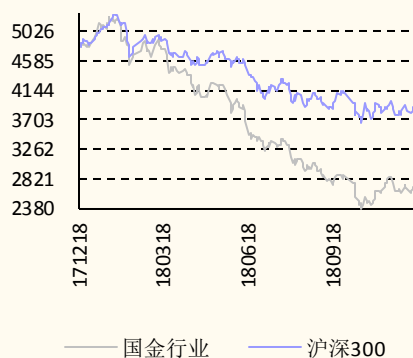


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金轻工造纸指数	2646.44
沪深300指数	3161.20
上证指数	2597.97
深证成指	7592.65
中小板综指	7675.03



相关报告

- 1.《轻工制造行业策略周报-国废价格回暖待观察，生活用纸利好逻辑不...》，2018.12.15
- 2.《轻工制造行业策略周报-新零售下品牌联合，打造渠道下沉新模式》，2018.12.9
- 3.《轻工制造行业策略周报-浆价下跌趋势已现，生活纸企业盈利有望...》，2018.12.1
- 4.《定制家居行业深度报告-集中度提升驱动力已来，重新定义选股逻辑》，2018.11.29
- 5.《轻工制造行业策略周报-头部定制家居企业存在以价换量的可能》，2018.11.24

揭力

分析师 SAC 执业编号: S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

袁艺博

联系人
yuanyibo@gjzq.com.cn

寻找业绩确定性改善的板块和个股

投资建议

- **行业策略:** 总体思路以优选盈利边际改善个股为主。1) 虽然在人民币贬值预期、国废供给缺口以及龙头公司建立海外废纸回收体系等因素影响下，包装纸行业成本端压力仍不容小觑，但是由于新增产能较多，经济趋弱下需求放缓，预计包装纸明年将承受较大价格压力。浆价同样受制于近年全球产能投放打破供需均衡，预期将会出现趋势性下行，将利好生活用纸行业毛利率改善。2) 在包装原纸明年价格承压的预期下，纸包装行业跷跷板效应将显现，预计纸包装行业，尤其上市公司的盈利将呈现较高弹性。多元化业务亦值得重点关注。3) 预计定制家居上市公司毛利率可能缩窄，集中度提升成为行业主要看点。我们认为，价格战、渠道和产能等因素将促使行业集中度提升，推荐具备高分红潜质和成本优势的标的。4) 家用轻工板块，我们还看好 B 端渠道业务高速增长，零售端销售模式持续优化的个股。
- **推荐组合:** 中顺洁柔、吉宏股份、劲嘉股份、合兴包装、我乐家居。

行业观点

- **包装原纸涨价难续，浆价下行推动生活用纸毛利改善。** 2018 年，箱板纸新增产能 136.50 万吨，瓦楞纸新增 294 万吨，产能总体延续较高增速。2019 年，新产能投放将再上层楼，预计箱板瓦楞纸合计将再新增至少 500 万吨产能。在下游消费整体较为疲软的情况下，明年包装原纸价格堪忧。木浆价格同样受制于全球范围新产能投放较快，叠加需求主要来自源中国的造纸行业总体景气度下降，纸浆需求有所放缓，预期浆价明年总体趋弱将是大概率事件。在此背景下，生活用纸行业毛利空间有望改善。
- **纸包装重现生机，多元业务助增长。** 2016 年以来，由于包装原纸持续涨价，而调价机制的非实时特性使得行业发展总体承压，行业洗牌加剧，市场份额持续由中小包装厂向大型企业集中。2018 年，该趋势进一步深化，纸包装上市公司年内收入增速呈现逐季提升的态势，Q3 板块营收增速 37.07%，同环比分别提升 13.22pct. 和 4.40pct.。叠加预期包装原纸明年价格趋势性下降，我们看好大型上市纸包装企业的高业绩弹性，同时也看好基于包装主业基础之上的上下游和周边产业多元化发展。其中，建议重点关注新型烟草行业的政策演变带来的投资机会。
- **定制家居集中度提升，多渠道发展撑起家用轻工增长。** 地产后周期效应减弱，定制家居行业未来看点聚焦在集中度提升。价格战、渠道、产能布局和环保将推动集中度提升。在全装修和家庭规模缩小趋势之下，定制家居企业未来 B 端业务和 C 端业务有望齐头并进，但综合毛利率存在下降可能。一站式整装需求兴起，定制家居公司纷纷试水落地整装业务，整装大家居、B2B2C 和 S2B2C 模式将进一步打开流量入口。文具行业进一步迈入头部匠人市场，办公文具业务和零售渠道升级是行业发展的重要方向。

风险提示

- 定制家居企业大宗工程业务回款风险；定制家居行业零售业务竞争加剧风险；新型烟草行业政策不达预期的风险；加热不燃烧烟草制品专利侵权风险；环保政策松动导致造纸和纸包装被关停产能复产的风险；职业经理人、核心技术人员或核心销售人员流失的风险。

内容目录

2019 年以稳为本，寻找盈利边际改善标的.....	6
轻工制造行业 2018 年整体跌幅较大，包装印刷板块略胜大盘.....	6
造纸板块：包装纸涨价承压，浆价下行打开生活纸盈利修复预期.....	7
景气度降低行业整体盈利能力下降.....	7
包装纸：明年为产能投放大年，纸企盈利空间恐遭压缩。.....	9
浆价出现下行预期，生活纸企业盈利边际改善迎来可能.....	12
包装印刷：纸包装板块盈利边际改善，多元业务助增长.....	14
供应商名单中的集中度提升，今年内正持续兑现.....	14
劲嘉股份：布局千亿级新型烟草行业，客户资源优势助力占先机.....	15
吉宏股份：包装为体、营销+电商为翼，业务融合振翅.....	22
家用轻工：定制家居集中度提升临近，多渠道发展撑起家用轻工增长.....	28
定制家居：依旧是好的赛道，且即将正式迈入集中度提升阶段.....	28
定制家居集中度提升靠什么？价格战、渠道、产能布局和环保.....	29
标的推荐.....	37
家用轻工：B 端渠道的兴起和 C 端渠道的优化，提供新的发展契机.....	38
办公用品行业规模庞大，晨光文具 To B 业务迅猛增长.....	40
行业内重点公司简介.....	41
中顺洁柔：高盈利新品推广顺利，“全渠道发展”红利释放.....	42
合兴包装：外延式并购增厚营收，经营效率已开始改善.....	42
裕同科技：原材料降价盈利回升，化妆品包装布局值得期待.....	43
劲嘉股份：非烟标业务增长强劲，大健康布局再下一城.....	43
吉宏股份：坚守创意本源，一体三面协同发展.....	44
欧派家居：Q4 增长有加速可能，全国产能布局尤为可期.....	45
我乐家居：收入延续稳增，净利润增幅扩大.....	45
索菲亚：开启以价格谋增长之路，橱柜年内盈亏平衡.....	46
尚品宅配：引流效应有减弱，加盟店经营相对良好.....	47
晨光文具：传统业务稳健、新业务高增的小行业大龙头.....	47
风险提示.....	48
人民币汇率剧烈波动的风险.....	48
房地产销售持续大幅下滑的风险.....	48
定制家居企业大宗工程业务回款风险.....	48
定制家居行业零售业务竞争加剧风险.....	48
上市公司通过价格竞争后，市占率提升不及预期的风险.....	49
国内卷烟产销大幅下降的风险.....	49
新型烟草行业政策不达预期的风险.....	49
加热不燃烧烟草制品专利侵权风险.....	49
中烟公司新型烟草产品研发进度不达预期的风险.....	49

业务升级对收入的拉动作用不及预期.....	49
环保政策松动导致造纸和纸包装被关停产能复产的风险.....	49
次新股解禁减持的风险.....	49
职业经理人、核心技术人员或核心销售人员流失的风险.....	49

图表目录

图表 1: 2019 年重点推荐个股.....	6
图表 2: 轻工制造行业跑输大盘 12.24pct.....	6
图表 3: 2018 年包装印刷板块表现略优于大盘.....	7
图表 4: 3Q2018 包装印刷板块净利润增速同比改善明显.....	7
图表 5: 2018 年轻工行业涨幅居前个股, 基本都为业绩增速同比向上改善标的.....	7
图表 6: 造纸及纸制品行业累计营收&增速.....	8
图表 7: 造纸及纸制品行业当月营收&增速.....	8
图表 8: 造纸及纸制品行业销售利润率 (%).....	8
图表 9: 造纸及纸制品企业亏损加速.....	8
图表 10: 浆纸系纸品价格走势.....	9
图表 11: 废纸系纸品价格走势.....	9
图表 12: 2016 年以后箱板瓦楞新建产能增多.....	9
图表 13: 今明两年箱板瓦楞纸新产能超过 900 万吨.....	9
图表 14: 箱板纸进口情况.....	10
图表 15: 瓦楞纸进口情况.....	10
图表 16: 2018 年外废配额集中度.....	10
图表 17: 2017 年外废配额集中度.....	10
图表 18: 年内外废价格呈现上涨.....	11
图表 19: 美废与国废价差缩小.....	11
图表 20: 国废价格已经开始回调.....	11
图表 21: 山鹰纸业单季毛利率变化与纸价、成本的关系.....	12
图表 22: 进口木浆均价呈阶梯式上涨.....	12
图表 23: 我国商品浆需求稳步增长.....	12
图表 24: 近年影响全球纸浆供给的主要事件.....	12
图表 25: 2017-2019 年新增木浆产能至少为 734 万吨.....	13
图表 26: 前 10 月木浆进口量增长放缓.....	13
图表 27: 青岛港木浆库存大幅提升.....	13
图表 28: 国内纸制品产量出现下滑.....	13
图表 29: 2018 年内纸包装板块收入增速逐季提升.....	14
图表 30: 受益收入增速纸包装板块利润端增长应反转.....	14
图表 31: 2018Q3 纸包装行业毛利率同环比均提升.....	15
图表 32: 纸包装行业盈利能力改善明显.....	15

图表 33: 2011-2017 年国内卷烟销量.....	15
图表 34: 2013-2017 年一、二类卷烟销量占比.....	15
图表 35: 新型烟草与传统烟草成分对比.....	16
图表 36: 日本传统卷烟销量 (2006-2017 年)	17
图表 37: 日本新型烟草市场份额.....	17
图表 38: 中国新型烟草市场空间测算.....	18
图表 39: 劲嘉股份营收及增速.....	19
图表 40: 劲嘉股份 2018 年上半年主营业务结构.....	19
图表 41: 劲嘉股份与云南中烟达成战略合作.....	19
图表 42: 劲嘉旗下各代电子雾化烟产品.....	20
图表 43: 劲嘉股份烟标出厂价变化.....	20
图表 44: 劲嘉股份烟标业务市占率.....	20
图表 45: 新型烟草包装为劲嘉股份新增营收测算.....	21
图表 46: 新型烟草烟具生产为公司新增营收测算.....	21
图表 47: 吉宏股份近年前五大客户情况.....	22
图表 48: 吉宏股份部分下游客户	22
图表 49: 吉宏股份外卖 (外带) 包装产品.....	23
图表 50: 吉宏股份精准营销模式.....	24
图表 51: 吉宏股份跨境电商收入变化 (单位: 亿元)	25
图表 52: 吉宏股份跨境电商业务收入占比.....	25
图表 53: 吉宏股份电商业务月均销售额变化 (单位: 万元)	25
图表 54: 跨境通自营网站月均销售额 (单位: 百万美元)	25
图表 55: 台湾地区及部分东南亚和南亚国家 Facebook 用户渗透率.....	26
图表 56: 2018 年 1-9 月公司营业收入分区域情况.....	26
图表 57: 跨境通 2018 年 1-6 月营业收入分区域情况.....	26
图表 58: 2018 年 1-9 月吉宏股份电商产品销售结构.....	27
图表 59: 2018 年 1-6 月跨境通产品销售结构.....	27
图表 60: 广告与包装业务协同过程.....	28
图表 61: 吉宏股份包装、广告、电商业务相互协同.....	28
图表 62: 2018 年前三季度上市定制家居标的中报增长变动情况.....	29
图表 63: 定制衣柜和成品衣柜价格对比, 定制柜价格明显高.....	29
图表 64: 欧派家居单位出厂价&单位成本.....	30
图表 65: 索菲亚单位出厂价&单位成本.....	30
图表 66: 好莱客单位出厂价&单位成本.....	30
图表 67: 志邦股份单位出厂价&单位成本.....	30
图表 68: 头部定制公司的单位产品毛利率变化情况.....	31
图表 69: 兴利 (香港) 控股毛利率情况 (%)	31
图表 70: 韩国汉森毛利率情况 (%)	31
图表 71: 家居装饰及家具行业各零售渠道占比.....	32

图表 72: 连锁家居卖场的市占率将逐步提升.....	32
图表 73: 连锁卖场 CR528.53%显著高于定制家居.....	32
图表 74: 红星美凯龙市占率逐步提升.....	32
图表 75: 定制家居公司的运输成本确实在增加.....	33
图表 76: 德邦物流不同路线费用对比.....	33
图表 77: 定制家居企业产能基地布局.....	34
图表 78: 2018 年部分涉及家居行业的环保方案.....	34
图表 79: 家居企业环保不达标原因.....	35
图表 80: 环境保护税法对家具制造企业影响测算.....	35
图表 81: 部分由环保原因被处罚的家居企业.....	35
图表 82: 国标甲醛释放量标准.....	36
图表 83: 绿色环保家具内涵.....	36
图表 84: 索菲亚康纯板.....	37
图表 85: 好莱客原态板.....	37
图表 86: 好莱客原态板基材享受汉鸿木业特质专供待遇.....	37
图表 87: 全装修房屋渗透率.....	38
图表 88: 家庭规模保持缩减趋势.....	38
图表 89: 索菲亚大宗业务收入.....	38
图表 90: 欧派家居大宗业务收入.....	38
图表 91: 尚品宅配整装云 4 大核心系统.....	39
图表 92: 我国办公用品消费市场规模预测 (万亿)	40
图表 93: 国内办公用品市场竞争格局.....	40
图表 94: 晨光生活馆主打销售精品文具.....	41
图表 95: 九木杂物社主打销售精品小百货.....	41
图表 96: 主要日常消费品品牌对比.....	41
图表 97: 九木杂物社营收规模测算.....	41
图表 98: 中顺洁柔公司基本情况.....	42
图表 99: 合兴包装公司基本情况.....	43
图表 100: 裕同科技公司基本情况.....	43
图表 101: 劲嘉股份公司基本情况.....	44
图表 102: 吉宏股份公司基本情况.....	45
图表 103: 欧派家居公司基本情况.....	45
图表 104: 我乐家居公司基本情况.....	46
图表 105: 索菲亚公司基本情况.....	46
图表 106: 尚品宅配公司基本情况.....	47
图表 107: 晨光文具公司基本情况.....	48

图表 1: 2019 年重点推荐个股

代码	公司简称	股价	市值 (亿元)	EPS			PE			PB	评级
				2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
002511.SZ	中顺洁柔	8.85	113.87	0.33	0.44	0.58	27	20	15	3.5	买入
002803.SZ	吉宏股份	29.76	34.52	1.78	2.84	3.72	17	10	8	6.4	买入
002191.SZ	劲嘉股份	8.01	119.74	0.48	0.59	0.78	17	14	10	1.9	买入
002228.SZ	合兴包装	4.68	54.73	0.44	0.34	0.44	11	14	11	2.0	买入
603326.SH	我乐家居	10.96	24.77	0.52	0.75	1.11	21	15	10	3.1	买入
603833.SH	欧派家居	86.25	362.49	3.88	4.83	6.14	22	18	14	5.0	买入
002572.SZ	索菲亚	18.79	173.51	1.19	1.50	1.88	16	13	10	3.7	买入
300616.SZ	尚品宅配	63.02	125.21	2.63	3.65	5.14	24	17	12	4.4	增持
603899.SH	晨光文具	29.03	267.08	0.87	1.13	1.44	33	26	20	8.3	买入

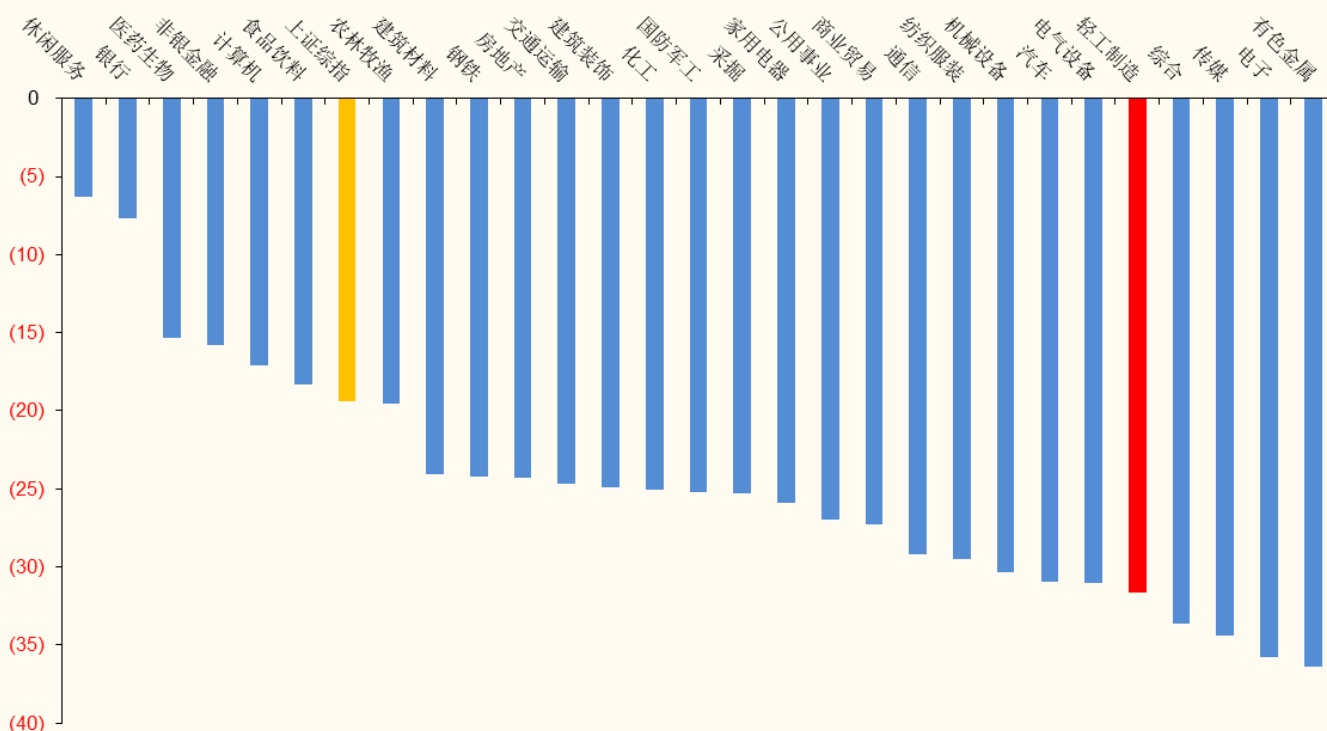
来源: wind, 国金证券研究所, 注: 股价为 2018 年 12 月 17 日收盘价

2019 年以稳为本, 寻找盈利边际改善标的

轻工制造行业 2018 年整体跌幅较大, 包装印刷板块略胜大盘

- **2018 年轻工制造板块跑输大盘。**2018 年, 28 申万行业板块均未实现上涨, 且仅有 6 个行业跑赢大盘。轻工制造行业下跌 31.63%, 跑输大盘 12.24pct。我们认为, 年内轻工制造板块大幅下跌的主要原因在于, 行业整体利润增速同比放缓。3Q2017 轻工行业营收和净利润增速分别为 25.58%/35.33%。3Q2018 行业营收增速虽小幅提升 0.84pct., 但净利润增速明显放缓, 同比下降 4.39pct. 至 30.95%。

图表 2: 轻工制造行业跑输大盘 12.24pct.

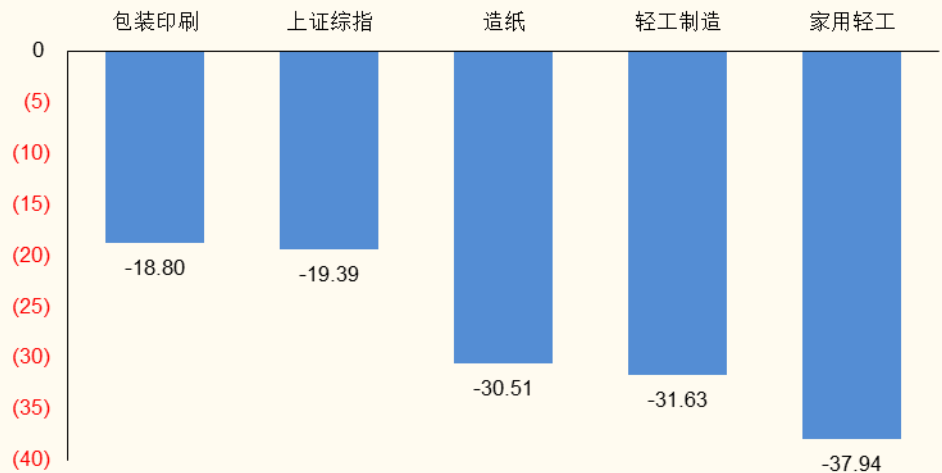


来源: wind, 国金证券研究所

- **包装印刷板块跑赢大盘, 业绩增速同比向上改善个股涨幅居前。**轻工制造子板块中包装印刷年初至今下跌 18.80%, 为行业内跌幅最少的子版块, 且表现略优于大盘。3Q2018, 包装印刷板块平均净利润增速 29.61%, 同比增速大幅提升 158.68pct。而同期家用轻工净利润增速为 18.52%, 同比下

降 8.76pct.，造纸板块净利润增速 57.15%，同比下降 191.2pct.。由此来看，包装印刷板块跌幅小于其他子版块，主要得益于业绩增速的向上改善。从个股来看，金陵体育、顶固集创、合兴包装、晨光文具和周大生位列涨幅前五名。其中，除顶固集创为新股上市之外，剩余 4 家公司皆属于今年前三季净利润增速同比向上改善的标的。

图表 3：2018 年包装印刷板块表现略优于大盘



来源：wind，国金证券研究所

图表 4：3Q2018 包装印刷板块净利润增速同比改善明显

	3Q17 营收增速	3Q18 营收增速	3Q2017 净利润增速	3Q2018 净利润增速	营收增速同比变动 (pct.)	净利润增速同比变动 (pct.)
家用轻工	25.17	28.95	27.27	18.52	3.78	-8.76
造纸	39.06	23.63	248.35	57.15	-15.43	-191.20
包装印刷	9.12	15.49	-129.07	29.61	6.36	158.68

来源：wind，国金证券研究所

图表 5：2018 年轻工行业涨幅居前个股，基本都为业绩增速同比向上改善标的

公司简称	年初至今涨跌幅	3Q2017 营收增速	3Q2018 营收增速	3Q2017 净利润增速	3Q2018 净利润增速
金陵体育	39.29	-2.05	29.50	-11.22	32.37
顶固集创	36.99	0.00	5.30	0.00	21.64
合兴包装	15.65	72.58	89.54	58.16	300.89
晨光文具	15.03	30.14	36.29	23.42	30.54
周大生	13.11	30.10	30.57	25.84	42.99
民丰特纸	12.68	9.08	-4.38	105.94	22.90
恩捷股份	3.90	4.81	2.76	-7.52	0.79
倍加洁	0.29	0.00	12.44	0.00	19.13
萃华珠宝	-1.82	4.62	-2.06	92.35	-34.55
老凤祥	-2.83	15.42	10.73	12.55	10.91

来源：wind，国金证券研究所

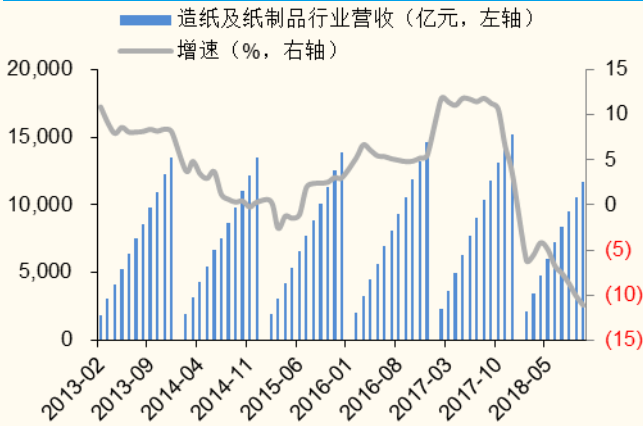
造纸板块：包装纸涨价承压，浆价下行打开生活纸盈利修复预期

景气度降低行业整体盈利能力下降

- 造纸行业整体营收下滑。今年前 10 月，造纸及纸制品行业整体营收 11,665.20 亿元，同比下滑 11.13%，其中 10 月当月营收 1,087.60 亿元，同比下滑 19.97%。实际上，造纸及纸制品行业累计营收于今年 2 月就已

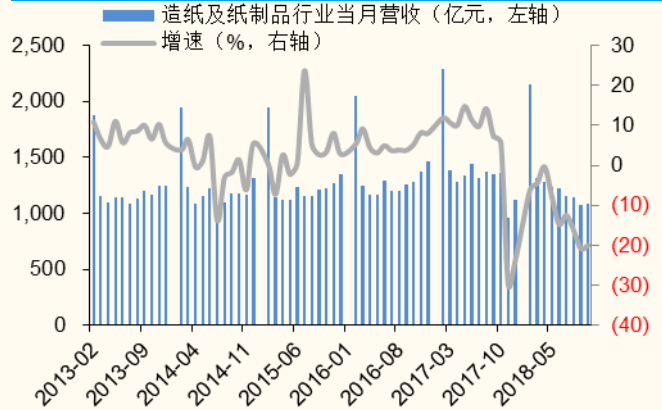
经开始出现下滑，且下滑趋势逐月扩大，而单月营收则是于去年 11 月开始一直保持下滑态势。

图表 6：造纸及纸制品行业累计营收&增速



来源：wind，国金证券研究所

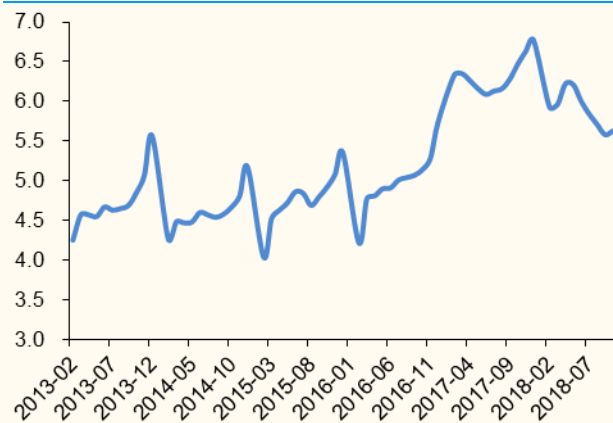
图表 7：造纸及纸制品行业当月营收&增速



来源：wind，国金证券研究所

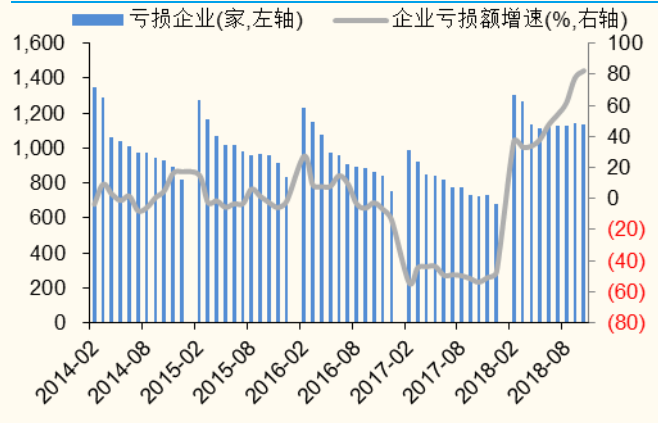
- **造纸及纸制品行业盈利能力下降，亏损企业增多。**前 10 月，造纸及纸制品行业销售利润率为 5.63%，环比小幅提升 0.05pct.，而同比却下降 0.84pct.，与今年初相比行业利润率也下降了 0.6pct.。伴随行业盈利能力的下降，今年亏损造纸企业明显增加，前 10 月累计亏损企业 1137 家，与去年同期相比增加 411 家，占整体造纸及纸制品企业的 16.98%。亏损企业累计亏损额 65.3 亿元，同比 82.40%，且今年内呈现加速亏损态势。

图表 8：造纸及纸制品行业销售利润率 (%)



来源：wind，国金证券研究所

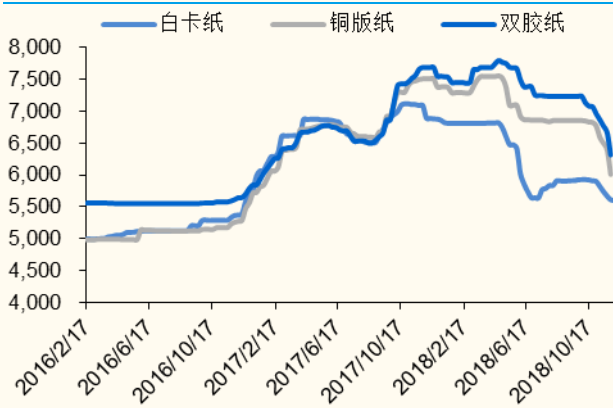
图表 9：造纸及纸制品企业亏损加速



来源：wind，国金证券研究所

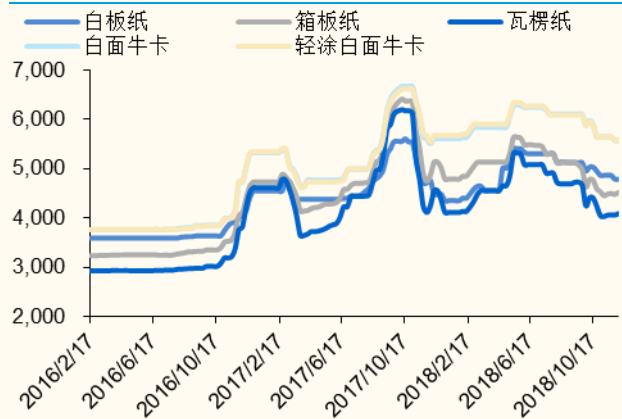
- **纸价上涨承压为行业景气度下行的主要原因。**2016 年底开始，国内成品纸价格开始出现稳步上涨，而到 2017 年 Q3 之后纸价更是迎来一轮暴涨，其中受环保高压、外废配额收紧等政策影响，全年三季度内箱板纸价格暴涨 45.80%，瓦楞纸暴涨 58.51%。而进入今年之后，受国废价格高位震荡后调整，以及经济增长放缓导致下游需求减弱的影响，纸价上行承压。年初至今成品纸价格平均下跌 6.66%，其中浆纸系品种铜版纸下跌 18.59%，双胶纸下跌 16.37%跌幅较大。我们认为，纸价上涨承压导致了行业整体景气度下行，同时 Q3 成品纸均价同环比的下跌也导致了上市造纸企业盈利收窄。

图表 10: 浆纸系纸品价格走势



来源: 纸业联讯, 国金证券研究所

图表 11: 废纸系纸品价格走势

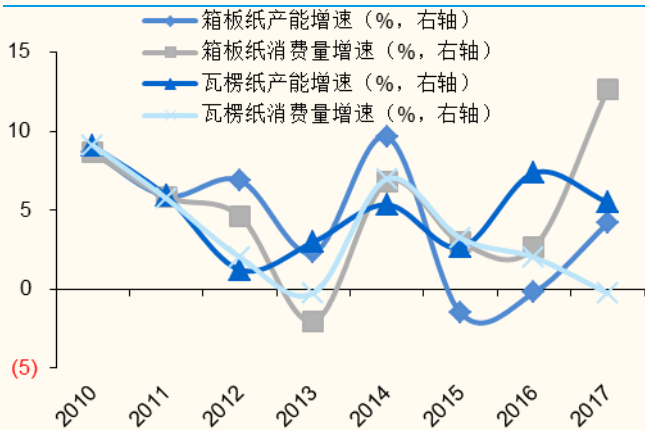


来源: 纸业联讯, 国金证券研究所

包装纸: 明年为产能投放大年, 纸企盈利空间恐遭压缩。

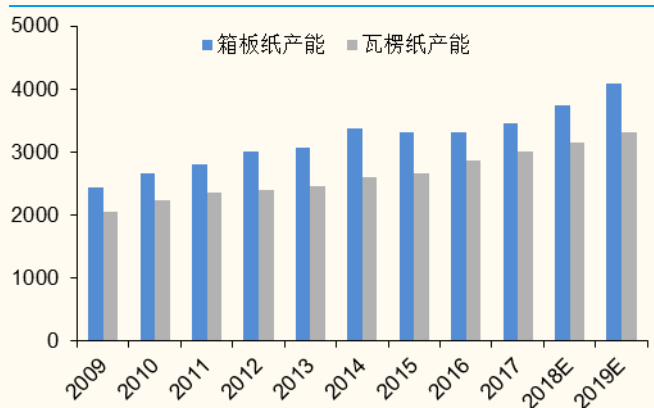
- **今明两年包装纸新增产能较多。**2017 年, 全国箱板纸产能 3440.8 万吨, 新增 138 万吨产能, 同比增速为 4.18%, 瓦楞纸总产能 3008.90 万吨, 新增产能 156.70 万吨, 同比增速为 5.49%。同期箱板纸消费量为 2594.93 万吨, 同比增长 12.64%, 瓦楞纸为 2260.41 万吨, 同比下滑 0.26%。综合来看, 包装纸行业仍处在产能过剩的状态, 虽然箱板纸消费量增速较快, 带动了开工率同比 2016 年提升 5.16pct. 达到 74.95%, 但仍未达到 80% 左右的标准开工率水平。根据相关统计数据来看, 今年箱板纸预期新增产能 136.50 万吨, 瓦楞纸新增 294 万吨, 包装纸行业整体产能增速并未明显放缓。2019 年更为新产能投放大年, 预计箱板瓦楞纸合计新增总产能 500 万吨。在今年下游消费整体较为疲软的情况下, 今年年间超过 900 万吨的包装纸新产能投放, 并不利于维持现阶段的纸价。

图表 12: 2016 年以后箱板瓦楞新建产能增多



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

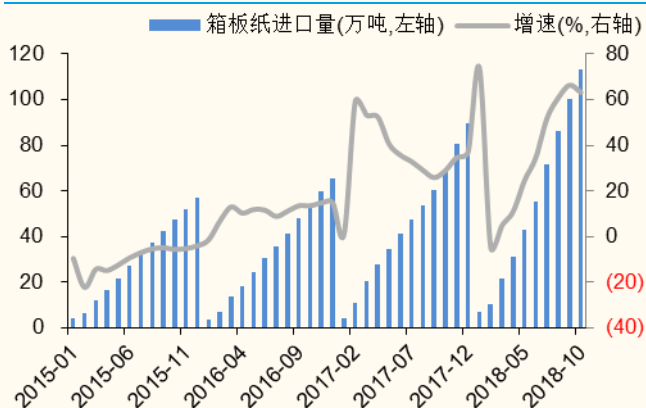
图表 13: 今明两年箱板瓦楞纸新产能超过 900 万吨



来源: 拟在建工程网, 国金证券研究所

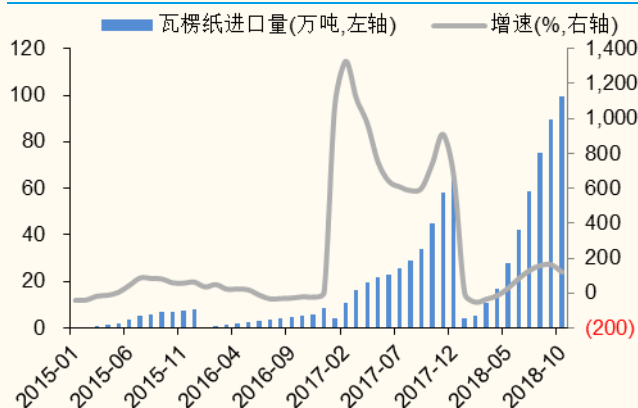
- **进口包装纸关税下调, 体量虽小但对行业供给并不是利好。**今年 9 月 26 日国务院常务会议决定, 从今年 11 月 1 日起, 降低 1585 个税目工业品等商品进口关税税率, 其中瓦楞及箱板纸的最惠国进口关税税率由 7.5% 降至 6%。2017 年, 箱板瓦楞纸进口总量 154.5 万吨, 同比增长 109%, 今年前 10 月进口量为 213.02 万吨, 增速为 86.04%。从绝对量上看虽然很小, 2017 年总进口量仅占全国箱板瓦楞纸总产量的 3.20%, 但进口关税的降低在一定程度上会刺激箱板瓦楞纸的进口, 对国内产能过剩的包装纸行业并不是利好。

图表 14: 箱板纸进口情况



来源: wind, 国金证券研究所

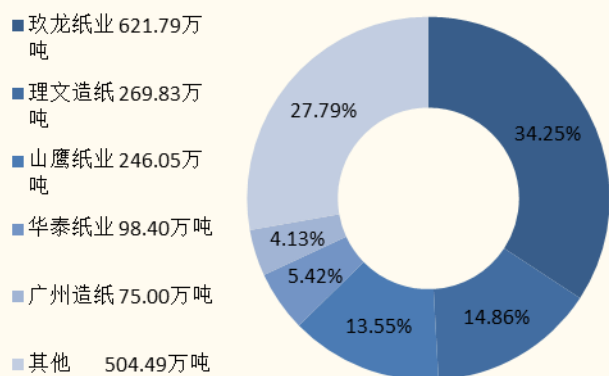
图表 15: 瓦楞纸进口情况



来源: wind, 国金证券研究所

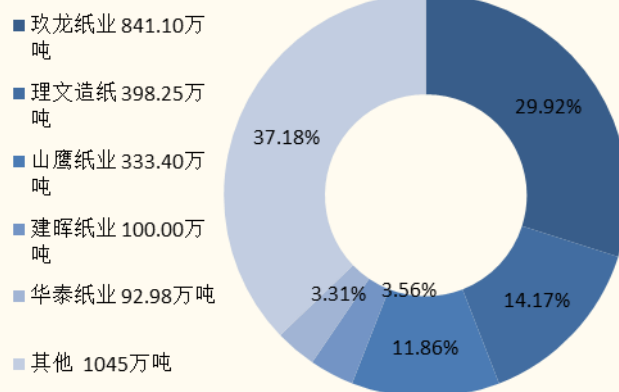
- **外废配额审批大幅收紧, 且持续向大厂集中。**去年 12 月底, 环保部出台《进口废纸环境保护管理规定》, 并于今年内开始实施。截至今年 12 月 7 日, 环保部共批复 26 批次外废配额, 累计批复总额 1815.56 万吨, 较去年 11 批次外废配总量减少 35%左右。从获批企业上看, 2017 年约有 139 家企业获得外废配额, 而今年到目前为止仅有 65 家, 且获批配额向大厂集中趋势日趋明显。2017 年配额或批量排名前五的企业, 其配额占比为 62.82%, 而今年前 26 批次前五名企业占比达到 72.21%, 其中玖龙、理文、山鹰的外废获批配额在总配额中占比, 分别提升 4.32pct.、0.69pct. 和 1.69pct.。

图表 16: 2018 年外废配额集中度



来源: 纸业联讯, 国金证券研究所

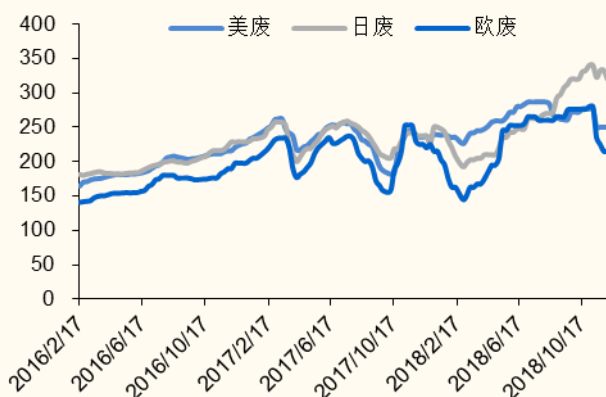
图表 17: 2017 年外废配额集中度



来源: 纸业联讯, 国金证券研究所

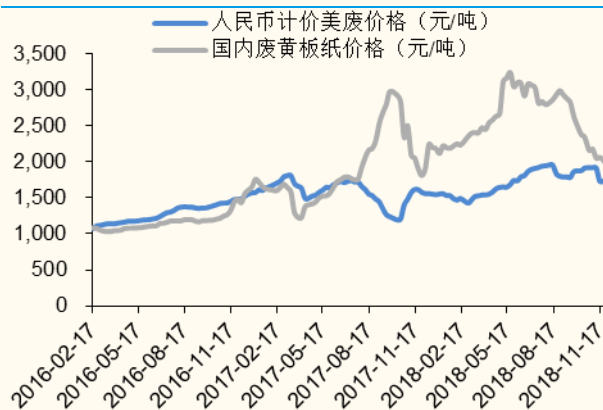
- **人民币贬值叠加中美贸易战, 外废配额的集中并没有为大厂带来成本优势。**截至 12 月 5 日, 美废均价 250 美元/吨, 年初至今美废价格仅小幅上涨 4.53%。但若考虑人民币汇率因素, 12 月 5 日美废价格已达到 1720.93 元/吨, 年初至今上涨 10.67%。美废与国内废黄板纸价格仅相差 202 元/吨, 其中以人民币计价的美废 9 号、13 号和 37 号价格已经超过国内废黄板纸价格。而受益中美贸易战的影响, 日废和欧废年内最大涨幅均超过 30%。因此, 我们认为, 虽然今年内外废配的持续向大厂靠拢, 但其成本端优势正逐步减弱。

图表 18：年内外废价格呈现上涨



来源：纸业联讯，国金证券研究所

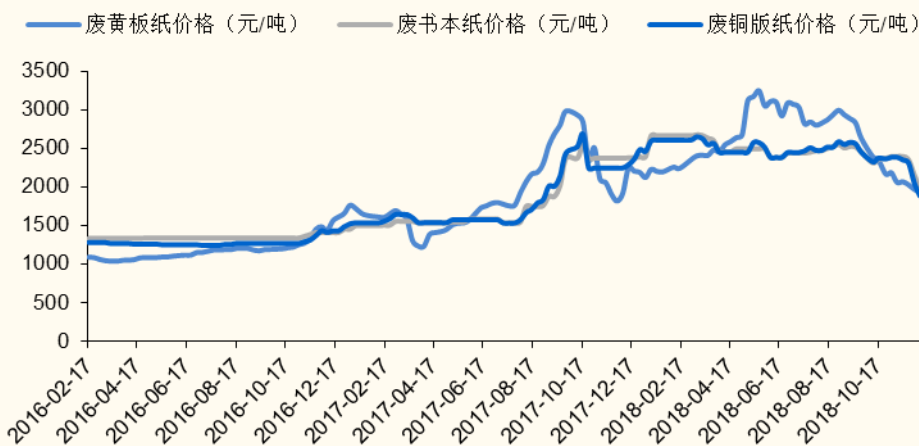
图表 19：美废与国废价差缩小



来源：纸业联讯，国金证券研究所

- **国废价格较难呈现长期下跌趋势。**国内废纸价格在今年 11 月之前基本维持高位震荡态势，11 月迎来全面价格下跌，年初至今废黄板纸下跌 9.24%，废书本纸下跌 16.96%，废铜版纸下跌 23.48%。我们认为，国废供给与全国废纸需求总量之间仍存在缺口，而在外废配额持续收紧，外废进口量下降的背景之下，国废价格也并不具备非常强的长期持续下跌逻辑。而对于目前国废价格的调整，我们则认为更多的是因为市场原因，今年包装纸行业确实存在旺季不旺的情况，所以导致国废市场中出现低价抛售的情况。

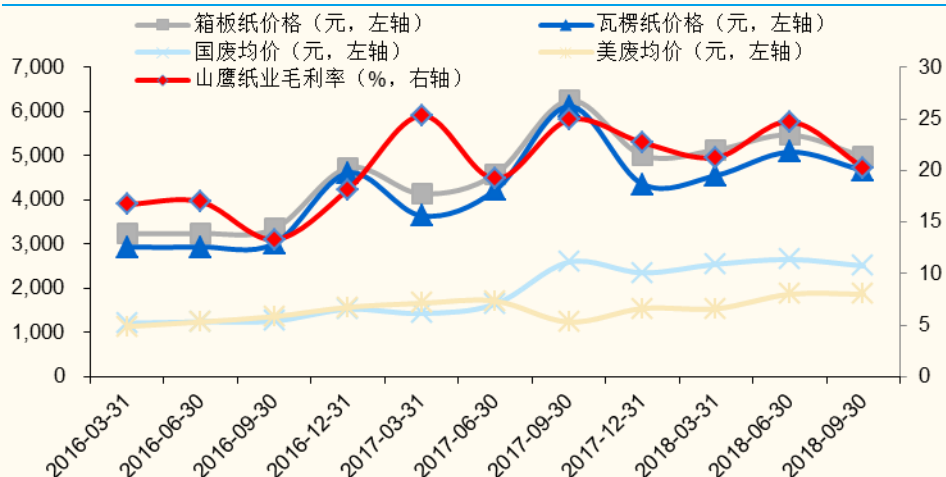
图表 20：国废价格已经开始回调



来源：纸业联讯，国金证券研究所

- **龙头纸企海外布局废纸回收体系，提高制造成本但现阶段向下游传导有难度。**为应对外废配额批复收紧，玖龙、山鹰等龙头包装纸企业均开始在海外进行废纸回收体系，利用完备的回收体系将废纸制成浆后再运输回国进行生产。该种模式之下，势必将导致造纸企业制造成本增加。今年 Q3 期内，国废均价下跌 4.59%，美废下跌 1.61%，但箱板瓦楞纸价格均下跌超过 8%。从今年 Q3 单季山鹰纸业的盈利情况来看，毛利率由 2017 年 Q3 的 24.91% 降至 20.26%，且玖龙、理文两家龙头公司今年内毛利率水平同环比均有所下降。初步判断现阶段国内包装纸企业，在今年 Q3 期内存在成本无法顺畅向下游传导的情况。同时在 11 月份包装纸消费旺季时点，纸企启动提及报价策略并发出涨价函，但包装纸价格并未出现反弹，在一定程度上也表明了经济下行之下，下游包装企业对于纸企涨价函的接受度在降低。若 2019 年人民币继续贬值，必将进一步推高外废价格，而国废缺口短期难以补齐，包装纸企业盈利空间恐遭压缩。

图表 21：山鹰纸业单季毛利率变化与纸价、成本的关系

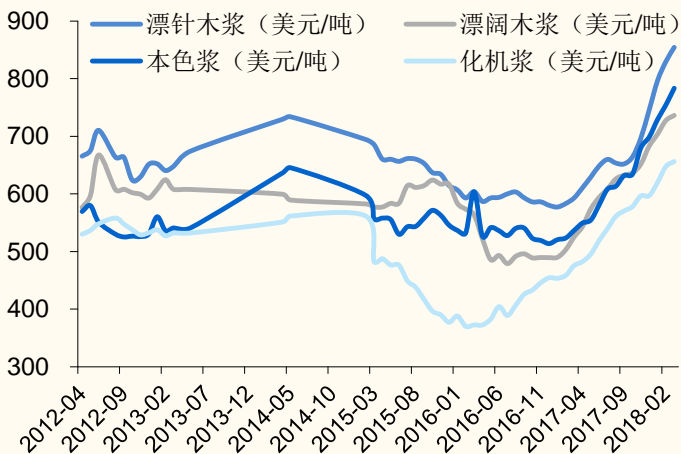


来源：wind，纸业联讯，国金证券研究所

浆价出现下行预期，生活纸企业盈利边际改善迎来可能

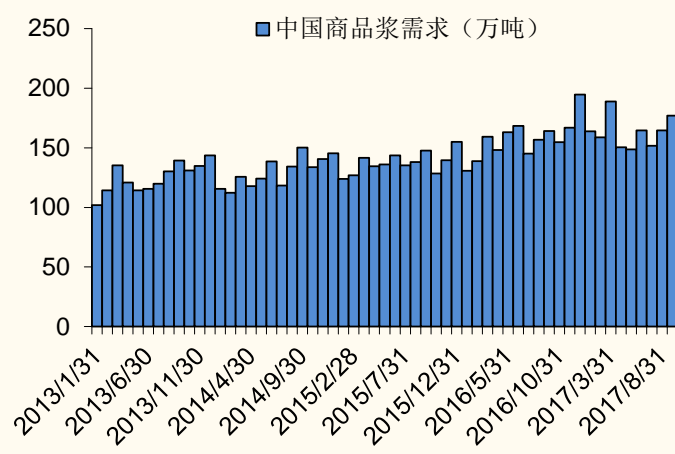
- 浆价自 2016 年 11 月起呈阶梯式上涨态势。从 2016 年 11 月初开始，木浆价格开始呈现阶梯上涨趋势，至 2017 年 7 月大幅拉升，截至年末已上涨 62% 价格处近十年内高位。我们认为，2016-2017 年内国际木浆新增产能不达预期，以及突发设备检修事件的增加，导致阶段性木浆结构性供给收紧，成为浆价持续走强的主因。根据我们的统计，自 2016 年底以来，受检修、投产延期和森林大火等因素影响，国际木浆供给至少有 600 万吨产能受限。此外，作为木浆主要消费国，我国在期间内历经 4 次环保督察，中小造纸制浆企业的关停限产，也在一定程度上加深了供给不足。

图表 22：进口木浆均价呈阶梯式上涨



来源：Wind，国金证券研究所

图表 23：我国商品浆需求稳步增长



来源：PPPC，国金证券研究所

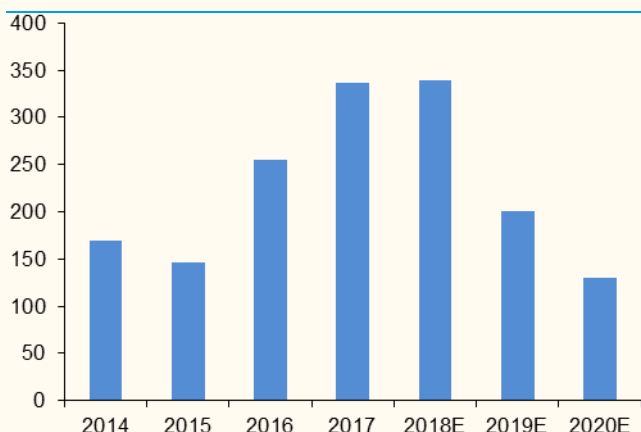
图表 24：近年影响全球纸浆供给的主要事件

事件类型	时间	内容	受影响产能 (万吨)
突发设备检修	2017 年 8 月	Guaiba 浆厂开始进行两次停机检修，且检修时间较长	173 万吨
	2017 年 2-3 月	CMPC 浆厂无预警停工，至 11 月才维修完工	130 万吨
新产能建设不及预期	2017 年 6 月	Catalyst 狮牌浆厂停机检修	-
	2017 年内	印尼 OKI 浆厂新增两条产线仅能释放 50% 产能	280 万吨
突发事件	2017 年 7 月	加拿大森林大火	-

行业整合 2018年3月 金鱼收购鹏鹞 1100万吨
来源：中国浆纸网，亚太森博，国金证券研究所

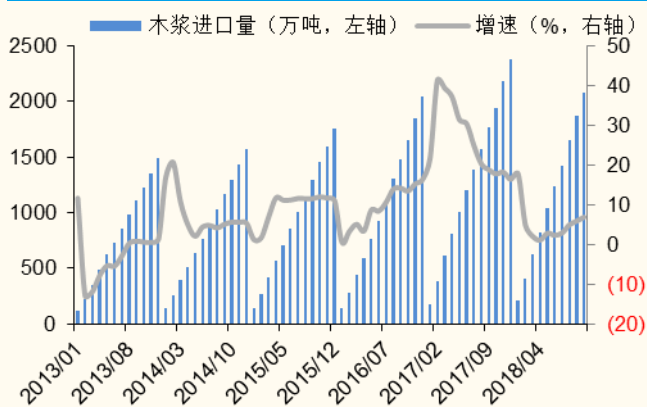
- **供需平衡逐渐打破，中国木浆需求增长放缓，或导致明年浆价下行。** 不完全统计 2017 年，全球木浆新增产能 337 万吨，中国作为全球木浆需求大国，期内新增需求 275 万吨。叠加全球其他区域新增 50 万吨需求，以及 2017 年内约有 120 万吨左右产能未能如期释放，实际上去年全球木浆新增产能约 200 万吨左右，而需求新增超过 300 万吨，致使浆价在 2017 年走高。今年全球范围内木浆仍将有超过 300 万吨产能释放，但今年前 10 月，我国木浆进口量增速较去年同期下降 6.36pct.，表明现阶段国内木浆需求增长正逐步放缓。另一方面，从全球木浆出运量来看，10 月单月出运量环比下降 9.24%，且今年前 10 月累计出运量增速较去年同期放缓 1.32pct.，致使浆价在下半年开始调整。

图表 25: 2017-2019 年新增木浆产能至少为 734 万吨



来源：中国浆纸网，PPPC，国金证券研究所

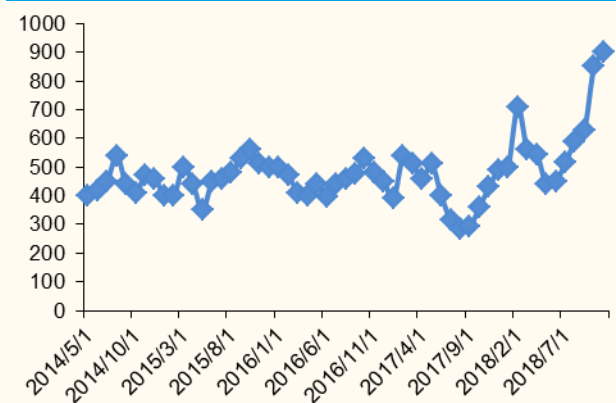
图表 26: 前 10 月木浆进口量增长放缓



来源：Wind，国金证券研究所

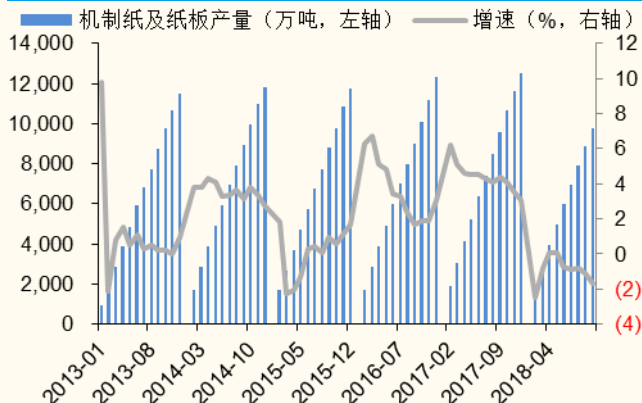
- **国内港口木浆库存上升，证明国内木浆消费需求降低。** 青岛港于今年 11 月库存量达到 90 万吨，创历史新高。常熟港情况与之类似，今年 11 月港口木浆库存 54 万吨，同比增加 15 万吨。我们认为，港口木浆库存的显著提升，表明现阶段国内木浆消费需求下降。我们认为，在环保高压政策之下，中小产能的退出致使今年前 10 月国内机制纸及纸板产量出现下滑，进一步证明国内木浆消费需求下降，且该趋势后续恐将延续，明年中国市场对于木浆需求将呈现缩减态势，预计明年浆价存进一步下调的可能。

图表 27: 青岛港木浆库存大幅提升



来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 28: 国内纸制品产量出现下滑



来源：wind，国金证券研究所

- **浆价下行预期利好生活用纸企业毛利率改善。** 预期浆价下行，对于浆纸系企业而言并不是算是好事，其成品纸失去了推动价格上行的核心原因。而对于生活纸而言，受内浆价大幅上涨的影响，2017 年国内三大生活纸龙头，中顺洁柔毛利率同比下降 1pct.至 34.92%，恒安国际毛利率下降 1.87pct.

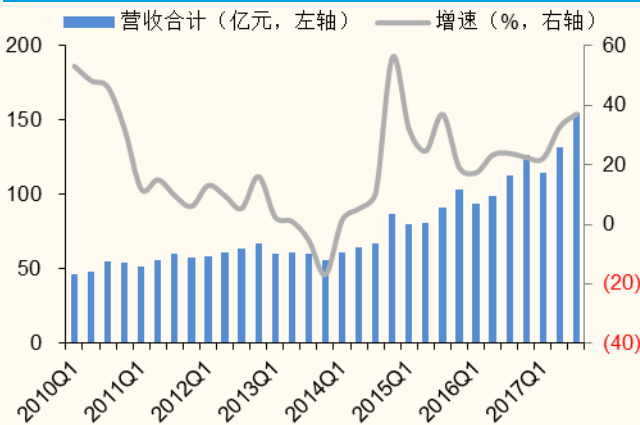
至 46.91%，维达国际毛利率下降 2pct.至 29.66%。我们认为，在木浆价格走弱的预期之下，生活纸制造公司盈利边际有望改善，重点推荐 A 股生活用纸龙头中顺洁柔，并建议积极关注 H 股的恒安国际和维达国际。

包装印刷：纸包装板块盈利边际改善，多元业务助增长

供应商名单中的集中度提升，今年内正持续兑现

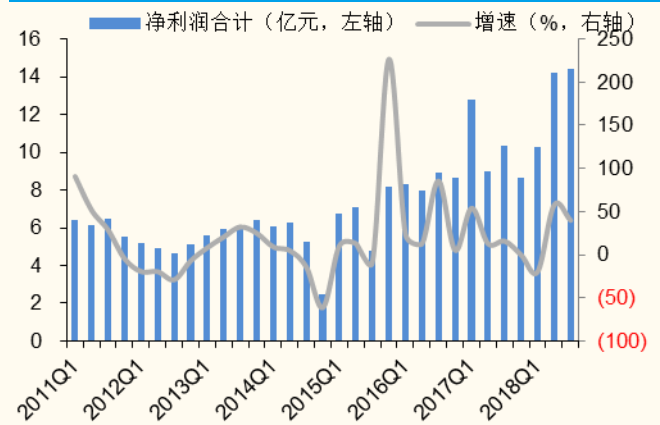
- **上市纸包装企业营收增速快速恢复。**2017 年由于原材料大涨，特别是纸包装行业，箱板瓦楞纸的大涨，使得很多小企业的制造成本激增。而此类企业由于缺乏议价能力，与下游采购商基本采取锁量定价的供货合同，在原材料涨价的情况下，企业的利润空间被大幅压缩，导致很多小企业选择停产甚至关厂。导致下游客户将订单转向大厂，中小企业被迫退出客户采购名单，且订单一旦转手大厂，小企业再想进入采购名单难度极高。而该种情况在 2018 年内持续深化，纸包装上市公司在年内收入增速呈现逐季提升的态势，Q3 纸包装板块营收增速 37.07%，同环比分别提升 13.22pct.和 4.40pct.。同时，受益于收入端的稳态改善，纸包装板块净利润增速也在年内迎来反转，Q1 板块整体净利润下滑 19.64%，Q2 净利润增速实现反转，且 Q3 延续高速增长趋势，同比提升 23.88pct.。

图表 29：2018 年内纸包装板块收入增速逐季提升



来源：wind，国金证券研究所

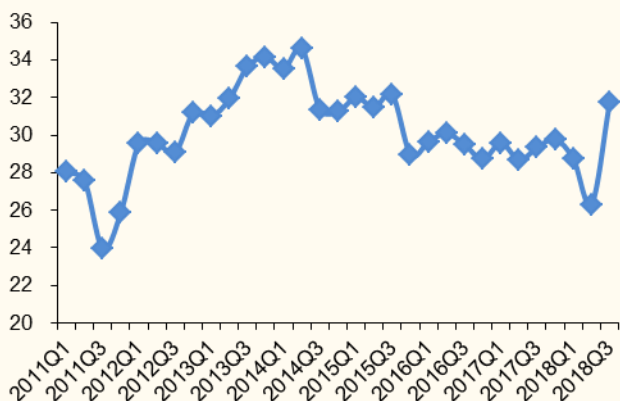
图表 30：受益收入增速纸包装板块利润端增长应反转



来源：wind，国金证券研究所

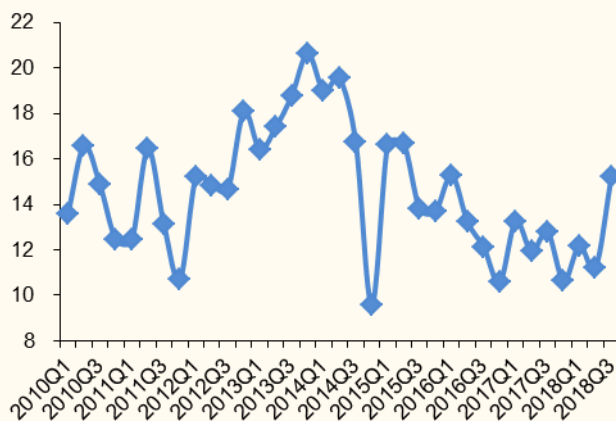
- **2018 年内包装纸价格承压，纸包装板块盈利能力改善，预期该趋势明年持续。**包装纸和纸包装行业存在跷跷板效应，前文有序，今年内箱板瓦楞纸价格上涨承压。而在该背景之下，使得自 2017 年开始的纸包装行业成本端高压状态得以缓解。今年三季度，纸包装包装板块平均毛利率 31.72%，同环比分别提升 2.38pct.和 5.41pct.，净利率为 15.23%，同环比分别提升 2.44pct.和 4.01pct.，纸价上涨承压之下，纸包装行业整体盈利能力正逐步加强。我们预期今明两年为包装纸行业产能投放大年，且在下游消费需求下降的情况下，尽管包装纸企业成本端压力仍在，但向下游传导的能力可能弱化，纸包装企业原材料采购成本存在进一步降低可能。因此，我们看好明年内纸包装企业盈利边际的持续改善，并重点推荐营收快速增长的包装龙头合兴包装和裕同科技。在传统纸包装业务维持稳健增长，且盈利改善的预期之下，我们也看好业务多元化发展，切入新行业、新业态的包装公司，推荐劲嘉股份和吉宏股份。

图表 31：2018Q3 纸包装行业毛利率同环比均提升



来源：wind，国金证券研究所

图表 32：纸包装行业盈利能力改善明显

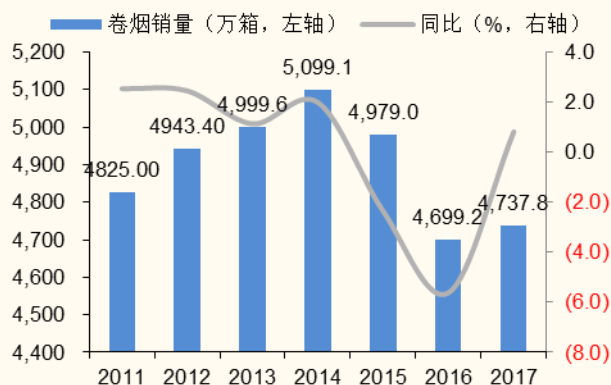


来源：wind，国金证券研究所

劲嘉股份：布局千亿级新型烟草行业，客户资源优势助力占先机

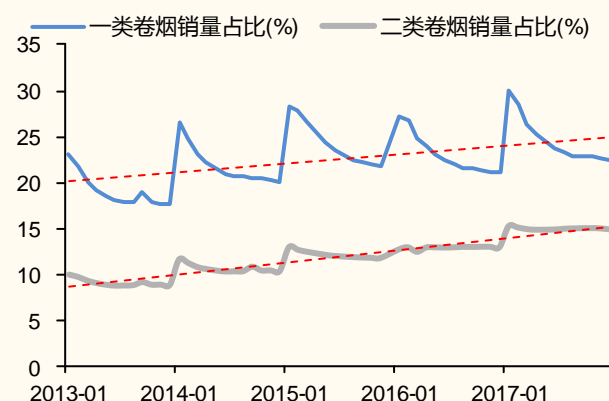
- 2017 年烟草行业开始复苏，创新型卷烟快速增长昭示烟民减害需求。2014 年受到烟草税制改革、控烟力度加大等因素影响，2015 年销量开始出现下滑。2017 年，受益于烟草总公司“稳产销、降库存”的调控方针，同时从品牌、品类和产品等各个层面优化结构，卷烟整体销量达 4737.8 万箱，同比增长 0.82%，止住下滑颓势。一二类卷烟销量占比于 2017 年达到 37.17%，其中二类卷烟占比提高 1.91pct.，提升速度快于一类卷烟，烟草产品消费方面存在较为明显的消费升级。
- 2017 年，创新型香烟对卷烟整体销量增量的贡献率达到 362.8%。其中细支烟销量达到 238.5 万箱，同比增长 73.0%，市场份额增加至 5.03%。除此之外，爆珠烟实现了卷烟爆珠的自主设计、自主生产和自主研发，销量也呈爆发式增长，2017 年达到 34.9 万箱，同比增长 429%。短支烟同样发展迅猛，2017 年销量达到 25.0 万箱，同比增长 162.3%。创新型烟草与传统粗支卷烟的区别主要在于焦油和尼古丁含量更低，显示了烟民在烟草消费过程中对于减伤减害的需求。

图表 33：2011-2017 年国内卷烟销量



来源：烟草在线，国金证券研究所

图表 34：2013-2017 年一、二类卷烟销量占比

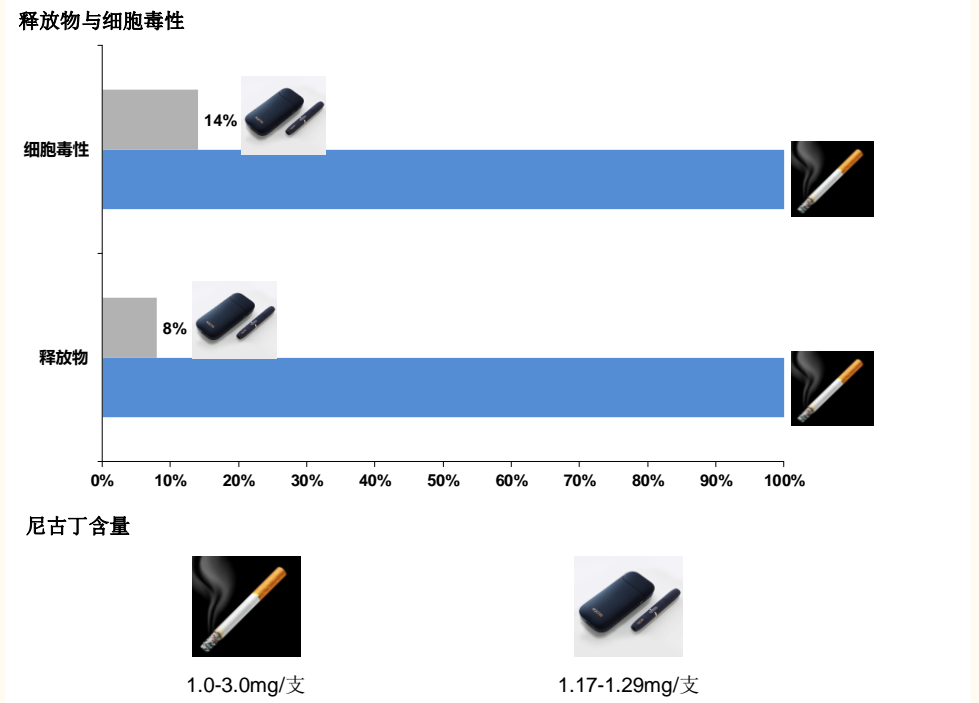


来源：烟草在线，国金证券研究所

- 新型烟草未撼动烟草产业链且利润可观，并符合烟民减伤需求。新型烟草制品主要是指区别于采用传统燃吸方式的卷烟的烟草制品，主要包括电子雾化烟、加热不燃烧（HNB）和口含烟、嚼烟等。我们认为，新型烟草本质上仍为烟草产品，其烟弹产品的出现并不会打破传统烟草产业链流程环节。相反新型烟草是对现有烟草产品体系的升级和补充，使得烟草公司在原有粗细支烟产品的基础上，新增烟具、烟弹输出能力，并民营烟标企业创造新的烟具、烟弹包装需求，甚至于烟具的设计制造需求。

- 另一方面，新型烟草对于吸烟者的身体危害较低是其广受消费者青睐的主要原因之一。型烟草制品与传统香烟的共同点是均含有尼古丁，但由于不通过燃烧产生烟气，因此焦油（致癌物质和促癌物质）、苯并芘（高活性间接致癌物质）、气体污染物（一氧化碳、一氧化氮等）等有害物质并不会产生，符合现阶段国内烟民减伤减害的吸烟需求。

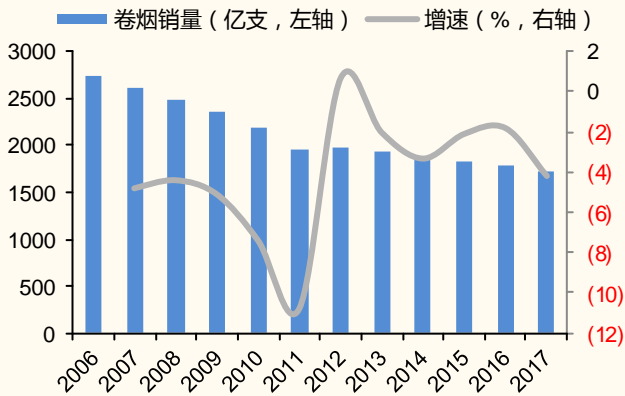
图表 35：新型烟草与传统烟草成分对比



来源：海南省烟草专卖局、Evidence Related to the Health Risk of IQOS Use, 国金证券研究所

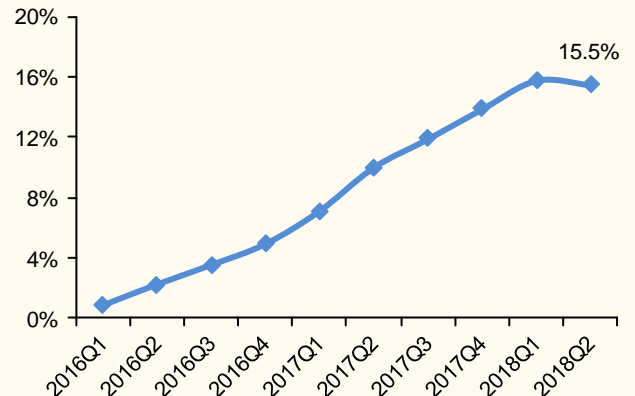
- **HNB 产品在日本迅猛发展，国内同样具备发展基础。**截止到 2017 年 12 月底，新型烟草已经占到了日本烟草市场近 20% 的销量，预计到 2018 年仍会以 38% 的增速快速成长。而由于日本不允许使用含有尼古丁的电子烟烟油，HNB 制品有了更大的发展空间，越来越多的传统香烟烟民转向 HNB 制品。2017 年日本的 HNB 制品销售额达到 47 亿美元，占全球总销售额的 90% 以上。反观国内，虽然现阶段国内并没有出台明确允许 HNB 产品流通销售的政策，但云烟、川烟等中烟公司已经有相关产品上市出口并绕过了 IQOS 的专利保护。我们认为，从需求端来看，国内烟民减伤减害的需求正日益凸显，新型烟草对于吸烟带来的伤害有明显改善，相关烟弹产品也具备非常可观的盈利空间。在国家收缩烟草种植面积的趋势下，新型烟草将有效对冲烟草利税下滑风险。目前国内新型烟草的烟具和烟弹储备技术充足，已可以完全规避 IQOS 等海外电子烟产品的专利保护，且云烟和川烟已有烟具和烟弹产品进入韩国市场流通，完全具备与海外品牌同台竞争的實力。

图表 36: 日本传统卷烟销量 (2006-2017 年)



来源: 菲莫国际, 国金证券研究所

图表 37: 日本新型烟草市场份额



来源: PhilipMorrisInternational, 国金证券研究所

- 因此, 我们推测, 相关政策出台并不遥远。首先, 电子雾化烟和新型烟草产品均可能被纳入烟草监管体系, 适用现阶段各项控烟法律条令。其次, 新型烟草烟弹产品依旧为专卖品, 由各中烟公司负责生产制造。进出口方面, 该品种也将与现有成品卷烟相关措施接近, 对进口将设置品牌和总量限制, 并通过市场份额交换的形式实现对外进出口业务。第三, 电子雾化烟产品由于不使用烟草, 会对烟草产品体系形成替代, 预计在未来流通环节其产品地位将被逐步弱化甚至退出流通市场。第四, 针对新型烟草烟弹产品, 其烟草税征收标准将与现有成品卷烟接近, 且产品种类和品牌上也实现高中低端全面覆盖。

图表 38：中国新型烟草市场空间测算

核心假设：

1. 烟具均价600元/个，平均使用寿命1年；
2. 烟弹均价240元/条，烟民年均消耗烟弹27条；
3. 新型烟草初始受众集中在城市烟民，2017年约1.2亿人，未来三年每年减少1.5%；
4. 新型烟草未来三年在城市烟民中的渗透率按照创新扩散模型。

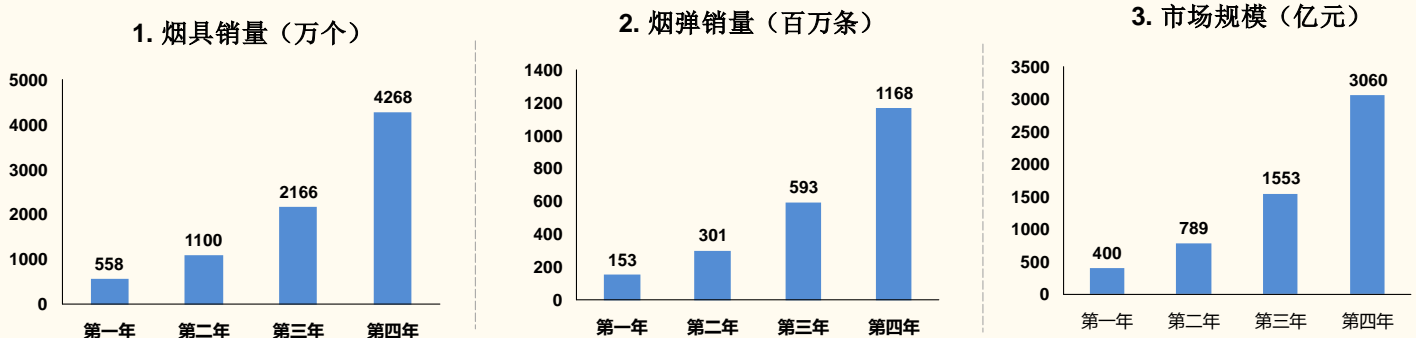
公式：

1. 烟具市场规模 = 烟民人数 × 渗透率 × 600元/个
2. 烟弹市场规模 = 烟民人数 × 渗透率 × 240元/条 × 27条
3. 新型烟草市场规模 = 烟具市场规模 + 烟弹市场规模

渗透率模型：

	人群比例	第一年渗透率	第二年渗透率	第三年渗透率	第四年渗透率
创新者 (Innovators)	3%	9%	19%	38%	75%
早期采用者 (Early Adopters)	13%	8%	15%	30%	60%
早期采用人群 (Late Majority)	33%	5%	10%	20%	40%
后期采用人群 (Late Majority)	37%	4%	8%	15%	30%
迟缓者 (Laggards)	15%	2%	4%	8%	15%

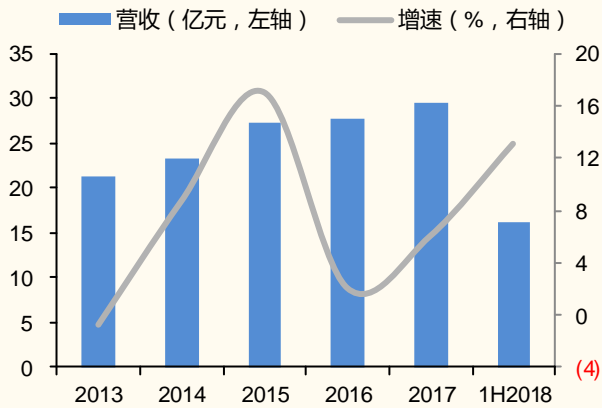
市场规模测算



来源：Philip Morris International, 国金证券研究所

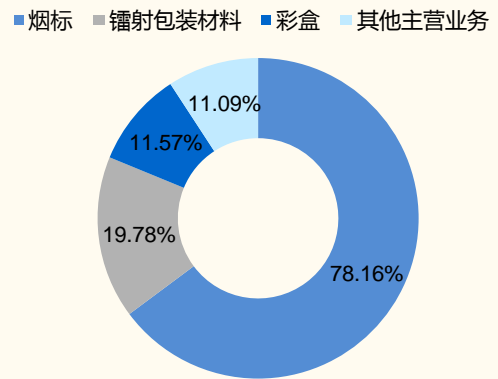
- **公司以烟标业务为基。**公司是中国卷烟包装领军企业，主要产品为高技术和高附加值的烟标、高端知名消费品牌包装及相关镭射包装材料镭射膜和镭射纸。受益于烟草行业整体复苏，2018年上半年公司实现营收16.09亿元，同比增长13.14%，实现归母净利润3.79亿元，同比增长24.80%。烟标作为公司传统核心业务，在总营收中占比78.16%，收入同比增长8.19%。公司精品包装业务近年来增长迅速，尤其与茅台技开司合作后拓展高端酒类包装业务，使得2018年上半年彩盒包装营收达到1.86亿元，同比增长65.56%，在公司总营收中占比11.57%

图表 39: 劲嘉股份营收及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 40: 劲嘉股份 2018 年上半年主营业务结构



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **公司与各中烟公司有深厚的合作基础。**公司自成立以来,就在烟标业务上与各中烟公司有密切合作。除此之外,公司在 2006 年与江苏中烟组建江苏劲嘉新型包装有限公司,在 2008 年旗下子公司安徽安泰与安徽中烟签订长期合作协议。以上合作均彰显劲嘉与全国各中烟公司拥有着深厚的合作基础,截至目前公司已经与全国 17 个中烟公司中的 16 个进行了业务上的合作与往来。过去良好的合作关系也为公司进军新型烟草领域,与中烟公司开展新业务上的合作奠定了基础。
- **在新型烟草领域与云南中烟强强联合。**2018 年 8 月 28 日公司发布公告,将与云南中烟建立战略合作伙伴关系,共同推进双方在新型烟草制品领域的技术研发、产品生产及销售推广,共同扩大双方在新型烟草行业的竞争力和影响力。具体而言,此次合作涉及科研、产品、品牌、渠道、经营五个维度,有助于公司拓展新型烟草领域优质客户资源,进一步提升公司在新型烟草领域的影响力,促进公司在新型烟草领域业务的布局与发展。

图表 41: 劲嘉股份与云南中烟达成战略合作

合作方向	合作内容
科研	联合开展新型烟草制品技术研究,紧跟发展趋势及消费需求,探索电子技术在产品中的创新与应用。
产品	抢抓市场机遇,主动引领,联合开展新型烟草制品研发。
品牌	共同打造新型烟草制品联合品牌,联合开展品牌宣传及推广
渠道	充分利用双方的市场信息及渠道资源,共同建立双方共享的新型烟草制品销售渠道。
经营	共享双方的生产、销售渠道资源,开展双方品牌及联合品牌产品的生产及销售。

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **公司电子雾化烟产品已经发展到第三代,且具备加热不燃烧设备制造能力。**公司于 2014 年进入烟草后市场领域,并成立全资子公司劲嘉科技,主要致力于电子烟及智能健康烟具等新型烟草产品的设计、研发、生产、营销及服务。截至目前劲嘉科技已经先后开发出三代电子雾化烟产品:
 - **MEGA1。**2015 年 4 月劲嘉科技在深圳发布自行研制的首款智能烟具 MEGA1。MEGA1 是一款集智能可控温度的低温烘烤机构与带有增雾组件合二为一的产品。在使用时,只需直接插入市面销售的卷烟,同时在吸烟时还可以选择打开增雾装置,产生足够烟雾,以满足烟民的吸烟体验。

- **蒸汽生活共享电子雾化烟。**劲嘉科技于 2017 年推出公司的第二代电子雾化烟。这一代电子雾化烟主打“共享”概念，所谓共享电子烟即消费模式的共享。此款产品共享的是电子烟的电池，即让用户将用完的产品返回厂家，回收循环利用其中的锂电池。该款产品也体现出公司对于吸食电子烟时的口感与体验的重视，针对烟民的不同需求设置了“初丁”、“老炮”、“烟神”三种不同口味。
- **EXTRAS 电子雾化烟。**该款产品是劲嘉科技的最新一代电子雾化烟产品，于 2018 年 9 月于公司的京东旗舰店上市。此款 EXTRAS 电子雾化烟无论在外形还是使用方式上都更接近 IQOS，通过将装有烟油的烟弹旋进烟具主机上并加热，从而产生烟雾供吸烟者吸食。其所使用的烟弹为劲嘉科技自行生产，专供 EXTRAS 烟具使用。

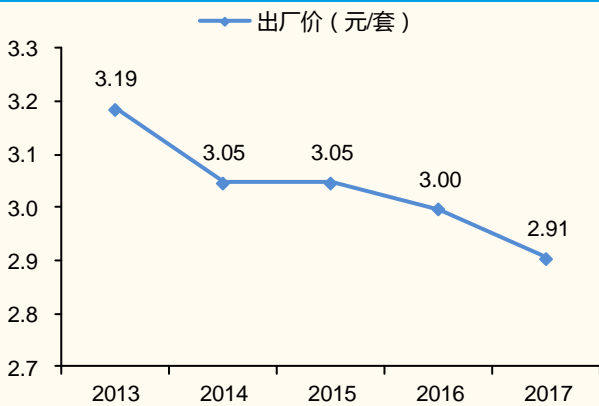
图表 42：劲嘉旗下各代电子雾化烟产品



来源：蒸汽生活京东官网，国金证券研究所

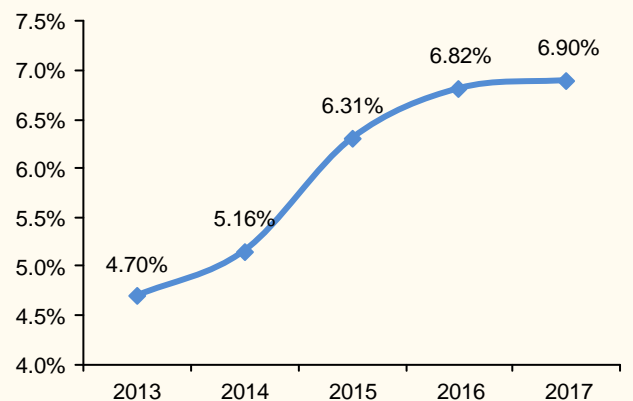
- **新型烟草包装业务可期。**烟标的计量单位为“套”，一大箱卷烟包含 250 套，每套包含 10 盒及用于 10 盒卷烟的整体外包装。根据烟标销量与烟标业务收入测算，公司每套烟标出厂价稳定在 3 元左右。而随着业务发展，公司在烟标领域的龙头地位逐渐显现，在烟标市场的市占率不断提升，到 2017 年底已占有烟标市场 6.9% 的份额。公司在传统卷烟烟标业务的丰富经验工艺积累为公司进军新型烟草包装领域奠定了基础。

图表 43：劲嘉股份烟标出厂价变化



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 44：劲嘉股份烟标业务市占率



来源：烟草在线，国金证券研究所

- **新型烟草包装可为公司带来新的业绩增长点。**公司除自身产品外也为菲莫国际和英美烟草提供新型烟草包装服务，在这一方面公司积累了丰富的经验。假设公司按照 2017 年在烟标市场的市占率参与新型烟草的包装业务，结合之前对于新型烟草烟弹的市场规模预测，可以估算出新型烟草包装为公司贡献的营收。考虑到新型烟草烟弹属于较高档次烟草制品，假设烟弹烟标价格相比均价上浮 100%，公司市占率提升至 9%，则可在新型烟草市

场开放四年内分别为公司录得收入 0.80 亿元、1.57 亿元、3.10 亿元和 6.10 亿元。

图表 45：新型烟草包装为劲嘉股份新增营收测算

1. 2017年公司烟标出厂均价为2.9元/套
2. 2017年公司烟标市场市占率约7%。

第一年，单位：亿元

包装价 市占率	2.90	4.35	5.80	7.25
7%	0.31	0.46	0.61	0.76
8%	0.35	0.53	0.71	0.89
9%	0.40	0.60	0.80	1.00
10%	0.44	0.66	0.89	1.11
12%	0.53	0.80	1.06	1.33

第二年，单位：亿元

包装价 市占率	2.90	4.35	5.80	7.25
7%	0.60	0.90	1.20	1.51
8%	0.70	1.05	1.40	1.75
9%	0.79	1.18	1.57	1.96
10%	0.87	1.31	1.75	2.18
12%	1.05	1.57	2.10	2.62

第三年，单位：亿元

包装价 市占率	2.90	4.35	5.80	7.25
7%	1.19	1.78	2.37	2.97
8%	1.38	2.06	2.75	3.44
9%	1.55	2.32	3.10	3.87
10%	1.72	2.58	3.44	4.30
12%	2.06	3.10	4.13	5.16

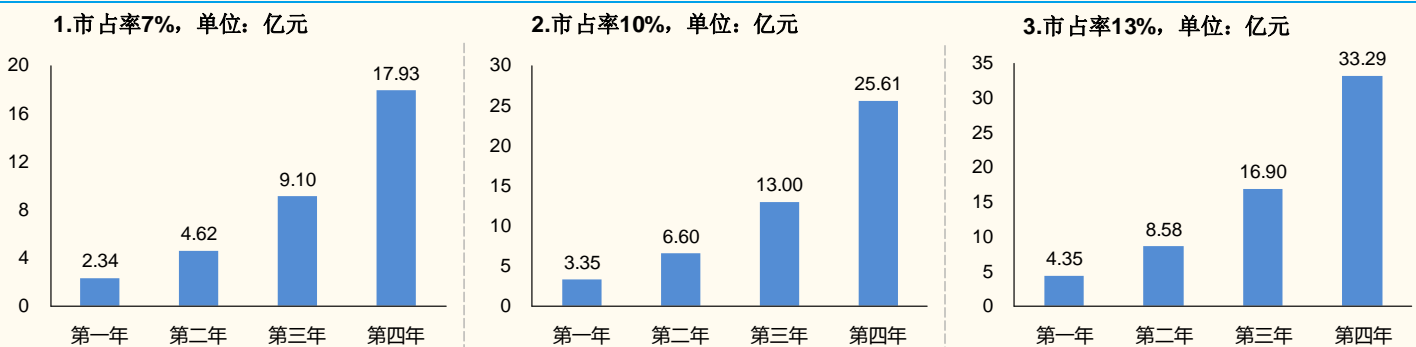
第四年，单位：亿元

包装价 市占率	2.90	4.35	5.80	7.25
7%	2.34	3.51	4.68	5.84
8%	2.71	4.07	5.42	6.78
9%	3.05	4.57	6.10	7.62
10%	3.39	5.08	6.78	8.47
12%	4.07	6.10	8.13	10.16

来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司有望分得新型烟草烟具市场份额。新型烟草制品中，烟弹由于含有烟草而必然为专卖品。但是烟具部分由于并不涉及专卖，很有可能会由中烟公司委任给第三方公司代工生产。如目前云南中烟出品的 Webacco Mate1 系列，其烟具即是委任深圳华玉科技有限公司代工生产。由于公司与云南中烟已达成战略合作，未来双方推出新的加热不燃烧烟具很有可能由公司进行代工生产。除此之外，考虑到公司与其他中烟公司良好的合作关系，一旦公司所生产的烟具被市场新型烟草消费者所认可，不排除会有其他中烟公司与劲嘉在烟具代工生产上的合作。如果按照公司当前在烟标业务中的市场份额 6.9% 计算，结合我们之前对于新型烟草市场规模的预估，烟具生产有望在几年内为公司创造超过 10 亿元的营收。

图表 46：新型烟草烟具生产为公司新增营收测算



来源：公司公告，国金证券研究所

吉宏股份：包装为体、营销+电商为翼，业务融合振翅

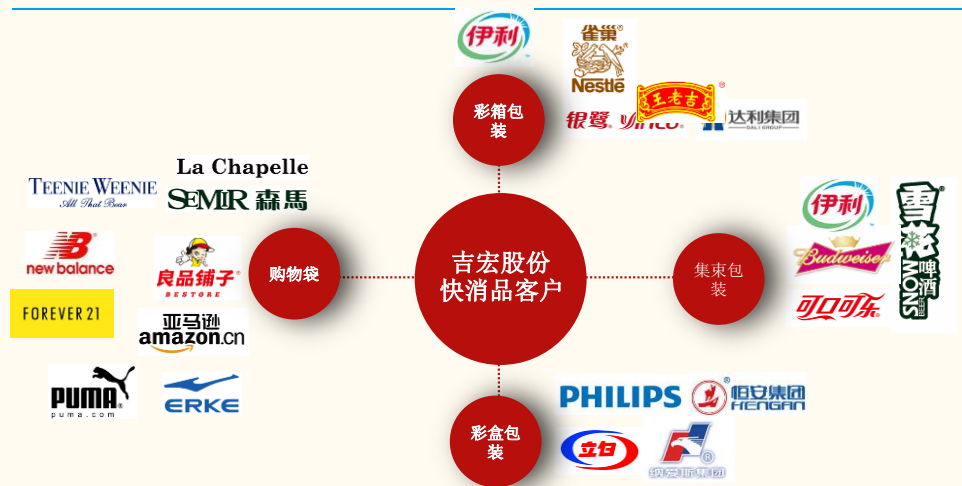
- **头部客户资源稳定，大客户流失导致业绩大幅波动风险较小。**目前公司包装产品主要覆盖快消品行业，包括日化用品、食品饮料等领域，客户主要包括伊利、恒安、金红叶、纳爱斯和立白等国内知名企业。公司的客户策略是将资源聚焦于头部客户，从新客户开发起三年内做到客户包材供应商的前三名，否则公司有可能会主动放弃。从公司过往前五大客户相关数据来看，客户资源保持稳定，其中伊利和恒安长期为公司收入贡献前两大企业，尤其是伊利贡献收入在总收入中占比基本都保持在 60%左右。公司包装业务现阶段仍对第一大客户伊利有较高的依存度，但是我们认为出现客户流失导致业绩大幅波动的可能极小。
 - 1) 伊利是国内企业自有品牌，不存在因品牌所有权问题造成生产中断的可能；2) 伊利包材供应商共有 70 多家，公司是最大的一家，份额在 15%至 20%，公司作为具备极强印前服务能力的包装公司，凭借一体化服务能够与伊利保持并发展良好的合作粘性；3) 环保高压和去年纸价暴涨之后，小型包装企业正逐步退出下游品牌企业供应商名单，而品牌企业也需要谋求稳定的包装供应，因此头部供应商凭借稳定的交付能力将保持其地位的稳固。

图表 47：吉宏股份近年前五大客户情况

客户	2014		客户	2015		客户	2016		客户	2017	
	贡献收入(万元)	在总收入占比		贡献收入(万元)	在总收入占比		贡献收入(万元)	在总收入占比		贡献收入(万元)	在总收入占比
伊利	25226.48	67.27%	伊利	33900.5	65.93%	伊利	36973.21	66.40%	伊利	64853.22	57.26%
恒安	4852.84	12.94%	恒安	5867.73	11.41%	恒安	5217.72	9.37%	恒安	5784.18	5.11%
加意包装	2747.42	7.33%	加意包装	2243.63	4.36%	加意包装	2927.07	5.26%	吉联包装	4958.31	4.38%
纳爱斯	1509.49	4.03%	纳爱斯	1594.59	3.10%	良品铺子	1738.23	3.12%	银鹭	2782.64	2.46%
阳光照明	900.28	2.40%	阳光照明	1565.79	3.05%	纳爱斯	1557.68	2.80%	加意包装	2244.83	1.98%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 48：吉宏股份部分下游客户



来源：公司公告，国金证券研究所

- **收购安徽维致，切入快餐包装领域，打造新的业务增长点。**18年9月13日，公司披露以 1,075 万元收购宁波宏恪持有的安徽维致 33%的股权。该公司成立于 2009 年 8 月，从事环保纸容器产品的应用开发、策划并提供解决方案，拥有年产纸容器 10 亿只的产能。目前安徽维致下游客户包括肯

德基和汉堡王等三大国际快餐连锁品牌以及瑞幸咖啡和华莱士等本土品牌客户。2017年，安徽维致营收2.02亿元，净利润204.58万元，今年前五个月营收7,998.47万元，净利润86.57万元，业绩小幅下滑系收购相关的规范成本支出所致。本次收购标志着公司全面进入快餐功能性包装领域。后续外卖包装限塑政策力度若持续提高，类似上海将把外卖（外带）用塑料制品全面替换为淋膜纸碗的做法或有望在全国推广，则安徽维致将获得发展良机。同时，外卖（外带）包装也是很好的流量入口，与公司的精准营销业务有协同发展的可能。

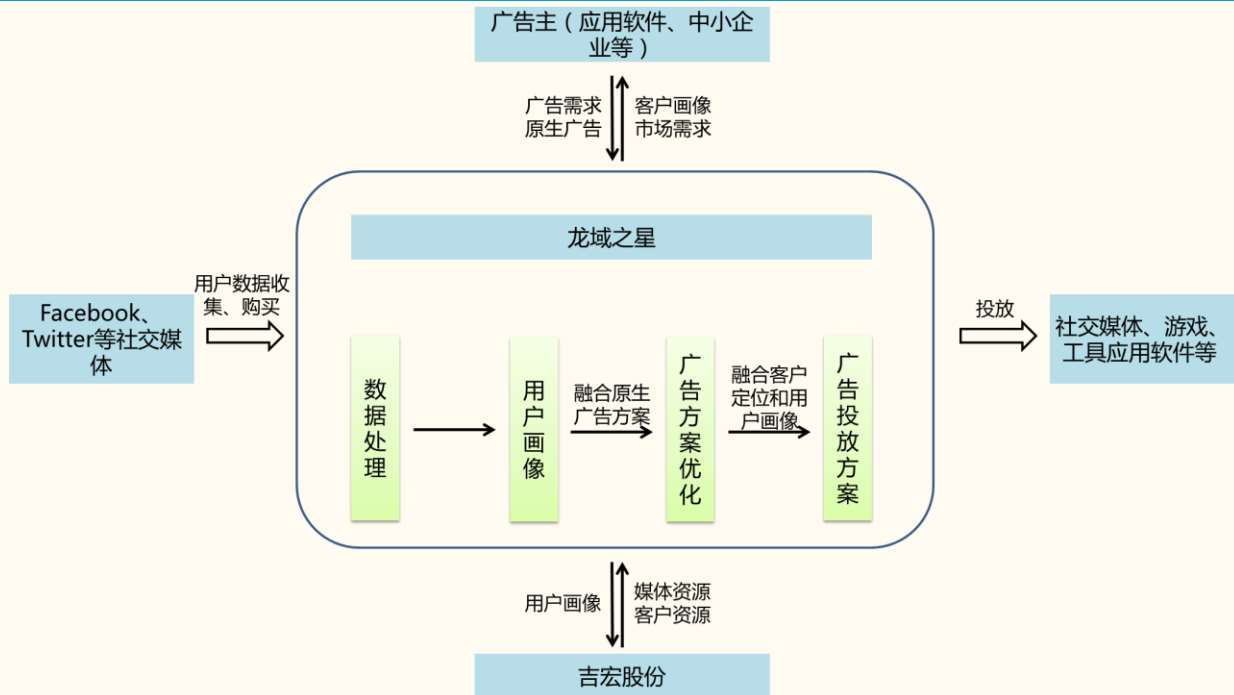
图表 49：吉宏股份外卖（外带）包装产品



来源：公司公告，国金证券研究所

- **收购龙域之星，进军精准营销市场。**今年3月，公司与正奇信息共同收购北京龙域之星科技有限公司100%。龙域之星主营包括技术推广服务、软件开发、广告设计和制作等业务，收购完成后公司正式切入精准营销业务领域。2017年，龙域之星营收仅6,441.97万元，但在完成收购后，凭借公司在广告设计、业务管理以及各类媒体资源优势的补充之下，今年前三季度精准营销方面收入达到1.6亿元左右。我们认为，公司前身就主要以广告业务为核心，已有多年经营经验和行业资源，收购龙域之星后两家公司能够相互补充，进一步完善各类资源整合。
- **基于大数据的精准营销，保障对有效流量的投放。**龙域之星拥有自主研发中心和运营中心，双中心紧密结合互相协作的体系，最大化优化下游媒体精准流量的采购，降低成本提升利润。龙域之星借助对各社交媒体用户的大数据收集完成消费者精准画像，对广告主提供的原生广告方案进行灵活匹配，并按照数据分析结果在不同的时点，不同的环境，向不同的人群推送最合适的精准广告，实现移动广告的智能化管理。目前公司精准营销解决方案服务对象包括移动手游，应用，电商，直播等行业，客户包括大众点评、饿了么、拼多多、花椒直播等国内知名应用软件。我们认为，在互联网流量红利消退的背景下，精准广告投放能够形成消费者对品牌和产品的感性认知，为品牌企业掌握有效流量提升客户转化率以及客户粘性。

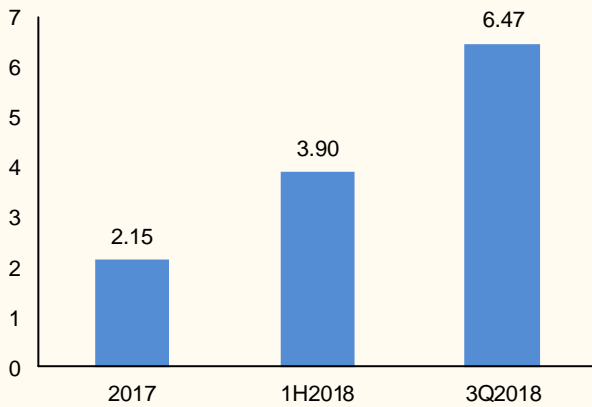
图表 50：吉宏股份精准营销模式



来源：公司公告，国金证券研究所

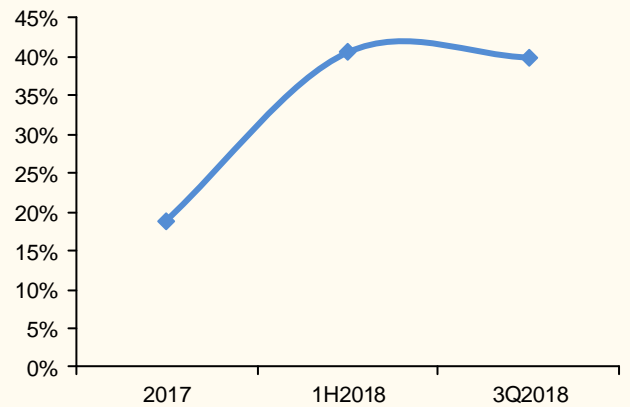
- **精准营销渠道和能力继续丰富提升。**11月14日，公司公告对正奇信息增资1,850万元。我们认为，本次增资补充了正奇信息运营现金流，有利于其在广告制作和营销方面业务发展，也展现了公司在完成对龙域之星并购之后，对精准营销领域业务深度开发挖掘的意向。
- 同日，公司还公告了正奇信息对北京海洋纪元科技发展有限公司进行400万元的增资入股。海洋纪元主营游戏开发为主业，有较强的数字娱乐内容和线上数字娱乐服务开发能力，现拥有多款产品上线运营，如夜游记、彩虹跳跃、彩色联盟等，涵盖移动端iOS、安卓累计300W用户。公司孙公司维斯塔科技及阿欧艾网络总经理王海营，与正奇信息同时对海洋纪元进行增资入股。王海营曾担任赛菲克斯CEO和掌游天下合伙人，擅长互联网广告的推广运营，在互联网领域积累了丰富优质的媒体渠道和资源。增资入股后，正奇信息和王海营将负责海洋纪元管理经营，补足海洋纪元的变现运营短板，在充分利用所积累流量数据分析、团队管理及互联网广告营销经验的基础上，针对产品内容及用户特点，通过个性化的广告设计制作，将各种链接、图片和视频等广告做成产品内容推广给用户，进而实现流量的转化和变现，逐步将标的公司打造成互联网广告流量入口，促进标的公司业务增长及各方资源效率的最大化。
- **跨境电商业务驱动公司业绩的强劲增长。**公司自2017年8月份开始开展跨境电商业务，截至2017年底营收2.15亿元，贡献了全年营收的19%，净利润达到3,603.79万元，在公司净利润总额中占比25.26%。在电商业务的带动下，公司2017年营收与归母净利润分别同比增长98.74%/86.14%。跨境电商业务在公司营收中的占比持续提升，到今年三季度达到40%。跨境电商业务的快速成长使其成为公司业绩的重要驱动力。

图表 51: 吉宏股份跨境电商收入变化 (单位: 亿元)



来源: 公司年报, 国金证券研究所

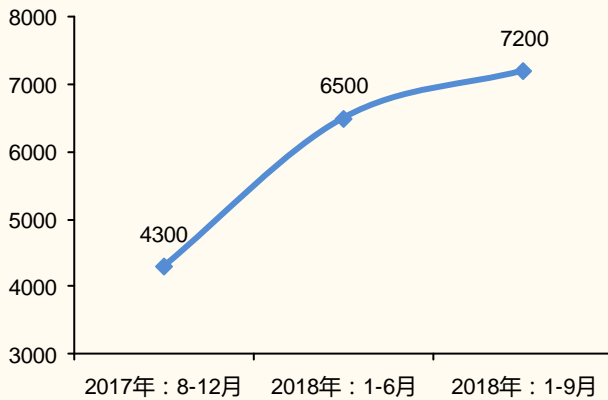
图表 52: 吉宏股份跨境电商业务收入占比



来源: 公司年报, 国金证券研究所

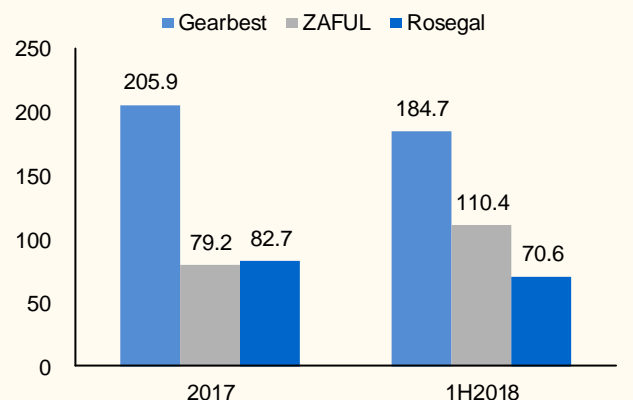
- 跨境电商经营效率持续增长。**公司对于跨境电商业务持续加码, 业务团队人数由 2017 年底的 600 余人发展至 2018 年三季度末的 800 余人, 产品 SKU 涵盖千余种。同时, 在公司优秀的广告精准匹配能力与广告设计策划能力的加持之下, 公司跨境电商的经营效率也在持续成长。2017 年公司跨境电商业务月均销售额 4300 万元, 按照销售产品均价 300 元/个估算月均销售产品 14.3 万个; 而截至 2018 年三季度末, 公司跨境电商月均销售额达到 7200 万元, 月均销售产品增至 24 万个。对比跨境通三大自营网站的月销售额变化, 公司的跨境电商业务仍处成长期, 经营效率处上升通道。

图表 53: 吉宏股份电商业月均销售额变化 (单位: 万元)



来源: 公司年报, 国金证券研究所

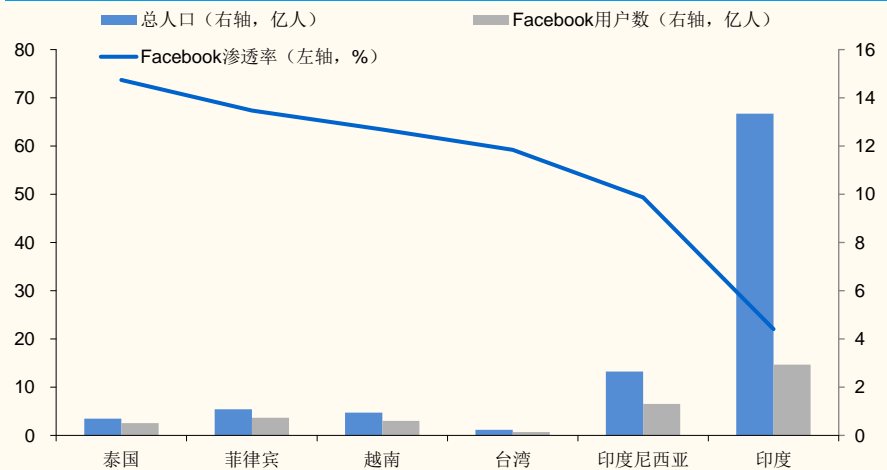
图表 54: 跨境通自营网站月均销售额 (单位: 百万美元)



来源: 跨境通年报, 国金证券研究所

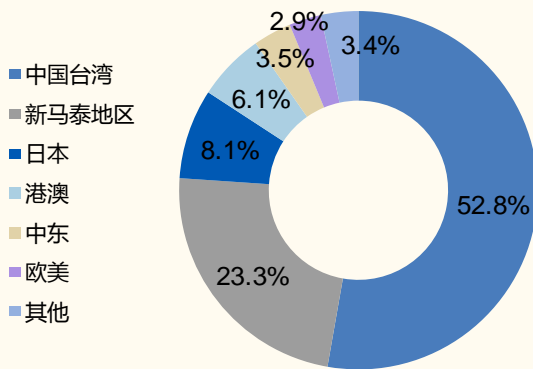
- 专攻小语种新兴市场, 分享高速增长红利。**公司避开了竞争激烈的对欧美跨境出口电商市场, 而是专攻台湾地区和东南亚国家等小语种市场。2018 年 1-9 月跨境电商业务收入中, 52.8% 来自台湾地区 (主要在讲闽南话的台南, 与公司所在的厦门地缘相近、人缘相亲)。此外, 新马泰等国贡献了 23.3% 营收。为布局小语种市场, 公司积极扩展营销团队, 通过招募小语种人才提升跨境电商服务能力。譬如, 公司对台业务的服务人员来自与台南话最接近的漳州地区, 而对泰国业务的服务人员则来自西南少数民族地区。台湾和东南亚等地的电商市场正处于蓬勃发展阶段, Facebook 等社交平台的高使用率为商品营销留有足够渠道空间, 加之目标市场距离国内较近, 公司对出口物流具备更强的掌控能力。相比跨境通等同业全球化的市场布局, 公司跨境电商业务在成长期选择东南亚等小语种市场可以充分享受市场红利, 实现规模的快速提升。

图表 55：台湾地区及部分东南亚和南亚国家 Facebook 用户渗透率



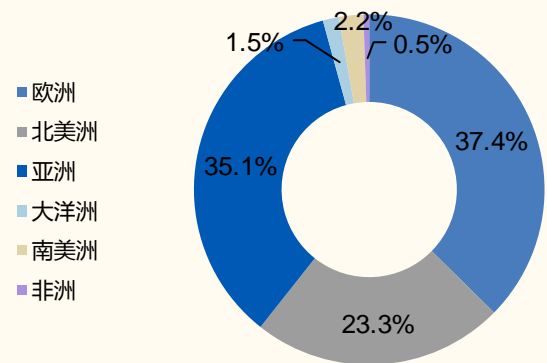
来源：iFind, Statista, 国金证券研究所

图表 56：2018 年 1-9 月公司营业收入分区域情况



来源：公司公告, 国金证券研究所

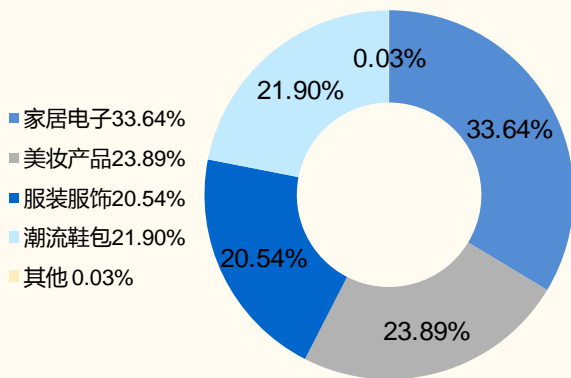
图表 57：跨境通 2018 年 1-6 月营业收入分区域情况



来源：跨境通 2018 年中报, 国金证券研究所

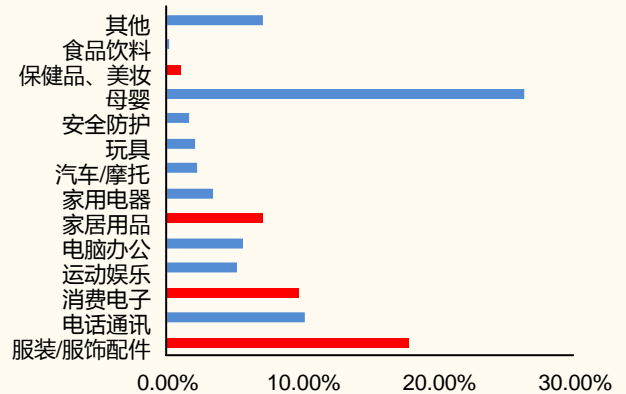
- **个性化选品搭配精准营销可释放巨大空间。**公司跨境电商业务销售的产品主要包括家居电子、美妆、服饰、鞋包类产品，结合跨境通的产品销售结构来看，基本上为主流跨境出口品类。公司在多年为下游制造商做包装配套中积累了丰富的品牌经验，同时还从知名大型百货和超市招募专业买手，在保证产品质量的基础之上，挑选个性化和非标化产品来满足境外消费者的需求，走出一条小众精品的出口路线。由于此类非标产品定价较高，公司的互联网电商业务可享较高毛利率。2017 年，公司的电商业务毛利率达到 78.08%。结合公司的互联网营销能力，可以将以上产品精准推送给潜在客户，从而也提升了电商业务的转化率，提升跨境电商业务增长的确定性。

图表 58：2018 年 1-9 月吉宏股份电商产品销售结构



来源：公司公告，国金证券研究所

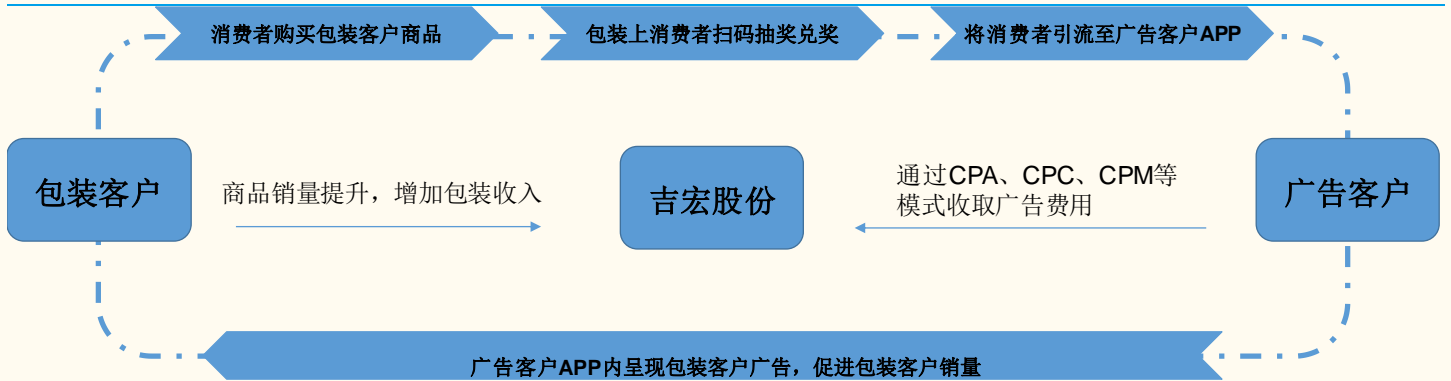
图表 59：2018 年 1-6 月跨境通产品销售结构



来源：2018 年跨境通中报，国金证券研究所

- 物流和平台与第三方合作，降低综合成本。**公司电商业务的物流环节采取与海外第三方物流公司合作的模式，通过第三方物流公司的快递员代为收款，其后公司与第三方物流结转货款。销售平台方面，公司则是依托 Facebook、Twitter 和 Google 等社交媒体进行简便的网页式商品销售。相对而言，上市公司跨境通的业务规模大，在物流上以自建物流与发展跨境专线物流为主，并建立多个海外仓，使得 2018 年上半年物流仓储费用占到营收的 14.23%，同时其拥有的多个自营网站平台在获取流量的同时也增加了运营费用的支出。
- 总结：**公司的跨境电商业务有如下特点：1) 产品端专业买手偏好采购设计感强、毛利率高的小众商品；2) 区域分布上目前集中在东南亚及台湾地区，购买力相对较强、市场竞争程度较低；3) 暂无自营平台，海外选择与第三方物流合作，降低综合成本。由于公司跨境电商的业务处在起步期，因此在产品、市场和渠道上公司均选择了较好的切入点，减少了与大平台的直接竞争，同时能够快速的发展。跨境电商业务作为广告设计能力的变现渠道，其整体业务规划展现出公司管理层清晰的业务定位与发展思路。在互联网精准营销能力的加持下，公司的跨境电商业务的进一步爆发值得期待。
- 快消品包装可为广告营销打通线下渠道。**公司在包装业务上既拥有伊利、恒安国际、清风 (APP)、可口可乐和百威啤酒等快消品客户，同时旗下的安徽维致还可通过食品纸包装接入肯德基、汉堡王和瑞幸咖啡等资源丰富的快餐客户，可以说具备丰富的线下流量入口。凭借丰富的渠道资源，公司可以将自身的互联网广告与包装嫁接，利用赞助奖品的方式参与以上客户的促销，使得用户通过扫描附在包装上的二维码被导流至公司为广告客户设计的宣传页面。
- 包装与广告的结合可以实现三赢。**这种优质品牌的“互推”模式，对于包装客户来说强化了产品的促销力度，带货效果更好。而对于广告客户来说，则拥有了巨大的流量入口，广告接触者成倍增长。双方客户的强烈需求也可以促成公司自身的业务增长，一方面包装产品销量的提升可以带动公司包装业务收入的增加，另一方面在广告端还可以通过广告点击、有效用户激活等模式收取广告推广费用。包装业务与广告业务的结合，可以最终实现包装客户、广告客户、以及吉宏自身的“三赢”，具有很大的发展潜力。

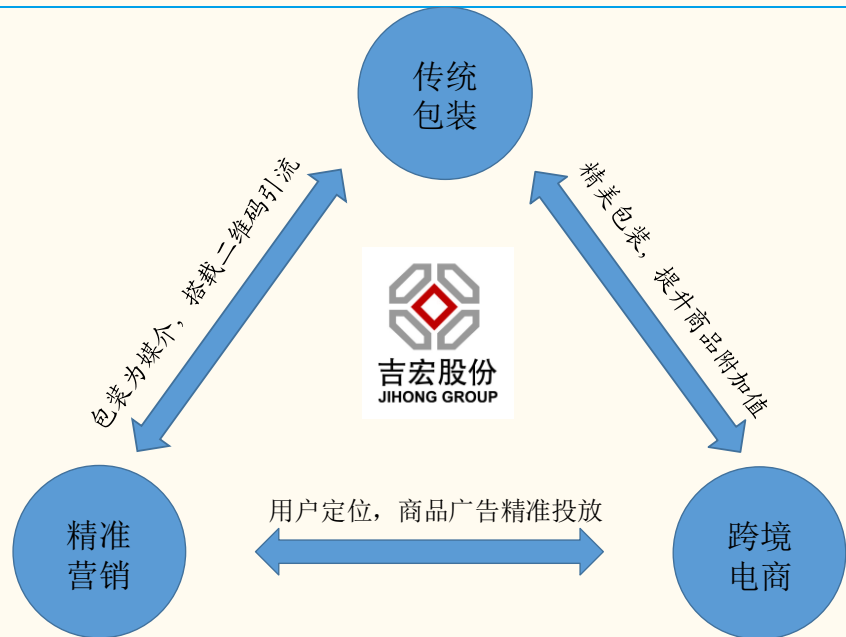
图表 60：广告与包装业务协同过程



来源：国金证券研究所

- **精准营销是电商业务成功的关键。**公司电商业务销售的产品主要以具有设计感和个性化的鞋服和家居用品等为主，每款产品的受众领域都相对。因此公司通过对 Google、Facebook 和 Twitter 等社交平台用户大数据的“标签化”管理，并进行多平台的交叉比对和分析，描述产品用户的精准画像并有针对性地推送广告。公司在互联网精准营销上的技术能力与业务布局恰好可以为跨境电商前端的获客起到有力支撑。由于公司的跨境电商出口区域集中在东南亚小语种国家，Facebook 等社交媒体在当地使用覆盖率高，公司的聚焦策略能够推动跨境电商业务实现快速发展。
- **包装业务帮助电商业务锦上添花。**公司的跨境电商业务面对的多是追求个性化、时尚化的用户，因此除了产品自身的时尚设计感外，外包装的精美设计也可以起到锦上添花的效果。精美的包装设计不但可以增强对于客户的吸引力，同时也能使得产品获得更高溢价，提升产品毛利率。公司在包装业务上累积了大量快消品头部客户，而其中有些客户的产品尚未打入某些小语种市场。公司凭借在这些细分市场上快速累积的竞争优势，未来或可实现与这些头部客户的协同发展。

图表 61：吉宏股份包装、广告、电商业务相互协同



来源：国金证券研究所

家用轻工：定制家居集中度提升临近，多渠道发展撑起家用轻工增长

定制家居：依旧是好的赛道，且即将正式迈入集中度提升阶段

- 定制家居个股三季报营收增长，基本都出现较大幅放缓。受 2016 年 10 月后国家对地产行业密集调控的影响，自去年 Q4 开始定制家居企业单季度收入增速开始放缓。今年前三季板块平均收入增速下降 15.47pct.至 26.61% (18Q3 营收增速同比降低 13.45pct.)。今年前 10 月，国内商品房销售面积增速 2.8%，同比增速下降 2.8pct.，按照其与家具行业之后周期推导，预计明年有新售商品房所推动的家具增量需求将进一步减弱，现阶段判断定制家居营收已达增长底部为时尚早。因此，我们认为，在这样的背景下，定制家居行业将结束红利期，企业的增长将进入弱肉强食的“丛林法则”竞争阶段，行业集中度将是未来关注定制行业的核心逻辑。

图表 62：2018 年前三季上市定制家居标的中报增长变动情况

	营收增速						归母净利润增速					
	3Q2018	3Q2017	增速变动	2018Q3	2017Q3	增速变动	3Q2018	3Q2017	增速变动	2018Q3	2017Q3	增速变动
金牌厨柜	16.83	36.18	(19.36)	19.16	34.95	(15.79)	31.53	125.54	(94.01)	30.49	147.42	(116.93)
志邦股份	16.79	35.59	(18.81)	5.53	30.69	(25.16)	31.51	30.36	1.15	20.11	31.05	(10.94)
皮阿诺	40.21	40.17	0.04	39.38	30.15	9.23	45.91	55.73	(9.82)	51.85	20.17	31.68
我乐家居	26.03	42.22	(16.20)	25.49	36.05	(10.55)	65.30	50.45	14.85	67.39	7.11	60.28
欧派家居	18.74	37.20	(18.46)	10.66	40.54	(29.88)	27.07	32.17	(5.10)	22.57	31.21	(8.64)
索菲亚	20.11	43.07	(22.96)	20.10	35.46	(15.36)	20.16	41.05	(20.89)	14.70	35.18	(20.47)
好莱客	21.29	31.05	(9.76)	15.38	25.61	(10.23)	37.30	45.26	(7.96)	9.16	36.37	(27.21)
尚品宅配	29.24	31.24	(2.00)	22.71	32.61	(9.90)	42.28	73.82	(31.54)	21.01	56.52	(35.51)
顶固集创	5.30	-	-	-	-	-	21.59	-	-	-	-	-

来源：wind，国金证券研究所

定制家居集中度提升靠什么？价格战、渠道、产能布局和环保

- 定制家居行业内外均具备价格战基础。外部：我们选取欧派、索菲亚、宜家、宜得利和林地木业，进行板式衣柜的产品价格对比，欧派和索菲亚的衣柜基本都高于其他三家，从价格上直观判断，定制衣柜的单体产品实际上具备降价空间。而从另一个角度来看，定制衣柜的价格之所以会高于成品柜，其产生溢价则是因为重服务。我们认为，在定制家居销售的各流程环节中，设计可能是溢价最高的。定制家居除了主打尺寸定制之外，还以个性化设计为卖点，但目前来看大部分定制家居公司多以模块化和素材化设计为主，原创设计体现不足设计师引流效果不明显，个性化设计的弱化实际上已经导致了设计溢价的虚高。

图表 63：定制衣柜和成品衣柜价格对比，定制柜价格明显高

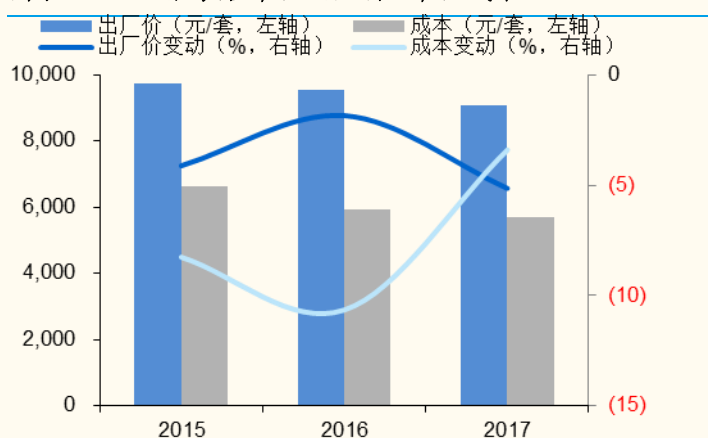
厂家	材料	颜色	尺寸(宽*深*高)	款式	价格
大尺寸(滑门)					
欧派家居	中纤板	-	1.80*0.6*2.2	滑门	约 5700
索菲亚	中纤板	白色	1.80*0.6*2.2	滑门	约 4300
林地木业	中纤板	白色	1.893*0.619*2.243	滑门	4109 (原价 5760)
宜得利	高密度中纤板	红色	1.80*0.645*2.15	滑门	5990
宜家	纤维板、刨花板	仿白色橡木纹	2.00*0.66*2.01	滑门	3935
大尺寸(开门)					
欧派家居	-	-	1.80*0.6*2.2	开门	约 7400
索菲亚	中纤板	白色	1.80*0.6*2.2	四门开门	约 5300
林地木业	中纤板	黑白	1.824*0.590*2.138	四门开门	2930 (原价 5220)
宜家	纤维板、刨花板	淡米色	2.00*0.66*2.01	四门开门	2630
中尺寸(滑门)					
欧派家居	中纤板	-	1.50*0.6*2.2	滑门	约 4900
索菲亚	中纤板	白色	1.50*0.6*2.2	滑门	约 4300
宜家	刨花板、纤维板	白色	1.50*0.66*2.01	滑门	2620
林地木业	中纤板	乳白色	1.493*0.619*2.243	滑门	3529 (原价 5360)
宜得利	中纤板	深棕色	1.20*0.63*1.90	滑门	3490

厂家	材料	颜色	尺寸(宽*深*高)	款式	价格
中尺寸(开门)					
欧派家居	中纤板	-	1.50*0.6*2.2	开门	约 6400
索菲亚	中纤板	白色	1.50*0.6*2.2	开门	约 5300
宜家	刨花板、纤维板	白色	1.50*0.60*2.01	开门	2605
宜得利	中纤板	原木色	1.12*0.587*1.93.5	开门	4490
林氏木业	中纤板	米黄色	1.34*0.60*2.06	开门	2930(原价 5560)

来源:草根调研&宜家官网&宜得利官网&林氏木业天猫商城,国金证券研究所

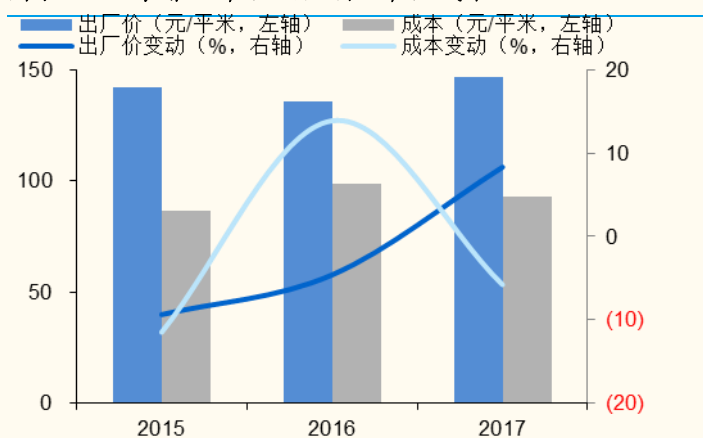
- **内部:单位成本持续降低实际上已经给产品降价带来了空间。**定制家居企业对于信息化建设的执着,其实源自对生产效率提升和制造成本降低的追求。根据我们测算的数据来看,自2015年开始,定制企业单位成本基本都呈现降低之势。但现阶段定制企业单位出厂价累计降幅,与单位成本累计降幅并不匹配,定制家居产品完全具备进一步降价的空间。2015-2017年,欧派家居橱柜单位成本累计下降22.32%,而出厂价累计下降11.11%,从数据直观上看,即使在成本不变的情况下,欧派继续下调10%左右的出厂价依旧不会对橱柜毛利率产生重大影响。不仅如此,从现阶段定制企业的单位产品毛利率来看,基本都保持提升态势,也就是说现有价格策略并未影响企业盈利。在成本继续下降的前提下,为获得更多的市场份额,定制产品降价完全可以实现。

图表 64: 欧派家居单位出厂价&单位成本



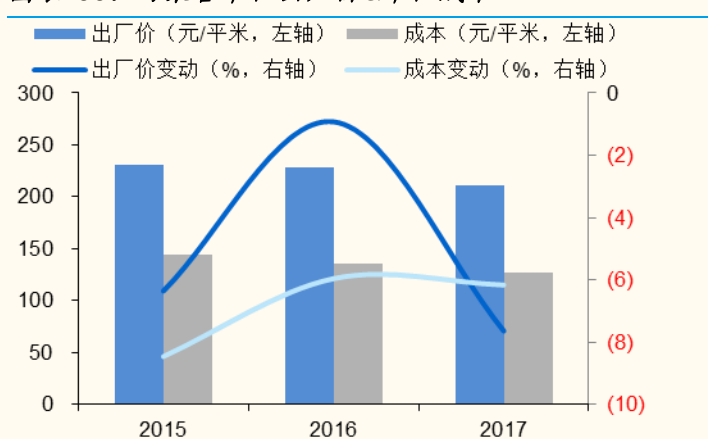
来源:公司公告,国金证券研究所

图表 65: 索菲亚单位出厂价&单位成本



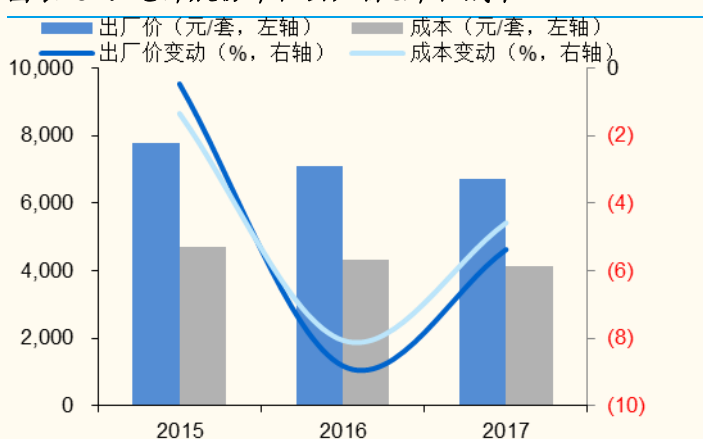
来源:公司公告,国金证券研究所

图表 66: 好莱客单位出厂价&单位成本



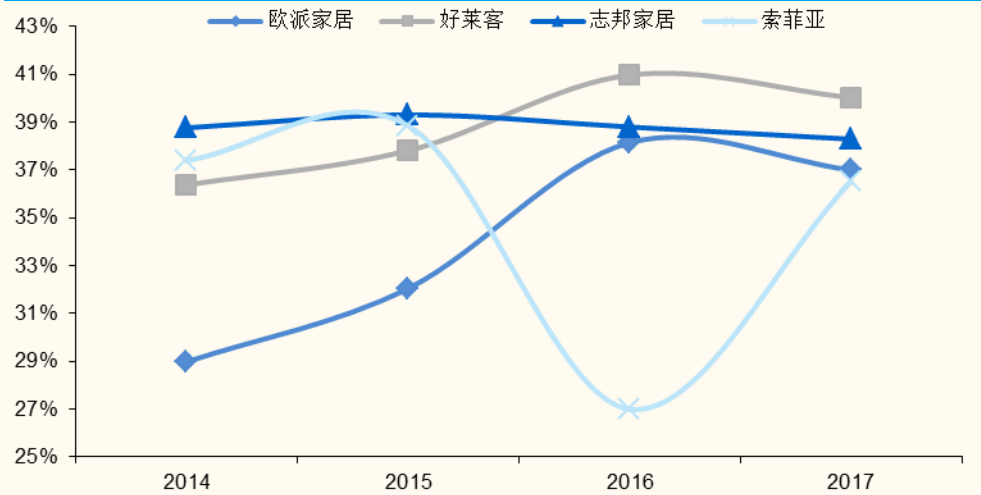
来源:公司公告,国金证券研究所

图表 67: 志邦股份单位出厂价&单位成本



来源:公司公告,国金证券研究所

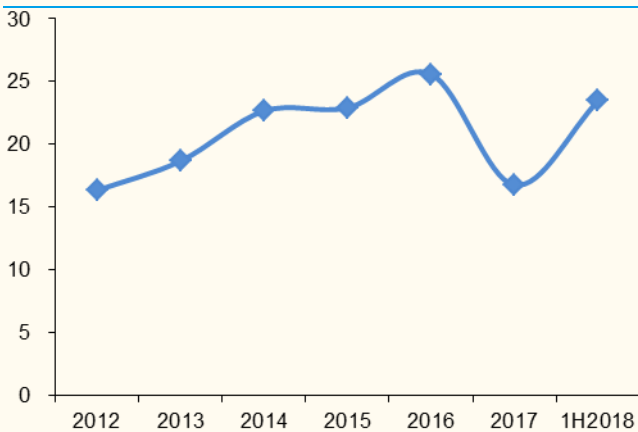
图表 68：头部定制公司的单位产品毛利率变化情况



来源：公司公告，国金证券研究所

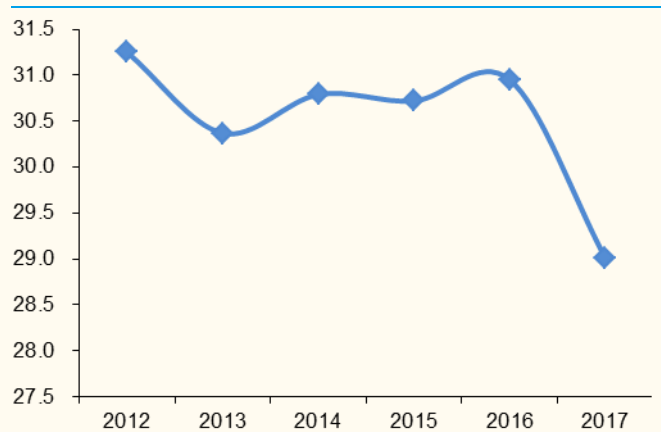
- **对比分析，价格战预期之下定制家居行业毛利率极有可能跌破 30%。**截至今年三季末，定制家居板块整体毛利率为 38.98%，较 2017 年同期小幅提升 0.95pct.，行业整体处在高毛利率状态。1) 兴利（香港）控股（0396.HK）为国内板式家居制造企业，今年上半年其毛利率为 23.45%，2012 年创历史最低毛利率 16.34%。2) 去年下半年开始，国内定制家居企业大宗业务崛起，相比传统经销渠道，大宗工程订单毛利率更低，该业务占比的提升势必会拉低企业整体毛利率水平。韩国汉森兼做大宗和经销渠道，且完整布局家装家居领域，但该公司 2017 年毛利率仅 29.01%。2012 年其市占率显著提升阶段，毛利率也呈现小幅下降趋势。因此综合来看，我们认为，工程业务崛起、行业竞争加剧以及地产周期向下，势必会推动定制家居行业迈入价格战阶段，而价格战阶段性结束的标志极有可能为行业整体毛利率跌破 30%。在此预期之下，相关企业利润端增速还有进一步放缓的可能。

图表 69：兴利（香港）控股毛利率情况 (%)



来源：wind，国金证券研究所

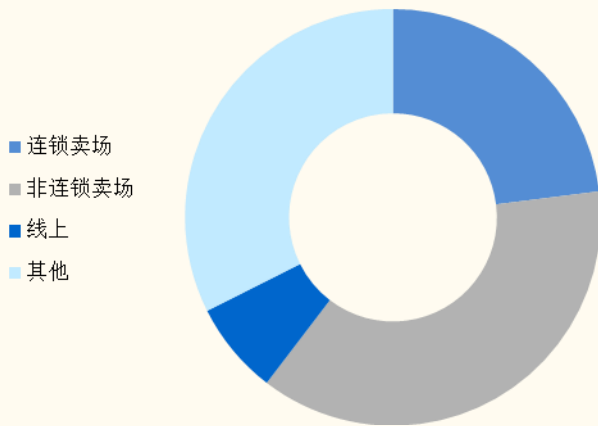
图表 70：韩国汉森毛利率情况 (%)



来源：wind，国金证券研究所

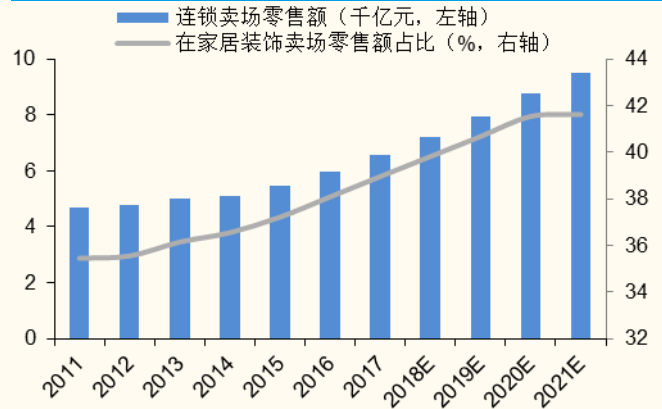
- **渠道：连锁家居装饰卖场逐步崛起，需求导向下非连锁业态将失去市场。**2017 年国内连锁家居装饰及家具卖场零售额突破 6,000 亿元，约占整体家居装饰及家具零售额的 25% 左右，占家居装饰及家具商场的 39% 左右。我们认为，现阶段国内连锁家居装饰卖场诸如红星美凯龙、居然之家等已经形成良好品牌效应，且新一代消费人群的崛起，促使家装、家居一站式购物需求迅速抬头。在此趋势之下，连锁家居装饰卖场自身形成品牌效应，以及高品质产品输出能力，拉开了与非连锁卖场的差距，使得连锁卖场的引流更具稳定性。

图表 71：家居装饰及家具行业各零售渠道占比



来源：红星美凯龙招股说明书，国金证券研究所

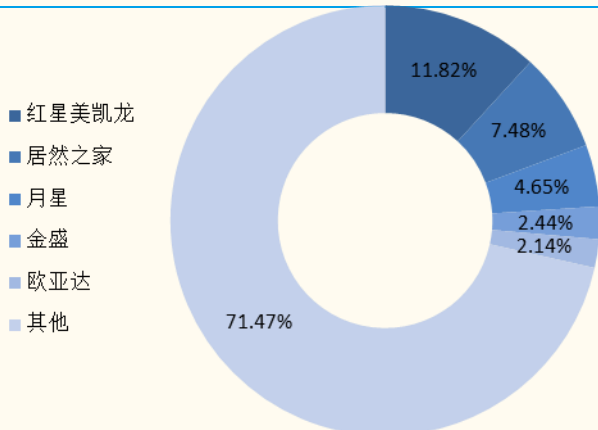
图表 72：连锁家居卖场的市占率将逐步提升



来源：红星美凯龙招股说明书，国金证券研究所

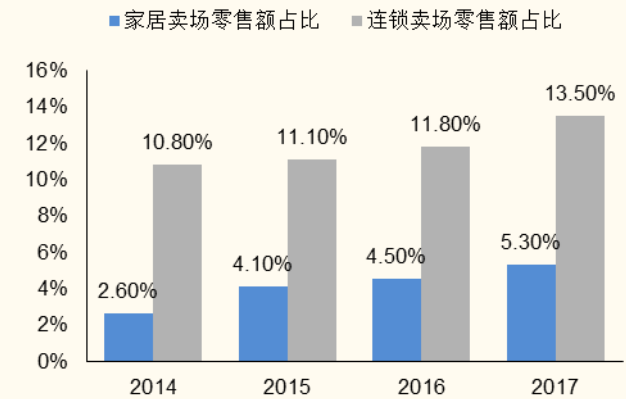
- 连锁卖场集中度提升，促成品牌家居与品牌卖场强强联合。** 红星美凯龙和居然之家作为国内两家最大的家居卖场品牌，其零售额占据连锁卖场总零售额的近 20%，且市占率仍保持提升，至 2017 年红星美凯龙市占率达到 13.50%。龙头卖场市占率的提升，一方面源自渠道下沉扩大消费者覆盖范围，另一方面也表明品牌意识提升之下，消费者流量资源在向品牌卖场靠拢。对于家居企业而言，进驻品牌连锁卖场将使其在引流上事半功倍。但目前来看，品牌卖场的入驻门槛正在提高，每家卖场的品牌进驻费高达 200 万元（草根调研数据），且连锁卖场对战略合作企业提供优先选址。连锁卖场话语权的提高，将迫使中小品牌搬离卖场内好的区位门店，甚至退出连锁卖场渠道。我们认为，在未来定制家居集中度提升的过程中，只有绑定核心连锁卖场渠道资源的企业，才能保留更大的存活空间。

图表 73：连锁卖场 CR528.53%显著高于定制家居



来源：红星美凯龙招股说明书，国金证券研究所

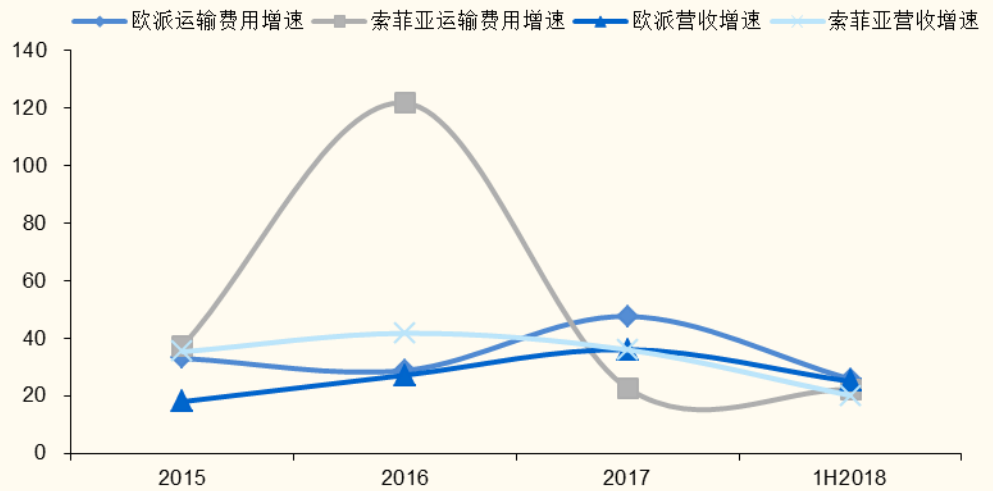
图表 74：红星美凯龙市占率逐步提升



来源：公司公告，国金证券研究所

- 短期来看，定制家居公司的物流成本在上升。** 2016 年 8 月修订《车辆运输车治理工作方案》与《超限运输车辆行驶公路管理规定》，使得大量非标准化物流车辆需要整改为标准车型，从而单辆车运输价格上升 300-450 元。从企业角度来看，欧派家居和索菲亚运输费用保持增长趋势，且增长幅度高于营收增速，表明定制家居公司的运输成本确实在上升。

图表 75：定制家居公司的运输成本确实在增加



来源：公司公告，国金证券研究所

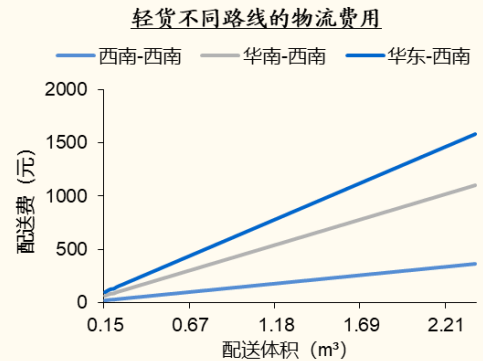
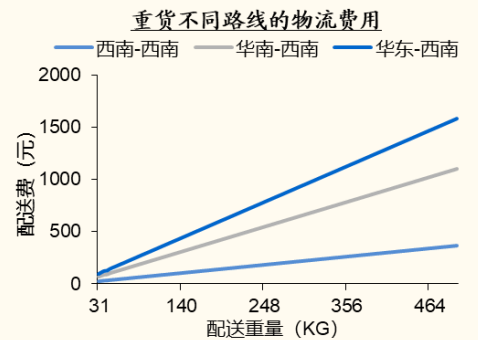
- 全国产能布局确实能降低物流成本，但并不是单纯为了降低定制企业的成本。根据德邦物流的官网报价，从广州向重庆的物流价格约是从成都向重庆物流价格的 3 倍，因此估算在成都建立产能基地每单可以节省 2/3 的运输成本。但定制家居企业进行全国性产能布局的初衷并非如此。1) 运输费用绝对额小，欧派和索菲亚等公司的每年的运输费用基本在 1,700 万元左右，该费用体量根本不足以成为企业投资几亿甚至十几亿建设区域产能基地的动机。2) 双排车、超规单排车不允许上高速公路的禁令缓冲期在 2018 年 7 月步入尾声，主要物流公司对于非标车的整改也已经完成，预计 2018 年下半年以后物流配送的成本就将趋于稳定。并且从未来长期趋势来看，物流成本降低是必然趋势。

图表 76：德邦物流不同路线费用对比

重货：货物总重量 (KG) / 总体积 (m³) ≥ 210，按重量计费
轻货：货物总重量 (KG) / 总体积 (m³) < 210，按体积计费

德邦大件物品物流费用标准

寄件地	收件地	60KG以上重货 (元/KG)	60KG以上轻货 (元/m ³)
成都	重庆	0.73	153
广州	重庆	2.2	462
无锡	重庆	3.17	666



来源：德邦物流官网报价系统，国金证券研究所

- 我们认为，全国产能布局的目的在于提升区域市场服务能力，缩短交货周期。目前大部分定制家居公司产品运输费用采取分段承担模式，即品牌公司委托物流公司将货品运输至物流公司的区域仓，并承担该段路程的所有

费用。然后再由经销商从物流公司中心仓进行提货，且支付运输费用。实际上该种模式之下，大部分费用基本都由经销商承担，且将导致经销商通过调整终端售价对费用形成补偿。

1) 若完成分区域生产基地布局，则理论上只要在产能覆盖范围内的经销商产品运输费用，可以全部由品牌厂商承担。经销商运输成本的降低，实际上就成为了品牌企业对经销商的另类销售反哺。

2) 在现有分段承担模式之下，同一个产品实际上需要经历三次运输，才能最终达到消费者手中，对定制企业产品交货期形成拖累。而拥有分区域生产基地后，产品运输次数将至少减少一次，有利于缩短交货期，提升一次安装失败后配套品补充和返厂再产效率，使得定制企业的产品售后服务更为完善。

3) 我们认为，不同线城市消费者对定制家居产品的喜好有较大差异。例如高单价的环保板材产品，在一二线城市的销量往往要比在四五线更好。区域生产基地布局，能够帮助定制企业更好的了解区域市场消费需求，针对性的进行产品制造和制定促销活动，做到有的放矢降低管理成本。

- **龙头全国产能布局完成之日，或成行业价格战风起之时。**我们认为，在全国产能布局实现之前，由于经销商承担大部分运输费用，使得区域性中小定制品牌，在市场竞争中具备一定价格优势，也致使定制企业在低线城市的门店单店收入难以达到一二线城市的水平。上市定制家居企业具备良好品牌效应以及过硬的产品质量，在全国产能布局全面投产后，服务、交货和营销能力以及价格空间都将提升，势必导致区域小品牌原有低价销售策略将难以持续，市场份额将逐步流失。在充足产能储备的条件，完全具备进行价格竞争的能力。目前，欧派、索菲亚均开启全国产能布局进程，预期 2019 年欧派西南产能落地后，行业可能进入全面价格竞争阶段。

图表 77：定制家居企业产能基地布局

公司	产能基地	所在区域
欧派家居	广东广州/清远、江苏无锡、天津、四川成都	华南、华东、华北、西南
索菲亚	广东广州、浙江嘉善、河北廊坊、湖北黄冈、四川成都/崇州	华南、华东、华北、华中、西南
尚品宅配	广东广州、江苏无锡、四川成都	华南、华东、西南
好莱客	广东广州	华南
志邦家居	安徽合肥	华东
金牌厨柜	福建厦门、江苏宿迁	华南、华东
皮阿诺	广东阜沙、天津	华南、华北
我乐家居	江苏南京	华东
顶固集创	广东中山、北京、四川成都	华南、华北、西南

来源：公司公告，国金证券研究所

- **环保政策加码，对家居企业生产提出新要求。**2017 年开始环保督查的力度不断升级，环保部将从严治理“散乱污”企业作为强化督查的重点内容之一，对于当年 9 月底前无法升级改造达标排放的企业一律关闭。国务院安监总局也宣布在 2017 年 7-10 月开展安全生产检查，涉及木门厂、衣柜厂等多领域家居企业。而 2018 年以来，国家在环保政策上愈加严格，多地区针对家具制造污染发布规划、整改方案。环保政策的不断加码对于各家家居家装企业的生产环节提出了更严格的要求，在从生产设备到制造工艺上都要进行更新改良。

图表 78：2018 年部分涉及家居行业的环保方案

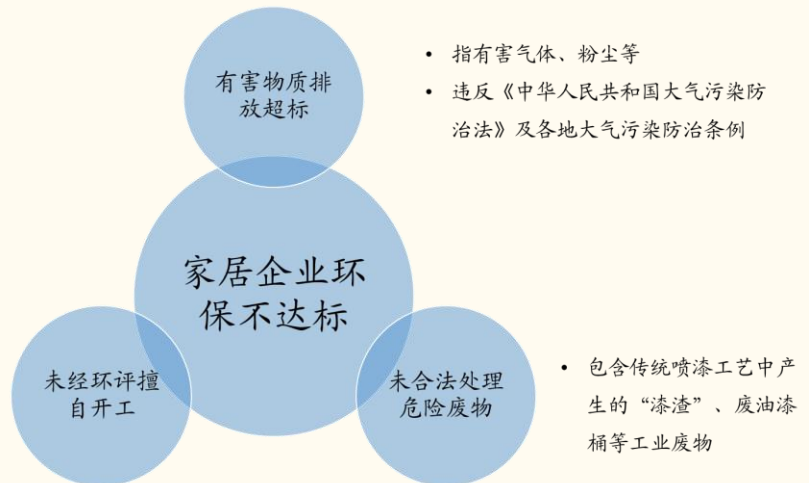
时间	方案	相关内容
2018 年 4 月	推荐先进大气污染防治技术	推荐领域包括挥发性有机物 (VOCs)，防治重点行业 (如石化、化工、涂装、制药、包装印刷、汽车制造、电子、家具制造等)
2018 年 5 月	建设项目环境影响评价分类管理名录	建设单位应当按照本名录的规定，分别组织编制建设项目环境影响报告书、环境影响报告表或者填报环境影响登记表。其中包括家具制造业有电镀或喷漆工艺且年用油性漆量 (含稀释剂) 10 吨及以上的项目

时间	方案	相关内容
2018年6月	《排污许可证申请与核发技术规范 家具制造业（征求意见稿）》	为落实国务院办公厅《控制污染物排放许可制实施方案》，加快建立和完善覆盖所有固定污染源的企事业单位控制污染物排放许可制，环保部决定制定《排污许可证申请与核发技术规范 家具制造业》国家环境保护标准
2018年7月	《上海市清洁空气行动计划（2018年-2022年）》	计划要求新、改、扩建的挥发性有机物含量高的有机溶剂型涂料、油墨和胶黏剂生产项目，全部禁止；家具制造企业需使用低挥发性有机含量产品

来源：环保部网站，国金证券研究所

- **环保监管趋严加速行业洗牌。**事实上从 2015 年以来，国家淘汰落后产能的环保政策逐步落实，行业内原来低价、不环保的生产受到限制甚至无法生产。为符合环保要求而进行的生产设备改造与生产进度安排，推升了生产的成本，同时延长了企业的供货周期，涨价、延供等情况开始出现。环保政策上的收紧对家装企业的供应链、调度、供给等层面提出了更高的要求，同时由此上升的经营成本也为企业业绩增添了压力。另外 2018 年 1 月 1 日《中华人民共和国环境保护税法》正式施行，经估算一家年产值 5000 万元的中型家具企业需要缴纳环保税额 30-80 万元。对于无法跟上环保节奏，或无力支持环保转型的中小家装企业，环保或直接迫使其推出市场竞争。

图表 79：家居企业环保不达标原因



来源：新京报，国金证券研究所

图表 80：环境保护税法对家具制造企业影响测算

以年产值5000万元的家具企业为例

税项	金额（万元）
大气污染物税	6-12
水污染物税	8-15
固体废物税	15-30
噪声税	6-24
合计	35-81

来源：中国家具报道网，国金证券研究所

图表 81：部分由环保原因被处罚的家居企业

时间	企业	环保未达标事项	处罚结果
2017年1月	北京京南怡国家家具	喷漆车间未安装挥发性有机物废气污染防治措施	罚款5万元

时间	企业	环保未达标事项	处罚结果
2017年2月	博洛尼家居(北京)	喷漆车间废气排气筒有组织废气中的非甲烷总烃、苯系物排放量超标	罚款10万元
2017年3月	全家福伟业装饰	生产喷漆工艺中产生的废漆渣随意处理	公司法人被刑事拘留
2017年上半年	北京雅木美林家具	未办理环评审批手续擅自开工建设、未建配套环保设施、未经环保验收即投入生产	罚款10万元, 责令停产
2017年7月	森林工业北京门业分公司	生产单位包覆车间未安装废气净化措施	罚款3.5万元
2017年8月	黑马家具	部分生产设备未安装除尘设施	罚款1万元, 责令限期整改
2018年5月	佛山木之艺家居	违法排污	责令停止, 并立案查处
2018年5月	东莞万恒通家具	排放挥发有机物(VOC)	停产搬迁

来源: 新京报、亿欧网, 国金证券研究所

- **消费者深化健康生活理念, 带动绿色环保家具需求。**随着消费者对于生活品质要求的不断提高, 健康生活的理念也逐渐深入人心, 这在家居领域带动了绿色家具的市场需求。根据《中国家居绿色环保竞争力白皮书》显示, 97.76%的消费者在选购家居产品时会考虑绿色健康因素对身体的影响。传统意义上的绿色家具更多关注所用材料是否会减少释放对人体有害的物质, 例如甲醛释放量是否可以达到最低标准。而更广义的绿色家具内涵已被拓展至设计、制造、包装、营销等多个环节。绿色、健康、环保的家具产品未来势必成为市场上的主流家居消费需求。

图表 82: 国标甲醛释放量标准

甲醛释放限量等级	甲醛释放量标准
E0	≤0.5mg/L
E1	≤1.5mg/L
E2	≤5.0mg/L

来源: 《胶合板》国家标准, 国金证券研究所

图表 83: 绿色环保家具内涵

绿色设计	绿色材料	绿色制造	绿色包装	绿色营销
<ul style="list-style-type: none"> 在产品生命周期内着重考虑环境属性 通过零部件标准化和模块化设计, 实现产品数字化设计 	<ul style="list-style-type: none"> 天然材料、低环境负荷材料、循环再生材料 水性涂料、无醛胶黏剂、抗菌材料、纳米界面材料等 	<ul style="list-style-type: none"> 以节能、降耗、减污为目标, 实施工业生产全过程绿色控制 通过创造数据、传递数据、采集数据、跟踪数据实现数字化制造 	<ul style="list-style-type: none"> 避免过度包装, 包装结构优化, 产品结构优化 有利于生态环境保护, 实现可持续发展包装 	<ul style="list-style-type: none"> 顺应可持续发展战略, 促进经济与生态环境协调发展 对产品与市场进行精准管理, 实现数字化营销

来源: 《中国家居绿色环保竞争力白皮书》, 国金证券研究所

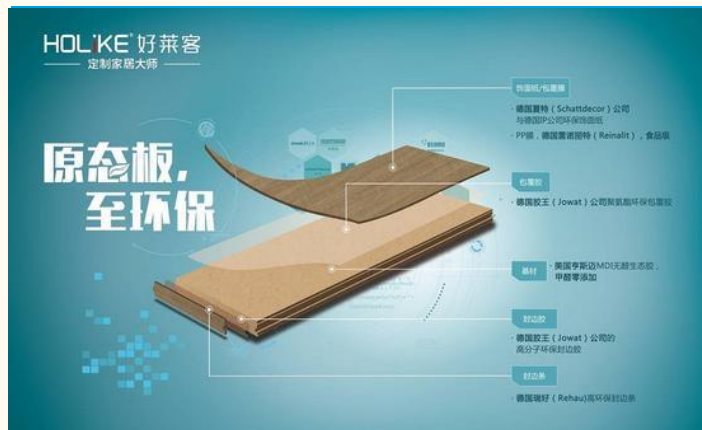
- **各头部定制家居企业开始布局环保家具。**随着市场上对于环保家具需求的提升, 众多定制家居企业开始推出自己的环保系列产品。索菲亚在 2017 年推出“康纯板”, 采用木质纤维或原木颗粒为原料, 在基材制造过程中采用无醛添加粘合剂合成, 目前索菲亚已在多个产品系列中使用康纯板。而好莱客使用的“原态板”基材, 同样使用了不含甲醛的 MDI 粘合剂, 并获得美国加州空气资源局无醛豁免认证。未来以此类低甲醛、甚至无甲醛添加的人造板为代表的定制家居基材很有可能成为行业标配, 有实力提前布局的定制家居头部企业将具有先发优势。

图表 84：索菲亚康纯板



来源：索菲亚官网，国金证券研究所

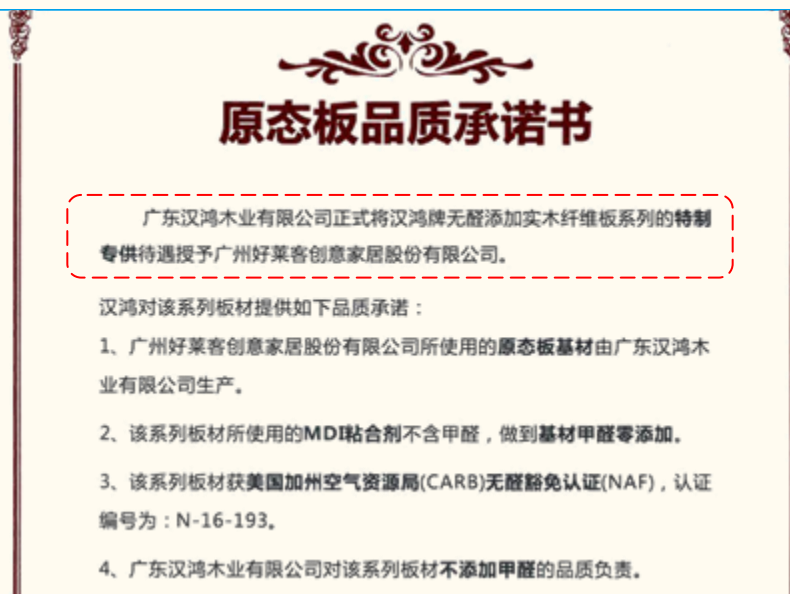
图表 85：好莱客原态板



来源：好莱客官网，国金证券研究所

- **绿色环保构建家居企业新型竞争力。**就当前的市场环境而言，绿色环保已经不仅仅是一种社会责任，更是家居企业一种新型的竞争力，可以展现企业多方面的实力。品牌上，绿色环保可以成为消费者识别品牌的标志，增强市场影响力；技术上，家居企业为保持竞争优势，在甲醛释放量、涂料 TVOC 等方面不断提高标准；成本上，环保材料的研发与生产成本较普通材料均较高，前期大量投入需要足够的资本支撑；渠道上，部分环保原材料由指定的供应商特供，能够掌握环保原材料渠道的家居企业更占优势。从这四点来看，定制家居的头部企业更有资源和实力来掌握品牌、技术、成本与渠道，通过树立起环保的竞争力进一步拉开与中小家居企业的实力差距，从而扩展市场份额。

图表 86：好莱客原态板基材享受汉鸿木业特质专供待遇



来源：好莱客官网《原态板品质承诺书》，国金证券研究所

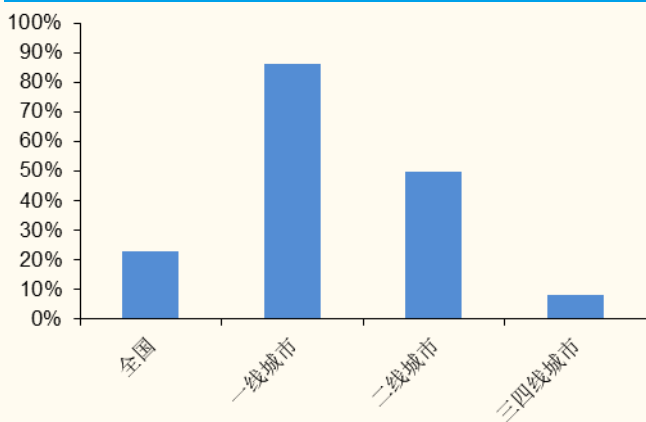
标的推荐

- 我们认为，股息率的稳健提升，是作为长牛股的重要基因。而目前已上市的 9 家定制家居公司中，索菲亚分红历史良好，欧派家居和我乐家居创造企业自由现金流能力相对较强，尚品宅配拥有行业内较高的每股未分配利润。同时，欧派家居和索菲亚两大龙头现金储备充足。从成本端考虑，索菲亚拥有衣柜行业最低的单位成本，我乐家居在相对定位高端橱柜品牌中，单位成本也较有优势，而欧派家居我们则认为，在价格战初期其产品降价空间相对充足，预期综合毛利率大幅波动概率较小。因此，通过股息率和成本端选股，我们推荐欧派家居和我乐家居，建议关注索菲亚和尚品宅配。

家用轻工：B端渠道的兴起和C端渠道的优化，提供新的发展契机

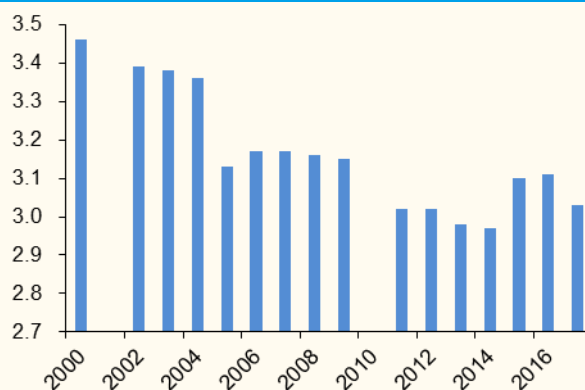
- 长期来看，国家推进全装修以及家庭规模变小，定制家居C端的需求会缩减。2016年2月22日，《中共中央国务院关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》发布，确定了力争用10年左右时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达到30%的目标。2017年出台的《建筑业“十三五”规划》和《装配式建筑评价标准》则明确指出，2020年新开工全装修成品住宅面积达到30%，装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到15%，且装配式建筑必须全装修交付。全装修政策的推进将对定制家居C端形成客户分流，因而B端工程渠道成为相关企业必争市场。另一方面，国内家庭规模逐步变小，2017年平均家庭规模只有3.03人/户，较2000年减少0.43人/户。家庭规模的缩小将直接压制对大型家居产品的需求，零售端需求减少不可避免。因此，根据日韩和欧美国家的发展经验来看，我们认为，未来定制家居行业会逐步转向To B模式，工程收入的提升将伴随C端零售增长的放缓。

图表 87：全装修房屋渗透率



来源：奥维云网，国金证券研究所

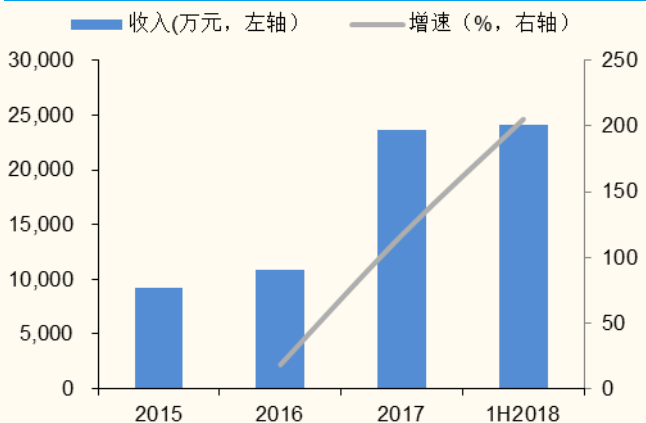
图表 88：家庭规模保持缩减趋势



来源：国家统计局，国金证券研究所

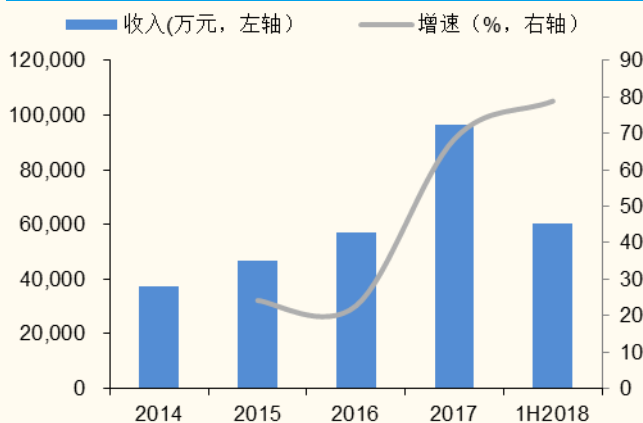
- 在政策指引下，定制家居企业纷纷开始加速布局B端业务渠道，通过与地产公司合作建立产业园区等形式实现合作。历经2017年定制家居企业对全装修政策预热，2018年企业B端业务收入开始出现较快增长。而从更长的周期来看，不排除未来工程业务与C端业务收入占比1:1的情况。但是，我们也认为，未来定制家居企业为谋求与地产企业的合作关系更为稳定和密切，势必将通过压缩产品毛利率以获得更大额的订单，因此B端渠道业务的兴起，在带动相关企业销售量稳定增长的同时，势必也将压低综合毛利率。

图表 89：索菲亚大宗业务收入



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 90：欧派家居大宗业务收入



来源：公司公告，国金证券研究所

- **一站式整装需求出现，定制家居企业衍生 B2B2C 模式。**随着传统家装痛点的日益明显，消费者居家消费品位升级，以及家装家居高效消费需求的抬头，一站式整装概念应运而生。目前来看，定制家居公司落地整装业务的形式主要包括自营整装、B2B 2C 模式和 S2B2C 模式。
- **尚品宅配：自营整装+S2B2C 模式，双驱推动整装。**公司借助在设计软件和信息化系统方面的优势，完成整装云平台建设。通过为广大的家装企业提供整装销售设计系统、BIM 虚拟装修系统、中央厨房式供应链管理系统、机场塔台式中央计划调度系统四大系统，以系统技术去驱动行业的进步和发展，同时为家装企业提供装修用主辅材和配套家具产品。在系统技术的推动下，今年上半年，公司整装云会员数量已达 494 个。自营整装上，公司以成都、广州、佛山三地作为试点建立整装团队，旨在通过自营整装持续优化整装云平台，并解决平台潜在痛点。上半年，自营整装在建工地数为 251 个，2018 累计客户数达到 782 户。1H 整装业务整体实现收入 4669.24 万元，毛利率达到 19.78%。

图表 91：尚品宅配整装云 4 大核心系统



来源：公司公告，国金证券研究所

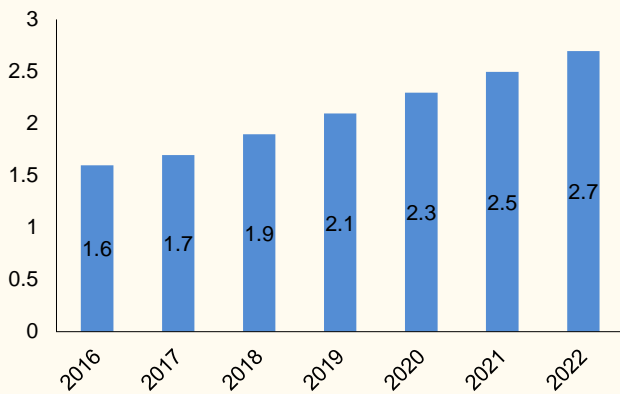
- **欧派家居：推进 B2B2C 模式整装业务。**从总部层面上来看，现阶段公司加强与家装公司合作，从原有单品合作迈向大家居全品类合作。在经销商层面上，公司鼓励经销商与区域内家装公司合作，深挖客户来源，将销售渠道前移打开流量入口。同时，渠道端上半年开业 21 家整装大家居门店，年内还将有 40 家门店开业。受益于此，公司上半年整装订单占全国零售订单超 10%。
- 在一站式需求趋势之下，定制家居企业除了推进整装业务之外，零售端渠道实际上也在持续升级。尚品宅配在原有 O 店基础上，升级开设 C 店，不仅门店面积更大而且采取了多重业态的集合经营模式，并且同步引进咖啡、花艺、手作、无人零售、电器服务等特色品牌，为消费者打造全新的体验式消费空间。衣柜龙头索菲亚与天猫合作打造下线生活体验馆，借助门店

内“刷脸”导购屏全面提高消费体验。欧派家居在试水整装大家居门店的同时，推出微型大家居、橱衣融合店、衣木融合店等大家居综合形式。

办公用品行业规模庞大，晨光文具 To B 业务迅猛增长

- 办公用品指人们在日常工作中所使用的辅助用品，所涵盖种类非常广泛，包括文件档案用品、桌面用品、办公设备、财务用品、耗材等一系列与工作相关的用品。我国办公用品市场规模约 1.6 万亿左右，相较于国外发达市场，我国办公直销市场尚处于发展阶段，企业规模、专业化程度及市场集中度等都处于相对较低水平。
- 国内办公用品直销市场格局主要包括三类竞争者：1) 史泰博、欧迪、国誉等海外大型企业，通过全球市场开拓占有市场份额，海外企业优势在于外资企业客户的获取；2) 得力、科力普、齐心等国内知名品牌，该类企业在获取大型企事业单位客户上优势明显；3) 国内其他中小型企业，该部分仍占据市场主要份额。初步估算，国内知名品牌中，得力、科力普及齐心三家龙头企业在办公用品直销市场渗透率还不到 1%。我们认为随着办公用品行业服务属性的增强，同时企业专业化程度提升，办公用品行业将从无数中小制造商之间的竞争演变为大型办公用品供应商之间甚至整个办公用品供应链的竞争，而只专注于某一微小领域的办公用品生产企业必将在竞争中处于劣势，并被少数几家能提供全品类的供应链服务商所取代，行业竞争格局也将走向高度集中化。

图表 92：我国办公用品消费市场规模预测（万亿）



图表 93：国内办公用品市场竞争格局



来源：2017 年科力普供应商大会数据分析，国金证券研究所

来源：国金证券研究所

- **晨光文具：To B 新客户拓展顺利，科力普收入大幅提升。**今年内，公司政府机关客户入围北京市市级行政事业单位 2018-2019 年度办公设备协议采购项目、中央国家机关 2018 年网上商城定点采购、国税系统政府采购信息系统网上超市项目等；央企客户成功入围：中国大唐集团公司办公采购项目等；金融企业成功入围：中国邮政储蓄银行电商平台采购项目、中国建设银行办公用品电商采购项目等。同时公司于今年内，完成对欧迪办公收购，前三季约创收 16.8 亿元，增长 140%。
- **渠道端：加速主推高端零售终端（晨光生活馆+九木杂物社），打造独一无二的场景化购物情境，配合探索供应链伙伴联合，并借由晨光科技线上运营加强内容传播及品牌宣传。**

1) 晨光生活馆

针对学生和年轻消费者，通过提供精品文具的快速百搭，实现文具店的全面改造升级，为市场及用户提供良好的购物体验及消费需求。目前公司已直营 152 家生活馆，未来公司主要通过门店改造及产品结构优化升级增加坪效，促进单店质量的提升。

2) 九木杂物社

主打精品小百货，定位 15-35 岁的女性，满足消费升级带来的文创产品的消费需求，以“搜罗全球好物，只为实用美学”为品牌主旨，致力于打造

全球精品杂货买手。纵向对比来看，我们认为九木杂物社价格、定位介于名创优品与 MUJI 之间，它既可以满足消费者品质及个性需求，价位也更容易被多数消费者所接受。目前九木杂物社已共有 79 家直营门店，未来公司会通过加盟方式加快铺设速度。初步来看，我们以平均 16,000 的坪效、平均 160 平米店面测算，单店年营收可达 256 万元，保守估计若年新增 100 家店面，则每年可贡献营收增量高达约 2.5 亿元，结合杂物社对毛利率水平的进一步拉动，公司盈利增厚效应明显。

图表 94：晨光生活馆主打销售精品文具



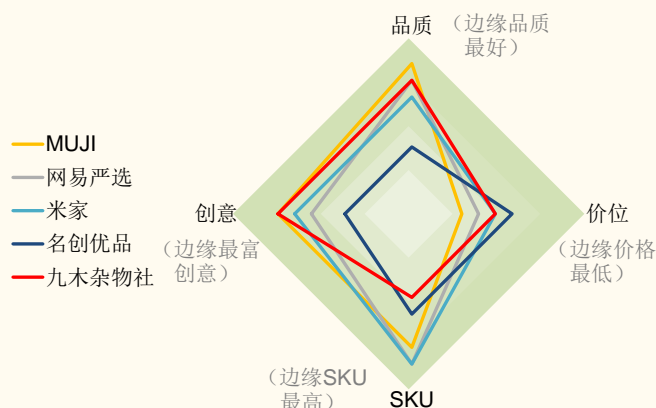
来源：www.mg-pen.com，国金证券研究所

图表 95：九木杂物社主打销售精品小百货



来源：www.mg-pen.com，国金证券研究所

图表 96：主要日常消费品品牌对比



来源：国金证券研究所

图表 97：九木杂物社营收规模测算

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
单店坪效 (元/平)	16,000	17,600	19,360	21,296	23,426
平均面积 (平米)	160	165	170	175	180
店面新增	100	150	120	100	80
店面合计	125	275	395	495	575
业务营收 (百万元)	192	581	1,103	1,658	2,256

注：1) 假设单店坪效每年以 10% 的速度增长；2) 当年合计新开店面对年营收贡献为成熟店面的一半。

来源：国金证券研究所

■ **总结：**对于 2019 年轻工制造行业的投资策略，我们认为，总体上以优选盈利边际改善个股为主。造纸板块上，由于新增产能较多，包装纸明年价格预计将承受较大压力。但由于人民币贬值、固废供给缺口以及龙头海外建立废纸回收体系等因素影响，成本端压力仍不容小觑，且经济下行之下下游包装纸需求降低，成本传导不畅空压缩明年造纸企业盈利。在包装纸价格明年承压之下，纸包装行业跷跷板效应触发，成本压力减小将改善行业盈利。同时，我们也看好多元化业务发展的纸包装标的推荐**合兴包装**、**劲嘉股份**和**吉宏股份**。木浆价格在明年将同样受制产能投放，浆价预期将会出现下行，利好生活用纸行业毛利率恢复，重点推荐**中顺洁柔**。定制家居受地产影响，上市公司增长放缓，未来集中度成为行业主要看点。我们认为，价格战、渠道、产能等因素将促使行业集中度提升，推荐具备高分红潜质和成本优势的**欧派家居**、**我乐家居**、**索菲亚**和**尚品宅配**。家用轻工板块，我们还看好 B 端渠道业务高速增长，零售端销售模式持续优化的**晨光文具**。

行业内重点公司简析

中顺洁柔：高盈利新品推广顺利，“全渠道发展”红利释放

- **公司简介：**中顺洁柔成立于 2003 年，主营中高档生活用纸生产，拥有“洁柔”、“太阳”两大知名品牌。近年来，公司的产品品类不断丰富拓展，并且搭建起全渠道的营销网络。2018 年前三季度，公司实现营业收入和归母净利润分别为 40.81/3.13 亿元，同比分别增长 21.74/26.85%。
- **生活用纸行业集中度企稳向上，业内加码品类拓展。**近年来中国生活用纸需求稳健增长，2017 年总消费量同比增长 8.1%，高于世界平均增速。经过 2010 至 2015 年由中小企业产能释放与国外品牌入场导致的低集中度时期后，行业集中度于 2016 年开始回升，且各梯队企业实力差距逐渐加大。伴随消费结构升级，传统卷纸已经开始被其他居家内用纸取代，其他居家内用纸在 2012-2017 年间占比提升 5.41pct。除此之外，婴儿纸尿裤、成人纸尿裤、女性卫生巾等个人护理产品的市场需求持续快速增长，为生活用纸行业带来新的增长点，并吸引行业内龙头公司涉足个人护理业务。
- **高端生活用纸供应商，渠道改善驱动业绩高增。**产品上公司针对不同的细分市场制定了差异化的产品策略，2017 年通过推出高定位、高定价“自然木”系列，成功抢占快速增长的低白度细分市场，并辅以 15%的向上调价有效对冲了原材料价格上涨的压力，3Q2018 毛利率为 35.28%，与去年同期持平。渠道上公司制定了“经销商、直营、电商和商销”四架马车并驾齐驱的发展战略，通过加强扩展空白网点、与重点卖场建立战略联盟关系、增加直营卖场的比例并建立专门的电商和商销团队管理线上平台和拓展商用业务，从而全方位提高市场占有率。同时，截至 2017 年底，公司拥有产能 65 万吨，今年内还有 12 万吨产能投放，产能的加速投放一方面缩小公司与其他龙头企业的产能差距，另一方面也为公司的渠道下沉提供有力支撑，巩固公司全国性产业龙头的地位。

图表 98：中顺洁柔公司基本情况

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3,809	4,638	5,673	6,946	8,523
增长率（YoY, %）	29	22	22	22	23
净利润（百万元）	260	349	427	519	647
增长率（YoY, %）	195	34	22	21	25
每股收益（全面摊薄，元/股）	0.52	0.46	0.33	0.40	0.50
净资产收益率（%）	9.7	11.5	12.0	13.3	14.9
PE (X)	39	35	27	22	18
PB(X)	3.7	4.1	3.3	3.0	2.7

来源：wind，国金证券研究所

合兴包装：外延式并购增厚营收，经营效率已开始改善

- **剔除并表影响收入端依旧高增。**公司于今年 6 月完成对合众创业 100%股权的折价收购，剔除并表影响，前三季度公司收入端增速超过 70%，Q3 单季增速也超过 30%，基本维持高速增长态势。同时受益 Q3 期内原材料价格下调，综合毛利率环比增加 0.97pct.达到 12.59%。我们认为在环保高压的背景下，中小包装企业生产受限，供货能力下降，被迫退出大客户供应商名单，为公司在存量客户中带来增量业务，将持续推动收入端保持相对良好增长。
- **IPS/PSCP 项目运营日益成熟，成为公司收入增速核心贡献力。**在公司持续推进下，IPS 项目已和捷普、好孩子等多家客户签约，投入包装生产线 10 余条，PSCP 平台目前也已拥有客户 1,200 多家，两大项目运营日益成熟。上半年，公司 PSCP 平台实现销售收入近 12 亿元，与去年同期相比增长近 6 倍。伴随 PSCP 平台业务量的不断扩大，后续将能够和 IPS 项目互相协作，全面增强公司的包装服务和供应能力。
- **并购导致应收款大幅增加，但经营效率在改善。**前三季度，公司应收款 28.66 亿元，同比增长 97.71%，主要系并购合众创业所致。公司 Q3 季度新增应收款仅 1.43 亿元，较 Q2 应收款绝对额增量明显收窄，且应收账款

周转率达到 3.57%与去年同期持平，较上半年改善明显。此外，从账龄上看，公司上半年的半年期内应收款占比为 26.78 亿元，占比 98.34%，整体回款能力还是较强。存货较上半年也有所下降，存货周转率也有较明显提升达到 6.61%。综合来看，短期由于并购对经营效率的拖累，目前已处改善状态。

图表 99：合兴包装公司基本情况

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3,542	6,323	10,473	14,832	20,364
增长率（YoY, %）	24	79	66	42	37
净利润（百万元）	103	154	510	396	515
增长率（YoY, %）	(10)	50	232	(22)	30
每股收益（全面摊薄，元/股）	0.10	0.13	0.44	0.34	0.44
净资产收益率（%）	6.3	6.8	18.0	12.8	15.0
PE (X)	53	33	11	14	11
PB(X)	3.4	2.2	1.9	1.8	1.6

来源：wind，国金证券研究所

裕同科技：原材料降价盈利回升，化妆品包装布局值得期待

- **原材料价格调整利好毛利率改善，人民币贬值减少汇兑损失。**H1 受制于原材料价格上涨影响，公司毛利率同比下滑 6.6pct。而三季度，铜版纸、箱板纸和瓦楞纸价格在期内均出现下调，其中箱板瓦楞纸调整幅度较大，累计跌幅均超过 10%，促使公司 Q3 毛利率有比较明显改善，环比提升 7.19pct.，同比也仅下降 1.33pct.。另一方面，Q3 期内人民币贬值幅度较大，而公司与第一大客户 A 采取美元结算，公司汇兑损失收窄，但套期保值亏损额扩大，导致 Q3 单季扣非后净利润实现 9%的正增长。
- **加强多领域客户开发，且手机客户均发售新机利好营收增长。**今年以来公司在保持原有消费电子领域客户稳定的同时，积极拓展其他领域的新客户，目前施华洛世奇、小罐茶等品牌均已成为公司新客户。而在消费电子领域，公司新客户亚马逊、google 等相关业务开始上量，进一步夯实多元化业务发展基础。北美 A 客户于 9 月发布新机，国内手机品牌华为发布 mate 20 系列，小米发布 MIX 3，公司三大手机包装客户先后发布发售新机，将直接利好营收端的稳步增长，且公司在华为和小米的供应商份额也正逐步扩大。
- **收购化妆品包装公司完善大包装布局。**9 月公司公告收购江苏德晋 70%的股权，该公司主营化妆品塑料包装，下游客户包括联合利华、曼秀雷敦、雅芳等。公司通过外延并购增强化妆品包装实力，在大消费景气度降低，而化妆品未来有望内一枝独秀的背景下，看好公司未来在化妆品包装领域的增长。

图表 100：裕同科技公司基本情况

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	5,542	6,948	8,337	10,054	12,175
增长率（YoY, %）	29	25	20	21	21
净利润（百万元）	875	932	862	1,166	1,568
增长率（YoY, %）	33	7	(7)	35	34
每股收益（全面摊薄，元/股）	2.19	2.33	2.16	2.92	3.92
净资产收益率（%）	20.5	18.6	14.9	17.7	20.6
PE (X)	32	24	18	14	10
PB(X)	6.5	4.5	2.7	2.4	2.1

来源：wind，国金证券研究所

劲嘉股份：非烟标业务增长强劲，大健康布局再下一城

- **烟标主业强中有进。**上半年国内烟草行业发展形势总体向好，完成卷烟产量 2350.7 万箱，同比增长 4.52%，商业销售额 8267.09 亿元，同比增长 6.99%。借由烟草行业的稳定发展基础，公司烟标主业持续做大做强，2018 年上半年录得营收 12.57 亿元，同比增长 8.19%。公司一直是烟标领域的龙头企业，烟标收入的稳健增长成为公司业绩持续向好的基石。
- **高端包装业务保持高速增长。**公司近年来持续拓展烟酒、电子产品、药品等产品的彩盒高端包装业务。公司自 2017 年与茅台技开司合资成立申仁包装后，在包装上充分享受高端白酒持续增长的红利，并拓展其他高端包装业务，增厚公司业绩。2018 年上半年，公司合计对申仁包装增资 1.04 亿元，用以厂房建设、生产经营和后续发展，并深化了与茅台技开司的战略合作。2018 年上半年公司彩盒产品收入达到 1.86 亿元，同比增长 65.56%，在总营收中占比提升 3.66pct。未来在公司持续的资本投入与重点关注之下，高端包装业务将成为公司重要的业绩增长点。
- **新型烟草版图拓展，大健康领域再下一城。**《国家烟草专卖局 2018 年全面深化改革工作要点》中明确指出，将在产业链端继续深化新型烟草制品创新改革。而公司一直以来都重视对于电子烟等新型烟草的研发布局。2017 年公司通过引入战投复星集团布局大健康产业后，又于今年上半年成功牵手小米集团，与其旗下生态链企业米物科技成立合资子公司，以加深在新型烟草及健康科技领域的合作与探索。凭借小米集团的渠道优势，公司未来有望积极把握新型烟草市场的爆发性与成长性，公司发展将迈上新的台阶。

图表 101：劲嘉股份公司基本情况

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	2,777	2,945	3,345	3,786	4,625
增长率（YoY, %）	2	6	14	13	22
净利润（百万元）	571	574	690	800	992
增长率（YoY, %）	(21)	1	20	16	24
每股收益（全面摊薄，元/股）	0.43	0.38	0.46	0.54	0.66
净资产收益率（%）	12.7	8.9	9.8	10.4	11.6
PE (X)	24	24	17	15	12
PB(X)	3.0	2.1	1.7	1.5	1.4

来源：wind，国金证券研究所

吉宏股份：坚守创意本源，一体三面协同发展

- **公司简介：**吉宏股份成立于 2003 年，以快消品纸包装为主营业务。公司前身是从事创意设计 & 广告策划的厦门正奇。上市后，公司内生外延并举，快速壮大包装业务，同时依托创意设计本源，切入精准营销和跨境电商业务。
- **纸包装：传统产业有新动向、跨境电商：万亿级规模仍快速发展。**纸包装行业高度分散，近年来在环保高压下集中度逐步提升。伴随限塑令深化执行和低克高强趋势兴起，纸包装行业出现新的发展方向；互联网流量红利衰退，精准营销需求抬头，技术和内容成为决定性因素；2017 年，中国出口跨境电商交易规模达到 6.3 万亿元，同比增长 14.5%，B2C 市场交易规模为 1.2 万亿元，同比增长 21.2%。东南亚、中东、非洲和拉丁美洲是电子商务快速崛起的新兴市场，将成为未来我国跨境电商的重要方向。
- **包装创意设计先锋，三大业务全面融合大发展。**公司在包装箱与包装盒业务头部优势明显。通过收购安徽维致切入快餐功能性包装领域，设立思塔克，进一步将创意设计与包装相结合，实现包装一体化；收购龙域之星，进军精准营销市场，成为三大业务融合的基础；公司跨境电商业务基于精准营销，专攻小语种国家和地区，凭借突出的选品能力以及第三方物流平台的协助，增长强劲；三大业务有望实现融合发展：精准营销广告业务结合包装印刷实现线上线下完全打通，并借助精准营销持续为跨境电商导流，最终利用突出的包装设计能力提升产品附加值。

图表 102: 吉宏股份公司基本情况

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	570	1,133	2,234	3,272	4,489
增长率 (YoY, %)	9	99	97	46	37
净利润 (百万元)	43	80	207	330	431
增长率 (YoY, %)	15	86	158	60	31
每股收益 (全面摊薄, 元/股)	0.37	0.69	1.78	2.84	3.72
净资产收益率 (%)	9.8	15.9	24.0	30.5	31.5
PE (X)	140	65	20	12	9
PB(X)	13.8	10.4	4.7	3.8	3.0

来源: wind, 国金证券研究所

欧派家居: Q4 增长有加速可能, 全国产能布局尤为可期

- **Q3 增长略显疲软, Q4 可能有改善可能。**Q3 公司实现营收 33.52 亿元, 同比增长 10.66%, 增速同环比分别下降 29.88pct./10.49pct., 单季增长情况略显疲软。但公司前三季整理盈利能力仍保持提升态势, 综合毛利率同比提升 2.69pct.达 37.88%, 净利率提升 0.97pct.达 14.64%。展望 Q4 我们认为, 收入端增速存在提升可能。一方面公司 Q3 预收款与去年同期基本持平, 为下一季增长奠定基础。另一方面, 公司于去年推进工程业务, 预计 Q4 将进入结算期, 有利于收入增厚。
- **各项业务稳健发展。**橱柜: 今年公司再度全面升级“橱柜+”战略, 重塑橱柜产品体系, 将产品划分为乐活、乐享、乐仕三大系列, 促使橱柜业务能够更好满足不同阶层消费者的需求。衣柜: 公司实现“产品生态体系”升级及产品价值提升, 并推出全屋 22 m² 19800 套餐”, 应对终端客流下滑, 维持业务较快速成长。欧铂丽: 公司持续推进品牌和产品体系建设, 虽然目前体量较小, 但增速较好预计明后年将逐步发力, 有望成为公司高速增长的新引擎。木门: 欧铂尼木门全面升级品牌为欧铂尼木门+, 结合全屋发展方向, 公司在上半年提出了“1+5”全屋套餐, 该套餐以木门为流量入口, 通过服务和配套产品强化客户引流, 并带动客单价提升。
- **发行转债募集资金, 加强全国产能布局。**公司 5 月公告可转债发行预案, 拟募集 18 亿元, 用于清远、无锡和成都工厂建设, 目前证监会已受理转债发行申请。我们认为, 公司自上市以后致力于推进全国五大产区建设, 其主要目的在于扩大产能覆盖面积, 缩短运输距离, 提高竞争壁垒加速出清产能覆盖范围内的中小定制品牌。

图表 103: 欧派家居公司基本情况

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	7,134	9,710	11,650	14,570	18,499
增长率 (YoY, %)	27	36	20	25	27
净利润 (百万元)	950	1,300	1,631	2,032	2,581
增长率 (YoY, %)	94	37	25	25	27
每股收益 (全面摊薄, 元/股)	2.54	3.09	3.88	4.83	6.14
净资产收益率 (%)	32.9	20.9	21.6	22.8	24.3
PE (X)	0	38	22	18	14
PB(X)	0.0	8.0	4.8	4.1	3.4

来源: wind, 国金证券研究所

我乐家居: 收入延续稳增, 净利润增幅扩大

- **收入端延续稳增态势, 利润端增长加速。**前三季, 公司收入端增速基本延续年初以来 25%以上的稳增态势, 在已披露三季报定制家居公司 Q3 收入增速放缓明显的情况下, 公司 Q3 单季收入增速仍维持 25.5%。公司各项费用前三季基本没有大幅波动甚至略有下降, 导致公司利润端实现高速增长。Q3 单季扣非后净利润增速为 55.90%, 环比增幅扩大。

- **设计溢价应对客流增长放缓，开店提速夯实明年增长基础。**全屋定制自2016年后，成为公司经营的重点方向。根据我们跟踪的数据来看，公司上半年该业务终端客单价基本已接近4万元，同比增长约25%。凭借独特的产品原创设计实现设计溢价，应对了今年后周期效应减弱对客流增长的影响，为全屋业务良好增长奠定基础。上半年公司全屋业务新增门店87家，开店速度相对较慢，结合全年开店指引测算，预计Q3门店新增数至少在50家以上，门店环比增速有较大提升。全屋定制由于门店展示品类较多，相比橱柜和衣柜门店，其创收周期也相对较长，因此我们判断下半年新增门店将会成为公司明年全屋业务增长的动力。
- **多渠道发展，直营与大宗迅速崛起。**自去年中报以来公司直营渠道持续高速增长，前三季依旧延续了这一趋势，且并未大幅新增门店，因此可以认为公司直营门店的经营品质正逐步改善。去年下半年公司开始恢复对大宗业务的拓展，上半年实现收入2,434万元，增长94.88%，恒大端口工程业务放量，推高前三季应收款同比增长127.74%。

图表 104：我乐家居公司基本情况

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	676	915	1,356	1,920	2,641
增长率（YoY，%）	17	35	48	42	38
净利润（百万元）	69	83	117	169	250
增长率（YoY，%）	22	21	40	45	48
每股收益（全面摊薄，元/股）	0.57	0.52	0.52	0.75	1.11
净资产收益率（%）	22.6	11.2	14.2	18.1	22.6
PE (X)	0	38	17	12	8
PB(X)	0.0	4.2	2.5	2.2	1.8

来源：wind，国金证券研究所

索菲亚：开启以价格谋增长之路，橱柜年内盈亏平衡

- **地产大周期向下预期之下，恐开行业价格战之先河。**Q3公司收入21.18亿元，同比增长20.10%，归母净利润3.23亿元，增长14.70%，基本为上市后首次出现单季净利润增速低于收入增速的情况。公司Q3加大对产品降价的力度，包括799/899套餐降价，导致毛利率下降2pct.。同时加大销售费用投放，提高经销商开店补贴导致净利率下降0.66pct.。公司Q3单季财务状况，基本符合空调行业价格战期间，由于销售费用大幅提升所导致的利润增速低于收入增速，净利率降幅大于毛利率降幅的表象。也就是说，公司很有可能已成行业内第一家，通过价格手段谋求增长的企业。
- **量价增速虽有放缓，但定制衣柜业务增长相对良性。**前三季公司定制衣柜以及成品配套产品实现收入42.61亿元，同比增长18.62%，其中客户数量增长8%以上达到41万户左右，客单价增长9.33%达到10,734元/单。分渠道来看，上半年大宗业务增长160%，为增速最快的渠道。前三季衣柜业务同比新增门店299家，同比增长13.78%，预期老店同店增长在8%左右。门店布局上，县级市新增门店占比54%，贡献收入16.85亿元，为公司增长最快的区域。
- **橱柜毛利率改善明显，年内实现盈亏平衡难度小。**橱柜前三季客单价增长8.68%，客户数增长10.11%，实现相关业务收入4.9亿元，增长19.51%，较上半年增速已有明显改善。前三季橱柜业务同比新增门店122家，增长17.43%，老店同店基本与去年同期持平有小幅增长。公司由于早期投入较大，产能利用率提升缓慢，致使橱柜业务实现盈亏平衡难度较大。而目前来看，公司橱柜业务毛利率前三季已达到30%，较去年大幅提升，且今年6月后每月均已经实现盈利，预计今年橱柜业务实现盈亏平衡难度不大。

图表 105：索菲亚公司基本情况

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4,530	6,161	7,632	9,516	11,666

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增长率 (YoY, %)	42	36	24	25	23
净利润 (百万元)	664	907	1,098	1,381	1,738
增长率 (YoY, %)	45	37	21	26	26
每股收益 (全面摊薄, 元/股)	1.44	0.98	1.19	1.50	1.88
净资产收益率 (%)	17.1	20.3	21.1	23.4	24.6
PE (X)	38	37	14	11	9
PB(X)	6.4	7.6	3.0	2.6	2.2

来源: wind, 国金证券研究所

尚品宅配: 引流效应有减弱, 加盟店经营相对良好

- **引流红利略有下降, 配套品略缓但仍高增。** Q3 单季公司营收实现 22.71% 的增长, 相比上半年公司引流红利略有下降。加盟商渠道实现客流增长 25% 较上半年有所降低, 客单价依旧保持 10% 的增长。分产品上, 公司整体橱柜增长 27%, 衣柜增长 28%, 系统柜增长 16%, 配套家具品虽然依旧收获 60% 以上高速增长, 但较上半年增速有所下降。
- **新增加盟店贡献三季度大部分客流。** 截至 9 月末, 公司总门店数 2058 家, 其中直营 100 家, 新增 20 家, 加盟店 1958 家, 新增 593 家。与上半年门店扩张相比, Q3 单季公司加盟门店净增加 203 家, 开店速度大幅领先 Q1 和 Q2, 由此判断 Q3 客流增长大部分来自新店开设的贡献。目前来看, 公司加盟渠道经营品质略优于直营渠道。前三季, 加盟渠道收入增速 38%, 净增门店贡献不足 30% 的增速, 老店同店增长接近 10%。反观直营门店, 收入增速仅 6%, 净增门店贡献增速 15% 左右, 老店同店处下滑状态。
- **紧抓行业趋势, 整装业务推进有条不紊。** 伴随消费主力转化, 购房后家装家居一站式一体化消费趋势愈发明显。在此趋势之下, 公司于去年下半年开始推进整装业务, 目前分为自营整装和整装云两大部分。前三季, 公司整装业务约实现收入 1.2 亿元, 其中 Q3 单季创收 7500 万元, 环比大幅提升 50% 以上。整体来看, 公司整装业务推进稳健, 现有整装云会员数量略超我们此前草根调研的预期。在行业确定趋势之下, 整装业务对收入贡献将持续扩大, 并打造全屋定制业务的全新流量入口。

图表 106: 尚品宅配公司基本情况

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	4,026	5,323	7,140	9,554	12,750
增长率 (YoY, %)	30	32	34	34	33
净利润 (百万元)	256	380	522	724	1,020
增长率 (YoY, %)	83	49	37	39	41
每股收益 (全面摊薄, 元/股)	3.15	3.44	2.63	3.65	5.14
净资产收益率 (%)	30.6	14.5	17.6	21.3	25.0
PE (X)	0	46	25	18	13
PB(X)	0.0	6.7	4.4	3.9	3.2

来源: wind, 国金证券研究所

晨光文具: 传统业务稳健、新业务高增的小行业大龙头

- **三季报延续良好增长势头, 销售费用 Q3 略有增长。** 三季报公司营收延续良好增长态势, 较去年同期增速提升 6.15pct.。其中, Q3 单季营收增长 36.86%, 增速同比提高 2.7pct.。分业务来看, 公司前三季传统业务维持 16% 的稳健增长 (1H 也增长 16%), 新业务高增 113%。公司销售费用率小幅增加 0.24pct., 系年内九木杂物社加速开店所致, 其中 Q3 销售费用 1.99 亿元, 较 Q1、Q2 略有增加。
- **科力普超高增长导致应收大幅提升。** 年内公司完成欧迪办公收购, 并先后入选政府机关、央企和金融企业采购名单, 推动了科力普相关业务的大幅增长。前三季约创收 16.8 亿元, 增长 140%, 导致应收款同比大增 153%,

其中由于科力普业务快速增长形成的应收款占比约在 80%左右。但账龄结构上，公司半年期内应收款占比超过 85%，回款能力较强。另一方面，目前国内办公用品市场已经进入头部玩家阶段，越是大的企业越具备对大额、高品质订单的争夺能力。公司完成对欧迪的收购后，竞争实力再度增强，看好后续中心仓运营成熟后，利润率层面的改善。

- **生活馆及杂物社减亏明显。**生活馆和杂物社前三季创收 2.19 亿元，同比增长 40%左右，基本不上半年增速持平。杂物社约实现收入 9,600 万元，新增门店 66 家总数至 79 家（直营 69 加盟 10），与去年同期相比单店经营有显著改善，且在门店营业利润层面已实现盈利。相比之下，生活馆经营品质相对较差，单店收入略有下滑。生活馆家杂物社前三季依旧处亏损状态，但与去年同期相比减亏情况明显，已从千万级亏损额降至百万级。

图表 107：晨光文具公司基本情况

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4,662	6,357	8,208	10,608	13,803
增长率（YoY, %）	24	36	29	29	30
净利润（百万元）	493	634	831	1,053	1,330
增长率（YoY, %）	17	29	31	27	26
每股收益（全面摊薄，元/股）	0.54	0.69	0.90	1.14	1.45
净资产收益率（%）	20.3	22.4	23.0	24.4	25.5
PE (X)	34	36	31	24	19
PB(X)	6.9	8.0	7.1	6.0	4.9

来源：wind，国金证券研究所

风险提示

人民币汇率剧烈波动的风险

- 轻工制造行业中，不少家具、玩具以及包装企业的产品出口收入占比较高。如果人民币汇率的剧烈波动，将对产品出口收入产生较大影响，也将导致企业出现汇兑损益。家用轻工方面，若人民币持续升值将导致家具、玩具和文具产品的出口收入大幅缩减。造纸方面，人民币若持续升值，将使得进口木浆和进口废纸的到港价降低，而在原材料价格下跌的情况下，成品纸将失去提价的理由。

房地产销售持续大幅下滑的风险

- 定制家居属于地产后周期行业，尽管当前存量房地产市场如二手房、旧房翻新的贡献占比逐渐提升，但是定制家居市场仍以新房为主导。今年前 10 月，住宅商品房销售面积增速仅 2.8%，增速同环比分别下降 2.8pct.和 0.5pct.。我们认为，现阶段国家难有提振房地产行业的相关政策出台，后续地产周期还将持续向下，销售存在负增长可能，势必对定制家居行业增长形成极大压力。

定制家居企业大宗工程业务回款风险

- 在地产周期向下的预期之下，定制家居公司纷纷开始切入大宗业务领域。但若住宅需求持续低迷，势必将影响地产公司收入，并将导致地产企业对家居配套企业提出更苛刻的条件，甚至延长工程款回款周期，拖累定制家居企业收入增长。更有甚者，定制家居企业为快速扩张大宗业务，可能选择与小型地产公司合作，存在工程款无法回收的风险。

定制家居行业零售业务竞争加剧风险

- 我们认为，现阶段定制家居行业集中度较低的重要原因之一是相关公司盈利能力较可比行业为高，对行业外部资金具备较强吸引力。若未来仍有大量行业外部资金涌入定制家居行业，势必将盘活更多中小定制家居品牌，加大行业集中度提升的难度。同时，鉴于 2018 年末及 2019 年初将有大规模新建产能投放，且相关公司近年来均开设了大量新门店，不排除为消化产能而发生行业零售终端价格竞争加剧的可能性。

上市公司通过价格竞争后，市占率提升不及预期的风险

- 我们认为，价格战对于行业集中度的提升有积极作用。但若在行业价格战全面爆发后，上市公司虽然降低了产品出厂价，且毛利率也处下降，但市占率仍未得到良好提升。那么即便在产品降价以及销售费用投放的叠加作用之下，收入增速得以提高，但增长的可持续性仍将承压，且会对企业的盈利以及利润增速造成持续拖累。

国内卷烟产销大幅下降的风险

- 卷烟生产和销售受相关政策的直接影响。烟草税收制度变化、烟控力度强弱等因素，都可能造成国内卷烟产销的下滑。

新型烟草行业政策不达预期的风险

- 新型烟草的推广依赖于国内相关政策的松绑甚至推进。虽然我们相信相关政策的取向是逐步放松，但是由于涉及诸多利益方和考虑因素，有关政策的推进有可能不达预期。

加热不燃烧烟草制品专利侵权风险

- IQOS 作为新型烟草领域的先行者和领跑者，在烟具和烟弹的诸多领域都已注册了全球专利。虽然国内相关公司在新型烟草研发过程中都采取了规避措施，但不排除有个别方面仍可能侵犯到 IQOS 的专利保护。

中烟公司新型烟草产品研发进度不达预期的风险

- 目前，虽然已有多家地方中烟公司正在推进新型烟草研发，但是在如何满足消费者需求，与国外品牌竞争，以及抢占市场等方面仍有可能不达预期。

业务升级对收入的拉动作用不及预期

- 家用轻工方面，我们认为明年很多细分子板块将开启新的产品升级。例如，定制家居将逐步进入整装发展方向，文具将进入精品文创发展趋势。但是，新业务往往需要企业具备极强的管理和产品更新等能力，如果在终端投放的产品不够吸睛或者不能获得消费者的接受，新业务的升级将直接导致产品库存积压，且不能对营业收入的增长起到良好的提振作用。

环保政策松动导致造纸和纸包装被关停产能复产的风险

- 在造纸和包装印刷行业，由于环保政策的持续高压，近两年有很多产能被关停和查封，在一定程度上加速了各自行业集中度的提升。尤其是对于造纸行业由于关停的影响，造成结构性供给缩减，使得成品纸价近两年大幅波动。如果未来环保政策有任何松动，导致目前被关停的产能获得复产。那么将直接导致造纸和包装印刷行业的整体产能供给急剧提升，致使成品纸价暴跌影响造纸企业利润，减弱现留存的包装印刷企业的订单量，拖累企业收入的增长。

次新股解禁减持的风险

- 我们的推荐标的不少是近一两年上市的次新股，明后年都将逐步进入解禁期。解禁后，若重要股东集中减持，将直接影响市场持股信心。

职业经理人、核心技术人员或核心销售人员流失的风险

- 管理层的管理能力、决策能力和战略高度，对企业的长远发展有着极其重要的意义。而核心的技术人员和核心销售人员，则是贯彻落实管理层经营决策的主力军。我们推荐的标的中，有部分公司采用职业经理人模式，或者引进很多的优秀管理团队、销售团队等。若这类关键人员流失，将对企业的经营和发展造成不利影响。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH