25%。维持“强烈推荐-A”评级。

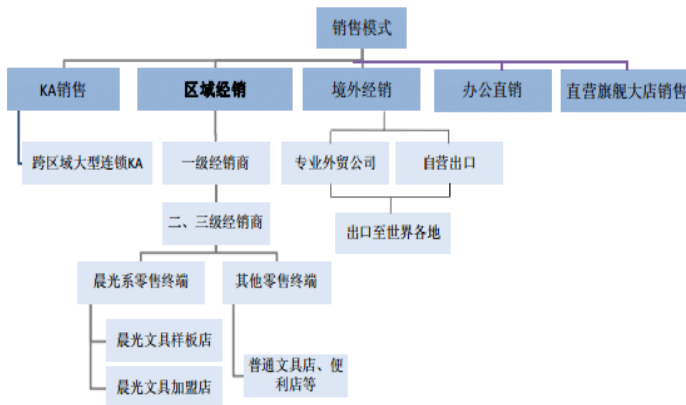
风险提示：贸易战加剧，地产销售低于预期、收购进度不及预期或收购失败

3.1.6 晨光文具：学生文具壁垒高，办公文具高增长

专注与专业成就文具第一品牌。1) 公司建立了从消费价值设计、到产品设计、到产品模具开发、再到品牌形象设计的“全程设计系统”，并采用主题化、体验化的开发模式，从全品类角度开发新品。同时突破核心部件—笔头、油墨的技术突破；截至 2017 年公司已拥有“4 大类，50 多个品项，超过 5000 款品种”的文具产品系列，文具产品线广度和深度位居国内前列。2)截至 2017 期末，公司在全国拥有 31 家一级（省级）合作伙伴、超过 1200 个城市的二、三级合作伙伴，超过 7.5 万家零售终端。运用“层层投入、层层分享”的“晨光伙伴金子塔”营销模式，与各级经销商（合作伙伴）共同建立“稳定、共赢”的分销体系。经过 20 年的发展成为国内第一文具品牌。

图 92：晨光文具销售模式

图 93：“晨光伙伴金子塔”营销模式



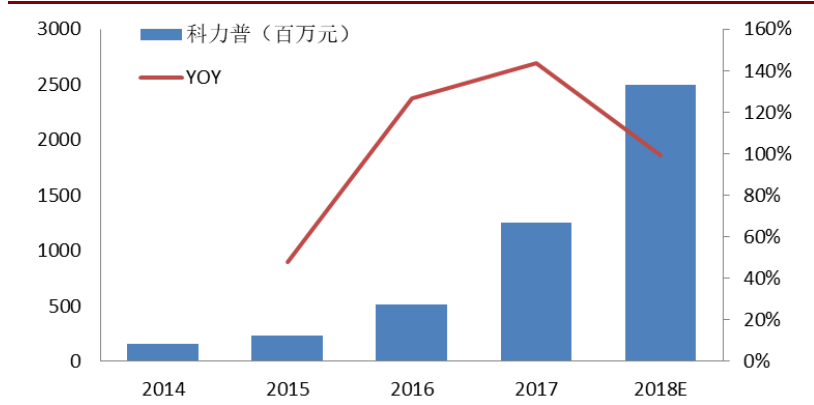
资料来源：公司公告，招商证券

资料来源：公司公告，招商证券

晨光科力普作为公司发展办公直销业务的平台，为企业事业客户提供办公一站式服务。我们政府采购电商化、集中化和阳光化趋势不断加强，公司不断的内功修炼，为不断满足客户需求，不断优化产品结构、加大配套专业管理人员、加快搭建全国物流网络。晨光科力普近年不断中标大型央企集团和政府部门项目，收入保持持续高速增长，因此公司前三季度应收账款也同比增长 113%。

行业整合并购方面，晨光科力普成功收购欧迪办公网络技术有限公司 100%股权，2017 年 6 月签约，7 月底完成交割，进一步提高晨光科力普在办公直销领域的市场占有率和品牌知名度。

图 94：科力普近年快速发展



资料来源：公司公告，招商证券

探索新消费模式，促进产品升级和渠道升级。截止 2018 年中报公司在全国已拥有 200 家零售门店，一方面公司持续升级精品文具店晨光生活馆，通过升级店铺形象、优化组品方案和场景陈列，提升单店运营质量，提高坪效，输出公司高价值产品，促进产品升级和渠道升级；另一方面积极拓展精品杂货店九木杂物社，建立清晰的品牌定位和场景模块，通过满足消费升级带来的文创产品的消费需求，进一步拓展公司在精品文创市场占有率并促进公司品牌升级。

图 95：晨光生活馆店铺升级



资料来源：招商证券

维持“强烈推荐-A”。公司新业务科力普模式已探索完成，九木杂物社正在积极拓展中，有望打通另一快速增长通道，实现传统业务、科力普、九木杂物社良性促进效应。预估每股收益 18-19 年 EPS 分别为 0.87、1.08 元，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：新业务开展不达预期

3.2 成本下行区间业绩或有高弹性

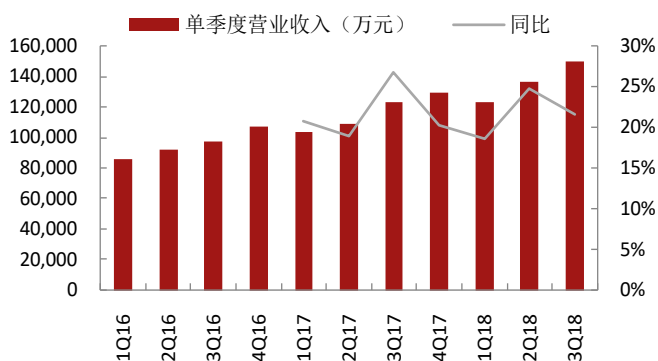
2017~2018 年是供给侧改革后，需求扩张区间带来了原材料成本的大幅攀升，作为中游制造行业，我们见到了成本高企背景下，轻工制造行业毛利率的萎缩，但进入 18 年 3 季度，大宗商品价格开始逐渐趋于回落，我们认为基于 2012~2013 年的案例，中游企业有较大的超额收益机会。

此外，经历了一轮较为惨烈的下跌后，我们行业中部分公司发生了控制权的转移，新实控人高溢价收购原有公司的控股权后，有望带来类重组的投资机遇。

3.2.1 中顺洁柔：渠道逻辑升级，产品力继续进发

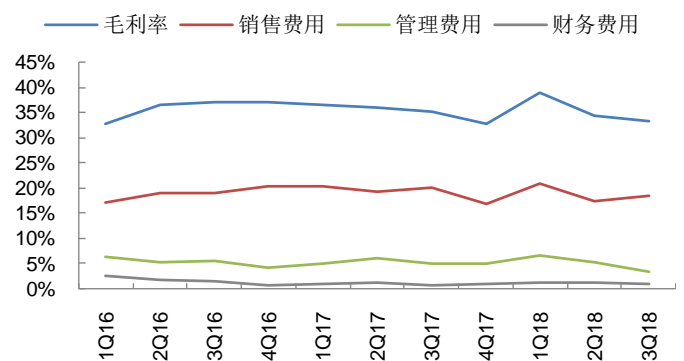
新品研发实力业内领先，产品结构优化提升盈利。在近年浆价成本上行的背景下，虽然 2018 年生活用纸龙头均不同程度地进行产品提价，但据我们草根调研情况了解，部分区域生活用纸行业竞争仍较为激烈，老产品提价落实幅度有限，龙头企业更多是通过新品提价。而多年来中顺洁柔持续引领行业创新，提升高端、高毛利产品及非卷纸类别的占比，加大 Face、Lotion 和自然木等重点品的销售力度，18 年再推高端新品“新棉初白”棉花柔巾，带动整体盈利稳步提升。

图 96：中顺洁柔营业收入稳步扩张



资料来源：Wind，招商证券

图 97：产品结构优化助稳毛利率



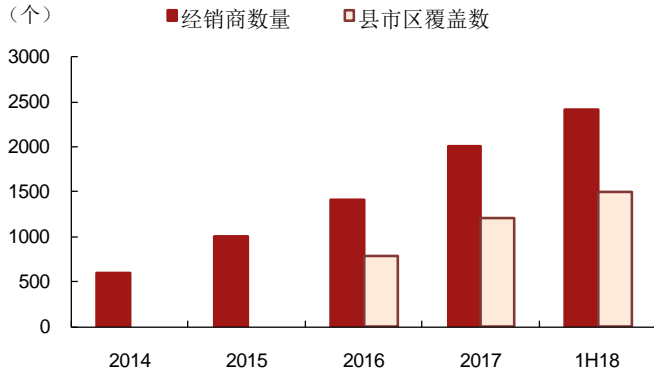
资料来源：Wind，招商证券

终端竞争环境叠加经营成本上行，促使行业向大品牌加速集中。生活用纸作为一个竞争较为充分的行业，长期以来国内市场具有高度产品同质化、弱品牌力的特点，大量中小品牌以低价低质的产品占据大部分市场份额。而近两年的变化在于：一方面，环保趋严、浆价成本上涨压缩小品牌利润空间，加速市场出清，厂家份额向大品牌集中；另一方面，人工等经营成本上涨影响中间商、终端渠道盈利，尽管部分小品牌为了抢占市场份额，留给渠道的利润空间要高于大品牌，但生活用纸作为典型的快消品，实力强的经销商往往更注重产品动销和库存，代理大品牌意愿更强，从而加速渠道端也进一步向大品牌集中。

渠道数量驱动规模扩张，渠道质量助力份额提升。生活用纸的价值实现，在于渠道而非制造环节，尤其在行业整合格局偏弱的背景下，企业能够顺畅销售产品更加依赖于其渠道经营模式；如果没有渠道的协助，即便产能扩张，产能利用水平依然较低。公司经历

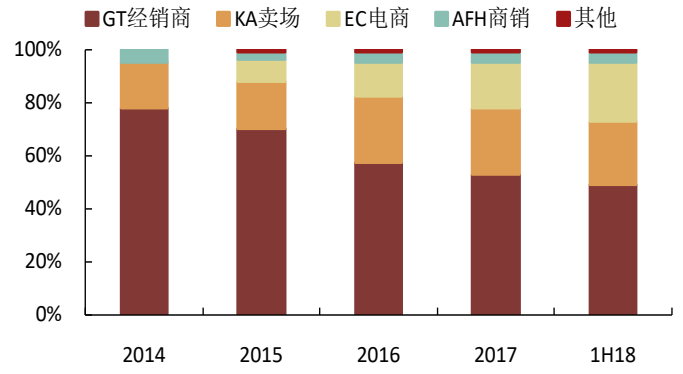
了销售团队调整后近年来加快渠道建设：1H18 公司产品已覆盖 1500 个县市区，较年初增加 300 个城市，经销商数量达 2400 家，较年初增 300 家；1H18 电商渠道增速超过 80%，营收占比升至 20%以上，带动整体规模稳步扩张。

图 98：中顺洁柔终端渠道数量持续增加



资料来源：公司资料，招商证券

图 99：中顺洁柔渠道结构快速优化



资料来源：公司资料，招商证券

此外，据我们终端草根调研情况，我们认为公司在渠道上的成长不仅仅来自于经销商数量的增加、电商销售占比提升等增量驱动，更在于终端稳健销售政策带来渠道质量的持续优化，从而进一步提升市场竞争力。

产品+渠道增长驱动明确，维持“强烈推荐-A”评级。作为国内生活用纸一线品牌，公司营销改善在前，好产品搭上渠道快车，持续开拓线上、线下渠道，开发新品引领行业创新，未来规模增长趋势明确。同时，随着产品结构持续优化、成本压力趋缓、以及运营效率提升，我们认为公司整体盈利能力仍然向好。员工持股实现利益一致化，再添发展动力。预计 2018~2020 年净利分别为 4.41 亿元、5.36 亿元、6.46 亿元，同比分别增长 26%、22%、20%，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：浆价大幅上涨，经济恶化导致生活用纸需求大幅下滑

3.2.2 海伦钢琴：钢琴业务平稳增长，艺术培训即将加速起航

公司从生产钢琴配件到钢琴精品制造商，不断积累技术，产品研发设计获得国际多项知名奖项（2012-2014 年斩获 MMR 奖项，15 年获得 MMR 终身成就奖，2017 再次斩获美国 MMR 年度声学钢琴大奖），同时董事长陈海伦夫妇获得了 16 年的“熊彼特奖”，这是中国企业家首次荣获此项大奖，公司品牌价值已获得国际认可。

图 100: 海伦钢琴董事长及夫人荣获“尚彼得奖”



资料来源：公司资料，招商证券

图 101: 连续斩获 MMR 奖项，15 年获终身成就奖



资料来源：公司资料，招商证券

公司艺术培训新业务有望 2019 年加速发展：

- 1) 公司 2017 年正式推出智能钢琴教室，其结合了迪士尼动漫智能钢琴 APP 教程，维也纳音乐与表演艺术大学的教学法，海伦智能钢琴为教具，启蒙孩子的学琴之路。
- 2) 2014 年起公司通过与各地培训机构签署合作协议开展运营，艺术教育培训课程体系定位为艺术启蒙、音乐教育、美术教育与舞蹈教育。
- 3) 维也纳 EMP 音乐启蒙项目，沿袭欧洲音乐启蒙教育思路，17 年开始在国内落地。
- 4) 2017 年公司推出已智能钢琴 I piano1，让钢琴远程教学和自学方式的智能化模式又上一个台阶，构建增值教育服务，进一步吸引社会家庭文化消费注意力。

图 102: 艺术培训业务今年将加速推进



资料来源：公司官网，招商证券

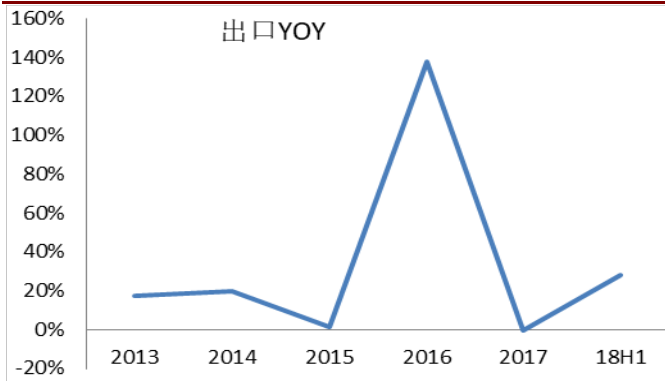
公司经过多年的研发投入积累了良好的口碑影响力，销量开始大幅度跑赢行业，同时受益于消费升级产品结构不断提升，未来有望保持价量齐升的良好局面。同时公司经历了多年的艺术培训业务培育，艺术培训、音乐启蒙教育培育，2019 年有望加速发展，预计 2018-2020 年 EPS 分别为：0.25、0.31、0.39 元，同比分别为：52%、26%、25%，对应 18 年 PE、PB 分别为：29、2.0，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：艺术教育培训进展低于预期。

3.2.3 哈尔斯：实施多品牌多渠道战略提升国内市场市占率

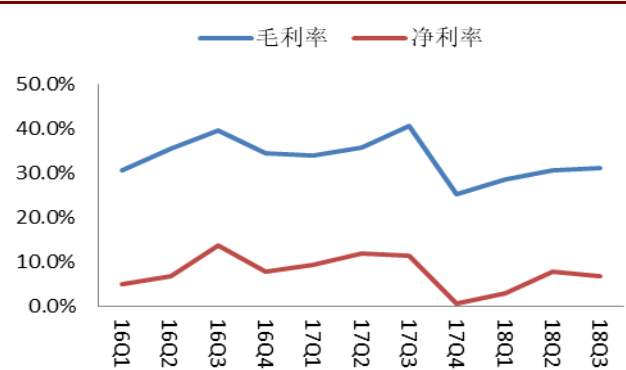
与客户共成长，海外业务重回增长轨道。公司通过为全球优秀同行膳魔师等品牌 OEM/ODM 不断积累技术，目前产品质量已远优于国内同业。国际大客户 YETI 2017 年开展战略调整，为配合客户战略变化，2017 年下半年开始采用进料加工出口模式，导致毛利率大幅度下降。YETI 进料加工订单 18Q1 执行完毕，18Q2 业务模式已恢复正常。9M2018 应收账款较期初增长 69.26%，预付款项较期初增长 122.04%，主要是为海外大客户销售额增加，同时为采购合同预付的材料货款增加，公司海外业务重回增长轨道。

图 103：哈尔斯出口业务受益大客户快速增长



资料来源：公司公告，招商证券

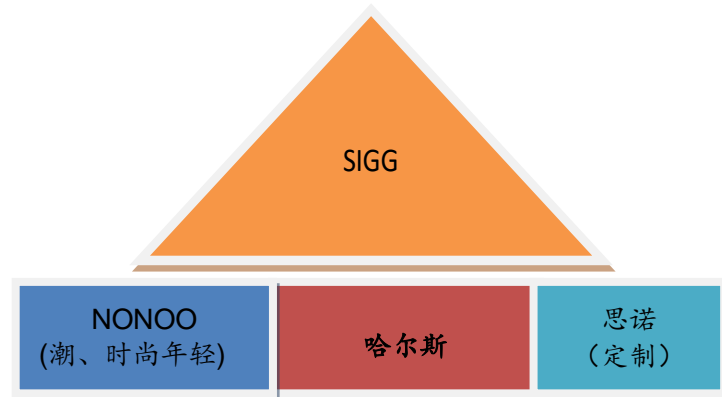
图 104：哈尔斯单季度毛利率与净利率水平



资料来源：公司公告，招商证券

加大力度开拓内销业务。公司 2017 年新聘公司部分经营层、ODM、OBM、SIGG 领军人物，初步构建国际化经营团队。公司品牌及渠道也进行了进一步梳理，HAERS 推进渠道下沉工作，大力发展三四五线城市经销商，进一步巩固商超渠道优势。SIGG 智能水具拓展线下优质 KA、跨界、潮品渠道，开设京东官方专营店，与国内知名 IP 合作；SIGG 经典水杯系列展开国内渠道建设，签约并陆续进驻五星电器连锁渠道，签约锐动体育等专业渠道；NONOO 品牌进驻 LP 生活馆、伊藤洋华堂、生活佳等高端商场以及 1983、朴坊，精品文创连锁和中域电信、极客范儿等数码潮品连锁等渠道。

图 105：哈尔斯多品牌战略



资料来源：公司公告，招商证券

公司经过 20 年的技术积累产品品质已达到较高水平，未来将通过多品牌多渠道战略开拓国内市场提升市占率：公司通过收购百年品牌 SIGG 获得一流产品品质和时尚外观设计能力定位高端市场，NONOO 定位潮、时尚年轻市场，思诺定位定制市场，通过多品牌布局不同客户来推动品牌营销，努力把哈尔斯打造成中国、世界级的品牌。预计公司 18 年-20 年的 EPS 分别为 0.34、0.43、0.52 元，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：汇率、原材料价格大幅波动风险。

3.2.4 实控人改变带来重组预期：松发股份与丽鹏股份

丽鹏股份于6月公告，实际控制人孙世尧、霍文菊、于志芬、孙红丽与中锐控股、中锐控股全资子公司睿畅投资签署了《股份转让协议》。根据约定，实际控制人等四人将合计占公司总股本的11%股份转让。同时，上述四人同意将其继续持有的丽鹏股份约6665万股所对应的表决权委托给睿畅投资行使。睿畅投资将合计取得丽鹏股份表决权比例占公司总股本的18.6%，公司实际控制人变更为钱建蓉。而此次每股转让价格为6.6元/股，较停牌前股价3.66元溢价率高达80%。

对于溢价入主丽鹏股份，睿畅投资表示是基于看好公司未来的发展前景，希望以本次股份收购为契机，通过优化公司管理及资源配置等方式，全面提升上市公司的持续经营能力；在条件成熟时积极推动公司对有关优质资产进行有效整合，促进上市公司进一步做大做强。中锐控股不排除在未来12个月内对上市公司或其子公司的资产和业务筹划重组。

松发股份于8月底公告，公司实控人林道藩、陆巧秀拟向恒力集团，协议转让公司股份3742.8万股(占总股本29.91%)，转让价21.91元/股，较公告日股价14.94元溢价47%，转让总价8.2亿元。交易后，恒力集团持股29.91%，成为公司控股股东，公司实控人将变为陈建华、范红卫夫妇。此前，林道藩、陆巧秀夫妇合计持有松发股份52%股份。交易完成后，二者持股比例将下降至22.09%。业绩承诺人承诺，标的公司2018年、2019年及2020年净利润分别不低于3000万元。

恒力集团一年内没有改变公司主营的计划。恒力集团始建于1994年，主业为石化、聚酯新材料、纺织，并在贸易、金融、热电等领域开展多元化经营。根据《财富》杂志公布的“2018年全球财富500强”榜单，恒力集团凭借455.63亿美元的营业收入位列第235位。

表5：今年以来轻工板块实际控制人变更情况

证券名称	变更前 实际控制人	变更后 实际控制人	变更前 第一大股东	变更后 第一大股东	总市值，亿元 (2018/11/15)
松发股份	林道藩, 陆巧秀	陈建华, 范红卫	林道藩	恒力集团有限公司	19.52
丽鹏股份	霍文菊, 孙红丽, 孙鲲鹏, 孙世尧, 于志芬	钱建蓉	孙世尧	苏州睿畅投资管理 有限公司	31.32
群兴玩具	黄仕群, 林伟章	王叁寿	广东群兴投资有限 公司	广东群兴投资有限 公司	42.86
金一文化	钟葱	海淀区人民政府国有 资产监督管理委员会	上海碧空龙翔投资 管理有限公司	上海碧空龙翔投资 管理有限公司	53.09

资料来源：Wind，招商证券

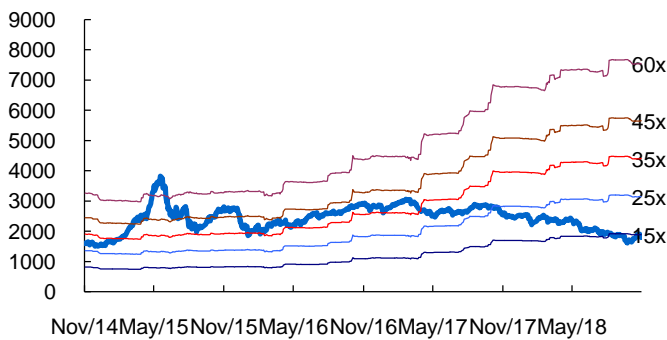
四 风险因素

综上所述，我们认为 2019 年轻工行业的风险因素主要在国内消费需求下行，以及原材料价格上涨两个方面。

但如果国内消费需求增速放缓，我们的推荐逻辑可能会遇到一定阻碍，表现为造纸包装行业、家具企业终端订单减少对收入增速拉动乏力，业绩超预期可能降低。

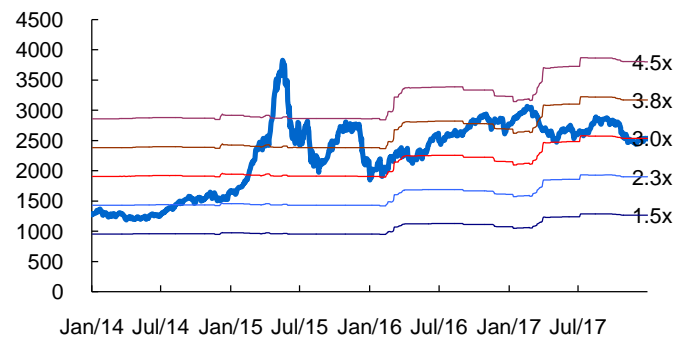
此外，如果 2019 年原材料价格出现进一步上行，有可能压低中游行业的毛利率水平。

图 106: 造纸印刷行业历史 PE Band



资料来源：贝格数据，招商证券

图 107: 造纸印刷行业历史 PB Band



资料来源：贝格数据，招商证券

参考报告:

- 1、《从平凡到卓越——兼论行业国际比较—印刷包装行业深度专题》2018-11-19
- 2、《三大主线轻工行业底部布局—轻工制造行业点评》2018-11-16
- 3、《招商证券□ 消费组电话会议行业观点》2018-11-13

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑恺，毕业于同济大学计算机科学与技术专业和复旦大学经济学（硕士），10年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第4、第2、第3名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师。

濮冬燕，经济学硕士，2009年至今任造纸轻工行业分析师，2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第4、第2、第3名。

李宏鹏，经济学硕士，5年证券从业经验，招商证券造纸轻工行业分析师。2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第4、第2、第3名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。