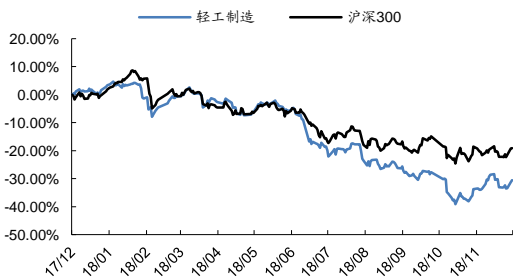


研究所
证券分析师: 谭倩 S0350512090002
0755-83473923
联系人: 尹洵 S0350118010007
021-50815082 yinx@ghzq.com.cn

把握成本回落拐点,布局高成长性的细分行业龙头

——轻工制造行业 2019 年投资策略

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
轻工制造	4.9	-6.6	-32.1
沪深 300	-0.7	-2.9	-18.7

相关报告

《卷烟行业点评报告:烟草会议要求确保全年目标,继续看好卷烟结构升级趋势及新型烟草的成长空间》——2018-11-14

《新型烟草行业动态点评报告:香港电子烟已明令禁止,国内烟标龙头的积极布局加热不燃烧该如何看?》——2018-10-12

《烟用耗材及新型烟草行业深度报告:烟用耗材回暖趋势强劲,新型烟草引领卷烟消费新时尚》——2018-09-26

《轻工制造行业深度报告:2017 年报&2018 一季报回顾与点评》——2018-05-07

《轻工制造行业周报:攻守兼备,优选造纸、重视轻工消费》——2018-03-04

投资要点:

■ **2019 年对于轻工制造板块的投资策略,我们认为应该主抓两条投资主线。**第一条投资主线为把握成本回落拐点的受益标的,第二条投资主线为积极布局高成长性的细分龙头。具体来说,成本回落对应两大方面,其一为三年纸周期的尾声,成品纸和纸浆价格的回落有利于包装企业及生活用纸企业盈利能力的边际改善;其二为 MDI、TDI 价格的回落有利于软体家具龙头盈利能力的持续提升。第二条投资主线积极布局高成长性的细分龙头,具体包括两方面:其一为重点关注软体家具龙头顾家家居在行业低谷期整合动作加快所带来的竞争格局的优化,其二为关注存在显著预期差的烟标龙头,烟标龙头在新型烟草领域积极布局,一旦政策放开,成长空间相当可观。

■ **三年纸周期的尾声,成品纸和纸浆价格的回落有利于包装企业和生活用纸企业盈利能力的改善。**简言之,我们认为 2016 年下半年-2017 年上半年主要为成品纸的供给端收缩所驱动的行市,2017 年下半年-2018 年上半年为成本供给端收缩(外废进口量下降及进口配额收紧、木浆产能投放真空期所导致价格暴涨)所驱动的行市,2018 年下半年为成品纸需求疲软所引发的回调。就木浆、文化纸及包装纸后期价格走势的判断,我们认为木浆的上涨或下跌主要取决于短逻辑和长逻辑之间的博弈。就短逻辑来看,由于港口库存高企、成品纸盈利状况不佳以及需求相对疲弱等因素引发了木浆价格的短期回调并滋长了市场看空情绪。但放置长周期来看,木浆的供需格局仍为紧平衡,并不具备大幅下跌的基础。一旦需求逐步恢复或库存去化接近尾声,木浆价格大概率能筑底反弹且持续高位震荡。短期木浆价格的回落利好中顺洁柔盈利能力的改善,但弹性相对有限。此外,从木浆价格的走势预期还可以推行出文化纸的价格走势,文化纸新增产能供给相对有限,在弱需求的情况之下,停机保价将形成有力的价格支撑,从而加速推动木浆的库存去化。当木浆处于库存去化周期之中,我们预计文化纸纸价仍保持相对疲弱的态势,一旦木浆切换至补库存周期之中,则成品纸纸价大概率能与木浆价格保持同步反弹的态势。因此,我们预计 2019 年木浆价格和文化纸价格会呈现先跌后反弹的趋势。而包装纸在需求疲软且进口原纸大幅放量的情况下,因其供需格局较差,则预期价格回落的周期会更长,反弹力度会较弱。包装纸价格的回落利好包装龙头裕同科技和合兴

包装盈利能力的边际改善。

- **把握三大核心预期差，布局新型烟草的投资机会。**我们认为卷烟及新型烟草行业存在三大预期差。其一、9月卷烟产量增速下滑并不意味着后期增长乏力，只是结合库存去化目标所采取的阶段性的调控手段，在低库存压力之下，后期增长压力不大。其二、销量增长疲弱实在利好卷烟产品的提价提档，从而有利于烟标龙头企业市占率的提升。其三、在控烟大趋势及卷烟销量增长疲弱的趋势之下，保利税目标的实现将加速推动新型烟草的试点推广及发展。因此，对应A股烟标龙头劲嘉股份，劲嘉股份在新型烟草领域具有前瞻性的布局，和云南中烟以及小米生态链企业米物科技均成立了合资子公司。我们认为其烟标主业仍能保持稳健增长并且彩盒业务有望加速放量。未来，在新型烟草政策落地后，公司将显著受益。
- **关注软体家具行业竞争格局的优化，以及成本回落所带来的业绩边际改善。**参考美国软体家具的发展历程即可发现，软体家具龙头的形成基本经历了两个阶段：第一阶段为自主品牌企业跑马圈地的加速扩张期，第二阶段为头部品牌之间的并购整合，从而推动行业龙头集中度的提升。2018年下半年以来，随着地产下行压力逐渐加大，中小软体家具企业经营难度逐渐加大，盈利压力逐步提升，从而推动了软体家具行业进入了头部品牌之间并购整合速度加快的阶段。2018年10月，顾家家居公告拟收购喜临门23%的股权，并且2018年11月顾家家居再次公告了计划通过股权转让和增资形式以人民币42,429万元获得泉州玺堡家居科技有限公司51%的股权。我们看好在地产下行周期之下，中小品牌的经营压力加大给龙头企业创造了外延并购速度加快的新机遇。并且对标美国沙发及床垫行业龙头的集中度来看，国内软体龙头的集中度仍低。在行业的下行周期，软体龙头顾家家居的整合动作加快直接带来了集中度提升及行业竞争格局的优化。此外，随着TDI和MDI原材料价格的回落，软体家具标的顾家家居、喜临门及梦百合的盈利能力将逐渐改善。
- **定制家具行业竞争激烈程度加剧，第二阶段龙头集中度的提升仍有待时日。**从目前已上市的8家定制家具企业近年来收入、利润增速的同比变化趋势来看，可以发现自从2018年以来，收入增速下滑显著。这主要可以归因于地产周期下行、精装房渗透率提升对终端零售的冲击以及定制家具行业竞争激烈程度加剧所带来的综合影响。2019年定制家具上市企业的募投产能将陆续达产，假设地产周期仍然表现相对疲弱的话，很有可能加速推动定制家具行业集中度的提升，即完全区别于当前渗透率提升的逻辑，预示着定制家具行业从成长期进入了成熟期。地产下行周期，定制家具行业的价格战一旦加剧，则会加速推动行业内中小定制企业的退出，从而推动订单向成本优势显著、品类相对齐全、经销商落地服务能力强且多渠道运营能力强的龙头企业集中。但行业拐点的出现，仍有待时日。重点关注：欧派家居、索菲亚及尚品宅配。
- **行业评级及投资策略：**我们认为轻工板块的2019年应该是板块分化

相对显著的一年，并且不同细分子行业所处的发展阶段、行业竞争格局的分化以及周期景气度的分化差距也在逐渐拉大。总体而言，我们对于轻工制造行业 2019 年的推荐逻辑主要根据以上三个方面理出两条投资主线。其一为把握成本回落的拐点，关注纸周期回落所带来的盈利能力边际改善的投资机会，重点关注包装行业及生活用纸行业。其二为布局高成长性的细分行业龙头，重点关注蓄势待发的新型烟草行业以及竞争格局持续优化、龙头集中度提升空间仍为可观、收并购加速推进的软体家具行业。此外，对于景气度回落的造纸行业和定制家具行业，我们认为龙头当前的业绩估值比仍然合理，龙头的长线布局价值仍然较高。定制家具行业应关注由渗透率提升向集中度提升的逻辑切换之时所带来的投资机会，龙头欧派家居、索菲亚及尚品宅配的成本优势、渠道优势以及产能优势均为显著。造纸行业，应密切关注未来成品纸需求回升对吨毛利改善的催化，山鹰纸业、太阳纸业中长期的成本优势将显著优于行业，属于长线布局的优质标的。因此，综上所述，我们仍维持对轻工制造行业的“推荐”评级。

- **重点推荐个股：**劲嘉股份、中顺洁柔、顾家家居
- **风险提示：**地产下行周期影响家具企业的收入增速、木浆价格回落不及预期、人民币汇率波动的影响、新型烟草政策风险、定制家具行业竞争加剧、需求持续疲软的风险。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2018-12-04			EPS			PE			投资 评级
		股价	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E			
002078.SZ	太阳纸业	6.44	0.78	0.97	1.14	11.89	6.66	5.66	买入		
002191.SZ	劲嘉股份	7.61	0.38	0.48	0.57	20.03	15.85	13.35	买入		
002511.SZ	中顺洁柔	8.88	0.46	0.34	0.44	19.3	26.12	20.18	买入		
002572.SZ	索菲亚	19.66	0.98	1.3	1.73	20.06	15.12	11.36	增持		
603816.SH	顾家家居	49.28	1.92	2.45	3.01	25.67	20.11	16.37	买入		
603833.SH	欧派家居	85.06	2.98	3.97	5.23	28.54	21.43	16.26	买入		

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（备注：太阳纸业的盈利预测来自于 wind 一致预测）

内容目录

1、 2018 年前三季度轻工板块走势及业绩复盘.....	7
1.1、 2018 年轻工板块涨跌幅回顾.....	7
1.2、 2018 年前三季度轻工板块业绩增长及盈利情况回顾.....	8
2、 轻工细分子行业造纸、包装印刷及家具板块走势及业绩增长复盘.....	10
2.1、 造纸行业走势、估值及业绩增长情况复盘.....	10
2.2、 包装印刷行业走势、估值及业绩增长情况复盘.....	11
2.3、 家具行业走势、估值及业绩增长情况复盘.....	12
3、 纸周期的三年复盘，静待需求回暖季.....	14
4、 预计 2019 年木浆与包装纸价格将持续回落，利好包装龙头及生活用纸企业.....	17
5、 看好新型烟草的高成长性，把握具有战略布局前瞻性的烟标龙头.....	21
6、 软体家具整合进程加快，顾家龙头地位有望加强.....	27
7、 定制家具行业竞争激烈程度加剧，第二阶段龙头集中度的提升仍有待时日.....	31
8、 行业评级及投资策略.....	35
9、 重点推荐个股.....	35
9.1、 中顺洁柔.....	35
9.2、 劲嘉股份.....	37
9.3、 顾家家居.....	38
10、 风险提示.....	40

图表目录

图 1: 2018 年轻工制造板块跑输沪深 300	7
图 2: 2018 年轻工制造及二级行业累计涨跌幅比较	7
图 3: 2018 年造纸板块自跑输沪深 300	7
图 4: 2018 年包装印刷板块小幅跑赢沪深 300	7
图 5: 家具板块跑输沪深 300	8
图 6: 申万一级 28 个子板块涨跌幅比较	8
图 7: 2018 年 Q1-Q3 轻工行业营业收入增长情况	8
图 8: 2018 年 Q1-Q3 轻工行业归母净利润增长情况	8
图 9: 2018 年前三季度轻工行业毛利率和净利率%	8
图 10: 2018 年前三季度轻工行业存货周转天数、应收账款周转天数	8
图 11: 造纸板块估值: 市盈率 (TTM)	10
图 12: 造纸板块 2018Q1-Q3 营业收入增长情况	10
图 13: 造纸板块 2018Q1-Q3 归母净利润增长情况	10
图 14: 造纸板块 2018Q1-Q3 净利率和毛利率增长情况	10
图 15: 造纸板块 2018Q1-Q3 管理和销售费用率%	11
图 16: 造纸板块 2018Q1-Q3 存货和应收账款周转天数	11
图 17: 包装印刷板块估值: 市盈率 (TTM)	11
图 18: 包装印刷板块 2018Q1-Q3 营业收入增长情况	11
图 19: 包装印刷 2018 年前三季度归母净利润增长情况	12
图 20: 包装印刷 2018 年前三季度净利率和毛利率增长情况	12
图 21: 包装印刷板块 2018Q1-Q3 管理和销售费用率	12
图 22: 包装印刷板块 2018Q1-Q3 存货和应收账款周转天数	12
图 23: 家具板块估值: 市盈率 (TTM)	13
图 24: 家具板块 2018Q1-Q3 营业收入增长情况	13
图 25: 家具板块 2018Q1-Q3 归母净利润增长情况	13
图 26: 家具板块 2018Q1-Q3 净利率和毛利率增长情况	13
图 27: 家具板块 2018Q1-Q3 管理和销售费用率	13
图 28: 家具板块 2018Q1-Q3 存货和应收账款周转天数	13
图 29: 双铜纸近期价格走势 (单位: 元/吨)	15
图 30: 木浆价格近期走势 (单位: 元/吨)	15
图 31: 废纸价格近期走势 (单位: 元/吨)	15
图 32: 机制纸产量及同比增速%	15
图 33: 瓦楞纸全国企业库存状况 (单位: 千吨)	17
图 34: 箱板纸全国企业库存状况 (单位: 千吨)	17
图 35: 瓦楞纸近期价格走势 (单位: 元/吨)	17
图 36: 箱板纸近期价格走势 (单位: 元/吨)	17
图 37: 木浆港口库存量统计 (单位: 千吨)	18
图 38: 全球纸浆月度发运量和库存天数统计	18
图 39: 卷烟产品销量结构划分	25
图 40: 单箱卷烟销售收入变化趋势	25
图 41: 全球软体家具生产总值 (单位: 美元)	27
图 42: 美国沙发龙头市占率比较%	28
图 43: 国内沙发龙头市占率比较%	28
图 44: 国内床垫行业 TOP5 市占率比较	30

图 45: 美国床垫行业 TOP5 市占率比较	30
图 46: 近期国内 TDI 价格变化趋势	31
图 47: 近期国内 MDI 价格变化趋势	31
图 48: 美元兑美元汇率走势	31
图 49: 定制家具行业营业总收入及同比增速%	32
图 50: 定制家具行业归母净利润及同比增速%	32
图 51: 2018 上半年定制家具企业渠道布局状况	33
图 52: 2017 年期末和 2018H1 三家定制企业门店数量比对	33
表 1: 轻工制造行业 2018 年前三季度营收增速位列第 9 名, 归母净利润增速位列第 17 名	9
表 2: 全球各地木浆产量汇总 (2016-2020)	15
表 3: 瓦楞纸、箱板纸新增产能投放计划	16
表 4: 包装企业历年收入同比增速变化情况%	20
表 5: 包装企业历年归母净利润同比增速变化情况%	20
表 6: 包装企业历年毛利率变化情况	20
表 7: 包装企业历年净利率变化情况	20
表 8: 卷烟销量、产量月度数据及同比增速%	22
表 9: 卷烟产量、销量、库存累计值及同比增速%	23
表 10: 国内中烟公司加热不燃烧产品发展现状	26
表 11: 床垫行业 2018-2022 年市场规模成长性测算	29
表 12: 定制家具公司历年毛利率变化情况	32
表 13: 定制家具龙头企业募投项目投产情况	34

1、2018 年前三季度轻工板块走势及业绩复盘

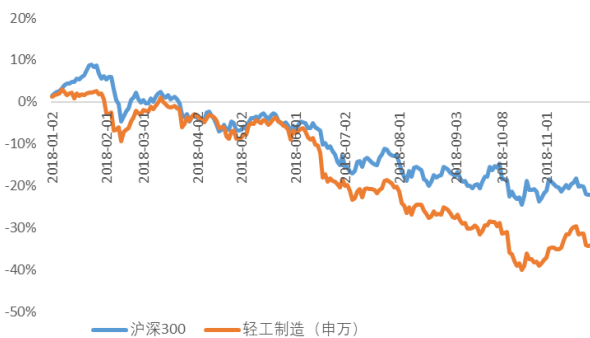
1.1、2018 年轻工板块涨跌幅回顾

2018 年，受整体市场行情影响，轻工行业表现相对较弱。截至 11 月 19 日，轻工行业累计跌幅达 34.17%，同期沪深 300 累计跌幅为 22.17%，轻工行业跑输沪深 300 指数 12pct。

就各细分子板块来看，造纸板块自 2018 年 6 月以来持续跑输沪深 300，截至 11 月 19 日，累计跌幅达 34.03%，跑输沪深 300 指数 11.86pct，与轻工行业整体表现基本持平；同期包装印刷板块跌幅最小，累计下跌 21.11%，小幅跑赢沪深 300 指数 1.06pct；家具板块跌幅最大，同期累计下跌 44.59%，跑输沪深 300 指数 22.42pct，跑输轻工行业 10.06pct。

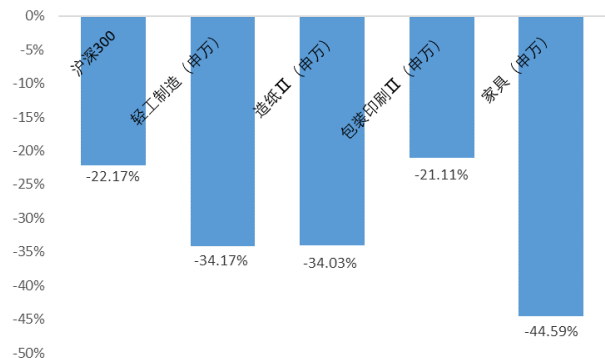
在申万一级 28 个子行业中，轻工行业 2018 年前三季度涨跌幅位列第 22 名，且在 28 个一级子行业中，仅有银行、休闲服务及采掘行业跑赢沪深 300。

图 1：2018 年轻工制造板块跑输沪深 300



资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

图 2：2018 年轻工制造及二级行业累计涨跌幅比较



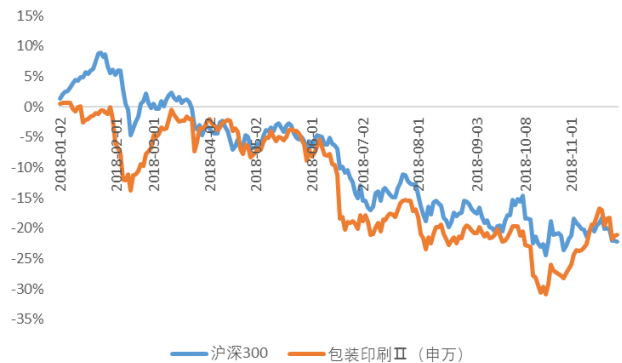
资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

图 3：2018 年造纸板块自跑输沪深 300



资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

图 4：2018 年包装印刷板块小幅跑赢沪深 300



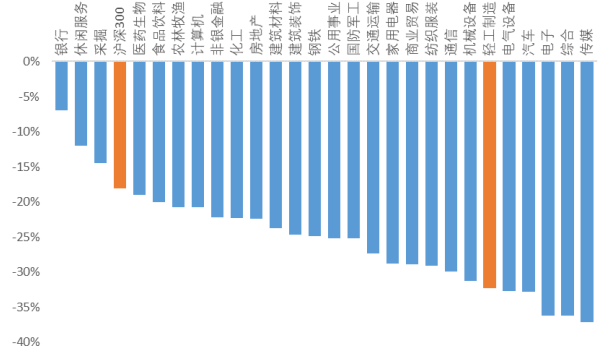
资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

图 5: 家具板块跑输沪深 300



资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

图 6: 申万一级 28 个子板块涨跌幅比较

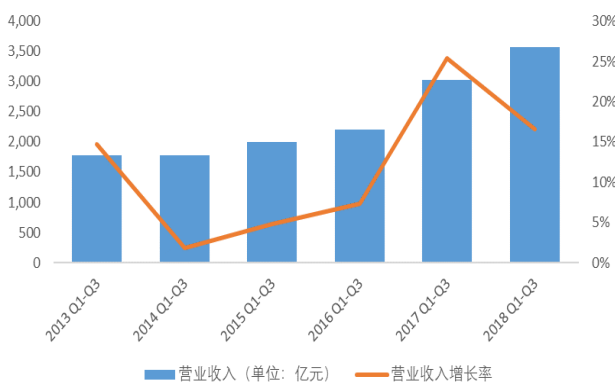


资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

1.2、2018 年前三季度轻工板块业绩增长及盈利情况回顾

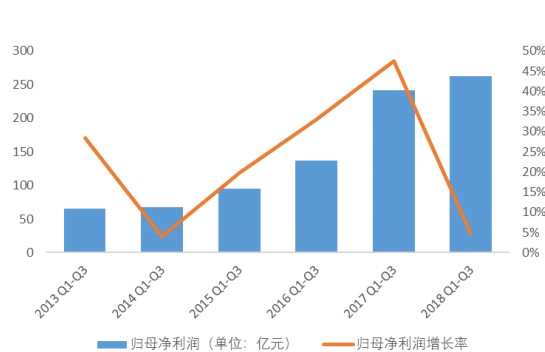
2018 年轻工行业营业收入及归母净利润延续了 2014 年以来的增长态势，但增速放缓，前三季度全行业合计实现营业收入 3562.68 亿元，同比增长 16.53%；归母净利润合计 262.24 亿元，同比增长 4.80%。2013-2017 年，轻工制造行业毛利率和净利率持续增长，但 2018 年销售毛利率和净利率略有下滑。2018 年前三季度行业毛利率为 23.16%，净利率为 7.59%，分别较 2017 年同期略降 0.45pct 和 0.71pct。营运能力方面，2018 年前三季度轻工行业平均存货周转天数为 105.52 天，较上年同期增加 2.04 天；同期应收账款周转天数为 51.22 天，较上年增加 2.44 天；总体来看轻工行业 2018 年运营效率有所下降。

图 7: 2018 年 Q1-Q3 轻工行业营业收入增长情况



资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

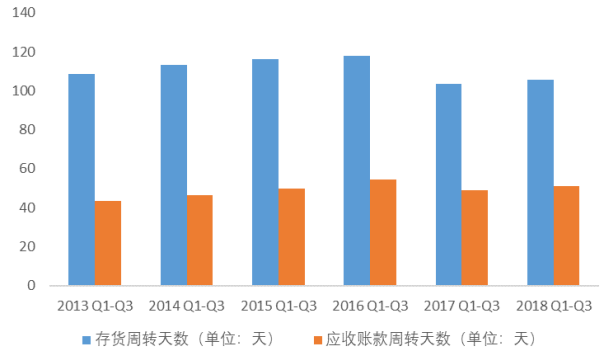
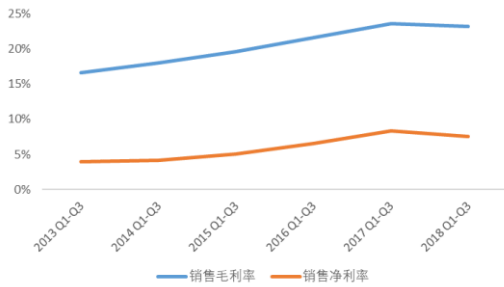
图 8: 2018 年 Q1-Q3 轻工行业归母净利润增长情况



资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

图 9: 2018 年前三季度轻工行业毛利率和净利率%

图 10: 2018 年前三季度轻工行业存货周转天数、应收账款周转天数



资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

相较申万一级其他 27 个子行业来看, 2018 年前三季度轻工制造行业约实现营业收入 3563 亿元, 同比增速为 16.53%, 在 28 个一级子行业中排名第 9 位, 相较 2018 年中报排名下降 3 位; 同期实现归母净利润约 262 亿元, 同比增速为 4.80%, 在 28 个一级子行业中排名第 17 位, 相较 2018 年中报排名下降 1 位; 总体而言, 轻工行业归母净利润增速低于营收增速。

表 1: 轻工制造行业 2018 年前三季度营收增速位列第 9 名, 归母净利润增速位列第 17 名

申万一级 28 个子行业名称	2018 年 Q1-Q3 营业收入 (亿元)		2018 年 Q1-Q3 归母净利润 (亿元)	
	Q1-Q3	Q1-Q3 同比增速	Q1-Q3	Q1-Q3 同比增速
休闲服务	1,098	26.18%	93	32.85%
建筑材料	2,991	25.94%	419	82.77%
房地产	11,856	24.84%	1,207	28.86%
计算机	4,171	22.64%	219	-1.30%
医药生物	10,618	21.88%	902	9.62%
电子	13,586	17.61%	656	-3.05%
机械设备	7,863	17.45%	434	15.02%
化工	35,451	17.26%	1,651	41.92%
轻工制造	3,563	16.53%	262	4.80%
交通运输	15,104	16.37%	924	-9.37%
传媒	4,217	15.94%	398	-3.08%
家用电器	9,194	14.18%	613	20.01%
采掘	25,895	14.05%	1,312	48.38%
食品饮料	4,413	13.64%	775	23.44%
钢铁	11,297	13.15%	809	69.31%
公用事业	9,383	11.93%	784	5.51%
商业贸易	11,902	10.62%	370	42.00%
国防军工	1,833	10.27%	54	13.83%
电气设备	6,031	9.83%	346	-11.64%
农林牧渔	3,666	9.11%	178	-12.06%
建筑装饰	32,751	9.06%	1,060	9.88%
纺织服装	1,991	8.32%	152	3.74%
银行	31,563	7.92%	12,206	6.91%
综合	3,424	7.40%	67	1.87%

汽车	19,259	7.27%	851	-1.92%
有色金属	11,106	6.60%	397	15.62%
通信	5,171	6.03%	110	-40.04%
非银金融	20,054	3.67%	1,859	-9.13%
沪深 300	203,692	12.01%	22,443	10.32%
资料来源: wind 资讯、国海证券研究所				

2、轻工细分子行业造纸、包装印刷及家具板块走势及业绩增长复盘

2.1、造纸行业走势、估值及业绩增长情况复盘

自 2017 年以来,造纸板块市场估值持续走低,2018 年 11 月造纸板块平均市盈率(TTM)为 11.92 倍,低于历史估值中枢 28.23 倍。

2018 年前三季度造纸板块收入、利润的同比增速较 2017 年同期有较大下降,2018 年前三季度实现营业收入合计 1105.84 亿元,同比增速为 16.81%,较上年同期降低 15.15pct;归母净利润合计 99.57 亿元,同比增速 13.65%,较上年同期降低 156.52pct;净利率和毛利率分别为 9.07%和 23.24%,与上年同期基本持平。期间费用方面,造纸板块管理费用及销售费用率自 2015 年以来持续下降,2018 年前三季度管理费用率为 3.37%,较上年减少 1.35pct;销售费用率为 4.12%,较上年减少 0.60pct。总体而言,期间费用管控情况良好。营运能力方面,2018 年前三季度造纸板块平均存货周转天数为 84.44 天,较上年同期增加 3.99 天,存货周转效率同比下降;同期应收账款周转天数为 39.35 天,较上年减少 3.93 天,应收账款平均回收周期缩短。

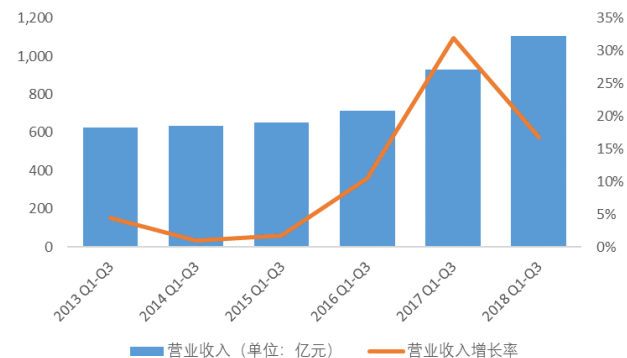
图 11: 造纸板块估值: 市盈率 (TTM)



资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

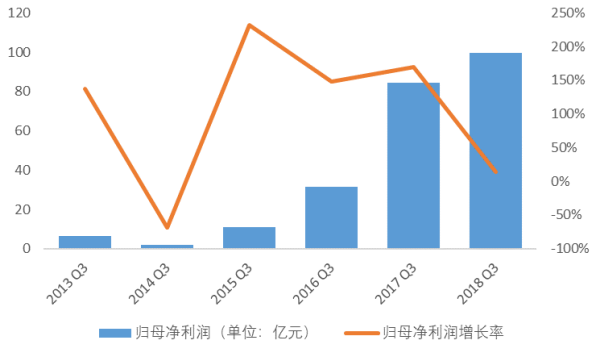
图 13: 造纸板块 2018Q1-Q3 归母净利润增长情况

图 12: 造纸板块 2018Q1-Q3 营业收入增长情况



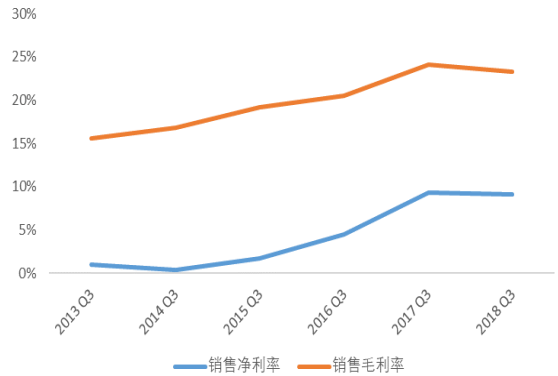
资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

图 14: 造纸板块 2018Q1-Q3 净利率和毛利率增长情况



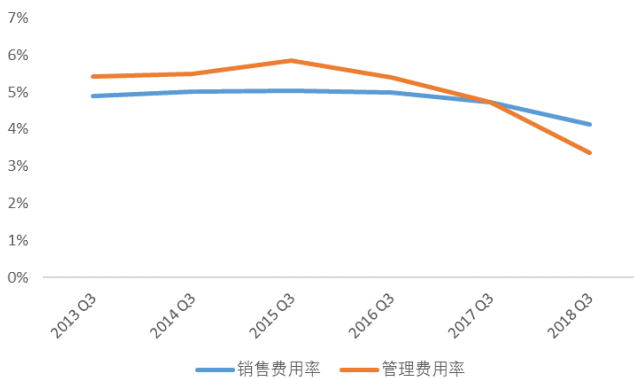
资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

图 15: 造纸板块 2018Q1-Q3 管理和销售费用率%

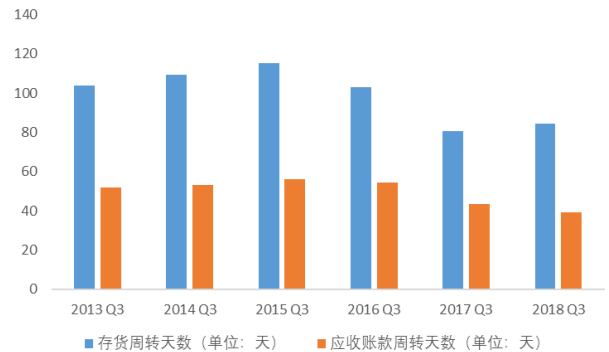


资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

图 16: 造纸板块 2018Q1-Q3 存货和应收账款周转天数



资料来源: wind 资讯、国海证券研究所



资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

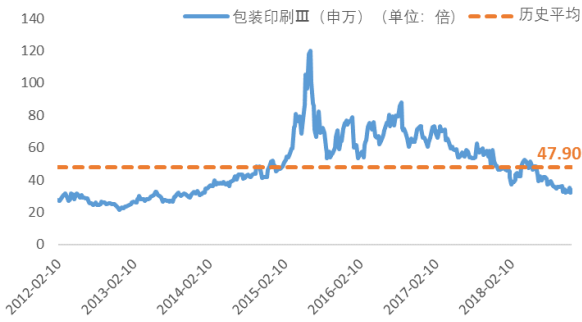
2.2、包装印刷行业走势、估值及业绩增长情况复盘

自 2018 年 3 月以来，包装印刷板块市场估值持续走低，2018 年 11 月平均市盈率 (TTM) 为 33.64 倍，低于历史估值中枢 47.90 倍。

自 2015 年以来，包装印刷板块收入、利润增速均持续上升。2018 年前三季度实现营业收入合计 658.35 亿元，同比增速为 23.93%，较上年同期增加 8.32pct；归母净利润合计 57.15 亿元，同比增速 12.12%，较上年同期增加 3.27pct；净利率 9.18%，与上年同期基本持平；毛利率为 23.29%，较上年减少 1.19pct。期间费用方面，2016 年以来，包装印刷板块管理费用率持续下降，2018 前三季度管理费用率为 5.35%，较上年同期大幅减少 2.55pct；销售费用率近年来基本维持稳定，2018 前三季度销售费用率为 4.48%，与上年基本持平。

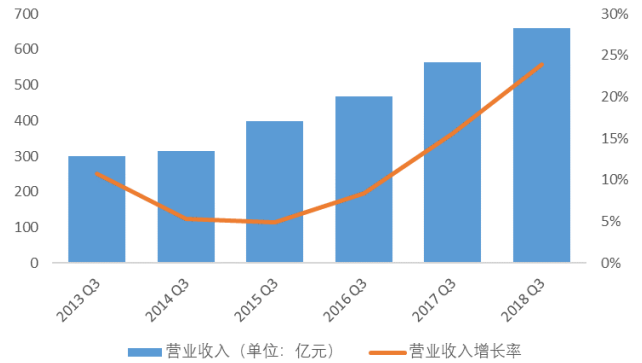
图 17: 包装印刷板块估值: 市盈率 (TTM)

图 18: 包装印刷板块 2018Q1-Q3 营业收入增长情况



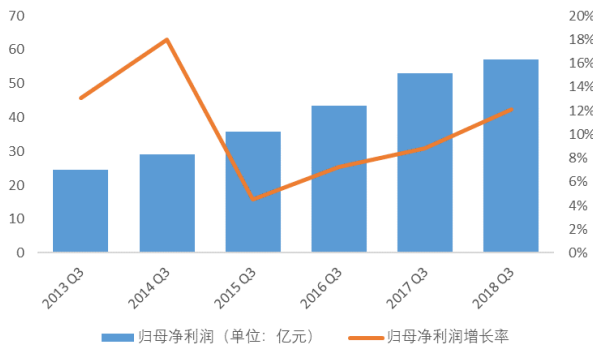
资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

图 19: 包装印刷 2018 年前三季度归母净利润增长情况



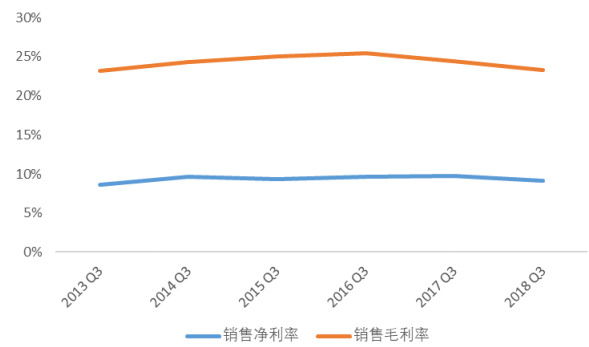
资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

图 20: 包装印刷 2018 年前三季度净利率和毛利率增长情况



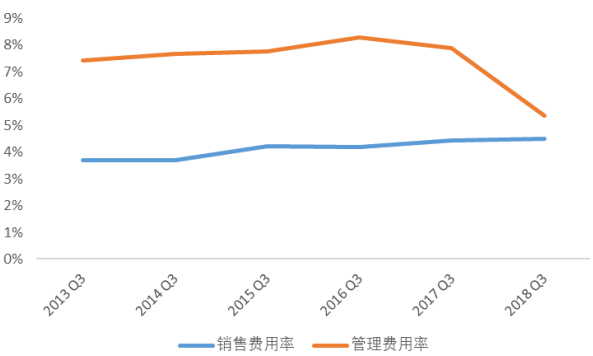
资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

图 21: 包装印刷板块 2018Q1-Q3 管理和销售费用率

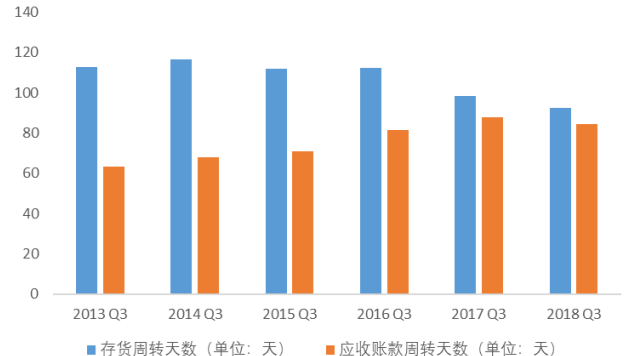


资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

图 22: 包装印刷板块 2018Q1-Q3 存货和应收账款周转天数



资料来源: wind 资讯、国海证券研究所



资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

2.3、家具行业走势、估值及业绩增长情况复盘

2017 年以来,家具板块估值水平相对稳定,2018 年以来估值出现明显下降,2018 年 11 月平均市盈率 (TTM) 为 20.42 倍, 低于历史估值中枢 36.90 倍。

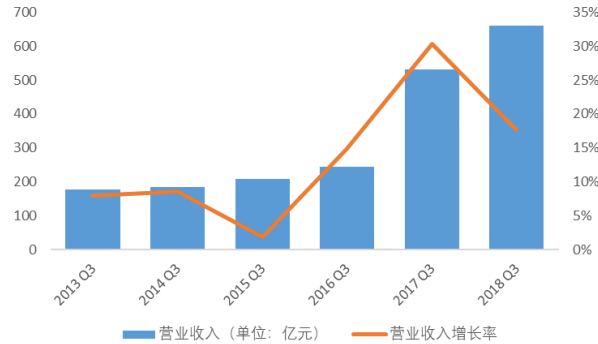
业绩方面, 2018 年前三季度家具板块实现营业收入合计 660.66 亿元, 同比增速 17.68%, 较上年同期减少 12.70pct, 结束了 2015-2017 年的高速增长态势; 同

期实现归母净利润合计 62.07 亿元,同比增速 6.29%,较上年大幅减少 25.39pct;净利率和毛利率分别为 9.53%和 35.23%,均与上年同期基本持平。期间费用方面,2016-2018 年家具板块管理费用率稳中略降,2018 前三季度管理费用率为 6.22%,较上年同期略降 1.48pct;2016-2018 年销售费用率持续上升,2018Q1-Q3 销售费用率为 15.23%,较上年同期略增 0.88pct。营运能力方面,2018 年前三季度家具板块平均存货周转天数为 98.26 天,较上年同期减少 3.38 天,存货周转效率同比提升;同期应收账款周转天数为 37.62 天,较上年增加 4.71 天,应收账款平均回收周期延长。

图 23: 家具板块估值: 市盈率 (TTM)



图 24: 家具板块 2018Q1-Q3 营业收入增长情况



资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

图 25: 家具板块 2018Q1-Q3 归母净利润增长情况

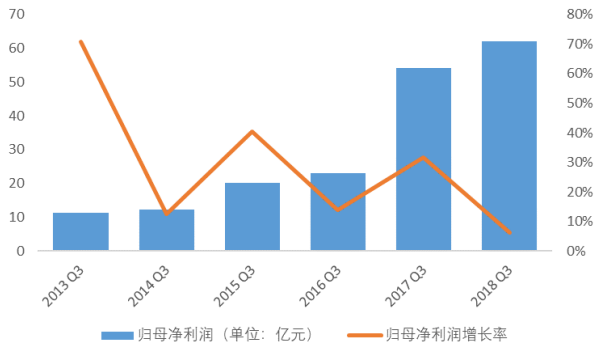
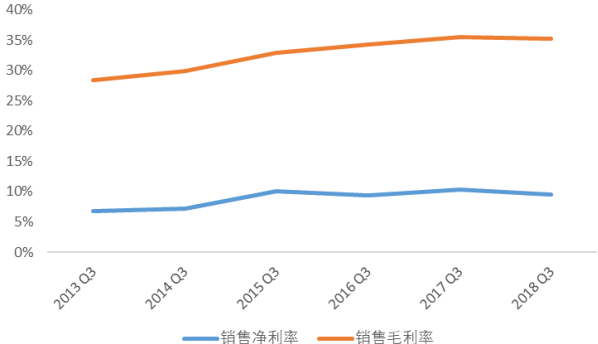


图 26: 家具板块 2018Q1-Q3 净利率和毛利率增长情况



资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

图 27: 家具板块 2018Q1-Q3 管理和销售费用率

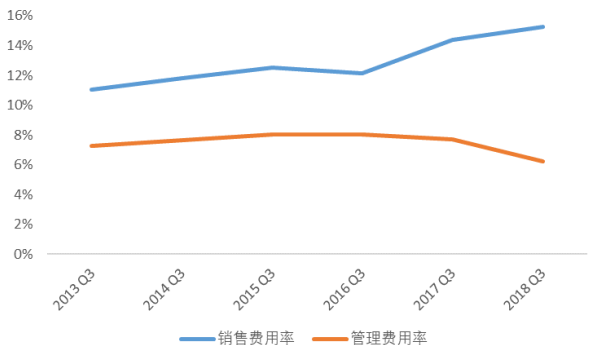
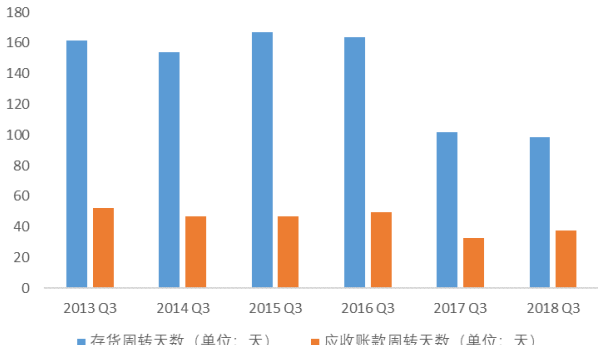


图 28: 家具板块 2018Q1-Q3 存货和应收账款周转天数



资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

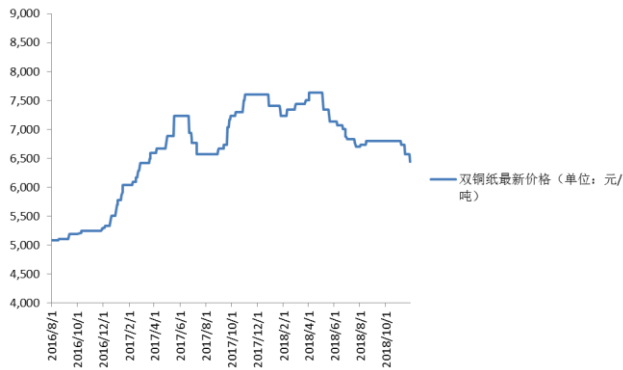
3、纸周期的三年复盘，静待需求回暖季

造纸行情的演绎预计将从供给驱动型转变为需求驱动型，2019年应密切关注需求反弹。造纸行业的投资主线，一般可以分为木浆系和废纸系。从木浆系来看，对应的纸种主要为双胶纸、双铜纸、白卡纸和生活用纸。复盘木浆系纸种的价格走势，我们认为2016年下半年-2017年上半年主要为成品纸的供给端收缩所驱动的行市，2017年下半年-2018年上半年为成本供给端收缩所驱动的行市，2018年下半年为成品纸需求疲软所引发的回调。所以，基本可以认为涨价的空间大小看供给，跌价的空间大小看需求。首先，从木浆系纸种双铜纸的纸价走势来看，从2016年下半年至2017年上半年期间这段时间来看，双铜纸期间累计最高涨幅为42.53%，走势较为强劲。究其主要原因为以成品纸供给侧改革为主要驱动力，叠加部分成本供给端收缩的影响，即2016年10月份木浆产能投放预期落空所引发的补库存行为。从2017年下半年至2018年上半年这段时间来看，双铜纸的期间累计最高涨幅为16.24%，之所以能够突破新高的原因我们认为可以归结于除了成品纸供给侧改革的影响之外，其主要原因为成本供给端的收缩为主要驱动力。具体可理解为原材料木浆和废纸价格在2017年下半年均呈现强势上涨势头，主要可归因于成本供给端的收缩。就木浆价格2017年7月以来的暴涨可以归因于产能投放预期的落空，其情形和2016年10月份木浆价格飙升的逻辑较为类似，可以理解成这两个时间点市场普遍预期新增产能投放将导致短期供应过剩，市场参与者提前布局，主动降低库存并缩减订单量。但供应量并未如期增加，中国商品浆市场的供应出现短期“真空”。而废纸价格的暴涨主要和废纸进口政策收紧而导致的进口数量大幅下降有关。2017年4月19日，中央全面深化改革领导小组第三十四次会议审议通过了《关于禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》，对我国废纸进口进行了严格限制，供给将进一步收紧。结合相应数据来看，2017年前十一批我国企业共申请进口废纸41965.94万吨，审核通过2809.10万吨，通过率仅6.69%，从而推动2017年4月以后废纸价格的飙升行情。所以，由此可见，文化纸纸价如需保持强势且稳定的上涨势头，则必须有较强的推动因素，从2016年下半年至2017年上半年，从2017年下半年至2018年上半年均是由成品纸供给收缩或者成本端供给收缩的叠加因素所致，2018年下半年未看到成品纸供给侧去产能的加速推进亦未看到成本端（木浆）产能供给的大幅收缩，所以在需求疲软的趋势之下，文化纸纸价持续回调。2018年，木浆新增产能近300万吨，对应国内木浆年度消费量增速3%-4%来看，基本处于供需紧平衡的状态，大幅下跌的可能性并不大。

就木浆和文化纸后期价格走势的判断，我们认为木浆的上涨或下跌主要取决于短逻辑和长逻辑之间的博弈。就短逻辑来看，由于港口库存高企、成品纸盈利状况不佳以及需求相对疲弱等因素引发了木浆价格的短期回调并滋长了市场看空情绪。但放置长周期来看，木浆的供需格局仍为紧平衡，并不具备大幅下跌的基础。一旦需求逐步恢复或库存去化接近尾声，木浆价格大概率能筑底反弹并持续高位震荡。短期木浆价格的回落利好中顺洁柔盈利能力的改善，但弹性相对有限。此外，从木浆价格的走势预期还可以推导出文化纸的价格走势，文化纸新增产能供给相对有限，在弱需求的情况之下，停机保价将形成有力的价格支撑，从而加速推动木浆的库存去化。当木浆处于库存去化周期之中，我们预计文化纸纸价仍保持相对疲弱的态势，一旦木浆切换至补库存周期之中，则成品纸纸价大概率能与木浆价格保持同步反弹的态势。因此，我们预计2019年木浆价格和文化纸价格

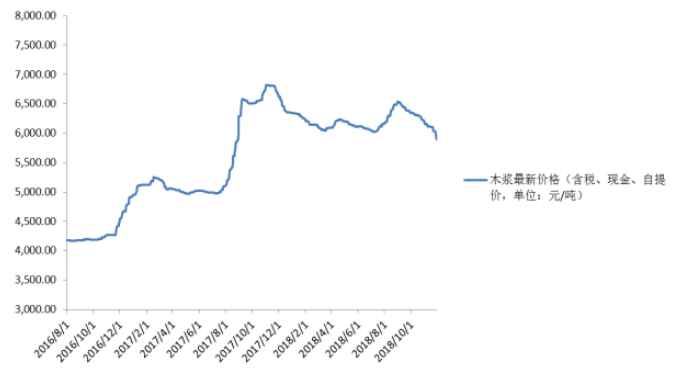
会呈现先跌后反弹的趋势。

图 29: 双铜纸近期价格走势 (单位: 元/吨)



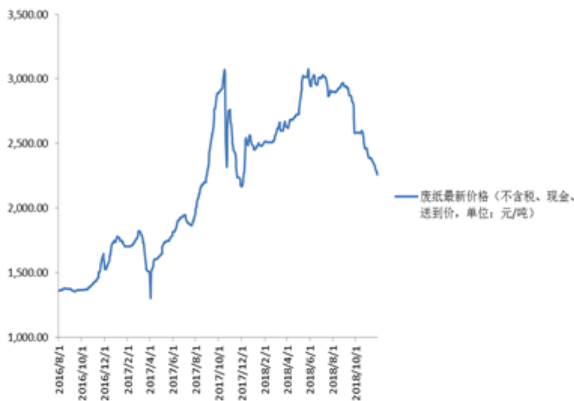
资料来源: 卓创资讯、国海证券研究所

图 30: 木浆价格近期走势 (单位: 元/吨)



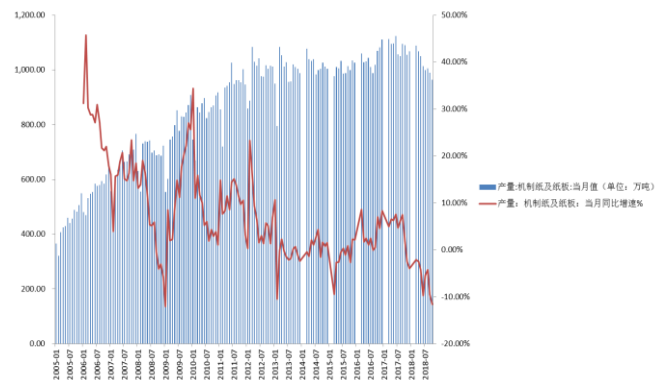
资料来源: 卓创资讯、国海证券研究所

图 31: 废纸价格近期走势 (单位: 元/吨)



资料来源: 卓创资讯、国海证券研究所

图 32: 机制纸产量及同比增速%



资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

表 2: 全球各地木浆产量汇总 (2016-2020)

单位: 千吨/年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	总增量 (2016-2020)
漂白针叶木硫酸盐浆	150	690	1125	420		2385
加拿大	5	-				5
北欧	-40	420	895	320		1595
欧洲	185	-				185
其他		270	230	100		600
美国	90	440		-30		500
拉丁美洲	260	140	-100	-200	-100	
其他	45	100				145
漂白针叶木硫酸盐浆总量	545	1370	1025	190	-100	3030
漂白阔叶木硫酸盐浆	1620	750	1810	745	1450	6375
巴西 Iberia	70	35	30	20		155
巴西 Klabin	640	440	20			1100
巴西 SUZANO	95	50	230			375
巴西 CMPC	700	55				755
巴西 Fribia		175	1650	125		1950
巴西 Eldorado				600	1450	2050

其他巴西厂	-85	-5				-90
乌拉圭	70					70
智利	130		-120			10
其他阔叶浆, 南方漂白阔叶木硫酸盐浆	-145	1150	555	50	-50	1560
中国	-10	-100				-110
印度尼西亚	-115	1300	325	50	-50	1510
东欧			100			100
西欧	185	30	130			345
北美	-205	-80				-285
漂白阔叶木硫酸盐浆总量	1475	1900	2365	795	1400	7935
漂白化学机械木浆	-55	-45				-100
漂白化学机械木浆总量	1965	3225	3390	985	1300	10865

资料来源: Hawkins Wright, 国海证券研究所

就废纸系而言, 整体包装纸纸价跌幅相对更大。且从 2016-2018 年这三年包装纸的波动幅度来看, 相对文化纸来说更为显著, 以急涨急跌的形态为主, 这主要和其原材料废纸价格的走势保持一致。对应包装纸的周期三段论, 我们认为 2016 下半年至 2017 年上半年, 主要是成品纸的供给侧改革所驱动, 2017 年上半年至 2017 年 11 月份, 包装纸纸价的快速上涨主要由成本端废纸价格的飙升所驱动, 废纸价格的飙升主要和外废进口政策趋严所导致的外废进口量下降以及进口配额的收紧有关。2017 年 11 月份至 2018 年上半年, 受 11-12 月份旺季需求回落的影响, 废纸和包装纸的价格进行了大幅回调。2018 年年初, 受到废纸含杂率收紧以及外废进口配额及进口数量持续下降的影响, 结合 5 月以前市场产量增速仍保持 0.5% 以上的正增长, 所以废纸价格的看涨情绪较浓, 市场交投活跃度较高, 囤货积极性较高。但是自 2018 年下半年以来, 瓦楞纸成品纸进口量较去年增长了 75%, 且 2018Q4 预计箱板纸会有 110 万吨产能的投产以及瓦楞纸会有 80 万吨的产能投放, 且包装纸库存仍处于较高的位置, 所以可以预期 2019 年往后, 在弱需求、高库存的情况下, 包装纸纸价的回调压力仍然较大。预计 2019 年废纸价格在前期会小幅回调, 主要受包装纸需求走弱的影响; 但是后期因废纸本身的供需格局为紧平衡, 跌幅有限。但从近期回调的价格走势来看, 倘若废纸的供需格局为紧平衡的话, 那反映出当前需求疲弱的实际情况。假设 2019 年废纸进口数量再下降, 假设下游包装纸的需求回升仍然缺位, 那么废纸的价格依然易跌难涨。总体而言, 我们认为 2019 年包装纸纸价将存在较大的压力。在包装纸在需求疲软且进口原纸大幅放量的情况下, 因 2019 年产能投放压力较大, 则预期价格回落的周期会更长, 反弹力度会相对较弱。包装纸价格的回落利好包装龙头裕同科技和合兴包装盈利能力的边际改善。

表 3: 瓦楞纸、箱板纸新增产能投放计划

瓦楞纸计划新增产能投放情况一览

企业名称	产能(单位: 千吨)	计划投产时间
世纪阳光	800	2018 年 Q4
淄博仁丰纸业	30	2019 年 Q1
琦祥纸业	500	2019 年 Q4

箱板纸计划新增产能投放情况一览

企业名称	产能 (单位: 千吨)	计划投产时间
太康龙源	300	2018 年 Q4
唐山顺发	300	2018 年 Q4
河北永新纸业	500	2018 年 Q4
沈阳玖龙	350	2019 年 Q1
博汇纸业	750	2019 年 Q1
兴东纸业	300	2025 年 Q1

资料来源: 卓创资讯、国海证券研究所

图 33: 瓦楞纸全国企业库存状况 (单位: 千吨)

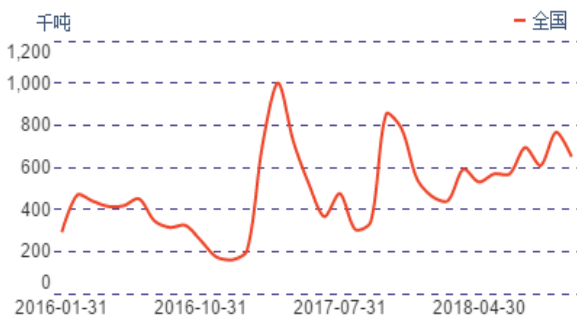
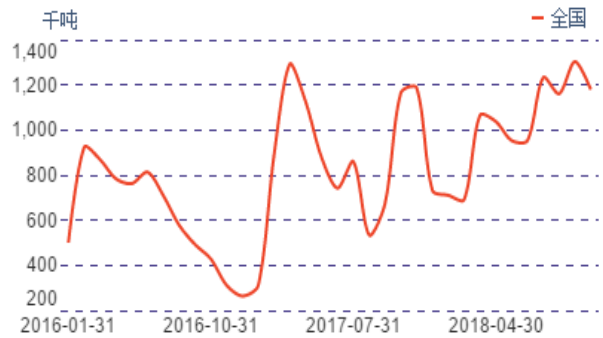


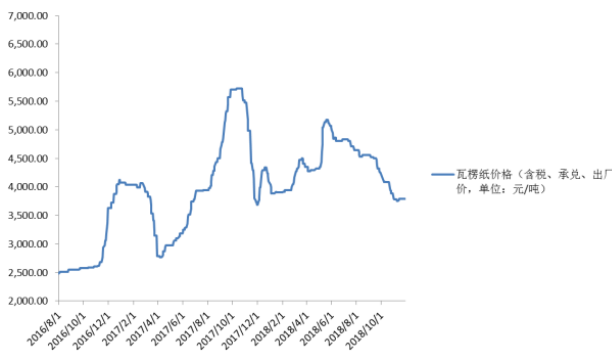
图 34: 箱板纸全国企业库存状况 (单位: 千吨)



资料来源: 卓创资讯、国海证券研究所

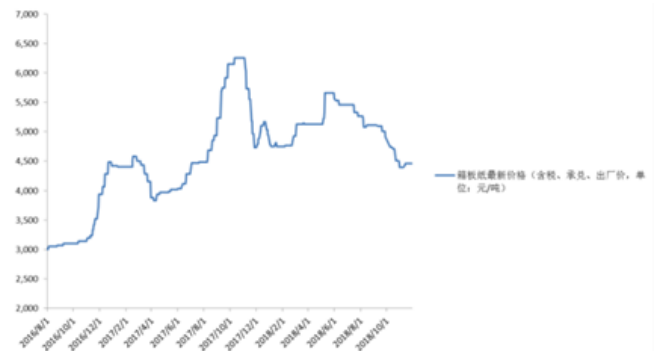
资料来源: 卓创资讯、国海证券研究所

图 35: 瓦楞纸近期价格走势 (单位: 元/吨)



资料来源: 卓创资讯、国海证券研究所

图 36: 箱板纸近期价格走势 (单位: 元/吨)



资料来源: 卓创资讯、国海证券研究所

4、预计 2019 年木浆与包装纸价格将持续回落，利好包装龙头及生活用纸企业

根据造纸年鉴相关数据显示，2011 年以来全球纸浆产量呈小幅收窄态势，但基本稳定在 1.8 亿吨左右（不含废纸浆）。2015 年全球纸浆产量出现同比正增长。2016 年纸浆产量为 1.8055 亿吨，同比增长了 1%，全球纸浆需求增长了 0.69% 至 1.806 亿吨。供需基本保持平衡。

从 2016 年、2017 年木浆价格的上涨，即可看出产能投放预期落空对浆价上涨的影响。2018 年全球纸浆新增产量在 300 万吨以上，但 2019 年开始全球新增纸浆产能将逐步放缓。2019-2020 年全球计划新增纸浆产能分别仅有 99 万吨和

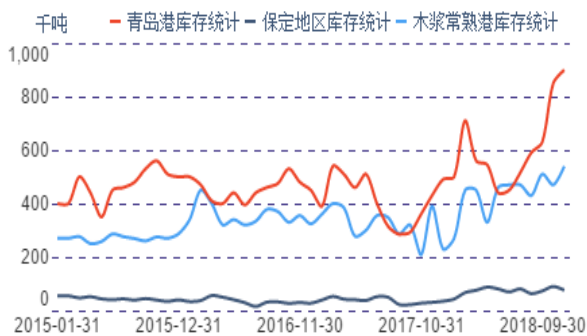
130 万吨。其中，Arauco、Stora Enso 计划 2019 年将部分针叶浆产能转换为溶解浆，漂针浆产能 2020 年将转为负增长。所以，针叶浆整体供应压力不大。在纸浆需求相对平稳的趋势之下，供需紧平衡的格局在 2019-2020 年有望继续维持。此外，2018 年全球市占率第一巴西 Fibria 与巴西 Suzano 合并，合并后全球市占率提升至 17.8%。并且，新加坡 April 接近完成收购巴西 Lwarcel，由此可以判断，木浆龙头集中度有望继续提升，议价能力有望维持。

但短期来看，木浆下行压力仍然较大。究其主要原因包括以下几个方面：其一、全球木浆发运量增速依然较快，港口木浆库存高企，木浆价格下行压力大；其二、受到成品纸需求疲软的影响，文化纸系价格回调显著，因而提振了市场对木浆价格的看空情绪。

从全球木浆发运量的变化趋势来看，全球 9 月木浆出运量为 462.4 万吨，同比增长了 7%，环比增长了 4.4%。其中漂针浆和漂阔浆发运量出现显著背离。漂针浆 9 月出运量为 190.9 万吨，同比下降了 7.4%，环比下降了 3.7%。而漂阔浆 9 月出运量为 257.5 万吨，同比增长了 21.3%，环比增长了 12.6%。漂阔浆的供应则相对充足。此外，国内纸浆供应压力较大，进口增速仍维持在较高的水平。10 月份我国纸浆进口量为 212.2 万吨，同比增长了 16%，仍处于历史高位。其中 9 月漂针浆的进口量为 68.07 万吨，同比增长了 10.1%。1-9 月份累计进口量为 615.6 万吨，同比增长了 3.8%。阔叶浆 2018 年 9 月的进口量为 100.58 万吨，同比增长了 14.4%，环比下降了 13.9%。因此，从目前的发运量及进口量来看，在终端需求没有实际改善的趋势之下，木浆现货价格仍然承压。

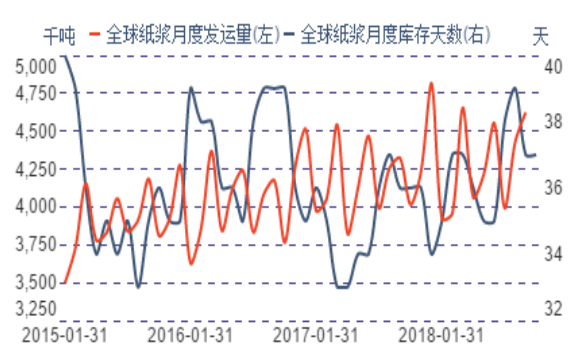
此外，从国内纸浆港口的库存数据来看，青岛港、常熟港以及保定地区的库存均处于历史高位，市场供应压力上升，贸易商让价意向增加。10 月末青岛、保定以及常熟港的总库存为 136 万吨，环比增长了 15%。其中库存量最大的是青岛港，青岛港库存为 80 万吨，相较于 9 月下旬 60 万吨的库存增幅显著。常熟港纸浆总库存为 47 万吨，较 2018 年 9 月末环比减少约 7.9%，同比去年增加了 126%。其中到货仍以阔叶浆为主。库存积累速度较快的主要原因为海外新增浆厂产能的相继释放以及国内下游成品纸消费相对疲软。所以，我们认为，结合木浆供需紧平衡的格局以及当前纸价疲软、库存高企、发运量较高等因素来看，短期内木浆回落空间确定性较高，但弹性不会过大。据此，对应推荐受益标的为中顺洁柔。

图 37: 木浆港口库存量统计 (单位: 千吨)



资料来源: 卓创资讯、国海证券研究所

图 38: 全球纸浆月度发运量和库存天数统计



资料来源: 卓创资讯、国海证券研究所

从中顺洁柔的生活用纸成本构成来看，公司生产用主要原材料为纸浆，公司生产耗用的纸浆成本占公司生产成本的比重为 50%-60%。预计受益于本轮木浆价格的回落，洁柔的业绩弹性将逐渐显现。但我们推荐中顺洁柔依然是基于公司高成长性的逻辑而并非浆价回落的周期股逻辑。我们持续推荐中顺洁柔主要基于看好生活用纸行业在消费升级趋势之下的量价齐升，洁柔自身通过品类高端化（即产品结构升级，提升高毛利产品占比）的方式以应对浆价压力，并且自 2016 年以来对终端营销渠道进行加速优化和调整，从而获得优于行业的增速。未来，不管是渠道扩张的空间还是产品结构升级的空间，都存在较大的可扩张性。短周期浆价回落因素，只是其中一加成因素而并非其主要推荐逻辑。

此外，根据纸周期的三年复盘，我们认为 2019 年包装纸纸价的回落利好瓦楞箱板纸包装龙头合兴包装以及消费电子包装龙头裕同科技盈利能力的边际改善。这也是我们成本回落逻辑所对应的另一条投资主线。

2017 年，纸价高涨推动包装行业集中度的提升。2018 年以来，纸包装龙头收入高增长趋势显著。且自 Q3 以来，受益于包装纸纸价的下跌，龙头业绩弹性逐步释放。从纸包装龙头合兴包装的收入增速变化趋势来看，2018 年前三季度的收入同比增速为 89.54%，2017 年前三季度合兴包装的收入增速为 72.58%，2016 年合兴包装的收入增速仅为 24.19%。由此可见，就纸包装龙头企业而言，受益于 2016-2017 年包装纸纸价的上行周期，部分中小企业由于成本及资金压力、原材料缺口等因素的影响，而被迫退出了市场。部分订单向规模相对较高且具备稳定原材料获取渠道的龙头企业集中。从单 Q3 的毛利率水平变化趋势来看，合兴包装单 Q3 的毛利率为 12.59%，相较于 Q2 环比提升了 0.97pct；裕同科技单 Q3 的毛利率为 31.20%，2018Q2 的毛利率为 24.01%，环比提升了 7.19pct。由此可见，自 2018 年单三季度以来，受益于包装纸价格的下行，纸包装企业的盈利水平正在持续提升。结合我们造纸周期三段论的趋势分析来看，2019 年瓦楞纸、箱板纸的纸价下行压力大，供给过剩且库存压力大，预计 2019 年年初仍以价格下跌为主，后期如需求有改善，则可能带动纸价的小幅回升。

包装纸回落的受益标的主要以瓦楞箱板纸包装龙头合兴包装及消费电子包装龙头裕同科技为主。从合兴包装 2018 年三季报收入、利润增速的变化情况来看，合兴包装 2018 年前三季度累计实现营业收入 81.12 亿元，同比增长了 89.54%，实现归母净利润 4.82 亿元，同比增长了 367.97%，扣非后归母净利润为 1.66 亿元，同比增长了 64.48%。公司 2018 年前三季度的毛利率为 12.59%，同比下滑了 2.23pct，单 Q3 公司的毛利率为 12.59%，环比提升了 0.96pct；前三季度公司的净利率为 5.96%，同比提升了 2.91pct。三季度毛利率、净利率水平的提升主要得益于包装纸价格的回落以及期间费用率的下降。预计 2019 年上半年，公司盈利能力环比改善的趋势仍具有可持续性。

从裕同科技三季报的收入、利润表现来看，2018 年前三季度公司实现营业收入 54.55 亿元，同比增长了 20.57%；实现归母净利润 5.43 亿元，同比下滑了 11.22%；扣非净利润为 4.73 亿元，同比下滑了 12.30%。对应前三季度，公司的毛利率为 27.21%，同比下滑了 4.54pct，单 Q3 的毛利率为 31.20%，同比下滑了 1.33pct，但相较于 2018Q2 环比提升了 7.19pct，公司前三季度的净利率为 10.41%，同比下滑了 3.11pct。公司的毛利率和净利率虽然同比有所下滑，但环比提升显著。毛利率、净利率环比改善的原因主要可以归结于以下四点：1、原材料成本压力

减弱，三季度以来公司主要纸品原材料价格均下行；2、新客户的合作状态逐步进入稳定期，毛利率回归正常水平；3、三季度为公司的经营旺季，下半年为主要客户电子产品的新品发布高峰期，产能利用率高；4、受到美元汇率的影响，财务费用中汇兑损失显著收窄。我们预期，2019年上半年对于裕同而言，成本压力及汇率压力都将有所缓解。但与此同时，2019年应关注国内需求端是否会疲软以及出口贸易下滑的风险。

表 4: 包装企业历年收入同比增速变化情况%

	2015	2016	2017	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018 年前三季度
劲嘉股份	17.08%	2.09%	6.06%	8.08%	18.84%	13.34%	13.21%
合兴包装	5.01%	24.19%	78.51%	76.10%	100.57%	89.57%	89.54%
美盈森	28.99%	10.06%	28.75%	22.56%	8.01%	18.74%	16.15%
奥瑞金	22.14%	14.05%	-3.37%	53.81%	0.38%	0.55%	12.96%
吉宏股份	35.22%	9.20%	98.74%	126.53%	166.40%	112.76%	131.93%
裕同科技	17.03%	29.20%	25.36%	16.18%	31.46%	16.40%	20.57%
东风股份	10.86%	5.51%	19.67%	7.44%	14.03%	9.20%	10.20%
永吉股份	-6.26%	-0.25%	2.03%	46.22%	57.62%	21.99%	41.00%

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

表 5: 包装企业历年归母净利润同比增速变化情况%

	2015	2016	2017	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018 年前三季度
劲嘉股份	23.96%	-20.81%	0.65%	21.09%	30.52%	25.80%	25.28%
合兴包装	-8.62%	-10.29%	49.51%	60.58%	791.35%	127.22%	367.97%
美盈森	-16.12%	1.32%	55.86%	56.74%	0.18%	14.71%	18.25%
奥瑞金	25.71%	13.43%	-38.99%	31.13%	-1.45%	1.31%	7.68%
吉宏股份	95.89%	15.01%	86.14%	109.49%	483.85%	168.53%	242.17%
裕同科技	17.11%	32.91%	6.53%	-14.14%	-14.88%	-7.81%	-11.22%
东风股份	0.61%	-23.54%	15.06%	3.12%	-2.79%	-16.99%	-4.91%
永吉股份	-1.45%	2.73%	0.09%	45.54%	72.62%	51.32%	54.63%

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

表 6: 包装企业历年毛利率变化情况

	2015	2016	2017	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018 前三季度
劲嘉股份	45.91%	41.33%	44.11%	47.14%	40.88%	43.53%	43.88%
合兴包装	19.72%	16.98%	13.80%	11.75%	11.62%	12.59%	12.05%
美盈森	26.56%	29.45%	34.49%	37.24%	30.39%	29.91%	32.22%
奥瑞金	34.17%	34.56%	27.59%	26.87%	28.26%	25.92%	26.99%
吉宏股份	20.71%	19.79%	27.45%	33.23%	42.33%	42.11%	39.87%
裕同科技	31.02%	34.35%	31.54%	25.19%	24.01%	31.20%	27.21%
东风股份	50.07%	44.78%	42.04%	42.69%	33.92%	39.53%	38.67%
永吉股份	36.82%	36.91%	40.17%	40.62%	36.34%	43.04%	39.99%

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

表 7: 包装企业历年净利率变化情况

	2015	2016	2017	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018 年前三季度
--	------	------	------	--------	--------	--------	------------

劲嘉股份	29.02%	22.97%	22.84%	28.78%	23.92%	24.28%	25.70%
合兴包装	4.32%	3.53%	3.18%	3.00%	13.46%	2.62%	6.45%
美盈森	10.72%	9.84%	12.07%	11.91%	12.26%	13.12%	12.49%
奥瑞金	15.20%	15.17%	9.39%	10.53%	11.79%	11.27%	11.20%
吉宏股份	6.30%	7.36%	7.25%	5.18%	12.05%	8.51%	8.82%
裕同科技	15.35%	15.84%	13.42%	8.73%	8.25%	13.32%	10.41%
东风股份	35.15%	25.50%	23.85%	26.41%	18.47%	18.96%	21.38%
永吉股份	27.76%	28.58%	28.04%	30.52%	27.17%	28.14%	28.73%

资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

5、看好新型烟草的高成长性，把握具有战略布局前瞻性的烟标龙头

我们看好在新型烟草领域积极布局的烟标龙头劲嘉股份，在当前时点，我们推荐劲嘉股份的核心逻辑主要把握以下三点。第一、卷烟产量虽有所下滑，但在低库存之下，实际影响有限，后续有望稳健增长；第二、在传统卷烟销量增长相对乏力的趋势之下，保利税目标的要求将加速推动卷烟产品的升级提档，从而有利于烟标龙头市占率的提升；第三、在传统卷烟增长乏力与控烟的大趋势之下，新型烟草的推广势在必行。因此，根据观点，我们认为核心预期差主要从以下几个方面理解。其一、9月卷烟产量增速下滑并不意味着后期增长乏力，只是结合库存去化目标所采取的阶段性的调控手段，在低库存压力之下，后期增长压力不大。其二、销量增长乏力实在利好卷烟产品提价提档，从而有利于烟标龙头企业市占率的提升。其三、在控烟大趋势及卷烟销量增长疲弱的趋势之下，保利税目标的实现将加速推动新型烟草的试点推广及发展。

就预期差一而言，9月卷烟产量增速下滑并不意味着后期增长乏力，只是结合库存去化目标所采取的阶段性的调控手段，在低库存压力之下，后期增长压力不大。从卷烟产量、销量单月数据及同比增速的变化趋势来看，2018年9月卷烟销量为429.44万箱，同比下滑了3.81%，卷烟当月产量为415.08万箱，同比下滑了10.42%。我们认为，产量的下滑要结合库存数据以及上半年的产量增速综合来看，2018年1月-8月卷烟库存为425.16万箱，相较于2017年1月-8月的454.62万箱来看，同比下降了29.46万箱，对应全年降库存目标100万箱来看，2018年9月-12月库存去化任务相对较重。我们认为，这主要因为2018年1-9月卷烟产量端复苏力度相对强势所致，对应1-9月烟草行业完成卷烟产量3557.54万箱，同比增长了2.34%。由此，使得库存去化的进度有所放缓。但是就目前的卷烟库存水平来看，2018年8月卷烟工商库存累计为425.16万箱。中长期来看，仍处于近三年以来的低位。因此，2018年10月份以来的产量增速下滑可能和上半年产量增速过快以及库存去化任务的加速推进有关，后续在销量增速基本稳定的情况之下，产量有望继续保持稳定增长。换言之，卷烟销量的增速是否能保持稳定增长的态势？我们就复盘卷烟销量历年增长情况而言，除了2015-2016年受到提税顺价政策的影响，出现大幅负增长的情况，其余年份基本保持稳定。因此，我们认为，2019年在税收政策未发生较大变化的趋势之下，卷烟销量增长势头大概率保持稳定。

表 8: 卷烟销量、产量月度数据及同比增速%

指标名称	卷烟:销量:当月值	卷烟:销量:月度同比增速%	卷烟:产量:当月值	卷烟:产量:月度同比增速%
2013-01	747.30	4.94%	815.80	4.68%
2013-02	340.40	-4.94%	216.90	-8.94%
2013-03	389.50	0.41%	400.00	-3.43%
2013-04	382.30	1.59%	383.72	-0.33%
2013-05	412.10	3.80%	378.88	-1.38%
2013-06	392.68	1.55%	393.23	-1.02%
2013-07	375.80	-7.32%	394.67	3.97%
2013-08	468.45	10.38%	426.01	4.90%
2013-09	448.56	0.08%	509.74	-2.46%
2013-10	387.83	4.68%	385.72	9.08%
2013-11	399.53	-0.32%	458.50	-0.33%
2013-12	255.17	0.11%	304.31	16.24%
2014-01	777.21	4.00%	760.90	-6.73%
2014-02	309.43	-9.10%	245.42	13.15%
2014-03	383.47	-1.55%	393.54	-1.62%
2014-04	383.49	0.31%	390.42	1.75%
2014-05	401.44	-2.59%	397.63	4.95%
2014-06	409.70	4.33%	405.90	3.22%
2014-07	420.58	11.92%	424.29	7.51%
2014-08	430.00	-8.21%	435.32	2.19%
2014-09	450.48	0.43%	518.68	1.75%
2014-10	391.39	0.92%	397.22	2.98%
2014-11	392.54	-1.75%	451.93	-1.43%
2014-12	349.31	36.89%	348.75	14.60%
2015-01	645.14	-16.99%	687.42	-9.66%
2015-02	401.11	29.63%	266.19	8.46%
2015-03	373.60	-2.57%	379.45	-3.58%
2015-04	402.17	4.87%	379.40	-2.82%
2015-05	401.64	0.05%	390.61	-1.77%
2015-06	382.35	-6.68%	410.23	1.07%
2015-07	403.11	-4.15%	405.22	-4.49%
2015-08	413.95	-3.73%	414.19	-4.85%
2015-09	455.31	1.07%	505.36	-2.57%
2015-10	379.10	-3.14%	427.34	7.58%
2015-11	393.00	0.12%	480.45	6.31%
2015-12	328.53	-5.95%	378.44	8.51%
2016-01	688.70	6.75%	676.50	-1.59%
2016-02	259.25	-35.37%	207.20	-22.16%
2016-03	374.98	0.37%	352.07	-7.22%
2016-04	353.48	-12.11%	340.32	-10.30%

2016-05	371.15	-7.59%	363.92	-6.83%
2016-06	388.95	1.73%	383.84	-6.43%
2016-07	372.76	-7.53%	380.38	-6.13%
2016-08	404.29	-2.33%	393.86	-4.91%
2016-09	429.83	-5.60%	416.13	-17.66%
2016-10	355.05	-6.34%	377.36	-11.70%
2016-11	395.87	0.73%	419.87	-12.61%
2016-12	306.69	-6.65%	399.33	5.52%
2017-01	662.45	-3.81%	589.57	-12.85%
2017-02	292.67	12.89%	246.95	19.18%
2017-03	377.09	0.56%	369.30	4.89%
2017-04	352.37	-0.31%	321.77	-5.45%
2017-05	387.46	4.39%	336.38	-7.57%
2017-06	402.98	3.61%	385.14	0.34%
2017-07	377.09	1.16%	367.59	-3.36%
2017-08	410.72	1.59%	396.13	0.58%
2017-09	446.46	3.87%	463.37	11.35%
2017-10	341.84	-3.72%	366.22	-2.95%
2017-11	393.93	-0.49%	447.04	6.47%
2017-12	292.74	-4.55%	352.94	-11.62%
2018-01	657.66	-0.72%	663.23	12.49%
2018-02	365.16	24.77%	250.57	1.47%
2018-03	364.66	-3.30%	360.70	-2.33%
2018-04	356.72	1.23%	341.86	6.24%
2018-05	389.05	0.41%	373.81	11.13%
2018-06	379.81	-5.75%	360.53	-6.39%
2018-07	396.44	5.13%	385.97	5.00%
2018-08	424.12	3.26%	405.79	2.44%
2018-09	429.44	-3.81%	415.08	-10.42%

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

表 9: 卷烟产量、销量、库存累计值及同比增速%

	卷烟:产量:累计值(单位:万箱)	产量累计同比增速%	卷烟:销量:累计值(单位:万箱)	销量累计同比增速%	卷烟:工商库存(单位:万箱)	库存累计同比增速%
Jan-15	687.42	-9.66%	645.14	-16.99%	544.25	16.73%
Feb-15	953.61	-5.24%	1,046.25	-3.72%	433.14	13.80%
Mar-15	1,333.06	-4.77%	1,419.85	-3.42%	430.61	10.30%
Apr-15	1,712.46	-4.35%	1,822.02	-1.70%	423.17	7.87%
May-15	2,103.07	-3.88%	2,223.66	-1.39%	412.12	6.82%
Jun-15	2,513.30	-3.10%	2,606.01	-2.20%	431.32	13.33%
Jul-15	2,918.52	-3.30%	3,009.12	-2.47%	429.8	8.37%
Aug-15	3,332.71	-3.50%	3,423.07	-2.62%	432.86	11.35%
Sep-15	3,838.07	-3.37%	3,878.38	-2.20%	488.83	5.10%

Oct-15	4,265.41	-2.38%	4,257.48	-2.29%	516.31	13.10%
Nov-15	4,745.86	-1.56%	4,650.48	-2.09%	603.5	16.62%
Dec-15	5,124.30	-0.88%	4,979.01	-2.35%	666.9	23.14%
Jan-16	676.5	-1.59%	688.7	6.75%	683.19	25.53%
Feb-16	883.7	-7.33%	947.95	-9.40%	607.26	40.20%
Mar-16	1,235.77	-7.30%	1,322.93	-6.83%	585.44	35.96%
Apr-16	1,576.09	-7.96%	1,676.41	-7.99%	570.72	34.87%
May-16	1,940.01	-7.75%	2,047.56	-7.92%	564.02	36.86%
Jun-16	2,323.85	-7.54%	2,436.51	-6.50%	548.87	27.25%
Jul-16	2,704.23	-7.34%	2,809.27	-6.64%	574.47	33.66%
Aug-16	3,098.09	-7.04%	3,213.56	-6.12%	557.13	28.71%
Sep-16	3,514.22	-8.44%	3,643.39	-6.06%	553.88	13.31%
Oct-16	3,891.58	-8.76%	3,998.44	-6.08%	562.69	8.98%
Nov-16	4,311.45	-9.15%	4,394.31	-5.51%	584.26	-3.19%
Dec-16	4,710.78	-8.07%	4,701.00	-5.58%	686.68	2.97%
Jan-17	589.57	-12.85%	662.45	-3.81%	641.14	-6.15%
Feb-17	836.52	-5.34%	955.12	0.76%	583.73	-3.87%
Mar-17	1,205.82	-2.42%	1,332.21	0.70%	563.4	-3.76%
Apr-17	1,527.59	-3.08%	1,684.58	0.49%	537.02	-5.90%
May-17	1,863.97	-3.92%	2,072.04	1.20%	493.74	-12.46%
Jun-17	2,249.11	-3.22%	2,475.02	1.58%	469.8	-14.41%
Jul-17	2,616.70	-3.24%	2,852.11	1.52%	479.21	-16.58%
Aug-17	3,012.83	-2.75%	3,262.83	1.53%	454.62	-18.40%
Sep-17	3,476.20	-1.08%	3,709.29	1.81%	N.A	N.A
Oct-17	3,842.42	-1.26%	4,051.13	1.32%	482.89	-12.82%
Nov-17	4,289.46	-0.51%	4,445.06	1.15%	551.99	-1.90%
Dec-17	4,642.60	-1.45%	4,737.80	0.78%	626.83	7.29%
Jan-18	663.23	12.49%	657.66	-0.72%	606.02	-11.75%
Feb-18	913.8	9.24%	1,022.82	7.09%	509.87	-20.47%
Mar-18	1,274.50	5.70%	1,387.48	4.15%	492.91	-15.56%
Apr-18	1,616.36	5.81%	1,744.20	3.54%	494.46	-12.24%
May-18	1,990.17	6.77%	2,133.25	2.95%	474.87	-11.57%
Jun-18	2,350.70	4.52%	2,513.06	1.54%	453.09	-8.23%
Jul-18	2,736.67	4.58%	2,909.50	2.01%	451.29	-5.83%
Aug-18	3,142.46	4.30%	3,333.62	2.17%	425.16	-6.48%
Sep-18	3,557.54	2.34%	3,763.07	1.45%	N.A	N.A

资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

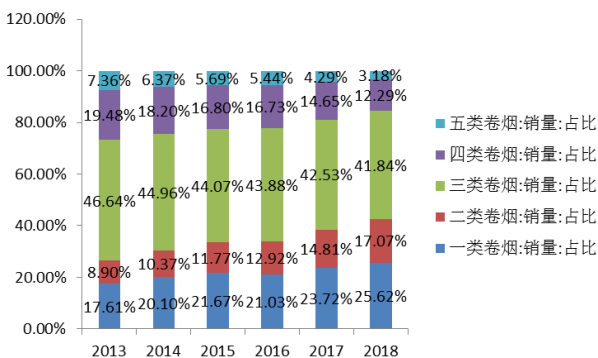
就预期差二而言，销量增长乏力实在利好卷烟产品的提价提档，从而有利于烟标龙头企业市占率的提升。对应 2018 年烟草行业的税利目标来看，计划全年实现税利总额 1.13 万亿元，相较于 2017 年同比增长 1.44%。因税利目标的增速高于销量目标的同比增速 0.26%，我们认为近期低档烟价格上调的动作可能也与此因素有关。结合行业最新的提价情况来看，中南海（金 8mg）全国统一批发价从 57.24 元/条提升至 61.5 元/条。自 2019 年 1 月 1 日起，白沙（软）全国统

一批发价从 38.16 元/条提升至 53 元/条；白沙（硬）全国统一批发价从 47.7 元/条调整为 53 元/条。

此外，对应历史上卷烟提档及提价的动作来看，从卷烟行业 2013-2018 年的产品销售结构来看，一类烟、二类烟的销量占比呈现持续上升的趋势。2018H1，一类卷烟的销量占比为 25.62%，二类卷烟的销量占比为 17.07%。相较于 2013 年，2018H1 一类卷烟、二类卷烟的销量占比提升趋势显著，分别提升了 8.01pct 和 8.17pct。三类、四类及五类烟的销量占比则呈现下滑趋势。

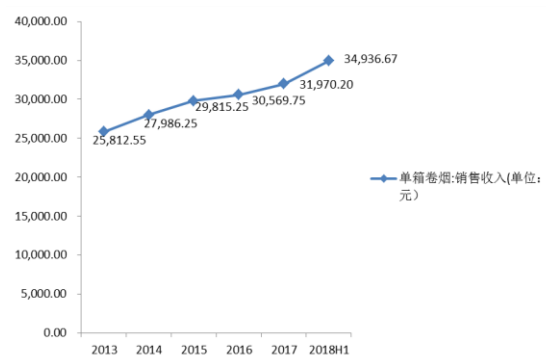
将卷烟行业的产品结构和收入增速的变化趋势结合起来看，2015-2016 年在销量增速呈负增长的趋势之下，卷烟行业收入增速仍保持个位数以上的增长。这主要得益于卷烟产品结构升级所推动的平均零售价格的提升，从而以价补量推动收入持续增长。具体来看，从 2006 年至 2015 年，国内卷烟加权平均零售价格从 5.08 元/盒（20 支）增加到 12.57 元/盒（20 支），年均增长 10.59%。2007 年至 2014 年，一、二、三类烟合计占比从 2007 年的 32.80% 提高到 2015 年的 75.43%，年均增长 12.45%。从 2013 年至 2018H1，国内卷烟的单箱批发价从 25812 元提升至 34937 元，期间复合增速为 6.24%。预计截止十三五末即 2020 年，单箱卷烟的平均批发价预期可达 38000 元，所以卷烟行业的产品结构升级将继续推进。总体来看，我国卷烟总体销量近五年保持低速增长。但从销售结构来看，单位售价较高的一、二类卷烟销售数量持续增长，单价较低的四、五类烟销量持续下降。高单价品种销量的高速增长抵消了低单价品种销量下降的部分影响，因此，在总量低速增长的同时，销售收入依然保持了相对稳定的增速。2013-2015 年卷烟销售收入金额分别为 12,473.30 亿元、13,590.40 亿元和 14,223.10 亿元，期间复合增速为 6.78%；对应上缴财政总额分别为 8,161.22 亿元、9,110.30 亿元和 10,950.00 亿元，期间复合增速为 15.83%。

图 39：卷烟产品销量结构划分



资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

图 40：单箱卷烟销售收入变化趋势



资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

由此可见，基于卷烟行业产品结构性调整的不断深入，近年以来中高档卷烟产销量才得以保持较快的增长。基于这些卷烟对烟标的防伪技术、烟标设计、烟标质量、烟标一致性的要求显著高于低档烟标产品，中长期来看，有利于推动高档烟标需求量的回升，从而进一步推动高端烟标生产企业市占率的提升。另外，从卷烟品牌集聚效应逐渐增强的趋势来看，下游行业的整合为烟标印刷行业的优势企业提供了契机。卷烟行业的进一步规范、品牌集中度的不断提高，提升了设计服务能力强、印刷工艺水平高、防伪性强、符合节能环保理念的烟标企业的竞争优势。

势。因此，可以预计未来烟标印刷行业的市场将逐步向优势烟标印刷企业集中。所以，纵然卷烟销量疲软已成常态，但实则其将推动中高档卷烟占比的提升，从而推动烟标龙头市占率的提升，中长期将加速行业的优胜劣汰及竞争格局的优化。

预期差之三，在控烟大趋势及卷烟销量增长疲弱的趋势之下，保利税目标的实现将加速推动新型烟草的试点推广及发展。结合中国控制吸烟协会的控烟态度来看，认为烟草总局的年度销售目标也违背了控烟履约的承诺。基于控烟和销售目标之间的矛盾，我们认为未来推广新型烟草势在必行。主要原因如下：其一，大幅提税会对销量造成较大影响，因而产品结构升级的执行性相对较高；其二，参考日本经验，新型烟草应参照一、二档卷烟的征税标准，其具有较高的毛利率；并且，加热不燃烧烟具能够将燃烧温度控制在合理范围内，从而降低有害物质的释放对人体的伤害，因而也符合控烟组织减害的宗旨。据此，我们认为一旦加热不燃烧器具专利技术壁垒实现突破之后，叠加中烟公司烟弹产能储备相对充裕的情况，新型烟草在国内大有可为。

从目前国内各大中烟公司新型烟草的研发及推广情况来看，继四川中烟“宽窄”系列之后，2018年4月16日，云南中烟与韩国IF烟草株式会社在昆明签署“MC”品牌低温不燃烧卷烟经销协议，标志着云南中烟首批低温不燃烧产品正式进入韩国市场。2018年7月，广东中烟于老挝推出了首套新型烟草制品MU+、ING，成为行业内第一家推出新型烟草的中烟公司。2018年11月7日，湖北中烟MOK发布会开启，标志着国内首家新型烟草制品旗舰店——MOK官方旗舰店成立，同步开放的还有MOK在韩国首尔新沙洞的旗舰店。此外，2018年11月22日，在刚结束的“云南中烟拓展国际市场工作会暨新品发布会”上，会上发布全球首款可燃可烤烟具VIPN和烟支AshimaLulu，以及烟具MC Mate1.2，MC P1.0和MC Mini1.0，烟支MC（6种口味），其中，VIPN产品不同于MC系列，主打环形加热。该产品顺应市场“健康化”的趋势，降低卷烟原材料的消耗。由此可见，从2017年底至2018年11月，各大中烟公司在新型烟草的器具研发及海外试点方面均呈现加速推进的态势。

表 10：国内中烟公司加热不燃烧产品发展现状

四川中烟	2017年10月，四川中烟的加热不燃烧烟具产品“功夫”登陆韩国，是中国第一款海外上市的加热不燃烧品牌，一同上市的还有宽窄（子弹头）烟弹，目前在国内京东、天猫等电商平台有售卖烟。
广东中烟	2018年，广东中烟首批加热不燃烧烟草制品在老挝上市。 广东中烟新型烟草制品MU+、ING首发上市产品包括两款加热器具，以及中式陈皮和薄荷口味卷烟，提高了产品感官质量和稳定性，适应不同消费需求
安徽中烟	2018年10月18日，安徽中烟在合肥隆重召开磁粒均热技术加热不燃烧产品全球首发仪式。安徽中烟创造性地应用了磁感交流变频原理，可实现非接触式能量的均匀、稳定递送，受热热能均匀分布，保障温度区间内的稳态加热，解决了烟草制品发烟受热不均匀的问题。
湖北中烟	2015年，湖北中烟申请发明专利：一种化学加热低温卷烟。据称，该发明通过化学反应加热烟丝，加热温度较低，在不影响烟丝中烟草香味成分释放的情况下，可有效减少侧流烟气对环境和人体健康的危害。 2018年5月25日，湖北中烟获得发明专利：一种辊压法加热不燃烧再造烟叶的制备方法及其应用。 2018年，11月7日湖北中烟MOK发布会开启，标志着国内首家新型烟草制品旗舰店——MOK官方旗舰店成立，同步开放的还有MOK在韩国首尔新沙洞的旗舰店。

云南中烟	2018年初，云南中烟成立了专门的新型烟草工作团队，积极寻找和广泛招商，主要目标市场柬埔寨、乌克兰、俄罗斯、日本和加拿大等国家。 云南中烟技术中心负责新型烟草产品研发，在深圳成立了负责产品市场化研发的研创平台
贵州中烟	贵州中烟自主研发的新型卷烟红外加热技术，被认定为行业内新型卷烟热源技术的重大原理创新。贵州中烟在新型烟草制品核心技术领域共申请专利 50 余项，申请 PCT 国际专利 3 件，并参编行业标准 2 项。 目前，贵州中烟已研发 2 款新型卷烟烟具，1 款新型卷烟烟支等
山东中烟	2017 年，山东中烟申请发明专利：可调式烟草物料加热器。

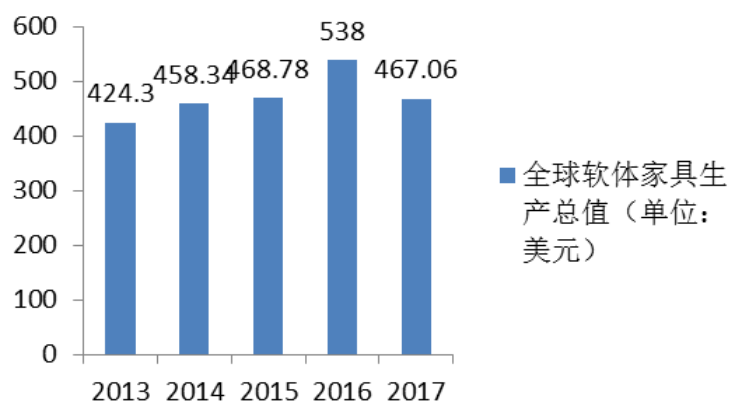
资料来源：中国烟草网、国海证券研究所

6、软体家具整合进程加快，顾家龙头地位有望加强

目前，中国软体家具市场是一个成长迅速、潜力巨大的成熟市场。2010-2016 年全球软体家具产值规模总体呈现上升趋势，从 2010 年的 279.78 亿美元提升至 2016 年的 538 亿美元，期间复合增长率约为 11%，发展势头较快。2017 年，受行业周期性波动的影响，产值规模有所下滑，2017 年全球产值约为 467.06 亿美元。

软体家具是当今世界上众多家具产品中的重要组成部分之一，软体家具市场约占总体家具市场的 9.13%，也是近年来在家具市场领域中增长最快的部分之一。随着经济全球化的深入，世界家具行业国际化进程也有所加快，家具生产规模和市场范围均在不断扩大，世界各个国家和地区间的家具进出口贸易也十分活跃。2014 年以来，全球家居贸易趋向稳定，贸易总额每年无太大变化。但 2017 年、2018 年乃至 2019 年，随着英国脱欧、中美贸易战的影响逐渐显现，全球家具贸易则存在巨大的不确定性。

图 41：全球软体家具生产总值（单位：美元）



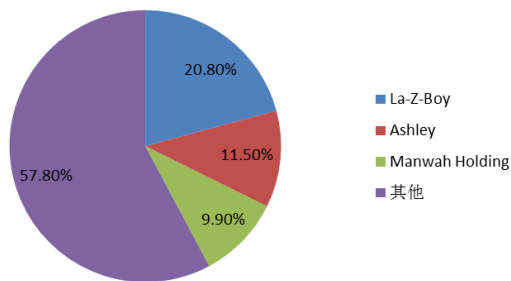
资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

分品类来看，床垫和沙发在过去十年均保持快速增长。根据中国产业信息网相关数据，2016 年床垫行业的市场规模为 443 亿元，年复合增速近 10%，沙发行业的市场规模为 518.6 亿元，年复合增速为 10.2%。从中美软体行业的差异来看，主要体现在头部品牌的集中度上。中国沙发行业 CR3 仅为 10%左右，而美国沙发行业 CR3 为 42%，中国床垫行业 CR5 为 10%左右，而美国床垫行业 CR5

近 85%。中国软体家具行业竞争格局相对分散的主要原因在于国内厂商的产品力和品牌力都不够，国内软体家具厂商大都起源于代工，产品的原创设计能力相对较弱，产品同质化程度高，品牌的辨识度不高，加上家具产品的运输半径的问题，容易形成条块分割，品牌林立的产业格局。

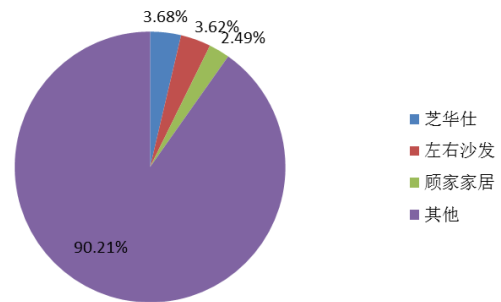
2018 年下半年以来，随着地产下行压力逐渐加大，中小软体家具企业经营难度逐渐加大，盈利压力逐步提升，从而推动了软体家具行业开始进入头部品牌之间并购整合速度加快的阶段。2018 年 10 月，顾家家居公告拟收购喜临门 23% 的股权，并且 2018 年 11 月顾家家居再次公告了计划通过股权转让和增资形式以人民币 42,429 万元获得泉州玺堡家居科技有限公司 51% 的股权。我们看好在地产下行周期之下，中小品牌的经营压力加大给龙头企业创造了外延并购速度加快的新机遇。软体家具头部品牌整合动作的加快直接带来了集中度提升及行业竞争格局的优化。参考 2008 年金融危机时，席梦思被控股舒达的阿瑞斯资产管理公司和加拿大安略教师退休基金会收购，与舒达成为同一控制下的品牌集团；2012 年丝涟接受泰普尔的收购之后，公司整体更名为泰普尔丝涟国际公司。由此可见，按照高集中度的美国软体家具行业发展的进程来看，巨头的形成除了依靠内生增长即打品牌、扩渠道、品类扩张之外，还有就是外延并购即加大对中小品牌的收购和整合。我们看好顾家近年来一系列的收并购举措，并认为顾家在主业根基扎实的基础之上，从软体家具、定制家具再到全屋大家居都有望成为其业务范围，从而带动客单价的提升。但后续仍需关注，顾家收购品牌的整合及运营的状况。

图 42: 美国沙发龙头市占率比较%



资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

图 43: 国内沙发龙头市占率比较%



资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

此外，再从床垫行业的成长空间及集中度提升的量化空间来看，为验证未来床垫市场规模增速的确定性并量化新增商品房推动的销售、存量换新带动的销售对未来床垫行业市场规模增速的影响，根据模型我们做了如下测算：我们认为床垫需求的增量部分主要包括两大块，一部分为人口自然增长、城镇化进程加速、床垫渗透率提升、新增商品房需求所带来的增量；另外一部分即为存量换新需求，主要包括既有的床垫用户按照每十年为一轮更新周期所带来的换新需求。基于上述逻辑，我们测算出的结果为 2018-2022 年床垫行业市场规模的同比增速基本能维持在 11%-13% 之间。

根据上述预测逻辑，具体假设如下：1、城镇化率按照 1.2% 的速率在逐年提升；2、总人口的自然增速按 0.55% 在逐年增长；3、床垫渗透率逐年按照 2%-3% 的速度在持续提升；4、商品房销售面积的增速维持 3%-6% 的弱增长趋势（基于地

产调控的负面预期,给予低增速假设),假设其中 40%的新增需求为非投资性需求,假设每套商品房的面积为 100 平方米; 5、假设每户床垫采购数为 2 个; 6、假设床垫采购均价每年增幅处于 6%-8%之间。基于以上测算逻辑及假设前提,我们认为 2018-2022 年床垫的市场规模仍能保持 13%左右的稳定增长。总体而言,基于城镇化进程的加速、床垫渗透率的持续提升以及存量更新置换需求的陆续释放,我们认为床垫行业是一个受地产周期波动影响有限并且增速相对稳定的子行业。

表 11: 床垫行业 2018-2022 年市场规模成长性测算

市场规模测算	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
总人口 (单位: 万人)	137462	138271	139008	139773	140541	141314	142091	142873
总人口同比增速%		0.59%	0.53%	0.55%	0.55%	0.55%	0.55%	0.55%
城镇化率	56.10%	57.35%	58.52%	59.72%	60.92%	62.12%	63.32%	64.52%
城镇人口 (单位: 万人)	77116	79298	81347	83472	85618	87784	89972	92182
城镇人口每户人口	2.85	2.86	2.85	2.86	2.86	2.86	2.86	2.86
城镇家庭户数 (万户)	27058	27727	28543	29186	29936	30694	31459	32231
城镇家庭床垫普及率%	60%	63%	65%	67%	69%	71%	73%	75%
城镇家庭床垫保有量 (万张)	32470	34936	37106	39109	41312	43585	45930	48347
每年新增床垫需求量 (万张) 基于人口维度		2466	2170	2003	2203	2273	2345	2417
每年新增床垫需求量 (万张) -基于商品房销售维度		899	1100	1158	1193	1253	1328	1408
上一年商品房销售面积 (单 位: 亿平米)		11.24	13.75	14.48	14.91	15.66	16.60	17.60
同比增速%			22.33%	5.31%	3%	5%	6%	6%
上一年商品房销售套数 (假设 每套 100 平米, 单位: 万套)		1124	1375	1448	1491	1566	1660	1760
存量床垫更新需求 (万张)		3247	3494	3711	3911	4131	4359	4593
存量床垫更新需求同比增 速%			7.59%	6.21%	5.40%	5.63%	5.50%	5.38%

每年床垫总需求量(万张)		6612	6764	6872	7307	7657	8031	8418
床垫平均价格(元)		950	1026	1118	1185	1280	1383	1493
床垫价格平均增速%			8.00%	9%	6%	8%	8%	8%
床垫市场规模(亿元)		628	694	769	866	980	1110	1257
市场规模同比增速%			10.48%	10.75%	12.70%	13.18%	13.27%	13.20%

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

再结合国内床垫行业的集中度来看,根据泛家居网 2014 年相关统计数据,我国有近千家床垫企业,规模以上的床垫企业品牌约有 170 家,国内前四大床垫知名品牌慕思、喜临门(剔除海外收入约 5.33 亿元)、穗宝、雅兰对应的收入规模合计为 37.56 亿元,按照 2 倍的加价倍率折算成终端销售额约为 75.12 亿元,对应当年床垫的市场规模 442 亿元,粗略计算 CR4 为 17%,综合考虑慕思、穗宝及雅兰三家非上市公司也存在一定比例的外销收入,预计实际 CR4 接近 15%。2014 年美国床垫行业 CR4 为 73.57%,与美国同期的集中度相比而言,国内床垫行业的集中度显著较低,但结合床垫自身的产品属性来看,床垫产品相对标准化,可规模化生产,单品价值较高,具备品牌化的基础,而目前仍处于品牌集中度提升的初期。未来随着居民收入的提高以及“品牌消费理念”的逐渐显现,市场份额将逐步向优势品牌靠拢,而品牌形象差、技术及资金实力有限的企业将在竞争中愈发处于劣势地位。

图 44: 国内床垫行业 TOP5 市占率比较

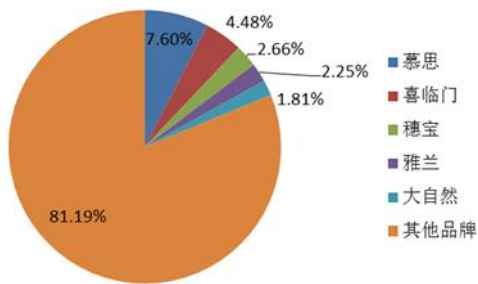
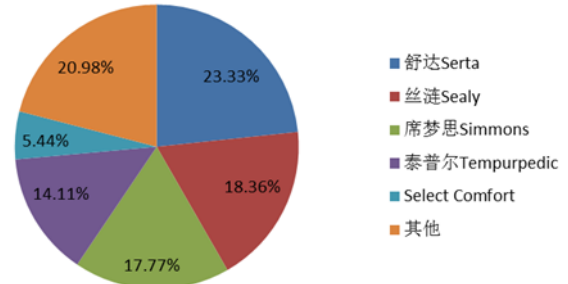


图 45: 美国床垫行业 TOP5 市占率比较



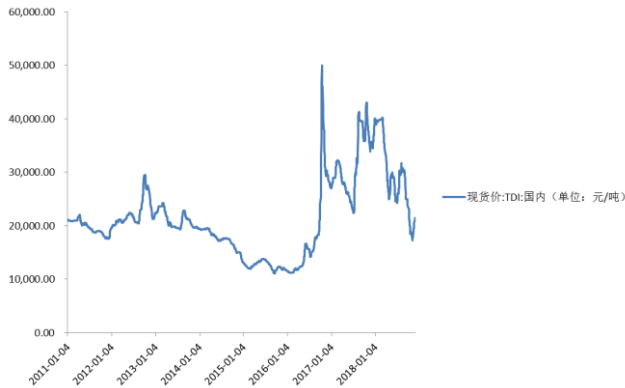
资料来源: 泛家居网、国海证券研究所

资料来源: 泛家居网、国海证券研究所

从 2017 年三季度开始,海绵上游原材料 TDI、MDI 价格出现大幅上涨,MDI 的月均价从 2017 年 7 月的 24919.05 元/吨上升至 2017 年 9 月的 37304.55 元/吨,期间涨幅为 49.70%。TDI 的月均价从 2017 年 7 月的 26704.76 元/吨上升至 2017 年 9 月的 38481.82 元/吨,期间涨幅为 44.10%。因海绵是软体家具企业重要的原材料,在其成本中的占比大约为 10%-20%,自 2017 年下半年以来,受 TDI、MDI 价格大幅上涨的影响,顾家家居、喜临门以及梦百合的毛利率均出现了一定程度的下滑。为应对成本压力的影响,软体家具公司均进行了相应的提价。而 2018 年 3 月份以来,MDI 和 TDI 的价格均呈现大幅回落的趋势,就 TDI 的价格而言,已经从 2018 年的 3 月均价 36390.91 元/吨回落至 2018 年 11 月的 19209.09

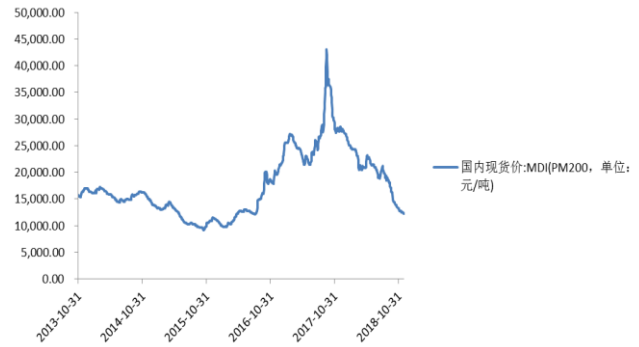
元/吨，期间跌幅为 47.21%。MDI 的价格从 2018 年的 3 月均价 21990.91 元/吨回落至 2018 年 11 月的 12595.45 元/吨，期间跌幅为 42.72%。由此可见，受益于原材料 TDI、MDI 价格大幅回落的影响，软体家具龙头顾家家居、喜临门及梦百合的业绩弹性有望在 2019 年逐渐显现。

图 46: 近期国内 TDI 价格变化趋势



资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

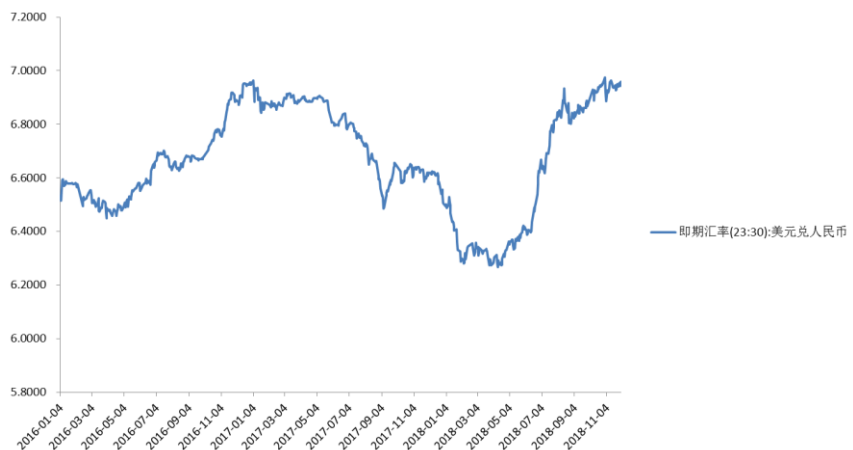
图 47: 近期国内 MDI 价格变化趋势



资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

2017 年受人民币大幅升值的影响，美元兑人民币汇率从 2017 年年初的 6.96 下降至 2017 年年底的 6.51，软体家具的出口业务由于受到人民币升值的影响，均形成了较高的汇兑损失，并且财务费用率有所提升。结合顾家家居、喜临门、梦百合 2017 年的汇兑损益来看，2017 年顾家家居的汇兑损失为 4734.82 万元、422.40 万元和 2470.58 万元，占财务费用的比例分别为 98.13%、11.43%和 70.33%。因梦百合的外销收入占比近 80%，所以其受汇率波动的影响更大，而顾家和喜临门的外销收入占比分别对应 33%和 21.38%，受汇率波动的影响相对较小。据此，我们认为人民币汇率自 2018 年以来走贬的趋势将有利于软体家具龙头企业汇兑收益的增加。

图 48: 美元兑人民币汇率走势



资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

7、定制家具行业竞争激烈程度加剧，第二阶段龙头集中度的提升仍有待时日

从目前已上市的 8 家定制家具企业近年来收入、利润增速的同比变化趋势来看，可以发现自从 2018 年以来，收入增速下滑显著。2018Q3，已上市的 8 家定制家具公司实现营业总收入 238.46 亿元，同比增长了 21.71%。2018H1，已上市的 8 家定制家具公司实现营业总收入 141.59 亿元，同比增长了 25.67%。由此可见，从 2018 年年初至今，定制家具行业收入增速逐季度下滑趋势显著，这主要可以归因于地产周期下行、精装房渗透率提升对终端零售的冲击以及定制家具行业竞争激烈程度加剧所带来的综合影响。

从利润增速的表现来看，对应 8 家上市公司 2018 年前三季度实现归母净利润 29.83 亿元，同比增长了 29.41%。相较于 2018H1 来看，2018H1 实现归母净利润 14.48 亿元，同比增长了 39.22%。由于受收入增速回落的影响较为显著，利润增速也呈现回落趋势，但利润增速要显著高于收入增速，主要和规模效应的显现、期间费用率及毛利率的管控状况良好以及原材料价格的回落的有关。

图 49: 定制家具行业营业总收入及同比增速%

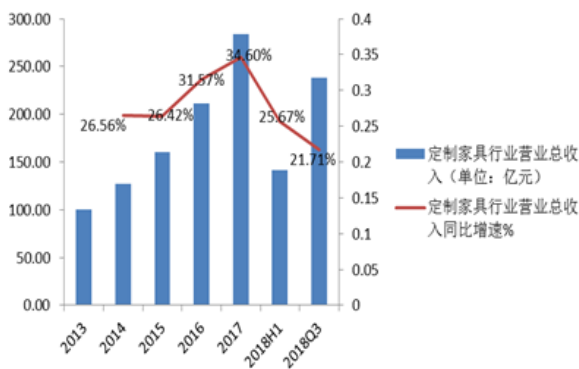
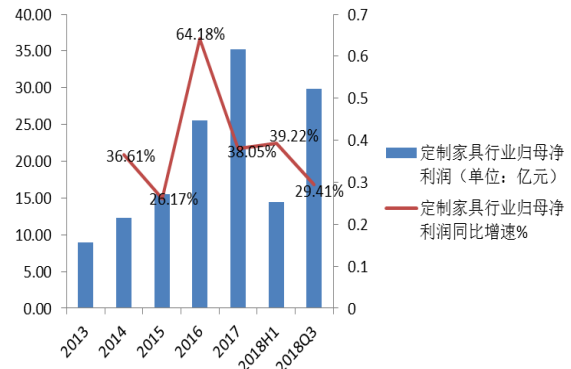


图 50: 定制家具行业归母净利润及同比增速%



资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

表 12: 定制家具公司历年毛利率变化情况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018Q3
索菲亚	37.05%	37.36%	37.80%	36.57%	38.17%	37.67%	37.88%
好莱客	37.60%	37.34%	38.17%	39.98%	38.34%	39.28%	40.37%
皮阿诺	38.95%	40.20%	41.41%	37.85%	34.45%	34.89%	35.41%
尚品宅配	47.01%	44.82%	44.96%	46.19%	45.11%	43.35%	43.56%
顶固集创	38.97%	37.35%	35.42%	36.43%	37.93%	38.01%	37.93%
金牌厨柜	45.52%	40.91%	41.20%	38.11%	39.14%	39.70%	38.82%
志邦家居	38.94%	38.12%	37.74%	36.80%	34.90%	36.48%	37.31%
我乐家居	32.29%	34.17%	31.73%	34.72%	36.97%	34.71%	37.01%
欧派家居	29.86%	28.23%	31.65%	36.55%	34.52%	37.23%	37.88%

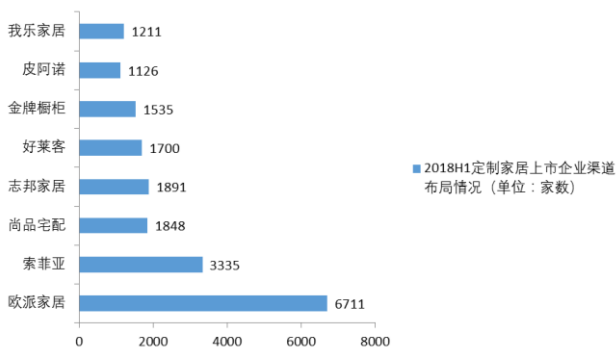
资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

定制行业的核心增长动力并没有发生变化，只是增长势头相对有所弱化。传统定制家具的业绩增长驱动因素即可归因于同店和新店。同店增长可以拆分为订单数和客单价，客单价的驱动因素主要包括定制柜体数的增长以及品类扩张所带来的协同。就 2018 年前三季度的情况来看，客单价及订单数的增长情况均有所承压。订单数的承压主要与地产周期下行所带来的新房及二手房成交量下滑等因素有关，此外还可能和精装修渠道的分流影响有关。客单价承压主要和定制家具行业

竞争格局的恶化以及引流促销套餐的不断增多有关。因定制柜体数的增加与降价因素能够形成一定程度的对冲，并且因配套品的收入贡献相对较弱，从而导致客单价的提升存在一定的压力。

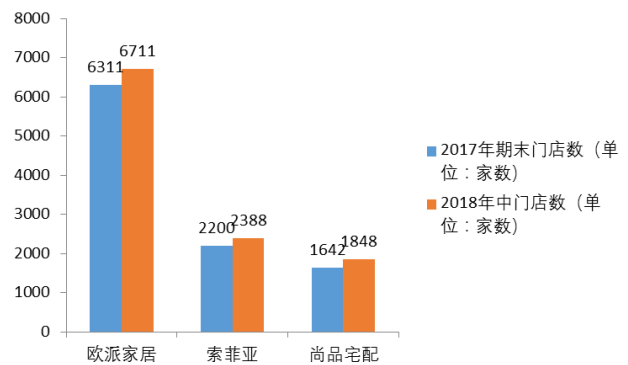
从 2018 年上半年整个定制行业发展的趋势来看，当前阶段线下渠道持续扩张的红利仍在，但品类多元化、多渠道发力以及信息化水平有待提升已经成为未来定制家具头部企业需要重点去突破的方向。从单渠道扩张的角度来看，一般来说，单品类的开店上限为 4000 家，对标已经上市的 8 家定制企业来看，目前在单一品类中尚未出现已经突破 4000 家门店的品牌，所以渠道扩张的空间仍然可观。但是随着精装修市场的快速发展，势必挤压分流掉零售市场的部分份额。因为橱柜与精装房的配套率更高，所以和工程渠道的销售联系程度更高。定制橱柜市场受到精装房的影响会大于定制衣柜市场。一方面橱柜企业工程端收入呈现加速增长的趋势，另一方面工程大宗业务的回款周期较长，营收的增加会对现金流起到一定的影响。此外，除了工程渠道及线下经销商渠道的持续开拓之外，尚品宅配和欧派也在整装渠道做了相应的探索。

图 51：2018 上半年定制家具企业渠道布局状况



资料来源：亿欧网、国海证券研究所

图 52：2017 年期末和 2018H1 三家定制企业门店数量对比



资料来源：亿欧网、国海证券研究所

从定制家具龙头公司在整装领域的最新布局来看，尚品宅配继去年启动 HOMKOO 整装云项目后，今年开始自营整装，以更直接的方式切入到装修市场。欧派家居于 2018 年 10 月 24 日，全面推出了“欧派整装大家居模式”，将设计、产品、施工三要素相结合，让整装成为大家居的销售载体，大家居成为整装的销售场景，从而与家装公司形成产品和服务方面的双向资源互补。由此可见，随着流量成本越来越高，定制家具企业不仅仅关注提高自身内部流量的利用效率，也开始关注从装修公司处获取流量。通过整合硬装和软装，定制家具企业可以进一步向上整合流量入口。

从 2019-2020 年定制龙头企业产能投放的情况来看，仔细对比三家企业生产线建设情况，2016 年财报披露的项目任务都很重。一般来说投产之后企业会有一些的过渡期，首先索菲亚华东、华北一期和二期的生产线已经开始正常运转，2012 年底建设完成的柔性生产线使得索菲亚连续四年增长超过 32%，2016 年创新升级的数字化生态系统及生产基地智能化改造按时间来看分别会在 2020 年、2019 年完成，华中生产基地也将在 2019 年正常运转，不计算 2017 年的项目建设，2020 全年依靠多条生产线及数字化、智能化系统，索菲亚产能规模体量的

增长空间相当可观。

在欧派家居公布的招股书中可以发现，上市后欧派将新增加 30 万套整体橱柜生产线、30 万套整体衣柜生产线、60 万樘木门生产线，以及无锡生产基地的建设，这些在募资成功后于 2 年时间内建设完成，2019 年达产，2020 年即可实现生产线正常运转。比较欧派家居之前生产线能力（整体橱柜 50 万套、整体衣柜 73 万套、木门 15 万樘），在产量上面就分别实现了 60%、41.09%、400%的增长。

尚品宅配在招股书也表明，近三年企业产能利用率已接近 90%，且逐年不断上升，随着销售规模的不断增长，现有的生产设施已基本处于满负荷运转的状态。智能制造生产线建设项目的建设能有效解决公司在定制家具生产端产能不足的问题；家居电商华南配套中心建设项目的建设将扩大配套家居产品仓储规模、建立配套家居产品专门的物流中心，扩大销售规模，增强核心竞争力。

根据产能投放增速及扩张情况，我们预期 2019-2020 年定制行业竞争激烈程度将持续加大，价格战层面有可能从当前这种以引流目的为主的中小型价格战演化成深度且较为激烈的价格战。当前深度价格战无法上演的核心原因之一为定制家具行业非标属性强，对服务能力要求高且目前有产能瓶颈的限制。而 2019 年产能陆续达产之后，假设地产周期仍然表现相对疲弱的话，很有可能加速推动定制家具行业集中度的提升，即完全区别于当前渗透率提升的逻辑，预示着定制家具行业从成长期进入了成熟期。一旦价格战启动，则会加速推动行业内中小定制企业的退出，从而推动订单向成本优势显著、品类相对齐全、经销商落地服务能力强且多渠道运营能力强的龙头企业集中。

表 13: 定制家具龙头企业募投项目投产情况

公司名称	时间	募集资金投资项目	营业收入(单位: 亿元)	增长率%
欧派家居	2016	1.15+15 万套整体橱柜生产线建设; 2.30 万套整体衣柜生产线建设; 3.无锡生产基地一期建设; 4.年产 60 万樘木门生产线建设;(建设期均 2 年, 预计 2019 年达产)	71.34	27.23%
索菲亚	2011	信息技术升级改造	10.04	66.23%
	2012	柔性生产线年底完成	12.22	21.71%
	2012	华东、华北生产基地建设		45.91%
	2013	华东、华北生产基地投产	17.83	32.42%
	2014	华东、华北(二期)生产基地建设; 设立司米橱柜	23.61	35.37%
	2015	华东、华北(二期)生产基地投产; 司米橱柜投产	31.96	41.74%
	2016	1、数字化生态系统(建设期 4 年); 2、生产基地智能化改造(建设期 3 年); 3、华中生产基地一期建设(2018 年 9 月投产)	45.3	62.72%
尚品宅配	2014	三厂、新一厂、新二厂建设	19.12	62.72%
	2015	五厂建设(2016 年 5 月试生产)	30.88	61.51%
	2016	智能制造生产线建设项目	40.26	30.38%
		家居电商华南配套中心建设项目(三期建设,		

	2019 年达产)		
资料来源: wind 资讯、国海证券研究所			

因此,我们认为随着地产下行周期的负面影响逐渐体现,综合考虑新上市定制企业的新增产能将在 2019-2020 年陆续投放,行业内的价格战有可能愈演愈烈。此外,考虑到精装修对零售端的冲击以及整装渠道的导流影响,可以预期未来定制家具行业将面临发展阶段的切换,即从渗透率快速提升的成长期切换至集中度快速提升的成熟期,行业内的业绩分化差距将越拉越大。看好行业内具有较强成本管控能力、优质终端经销商运营能力、以及在多元化渠道即工程、整装等领域开拓情况领先于市场的龙头企业。继续看好行业龙头欧派家具、索菲亚及尚品宅配在未来的行业发展阶段切换中的先发优势。

8、行业评级及投资策略

我们认为轻工板块的 2019 年应该是板块分化相对显著的一年,并且不同细分行业所处的发展阶段、行业竞争格局的分化以及周期景气度的分化差距也在逐渐拉大。总体而言,我们对于轻工制造行业 2019 年的推荐逻辑主要根据以上三个方面理出两条投资主线。其一为把握成本回落的拐点,关注纸周期回落所带来的盈利能力边际改善的投资机会,重点关注包装行业及生活用纸行业。其二为布局高成长性的细分行业龙头,重点关注蓄势待发的新型烟草行业以及竞争格局持续优化、龙头集中度提升空间仍为可观、收并购加速推进的软体家具行业。此外,对于景气度回落的造纸行业和定制家具行业,我们认为龙头当前的业绩估值比仍然合理,龙头的长线布局价值仍然较高。定制家具行业应关注由渗透率提升向集中度提升的逻辑切换之时所带来的投资机会,龙头欧派家居、索菲亚及尚品宅配的成本优势、渠道优势以及产能优势均为显著。造纸行业,应密切关注未来成品纸需求回升对吨毛利改善的催化,山鹰纸业、太阳纸业中长期的成本优势将显著优于行业,属于长线布局的优质标的。因此,综上所述,我们仍维持对轻工制造行业的“推荐”评级。

9、重点推荐个股

9.1、中顺洁柔

生活用纸行业处于量价齐升、龙头集中度持续提升的良性周期中。虽然目前我国生活用纸人均消费量仍低于世界平均水平,但人均生活用纸消费量和人均 GDP 之间呈现较强的正相关关系,不考虑人口的自然增长以及新增区域的开拓,就存量而言基于人均 GDP 的稳步提升,人均消费量增速基本维持在 5%-10%之间,历年增速稳健且增长根基相对牢固。并且,生活用纸市场规模的增速显著高于销量的实际增长,由此反映生活用纸整体消费价格带的持续上移。因此,长周期来看当前生活用纸行业的量价齐升具有较强的可持续性及稳定性。此外,对标美国 CR4(75%)和日本 CR4(57%),国内生活用纸行业 CR4 仅为 32%。未来在环保督查趋严以及原材料价格上涨压力的驱动之下,市场份额将持续向龙头靠拢。

公司顺应生活用纸品质消费升级的发展趋势，持续推动产品高端化。生活用纸行业当前的发展趋势为由价格敏感型消费阶段向品质敏感型消费阶段转变。对应细分品类增速变化的实际情况为非卷纸类销售收入的增速显著高于卷纸类销售收入的增速。结合公司主要产品的收入结构来看，卷纸类产品的收入占比从 2012 年的 54.28% 下降至 2016 年的 43.26%，非卷纸类产品的收入占比从 2012 年的 44.76% 提升至 2016 年的 53.54%，因为非卷纸的毛利率比卷纸的毛利率要高 11pct，未来随着非卷纸收入占比的提升，并结合公司自 2017 年 6 月份开始起对自然木系列的重点推广情况来看，自然木系列价格比一般产品高出 30%-40%，具备更强的盈利能力，从而为公司收入带来新的增长点。产品高端化的加速推进是公司顺势而为的一项重要举措，未来将推动公司盈利能力的不断提升。

公司推动营销渠道与组织架构的革新，从而带动收入的加速增长。公司于 2015 年年初引入了金红叶的营销团队，新的营销团队在刘金锋总的带领之下，在组织结构细化，终端价格体系的规范、销售通路的完善（经销商、KA、电商、商消四大渠道共同发力）以及网点覆盖率的提升等方面均取得了较大的改善。截至目前为止，公司已经拥有 2000 多家经销商，覆盖 1000 多个城市，从全国有 2800 多个城市的数量来看，仍有 1000 多个城市尚未开发，未来渠道扩张空间仍然可观。

木浆价格短周期回落，2019 年洁柔业绩弹性红利有望释放。我们认为，木浆价格的走势是短周期逻辑和长周期逻辑的博弈。当前的情况主要为短周期逻辑驱动的行市，具体体现在因成品纸的需求下滑进而导致木浆的需求下滑以及市场看空情绪加重，从而使得港口库存积累过高，短期木浆价格承压。但从中长期趋势来看，2019-2020 年木浆新增产能有限，并且需求端预计能维持 3%-4% 的稳定增长，从而保持紧平衡的供需格局。由此可以预判，中长期纸浆走势有望保持相对稳定，短期的下跌在终端需求逐步回暖之后或者纸厂盈利状况有所回暖之时，会大概率筑底反弹。由此，本轮纸浆的下跌弹性有限且可持续性有限。公司从 2017 年 10 月至今累计提价幅度为 15%，基本可以对冲浆价高位的压力。2019 年木浆短周期的回落将给公司的业绩带来一定的弹性，但公司的核心看点还是在于品牌、渠道及产品结构升级创新。

公司的产能瓶颈已打破，从而为前端销售的加速扩张奠定基础。公司 2016 年实际拥有产能 50.5 万吨，2017 年年底新增产能 14.5 万吨，分别对应云浮 12 万吨和唐山 2.5 万吨。此外，湖北的 20 万吨产能将于 2018 年年底投放，到 2018 年年底将形成 85 万吨的有效产能。预计未来每年公司将新增 10 万吨的产能投放，最终突破百万产能瓶颈，从而形成全国性产能布局网络。

员工持股、高管增持相继落地，未来发展动力充足。2017 年 8 月以来，公司推出了 2.34 亿元规模的员工持股计划，对应平均持股价为 13.70 元，对应 2017 年 11 月董秘增持了 69.4 万股，合计增持金额 1006 万元，对应的增持价格为 14.50 元，高管与员工的强势增持彰显了股价的安全边际，并且体现出公司内部对公司未来发展的信心。继公司员工持股完成之后，经销商持股计划以及副董事长、实际控制人邓冠彪的增持计划也充分体现了公司未来将渠道利益、员工利益及核心管理层利益充分绑定。

四大生活用纸企业基本面状况比较，洁柔成长性突出且各项财务指标改善趋势最

为显著。从恒安、维达、中顺洁柔、金红叶的收入及业绩复合增速的比较结果来看，洁柔业绩成长性最强、规模体量最小、发展空间最大。并且洁柔的盈利指标、营运指标、偿债指标均呈现持续改善的趋势。洁柔和恒安相比，具有较强的电商渠道优势；洁柔和金红叶相比，因其具有较强的中高端产品的先发优势，从而使得洁柔拥有较强的盈利能力。近两年洁柔收入增速领先同业的核心原因：我们认为产品力、渠道力及品牌影响力共振的结果。

风险提示：提价力度难以覆盖原材料价格大幅上涨的风险、人民币贬值的风险、提价影响终端销量，行业竞争加剧，新增产能投放进度不及预期。

9.2、劲嘉股份

从 2018Q3 收入分拆数据来看，主业烟标持续复苏且彩盒放量优势突出。2018 前三季度公司实现营业总收入 23.77 亿元，同比增长了 13.21%；同期实现归母净利润 5.46 亿元，同比增长了 25.28%；对应扣非后归母净利润为 1.60 亿元，同比增长了 21.55%。对应前三季度的收入拆分情况如下：2018Q1-Q3 烟标收入为 18.60 亿元，同比增长了 9.12%；镭射包装材料收入为 4.64 亿元，同比增长了 15.42%；彩盒实现收入为 2.69 亿元，同比增长了 76.26%；其他主营业务收入为 2.31 亿元，同比增长了 8.96%。就收入拆分情况而言，2018 年以来，彩盒放量势头显著。就彩盒的细分品类来看，2018Q1-Q3 精品烟盒的收入 1.74 亿元，同比增长了 92.62%；3C 产品实现收入为 4200 万元，同比下滑了 2.14%；酒盒收入为 2774 万元，同比增长了 68.84%。3C 产品收入增速下滑的原因主要为公司主动对低毛利率的 VIVO 手机盒包装业务做了相应的调整。

受益于下游卷烟行业的复苏，烟标复苏的可持续性 & 稳定性仍较强。2018H1，公司烟标主业实现收入 12.57 亿元，同比增长了 8.19%；2018Q3，公司烟标主业实现收入 18.60 亿元，同比增长了 9.12%。由此可见，2018 前三季度烟标主业的复苏势头相对稳定且可持续性较强。根据国家烟草专卖局网站数据显示，对应 2018 年 1-8 月，烟草行业完成卷烟产量 3142.46 万箱，同比增长了 4.3%，商业销量为 3333.62 万箱，同比增长了 2.17%，卷烟的工商库存为 425.16 万箱，同比下滑了 6.5%，且目前仍处于近 4 年以来的库存底部。结合历史数据来看，2016-2017 年渠道库存的去化处于加速阶段，而今年由于库存已处于历史底部位置，从而拉动了产量的持续性复苏。对应 2018 年 7-8 月卷烟销量和产量的同比增速来看，卷烟销量 7-8 月的同比增速分别为 5.13% 和 3.26%，卷烟产量 7-8 月的同比增速分别为 3.9% 和 1.6%。由此可见，近两月卷烟产销量增长情况相对匹配，从而可预期在渠道库存底部位置的情况之下，卷烟产量的复苏将持续。

公司彩盒业务高速增长，贵州申仁未来有望助力酒包放量。2018Q1-Q3 精品烟盒业务实现收入 1.74 亿元，同比增长了 92.61%。主要得益于公司自 2017 年切入精品烟盒领域以来，成功开拓了“中华（金中支）”、“南京（九五之尊）”、“云烟（大重九）”等知名客户的精品彩盒包装业务。就酒包业务而言，前三季度实现收入 2774 万元，其中今世缘及洋河贡献收入 2275 万元，茅台系列约 340 万元，同比增长了 68.84%。公司于 2017 年底与茅台技开司签署战略合作协议，增资并收购了申仁包装 40.6% 的股权，以期优先获得茅台技开司及子公司的酒包业务，从而打开酒包的市场空间。但目前由于申仁工厂尚处于产能更新阶段，

利润贡献尚少。未来随着技术改进的完成以及产能的陆续投放，申仁在茅台集团的包装贡献中的收入占比有望大幅提升。此外，公司已打通今世缘、洋河等客户并取得了劲牌、红星二锅头、江小白等白酒客户的供应商资格。3C 业务方面，2018 前三季度公司实现营业收入 4200 万元，其中电子烟包装贡献收入 2600 万元，主要得益于麦克韦尔、英美烟草、雷诺烟草、菲莫国际供应商资格的取得。而手机盒包装贡献收入 1425 万元，同比有所下滑，主要为对 VIVO 等低毛利率客户的调整所致。由此可见，公司在烟标主业保底，大包装业务稳步放量的趋势之下，有望实现收入的稳定增长。

积极布局电子烟产业链，未来有望共享新型烟草的市场份额。根据世界烟草发展报告显示，2017 年全球新型烟草消费者约 3,500 万，销售额约 120 亿美元，较 2016 年的销售额 100 亿美元增长约 20%。2017 年，加热不燃烧烟草制品销售额约 50 亿美元，预计至 2021 年将超过 150 亿美元，约占新型烟草制品总销售额的 45%。再对应当前 IQOS 在日本的大热以及市占率的加速提升，我们认为加热不燃烧新型烟草制品的成长轨迹已基本显现，且未来有望继续加速。并且国家烟草总局在此前新型烟草制品发展座谈会上也提出要积极稳妥地推进新型烟草制品的发展，释放积极信号。今年公司也公告了与小米产业链公司米物科技、云南中烟成立合资子公司，共同研发新型烟草产品。因公司为国内烟标龙头，与国内大多数烟草公司均保持稳定合作的关系，未来随着国内新型烟草市场的逐步打开，公司有望分一杯羹。且我们认为，未来加热不燃烧新型烟草制品大概率会成为一个高毛利率的新产品，从而对传统卷烟形成部分替代。目前，主要受制于烟弹产能瓶颈以及多方利益权衡的问题，预计政策落地进展会相对缓慢，但对其前景依旧保持乐观。

风险提示：烟草行业政策风险、宏观经济波动风险、三产剥离不及预期、新业务拓展不及预期、新型烟草政策不及预期、彩盒业务低于预期。

9.3、顾家家居

顾家拟收购玺堡家居 51%的股权，本次交易总价基于玺堡家居未来三年平均净利润 6500 万元的 10.26 倍而定。顾家家居指定投资主体杭州顾家寝具有限公司拟以人民币 23,724 万元受让恒智投资持有的泉州玺堡家居科技有限公司持有的 35.57%的股权，拟以人民币 2205 万元受让恒翔投资持有的玺堡家居 3.308%股权；股权转让完成后，顾家寝具拟以人民币 16,500 万元对玺堡家居进行增资。本次交易完成后，顾家寝具合计拟以人民币 42,429 万元获得玺堡家居 51%的股权。此外，本次投资交割后，实际控制人对玺堡家居 2019-2021 年做了相应的业绩承诺，对应 2019-2021 年分别实现营业收入 10 亿元、11 亿元和 12 亿元，2020 年及 2021 年收入的同比增速分别为 18.18%和 9.10%；对应 2019-2021 年分别实现的归母净利润为 5500 万元、6500 万元和 7500 万元，2020 年及 2021 年对应利润的同比增速分别为 18.18%和 15.38%。如果公司没有完成上述三年总计人民币 17,550 万元净利润业绩承诺，实际控制人将按照实际完成净利润比例对顾家家居做业绩补偿。此外，在玺堡家居上一年度归母净利润达到 1.2 亿元及以上后，当玺堡家居的原股东提出股权出售要求时，顾家家居同意以上一年度经审计的净利润的 10-16 倍 PE 作价，收购玺堡家居的剩余部分或全部股权。

收购玺堡有望加强顾家的床垫业务，并弥补出口领域的不足。玺堡家居成立于2011年8月，主营业务为海绵、乳胶、沙发及床垫产品的研发、生产和销售业务。目前，公司拥有3家全资子公司：玺堡福建公司、玺堡临沂公司、玺堡惠州公司，均主营海绵床垫、弹簧床垫、沙发系列、乳胶枕头等产品的生产及销售业务。自投产以来，玺堡家居公司依靠集研发、设计、生产为一体的技术团队，集中优势资源，研发了一系列产品，包括玺堡床垫系列、玺堡真皮沙发系列、玺堡功能沙发系列、玺堡布艺沙发休闲系列、玺堡减压枕头系列等，产品已远销美国、欧洲、日本等全球多个国家和地区。此次收购能够加强公司的床垫业务，并弥补床垫出口领域的不足，同时，玺堡家居海绵及乳胶的生产线可满足公司的部分需要。

看好软体家具行业整合进程加快的趋势之下，顾家龙头地位的不断强化。近期顾家家居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，主要是出于国外渠道的拓展需要、高端品牌丰富程度的提升以及大家居产业链上下游的布局所需。此外，顾家通过资本运作的方式开展横向整合，即通过控股喜临门的方式，以打开床垫市场。因喜临门目前拥有1730家专卖店，并且床和床垫的内销实力在不断增强，市占率近5%，在床垫行业竞争格局相对分散的情形之下，顾家即通过参股喜临门的方式，有利于推动床垫行业龙头市占率的提升并加速“整体解决方案”、“精品宜家”、“全屋生活家居”等战略理念的落地。

我们看好软体家具行业的竞争格局在弱地产周期阶段的整合和优化。参考2008年金融危机时，席梦思被控股舒达的阿瑞斯资产管理公司和加拿大安略教师退休基金会收购，与舒达成为同一控制下的品牌集团；2012年丝涟接受泰普尔的收购之后，公司整体更名为泰普尔丝涟国际公司。由此可见，按照高集中度的美国软体家具行业发展的进程来看，巨头的形成除了内生增长及扩张之外，还有就是依靠多品类的收购和整合。我们看好顾家近年来一系列的收并购举措，并认为顾家在主业根基扎实的基础之上，从软体家具、定制家具再到全屋大家居都有望成为其业务范围，从而带动客单价的提升。

风险提示：地产下行周期压力加大的风险、并购标的业绩低于预期的风险、收购标的整合状况低于预期的风险、开店增速低于预期的风险、同店增长低于预期的风险、股权收购进展不及预期。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2018-12-04 股价	EPS			PE			投资 评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
002078.SZ	太阳纸业	6.44	0.78	0.97	1.14	11.89	6.66	5.66	买入
002191.SZ	劲嘉股份	7.61	0.38	0.48	0.57	20.03	15.85	13.35	买入
002511.SZ	中顺洁柔	8.88	0.46	0.34	0.44	19.3	26.12	20.18	买入
002572.SZ	索菲亚	19.66	0.98	1.3	1.73	20.06	15.12	11.36	增持
603816.SH	顾家家居	49.28	1.92	2.45	3.01	25.67	20.11	16.37	买入
603833.SH	欧派家居	85.06	2.98	3.97	5.23	28.54	21.43	16.26	买入

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（备注：太阳纸业的盈利预测来自于wind一致预测）

10、风险提示

- 1) 地产下行周期影响家具企业的收入增速;
- 2) 木浆价格回落不及预期;
- 3) 人民币汇率波动的影响;
- 4) 新型烟草行业政策风险;
- 5) 定制家具行业竞争加剧;
- 6) 需求持续疲软的风险。

【轻工组介绍】

谭倩，8 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

尹洵，澳大利亚莫纳什大学银行与金融学硕士，2 年买方大消费行业研究经验，2017 年加入国海研究所，从事轻工行业研究。

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的

信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。