

轻工制造

2019 年轻工行业投资策略

—黎明将至，价值回归，精选赛道，拥抱成长

评级：增持（维持）

分析师：蒋正山

执业证书编号：S0740518070009

Email: jiangzs@r.qlzq.com.cn

分析师：徐稚涵

执业证书编号：S0740518060001

Email: xuzh01@r.qlzq.com.cn

研究助理：郭美鑫

Email: guomx@r.qlzq.com.cn

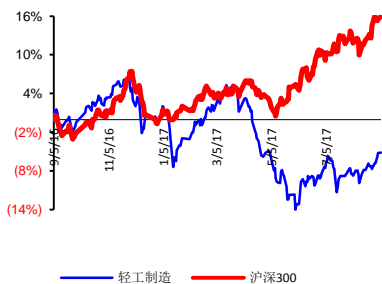
研究助理：徐偲

Email: xucai@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	116
行业总市值(百万元)	992360.429
行业流通市值(百万元)	628896.841

行业-市场走势对比



相关报告

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E		
顾家家居	45.0	1.39	2.01	2.69	3.61	38.9	22.4	16.7	12.5	0.6	增持
梦百合	21.0	0.65	0.85	1.54	2.09	32.3	24.7	13.6	10.1	0.2	买入
帝欧家居	12.8	0.24	0.95	1.26	1.67	91.1	13.5	10.2	7.7	0.3	买入
中顺洁柔	8.19	0.46	0.34	0.44	0.53	35.3	24.1	18.6	15.5	0.6	买入
晨光文具	28.3	0.69	0.88	1.10	1.36	35.8	32.8	25.7	20.8	1	增持
裕同科技	40.5	2.33	2.4	3.17	4.13	17.4	16.9	12.8	9.8	0.4	买入
盈趣科技	42.0	2.15	1.92	2.49	3.02	19.5	21.9	16.9	13.9	0.6	买入
欧派家居	40.5	3.09	3.94	4.81	5.77	38.1	19.6	16.1	13.4	0.73	买入
尚品宅配	56.3	3.44	2.61	3.43	4.47	45.9	22.3	16.9	13.9	0.65	买入

投资要点

■ 家居：格局分化，龙头蜕变

1) 定制橱柜：零售稳健、大宗起量，龙头价值回归。渠道端：一二线城市依靠改店需求，三四线城市新开店未来或将放缓。业务端：大宗业务继续抢占市场，是今年乃至未来几年快速发展的业务。长期看，橱柜品牌属性加强利好龙头，坚信价值回归。2) 衣柜及全屋定制：渠道变革，接受洗礼。行业增速仍较快，但竞争格局在恶化：传统渠道变化加剧，竞争激烈；整装市场是未来行业的新红利和必须抢下的份额。我们认为 2019 仍是行业的洗牌调整年，增速由之前的高速增长转为稳健增长，预计会出现“L”型调整，进入新的稳健增长期。3) 软体板块：成本红利持续释放，2019 是行业整合年。需求端：2019 年零售环境相对定制板块更温和，零售市场不受精装房政策挤压，存量市场需求贡献占比更大，未来拓品类/拓渠道逻辑较为顺畅。成本端：2019 年成本红利释放可持续。同时，我们认为 2019 年仍是行业整合年，内销行业景气度下滑背景下龙头渠道、供应链优势凸显、外销贸易摩擦与反倾销将为行业加速整合提供新契机。4) 工装板块：需求转移下的新兵家必争地。家居市场零售份额向工程渠道转移，政策驱动下的高增长市场。我们认为 2019 年工装市场需求端客户集中将进一步带动供给端份额集中，建议关注客户结构优异，具备客户粘性的工装家居企业。

■ 包装板块：纸价下跌，中游崛起。从历史趋势看，包装板块具备一定的逆周期防御属性：1) 包装上游造纸是典型周期性行业，而包装行业盈利能力与造纸呈现反向关系。2) 包装行业下游偏消费，使其具备一定的刚性。从细分行业看，纸包装是包装行业最大的子行业，产业信息网数据显示其拥有三千亿市场规模，当前行业格局极为分散，对标发达国家，市场率具备提升空间。从产业链附加值看，相较于箱板瓦楞纸包装和烟标包装，彩盒包装是唯一可以集研发/设计/精密制造于一体的细分领域，有望创造较高附加值。从上下游情况看，上游造纸业红利边际下行，包装行业成本压力有望逐步释放。

■ 造纸板块：浆价回调，弹性初现。建议关注浆价高位回调带来的生活用纸成本压力释放机会。由于 1) 成品纸产量下滑；2) 非木浆转化出现瓶颈；3) 行业景气下行，吨纸浆耗红利逐渐消失，我们判断木浆供需平衡格局可能被打破，带动浆价见顶回调，利好生活用纸企业成本压力释放。

■ 文娱用品：必选消费，关注龙头。1) 文具市场需求相对刚性，受经济影响小；2) 2C 业务：量价齐升，高周转强渠道带来公司盈利能力稳定高 ROE；3) 2B 业务：潜在市场空间高达万亿（来源：中商情报网），规模化和客户结构提升有望带来公司的业绩弹性。

■ 新型烟草：建议关注加热不燃烧产业链投资机会。因烟民对健康的关注日益强烈，传统烟草巨头纷纷涉足电子烟，使行业获得蓬勃发展机遇。2016 年电子烟行业规模约 70 亿美元，预计至 2024 年将扩容至 450 亿美元，CAGR 为 25%。对比传统烟油式电子烟，加热不燃烧产品因其口感贴近真烟，符合烟民减害诉求，近年异军突起。IQOS 产品 2014 上市后，经历三年时间在日本烟草市场实现 13.9% 的份额。2018 年因烟民转化率遭遇瓶颈和渠道去库存原因，导致 IQOS 经历短期回调。但我们认为，随着前期利空的消化，IQOS3 代新产品上市有望为设备产业链重新带来量价齐升机会。此外，2019 年是 FDA 审批 IQOS 认证的关键时点，若 FDA 放行 IQOS 进入

美国市场，产业链高速增长空间将重新得以打开。

- **建议关注标的：**晨光文具、欧派家居、尚品宅配、顾家家居、梦百合、中顺洁柔、盈趣科技、裕同科技、帝欧家居。
- **风险提示：**原材料价格大幅上涨风险、宏观经济波动风险、地产景气度下滑风险、行业政策变化风险。

内容目录

家居：格局分化，龙头蜕变	- 9 -
定制橱柜：零售稳健、大宗起量，龙头价值回归	- 9 -
衣柜及全屋定制：渠道变革，接受洗礼	- 13 -
软体：2019 是行业整合年，成本红利持续释放	- 17 -
工装：需求转移下的新兵家必争地	- 21 -
包装：纸价下跌，中游崛起	- 25 -
策略：包装板块具有逆周期防御属性	- 25 -
纸包装：三千亿市场，孕育龙头的温床	- 25 -
中长期龙头成长性：高端纸包装更具壁垒	- 27 -
纸价见顶回调，产业链盈利再分配	- 29 -
造纸：浆价回调，弹性初现	- 30 -
从木浆需求增长核心动能看后续浆价走势	- 30 -
需求压力初显，浆价高位格局难以维系	- 33 -
文娱用品：必选消费，稳健成长	- 36 -
文具市场稳健增长，集中度仍在提升	- 36 -
零售业务：渠道深化，强运营则高周转	- 37 -
对公业务：蓝海市场，百舸争流	- 40 -
新型烟草：关注加热不燃烧产业链投资机会	- 41 -
健康诉求催生电子烟产业蓬勃发展	- 41 -
产品革新，IQOS 在日本市场的风光与瓶颈	- 41 -
2018 年 IQOS 产业链可能处于历史底部	- 42 -
若 FDA 放行 IQOS 进入美国市场，有望为 IQOS 打开新的增长空间	- 44 -
建议关注标的	- 45 -
顾家家居：高效运营，内生外延自成一体	- 45 -
梦百合：专注记忆绵的小而美	- 46 -
欧派家居：期待整装新零售放量	- 47 -
尚品宅配：家居新零售的先行者	- 48 -
帝欧家居：乘工装之势，强强联合共创真成长	- 49 -
中顺洁柔：市场格局优化，木浆下行带来业绩弹性	- 49 -
裕同科技：盈利拐点，静待二次腾飞	- 53 -
盈趣科技：多重催化，酝酿戴维斯双击	- 55 -
风险提示	- 57 -
原材料价格大幅上涨风险	- 57 -
宏观经济波动风险	- 57 -
地产景气度下滑风险	- 57 -
行业政策变化风险	- 57 -

图表目录

图表 1：欧派、志邦橱柜业务收入增速（含大宗）	- 9 -
--------------------------------------	--------------

图表 2: 橱柜服务流程较多: 量房、设计、安装、售后均涉及服务.....	- 10 -
图表 3: 截止 2018 年橱柜开店情况.....	- 10 -
图表 4: 理论橱柜远期开店空间.....	- 11 -
图表 5: 2018H1 预测同店情况.....	- 11 -
图表 6: 各线城市精装房比例对比.....	- 11 -
图表 7: 未来精装橱柜市场将成为主要增长空间.....	- 12 -
图表 8: 目前橱柜区域强势地区离不开当地优秀经销商.....	- 13 -
图表 9: 索菲亚品类中单衣柜品类逐步减少.....	- 13 -
图表 10: 索菲亚客单价仍在上行, 但趋势减缓.....	- 13 -
图表 11: 全屋定制 CR3 增速放缓.....	- 14 -
图表 12: 索菲亚今年新开店仍快于去年.....	- 14 -
图表 13: 衣柜公司整体毛利率仍较稳定.....	- 14 -
图表 14: 18Q3 定制公司套餐力度增大.....	- 15 -
图表 15: 欧派整装大家居.....	- 15 -
图表 16: 尚品宅配整装云发展情况.....	- 15 -
图表 17: 索菲亚/尚品配套品收入.....	- 16 -
图表 18: 尚品宅配 2013-2018 配套品收入变化.....	- 16 -
图表 19: 定制时代的变革.....	- 17 -
图表 20: 定制家居公司研发投入占比不断增加.....	- 17 -
图表 21: 软体板块单季度收入增速好于定制板块.....	- 18 -
图表 22: 家居零售需求房屋结构测算.....	- 18 -
图表 23: 顾家家居收购标的的关键信息一览.....	- 18 -
图表 24: 主要软体公司对美贸易额占收入比重.....	- 19 -
图表 25: 人民币汇率下行利好出口业务.....	- 19 -
图表 26: 美国商务部对华床垫反倾销关键流程.....	- 19 -
图表 27: 软体公司海外新建产能一览.....	- 19 -
图表 28: 敏华沙发原材料成本波动一览.....	- 20 -
图表 29: A 股软体家居毛利率开始回升.....	- 20 -
图表 30: 近两年 TDI 价格 (元/吨).....	- 20 -
图表 31: 近两年 MDI 价格 (元/吨).....	- 20 -
图表 32: 顾家家居 ROIC 高于同行.....	- 21 -
图表 33: 敏华控股毛利率下探, 具备较大弹性空间.....	- 21 -
图表 34: 顾家家居&(敏华控股) ROE 影响因素拆分 (2017 年).....	- 21 -
图表 35: 全装修配置设施.....	- 22 -
图表 36: 各国精装渗透率.....	- 22 -

图表 37: 装修需求从零售向工装转移.....	- 22 -
图表 38: 精装房市场空间测算	- 22 -
图表 39: 精装修市场部品配置率 (2018Q1)	- 23 -
图表 40: 精装房部品市场规模预测 (亿元)	- 23 -
图表 41: 我国房地产行业集中度.....	- 23 -
图表 42: 地产 50 强占精装房市场份额	- 23 -
图表 43: 调查统计精装房增厚开发商利润.....	- 23 -
图表 44: 2017 精装修市场分城市等级项目规模.....	- 23 -
图表 45: 精装修业务“五力矩阵”.....	- 24 -
图表 46: 帝欧家居和江山欧派工装业务收入 (亿元)	- 24 -
图表 47: 包装板块具有逆周期防御属性.....	- 25 -
图表 48: 包装行业与造纸行业毛利率存在反向关系.....	- 25 -
图表 49: 2013-2017H1 包装及纸包装行业趋势.....	- 26 -
图表 50: 2016 年包装行业子行业占比.....	- 26 -
图表 51: 我国纸包装行业集中度有较大提升空间	- 26 -
图表 52: 纸包装行业各类企业占比.....	- 26 -
图表 53: 龙头企业收入引领行业增长.....	- 27 -
图表 54: 龙头企业利润引领行业增长.....	- 27 -
图表 55: 纸包装行业下游产品同比增长.....	- 27 -
图表 56: 规模以上快递业务量高速增长.....	- 27 -
图表 57: 高端包装下游需求测算.....	- 28 -
图表 58: 各类包装公司对比	- 29 -
图表 59: 箱板瓦楞纸新增产能投放大幅提速 (万吨)	- 29 -
图表 60: 铜版纸、白卡纸需求及增速.....	- 29 -
图表 61: 各主要纸种价格走势 (元/吨)	- 30 -
图表 62: 我国木浆消耗量变化趋势 (万吨)	- 30 -
图表 63: 我国木浆进口量变化趋势 (万吨)	- 30 -
图表 64: 中国市场木浆进口量占比逐年增长.....	- 31 -
图表 65: 中国市场是全球木浆出货量增长主要力量.....	- 31 -
图表 66: 我国历年木浆增量来源分析 (万吨)	- 32 -
图表 67: 我国木浆及下游纸种产量增速 (%)	- 32 -
图表 68: 我国非木浆消耗量走势.....	- 32 -
图表 69: 主要纸种吨纸木浆消耗变化 (吨)	- 32 -
图表 70: 我国成品纸产量自 15 年来首现负增长.....	- 33 -
图表 71: 我国木浆与非木浆消耗量.....	- 33 -

图表 72: 非木浆消耗量未来预计缓慢递减 (百万吨)	- 33 -
图表 73: 吨纸浆耗与行业景气度密切相关	- 33 -
图表 74: 全球木浆出货量及增速	- 34 -
图表 75: 对中国市场木浆出货量及增速	- 34 -
图表 76: 青岛港木浆库存水平 (万吨)	- 34 -
图表 77: 我国木浆港口库存量 (吨)	- 34 -
图表 78: 铜版纸吨盈利水平 (元/吨)	- 35 -
图表 79: 白卡纸吨盈利水平 (元/吨)	- 35 -
图表 80: 双胶纸吨盈利水平 (元/吨)	- 35 -
图表 81: 箱板纸吨盈利水平 (元/吨)	- 35 -
图表 82: 2017-2020 木浆新增产能与需求测算	- 36 -
图表 83: 中国书写工具零售额以及增速	- 36 -
图表 84: 美国书写工具零售额以及增速	- 36 -
图表 85: 办公市场企业以及亏损家数	- 37 -
图表 86: 2015 年美国书写工具市场份额	- 37 -
图表 87: 2015 年中国书写工具市场份额	- 37 -
图表 88: 在校学生数量较为稳定	- 38 -
图表 89: 书写文具量价变化	- 38 -
图表 90: 晨光文具书写工具价格变化	- 38 -
图表 91: 晨光文具书写工具的量价贡献拆分	- 38 -
图表 92: 公司和行业书写工具增速对比	- 39 -
图表 93: 零售渠道的变化	- 39 -
图表 94: 晨光文具渠道管理	- 39 -
图表 95: 文具上市公司 ROE 对比	- 39 -
图表 96: 文具上市公司净利率对比	- 39 -
图表 97: 文具上市公司周转率对比	- 40 -
图表 98: 文具上市公司权益乘数对比	- 40 -
图表 99: 科力普近几年收入情况	- 40 -
图表 100: 中国 B2B 办公用品市场规模 (万亿元, CNY)	- 40 -
图表 101: 办公用品 B 端市场拆分	- 41 -
图表 102: 电子烟行业市场规模变化趋势	- 41 -
图表 103: 电子烟占烟草行业比重测算	- 41 -
图表 104: 2018Q1 IQOS 出货量环比大幅下滑	- 42 -
图表 105: 日本加热不燃烧电子烟的渗透率遭遇瓶颈	- 42 -
图表 106: 2018 年 IQOS 烟弹处于去库存周期	- 42 -

图表 107: IQOS 终端销量和市占率基本稳定	- 42 -
图表 108: IQOS 渗透率在韩国和欧洲提升较快	- 43 -
图表 109: IQOS 销售网络已拓展至 43 个国家	- 43 -
图表 110: 盈趣科技与 PMI 出货量测算	- 43 -
图表 111: 2016 年美国前四大电子烟品牌占比	- 44 -
图表 112: 美国各大电子烟品牌市场份额变化	- 44 -
图表 113: FDA 不同审批结果对 IQOS 销量贡献的测算	- 45 -
图表 114: 顾家家居收入结构 (2018H1)	- 46 -
图表 115: 顾家家居配套品和床垫收入 (亿元) 高增长	- 46 -
图表 116: 梦百合单季度毛利率和净利率水平	- 47 -
图表 117: 梦百合原材料中主要化工原料构成	- 47 -
图表 118: 我国生活用纸产量与消费量变化	- 49 -
图表 119: 我国生活用纸市场规模变化	- 49 -
图表 120: 2016 年世界各地生活用纸人均年用量 (千克)	- 50 -
图表 121: 生活用纸人均用量与人均 GDP 回归分析 (近十年)	- 50 -
图表 122: 生活用纸行业前十五大品牌份额变化	- 50 -
图表 123: 进口纸浆价格 (美元/吨)	- 50 -
图表 124: 四大生活用纸公司中国市场销售额占比	- 51 -
图表 125: 四大生活用纸公司中国市场占有率	- 51 -
图表 126: 中顺洁柔管理结构调整	- 51 -
图表 127: 中顺洁柔按渠道销售占比	- 52 -
图表 128: 2017 年中顺洁柔经销商数量比较 (个)	- 52 -
图表 129: 中顺洁柔产品结构变化	- 52 -
图表 130: 中顺洁柔毛利率与浆价存在反向关系	- 53 -
图表 131: 中顺洁柔生活用纸毛利率敏感性	- 53 -
图表 132: 中顺洁柔卷纸和非卷子毛利率弹性测算 (卷纸/非卷纸)	- 53 -
图表 133: 裕同科技收入预测	- 54 -
图表 134: 裕同科技成本拆分 (2017 年)	- 54 -
图表 135: 纸价与裕同科技毛利率的关系	- 54 -
图表 136: 汇率走势有望改善公司盈利能力	- 55 -
图表 137: 裕同科技人效尚有提升空间 (万元/人)	- 55 -
图表 138: 纸价下跌为公司带来的毛利率弹性测算	- 55 -
图表 139: 盈趣科技主营业务收入变动	- 56 -
图表 140: 盈趣科技归母净利润变动	- 56 -
图表 141: 非电子烟业务 13-17 年收入 CAGR=45%	- 56 -

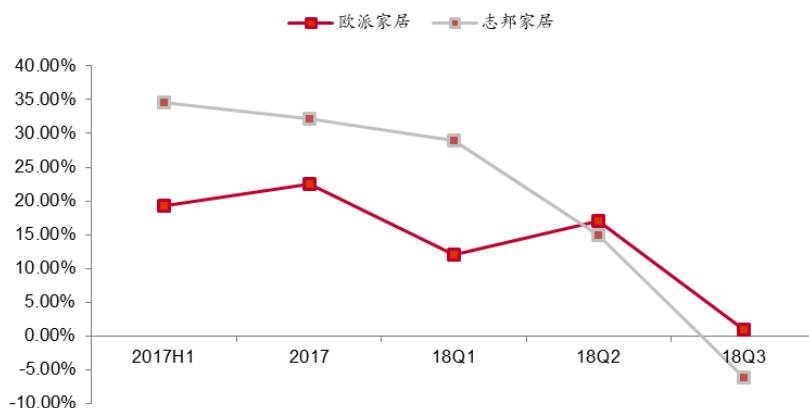
图表 142: 家用雕刻机 14-17 年收入 CAGR=67%.....	- 56 -
图表 143: 罗技业务近年增速基本稳健	- 57 -
图表 144: 水冷散热系统 15-17 年收入 CAGR=92%.....	- 57 -

家居：格局分化，龙头蜕变

定制橱柜：零售稳健、大宗起量，龙头价值回归

- **橱柜公司 2018 回顾：零售稳健，大宗起量。**1) 从宏观层面来看，橱柜的增速取决于整体地产周期。目前由于精装房市场占比仍较小，且二手+翻新房总量较低，根据中华橱柜网数据，目前下游 80%以上橱柜购置需求均来自于新房市场销售。2018 年整体地产销售虽有所放缓，但整体仍保持较高增速，预计全年新房销售套数仍能维持正增长，对于橱柜零售销售起到较为正向作用。上市公司增速下半年同比上半年放缓，整体下半年橱柜零售承压。同时我们也看到，由于下半年棚改、地产调控政策原因，整体上市公司 Q3 橱柜收入压力进一步加大，这与宏观大环境变化密不可分。我们预计明年零售端增速仍压力较大，但对于橱柜上市公司而言既是机遇也是挑战，内部分化会差距更大。

图表 1：欧派、志邦橱柜业务收入增速（含大宗）



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **2) 从产品及行业竞争层面来看，龙头公司地位更加稳固。**龙头公司欧派橱柜今年在产品与价格策略上，开启了 3.6 米 15800 套餐（3.6 米地柜+3.6 米台面+1.5 米吊柜+烟机+炉灶+净水器+水槽+拉篮），同时各家促销力度均有所加大。但由于行业非标准化依然较大，消费者在购买时依然存在价格不透明情况，我们认为，未来服务属性+产品属性强的公司定价权会继续加大，而做好服务属性+产品属性前提还需要有好的经销商，小品牌在这方面难以立足，长期看，行业洗牌有利于龙头公司整合。

图表 2: 橱柜服务流程较多: 量房、设计、安装、售后均涉及服务


来源: 泛家居网、中泰证券研究所

- 3) 大宗业务是今年乃至未来几年快速发展业务。**截止 2018Q3, 欧派大宗业务/索菲亚大宗业务同比增长 58.83%/123%, 大宗业务占比 18%/8.93%, 随着未来精装房政策进一步普及, 我们认为大宗业务是未来各家橱柜公司新发力业务。
- 橱柜公司 2019 展望: 1) 零售端: 应对下滑, 龙头稳健增长。**我们认为, 未来小品牌及地方性品牌橱柜继续退出, 大品牌补贴力度继续加大, 渠道开拓进行中。近几年, 单个橱柜客单价已没有太大提升, 橱柜零售端驱动主要通过量的增长。而从渠道看, 我们主要分析新开店和同店增长进行讨论。
- 新开店: 一二线城市依靠改店需求, 三四线城市新开店未来或将放缓。**根据草根调研情况来看, 一二线目前开店已接近饱和, 未来将通过不断改造新门店和换店提升门店形象及客流; 三四线城市由于之前棚改货币化安置及定制家居公司上市潮催生装修需求, 目前展望 2019 两项因素或将放缓。我们预计 2019 年新开店相较于 2018 年或将缓慢回落, 而改店、换店进度仍将维持在高位。通过不断提升门店形象提升客流量, 提高客单价。

图表 3: 截止 2018 年橱柜开店情况

	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018E
欧派橱柜	1897	2010	2088	2150	2208	2220
	净增加	113	78	62	58	70
志邦家居	981	1007	1112	1335	1385	1450
	净增加	26	105	223	50	115
金牌橱柜	628	741	777	1130	1200	1270
	净增加	113	36	353	70	140
司米橱柜	70	261	600	680	766	900
	净增加	191	339	80	86	220

来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 4: 理论橱柜远期开店空间

地区	数量	预计平均可开店数	合计
直辖市	4	15	60
省中心城市 (含自治区)	28	12	336
地级市 (含自治州)	324	4	1296
县级行政区	2851	0.8	2281
合计			3973

来源: wind、中泰证券研究所

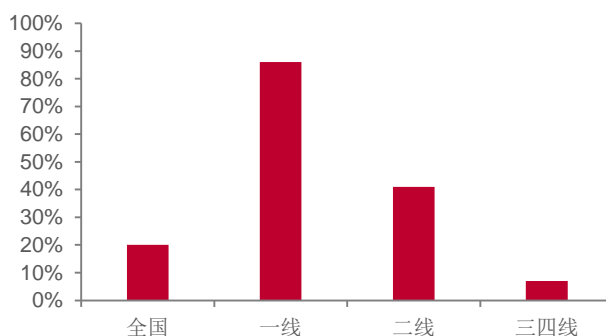
- 同店增长: 先抑后扬是趋势, 未来二手房+翻新房起步后龙头公司马太效应更显著。**2018 年橱柜公司零售端同店增长前高后低, 截止半年报, 欧派、索菲亚、志邦同店增长均较好, 但单三季度由于受到地产后周期影响, 整体 Q3 橱柜公司压力较大, 部分龙头公司同店甚至出现负值。我们认为, 2019 一季度仍将由于宏观经济及行业竞争原因维持低基数, 预计二季度开始会出现弱复苏, 预计同店增长值在 2%-5% 左右。

图表 5: 2018H1 预测同店情况

2018H1					
	新店拉动	同店客流	同店客单	同店增长	
欧派	2%	5%	2%	8%	欧派 Q1 有提价
索菲亚	6%	7%	1%	8%	
志邦	4%	-3%	12%	9%	志邦 Q1 有提价
金牌	7%	0%	0%	0%	

来源: 公司公告、中泰证券研究所测算

- 2) 大宗业务: 继续快速抢占市场。**一线城市精装率高, 低线城市待提升。根据奥维云网披露的数据, 2017 年全国新开盘住宅精装交付比例达到 20%, 其中, 一线城市达到 86%; 二线城市在 41% 左右, 三四线城市的精装房竣工比例为个位数。

图表 6: 各线城市精装房比例对比


来源: 奥维云网 (AVC), 中泰证券研究所

- **二、三、四线城市逐渐成为精装修市场的主力区域。**从精装修整体市场规模来看,根据奥维云网披露的数据,一线城市 2017 年占全国市场 12.1% (按项目数量计算),而二线城市占全国市场的 61.8%,较 2016 年增长 7.3%,主力地位逐渐凸显,全年二线城市精装修市场新开盘项目个数 760 个,同比增长 6.0%,项目规模 78.8 万套,同比增长 24.7%,其中武汉、郑州、成都等城市表现突出。三四线城市精装修市场也在不断升温,2017 年三四线城市占全国市场的 25.6%,增长 5.7%,精装修市场新开盘项目个数 320 个,同比增长 32.2%,项目规模 32.6 万套,同比增长 41.7%。

图表 7: 未来精装橱柜市场将成为主要增长空间

	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
商品房销售套数	1104	1010	1057	1282	1336	1363	1295	256	1231
棚改完成套数	320	480	601	606	609	580	460	460	450
二手房+翻新房	157	192	238	296	372	443	542	628	730
合计(万套)	1581	682	1896	2184	2317	2386	2297	2344	2411
YoY		6.4%	12.7%	15.2%	6.1%	3.0%	-3.7%	2.0%	2.9%
二手+翻新占比	9.9%	11.4%	12.6%	13.6%	16.0%	18.6%	23.6%	26.8%	30.3%
对应橱柜套数需求	1300	1343	1389	1550	1814	1939	2017	1983	2034
YoY		3.3%	3.4%	11.6%	17.0%	6.9	4.0%	-1.7%	2.6%
精装房比例	10%	12%	14%	16%	20%	23%	26%	30%	33%
预计零售套数	1185	1201	1221	1340	1510	1579	1608	1551	1570
零售占比	91.15%	89.41%	87.93%	86.46%	83.27%	81.41%	79.71%	78.20%	77.19%
YoY		-1.9%	-1.6%	-1.7%	-3.7%	-2.2%	-2.1%	-1.9%	-1.3%
预计工装套数	15	142	168	210	303	361	409	432	464
零售占比	8.85%	10.59%	12.07%	13.54%	16.73%	18.59%	20.29%	21.80%	22.81%
YoY		19.8%	13.9%	12.3%	23.6%	11.1%	9.1%	7.4%	4.7%

来源: wind、中泰证券研究所

- **3) 长期看,橱柜品牌属性加强利好龙头,坚信价值回归。**我们认为,橱柜是具有品牌属性的产品。具体体现在几大方面:尺寸精确度、设计现代感、环保可靠性以及售后维护保养,这些都是是大品牌的优势。小厂橱柜在量房时,所用工具误差可能较大;在设计上,小厂由于没有核心研发团队,设计感掉队较为明显;同时,板材利用率是毛利率重大利润来源,但小厂无法保证板材和封边可靠性和环保性,唯一办法就是采购板材商产品,但会间接损失毛利率。
- **橱柜的服务属性优劣是橱柜公司利润的定价锚。**在刚刚讲到的差异化中,设计、量尺、售后都是是依靠单人(即经销商),且是非常重要的一环。在消费者思考环节,同样是欧派和小厂,服务属性和价格差异均会较大。而做好的服务离不开经销商,更少不了公司在后端的支持。所以我们发现部分地区橱柜业务做得好与经销商密不可分,同时也会存在橱柜的地方品牌(地方性服务到位)。随着未来品牌效应、培训等不断增强,我们坚信,价值回归时刻也终将会到来。

图表 8: 目前橱柜区域强势地区离不开当地优秀经销商

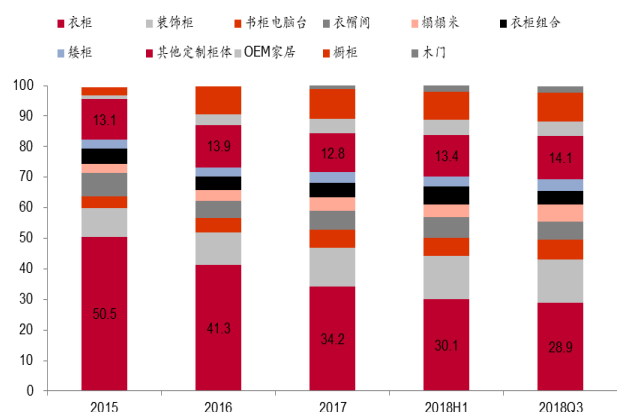
公司	强势区域	强势区域	强势区域
欧派	北京 (北京高氏)	上海	深圳
志邦	上海无锡杭州 (王泽志实际控制)	北京	南京 (郑后全)
索菲亚	北京上海贵阳 (黄总实际控制)	武汉 (刘总)	成都
尚品	广州直营	上海直营	成都直营

来源: 公司公告、中泰证券研究所

衣柜及全屋定制: 渠道变革, 接受洗礼

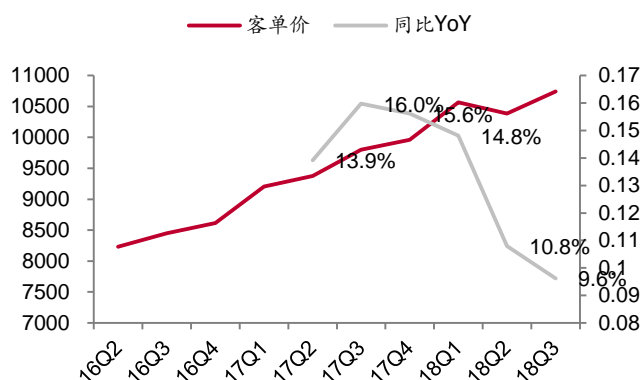
- 衣柜及全屋定制公司 2018 回顾: 1) 从衣柜到全屋, 客单价继续提升: 从产品端看, 从前基本都是以衣柜为主打的套餐, 渐渐过度到全屋主打套餐。各家衣柜及全屋定制公司希望通过提高单位订单值提高客单价。以索菲亚为例, 2018Q3 整体平均单个消费者购买柜体数量从年初 4.4 个上升至 4.9 个。我们预计, 随着未来改善性需求逐步增多, 消费者客单价仍有较大提升空间。

图表 9: 索菲亚品类中单衣柜品类逐步减少



来源: 公司公告、中泰证券研究所

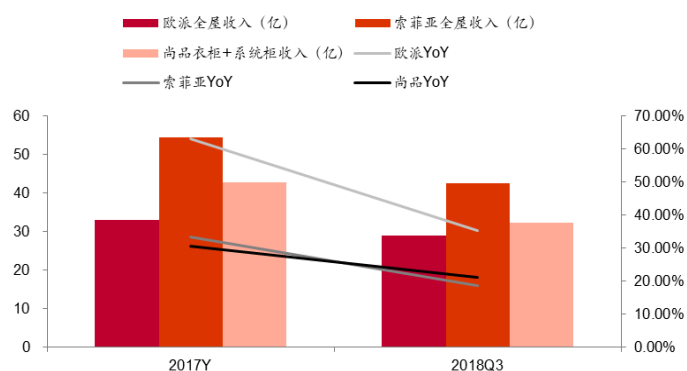
图表 10: 索菲亚客单价仍在上行, 但趋势减缓



来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 2) 行业增速仍较快, 但竞争格局在恶化: 今年整体上市公司衣柜及全屋定制行业增速依然较好, 但同比趋势在放缓, 截止 2018Q3, 欧派/尚品/索菲亚衣柜及全屋定制收入在 28.9 亿/42.16 亿/32.14 亿, 同增 35%/18%/21%, 增速较 17 年显著放缓。相较于橱柜行业, 衣柜及全屋定制市场空间更大, 同时渗透率更低, 如果包含定制柜类, 市场空间约为橱柜两倍, 我们认为未来行业仍将处于较快发展水平。同时, 我们也看到, 行业逐渐由蓝海市场变为红海市场: 新进入者增多, 开店显著加快; 宏观环境恶化; 经销商盈利能力下降, 服务质量下降, 劣币驱逐良币。

图表 11: 全屋定制 CR3 增速放缓



来源: wind、中泰证券研究所

图表 12: 索菲亚今年新开店仍快于去年

索菲亚店铺数	2017	2018Q2	2018Q3
衣柜	2200	2388	2469
橱柜	720	766	822
木门	95	159	161
大家居	20	22	47
合计	3035	3335	3499
净增加		300	464

来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 3) 毛利率稳定, 大厂成本优势较强。从上市公司端来看, 索菲亚、欧派、尚品整体毛利率稳定, 主要来自于成本优势较强, 定制化能力较强。

图表 13: 衣柜公司整体毛利率仍较稳定

代码	公司	单季度毛利率 (%)			单季度净利率 (%)		
		18Q1	18Q2	18Q3	18Q1	18Q2	18Q3
603833	欧派家居	33.9	39.4	38.8	3.9	16.2	19.4
002572	索菲亚	34.7	39.8	38.2	6.9	15.6	15.5
603801	志邦股份	36.8	36.3	38.6	7.7	10.0	15.7
300616	尚品宅配	42.1	44.1	43.9	-3.0	8.9	9.6
002853	皮阿诺	32.4	36.7	36.1	7.1	13.5	15.7
603898	好莱客	38.7	39.6	42.0	10.3	26.1	20.4
603180	金牌厨柜	39.6	39.8	37.7	7.1	11.2	11.9
603326	我乐家居	32.7	35.8	40.1	-2.6	8.6	14.8
300749	顶固集创	-	-	37.8	-	-	11.9

来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 衣柜及全屋定制行业 2019 展望: 渠道变革, 接受洗礼。1) 传统销售渠道: 变化加剧, 竞争激烈。短期来看, 由于宏观因素影响, 及传统渠道客流减少等众多因素, 传统渠道卖场竞争或将继续加剧。根据团队草根调研数据, 18Q3 相较于年初, 套餐变化相较于 2017 年更多, 且更新升级速度均快于往年。预计在 2019 年整体地产销售预期回落、行业竞争加剧情况下, 传统渠道同店增长、新开店将相较于 2018 年更难, 一线品牌龙头有望继续加大促销抢占份额, 短期看毛利率有下降风险。但长期看, 由于定制后端有较大规模优势, 加上前端下单、出图随着现在信息化提升人均效率及产出也在继续提升, 经过此轮洗牌后, 龙头可能迎来新一轮成长机会。而从高频数据变化情况看, 从 2018Q2 起定制家居公司收入受到较大影响, 我们认为从基数变化来看, 2019 年定制家居

有望先抑后扬。

图表 14: 18Q3 定制公司套餐力度增大

18Q3 全屋定制主打套餐相较于年初变化情况			
套餐变化分析	套餐	种类	变化趋势
索菲亚	19800 套餐	投影面积增加 (从 16 到 22)	促销力度加大
	新增 9998 套餐	对应 9 m ² , 同时 799+100 选全屋种类加大	促销力度加大
欧派家居	19800 套餐	对应 22 m ² , 取消原来 19800/16 m ² 高端套餐	品质升级, 种类增加
尚品宅配	518 套餐	增加种类, 同时参与立减 N*666 活动	促销力度加大

来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 2) 整装市场与新渠道变革: 体验式销售+新渠道销售。目前传统建材城衣柜店铺已接近饱和, 我们看到索菲亚、尚品宅配、欧派家居不约而同瞄准了新市场空间: 新零售渠道与整装渠道。前者是希望通过零售卖场优势提高自身品牌效应, 同时提高销售额; 后者则是需要切入装修公司抢手工衣柜市场份额。

整装市场: 必须抢下的蛋糕。今年索菲亚、欧派、尚品纷纷加入整装市场, 由于未来精装房占比逐步提升, 装修公司话语权减弱, 后端定制品牌溢价增强, 目前装修公司纷纷与定制家居公司合作, 加入整装大家居序列。我们认为, 整装市场是未来行业的新红利和必须抢下的份额: (1) 整装市场空间较大, 产业信息网预测市场容量接近 2 万亿, 对于后端定制需求较大, 但之前后端定制主要通过自产, 毛利率低, 通过合作有望得到双赢。(2) 品牌联合有望提升服务品质, 提高效率。同时远期看, 有望对品牌塑造和消费者认知有影响。截止 2018 年 6 月 30 日, 欧派家居全品类整装业绩实现 1.92 亿元, 同比增长 445%, 可以预见, 整装是未来定制家居新的发力点。

图表 15: 欧派整装大家居



来源: 公司官网、中泰证券研究所

图表 16: 尚品宅配整装云发展情况

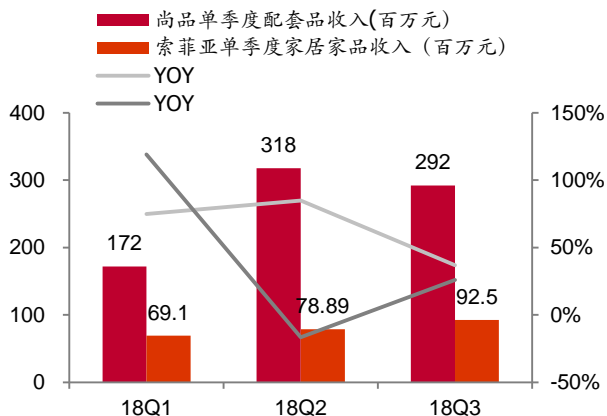
整装云	2018H1
已经确认收入 (万)	4669
会员数量 (个)	494
自营整装在建工地 (个)	251
累计客户数	782

来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 从配套品收入看家居新零售。尚品宅配在定制家居公司中收入占比最高,

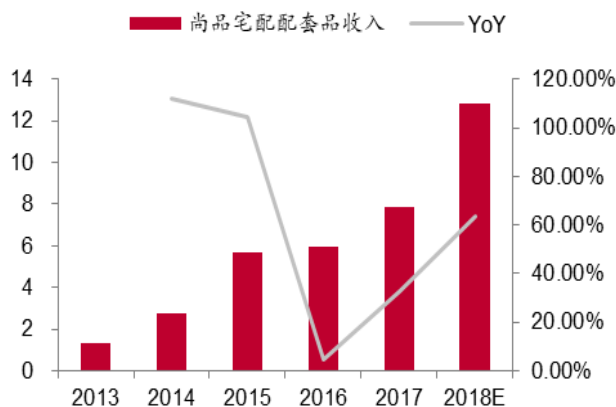
预计全年配套品销售超过 13 亿元，占比约 20%。配套品从侧面反映了家居新零售销售能力。家居新零售追求场景化体验，能够给人以最优秀的解决方案，而不仅仅是卖产品。未来的家居新零售模式下，通过前端的场景体验，到最后的供应链服务，整体会给消费者带来全新的体验，从卖单一的定制产品到提供一整套的服务内容，大幅革新。

图表 17: 索菲亚/尚品配套品收入



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 18: 尚品宅配 2013-2018 配套品收入变化



来源：公司公告、中泰证券研究所

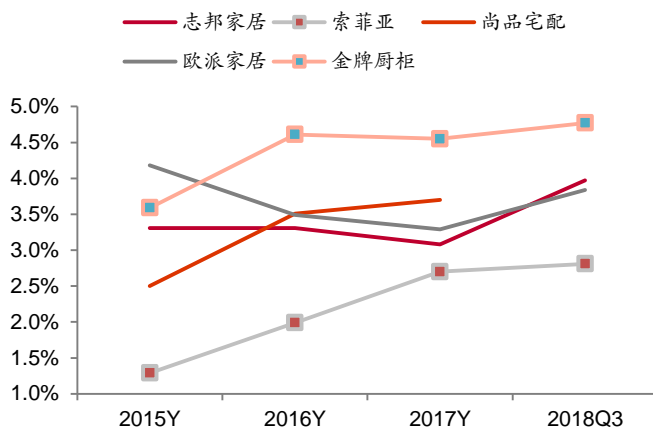
- 3) 长期看，全屋定制行业近两年发展仍在快速期。**目前行业竞争到什么程度？从扩张角度来看，品牌衣柜及全屋定制市占率、客单价更容易提升，且目前还有较大提升空间。1.0 时代，主要是衣柜单品，靠的更多的是成本优势。2.0 时代，主要靠的是体验，不仅仅是通过卖出商品，还可以通过提供整体解决方案赚供应链的钱。根据智研咨询数据，目前定制行业渗透率约为 38%，而在品牌中 CR3（欧派、尚品、索菲亚）市占率约在 13%，未来市占率及行业渗透率仍有较大的提升空间。而从客单价来看，随着未来信息化系统愈发完善，供应链整合能力不断增加，配套品数量增加，客单价未来也将继续上行。
- 全屋定制行业是否是个好行业？**我们认为，全屋定制的进入壁垒的门槛在变难，同时从现金流角度出发，全屋定制是较好的行业。从前进入定制衣柜行业，主要竞争在后端制造成本及市场环境。目前新进入者在变多的情况下，前端、后端均有较大的规模优势。欧派、尚品、索菲亚均投入较大研发费用在信息化建设，提高前端设计师投入产出比及工厂效率，这对新进入者是较大的考验，我们认为，虽然短期定制行业可能随地产调整，但长期看，定制仍是现金流好+具有后品牌属性+长期建立护城河的好行业。

图表 19: 定制时代的变革

定制 1.0 时代	全屋定制 2.0 时代
门厅	玄关柜、鞋柜
客厅	电视墙、茶几、边几
餐厅	餐桌、酒吧、酒窖、水吧
书房	书架、书桌、书桌床、滑动书桌
卧室	床、衣柜、衣帽间、床头柜、梳妆台
儿童	上下铺组合空间
配套	护墙板、壁炉柜、隔断柜、飘窗、榻榻米
其他	软床、床垫、沙发、窗帘

来源: 泛家居网、中泰证券研究所

图表 20: 定制家居公司研发投入占比不断增加



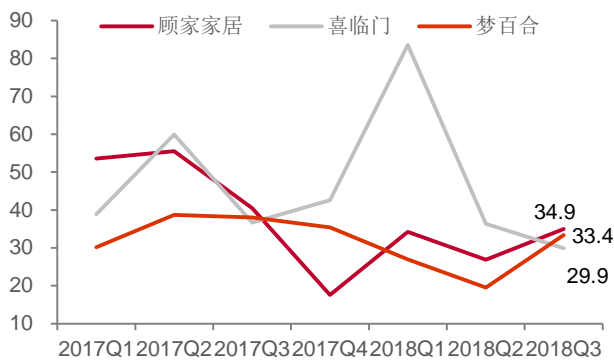
来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 行业是否会出现价格战?** 我们认为, 定制行业由于本身价格不透明现象依然存在, 行业“直接价格战可能性”较低。同时, 我们可以参照中国橱柜的发展历史, 从橱柜的发展历史看, “温和价格战”概率更高。而全屋定制行业相较于橱柜行业, 对设计师的要求、对品牌的需求以及对后端非标件生产要求更高。我们预计未来价格战不是行业核心关心因素。而基于新零售的体验、好的服务(从设计到交付及售后)才是决定产品好坏的核心要素。
- 对于行业 19 年的变化, 我们怎么看?** 我们认为 2019 仍是行业的洗牌调整年, 增速由之前的高速增长转为稳健增长, 预计会出现“L”型调整, 进入新的稳健增长期。(开店红利褪去, 需要靠提升客单价及渠道提升收入)。我们依然看好龙头公司未来发展, 主要看好欧派家居, 尚品宅配, 索菲亚。同时, 我们认为, 在经历调整之后, 龙头公司价值会愈加显著珍贵。

软体: 2019 是行业整合年, 成本红利持续释放

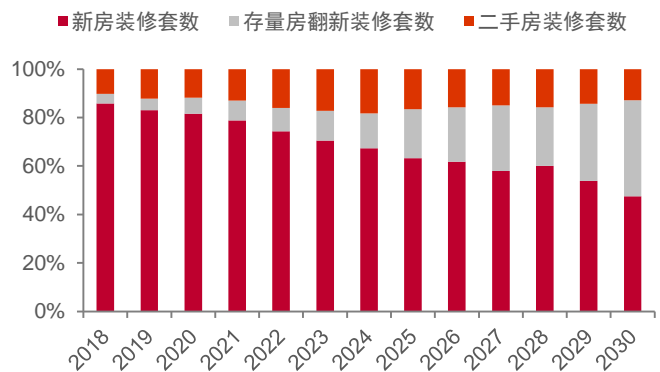
- 市场需求: 2019 年零售环境相对定制板块更温和。** 1) 软体家居位于家装后端, 需求偏好差异性较大, 零售市场不受精装房政策挤压。家居消费流量总体由地产开发商、装修公司及家居企业三部门分享, 不同于定制板块零售市场份额受到其他两部门挤压, 软体家居一般不在开发商先行采购名单内, 零售市场受精装房政策影响较小, 三季度软体板块收入增速整体相对较好。
- 2) 软体家居损耗特质带来稳定的二次置换需求, 存量市场需求贡献占比更大, 未来拓品类/拓渠道逻辑较为顺畅。** 软体家居存在耗损后的翻新需求, 翻新周期 8 年左右。我们认为, (1) 市场层面, 未来随着二手房和翻新房的比例提升, 来自于新房销售的影响会逐步弱化; (2) 行业层面, 软体家居稳定的换新需求将进一步削弱地产相关性, 二手房和翻新房带来的需求驱动行业扩容。

图表 21: 软体板块单季度收入增速好于定制板块



来源: wind、中泰证券研究所

图表 22: 家居零售需求房屋结构测算



来源: wind、中泰证券研究所测算

- 行业现状具备整合基础: 集中度低。**Euromonitor 数据显示 2017 年美国床垫市场 CR4 高达到 73%, 与美国等成熟市场相比, 国内沙发和床垫市场的 CR4 均不及 15%, 集中度仍明显偏低。2010 年 Serta 品牌持有人 Ares 资产管理公司收购 Simmons; 2013 年 Tempur Pedic 以 2.29 亿美元现金收购竞争对手 Sealy Corp, 横向并购是海外市场集中度提升的一大助力。
- 地产向下区间加快整合步伐, 孕育软体大龙头。**顾家在 18 年大刀阔斧进行横向并购, 在品牌、细分品类、原材料产能和外销渠道方面补强业务结构, 符合顾家家居多品类多品牌的软体大家居战略。

图表 23: 顾家家居收购标的的关键信息一览

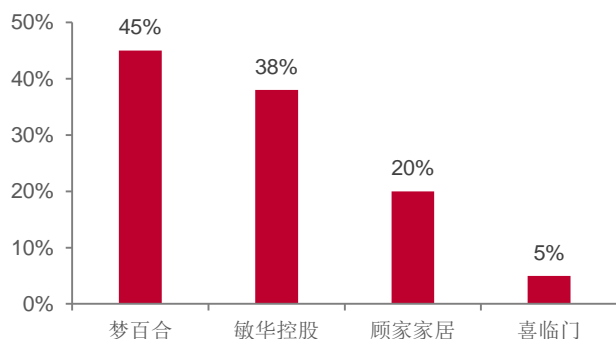
投资标的	所属地	定位	公告时间	投资金额 (RMB)	所占股份	标的规模 (RMB)		股权交割日	并表时间	并表以来收入 (万元)	并表以来利润 (万元)
						营收	净利润				
Natuzzi 中国合资公司	意大利/中国	定位中高端, 主营软体家居, 意大利规模最大的家具上市公司	2018年1月10日	5.05亿元	51%	1.87亿元	2103万元	未公告	预计7-8月并表	7791.7	876.3
班尔奇家具	中国	全屋定制家居品牌	2018年1月18日	8亿元	100%	1亿元	1000万元	未公告	2018年3月16日	2404.2	-161.6
居然之家	中国	中国第二大连锁家居零售商场运营商	2018年2月27日	1.98亿元	0.54%	98.25亿元	12.19亿元		不并表	—	—
			2018年4月28日	4亿元	1.10%						
Rolf Benz	德国	定位中高端, 德国顶级软体家居品牌	2018年3月1日	3.2亿元	99.92%	6.01亿元	2233万元	2018年5月18日	2018年5月31日	4356.4	-183.6
Nick Scali	澳大利亚	定位中高端, 澳洲客餐厅家具首选品牌	2018年3月28日	3.74亿元	13.63%	11.27亿元	1.80亿元	2018年4月28日	不并表	—	—
玺堡家居	中国	以记忆绵、乳胶、弹簧床垫出口为主	2018年11月14日	4.24亿元	51.00%	2.13亿元	1595万元	未公告	尚未并表	—	—
备注: 并表以来收入截止2018H1, NATUZZI 中国并表收入利润需年报披露, 目前数据基于2017年数据计算, 合计一栏内不计入									合计	6760.5	-345.2

来源:wind、中泰证券研究所

- 内销: 龙头更具备渠道下沉的实力。**一二线市场普遍承压, 渠道下沉三四线市场拉低客单价的同时盈利能力提升, 预期 2019 年龙头渠道优势进一步凸显。截至 2018 年 8 月, 全国共有县及县级以上城市 3218 个, 从顾家渠道下沉轨迹来看, 传统渠道最发达的顾家家居尚有 1600 个空白县市未进入, 四五线市场门店客单价不高但盈利能力提升, 省会城市/二级市场/三级市场及以下经销商盈利比例分别为 60%+ (下滑约 20%) /90%/接近 100%。

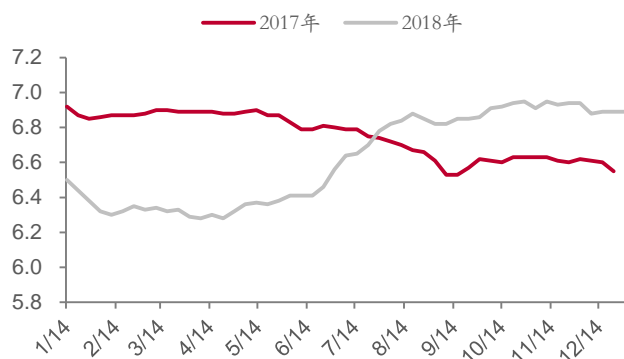
- **外销：贸易摩擦与反倾销——行业加速整合的新契机。** 1) 贸易关税方面，预期趋缓下，目前 10% 关税主流上市公司通过人民币汇率贬值和客户谈判已逐步消化，由关税问题带来的利润削减较小。2) 反倾销落地具有双面性。由于反倾销将根据行业内不同企业情况征加不同关税，该措施将在行业层面促进床垫出口中小企业出清，订单将向梦百合等海外产能完备的头部企业集中。
- **2019 年头部企业出口业务增速相对优势预期进一步扩大。** 梦百合、敏华控股等公司海外产能覆盖度预计达到 100% 及以上，管理层加码海外产能把握机遇提升份额，受益上述外部环境催化及企业内部调整策略，我们认为 2019 年头部企业外贸业务增速与行业整体增速之间的差距将进一步扩大。

图表 24：主要软体公司对美贸易额占收入比重



来源：wind、中泰证券研究所

图表 25：人民币汇率下行利好出口业务



来源：wind、中泰证券研究所

图表 26：美国商务部对华床垫反倾销关键流程

程序	节点
反倾销调查申请	2018 年 9 月 18 日
美国商务部立案	2018 年 10 月 9 日
美国国际贸易委员会产业损害初裁	2018 年 11 月 2 日
美国商务部反倾销初裁	2019 年 2 月 26 日
美国商务部反倾销终裁	2019 年 5 月 13 日
美国国际贸易委员会产业损害终裁	2019 年 6 月 27 日
海关正式施行	2019 年 7 月 5 日◇

来源：美国商务部、中泰证券研究所

图表 27：软体公司海外新建产能一览

公司	日期	所在地	投资额	覆盖度	预计投产
梦百合	6 月 12 日	塞尔维亚 & 美国	6 亿人民币	100%	2019 年 4 月 2019 年 7 月
敏华控股	6 月 12 日	越南	5.34 亿港元	150%	2019Q4
顾家家居	2017 年底	越南	-	40%	2018 年底
喜临门	8 月 23 日	泰国	950 万美元	100%	2018 年底
恒林股份	12 月 28 日	越南	2080 亿美元	-	收购产能
永艺股份	11 月 8 日	越南	950 万美元	-	-

备注：覆盖度为对美贸易覆盖度，投产日期为新建/扩产产能投产日期

来源：wind、中泰证券研究所

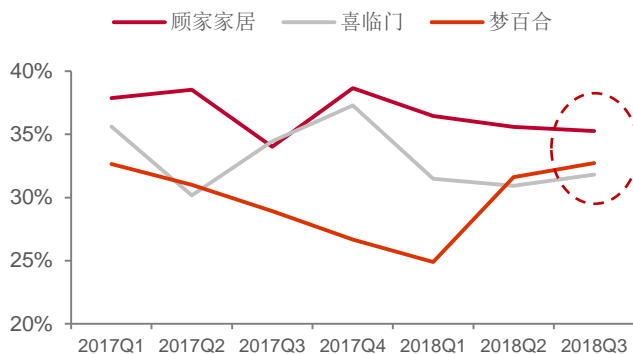
- **成本弹性：软体家居上游格局相对集中，成本端面临上游垄断议价权与强周期影响。** 不同于定制板块主要原材料为人造板（纤维板/刨花板），上游供给相对分散，议价力不强且周期性较弱，一定程度上使得定制企业板材成本更可控。软体板块上游原材料涵盖化工品（TDI/MDI/聚醚）和大宗商品（钢制品），面临上游垄断议价权和强周期影响，成本端波动较大，2018 年板块毛利率波动明显。
- **2019 年研判：成本端红利释放仍将持续。** 伴随 TDI/MDI 等化工原料价

格见顶回落（当前 TDI 价格较年初回落 50%），软体家居企业已经迎来成本拐点，毛利率 2018Q3 开始回升。由于 2018 上半年原材料仍处高位，从相对价格的角度出发明年成本端红利释放仍将持续。

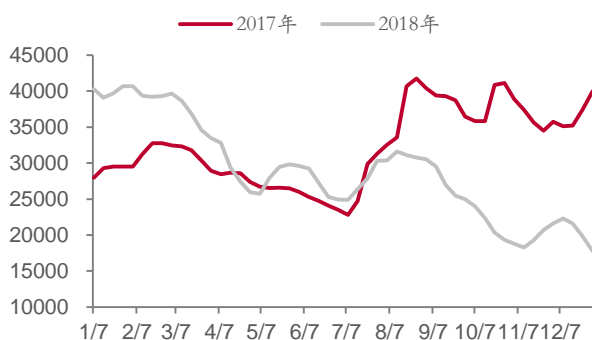
图表 28: 敏华沙发原材料成本波动一览

主要原材料	2019 财年上半年平均单位成本变动(%)
真皮	-0.60%
钢材	3.80%
PVC 仿皮	1.00%
木夹板	4.60%
印花布	-4.10%
包装纸	24.00%
化学品	12.70%

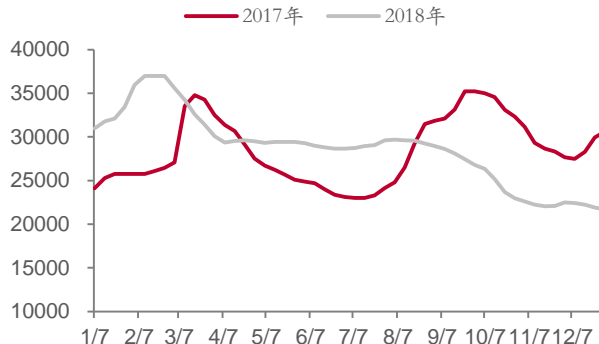
来源: wind、中泰证券研究所

图表 29: A 股软体家居毛利率开始回升


来源: wind、中泰证券研究所

图表 30: 近两年 TDI 价格 (元/吨)


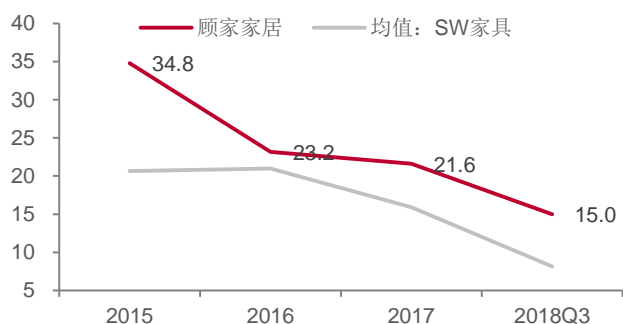
来源: wind、中泰证券研究所

图表 31: 近两年 MDI 价格 (元/吨)


来源: wind、中泰证券研究所

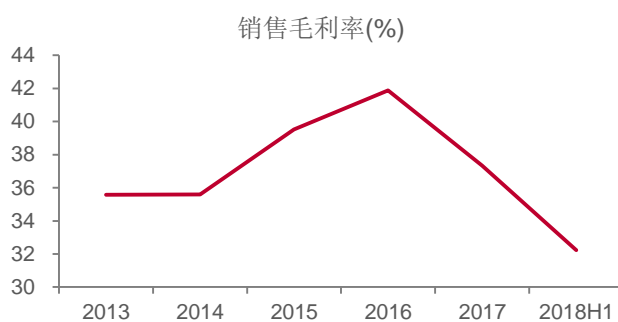
- ROE 拆解: 2019 年建议关注顾家家居、敏华控股、梦百合。**
 - 高 ROE 来源: 顾家家居 2017 年起实施“先款后货”模式彰显渠道把控力, 预收账款/总资产比重和应收账款周转率高; 多品类发展下加强库存管控、以销定产带来高存货周转率。
 - 进一步, 在组织架构层面, 公司在大体量下保持灵活性。为匹配渠道下沉顾家家居从三个事业部转为 14 个区域运行中心, 收窄管理半径, 组织前移, 贴近市场保持策略灵活, 内部职业经理人团队持续为公司发展带来革新, 使得公司 ROIC 与经营水平明显领先于同行。
 - 敏华控股改直营为经销, 2018 年毛利率大幅下行+纵向产业链布局为 19 年提供弹性空间。

图表 32: 顾家家居 ROIC 高于同行



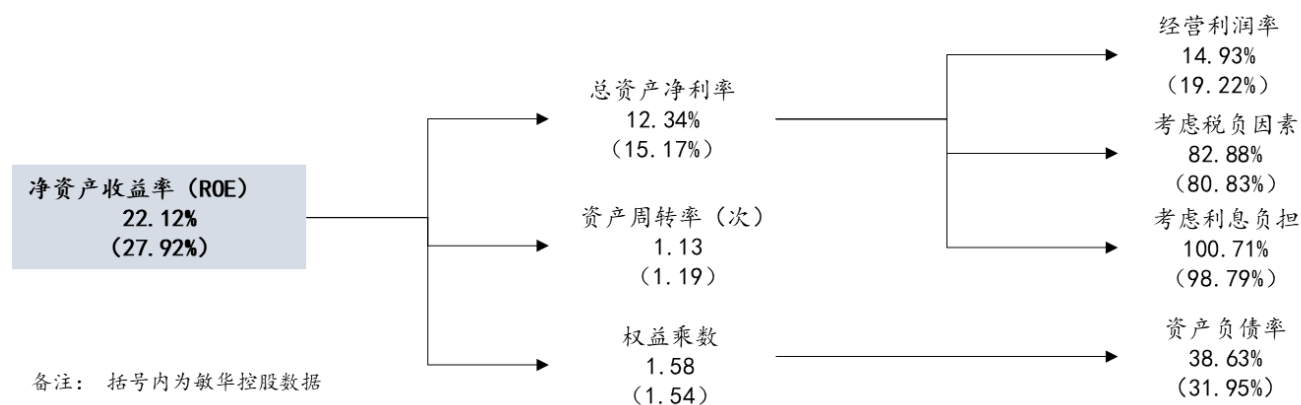
来源: wind、中泰证券研究所

图表 33: 敏华控股毛利率下探, 具备较大弹性空间



来源: wind、中泰证券研究所

图表 34: 顾家家居& (敏华控股) ROE 影响因素拆分 (2017 年)



来源:wind、中泰证券研究所

工装: 需求转移下的新兵家必争地

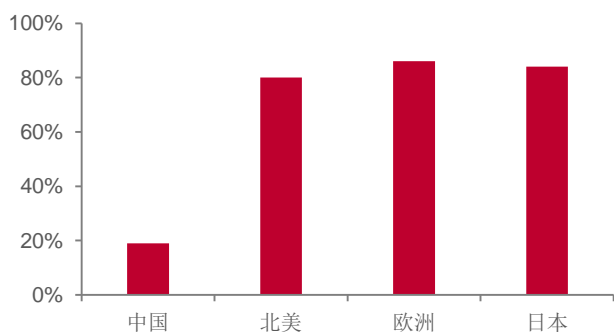
- 家居市场零售份额向工程渠道转移, 政策驱动下的高增长市场。2017 年住建部发布的《建筑业发展十三五规划》则明确提出了 2020 年全装修占比达到 30% 的目标, 截至目前, 全国出台全装修政策的省市达到 18 个。根据奥维云网的统计数据, 建材类和硬装家居是精装房标配, 配套率在 99% 以上。我国精装房渗透率仅为 20%, 相比日本、欧美等发达国家, 我国精装修行业仍处于起步普及阶段, 部分家居消费需求由零售端向工程端转移。行业增长存在短期潜在风险点: 地产低景气度下, 开发商推进精装房的意愿降低, 整体精装修市场增长或将受牵掣。

图表 35: 全装修配置设施

	类别	基本设施	可选设施
功能空间	地墙、吊顶灯固定面		
	门窗系统		
厨房	橱柜	操作台、橱柜	
	设备	灶具、排油烟机、洗涤池、龙头、热水器	消毒柜、微波炉、洗碗机、烤箱等
	灯具	顶灯	
卫生间	洁具	坐便器、淋浴区、洗浴龙头、洗脸盆及龙头	洁身器
	卫浴五金	毛巾杆、镜子、厕纸架	镜柜、浴巾架
	电气设备	排气扇	取暖器、电热水器、电话
	灯具	顶灯	镜前灯

来源: 政府公告、中泰证券研究所

图表 36: 各国精装渗透率



来源: 奥维云网 (AVC)、中泰证券研究所

图表 37: 装修需求从零售向工装转移



来源: 泛家居网、中泰证券研究所

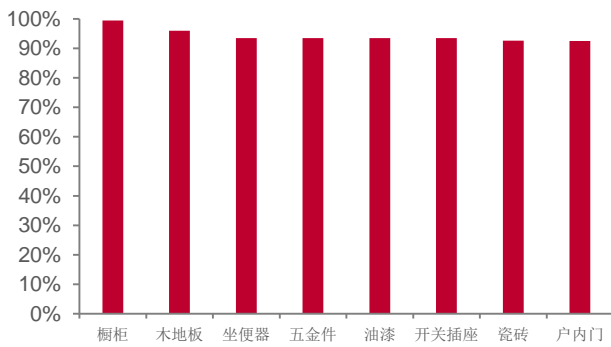
- 细分品类市场份额:** 假设 2018-2020 年住宅销售面积增长率分别为 3.18%、-5.30%、-4.10%。在不考虑长租公寓带来的增量前提下, 保守估计, 根据住建部十三五规划中提出的计划到 2020 年全装修比例达到 30% 来计算, 未来 2018-2020 年全装修比例预测值设定为 23%、26%、30%。预计 2020 年我国精装房市场规模达 400 万套。我们假定一定的出厂价和配置率, 推算到 2020 年, 橱柜、木门、瓷砖、木地板精装房市场规模可分别达到 114 亿、179 亿、122 亿、163 亿元, CAGR 约为 11%; 衣柜精装房市场规模达到 10 亿元, CAGR 约为 50%。

图表 38: 精装房市场空间测算

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
住宅销售面积 (万平方米)	112412.3	137539.9	144789.0	149395.3	141477.3	135676.7
同比增长	6.87%	22.35%	5.27%	3.18%	-5.30%	-4.10%
单套房平均面积 (平米)	100	100	100	100	100	100
住宅销售套数 (万套)	1124.1	1375.4	1447.9	1494.0	1414.8	1356.8
精装房比例	14%	16%	20%	23%	26%	30%
精装房套数 (万套)	157.4	220.1	289.6	343.6	367.8	407.0
毛坯房套数 (万套)	966.7	1155.3	1158.3	1150.3	1046.9	949.7

来源: 政府公告、中泰证券研究所

图表 39: 精装修市场部品配置率 (2018Q1)



来源: 奥维云网 (AVC)、中泰证券研究所

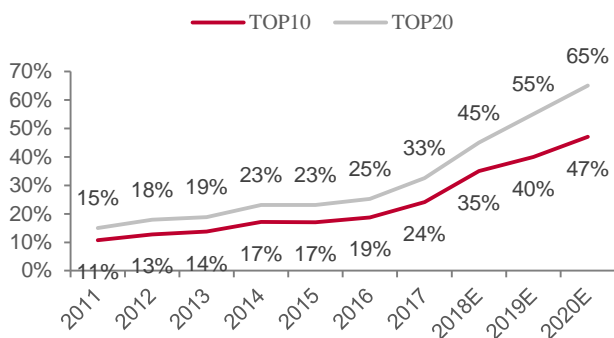
图表 40: 精装修部品市场规模预测 (亿元)

	橱柜	木门	瓷砖	木地板	衣柜
2017E	81	127	87	116	3
2018E	96	151	103	137	5
2019E	103	162	110	147	7
2020E	114	179	122	163	10
CAGR	11%	11%	11%	11%	50%

来源: wind、中泰证券研究所测算

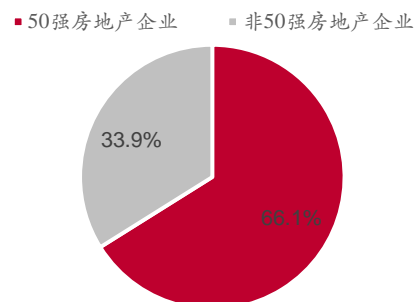
- 2019 研判: 需求端客户集中带动供给端份额集中。**克而瑞数据显示, 2017 年 TOP10/TOP20 房企集中度达 24.1%/32.5%, 分别较 2016 年提升 5.4pct 和 7.3pct, 地产行业正处集中度提升通道, 市场份额向大型品牌开发商靠拢。据克尔瑞预测, 2020 年 TOP10/TOP20 房企的集中度将分别达到 47% 和 65%。龙头地产企业一般具备精装修房配备率, 且精装修市场需求端客户集中将带动下游供给集中, 利好客户结构优质标的。

图表 41: 我国房地产行业集中度



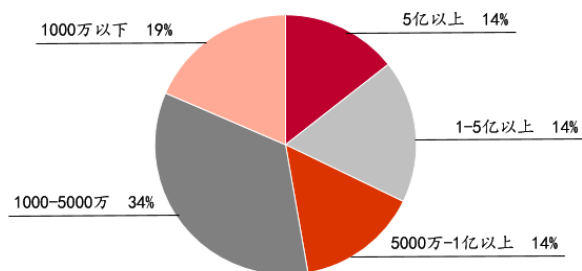
来源: 克而瑞, 中泰证券研究所

图表 42: 地产 50 强占精装修市场份额



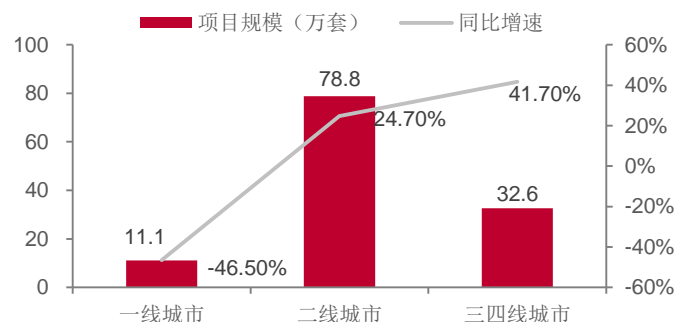
来源: 全装联, 中泰证券研究所

图表 43: 调查统计精装修增厚开发商利润



来源: 新浪地产、中泰证券研究所

图表 44: 2017 精装修市场分城市等级项目规模



来源: 奥维云网 (AVC)、中泰证券研究所

- 成本控制能力决定毛利率水平, 低渗透率下个股收入增长受地产周期影**

响小。针对议价能力上的弱势，家居企业有两种策略保证毛利率水平，一是差异化战略，二是依靠成本优势。目前来看，我国精装房仍聚焦于快速普及阶段，差异化、个性化时代还未到来，工程业务毛利率主要取决于企业的成本控制能力。

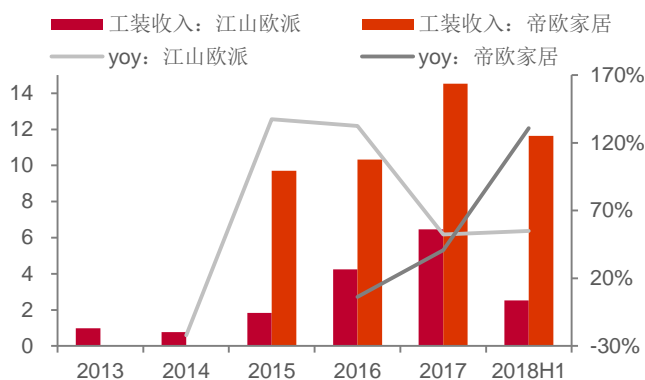
- **投资建议：关注客户结构优异，具备客户粘性的工装家居企业。帝欧家居：**欧神诺长期与碧桂园、万科、恒大等房地产企业深度合作，凭借良好的服务优势和成本优势，开拓新客户同时老客户份额大幅增长，是持续受益精装趋势及地产集中度提升的投资标的。**江山欧派：**在巩固原有万科、恒大等客户的同时积极开拓新客户，目前开发的 20 余家地产客户均为 TOP50 客户，与恒大签订的采购意向合同 2017-2019 年采购额不低于 10 亿元，2017-2021 年意向采购额约 20 亿元，业绩具备一定确定性。

图表 45：精装修业务“五力矩阵”



来源：泛家居网、中泰证券研究所

图表 46：帝欧家居和江山欧派工装业务收入（亿元）



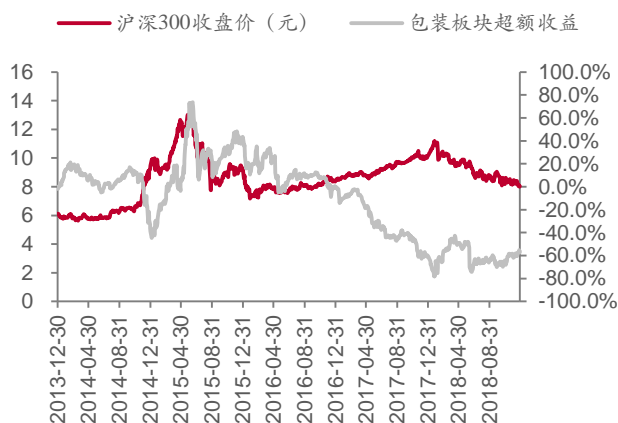
来源：wind，中泰证券研究所

包装：纸价下跌，中游崛起

策略：包装板块具有逆周期防御属性

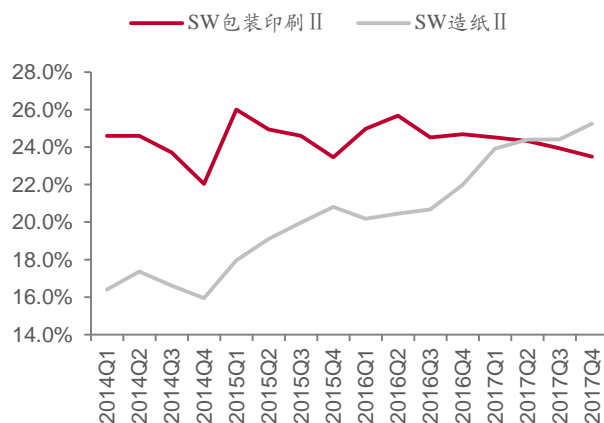
- 包装板块具备防御属性。**从过往五年沪深 300 走势与包装板块对沪深 300 超额收益对比可以发现：包装板块具备一定的逆周期防御属性，即在沪深 300 下跌区间，包装板块超额收益往往上行。我们认为原因有二：
 - 1) 包装板块上游造纸行业是典型的周期性行业，而上游纸价是决定包装行业企业盈利能力的核心因素之一，故而近两年包装行业与造纸行业盈利能力存在反向相关关系。
 - 2) 包装下游需求偏消费，逆周期时需求稳定赋予其防御属性。而从长期来看，我们认为行业集中度提升，成本下降赋能中游包装行业话语权提升，盈利能力有望持续改善。

图表 47：包装板块具有逆周期防御属性



来源：wind、中泰证券研究所

图表 48：包装行业与造纸行业毛利率存在反向关系



来源：wind、中泰证券研究所

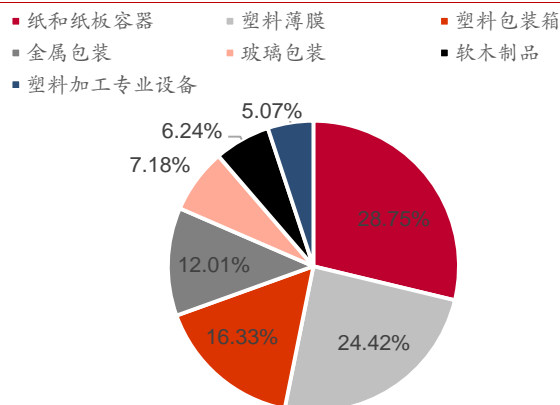
纸包装：三千亿市场，孕育龙头的温床

- 万亿级市场，纸包装领衔。**2016 年，我国包装工业总产值突破 1.9 万亿元，规模以上包装企业主营业务收入占整个包装行业的 62%。近年来包装行业总体增速有所放缓。分子行业看，纸包装行业尽管近年在包装业中的占比逐渐下滑，2016 年仍然是包装行业中最大的子行业，规上企业营收达到 3000 亿元以上。2017H1 纸包装行业增长重新加速，规上企业营收增速达到 14.41%，利润总额增速达到 14.08%。

图表 49: 2013-2017H1 包装及纸包装行业趋势

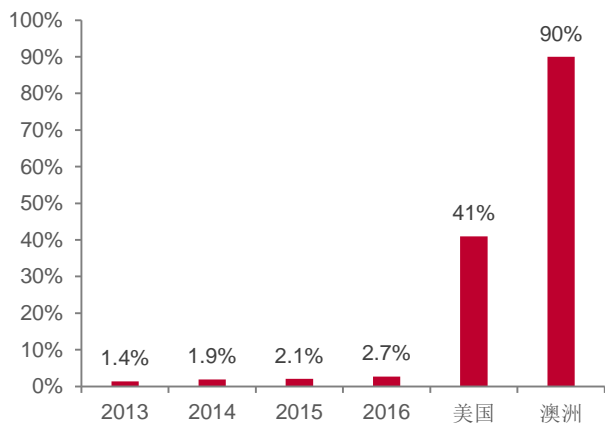
	2013	2014	2015	2016	2017H1
包装行业规上企业					
企业数量		7325	7539	7582	
主营业务收入(亿元)	10130.43	10852.73	11365.48	11743.79	
YoY	15.21%	7.13%	4.08%	4.08%	
利润总额(亿元)	627.15	645.59	692.85	715.67	
YoY					
纸包装行业规上企业					
企业数量	2696	2388	2413	2377	
主营业务收入(亿元)	3608.05	3303.38	3420.11	3376.05	1323.35
同比增长	11.97%	5.85%	4.22%	4.94%	14.41%
营收占比	35.6%	30.4%	30.1%	28.7%	
利润总额(亿元)	232.06	200.55	206.12	193.21	95.99
YoY	12.56%	2.86%	3.18%	1.11%	14.08%

来源: 中国包装联合会、中泰证券研究所

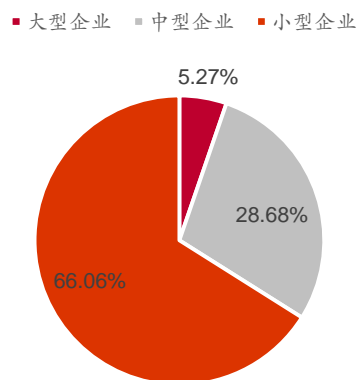
图表 50: 2016 年包装行业子行业占比


来源: 中国包装联合会、中泰证券研究所

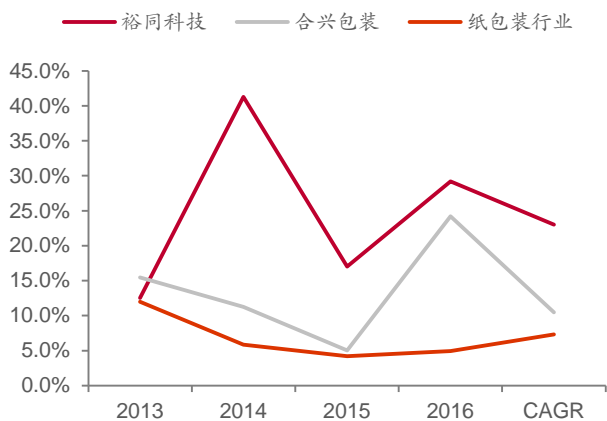
- 行业格局分散，多因素助推集中度提升。**我国纸包装行业格局分散，大型企业仅占全行业份额的 5.3%。2013-2016 年 CR2 占比虽从 1.4% 提升至 2.7%，但对比美国、澳洲行业格局，龙头市占率依然有较大提升空间。2013-2016 年行业龙头裕同科技、合兴包装收入与利润增速均引领行业增长，预计未来市占率提升和龙头盈利能力改观依然是主流趋势。依据在于：1) 龙头有望通过兼并收购提升市场份额；2) 行业上游纸价高位运行增加小企业成本压力，下游客户需求精细化提升对产品质量的要求；3) 龙头企业规模优势逐步显现，叠加对上下游议价能力增强带动盈利能力提升。

图表 51: 我国纸包装行业集中度有较大提升空间


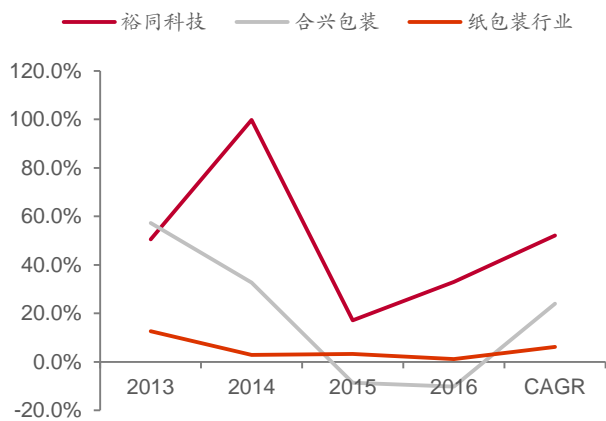
来源: 产业信息网、中泰证券研究所

图表 52: 纸包装行业各类企业占比


来源: 中国包装联合会、中泰证券研究所

图表 53: 龙头企业收入引领行业增长


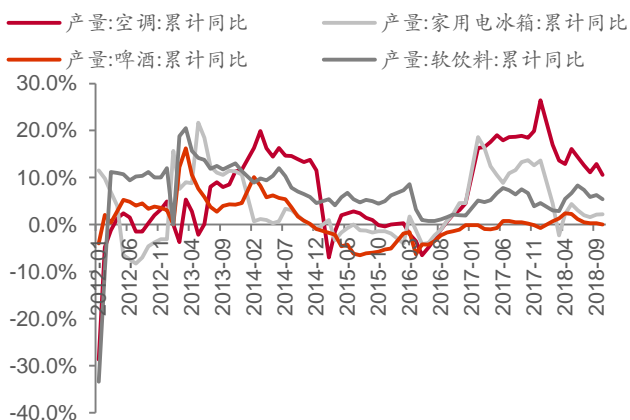
来源: wind、中泰证券研究所

图表 54: 龙头企业利润引领行业增长


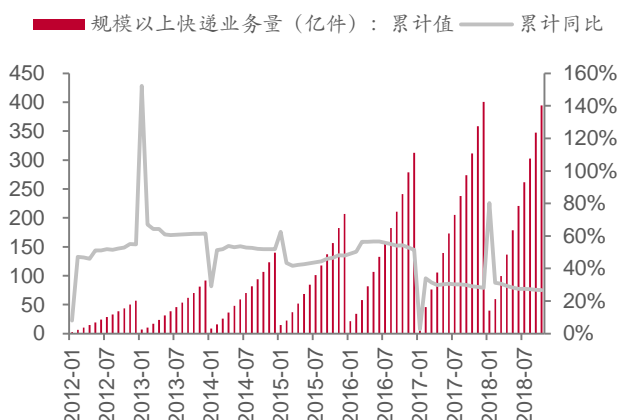
来源: wind、中泰证券研究所

中长期龙头成长性: 高端纸包装更具壁垒

- 传统纸包装业务需求增量主要来源于快递。**瓦楞纸包装下游行业主要包括软饮料、啤酒、家用电冰箱、空调和快递等。从下游产品产量看, 空调、电冰箱、啤酒及软饮料产量同比增速普遍于 2016 年触底后回升, 助力纸包装需求向好。另一方面, 我们认为纸包装需求的重要增量来自快递业务的高速发展。2012-2017 年我国规模以上快递业务量由 56.9 亿件提升至 400.6 亿件, CAGR 为 47.8%, 2018 年 1-10 月规模以上快递业务量为 394.3 亿件, 同比增长 26.6%。假设该 2018 年业务量维持该增速, 单件快递价格为 1 元, 则 2018 年快递行业有望为纸包装市场贡献 107 亿元的增量, 约占纸包装行业市场规模的 3.2%。因此, 我们认为快递行业的蓬勃发展有望为纸包装行业带来重要增长点。

图表 55: 纸包装行业下游产品同比增长


来源: wind、中泰证券研究所

图表 56: 规模以上快递业务量高速增长


来源: wind、中泰证券研究所

- 高端包装渗透率持续提升, 下游多元化交叉发展。**根据测算, 消费电子, 烟, 酒, 化妆品, 食品/药品等领域的高端包装潜在市场规模已达千亿元。传统消费电子业务占比不到 20%。新业务渗透具备广阔的市场潜力。

图表 57: 高端包装下游需求测算

行业	细分行业/ 品牌	总需求 (亿个)	行业渗透率/ 中国企业渗透率	均价(元)	行业规模 (亿元)
智能手机	三星	3.2	70%	15	33
	苹果	2.2	70%	18	27
	华为	1.5	100%	10	15
	OPPO	1.1	70%	10	8
	小米	0.9	100%	8	7
	其他	5.8	50%	8	23
	小计	14.7			114
PC	惠普	0.6	70%	20	8
	联想	0.5	100%	20	11
	戴尔	0.4	70%	20	6
	苹果	0.2	70%	25	3
	鸿基	0.2	80%	15	2
	华硕	0.2	80%	15	2
	其他	0.5	50%	12	3
	小计	2.6			36
其他 3C	智能耳机	5.1	50%	8	20
	平板电脑	0.6	70%	15	7
	智能音箱	0.9	70%	12	8
	Iwatch	0.3	50%	10	1
	小计	6.9			36
白酒	高端	0.8	100%	20	16
	次高端	3	100%	15	45
	中端	20	70%	10	140
	低端	120	40%	5	240
	小计	143.8			441
卷烟	一类烟	26.5	100%	6	159
	二类烟	17.6	100%	5	88
	其他烟	74.4	30%	2	45
	小计	118.4			291
消费品	护肤品	8.5	100%	5	42
	彩妆	0.5	100%	12	6
	创新包装	13	100%	5	65
	小计	22			114
合计		308.4			1032

来源: wind、产业信息网、中泰证券研究所

- **彩盒包装是最具附加值的细分行业。**对比箱板瓦楞纸包装、烟标、彩盒包装产业可以发现，**箱板瓦楞包装企业由于技术壁垒较低，产业更加重制造；烟标企业印刷能力较强，同时重客户，资源禀赋较重要。彩盒公**

司是唯一可以做到设计+研发+精密制造于一体的包装企业，有望享有较高的附加值。

图表 58: 各类包装公司对比

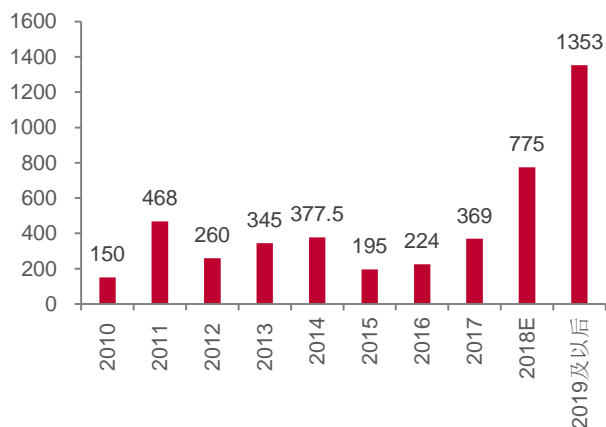
	箱板瓦楞纸	彩盒	烟标
标准化	标准	非标	标准
难度	简单	难	中
难点	无	工序复杂	印刷
对应毛利	低	高	高
现金流	差	中	好
所属企业	多	中	少
代表公司	合兴包装	裕同科技	劲嘉股份

来源: 公司公告、中泰证券研究所

纸价见顶回调，产业链盈利再分配

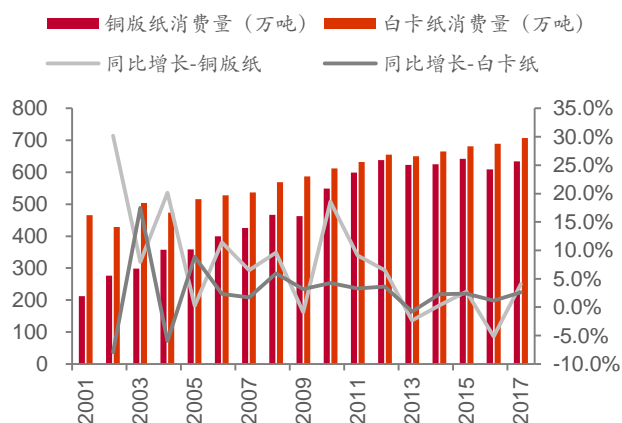
- 上游造纸红利边际放缓。**包装行业自 2016 年开始毛利率呈现下滑趋势，主要原因在于上游纸价大幅上涨。后续包装企业原材料利空因素有望被逐步平滑。核心原因在于：造纸行业本轮涨价主要逻辑在于供给侧改革导致的中小产能退出以及造纸原材料价格上行支撑纸价，但当前造纸行业供给侧和成本端因素正边际减弱。
- 供需格局改变，纸价下行包装有望受益。**分纸种看：箱板瓦楞纸方面，最大威胁来自新增产能加速投放。2018 年新增产能投放量是过往三年均值的三倍，投放时间集中在 Q4。文化纸方面，最大威胁则来自需求端下行，近年下游铜版纸、白卡纸需求增速均在低位运行。由于供需格局的演变，当前上游各纸种价格均处于下行区间，有望使纸包装行业毛利率改善。

图表 59: 箱板瓦楞纸新增产能投放大幅提速 (万吨)

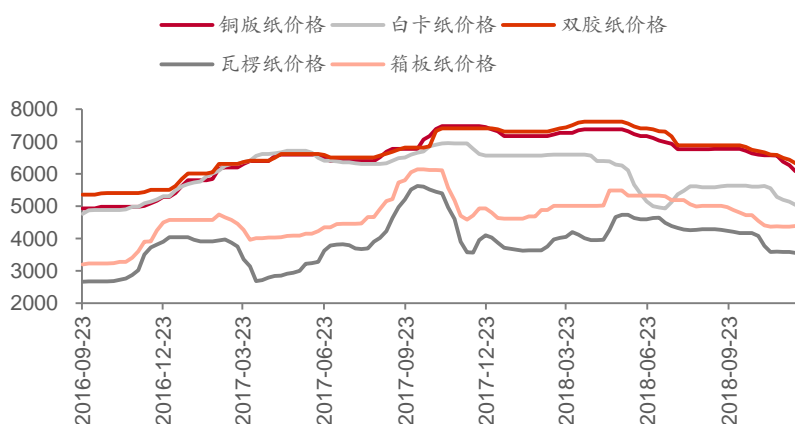


来源: RISI、中泰证券研究所

图表 60: 铜版纸、白卡纸需求及增速



来源: 造纸业协会、中泰证券研究所

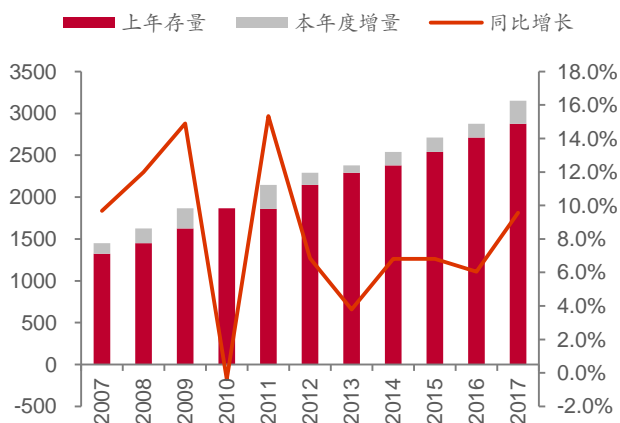
图表 61: 各主要纸种价格走势 (元/吨)


来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

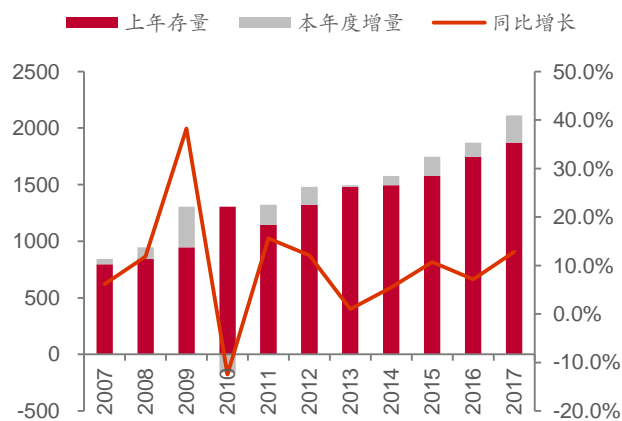
造纸: 浆价回调, 弹性初现

从木浆需求增长核心动能看后续浆价走势

- 中国市场需求旺盛。**消化全球新增产能的核心动力在中国市场。**2007-2017 年, 我国木浆市场消耗量由 1450 万吨提升至 3152 万吨, CAGR 为 8.1%, 年均增量为 170 万吨。**由于我国森林资源匮乏, 木浆产量不能满足国内市场需求, 因此木浆对进口依赖极大, 2017 年我国木浆进口依赖度达到 67%。在此背景下, 需求端的高速增长带动了进口量的提升, 2007 年后的 10 年中, 我国木浆进口量从 845 万吨提升至 2112 万吨, CAGR 为 9.6%, 占全球商品浆的份额也从 12% 提升至 29%。

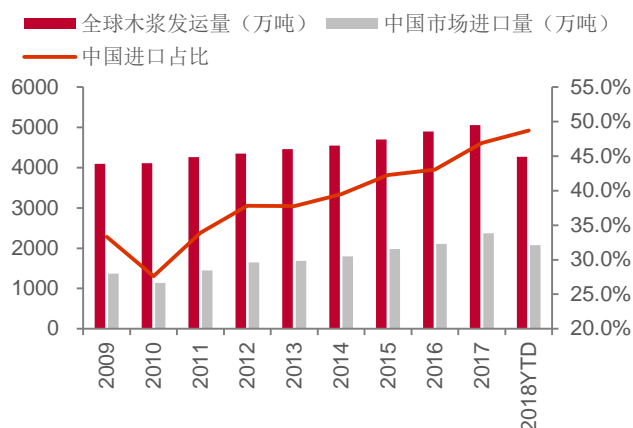
图表 62: 我国木浆消耗量变化趋势 (万吨)


来源: PPC、中泰证券研究所

图表 63: 我国木浆进口量变化趋势 (万吨)


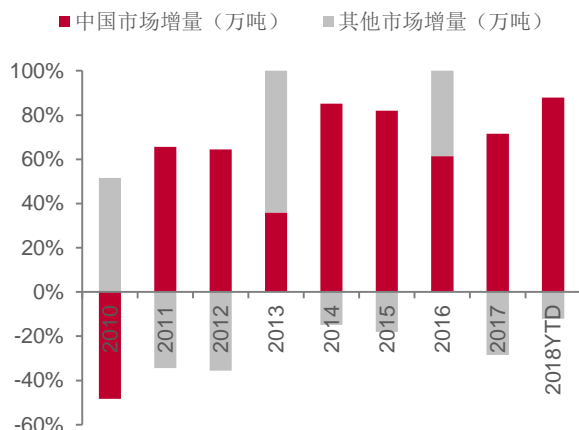
来源: PPC、中泰证券研究所

图表 64: 中国市场木浆进口量占比逐年增长



来源: PPPC、中泰证券研究所

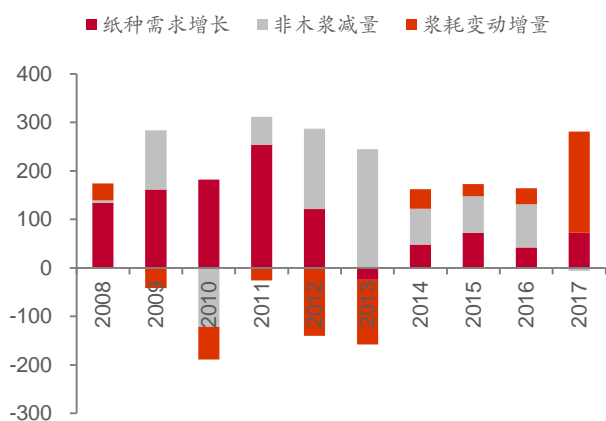
图表 65: 中国市场是全球木浆出货量增长主要力量



来源: PPPC、中泰证券研究所

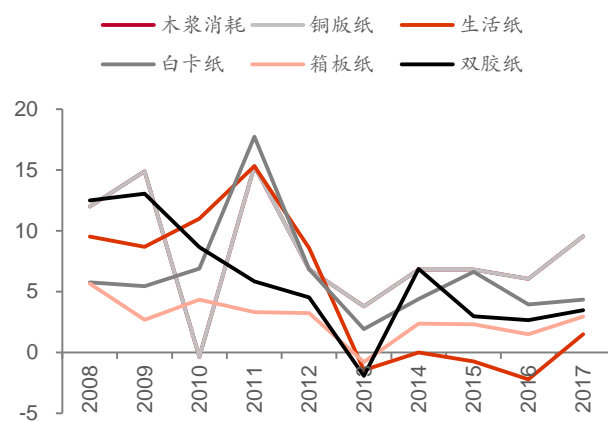
- 需求增长三要素逻辑:** 从木浆消耗量的增长动能看, 根据木浆消耗量=纸种产量*吨纸浆耗的逻辑, 下游需求增量可以来自纸种产量的增长和吨纸浆耗的增加。其中吨纸浆耗的增加又可以分为单吨造纸木浆消耗增加和非木浆转化木浆的增量。因此, 木浆市场整体消耗增量=纸种产量导致的增长+吨纸浆耗增长+非木浆转化增长。其中纸种产量增长带来的浆耗增加以各纸种浆耗之和测算, 非木浆转化带来的增长以非木浆消耗减量测算, 不足部分则归为吨纸浆耗变量。
- 我国木浆市场需求推动分为三个阶段。** 从测算结果看, 2010 年以后我国木浆市场消耗量增长因驱动因素不同分为三个阶段: 1) 2010-2011 年间纸种产量增长为木浆消耗的主要动能, 其中 2011 年白卡纸和铜版纸产量增速均为近年峰值, 带动下游需求繁荣, 并成为这一阶段木浆消耗增量的核心动力。2) 2012-2016 年间木浆市场消耗动能转向非木浆减量, 期间恰逢“十二五”期间供给侧改革的逐步推行, 芦苇浆、蔗渣浆、竹浆、稻草浆等掺杂减少导致木浆转化需求旺盛, 贡献了这一阶段木浆的核心需求增量。2011-2016 年, 我国非木浆消耗量由 1240 万吨快速降至 591 万吨, 年均减量 129 万吨。3) 2017 年, 由于造纸行业的繁荣, 成品纸市场价格走高, 叠加中小产能加速出清提高了纸企对产品品质的关注, 2017 年我国木浆市场需求增量转变为吨纸浆耗量驱动型。当年吨纸浆耗需求贡献增长 208.5 万吨, 占总木浆消耗增量的 75.9%。当年双胶纸、白卡纸和箱板纸吨纸浆耗分别由 2016 年的 0.5 吨、0.47 吨和 0.06 吨提升至 0.65 吨、0.54 吨和 0.12 吨。

图表 66: 我国历年木浆增量来源分析 (万吨)



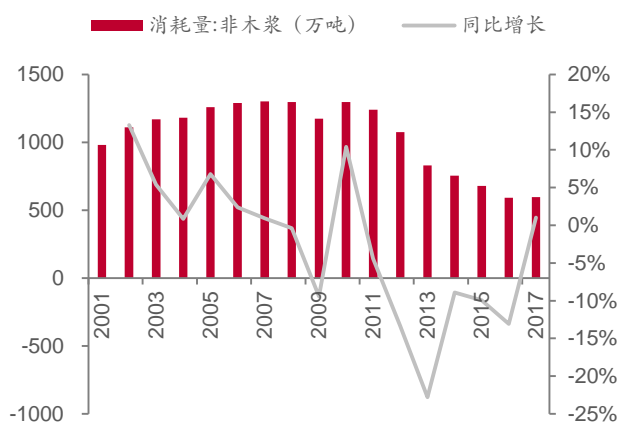
来源: wind、中泰证券研究所

图表 67: 我国木浆及下游纸种产量增速 (%)



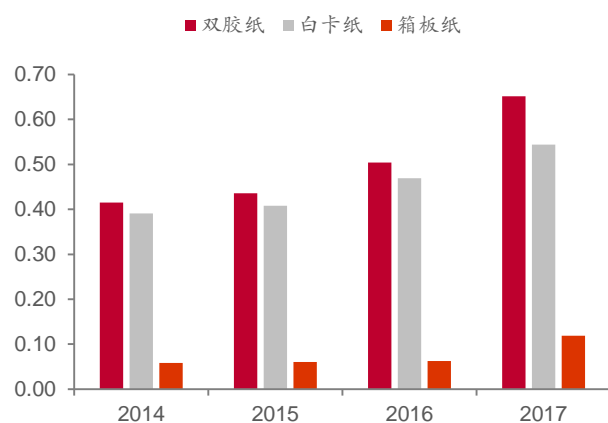
来源: 造纸业协会、中泰证券研究所

图表 68: 我国非木浆消耗量走势



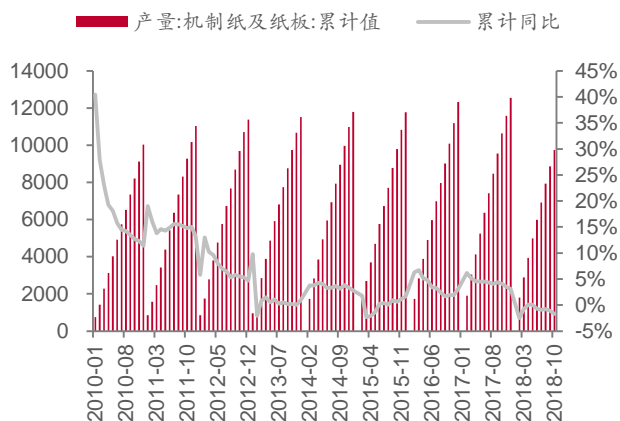
来源: 造纸业协会、中泰证券研究所

图表 69: 主要纸种吨纸木浆消耗变化 (吨)

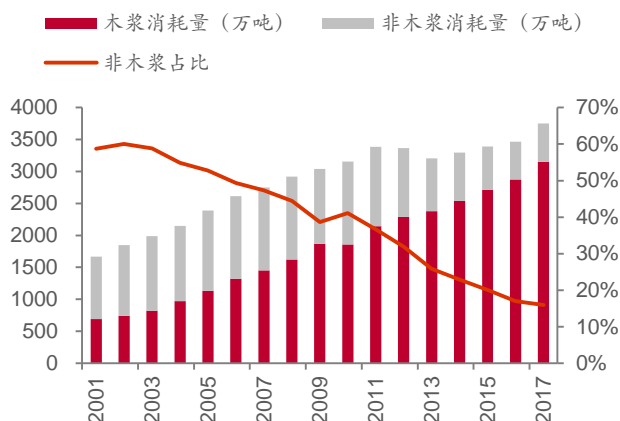


来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

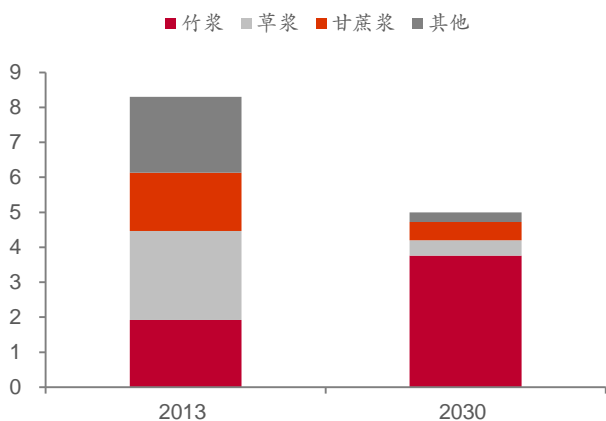
■ **2018, 动能正边际减弱:** 按照木浆需求增长三动能的逻辑, 我们进一步分析了 2018 年市场的变化格局。1) **下游纸种需求:** 2018 年 1-10 月我国纸及纸板产量累计 9735 万吨, 同比下降 1.7%, 是 2015 年以来首次出现造纸产量的下滑。行业整体下行导致过往因纸种生产需求带来的木浆消耗增量不复存在。2) **非木浆转化需求:** 据 Fibria 预测至 2030 年非木浆消耗量将降至 500 万吨, 但无疑非木浆减量趋势正在大幅放缓。测算我国未来每年非木浆转化量将降至 10 万吨以内。3) **吨纸浆耗变动:** 逻辑上看, 因吨纸浆耗量变动带来的木浆需求增长理应与造纸行业景气程度相关。行业趋势向好, 市场价格上行中, 企业提升吨纸浆耗来向市场提供高品质产品。而周期下行过程中, 企业则更加关注对成本的控制, 浆耗量随之降低。2010 年以来我国因吨纸浆耗量变动带来的木浆需求增长与纸价呈现正相关关系。2010-2013 年造纸周期下滑, 因吨纸浆耗导致的木浆需求呈现负增长, 2014-2015 年行业周期下行边际减弱后在产能出清推动下浆耗量开始恢复。造纸行业新一轮上涨周期自 2016Q4 开始, 纸种市场价格在 2017 年大幅上涨, 并带动吨纸浆耗量在 2017 年大幅提升 208.5 万吨。进入 2018 年, 造纸行业在上半年尚处于相对景气高位, 但当前纸价呈现下跌趋势, 吨纸浆耗料将难有正向贡献。

图表 70: 我国成品纸产量自 15 年来首现负增长


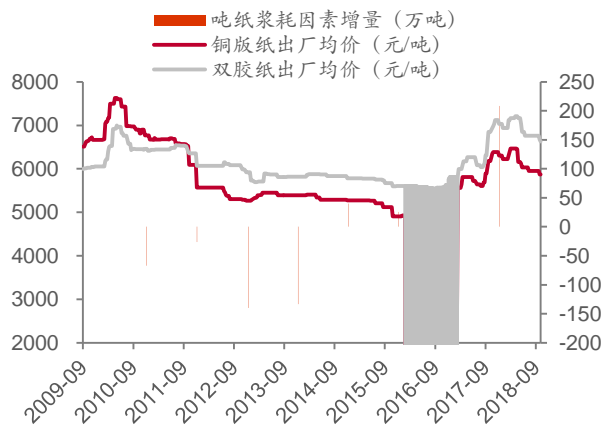
来源: wind、中泰证券研究所

图表 71: 我国木浆与非木浆消耗量


来源: wind、中泰证券研究所

图表 72: 非木浆消耗量未来预计缓慢递减 (百万吨)


来源: wind、中泰证券研究所

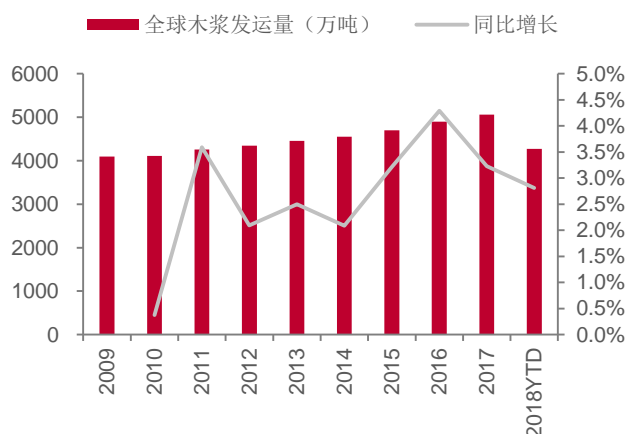
图表 73: 吨纸浆耗与行业景气度密切相关


来源: wind、中泰证券研究所

需求压力初显, 浆价高位格局难以维系

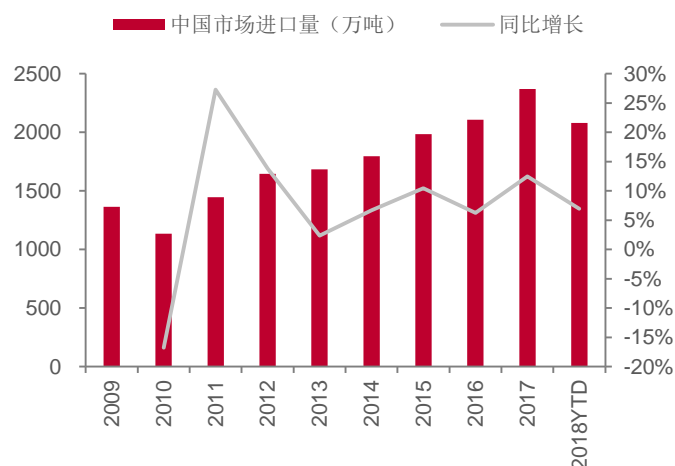
- 当前木浆出货增速已经开始承压。从全球木浆出货量的情况看, 今年 1-10 月, 全球木浆出货量和发往中国市场的木浆出货量增速均出现放缓, 全球木浆发运量同比增长 2.8%, 2017 年增长 3.2%; 中国市场发运量同比增长 7%, 2017 年全年增长 12.5%。我们认为, 中国市场需求增速放缓是导致全球市场出货量增速下滑的主要原因。

图表 74: 全球木浆出货量及增速



来源: PPPC、中泰证券研究所

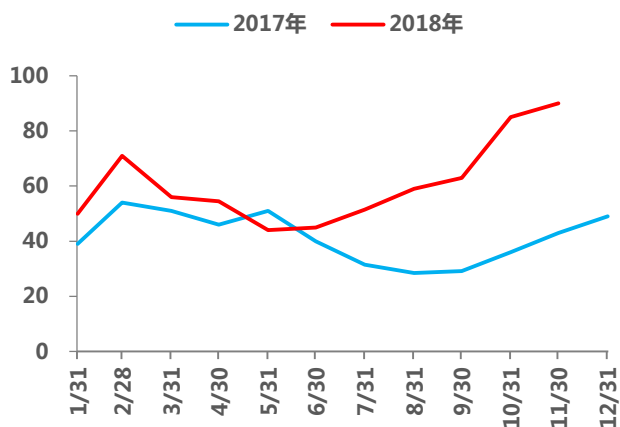
图表 75: 对中国市场木浆出货量及增速



来源: PPPC、中泰证券研究所

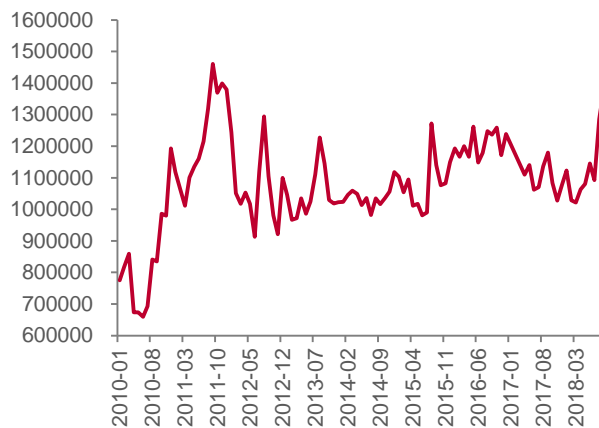
- 中国市场或已开启加库存周期。**从监测的青岛港库存水平看,今年库存水平自5月份触及低位后开启加库存趋势。截至11月底,青岛港木浆库存大幅升至90万吨,较去年同期提升109%,较5月低位上升105%。而全国木浆库存水平也从5月开始走高,截至10月份,港口总库存水平已达146万吨,是2010年以来最高水平。我们认为,出货量增速下降,库存大幅攀升的主因是需求不畅。

图表 76: 青岛港木浆库存水平 (万吨)



来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

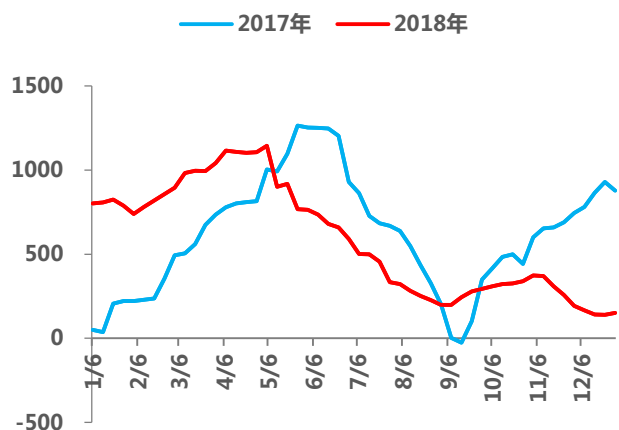
图表 77: 我国木浆港口库存量 (吨)



来源: PPPC、中泰证券研究所

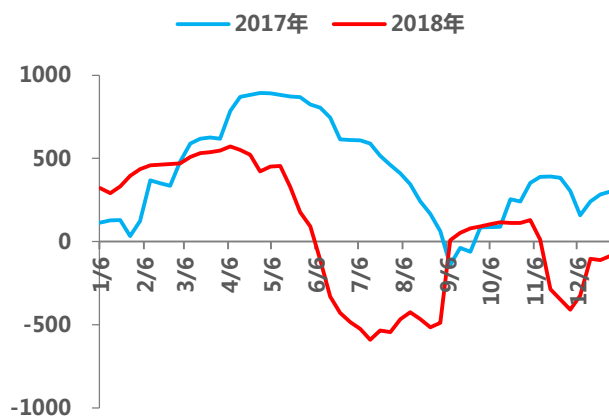
- 主要纸种吨盈承压,为浆价下行提供基础。**从2017年主要木浆系纸种(铜版纸/白卡纸/双胶纸/箱板纸)吨盈利水平走势看,均呈现较明显的“V型反转”特点,即三季度盈利能力下滑,而四季度大幅提升。当前各主要纸种吨盈则均处于相对低位(注:箱板瓦楞纸吨盈利水平虽有小幅反弹,但核心因素在于废纸价格大幅下跌,而非成品纸涨价所致)。我们认为,企业盈利能力承压之下将导致行业开工率下滑,中长线看产量下行将导致对木浆需求减弱,上游制浆企业库存抬升将被迫降低出货价格,浆价高位格局难以维系。

图表 78: 铜版纸吨盈利水平 (元/吨)



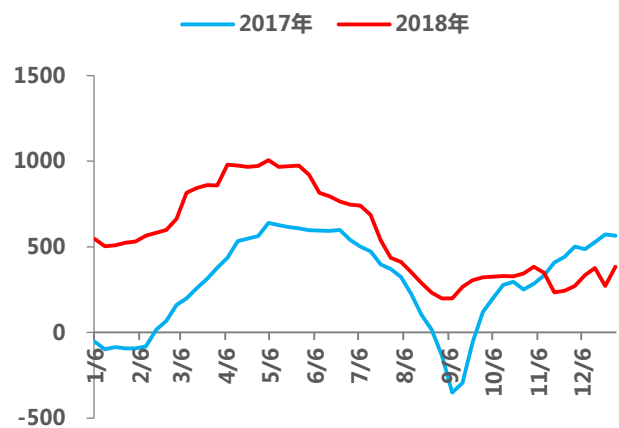
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 79: 白卡纸吨盈利水平 (元/吨)



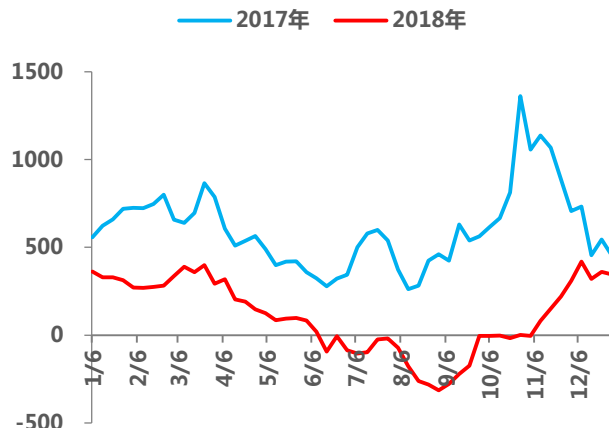
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 80: 双胶纸吨盈利水平 (元/吨)



来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 81: 箱板纸吨盈利水平 (元/吨)



来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

- 浆价可能见顶回调。从 2019 年全球木浆市场格局看, 新增木浆产能约 98 万吨。国内晨鸣纸业预计新增产能 60 万吨, 太阳纸业合计新增产能 10 万吨, 全球木浆新增产能约 168 万吨。考虑落后产能淘汰, 预估最终净新增产能约 120 万吨。从需求端看, 中国市场作为新增需求的主力, 红利难以继续维系。纸种需求方面, 2018 年文化纸下游需求不振格局难以好转, 除预估生活用纸将带来额外需求外, 其他纸种产量增长并不乐观。预计各纸种产量增长将消化 37 万吨新增产能; 非木浆转化红利减弱, 预估消化产能 12 万吨; 作为 2017 年需求增量主力的吨纸浆耗因素, 在当前造纸周期红利下滑、企业吨盈难有提升的背景下预计将出现负值。全球供需紧平衡格局被打破, 最为直接的影响是木浆价格见顶回调。

图表 82: 2017-2020 木浆新增产能与需求测算

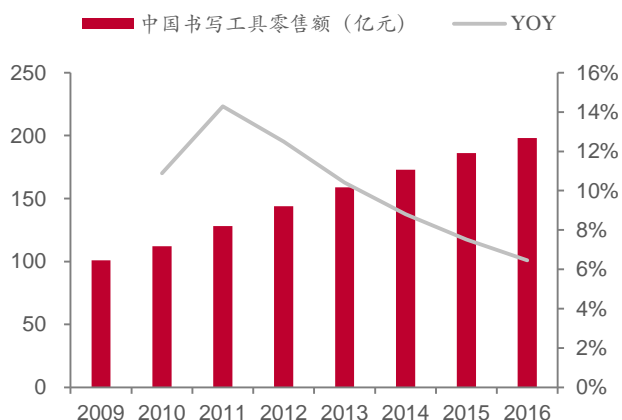
单位: 万吨	2017	2018E	2019E	2020E
新增纸种需求	73	37	52	62
非木浆转化需求	-6	12	10	8
吨纸浆耗波动	208	-1	-32	-6
中国市场总增量	275	49	31	64
其他市场增量	50	53	55	58
合计新增需求	325	102	86	122
预计新增产能	292	326	120	150

来源: wind、PPPC、中泰证券研究所

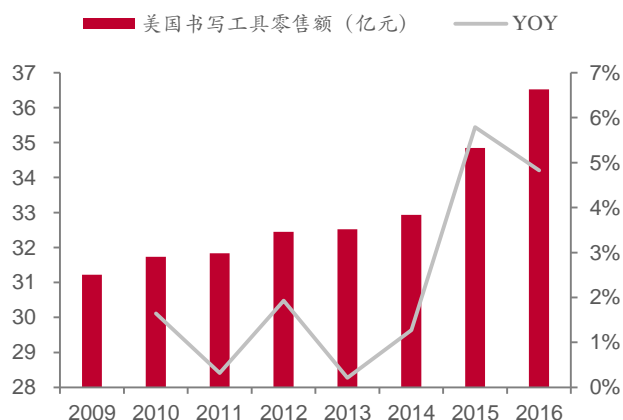
文娱用品: 必选消费, 稳健成长

文具市场稳健增长, 集中度仍在提升

- **文具市场稳健增长, 国内人均消费量较低, 潜在市场空间大。**根据中国制笔协会发布的《中国文具行业竞争态势分析》的报告, 中国文具行业(不包括办公设备和家具)市场规模约 220 亿美元, 而国际文具市场规模约 2500 亿美元。在文具行业细分领域中, 书写工具受众最广, 占文具行业份额最大。与中国人口占全球比重约 20% 相比, 中国文具市场规模仅约占全球文具市场规模总额的 8.6%; 从人均文具消费额来看, 中国人均文具消费额约仅为 105 元/年, 而全球平均人均消费水平约为 240 元/年, 人均文具消费额还不到全球平均人均消费水平的一半。

图表 83: 中国书写工具零售额以及增速


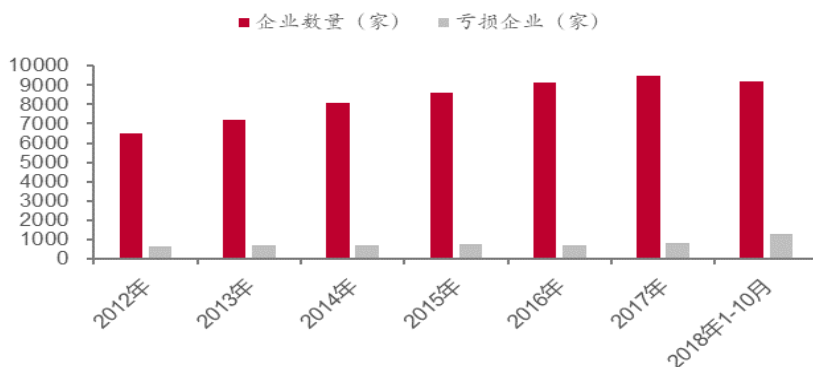
来源: 中国产业信息网、中泰证券研究所

图表 84: 美国书写工具零售额以及增速


来源: 中国产业信息网、中泰证券研究所

- **行业持续洗牌。**截至 2018 年 10 月, 我国共有文教、工美、体育和娱乐用品制造业企业 9204 家, 亏损企业 1312 家, 2017 年我国文教、工美、体育和娱乐用品制造业 9472 家, 亏损企业 819 家, 亏损面为 8.65%。相比 2017 年, 今年 1-10 月份企业数量减少 268 家。

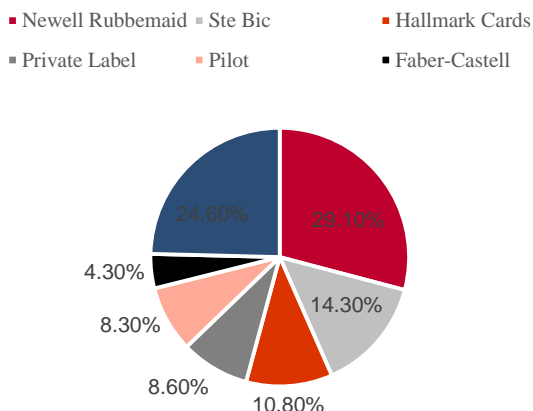
图表 85: 办公市场企业以及亏损家数



来源: wind、中泰证券研究所

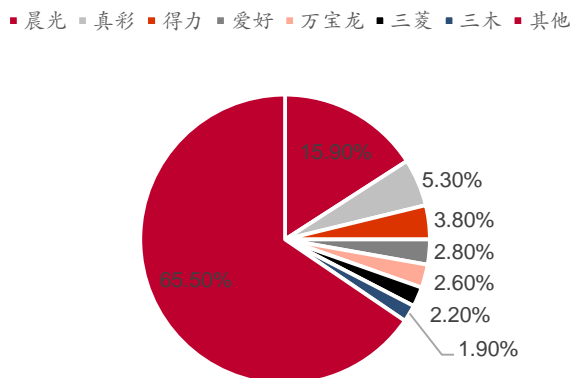
- **市场集中度有望持续提升。**从市场格局看,我国书写工具市场 CR5 为 30.4%,其中规模最大的晨光文具市场份额为 15.9%,是第二大品牌真彩文具的三倍。相比之下,美国书写工具市场 CR5 达到 71.1%,与发达市场相比,我国书写工具的市场集中度仍有较大的提升空间,品牌龙头在未来享有更大的优势。

图表 86: 2015 年美国书写工具市场份额



来源: 中国产业信息网、中泰证券研究所

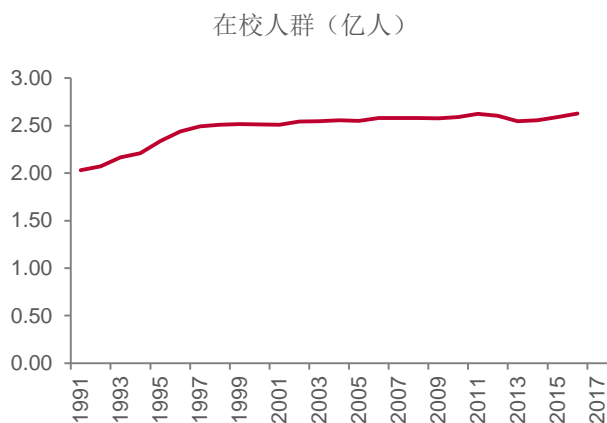
图表 87: 2015 年中国书写工具市场份额



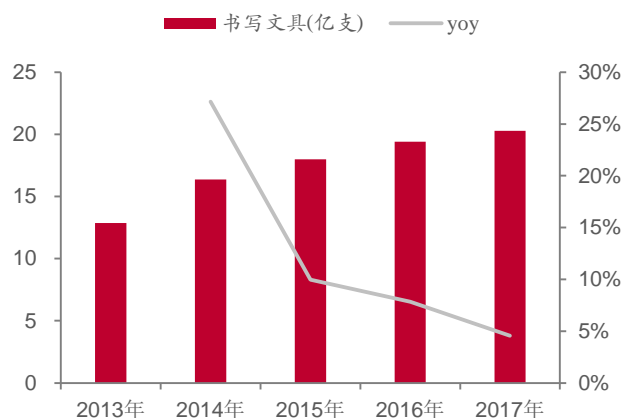
来源: 中国产业信息网、中泰证券研究所

零售业务: 渠道深化, 强运营则高周转

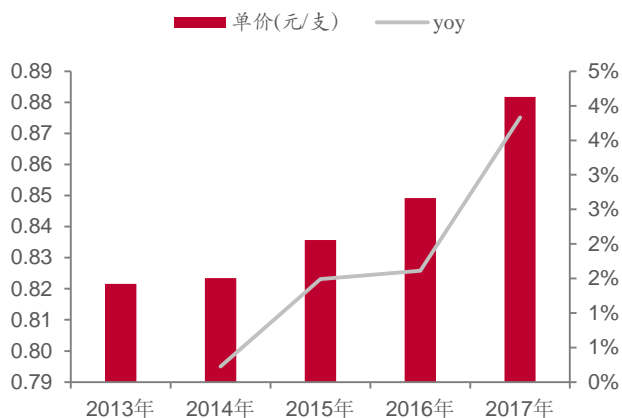
- **在校学生群体稳定, 公司产品量价齐升。**1991 年到 2016 年的在校人群一直处于较为稳定的状态,而晨光的书写文具业务 14-17 年 CAGR 为 19%,主要驱动力来自于渠道的持续渗透和开拓,以及消费升级。随着精品文创+儿美占比持续提升,价格因素贡献更明显。

图表 88: 在校学生数量较为稳定


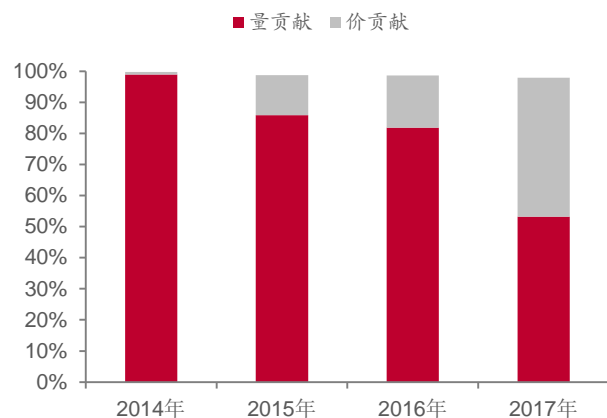
来源: wind、中泰证券研究所

图表 89: 书写文具量价变化


来源: wind、中泰证券研究所

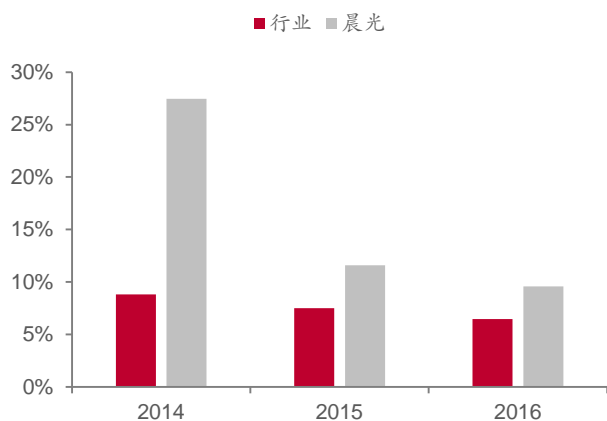
图表 90: 晨光文具书写工具价格变化


来源: wind、中泰证券研究所

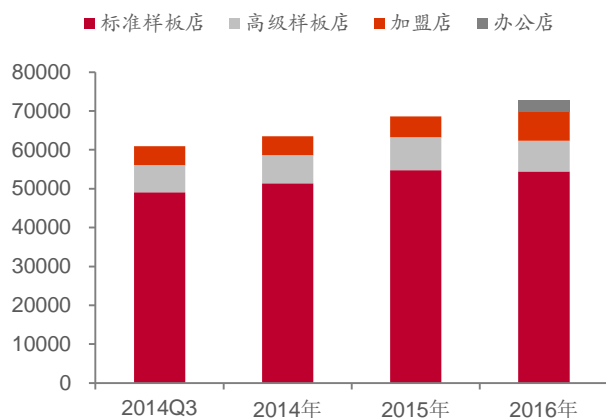
图表 91: 晨光文具书写工具的量价贡献拆分


来源: wind、中泰证券研究所

- **渠道持续深耕，市占率提升。**由于晨光的文具和办公用品涉及新模式新渠道，较难以在传统渠道上拆分量价，单看书写工具，公司 14-16 年的增速持续高于行业，说明晨光的市占率不断提升。我们认为，市占率的提升核心之一来自于公司对于渠道把控力。
- 公司首创“层层投入、层层分享”的“晨光伙伴金字塔”营销模式，与各级经销商（合作伙伴）共同建立了“稳定、共赢”的分销体系。截止 17 年年底，公司在全国拥有 30 家一级（省级）合作伙伴、近 1200 家二、三级合作伙伴，“晨光系”零售终端超过 7.2 万家（54469 家标准样板店、7872 家高级样板店、7412 家加盟店以及 3013 家办公店），各类终端在全国校边商圈的覆盖率高达约 80%，居行业领先地位。

图表 92: 公司和行业书写工具增速对比


来源: wind、中泰证券研究所

图表 93: 零售渠道的变化


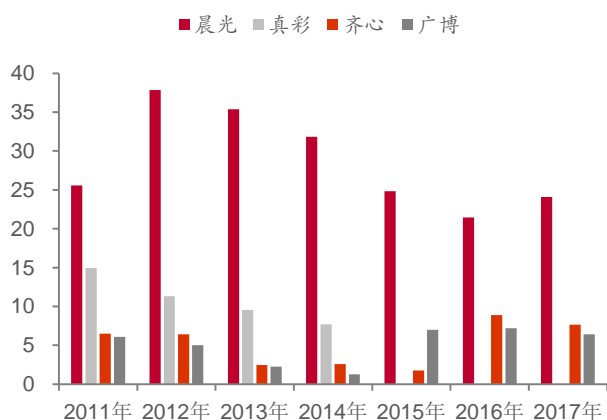
来源: wind、中泰证券研究所

图表 94: 晨光文具渠道管理

优势方向	具体情况
产品经营	公司在一级(省级)合作伙伴层面已实现了晨光品牌产品“全排他”经营,在二、三级合作伙伴层面,书写工具做到了竞争性产品的排他
渠道管理	公司实现了一级经销商之间“零窜货”的优异价格管理成效以及经销商门店经营的现代化4S管理成果
营销团队	借助于庞大的经销体系以及与合作伙伴紧密的合作关系,公司通过不折不扣的执行“多维度”的KPI体系,打造了一支具有高执行力和高效率的泛晨光文具营销团队

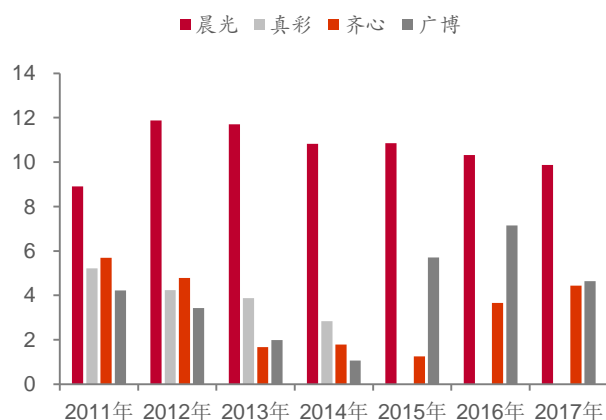
来源: 公司年报、中泰证券研究所

- **强渠道和运营管理给晨光带来高效的周转能力和优异的盈利能力**, 公司各项周转率指标均远高于行业。从销售净利率来看, 公司 17 年净利率约为 9.9%, 远高于行业平均 7% (其中齐心文具还有 Saas 业务); 公司总资产周转率 14 年约为 2 (未上市时), 相较此时业务模式接近的真彩, 其仅有 1.25, 17 年公司的总资产周转率仍有 1.63, 仍明显高于齐心 (0.75) 和广博 (0.9)。

图表 95: 文具上市公司 ROE 对比


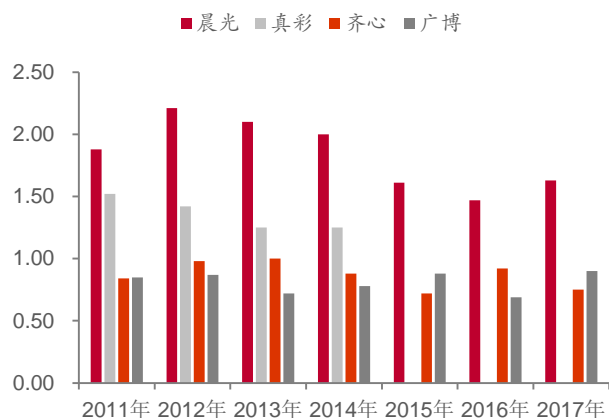
来源: wind、中泰证券研究所

备注: 真彩文具只有 11-14 年数据; 晨光文具于 15 年 1 月上市

图表 96: 文具上市公司净利率对比


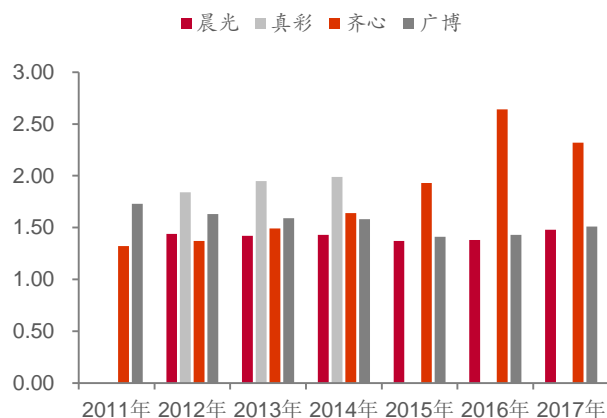
来源: wind、中泰证券研究所

图表 97: 文具上市公司周转率对比



来源: wind、中泰证券研究所

图表 98: 文具上市公司权益乘数对比

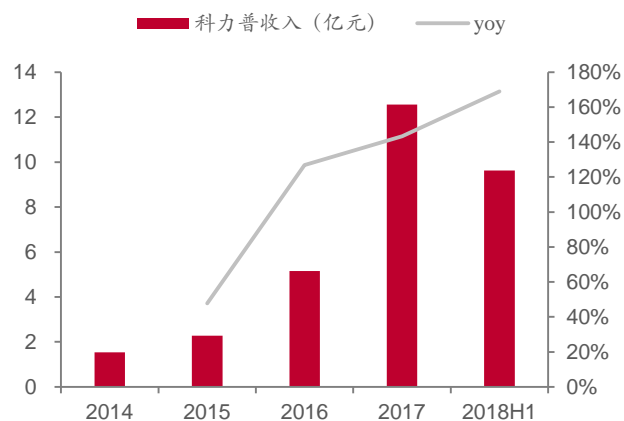


来源: wind、中泰证券研究所

对公业务: 蓝海市场, 百舸争流

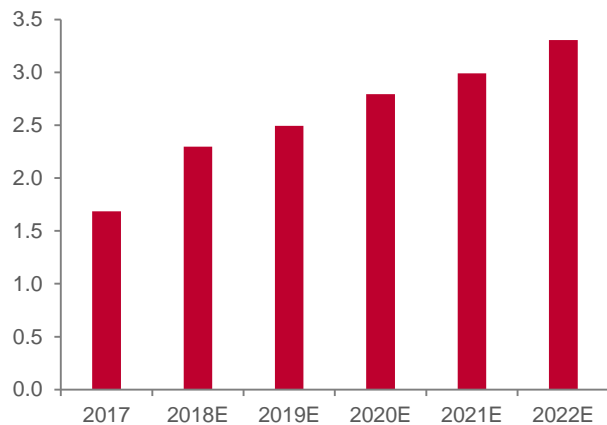
- 潜在市场有万亿空间。**目前我国 B 端业务正经历渠道变革--由分散采购转变为集中招标, 尤其政府采购趋向于电商化、集中化和阳光化, 带动新零售模式下办公直销市场蓬勃发展。据中商情报网数据, 2017 年 B2B 办公用品市场规模达 1.7 万亿, 未来 3-5 年 9% 的复合增长, 2022 年达到 3.3 万亿。在此情况下, 龙头企业凭借其品牌优势、全面的经营网络、优越的服务能力具备更大的竞争优势, 或将迎来红利释放。

图表 99: 科力普近几年收入情况



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 100: 中国 B2B 办公用品市场规模 (万亿元, CNY)



来源: 中商情报网、中泰证券研究所

- 推进 B 端业务进展, 优化品类与客户结构, 专业化更进一步。**晨光积极推进 B 端科力普业务。截至 2018 年 11 月, 科力普主要客户为一级政府、二级政府、央企和 500 强; 其中, 500 强客户毛利率 15%, 政府客户毛利率 11%, 央企毛利率 10.2% (政府购入大设备较多, 500 强企业日耗品占比高, 服务费用高)。通过深度挖掘用户需求优化调整核心品类产品结构、继续铺设物流仓储以及引流中间市场客户 (毛利率 17.3%), 18 年前三季度科力普毛利率改善已初见成效, 直营对直营业务毛利率同比提升 1-2pct., 专业化更进一步。

图表 101: 办公用品 B 端市场拆分

	平均采购规模	多品类/服务	客户粘性	毛利率	营业利润率	目前竞争格局	整体评分
一级政府	1380亿	较高	关系型, 存在风险	10.90%	6.20%	友商竞争重点	7.5
二级政府	3450亿	较高	关系型, 存在风险	11.90%	6.00%	本地供应商盘踞, 粘性较高	2.5
央企	1150亿	高	关系型, 存在风险	12.80%	6.20%	竞争最激烈	10
500强	1610亿	高	较高	16.40%	6.10%	外资供应商较强	7.5
中间市场	9660亿	中	较高, 技术庞大稳定	20.40%	8.20%	非主要竞争对手战略重点, 存在进入机会	7.5
小微市场	5750亿	低	低	24.90%	14.70%	B2C电商竞争较强	2.5

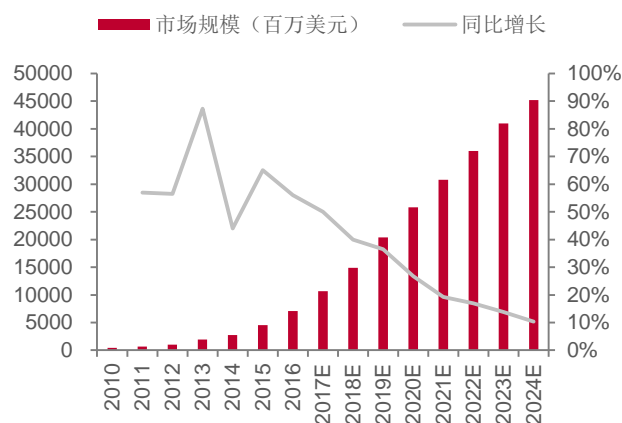
来源: 公司年报、中泰证券研究所

新型烟草: 关注加热不燃烧产业链投资机会

健康诉求催生电子烟产业蓬勃发展

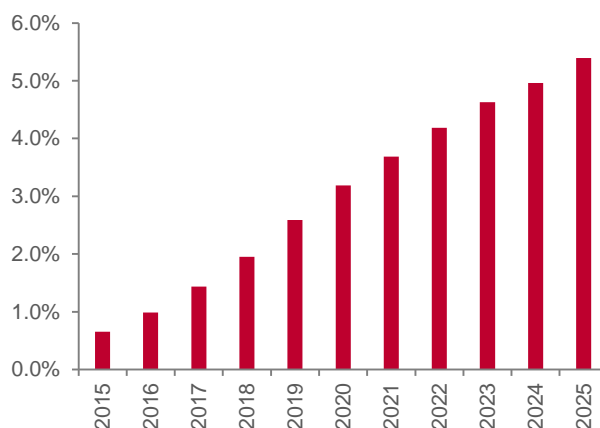
- 2005 年起世界卫生组织与全球 180 个缔约国签署实施《烟草控制框架条约》，全面对烟草行业进行严格法律限制，随后几年全球香烟销量小幅下滑。各大烟草公司开始寻求减害型新型烟草产品，并开始尝试以兼并收购的方式涉足电子烟领域。在烟草巨头的涉足下，电子烟行业发展迅速，且势头有望延续。2016 年行业规模约 70 亿美元，预计至 2024 年将扩容至 450 亿美元，CAGR 为 25%。

图表 102: 电子烟行业市场规模变化趋势



来源: Victory Electronic Cigarette、中泰证券研究所

图表 103: 电子烟占烟草行业比重测算



来源: Euromonitor, 中泰证券研究所

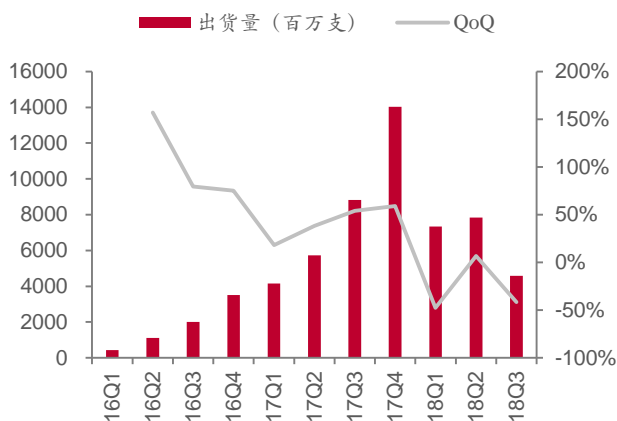
产品革新, IQOS 在日本市场的风光与瓶颈

- 在电子烟发展历史上，主流产品一直是烟油式电子烟。烟油式电子烟的核心优势在于口味多样，且其吸食体验与欧美“Vape”文化较为一致。缺点在于与真烟口感相去甚远。为了解决口感与真烟相似度的问题，同时满足烟民减害与健康诉求，国际烟草巨头菲莫国际（PMI）于 2014 年推出加热不燃烧产品 IQOS，并首先于日本市场推广。2015 年初其在本国使用率仅有 0.3%，此后 IQOS 产品在一档国内知名的娱乐节目中被介绍，使其关注度迅猛提升，产品的谷歌相对搜索指数由 2016 年 4 月

30日的24激增至2017年2月26日的88。此后IQOS开始真正的爆发，市场份额从2016Q1的0.8%迅猛升至2017Q4的13.9%。

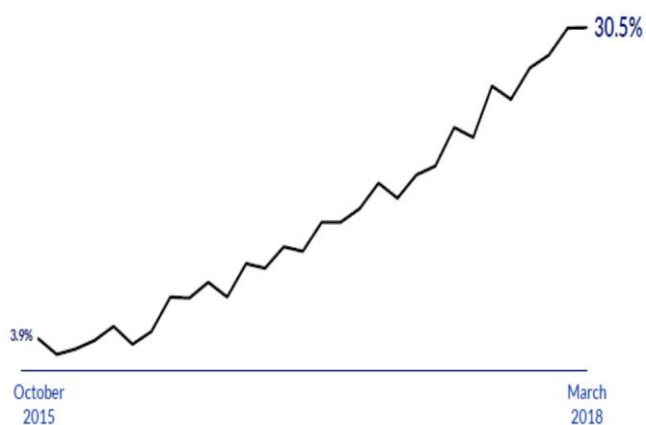
- **渗透率瓶颈叠加去库存，18年承压待调整。**但是，PMI在18年一季报中披露对东亚&澳洲市场的出货量环比下滑了48%。我们认为出货量环比下滑的核心原因在于：**1) 市场转化遇到了阶段性瓶颈。**截至2018年3月，加热不燃烧产品在日本已经成功转化30%以上的烟民，再继续快速提升势必遇到阻力。**2) 经过了2016-2017年由市场乐观预期导致的加库存周期后，日本市场在2018年进入了减库存周期。**2016-2017年IQOS烟弹全球库存分别增长20亿支和130亿支，2018年进入去库存周期，行业预计库存量下降30亿支（日本市场下降43亿支，其他市场上升13亿支）。
- **终端销售平稳，利空逐步消化。**从终端情况看，IQOS市场销售端出货情况总体平稳，市占率也基本稳定，预计未来日本市场将进入稳健增长周期，前期市场开拓未及前期预期高增长的利空已逐渐被市场消化。

图表 104: 2018Q1 IQOS 出货量环比大幅下滑



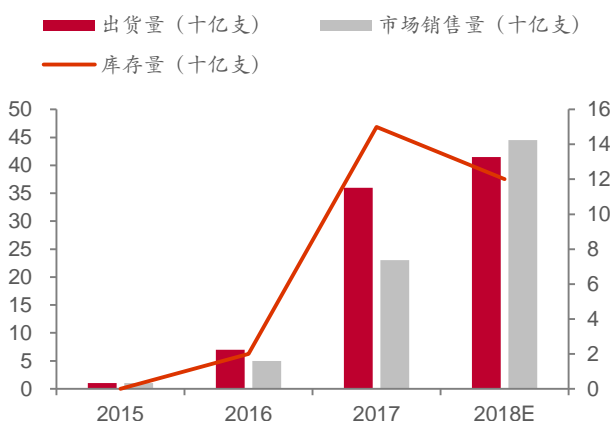
来源: PMI、中泰证券研究所

图表 105: 日本加热不燃烧电子烟的渗透率遭遇瓶颈



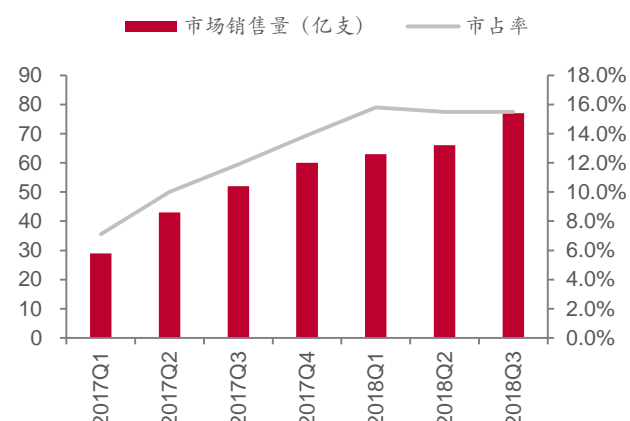
来源: PMI、中泰证券研究所

图表 106: 2018 年 IQOS 烟弹处于去库存周期



来源: PMI、中泰证券研究所

图表 107: IQOS 终端销量和市占率基本稳定



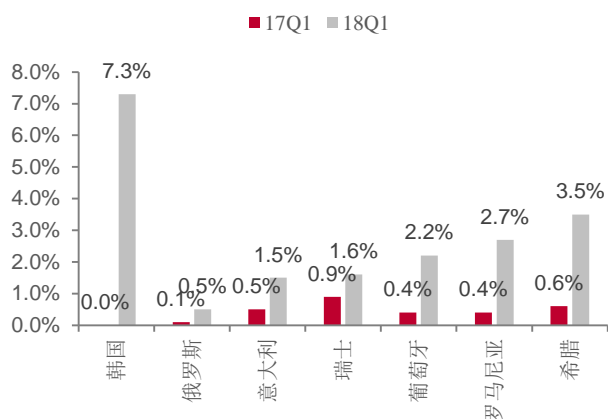
来源: PMI、中泰证券研究所

2018 年 IQOS 产业链可能处于历史底部

- **IQOS 新品上市，出货量有望提升。**我们认为，由于渗透率短期瓶颈，

叠加渠道库存变动，IQOS 产业链在 2018 年处于底部。但伴随 IQOS 新一代产品上市，19 年产业链有望取得较为可观的增长：1) 伴随 IQOS 在全球市场的拓展，其烟民基数正在上升。2) 从 IQOS 在日本渗透率爬坡的情况看，上一波设备销售高峰出现在 2017Q2-Q4，设备使用寿命通常在 10-12 个月。因此，新产品上市有望催生更新换代需求。3) 新一代产品铺库存需求有望构筑新的设备出货增量。测算 IQOS 产品总体出货量有望取得 60% 左右的增长。

- **产品升级，价格有望同步提升。**价格方面，考虑新一代产品较上一代产品进行了外观上的改良，且终端销售价格有所提升，我们认为，IQOS 设备供应商价格有望同步提升。

图表 108: IQOS 渗透率在韩国和欧洲提升较快


来源：PMI、中泰证券研究所

图表 109: IQOS 销售网络已拓展至 43 个国家


来源：PMI、中泰证券研究所

图表 110: 盈趣科技与 PMI 出货量测算
PMI 转化烟民人数持续提升

单位: 百万人	16	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4E	19E
IQOS 忠粉	1.2	3.7	4.7	5.2	5.6	5.9	6.2	7.0
其他 IQOS 用户	0.8	1.5	2.2	2.5	2.7	2.9	3.1	3.5
合计	2	5.2	6.9	7.7	8.3	8.8	9.3	10.5
其中欧洲:	0.1	0.4	0.6	0.9	1.2	1.5	1.8	2.5
东亚	1.9	4.8	6.3	6.8	7.1	7.3	7.5	8

IQOS 设备出货量拆分

设备去向: 百万台	2016	2017	2018	IQOS3 19E	IQOS2.4 19E
中国	0.8	4.5	2.9	3.5	0
忠粉购买	1.2	7.1	8.1	8.0	2.5
尝新购买	0.7	3.5	3.5	2.7	0.8
合计	2.7	15.0	14.4	14.2	3.3

盈趣科技出货量测算

单位: 百万台	2016	2017	2018	IQOS3 19E	IQOS2.4 19E
IQOS 出货量	2.7	15.0	14.4	14.2	3.3
库存	2.1	1.4	-2.6	2.4	0
售后	0.5	3.0	2.9	2.8	0.7

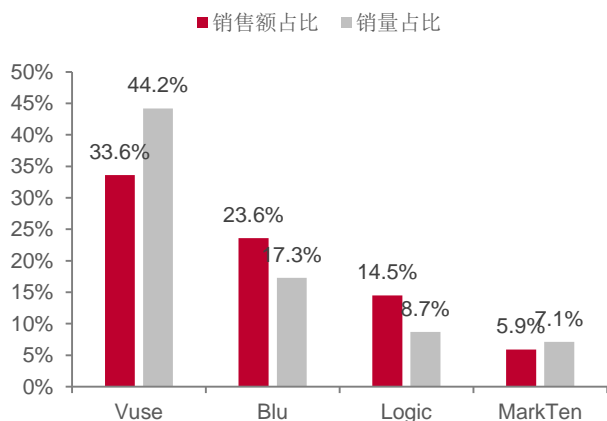
全球供货量	5.3	19.4	14.7	19.4	4.0
盈趣供货量	5.3	19.4	12.5	12.6	3.2

来源:PMI、中泰证券研究所

若 FDA 放行 IQOS 进入美国市场，有望为 IQOS 打开新的增长空间

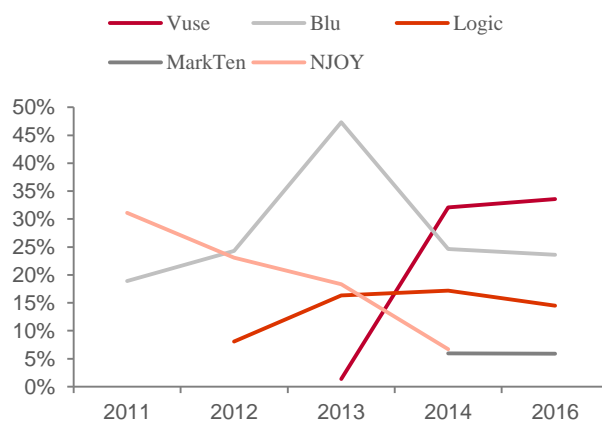
- **美国市场：行业被烟油式产品完全占据。**美国的电子烟市场格局变化很快，2016 年行业前四大品牌分别是雷诺的 Vuse，帝国的 Blu，日烟的 Logic 和奥驰亚的 MarkTen。前四大品牌销售额占比 77.6%，销售量占比 77.3%。但是到 2018H1，小烟品牌 Juul 已经崛起并占据 68% 的市场份额。从成功经验看，扁平的长方形产品设计，精巧的尺寸和强大的预充尼古丁烟弹是 Juul 吸引消费者的主要原因。到目前为止，美国市场前五大品牌均为烟油式电子烟。
- **寡头垄断是长期趋势。**从历史路径看，长期行业呈现寡头垄断趋势。传统烟草巨头涉足电子烟行业有一些天然的优势：1) 电子烟的渗透人群大部分是吸烟者或者已戒烟吸烟者。因此，烟草巨头的品牌认知度对于他们涉足电子烟行业和拓展市场有一定的助力。2) 传统烟草巨头能够通过自身的渠道优势使电子烟产品迅速渗透到终端消费者。例如雷诺的 Vuse 2014 年在 21000 家门店中得到大力推广，当年市占率由上年同期的 1.3% 飙升至 32.1%，成功成为美国电子烟第一品牌并保持至 2016 年。3) 烟草巨头进入电子烟行业后往往可以通过兼并收购，结合电子烟厂商的产品优势和自身资金及渠道网络优势，使电子烟产品的推广加速。4) 电子烟的上市通常需要通过 FDA 审核，按照 FDA 对单项 PMTA 的申请费用的保守估计 33 万美金计算，一个只生产 20 种口味，3 个尼古丁含量的烟油制造商就要承担 1980 万美金的资金成本。高昂的费用会对新进入者形成较高的壁垒。因此，传统烟草巨头涉足电子烟行业具有明显优势。这一点也可以曾经电子烟行业领头羊，专业电子烟制造商 NJOY 份额的一路下滑得到印证。

图表 111：2016 年美国前四大电子烟品牌占比



来源：尼尔森、中泰证券研究所

图表 112：美国各大电子烟品牌市场份额变化



来源：《E-Cigarette Use Among Youth and Young Adults》，中泰证券研究所

- **FDA 裁决结果是 IQOS 命运拐点。**为了获得 FDA 的认证，PMI 先后提

交了两份材料，即 PMTA（Premarket Tobacco Product Application）和 MRTP（Modified Risk Tobacco Product）。二者的区别在于：**PMTA 是一份烟草产品销售许可证，如果通过，那么 PMI 将获准在美国以烟草产品标签销售 IQOS。MRTP 则是 IQOS 在美国市场以“减害烟草制品”标签在市场销售新型烟草产品的授权。一旦 MRTP 获得通过，不仅 PMI 产品在市场影响力上将得以大幅提升，我们认为也可能会公司带来更优厚的税收条款。决策权上，是否批准 PMTA 申请将由 FDA 独立决定，MRTP 则更多需要听取公众与专家建议。**

- 我们对 PMI 提交 FDA 审批的两项材料 PMTA/MRTP 最终认证结果的判断是：**1. 公司两项材料同时被拒可能性不高：**1) 公司在投资者交流会中的陈述口径。2) PMI 旗下诸多品牌均有获得烟草销售授权，若 FDA 拒绝 IQOS 以烟草产品在美国市场销售似乎缺乏充分理由。**2. 公司取得 MRTP 认证存在难度：**从海外学术界观点来看，对 RRP 产品的减害有效性尚存在较大争议。且 FDA 如需批准 MRTP 需听取专家及公众意见，因此，MRTP 申请通过不无难度。
- 长期来看，FDA 对 IQOS 的审批结果将影响美国市场的扩容空间。**短期来看，FDA 的审批结果直接影响市场预期，若在 19 年 FDA 放行 IQOS 进入美国市场（我们认为以 PMTA 预期为主），加热不燃烧电子烟产业链有望获得较为可观的估值提升空间。**

图表 113: FDA 不同审批结果对 IQOS 销量贡献的测算

FDA 审批结果	烟弹出货量 (亿支)			设备出货量 (万台)		
	Y1	Y2	Y3	Y1	Y2	Y3
MRTP (30%)	71	119	166	499	760	998
PMTA (60%)	48	71	95	333	456	570
两项被拒 (10%)	0	0	0	0	0	0
期望值	50	78	107	349	502	641

来源：产业信息网、中泰证券研究所测算

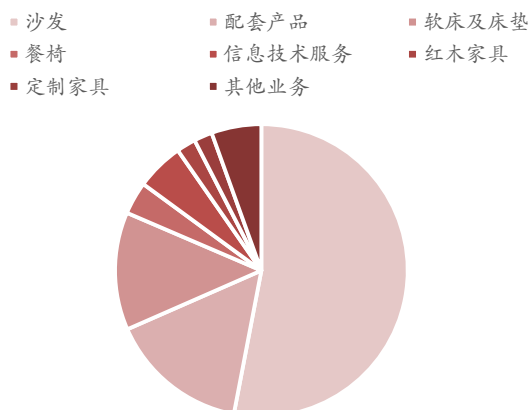
建议关注标的

顾家家居：高效运营，内生外延自成一统

- 围绕核心产品沙发横向扩张形成软体家居一体化产品矩阵，配套产品销售占比提升，一站式采购优势尽显。顾家家居是国内软体龙头企业，全国门店超 4000 家，渠道优势显著。截止 2018 前三季度，公司软床和床垫收入 9 亿元，占营收比重 14%；配套品业务收入 11 亿元，占营收 17%；板式床、衣帽架等新品作为软体产品的附加补位，增长良好。客单价管理上，多品类软体大家居带来的一站式采购优势尽显。同时，公司未来有望构建东南西北中的产能布局，在实现软体家居一体化同时加速产能建设，为零售端开疆扩土提供有力保障。

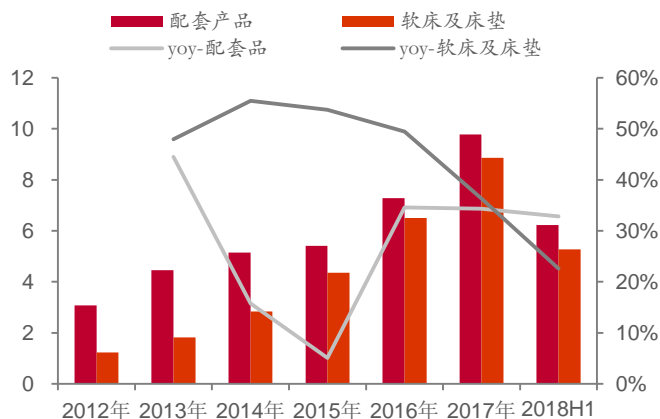
- **全职职业经理团队，内部运营高效。**产品特性 SKU 较多，供应链要求高，组织变革贴近市场。1) 顾家沙发产品更新频率高以保持产品跟进度，同时伴随床垫、配套品等新品类的崛起，公司内部对供应链很重视，在品类增加的情况下存货周转率持续提升。2) 组织架构层面，公司在大量体下保持灵活性。为匹配渠道下沉今年从三个事业部转为 14 个区域运行中心，降低经营单元，收窄管理半径，组织前移，贴近市场，策略根据当地市场变化而变化
- **兼并收购大刀阔斧，多品牌战略持续进行。**2017 年至今公司先后与 Natuzzi 合作成立合资公司经营中国区业务，收购班尔奇家具 100%、Rolf Benz99.92%、Nick Scali13.63%和玺堡家居 51%的股权，入股居然之家，快节奏兼并合作步伐在丰富沙发产品中高端品牌矩阵的同时，彰显公司推进全品类、多品牌发展战略，打造软体大家居的决心。
- **投资建议:**公司治理优秀、国内外业务稳健发力同时受益上游成本下降，顾家家居对旗下收购企业的整合将为公司发展添砖加瓦，我们继续看好公司未来发展。我们预估公司 2018-20 年实现销售收入 86.96、111.58、141.41 亿元，同比增长 30.46%、28.31%、26.74%，实现归属于母公司净利润 10.33、13.47、17.28 亿元，同比增长 25.64%、30.34%、28.31%，对应 EPS 为 2.41、3.15、4.04 元，维持“增持”评级。

图表 114: 顾家家居收入结构 (2018H1)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 115: 顾家家居配套产品和床垫收入 (亿元) 高增长



来源: wind、中泰证券研究所

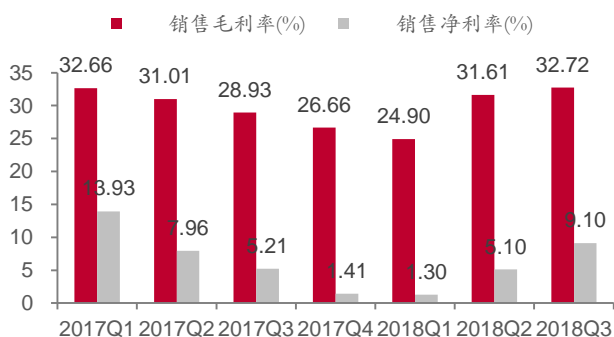
梦百合: 专注记忆绵的小而美

- **海外产能达产有望实现对美贸易全覆盖，全球化布局助力 OBM 业务提速发展。**其中，1) 塞尔维亚工厂运作逐步成熟，三期工厂预计 2019 年二季度达产，预计达产后塞尔维亚基地对应一半对美贸易额。2) 建设美国工厂切入主要市场，预计 2019 年中投产，后续产能释放具有弹性，预计达产后可覆盖近一半对美贸易额。3) 泰国工厂承接电动床业务，预计 2019 年初投产。伴随公司全球化产能布局及西班牙模式的初步成功，我们认为未来公司海外 OBM 业务增长有望提速，其中与德国、意大利等本土零售商的 OBM 业务开展已初见成效。
- **反倾销加速行业整合，叠加原材料利好，头部企业受益。**10 月立案的对

华床垫反倾销调查有望在行业层面加速中小企业出清，梦百合凭借海外产能优势将获取更多订单。此外，11月下旬和12月上旬，公司主要化工原料价格TDI和MDI价格小幅回弹，目前已逐步回落，由于2018H1原材料仍处高位，预期2019年原材料端红利仍将持续。

- **股东增持+员工激励，上下一心打造利益共同体耕耘内销市场。**梦百合12月20日发布股权激励计划，解锁条件为：2019、2020、2021年公司营业收入分别不低于36亿元、45亿元、55亿元，且净利润不低于3.6亿元、5亿元、8亿元。股权激励在公司发展信念上是控股股东增持、内部管理团队革新的延续，自上而下完成股东与员工的利益捆绑。2018年公司持续梳理运营管理流程，升级品牌战略，在管理端引入职业经理人梳理内销渠道：1) 经销和线上渠道逐步放量。今年经销商完成签约300家，明年经销开店和提货额逐步向好。2) 传统酒店+恒旅模式并行贡献消费者教育，赋能零售渠道。
- **投资建议：**原材料价格下降叠加人民币贬值利好促进公司利润弹性恢复，同时海外产能扩张对冲贸易关税影响，国内业务从0到1逐步梳理市场，我们认为梦百合正处于业绩弹性释放期，且后续外销ODM业务稳健增长叠加内销市场逐步放量将为公司奠定长期增长基础。我们预估公司2018-2020年实现营收30.1、30.1、36.9、45.6亿元，同比增长28.7%、22.7%、23.5%，实现归母净利润2.04、3.68、5.01亿元，同比增长30.7%、80.9%、35.9%，对应EPS为0.85、1.54、2.09元，维持“买入”评级。

图表 116: 梦百合单季度毛利率和净利率水平



来源: wind、中泰证券研究所

图表 117: 梦百合原材料中主要化工原料构成

	2016H1	2015	2014	2013
采购量口径(吨)				
聚醚	8933.3	16509.5	14629.9	13733
TDI	2659	5035.43	5016.7	4595.9
MDI	1499.8	2791.1	1397.9	1457.1
TDI 占比	20.3%	20.7%	23.8%	23.2%

来源: wind、中泰证券研究所

欧派家居：期待整装新零售放量

- **根植树根理论，多渠道创收。**公司在强化存量建材市场占领的同时，全面开拓与房地产精装房、整装家装公司的合作。以橱柜事业线为例，在约60%左右商场开展整装渠道的情况下，整装订单占全国零售订单超10%；整装订单占比超20%的商场超200个，并正加快全面推广；在电商渠道方面，公司拟加快电商渠道引流效率，进一步深入打通线上和线下融合，推进电商引流及服务的有效落地，1-6月公司电商接单业绩同比增长80%以上。
- **传统大家居模式升级，大家居扬帆起航。**公司根据不同城市经销商情况，推出整装大家居、微型大家居、橱衣融合店、衣木融合店等大家居综合

形式，截止 6 月 30 号，目前公司整装大家居开业 21 家，第二批 40 多家店的筹备工作也在有序推进。公司微型大家居在 8 个城市已经开始试点。此外，衣木融合店已开业和即将开业的有 200 余家，橱衣融合店试点 10 余家，橱卫融合店筹备试点 5 家。在信息化方面，公司加快信息化一键式打通，目前已经实现厨柜和衣柜单品类的全流程一键通，下一步将在多品类共用同一软件方面实现第二个打通。

- **投资建议：**我们预估公司 2018-20 年实现销售收入 113.45、130.09、150.58 亿元，同比增长 16.84%、14.66%、15.75%，实现归属于母公司净利润 16.5、19.52、22.63 亿元，同比增长 26.88%、18.31%、15.96%，EPS 为 3.92、4.64、5.38 元，对应 P/E 为 18X、15X、13X，维持“买入”评级。

尚品宅配：家居新零售的先行者

- **单三季度营收增速环比放缓，配套业务增速稳定。**公司 Q1/Q2/Q3 单季度实现营收 11.01 亿元/17.65 亿元/17.71 元，同比增长 38.76%/30.63%/22.71%；实现归母净利润-0.33 亿元/1.56 亿元/1.69 亿元，同比减亏 29.19%/增长 39.15%/增长 21.01%，实现扣非归母净利润-0.63 亿元/1.3 亿元/1.22 亿元，同比下滑 36.15%/增长 23.9%/增长 1.72%。1) 分渠道：Q3 加盟渠道收入增长维持高位，直营渠道收入增长环比改善。2) 分产品：由于去年同期基数较高，Q3 衣柜和系统柜收入增速有所下滑，配套品业务增长约 37%，公司“宜家般体验”模式渐入佳境。
- **加盟渠道占比提升令毛利率合理下行，人效逐步提升。**2018 前三季度公司实现毛利率 43.56% (-1.84pct.)，Q3 单季度销售毛利率 43.91% (-1.35pct.) 主要系加盟渠道收入高增长、营收结构中加盟收入占比提升所致。2018 前三季度公司实现净利率 6.31% (+0.58pct.)、Q3 单季度利润率 9.56% (-0.13pct.)。期间费用率 35.15% (-3.06pct.)，其中，销售费用率 30.2% (+1.04pct.)，加回研发费用后管理费用率 7.42% (-1.7pct.)，去年同期为 9.12%)，财务费用率 0.04% (+0.11pct.)，主要系银行理财产品增加导致银行存款利息收入减少所致。
- **渠道招商持续提速，看好长期商业模式。**截止 9 月末公司直营门店 100 家 (+7 家)，加盟店 1958 店 (+203 家)，渠道招商持续提速。同时，公司单三季度整装业务收入 7500 万，环比超 50%。公司新零售战略初见成效，中长期看类似于真正的大家居零售商，软件+流量+多品类下成本优势是核心。我们认为，通过 518 套餐大定制、重点城市自营模式、购物中心店模式、领先的 O2O 引流模式以及自营整装、HOMKOO 整装云平台，公司基本构建起了基于未来行业发展趋势的核心竞争优势矩阵，将有力推动公司保持长期可持续的中高速发展。
- **投资建议：**尚品宅配以全屋定制为起点，软件开发设计能力优秀，行业卡位优势和前后端一体化优势将助力公司享有广阔增长空间。同时，产能建设和加盟商渠道建设均显著提速，销售端单店收入稳步提升，尚品宅配业绩有望持续高增长。我们预估公司 2018-20 年实现销售收入 68.8、86.3、106.6 亿元，同比增长 29.2%、25.4%、23.5%，实现归属于母公司净利润 4.85、6.12、7.59 亿元，同比增长 27.7%、26.1%、

24%，EPS 为 2.44、3.08、3.82 元，维持“买入”评级。

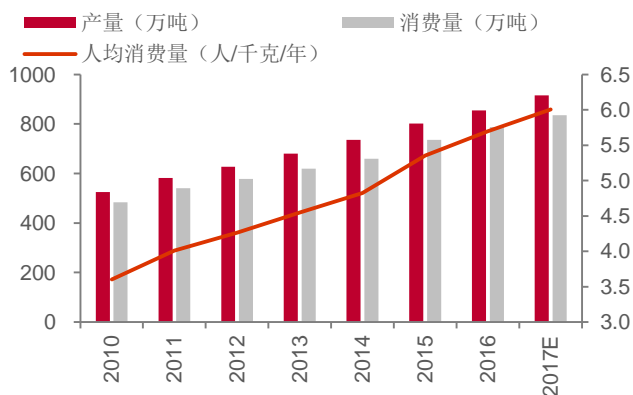
帝欧家居：乘工装之势，强强联合共创真成长

- **资本+产业+客户+营销网络协同。**1) **资本协同助力产能扩充：**欧神诺将利用募集资金加速跑马圈地，充足产能为后续持续释放业绩及提高市占率夯实基础，同时规模效应将进一步提升盈利能力。2) **产业协同：**帝王洁具将借助欧神诺陶瓷领域优势，进军陶瓷卫浴事业。3) **销售渠道协同：**帝王洁具经销商网络强大，收入占比超过 70%，但工程渠道客户拓展尚处于起步阶段；欧神诺深耕工程渠道，客户量好质优，与碧桂园、万科、恒大等知名企业建立了全面战略合作关系。鉴于卫生洁具、瓷砖的客户具有一、定重合性，未来在客户资源上有望实现共享，帝王洁具在工程业务方面的拓展有望加速。4) **营销网络覆盖区域互补：**帝王洁具西南和华东区域营收占比达 67%，欧神诺客户集中在华南和华东，占比为 78%，两家的销售网络将实现互补，营销布局有望进一步完善。
- **投资建议：**帝王洁具是零售端卫浴龙头，欧神诺工装领域客户和规模优势显著，伴随欧神诺并表帝王洁具，帝王洁具和欧神诺可在卫浴和瓷砖的产业、渠道、资本等方面展开深度合作，资本+产业+客户+营销网络协同推动双方强者恒强。我们预估公司 2018-20 年实现销售收入 41.63、53.74、69.38 亿元，同比增长 680.11%、29.08%、29.11%，实现归属于母公司净利润 3.68、4.86、6.43 亿元，同比增长 574.72%、32.13%、32.23%，EPS 为 0.95、1.26、1.67 元，维持“买入”评级。

中顺洁柔：市场格局优化，木浆下行带来业绩弹性

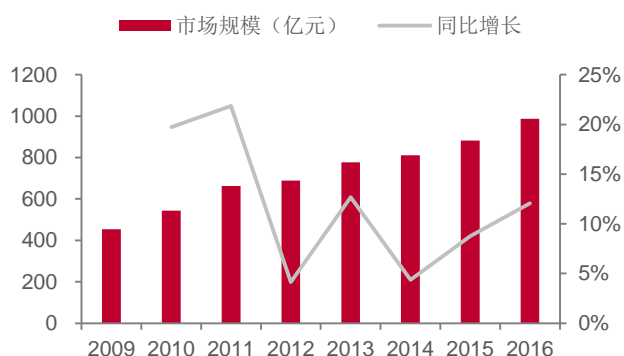
- **行业端：市场持续扩容，增长稳健。**市场继续高速扩容的两大逻辑：1) 人均用量较发达国家仍有差距。后续差距有望持续缩小；2) 消费属性极强，增长与宏观经济存在内在关联。假设我国人均 GDP 增速维持在 6.5%，则生活用纸人均用量预计将有 6% 的年增长空间，叠加考虑年均 0.5% 的人口增速，消费量年均增长预计将在 6.5% 左右。

图表 118：我国生活用纸产量与消费量变化

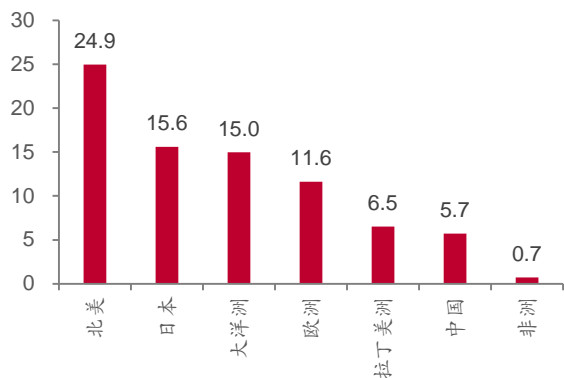


来源：wind、中泰证券研究所

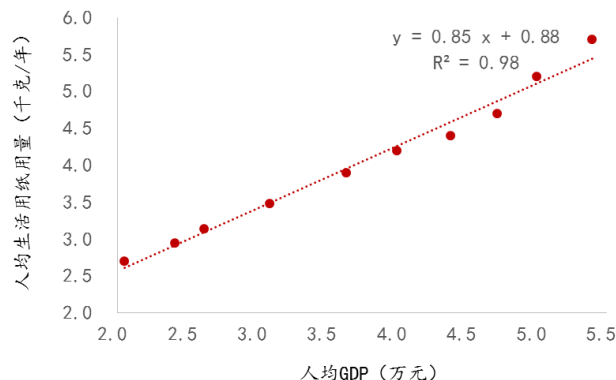
图表 119：我国生活用纸市场规模变化



来源：wind、中泰证券研究所

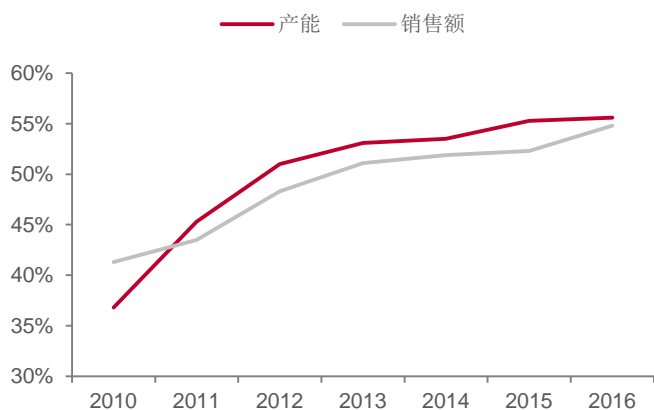
图表 120: 2016 年世界各地生活用纸人均年用量 (千克)


来源: wind、中泰证券研究所

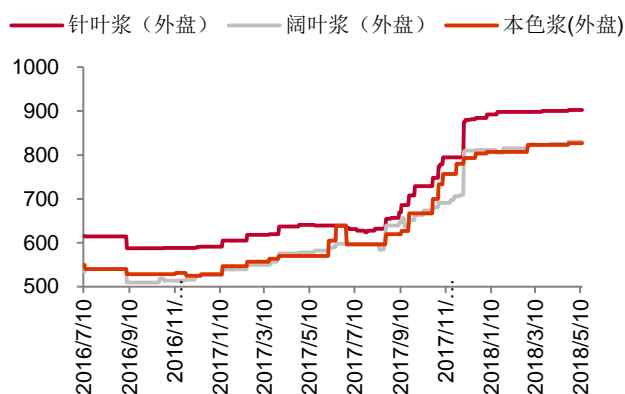
图表 121: 生活用纸人均用量与人均 GDP 回归分析 (近十年)


来源: wind、中泰证券研究所

- 集中度提升有强逻辑支持。**未来集中度继续提升的逻辑在于: 1) 消费升级趋势明显, 品牌效应日趋重要, 市场领导品牌无论从口碑还是渠道资源上对比中小产能均有优势。根据我们的测算, 2010 年至 2016 年间生活用纸单吨消费价格由 1.12 万元增至 1.25 万元; 2) 木浆在原材料中占比超过 80%, 浆价高位运行使中小产能成本承压, 由于市场竞争激烈, 价格传导不畅将加速产能退出。

图表 122: 生活用纸行业前十五大品牌份额变化


来源: wind、中泰证券研究所

图表 123: 进口纸浆价格 (美元/吨)


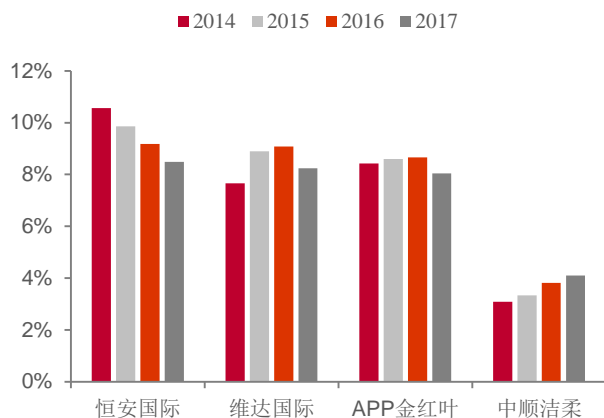
来源: wind、中泰证券研究所

图表 124: 四大生活用纸公司中国市场销售额占比

	2014	2015	2016	2017
恒安国际	10.56%	9.86%	9.18%	8.49%
维达国际	7.66%	8.89%	9.07%	8.24%
APP 金红叶	8.42%	8.59%	8.66%	8.04%
中顺洁柔	3.09%	3.33%	3.81%	4.10%

来源: wind、中泰证券研究所

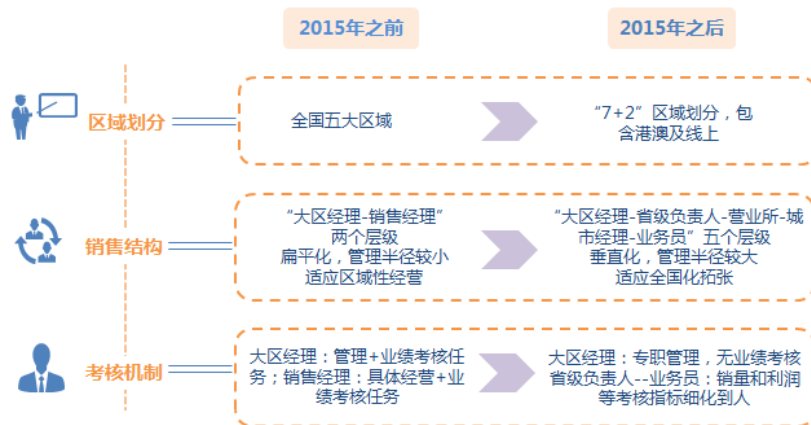
图表 125: 四大生活用纸公司中国市场占有率



来源: wind、中泰证券研究所

- **内外兼修，渠道建设大有可为。** 1) **对内：顺应渠道建设布局，优化内部管理和销售架构。** 从内部管理来看，2015年起引入清风营销团队开始企业内部大刀阔斧的改革，主要体现在销售结构调整上。2015年，中顺洁柔针对重新划分的7大区域设立独立的大区总监专职管理，下设省级负责人、营业所、城市经理和业务员负责具体经营。销量和利润等考核指标细分到省级负责人至业务员的每一层级，实现垂直化管理的同时搭建了一个相对完善合理的销售结构。

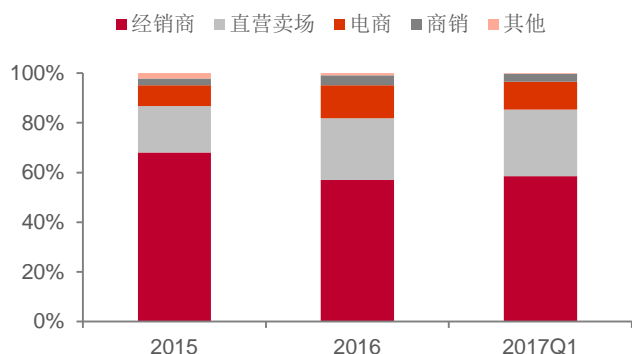
图表 126: 中顺洁柔管理结构调整



来源: wind、中泰证券研究所

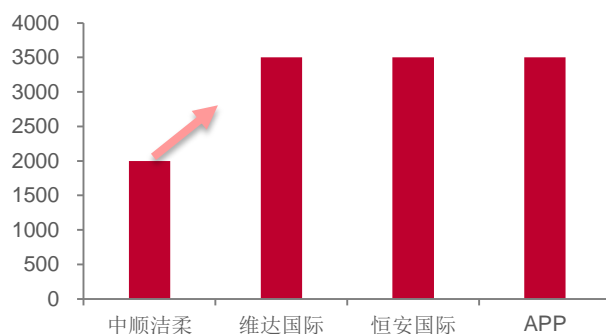
- **2) 对外：渠道下沉与多样化布局同步推进，业绩提升大有可为。** 四大销售渠道的同步推进表面公司开拓空白市场决心，业绩提升空间广阔。横向对比来看，中顺洁柔经销商数量 2000 余家，相较于恒安国际 3000 余家的规模来看，仍有较大上升空间。全国 2000 多个区县市中，中顺洁柔目前覆盖 1100 余个，其渠道建设仍大有可为。
- **大型卖场 (KA) 和电商渠道的拓展方面，中顺洁柔将渠道管理从全经销模式转为经销与直营并举模式，根据业绩对经销商优胜劣汰，加入直营团队负责华润万家、天猫等 KA 和电商。** 2016 年，中顺洁柔电商渠道收入增长 100%，营收占比达 11%。

图表 127: 中顺洁柔按渠道销售占比



来源: wind、中泰证券研究所

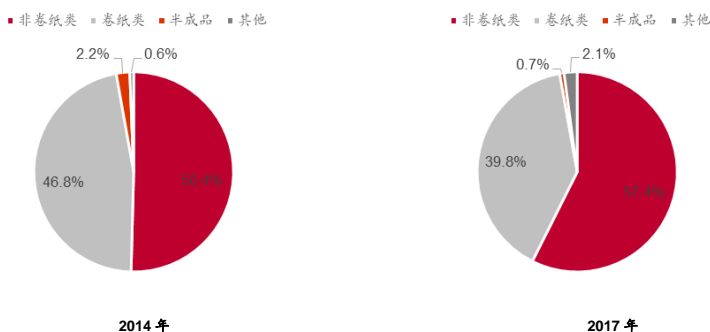
图表 128: 2017 年中顺洁柔经销商数量比较 (个)



来源: wind、中泰证券研究所

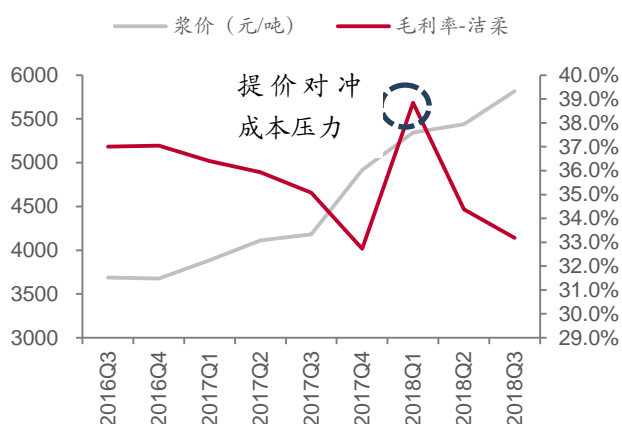
- **消费升级, 毛利率产品持续提升。**受益于优质产品带动品牌认可度提升, 中顺洁柔主要产品毛利率提升趋势显著。软抽、纸手帕等非卷纸类高毛利产品占比由 2014 年的 50.4% 提升至 2017 年的 57.4%。从毛利率横向对比看, 洁柔非卷纸类产品毛利率由 2013 年的 37.5% 提升至 2017 年的 40.2%, 卷纸毛利率则由 23.9% 提升至 29.1%。

图表 129: 中顺洁柔产品结构变化



来源: wind、中泰证券研究所

- **生活用纸毛利率对浆价敏感性较高。**从生活用纸成本构成上看 (以中顺洁柔为例), 卷纸中木浆成本约占营收的 48.5%, 非卷纸中木浆成本约占 34.8%。综合测算生活用纸毛利率对浆价敏感性约为 0.396 (即浆价上行/下跌 1%, 则毛利率下滑/提升 0.396pct)。又因我国生活用纸企业木浆来源以进口为主, 汇率走势对木浆进口成本存在影响。据我们对汇率/浆价的综合敏感性测算结果, 若浆价下行 10%, 在汇率提升 4%/6% 的假设下, 中顺洁柔卷纸毛利率将改善 3.1pct 和 2.3pct; 非卷纸毛利率改善 2.2pct 和 1.6pct。

图表 130: 中顺洁柔毛利率与浆价存在反向关系


来源: wind、中泰证券研究所

图表 131: 中顺洁柔生活用纸毛利率敏感性

产品		卷纸	非卷纸
收入		100%	100%
成本	阔叶浆	33.0%	23.7%
	针叶浆	15.5%	11.1%
	其他	23.2%	23.9%
毛利率		28.2%	41.2%
占营收比重		39.0%	59.4%
浆价对毛利率敏感性		0.396	

来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 132: 中顺洁柔卷纸和非卷子毛利率弹性测算 (卷纸/非卷纸)

浆价/汇率	-6%	-4%	-2%	0	2%	4%	6%
-30%	45.0%	44.3%	43.6%	42.9%	42.3%	41.6%	40.9%
-20%	40.4%	39.7%	38.9%	38.1%	37.3%	36.6%	35.8%
-10%	35.9%	35.0%	34.1%	33.3%	32.4%	31.5%	30.7%
0%	31.3%	30.4%	29.4%	28.4%	27.5%	26.5%	25.5%
10%	26.8%	25.7%	24.7%	23.6%	22.5%	21.5%	20.4%
20%	22.2%	21.1%	19.9%	18.8%	17.6%	16.4%	15.3%
30%	17.7%	16.4%	15.2%	13.9%	12.7%	11.4%	10.2%

浆价/汇率	-6%	-4%	-2%	0	2%	4%	6%
-30%	53.2%	52.8%	52.3%	51.8%	51.3%	50.8%	50.3%
-20%	50.0%	49.4%	48.9%	48.3%	47.8%	47.2%	46.6%
-10%	46.7%	46.1%	45.5%	44.8%	44.2%	43.6%	43.0%
0%	43.5%	42.8%	42.1%	41.4%	40.7%	40.0%	39.3%
10%	40.2%	39.4%	38.7%	37.9%	37.1%	36.4%	35.6%
20%	36.9%	36.1%	35.3%	34.4%	33.6%	32.8%	31.9%
30%	33.7%	32.8%	31.9%	31.0%	30.1%	29.2%	28.3%

来源: wind、中泰证券研究所

- 投资建议:** 我们预估公司 2018-20 年实现归属于母公司净利润 8.1、10.1、12.5 亿元, 同比增长 27.3%、25%、24%, 对应 EPS 为 0.88、1.1、1.36 元, 维持“增持”评级。

裕同科技: 盈利拐点, 静待二次腾飞

- 客户结构多元化, 收入有望加速增长。** 收入端: 伴随公司切入华为、小米等客户生态链业务以及谷歌、亚马逊、哈曼等客户的智能音箱业务, 公司在 3C 领域未来两年增速有望维持在 15% 以上。烟酒化妆品包装方面, 伴随公司对于新客户渗透的深入, 以及兼并收购助力业绩提升, 公司未来两年非 3C 领域有望实现 50%/30% 增长。

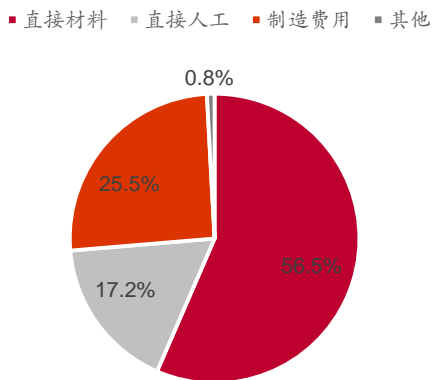
图表 133: 裕同科技收入预测

【裕同科技】收入拆分: 亿元			2018年	2019年	2020年	
彩盒业务 (亿元)	A客户	手机	12.5	11.5	12	
		pad	4	4.3	4.6	
		电脑	2	2.5	3.5	
		耳机等其他	2	2.8	3.7	
		合计	20.5	21.1	23.8	
	大电子	华为及生态链	7.5	8	9.5	
		小米及生态链	6	9.5	12	
		OV	1	1.5	2	
		电脑&游戏机等	15	16	16	
	大消费	智能音箱(谷歌、亚马逊、哈曼)	2	4	5	
		3C纸托	1	3	5	
		大健康(阿胶、小罐茶、无限极)	泸州	1.1	1.3	1.5
			古井贡	1.1	1.3	1.5
			洋河	1.1	1.6	2
		酒包	西凤	1.1	1.3	1.5
			茅台、五粮液、水井坊、其他	2	5	8
			化妆品(巴黎欧莱雅、雅诗兰黛)	1	2	3
		并购大消费补充	烟标本部	1.5	2	3
			餐盒	0.5	2	3
江苏德晋 日化	1		3.2	5		
武汉艾特 烟标	2.5		6	7		
传统业务 (亿元)	上海嘉艺 多品种	0.5	1.2	2		
	纸箱业务	7	8	9		
	说明书	7.5	8.5	9.5		
	不干胶	1	1.2	1.4		
合计收入(亿元)			84.1	111.2	135.2	
YoY			21%	32.22%	21.58%	

来源: 中泰证券研究所

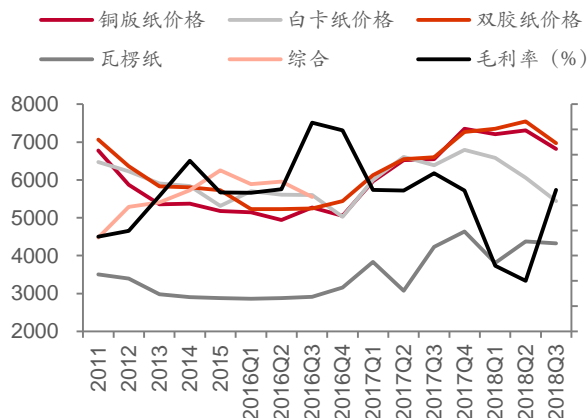
- 多重因素催化盈利能力向好。利润端: 我们认为公司 19/20 年利润增速将高于收入增速。1) 伴随纸价下跌, 公司成本压力将得到释放, 测算纸价下跌 10%, 将为公司带来 2pct 的毛利率改善。2) 汇兑方面, 公司以外币结算的业务占收入的 60%。当前美元强势格局有望改善公司 17 年以来的汇兑利空。3) 伴随新导入客户的放量, 产能利用率的持续改善和人效提升有望带动毛利率稳健前行。

图表 134: 裕同科技成本拆分 (2017 年)

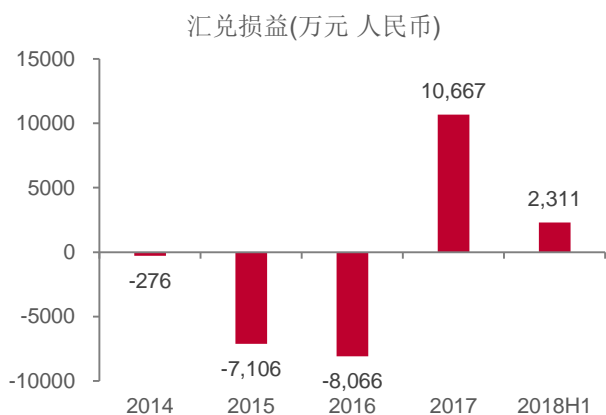


来源: 公司公告、中泰证券研究所

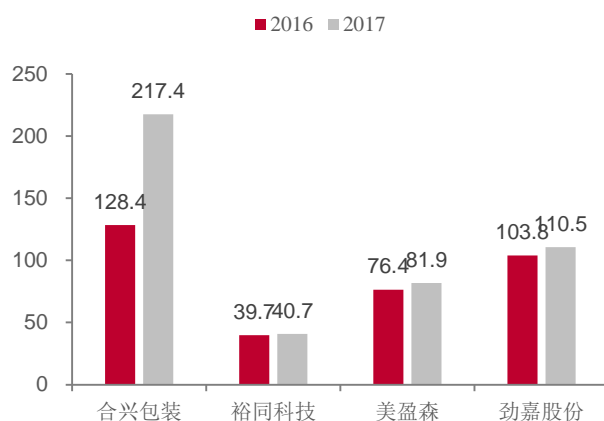
图表 135: 纸价与裕同科技毛利率的关系



来源: wind、中泰证券研究所

图表 136: 汇率走势有望改善公司盈利能力


来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 137: 裕同科技人效尚有提升空间 (万元/人)


来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 138: 纸价下跌为公司带来的毛利率弹性测算

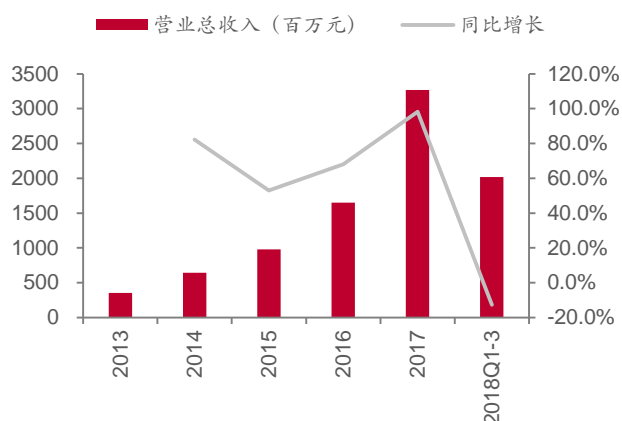
纸种	占销售比重	毛利率变动						
		价格上涨 20%	价格上涨 10%	价格上涨 5%	价格不变	价格下跌 5%	价格下跌 10%	价格下跌 20%
白板纸	5.8%	-1.2%	-0.6%	-0.3%	0.0%	0.3%	0.6%	1.2%
双胶纸	1.0%	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%
铜版纸	4.0%	-0.8%	-0.4%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.4%	0.8%
瓦楞纸	9.2%	-1.8%	-0.9%	-0.5%	0.0%	0.5%	0.9%	1.8%
所有纸种同时变动		-4.0%	-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%	4.0%

来源: 公司公告、中泰证券研究所

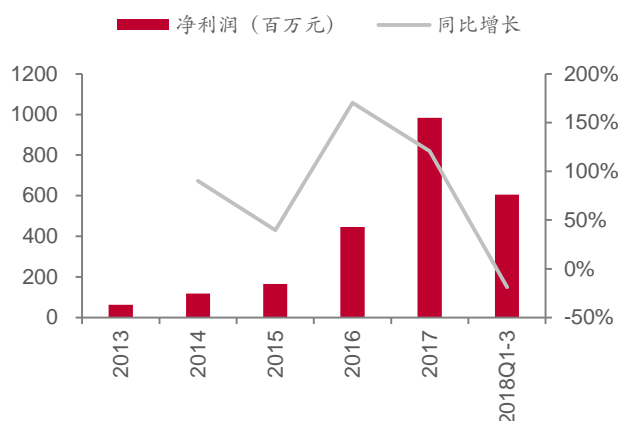
- 投资建议:** 我们预计公司 2018-2020 年实现归母净利润 9.6, 12.7, 16.5 亿元, 同比增长 2.8%, 32.2%, 30.3%, 对应 EPS 2.4, 3.17, 4.13 元, 维持“买入”评级。

盈趣科技: 多重催化, 酝酿戴维斯双击

- 2013-2017 年, 公司主营业务收入由 3.5 亿元提升至 32.7 亿元, CAGR 为 74.6%。归母净利润由 6200 万元提升至 9.8 亿元, CAGR 为 99.6%。2018 年受电子烟市场阶段性回调影响, 公司业绩出现下滑, 2018 年前三季度公司实现营收 20.2 亿元, 同比下降 12.8%。实现归母净利润 6.1 亿元, 同比下滑 18.8%。从业绩拆分看, 2017 年公司电子烟业务占营收比重过半, 测算贡献净利润超过 70%。因此, 2018 年电子烟业务回调对公司总体业绩影响较为明显。**

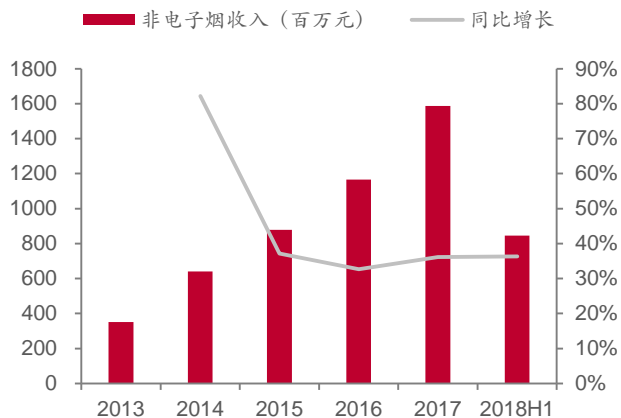
图表 139: 盈趣科技主营业务收入变动


来源: 公司公告、中泰证券研究所

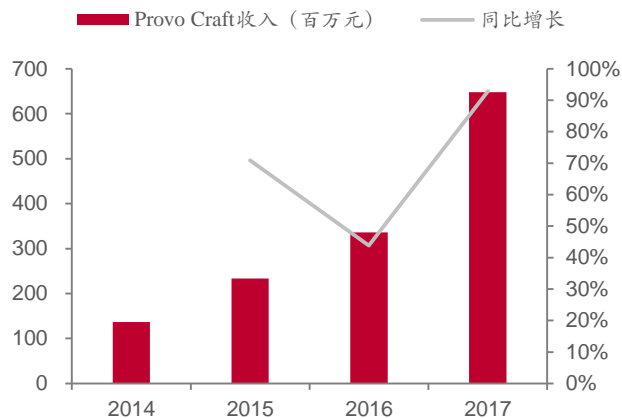
图表 140: 盈趣科技归母净利润变动


来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 客户开拓成效显著, 未来成长性有保障。**2013 年以罗技产品为代表的智能控制部件占公司营收比重的 90%。**2014 年公司导入 Provo craft 旗下的家用雕刻机业务, 并一直保持高速发展, 2014-2017 年收入 CAGR 达到 67%。**同年为雀巢提供咖啡机人机界面组合, 至今该业务保持较为稳健的增长。2015 年公司进入 Asetek 体系, 供应水冷散热系统 (用于高性能电脑 CPU 散热), 至 2017 年该业务收入 CAGR 为 92%。

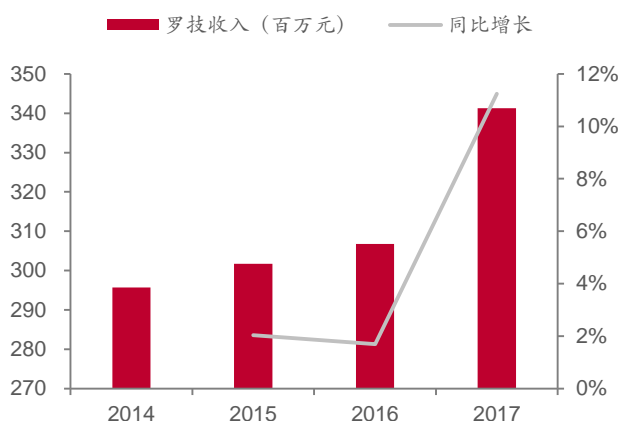
图表 141: 非电子烟业务 13-17 年收入 CAGR=45%


来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 142: 家用雕刻机 14-17 年收入 CAGR=67%


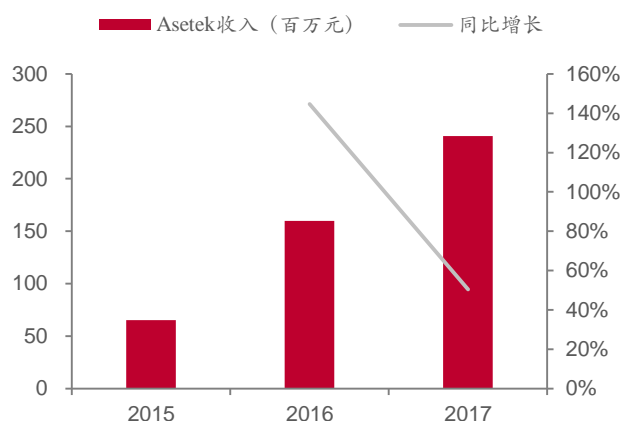
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 143: 罗技业务近年增速基本稳健



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 144: 水冷散热系统 15-17 年收入 CAGR=92%



来源: 公司公告、中泰证券研究所

- **量价齐升保业绩，产业链空间重新打开释放估值弹性。**2018 年受电子烟设备销售下滑影响，公司遭遇戴维斯双杀。但展望 2019 年，我们认为 IQOS 产业链见底后有望在量价齐升的逻辑支持下实现反弹，如 FDA 放行 IQOS 进入美国市场，则产业链增长空间将重新打开，盈趣科技有望因此明显受益（由于 PMI 向 FDA 提交的申请材料中明确规定了产品参数，申请提交时盈趣科技是 IQOS 精密塑胶件唯一供应商，我们判断若 IQOS 进入美国市场，盈趣科技有望成为第一代产品的独家供应商），有望实现盈利估值双升。非电子烟业务方面，公司积极切入戴森、博世、吉利等优质客户，未来预期将继续保持较高增速。双管齐下，公司有望重回高速增长轨道。
- **投资建议：**我们预估公司 2018-2020 年实现归母净利润 8.81、11.44、13.84 亿元，同比下滑 10.5%，增长 29.9%和增长 21.1%，对应 EPS 为 1.92、2.49、3.02 元，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格大幅上涨风险

- 轻工板块企业盈利能力与上游原材料价格关联较为密切，若原材料价格出现大幅上涨，可能导致企业成本承压并对业绩造成影响。

宏观经济波动风险

- 宏观经济与板块子行业需求联动性较高，若宏观经济出现波动，可能影响行业需求。

地产景气度下滑风险

- 家居板块业绩与市场预期与地产景气度相关性较高，若地产景气度下滑，可能影响板块表现。

行业政策变化风险

- 造纸板块、新型烟草产业链受政策影响较为明显。若政策收紧，可能对投资收益造成影响。

投资评级说明:

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

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

重要声明:

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

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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

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