

# 梅花香自苦寒来

## ——造纸轻工行业 2019 年投资策略

行业年度报告

◆**需求下行大势下的破局之道**：2018 年宏观经济增速的下行逐步成为市场一致预期，我们认为这样的预期大概率将会持续到 19 年，并且在实体经济层面逐步证实。而轻工板块兼具周期和消费属性，家居、包装、造纸等主要子板块都在不同程度上受到需求下行的影响，因此我们认为，2019 年轻工板块的投资思路更多地要从微观层面，自下而上寻找份额能够持续提升的企业，并且分析份额提升的逻辑，和相关龙头公司的特征。

◆**家居板块**：定制家居方面，行业从 1.0 时代进入到 2.0 时代，我们认为能够适应行业变革，并且及时进行突破的公司将会在市场的洗牌中脱颖而出。成品家居由于目前还处在行业集中度提升的阶段，因此，龙头企业可以通过加强渠道下沉，提升品牌建设力度，加大研发投入与促进行业整合等手段，进一步抢占市场份额。

◆**包装板块**：龙头包装企业一体化经营程度高、成本控制及客户开拓能力强，将在集中度提升过程中充分受益。我们总结龙头公司主要通过三种模式提升市场份额：一类通过并购外延等方式进军新型包装业务；一类则是在现有需求领域内开拓新客户抢占份额。第三类则是提供供应链新模式，加速上下游整合，提升行业集中度。另外，纸价高位回落有助缓解包装纸企业成本端压力，我们预计包装板块盈利能力将随着纸价回落逐步回升。

◆**造纸板块**：我们认为 19 年造纸景气度将弱于 17、18 年，成本端及需求端驱动涨价逻辑略有弱化。细分纸种来看，文化纸因供需及竞争格局较好，价格更具韧性；而包装纸尤其是箱板/瓦楞纸，由于需求增速放缓及新增产能有所加快，价格存在回调压力。造纸板块我们建议关注消费属性较强的生活用纸，核心驱动力来自浆价下行，成本弹性将逐步显现。

◆**投资建议**：寻找穿越周期的机会。我们结合自上而下、自下而上两条思路来寻找投资标的：1) 自上而下：寻找行业竞争格局好、公司竞争优势强、未来市占率提升逻辑传导顺畅的标的，推荐顾家家居、中顺洁柔、裕同科技、合兴包装；2) 自下而上关注可以穿越周期，或者有主题性机会的标的，推荐劲嘉股份、东港股份、曲美家居、晨光文具。

◆**风险分析**：地产景气下行风险，汇率波动风险，原材料价格上涨风险。

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
002191	劲嘉股份	7.81	0.38	0.48	0.58	20	16	14	买入
002117	东港股份	14.15	0.64	0.81	1.04	22	18	14	买入
603818	曲美家居	6.70	0.50	0.37	0.81	13	18	8	买入
603816	顾家家居	45.00	1.91	2.48	3.33	24	18	14	增持
002511	中顺洁柔	8.52	0.27	0.34	0.43	31	25	20	增持
603899	晨光文具	30.25	0.69	0.88	1.13	44	35	27	增持
002831	裕同科技	40.06	2.33	2.33	2.97	17	17	13	增持
002228	合兴包装	4.28	0.13	0.46	0.37	33	9	12	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 12 月 28 日

### 增持（维持）

#### 分析师

黎泉宏 (执业证书编号：S0930518040001)

[liqh@ebsec.com](mailto:liqh@ebsec.com)

袁雯婷 (执业证书编号：S0930518070003)

021-52523676

[yuanwt@ebsec.com](mailto:yuanwt@ebsec.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

#### 相关研报

稳健布局，深挖龙头——造纸轻工行业 2018 年下半年投资策略

2018-06-07

## 投资聚焦

### 研究背景

关于“梅花香自苦寒来”：2018年宏观经济增速的下行逐步成为市场一致预期，我们认为这样的预期大概率将会持续到19年，并且在实体经济层面逐步证实。而轻工板块兼具周期和消费属性，家居、包装、造纸等主要子板块都在不同程度上受到需求下行的影响。因此，我们认为2019年的投资思路更多地要从微观层面，自下而上，寻找份额提升的企业和个股，只有这样的公司，才能在宏观背景低迷的大环境下，还能保持稳定的成长，也只有这样的公司，才能够在整体板块大幅下挫的情况下，出现价值低估的可能性，从而找到投资机会。所以我们将从份额提升的角度，来看待轻工各个子板块，并且分析份额提升的逻辑，和相关龙头公司的特征。

但市场份额提升的过程不是一蹴而就的，需要企业通过各方面竞争优势的提升（比如产品、渠道、设计、供应链管理），抓住行业发展机遇，才能在行业发展的过程中脱颖而出，实现市场份额的提升。因此，我们认为该过程与“梅花香自苦寒来”的含义有相通，故将该篇策略报告命名为“梅花香自苦寒来”。

### 我们的创新之处

我们提出一个不同于市场的新思路，来探索需求萎靡下的破局之道。轻工行业的下游需求本身是块蛋糕，蛋糕的增长跟宏观经济和国民收入的增长呈明显的正相关关系，在蛋糕增长缓慢的情况下，什么样的公司能够有更好的投资机会？我们更多地从蛋糕的份额变化来看待企业，因此，2019年的投资思路更多地要从微观层面，自下而上，寻找份额提升的企业和个股，只有这样的公司，才能在宏观背景低迷的大环境下，还能保持稳定的成长，也只有这样的公司，才能够在整体板块大幅下挫的情况下，出现价值低估的可能性，从而找到投资机会。

### 投资观点

我们结合自上而下、自下而上两条思路来寻找投资标的：

1) 自上而下：寻找行业竞争格局好、公司竞争优势强、未来市占率提升逻辑传导顺畅的标的，推荐顾家家居、中顺洁柔、裕同科技、合兴包装；

2) 自下而上关注可以穿越周期，或者有主题性机会的标的，推荐劲嘉股份、东港股份、曲美家居、晨光文具。

# 目 录

1、 轻工行业：需求下行大势下的破局之道 .....	9
2、 家居板块：行业变革期，挑战与机遇并存 .....	11
2.1、 地产后周期效应仍存，但存量房占比提升将削平地产销售增速下滑影响 .....	11
2.1、 宜得利：如何实现逆势成长 .....	12
2.2、 新形势下，具备优势的成品家居企业成长更确定 .....	19
2.3、 定制家居：行业变革期，重新审视定制企业核心竞争力 .....	26
3、 包装板块：行业集中，利好龙头 .....	36
3.1、 包装板块具备防御性，下行周期中优于大市 .....	36
3.2、 原材料成本将下降，行业盈利或迎拐点 .....	37
3.3、 对比海外：行业集中度提升是长逻辑 .....	39
3.4、 从北美纸包装龙头 IP（国际纸业）发展史看行业集中度提升逻辑 .....	40
3.5、 市占率提升逻辑：外延并购扩充品类，新拓客户增加份额 .....	43
4、 造纸板块：成本优势塑造龙头纸企长期竞争力，重点关注生活用纸行业 .....	44
4.1、 供给侧改革叠加原材料价格上涨推动行业复苏 .....	44
4.2、 原材料端价格判断：19 年木浆、废纸价格中枢预计将低于 17-18 年 .....	45
4.3、 成品纸：大宗纸价格存在回调压力，关注生活用纸成本弹性 .....	50
5、 其它轻工：寻找穿越周期的机会 .....	56
5.1、 新型烟草：东风渐起，国内市场存在较大发展潜力 .....	56
5.2、 电子发票：政策暖风助推电子发票行业发展，行业潜在规模较大 .....	58
5.3、 文具行业：小产品大市场，结构升级推动行业稳定增长 .....	58
6、 投资建议：遵循自上而下、自下而上两条思路来寻找标的 .....	59
6.1、 劲嘉股份：积极践行大包装战略，前瞻布局新型烟草制品领域 .....	59
6.2、 东港股份：票据印刷龙头企业，前瞻布局电子发票等新业务 .....	60
6.3、 曲美家居：渠道产品技术协同发力，新曲美开启新征程 .....	62
6.4、 顾家家居：外延布局持续落地，一站式大家居龙头即将启航 .....	63
6.5、 中顺洁柔：稳健增长的优质消费品企业 .....	64
6.6、 晨光文具：竞争优势显著的细分领域龙头企业 .....	65
6.7、 裕同科技：高端客户资源行业领先，稳居消费品包装龙头地位 .....	68
6.8、 合兴包装：品牌优势+布局智能业务+并购整合，多维度发力助推公司成长 .....	72
7、 重点推荐标的估值表 .....	75
8、 风险分析 .....	75

## 图表目录

图表 1：住房销售景气度下滑.....	9
图表 2：社会零售与人均可支配收入增速趋缓.....	9
图表 3：近年来出口金额增速趋缓.....	9
图表 4：图书、期刊总印数呈下滑趋势.....	9
图表 5：食品饮料领域需求增速渐趋平稳.....	10
图表 6：家用电器领域需求增速渐趋平稳.....	10
图表 7：智能手机需求持续下滑.....	10
图表 8：快递业务需求增速渐趋平稳.....	10
图表 9：我国住宅商品房销售面积增速逐步下滑.....	11
图表 10：我国住宅房屋竣工面积逐步下滑.....	11
图表 11：我国存量房翻新占总家装面积比例逐渐上升（成品家居（软体）测算）.....	12
图表 12：我国存量房翻新占总家装面积比例逐渐上升（定制家居测算）.....	12
图表 13：2000-2017 年宜得利销售收入变化.....	13
图表 14：2000-2017 年宜得利净利润变化.....	13
图表 15：2003-2018 年宜得利股价与日经零售业指数对比.....	13
图表 16：宜得利发展历程变迁第一阶段.....	14
图表 17：宜得利发展历程变迁第二阶段.....	14
图表 18：宜得利“制造、物流、零售”商业模式.....	15
图表 19：宜得利品牌分类.....	16
图表 20：2010-2017 年宜得利存货周转天数和存货周转率变化.....	16
图表 21：2010-2017 年宜得利网点变化.....	17
图表 22：宜得利的销售渠道.....	17
图表 23：供应链全方位精细化成本控制，保证低价高质.....	18
图表 24：11 年至 17 年间宜得利毛利率均超过 50%，净利率保持 10% 左右.....	18
图表 25：宜得利中国台湾卖场图片.....	19
图表 26：宜得利中国大陆卖场图片.....	19
图表 27：2017 年中国床垫市场集中度情况.....	19
图表 28：2017 年美国床垫市场集中度情况.....	19
图表 29：软体家居行业与家电行业对比.....	20
图表 30：软体家居行业集中度提升路径.....	20
图表 31：软体家居行业特点.....	21
图表 32：我国软体家具市场规模预测.....	21
图表 33：三大成品家具龙头渠道门店总数（家）.....	22
图表 34：三大成品家具龙头城市覆盖率（2017 年）.....	22
图表 35：软体龙头自主品牌建设及品牌营销模式.....	23
图表 36：顾家家居品牌展示.....	23

图表 37：喜临门品牌展示.....	23
图表 38：2015-2017 年软体龙头不断加大研发支出（百万元）.....	24
图表 39：软体龙头工艺技术及研发技术专利.....	24
图表 40：软体龙头横向并购实现品类扩张.....	25
图表 41：2016 年以来 TDI 国内现货价格走势（元/吨）.....	25
图表 42：TDI 全球产能与需求量之间缺口逐渐增大.....	25
图表 43：2017 年顾家家居与喜临门在美业务情况.....	26
图表 44：18 年前三季度定制板块收入同增 22%.....	27
图表 45：18 年前三季度定制板块净利润同增 29%.....	27
图表 46：定制板块毛利率仍呈现上升态势.....	27
图表 47：定制板块预收账款同比增速持续下滑.....	27
图表 48：定制家居行业发展阶段 2.0.....	28
图表 49：2016 年末我国定制衣柜市场渗透率.....	28
图表 50：2016 年末我国定制橱柜市场渗透率.....	28
图表 51：家居企业渠道多元化是大势所趋.....	29
图表 52：主要定制家居企业门店扩张节奏（门店总数）.....	29
图表 53：主要定制企业衣柜门店单店提货额（2017 年）.....	30
图表 54：主要定制企业橱柜门店单店提货额（2017 年）.....	30
图表 55：各省或部门关于推动全装修发展的政策.....	31
图表 56：主要定制企业大宗业务收入及增速.....	31
图表 57：主要定制企业大宗业务占总收入比例.....	31
图表 58：尚品宅配 O2O 引流服务收入同比增速.....	32
图表 59：主要上市定制企业覆盖的产品品类.....	33
图表 60：各定制企业陆续推出促销引流套餐.....	34
图表 61：欧派家居衣柜/橱柜单位成本呈下降趋势.....	35
图表 62：索菲亚、好莱客衣柜单位成本.....	35
图表 63：主要上市企业信息化和生产能力.....	35
图表 64：定制家居企业综合实力评分.....	36
图表 65：包装印刷板块指数（申万 II 级）与上证指数累计涨跌幅对比图.....	36
图表 66：包装印刷板块（申万 II 级）近 3 年 PE-Bands.....	37
图表 67：部分上市公司销售毛利率（%）变化趋势.....	37
图表 68：部分上市公司净利润同比增速.....	37
图表 69：箱板纸、瓦楞纸、白卡纸价格 2018 年有明显回落趋势.....	38
图表 70：塑料包装原材料价格较稳定.....	38
图表 71：铝锭价格 2018 年以来逐渐企稳.....	38
图表 72：2017 年北美纸包装市场 CR4 达 82%.....	39
图表 73：2017 年我国纸包装市场 CR4 仅为 5.8%.....	39
图表 74：北美纸包装市场龙头市占率提升趋势.....	39

图表 75：国内纸包装市场龙头市占率提升趋势	40
图表 76：国际纸业几大重要业务收入结构图	41
图表 77：2005-2017 年 IP 营收净利规模及同比增速	41
图表 78：2005 年以来 IP 关键财务指标	41
图表 79：公司重大收购兼并事件（不完全整理）	42
图表 80：国际纸业营业收入分地区结构变化图	42
图表 81：纸包装龙头纷纷转型寻找市占率提升路径	43
图表 82：2015-2018 年四家包装龙头拓展客户情况	44
图表 83：16-18 年初纸张价格持续上涨至高位	45
图表 84：16 年中期至 17 年底纸企盈利出现修复	45
图表 85：纸业落后产能淘汰统计	45
图表 86：纸业集中度持续提升（产量口径，CR10）	45
图表 87：我国木浆进口依存度较高（2017）	46
图表 88：2017 年我国进口木浆消耗量达到 2112 万吨	46
图表 89：中国成拉动全球木浆消费增长的重要驱动力	46
图表 90：我国纸张产量增速有所下降	46
图表 91：我国木浆进口量增速同比有所下滑	46
图表 92：18-20 年全球木浆新增产能统计	47
图表 93：欧洲港口木浆库存 18 年起持续上升	47
图表 94：国内青岛港、常熟港木浆库存持续上升	47
图表 95：针叶浆内外盘价差有所扩大	48
图表 96：阔叶浆内外盘价差有所扩大	48
图表 97：外盘浆价已出现小幅回落（美元/吨）	48
图表 98：18 年 10 月当月我国废纸进口量下滑 27%	49
图表 99：17 年以来进口废纸管控趋严	49
图表 100：龙头企业配额优势明显（18 年废纸配额占比）	49
图表 101：2018 年废纸配额各批次情况	49
图表 102：国废价格已有所回落	50
图表 103：内外废价差模拟（元/吨）	50
图表 104：铜版纸价格自高点有所回落	50
图表 105：胶版纸价格自高点有所回落	50
图表 106：白卡纸价格自高点有所回落	51
图表 107：箱板纸价格自高点有所回落	51
图表 108：18 年纸张消费量增速明显下滑	51
图表 109：箱板纸企业库存天数持续回升	51
图表 110：我国纸业固定资产投资额增速维持低位	51
图表 111：18-19 年纸业产能扩张节奏有所加快	51
图表 112：近三年生活用纸需求端保持平稳增长	52

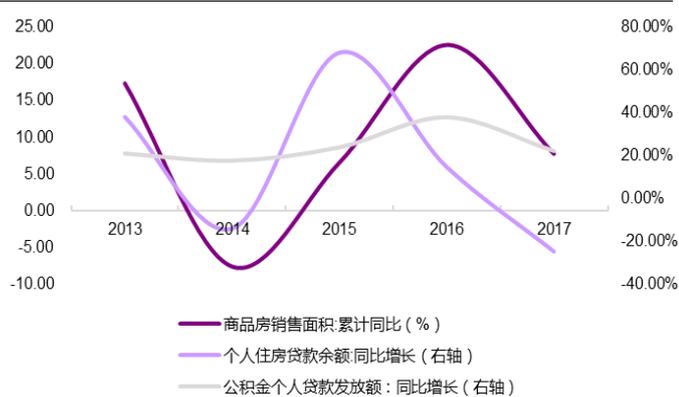
图表 113：生活用纸产能扩张节奏有所加快	52
图表 114：生活用纸价格相对稳定	53
图表 115：我国生活用纸行业集中度仍有较大提升空间	53
图表 116：生活用纸四大龙头企业对比	53
图表 117：铜版纸消费量维持低速增长	54
图表 118：未涂布印刷纸消费量维持低速增长	54
图表 119：铜版纸近两年基本无新增项目	54
图表 120：胶版纸年均新增产能有所较少	54
图表 121：17-18 年白卡纸产能扩张节奏明显放缓	55
图表 122：白卡纸行业集中度较高（2017）	55
图表 123：箱板/瓦楞纸消费增速与社零增速	55
图表 124：箱板/瓦楞纸下游应用领域广泛（2017）	55
图表 125：18-19 年箱板/瓦楞纸产能扩张节奏有所加快	56
图表 126：箱板/瓦楞纸 CR5 约 50%（2017）	56
图表 127：全球蒸汽式电子烟市场规模及增长	56
图表 128：全球 HNB 产品市场规模保持较快增长	56
图表 129：美国是蒸汽电子烟第一销售国（2015 年）	57
图表 130：部分国家电子烟渗透率（2015 年）	57
图表 131：2012-2017 年中国电子烟行业市场规模	57
图表 132：2009-2015 年中国电子烟行业需求量	57
图表 133：我国电子发票相关政策	58
图表 134：我国文具行业主要构成	59
图表 135：我国书写工具行业规模增长稳健	59
图表 136：劲嘉股份 18Q3 收入增 13%（单季）	60
图表 137：劲嘉股份 18Q3 净利润增 26%（单季）	60
图表 138：劲嘉股份盈利预测与估值	60
图表 139：东港股份营收及增长（单季）	61
图表 140：东港股份归母净利润及增长（单季）	61
图表 141：东港股份盈利预测与估值	61
图表 142：曲美家居盈利预测与估值	63
图表 143：顾家家居盈利预测与估值	64
图表 144：中顺洁柔盈利预测与估值	65
图表 145：晨光文具营收及增长（单季）	65
图表 146：晨光文具归母净利润及增长（单季）	65
图表 147：晨光文具收入分项预测	66
图表 148：晨光文具可比公司估值表	67
图表 149：晨光文具盈利预测与估值	67
图表 150：裕同科技营收及增长（单季）	68

图表 151：裕同科技归母净利润及增长（单季） .....	68
图表 152：裕同科技客户分布（截至 2017 年） .....	69
图表 153：裕同包装整体解决方案 .....	70
图表 154：裕同科技收入分项预测 .....	70
图表 155：裕同科技可比公司估值表 .....	71
图表 156：裕同科技盈利预测与估值 .....	71
图表 157：合兴包装营收及增长（单季） .....	72
图表 158：合兴包装归母净利润及增长（单季） .....	72
图表 159：合兴包装收入分项预测 .....	73
图表 160：合兴包装可比公司估值表 .....	74
图表 161：合兴包装盈利预测与估值 .....	74
图表 162：重点公司盈利预测与估值表 .....	75

## 1、轻工行业：需求下行大势下的破局之道

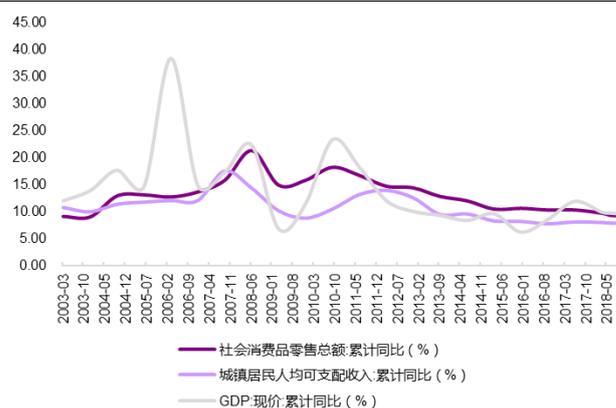
2018 年，宏观经济增速的下行逐步成为市场的一致预期，我们认为这样的预期大概率将会持续到 19 年，并且在实体经济层面逐步证实。在总量低迷的大背景下，具体的行业需求也难言乐观，就轻工板块而言，本身具备周期和消费的双重属性，下游需求的增速跟宏观经济增速的相关性也是较高的。例如家居，由于地产周期的下行，导致客流明显减少，这既在 2018 年的家居公司业绩中体现，也经过了草根调研的验证。此外，造纸板块也是如此，2018 年的四季度，由于需求低迷，旺季不旺所导致的纸价下跌已经能够较充分地说明问题。而包装跟整个宏观和行业的需求密切相关，贸易摩擦对于 19 年出口的影响将会在上半年大幅体现，这会对于包装的需求产生影响，而下游家电、电子、食品饮料、电商等等领域行业数据的下台阶，从另一个层面反映出包装需求的压力。此外其他类型的轻工行业大多数更具消费属性。消费行业增速的下行和由于财富效应导致的消费降级也逐步形成共识。在整体需求不容乐观的情况下，我们应该如何看待轻工行业？

图表 1：住房销售景气度下滑



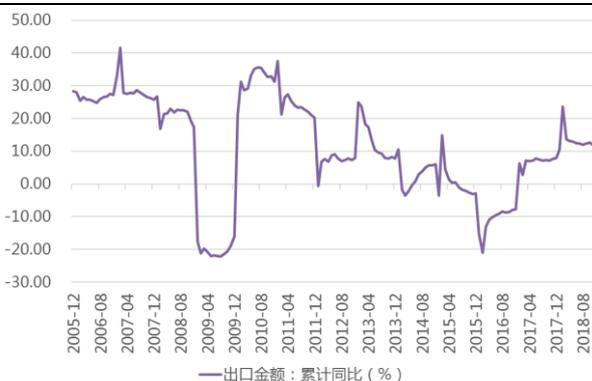
资料来源：Wind，光大证券研究所（数据更新至 2017 年）

图表 2：社会零售与人均可支配收入增速趋缓



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据更新至 2018 年 9 月）

图表 3：近年来出口金额增速趋缓



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据更新至 2018 年 11 月）

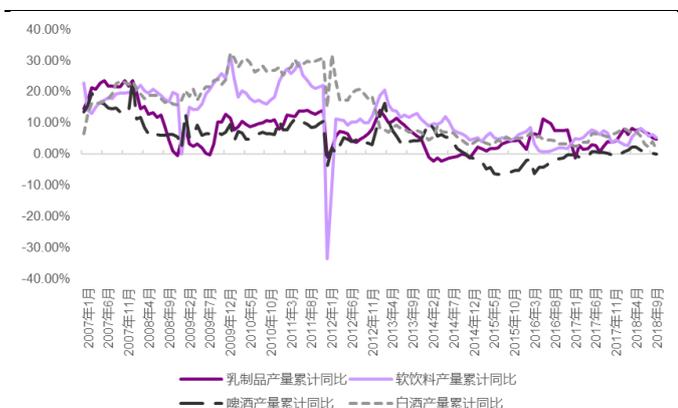
图表 4：图书、期刊总印数呈下滑趋势



资料来源：Wind，光大证券研究所

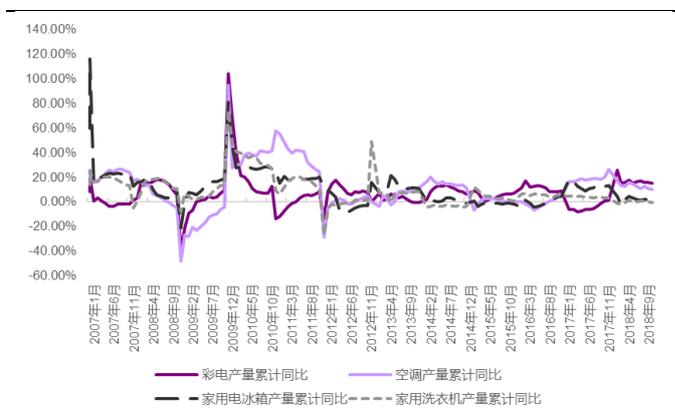
我们提出一个不同于市场的新思路，来探索需求萎靡下的破局之道。轻工行业的下游需求本身是块蛋糕，蛋糕的增长跟宏观经济和国民收入的增长呈明显的正相关关系，在蛋糕增长缓慢的情况下，什么样的公司能够有更好的投资机会？我们更多地从蛋糕的份额变化来看待企业，因此，2019 年的投资思路更多地要从微观层面，自下而上，寻找份额提升的企业和个股，只有这样的公司，才能在宏观背景低迷的大环境下，还能保持稳定的成长，也只有这样的公司，能够在整体板块大幅下挫的情况下，出现价值低估的可能性，从而找到投资机会。所以我们将从份额提升的角度，来看待轻工各个子板块，并且分析份额提升的逻辑，和相关龙头公司的特征。在这个过程中，我们还会参考国外的经验，找到那些能够穿越周期的龙头，并且对照中国企业进行分析。

图表 5：食品饮料领域需求增速渐趋平稳



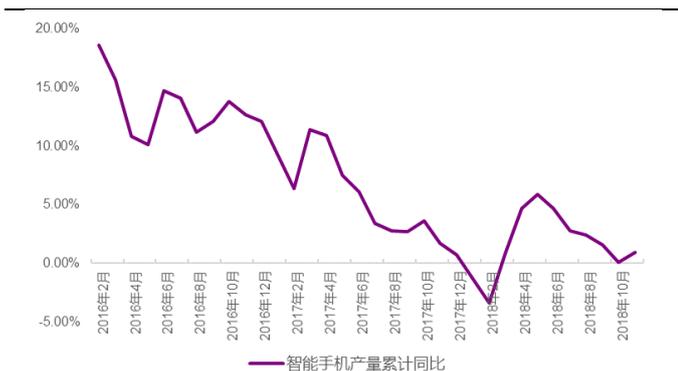
资料来源：Wind，光大证券研究所（数据更新至 2018 年 11 月）

图表 6：家用电器领域需求增速渐趋平稳



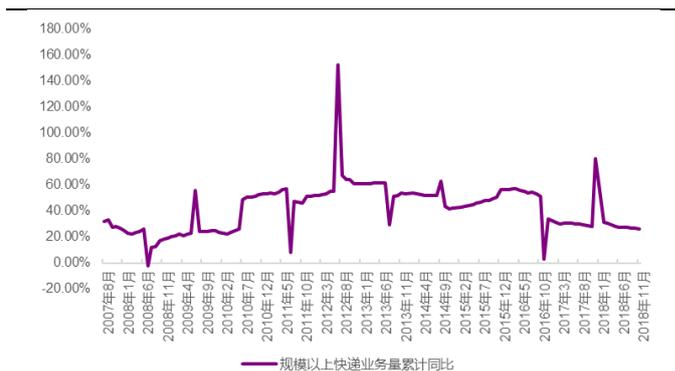
资料来源：Wind，光大证券研究所（数据更新至 2018 年 11 月）

图表 7：智能手机需求持续下滑



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据更新至 2018 年 11 月）

图表 8：快递业务需求增速渐趋平稳



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据更新至 2018 年 11 月）

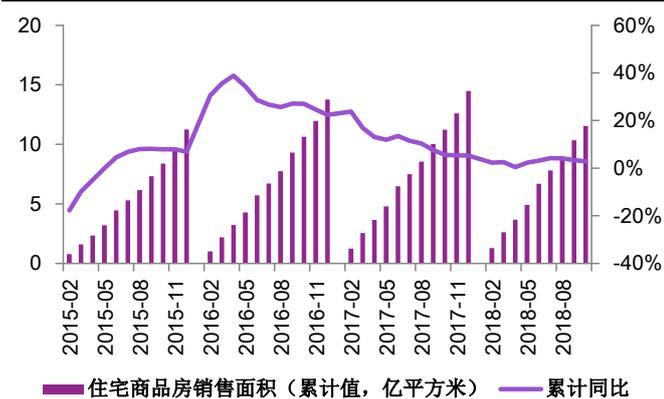
## 2、家居板块：行业变革期，挑战与机遇并存

### 2.1、地产后周期效应仍存，但存量房占比提升将削平地产销售增速下滑影响

家居行业为地产产业链的下游行业，受到地产景气度的一定影响，我们初步测算家居销售一般滞后地产销售 8-10 个月。2016 年我国房地产销售回暖，房地产销售增速上升，在 2016 年 4 月达到峰值 36.5%；家居行业受益于房地产红利，叠加加速开店等驱动，2017 年上半年家居企业收入增速普遍有所加快。随着 2016 年 10 月地产调控措施的陆续出台，地产销售增速逐步下滑；受房地产后周期效应影响，2017 年下半年起，家居行业收入增速中枢也呈现下降趋势。

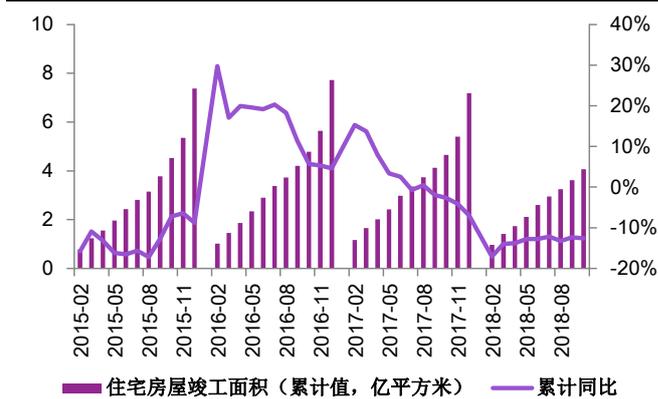
2018 年 1-10 月我国住宅商品房销售面积 11.5 亿平，同比增长 2.8%；住宅房屋竣工面积 4.1 亿平，同比下降 12.6%。因此，考虑滞后周期，仅从地产拉动效应角度出发，我们判断 2019 年家居行业收入端整体仍将承压。

图表 9：我国住宅商品房销售面积增速逐步下滑



资料来源：国家统计局，Wind，光大证券研究所

图表 10：我国住宅房屋竣工面积逐步下滑



资料来源：国家统计局，Wind，光大证券研究所

**存量房占比提升削平地产销售增速下滑影响：**一般而言，住房翻新周期在 10-15 年之间。2005 年以来的 10 年是我国商品房销售快速增长的十年，以此推算，未来几年将是 2005 年及其后几年出售的住宅翻新需求释放的时期。另外，存量房翻新往往与居民改善型消费需求有关，因此，我们认为存量房的占比提升将削平地产销售下滑对家居行业的影响。

我们对存量房翻新占总装修比例做一个简单的测算：根据建设部发布的《2005 年城镇房屋概况统计公报》，我国 2005 年全国城镇住宅建筑面积 107.69 亿平方米，以每年住宅类房屋竣工面积近似社会房屋存量增长规模，可以得到我国各年存量住宅面积。假设存量房翻新周期为 N 年，考虑到每年住宅销售面积中期房的家装需求会延迟释放，我们假设当年销售期房产生的家装需求会在下一年释放，因此当年新增住宅家装面积为当年现房销售面积加前一年期房销售面积。当年存量房翻新面积则为 N 年前的当年新增家装面积。

综合考虑成品家居和定制家居的板材性质、更换难度等，我们假设成品家居（软体）、定制家居翻新周期分别为 8 年、10 年，对应测算存量房翻新占总装修面积的比例：

图表 11：我国存量房翻新占总家装面积比例逐渐上升（成品家居（软体）测算）

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
住宅房屋竣工面积（亿平方米）	7.38	7.72	7.18	-	-	-
存量房面积（亿平方米）	172.06	179.78	186.96	194.44	202.22	210.31
存量房面积 YOY	4.48%	4.49%	3.99%	4.00%	4.00%	4.00%
住宅商品房销售面积（亿平方米）	11.24	13.75	14.48	14.77	14.99	15.14
住宅商品房销售面积 YOY	6.87%	22.36%	5.27%	2.00%	1.50%	1.00%
销售现房占比	23.04%	23.22%	21.58%	20.00%	20.00%	20.00%
销售现房面积（亿平方米）	2.59	3.19	3.12	2.95	3.00	3.03
销售期房面积（亿平方米）	8.65	10.56	11.35	11.81	11.99	12.11
当年新房装修面积（亿平方米）	10.74	11.84	13.69	14.31	14.81	15.02
存量房家具更换周期（年）	8	8	8	8	8	8
存量房翻新面积（亿平方米）	5.63	6.46	6.23	8.38	9.32	9.73
住宅房屋总装修面积（亿平方米）	16.37	18.31	19.91	22.69	24.14	24.75
存量房翻新占比	34.40%	35.31%	31.27%	36.94%	38.63%	39.31%
存量房翻新占总家装比例	3.27%	3.60%	3.33%	4.31%	4.61%	4.63%

资料来源：Wind，光大证券研究所测算

图表 12：我国存量房翻新占总家装面积比例逐渐上升（定制家居测算）

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
住宅房屋竣工面积（亿平方米）	7.38	7.72	7.18	-	-	-
存量房面积（亿平方米）	172.06	179.78	186.96	194.44	202.22	210.31
存量房面积 YOY	4.48%	4.49%	3.99%	4.00%	4.00%	4.00%
住宅商品房销售面积（亿平方米）	11.24	13.75	14.48	14.77	14.99	15.14
住宅商品房销售面积 YOY	6.87%	22.36%	5.27%	2.00%	1.50%	1.00%
销售现房占比	23.04%	23.22%	21.58%	20.00%	20.00%	20.00%
销售现房面积（亿平方米）	2.59	3.19	3.12	2.95	3.00	3.03
销售期房面积（亿平方米）	8.65	10.56	11.35	11.81	11.99	12.11
当年新房装修面积（亿平方米）	10.74	11.84	13.69	14.31	14.81	15.02
存量房家具更换周期（年）	10	10	10	10	10	10
存量房翻新面积（亿平方米）	4.08	4.79	5.63	6.46	6.23	8.38
住宅房屋总装修面积（亿平方米）	14.82	16.63	19.32	20.77	21.04	23.40
存量房翻新占比	27.54%	28.80%	29.15%	31.12%	29.59%	35.82%
存量房翻新占总家装比例	2.37%	2.66%	3.01%	3.32%	3.08%	3.99%

资料来源：Wind，光大证券研究所测算

## 2.1、宜得利：如何实现逆势成长

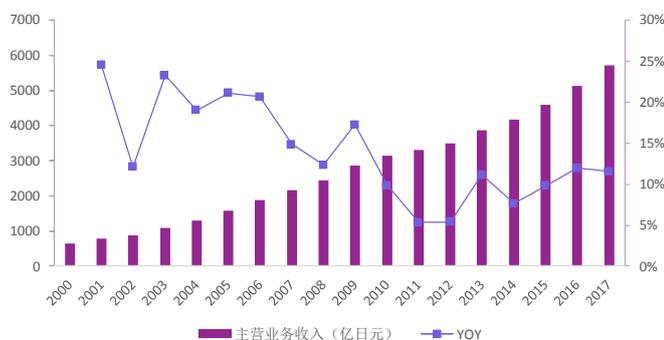
### 2.1.1、宜得利——日本家居业的龙头企业

宜得利（Nitori）是日本最大的家居家饰企业集团，创立于 1987 年；主要产品包括家居用品、饰品、配件和固定装置等；主要服务对象为个人和企业。对于个人或家庭客户，宜得利主要以“Deco Home”家居时尚商店和

Nitori 购物中心、家居卖场为零售终端并提供装修服务；对于房屋租赁、公司、医院、酒店等企业客户，宜得利主要提供家居整体规划设计及施工服务。

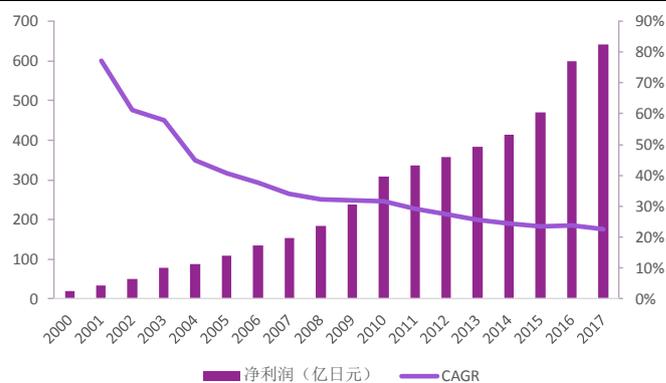
宜得利在日本萧条时期逆势上升，近 30 年实现收入、利润的持续增长。1990 年后，日本经济逐步萧条，宜得利却在 1988-2017 年连续 30 年保持销售收入与净利润的持续增长。根据日本经济新闻，2017 年日本家具行业销售额约 32000 亿日元，由宜得利 2017 年日本地区销售额可得，宜得利 2017 年的市场占有率约 17.88%，相比 2004 年宜得利的市场占有率(约为 2.88%)提升了 15 个百分点。根据公司年报，2017 年宜得利销售收入为 5721 亿日元，约合人民币 349 亿元，同比增长 12%，2000-2017 年复合增速 13.83%。2017 年宜得利的净利润为 642.19 亿日元，约合人民币 39 亿元，同比增长 7%，2000 年-2017 年复合增速 22.74%。

图表 13：2000-2017 年宜得利销售收入变化



资料来源：公司年报，光大证券研究所

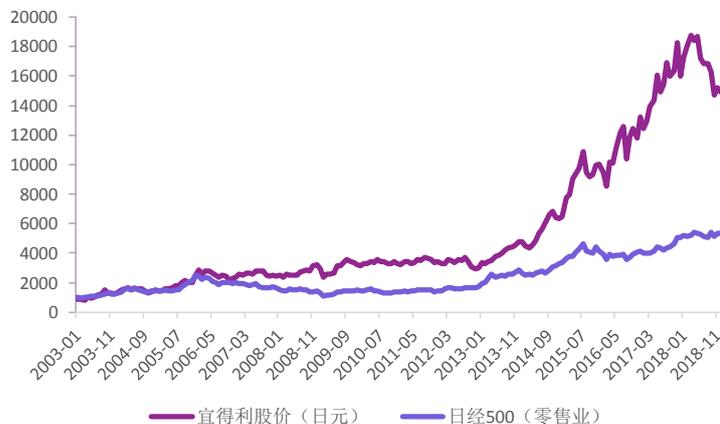
图表 14：2000-2017 年宜得利净利润变化



资料来源：公司年报，光大证券研究所

自 90 年代初日本经济泡沫破裂后，日本进入经济萧条期，宜得利却逆势成长，股价不断攀升，2003 年 1 月-2018 年 11 月，宜得利股价涨幅为 1613%，同期日经 500（零售业）涨幅为 417%，超额收益明显。根据日本时报 2017 年 5 月报道，宜得利已成为仅次于零售店巨头 Seven & I Holdings 和迅销集团的第三大最有价值的日本零售商。我们认为，在中国家居行业承压的今天，宜得利逆势成长，市场占有率持续提升的原因对我国家居企业具有一定的借鉴意义。

图表 15：2003-2018 年宜得利股价与日经零售业指数对比

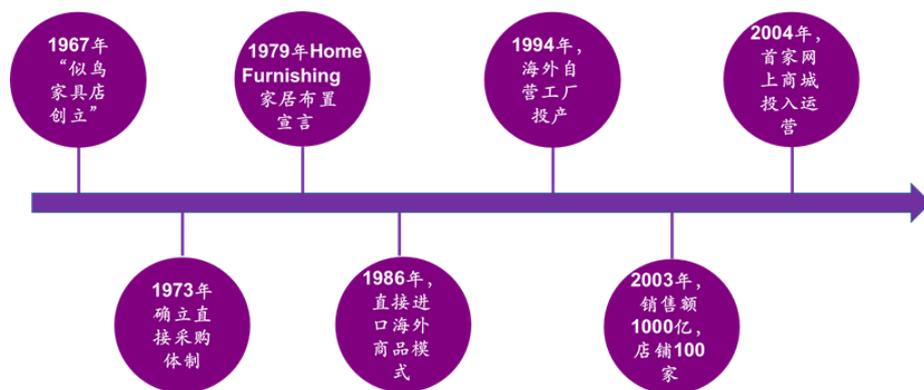


资料来源：Bloomberg，光大证券研究所（股价时间为 2003 年 01 月-2018 年 11 月）

## 2.1.2、宜得利发展历程：从“似鸟家具店”到宜得利集团

**1967-2007，逐步确立国内优势。**1967年，创始人似鸟昭雄在北海道创立了宜得利的前身“似鸟家具店”并在1973年确立了直接采购体制。1979年，宜得利发布 Home Furnishing 家具布置宣言，由家具店转变为自有品牌。直接进口海外商品的模式在1986年确立。1994年，宜得利的海外自营工厂投产，早在2003年，宜得利就实现了销售额1000亿日元，店铺数100家的成绩。2004年，宜得利首家网上商城也投入运行。

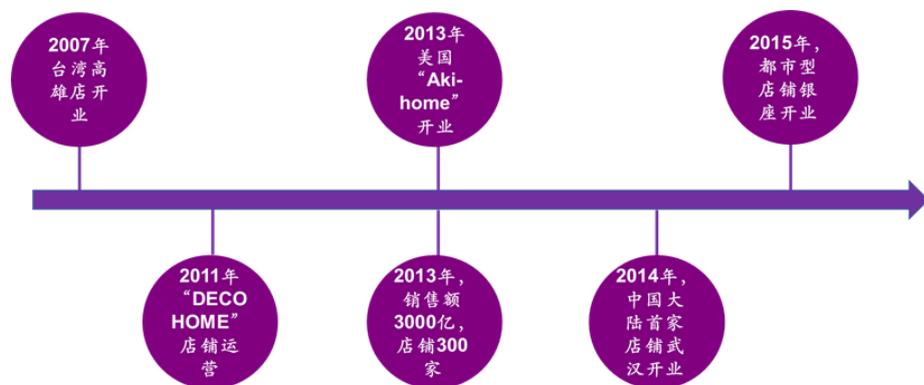
图表 16：宜得利发展历程变迁第一阶段



资料来源：公司官网，光大证券研究所

**拓展海外市场，向城市中心发展。**2007年，宜得利的首家海外店在台湾高雄开业，2011年，以购物中心运营业务为特点的新型店铺“Deco Home”开始运营，随后，在2013年，美国的新店 Aki-Home 开业，并在同一年实现了销售额3000亿日元，店铺数量300家的成就。2014年，中国大陆首家宜得利店铺在武汉开业，2015年，都市型店铺“银座春天百货店”开业。

图表 17：宜得利发展历程变迁第二阶段



资料来源：公司官网，光大证券研究所

### 2.1.3、四大优势推动宜得利持续增长

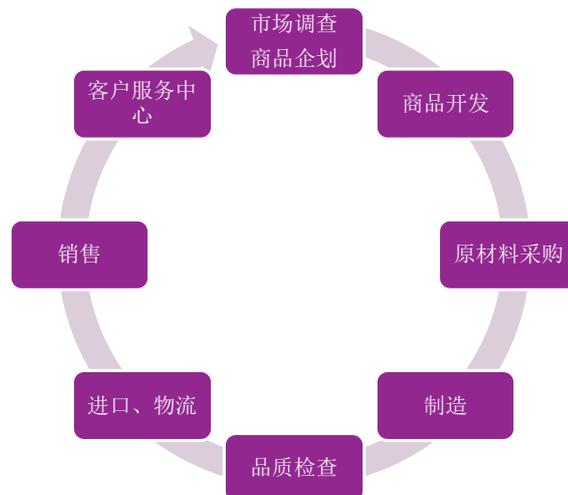
在了解了宜得利发展历程之后，我们对宜得利在日本经济下行时期逆势而上的原因进行深入研究，总结出以下四点原因：1) 宜得利产品具有价格优势，同时宜得利积极拓宽价格带，提供差异化产品满足不同消费群体；2) 宜得利全面铺开销售渠道，线上线下结合，以家居卖场、购物中心与家居时尚店等不同方式满足不同消费需求；3) 从原材料到卖场，宜得利完备的供应链使其产品全面让利消费者；4) 宜得利积极海外扩张，国际化布局为宜得利带来新利润增长点。以下针对各点进行详细说明。

#### 优势一：定位低价，拓宽价格带，差异化产品满足不同消费群体

**宜得利产品价格亲民，品质较高。**宜得利将年收入小于 800 万日元的中低消费群体作为主要目标客户，具有广阔的市场基础，产品价格便宜，同时宜得利多次进行打折促销，尤其是在经济低迷时期。2008 年宜得利开始全面降价策略，2010 年宜得利开始新一轮减价策略，3400 个商品价格降低 10%~40% 不等。经济低迷时期宜得利的价格优势是该阶段宜得利市场份额提升的重要因素之一。

**宜得利独有的“制造、物流、零售”SPA 商业模式 (Speciality retailer of Private label Apparel, 自有品牌专业零售商经营模式)，保证产品在每一环节的质量。**宜得利从生产采购到售后建立了全面的闭环系统，根据官网披露，2006 年宜得利推出“质量改革办公室”，依托产品生命周期贯彻质量控制。不仅检查成品问题，同时跨越开发、制造、物流、销售、售后五个步骤加强产品质量控制。所有产品包括原材料和配件都需经过严格的产品样本测试，同时在交付中心安排具有内部质量判断和产品维修资格的人员加强售后服务，建立全面的质量检查系统。据《零售业的全球策略：亚洲和欧洲经验》所述，2004 年宜得利的残次品率从 3.3% 降至 0.7%。2016 年被授予“经济产业大臣奖”。过硬的品质为宜得利赢得了品牌优势。

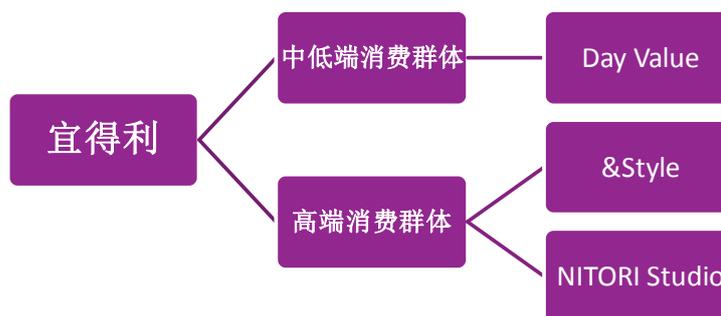
图表 18：宜得利“制造、物流、零售”商业模式



资料来源：公司官网，光大证券研究所

宜得利产品价格带较宽，给消费者更多的选择空间。宜得利产品从低价高品到独特设计，不同的产品适应不同消费需求。由于日本人口密度大，住房紧张，宜得利为适应中低收入消费者充分利用有限空间的存储理念，根据各种生活方式提供各种存储产品。如宜得利推出“DAY Value”品牌，旨在提供生活必需品，价格更低。针对高收入消费者，宜得利意在打造家居时尚产品，推出“&Style”品牌，定位中高端产品，强调风格设计和生活方式。同时宜得利推出定制化服务，建立“NITORI Studio”产品组，从颜色到尺寸、面料可由消费者自己决定。根据四季不同，宜得利推出“N 暖”、“N 酷”系列产品增加产品种类。

图表 19：宜得利品牌分类



资料来源：公司官网，光大证券研究所

宜得利大力发展家居饰品，转单一生产耐用品企业为生产耐用品与快速消费品企业。宜得利产品主要包括家具用品和家居饰品两大类，其中家具用品主要为大型家具为主，家居饰品主要以小型时尚饰品为主，如坐垫，餐具，室内花卉等，每年约占 50% 的销售收入，是销售收入的一大支柱。为满足消费者追求精致生活、生活必需品的需求，宜得利大力发展家居饰品，提供小型装饰类产品，在人流量较大的市中心开设连锁商店销售生活必须的快速高频消费品，减少了产品库存积压，一定程度上提高了库存周转。2010-2017 年宜得利存货周转率保持在 5 左右，高于日本家具平均周转率。2017 年宜得利存货周转天数为 72 天。

图表 20：2010-2017 年宜得利存货周转天数和存货周转率变化



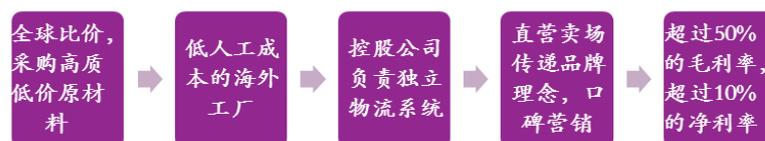
资料来源：公司年报，光大证券研究所



### 优势三：从原材料到卖场，供应链全面让利消费者

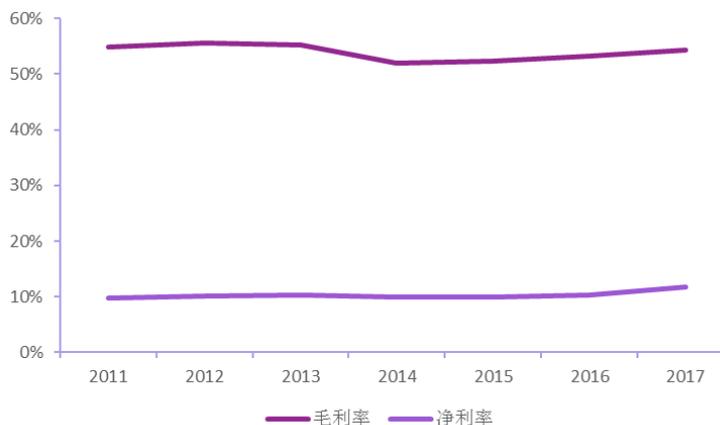
为了保证商品的绝对“高质低价”，宜得利在供应链的每一步都进行精细化成本与质量控制，力求在物超所值这一点上做到极致来提高市场占有率。在原材料环节，采购人员亲自前往全球展会，并根据顾客希望的价格反算，挑选最符合顾客要求的高质低价原材料，目前其已经在中国、马来西亚、泰国设置了采购网点。在产品制造环节，海外采购的原材料直接被送到人工成本较低的位于越南和马来西亚的 NITORI FURNITURE 工厂，并有质控与监督人员负责流程优化。在物流环节，宜得利建立了独立的物流网点与库存管理和商品稳定供应软件系统，集团整体库存管理和出货由控股公司 Home Logistics Co., Ltd. 负责，从海外收货和运输，到日本店铺的小件配送系统，均处于宜得利的全面控制下。在商品销售环节，除了传统的广告手段之外，宜得利更注重通过直营卖场直接向顾客传递品牌理念。通过以上一系列的精细化管理和全面成本控制，即使在行业下行的大背景下，依靠高质低价、物美价廉的核心优势，吸引更多消费者，2011年至2017年期间宜得利保持着超过50%的毛利率和10%左右的净利率。

图表 23：供应链全方位精细化成本控制，保证低价高质



资料来源：公司官网，光大证券研究所

图表 24：11 年至 17 年间宜得利毛利率均超过 50%，净利率保持 10% 左右



资料来源：公司官网，Bloomberg，光大证券研究所

### 优势四：积极海外扩张，国际化布局带来新利润增长点

根据宜得利 2017 年报，日本家居行业市场规模约为 3 兆亿日元，公司市占率约为 17%，在保证日本的市占率基础上，宜得利也逐步进行海外扩张。公司计划到 2022 年共计开店 1000 家，2032 年共计开店 3000 家。根据公司官网，截至 2018 年 2 月，宜得利全球店铺总数为 523 家，其中中国台湾 27 家，中国大陆 24 家，美国 5 家。为了建立全球通用的商业模式，宜得利在海外从零搭建商品开发、采购和店铺运营的框架，及时向日本总公司反馈当地的销售方法、商品陈列及适合需求的商品信息，同时在日本国内店铺及其他海外市场中交叉开展，不断完善全球布局。稳健的海外扩张步伐，为宜得利带来了新的销售增长点，为集团分散经营风险，积累的全球经营经验，也为日本国内的经营注入新鲜血液。

图表 25：宜得利中国台湾卖场图片



资料来源：宜得利官网，光大证券研究所

图表 26：宜得利中国大陆卖场图片



资料来源：宜得利官网，光大证券研究所

## 2.2、新形势下，具备优势的成品家居企业成长更确定

### 2.2.1、价格战不适用于软体家居行业集中度提升逻辑

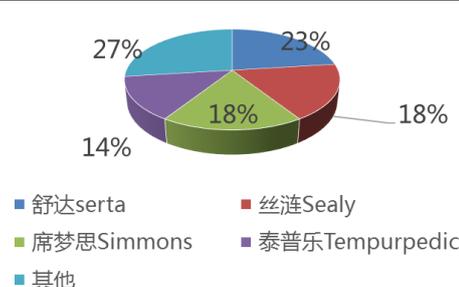
目前我国成品家居（软体）市场格局分散，以床垫市场为例，根据 Euromonitor 统计，2017 年，国内床垫市场 CR4 仅为 14.5%，市场集中度较低；而美国床垫市场 CR4 为 73%。对比海外，我国软体家居市场集中度尚有较大提升空间。

图表 27：2017 年中国床垫市场集中度情况



数据来源：Euromonitor，光大证券研究所

图表 28：2017 年美国床垫市场集中度情况



数据来源：Euromonitor，光大证券研究所

回顾家电行业集中度提升之路，我们发现价格战、技术壁垒以及品牌和渠道优势是家电企业迅速提升市占率的主要因素。考虑到家电与软体家居同属于地产后周期的耐用消费品，结合家电行业集中度提升历程，我们进一步探讨软体家居行业集中度提升的可能路径。

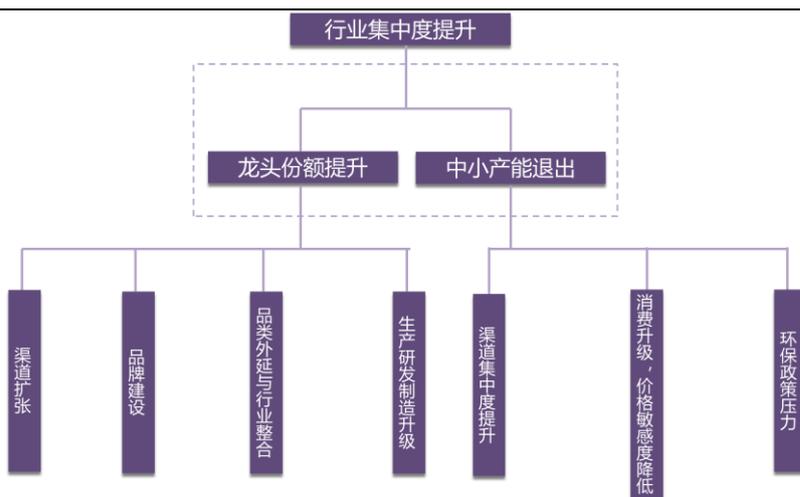
软体家居行业产品技术更新频率低，依靠提升生产效率带来的降价空间远不及技术升级，执行价格战将会给企业盈利带来较大的负面影响。同时软体家居产品品类丰富，产品升级较快，消费者品牌意识较强，对个性化产品需求较高，执行价格战难以达到迅速抢占市场份额的目的。

图表 29：软体家居行业与家电行业对比

软体家居行业	家电行业	
行业生命周期	中速稳定增长阶段	成熟期
产品特征	个性化、差异化，产品升级快	功能性、同质性，产品升级慢
生产特征	个性化生产，技术升级慢	标准化规模生产，技术升级快
行业特征	劳动密集型	资本密集型
竞争格局	集中度较低，中小企业众多	寡头竞争，集中度较高

资料来源：光大证券研究所

图表 30：软体家居行业集中度提升路径



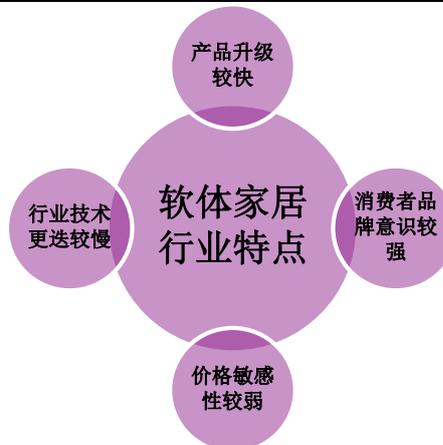
资料来源：光大证券研究所

从产品属性上看，我们认为软体家居企业缺乏执行价格战的动力，消费者对产品价格敏感性较弱，龙头企业更可能通过加强渠道管理、品类扩张以及生产制造优势等方式提升市占率，进而推动行业集中度提升。同时，渠道集中度提升、消费升级引起价格敏感度降低、环保政策压力等因素也会让中小产能退出，加速行业集中度提升过程。

回顾历次家电行业价格战，供需不平衡是价格战的主要原因之一。由于产能过剩导致企业库存过多，不得不通过价格战的方式迅速降低库存、淘汰落后产业。龙头企业凭借渠道、品牌和技术优势迅速抢占市场份额，在此过程中价格战恶化了竞争环境，降低了整个行业的盈利水平。相比家电行业，

软体家居行业未来发展空间广阔，无需借助价格战抢占市场份额。龙头企业能够通过渠道扩张以及品类渗透提升规模效应，享受更高的品牌溢价，从而驱动市场占有率的提升。

图表 31：软体家居行业特点



资料来源：光大证券研究所

根据我们的测算，2018-2020 年软体家具市场将保持稳健增长，同比增速维持在 10% 以上。2020 年行业总规模达 2160.5 亿元，其中沙发、软床、床垫的市场规模分别为 737、620.5、803 亿元。

图表 32：我国软体家具市场规模预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
全国商品房销售面积 (亿平米)	15.7	16.9	17.7	18.6	19.5
单套房平均面积 (平方米)	100	100	100	100	100
一手房销售套数 (万套)	1570	1690	1770	1860	1950
存量房套数 (万套)	61970.7	63210.11	64474.3	65763.8	67079.1
<b>沙发</b>					
每户购置沙发 (套)	1	1	1	1	1
渗透率	80%	81%	82%	83%	84%
商品房软体沙发需求量 (万套)	1256	1368.9	1410.4	1452.5	1503.6
翻新率	2%	2%	2%	2%	2%
软体沙发更新需求量 (万套)	991.5	1024	1057.4	1091.7	1126.9
总需求量合计 (万套)	2247.5	2392.9	2467.8	2544.2	2630.5
单价 (元/套)	2127	2027	2400	2600	2800
<b>市场规模 (亿元)</b>	<b>478</b>	<b>485</b>	<b>592</b>	<b>661</b>	<b>737</b>
<b>软床</b>					
每户购置软床 (张)	2	2	2	2	2
渗透率	30%	31%	32%	33%	34%
新增商品房软床需求量 (万张)	942	1047.8	1100.8	1155	1217.2
翻新率	3%	3%	3%	3%	3%
软床更新需求量 (万张)	1115.5	1175.7	1237.9	1302.1	1368.4
总需求量合计 (万张)	2057.5	2223.5	2338.7	2457.1	2585.6
单价 (元/张)	2000	2100	2200	2300	2400
<b>市场规模 (亿元)</b>	<b>411.5</b>	<b>466.9</b>	<b>514.5</b>	<b>565.1</b>	<b>620.5</b>
<b>床垫</b>					
每户购置床垫 (套)	2	2	2	2	2
渗透率	60%	61%	62%	63%	64%
新增商品房床垫需求量 (万套)	1884	2061.8	2132.8	2205	2291.2
翻新率	3%	3%	3%	3%	3%
床垫更新需求量 (万套)	2230.9	2313.5	2398.4	2485.9	2575.8

总需求量合计 (万套)	4114.9	4375.3	4531.2	4690.9	4867
单价 (元/套)	1361	1483	1550	1600	1650
市场规模 (亿元)	560	649	702	751	803
软体家具总规模 (亿元)	1449.5	1600.9	1808.5	1977.1	2160.5
YOY		10.44%	12.95%	9.32%	9.25%

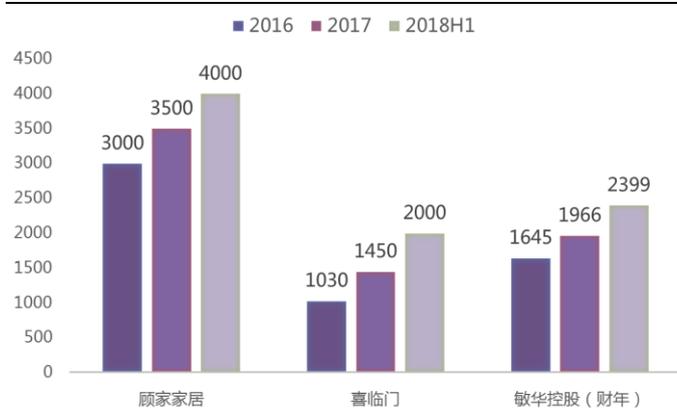
资料来源：Wind，国家统计局，光大证券研究所预测

我国软体家居行业集中度低，区域品牌林立，中小企业占据主导地位。但小型企业产品多集中于国内低端市场，产品同质化现象较为严重。具有品牌影响力、渠道优势和规模效应的大型企业则主要定位于中高端市场，未来在环保和成本的双重压力下能充分抢占中小企业份额，行业集中度势必提升。在良好的行业竞争格局下，我们认为国内软体家居行业将有更广阔的市场发展空间。得益于消费升级和消费观念的转变，市场份额将进一步向龙头聚集。

## 2.2.2、渠道下沉仍有料，集中度提升逻辑继续

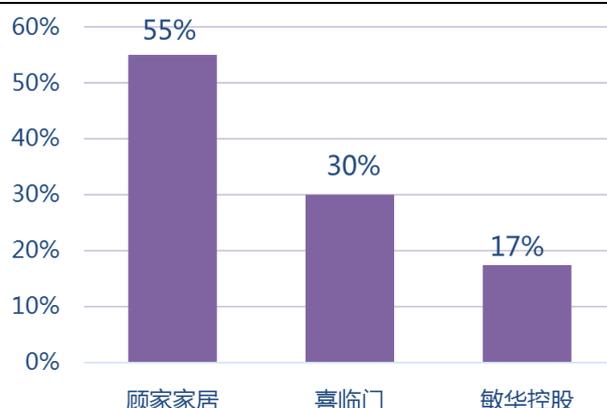
境内市场是公司的主要市场，龙头企业通过“经销+直营”的渠道模式实现扩张。目前软体家居公司在家具卖场普遍仅有1-2家门店，而不同品类的软体家居可支撑2-4家门店，仍存在较大的开店空间。龙头企业可以在增加渠道数量和提高渠道运营效率两方面发力，通过渠道策略抢占市场份额。以顾家家居、敏华控股和喜临门为例，三家行业龙头均在多渠道扩展市场，享受渠道红利带来的市占率的提升。包括在一二线城市迅速开店抢占市场份额，巩固龙头地位；在三四线城市加速渠道下沉确立品牌溢价和渠道优势。

图表 33：三大成品家具龙头渠道门店总数（家）



数据来源：Wind，光大证券研究所

图表 34：三大成品家具龙头城市覆盖率（2017年）



数据来源：Wind，光大证券研究所据调研数据整理

## 2.2.3、打造创新型自主品牌形象，大力推动品牌营销

软体家居行业龙头坚持打造创新型的自主品牌，把公司产品作为传承企业文化的载体，致力于打造具有中国文化内涵和国际影响力的自主品牌形象。同时，龙头企业通过各类丰富的品牌营销活动，持续提升自有品牌的曝光度和渗透率。

在创新营销模式上，公司积极通过广告、公关、促销、公益等多层次、多维度的宣传活动，进一步扩大公司品牌影响力。在国内国外市场同时发力，进行自有品牌的市场推广及营销。包括与国内外批发商、全国性或区域性的

家居卖场建立合作关系；直营、加盟、电子商务等多渠道的营销模式；与国内外官方平台合作举办大型品牌推广活动等。

图表 35：软体龙头自主品牌建设及品牌营销模式

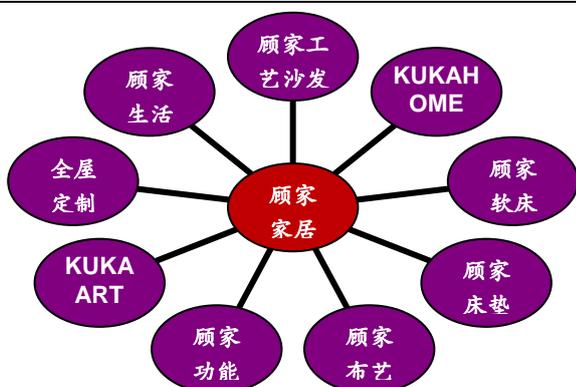
	自主品牌建设	品牌商标	品牌营销
顾家家居	2003 年，公司创立“顾家工艺”品牌，十余年间，品牌获国内外大奖超过 200 项，预示着顾家工艺国家化大品牌的光明前景。		公司联合家居卖场和经销商门店，开展营销活动。816 全民顾家日已连续开展第四季，通过广告宣传、钱江新城灯光秀、100+品牌联合发声、寻找城市代言人等创新营销模式，销售额同比增长 62.9%。卧室产品的超级垫粉节开展床上运动会、床围微电影进行促销。
梦百合	公司逐步建立以“MLILY”、“Miily 梦百合”为主的自主品牌体系，其中“MLILY”品牌被评为江苏省重点培育和发展的国际知名品牌。		公司以金睡莲科技、美国梦百合等子公司为主要业务平台，不断加强“MLILY”等自有品牌的市场推广及销售渠道建设。此外，公司连续赞助“Miily 梦百合杯”国际围棋公开赛，于 2016 年成为曼联官方合作伙伴，于 2017 年登陆平台，进一步增加曝光率。
喜临门	2017 年底，公司成功入选 2018CCTV 国家品牌计划，通过央视平台传递喜临门人“不忘初心，砥砺前行”的梦想与情怀。作为家居用品行业唯一入选单位，彰显了公司品牌价值。		公司通过广告、公关活动进行宣传推广。2013 年，联合权威机构发布《中国睡眠指数报告》；2017 年首次冠名国际马拉松赛；2017 年以“中国让美梦发生”亮相纽约时代广场 LED 大屏。

资料来源：公司年报及公告，光大证券研究所

### 2.2.4、不断加大研发支出，生产研发升级加速

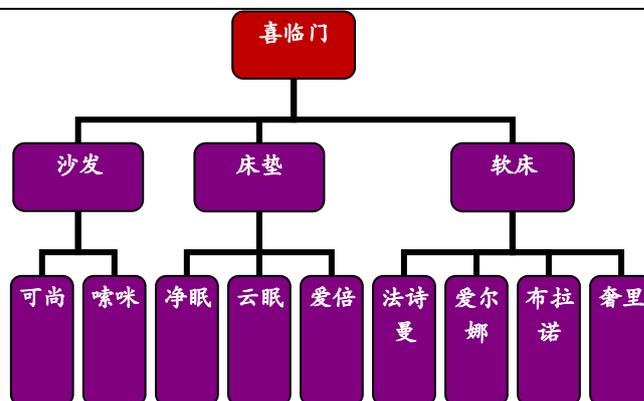
随着家居行业的不断发展，消费者对于现代软体家具的追求已经从最基础的功能性需求上升到对潮流、个性、情感的等诸多设计元素的需求。因此，企业持续深耕产品研发，坚持自主设计创新，形成自己独特的设计研发风格，打造“全品类”、“多层次”的产品矩阵，拓展公司产品线，进而持续提升市场份额。

图表 36：顾家家居品牌展示



数据来源：公司年报及公告，光大证券研究所

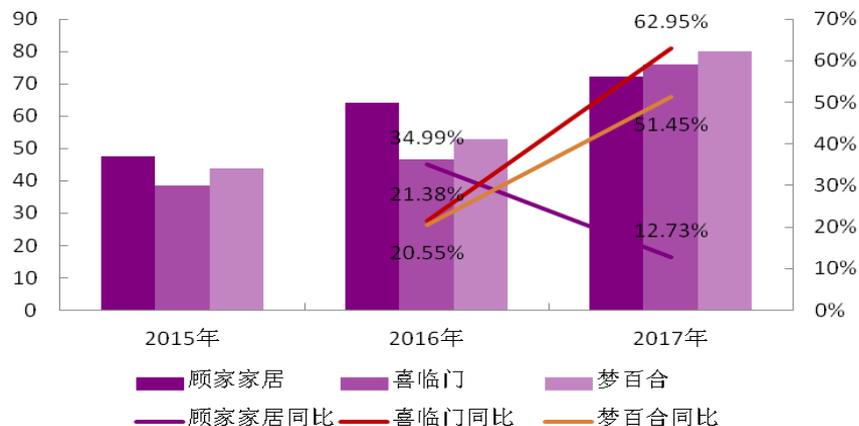
图表 37：喜临门品牌展示



数据来源：公司年报及公告，光大证券研究所

近年来，软体家居龙头企业不断加大研发投入，部分龙头研发支出的同比增速超过 50%，体现了企业对产品设计与研发的投入力度逐步加强。

图表 38：2015-2017 年软体龙头不断加大研发投入（百万元）



资料来源：wind，光大证券研究所

大部分软体龙头坚持以原创设计研发为主，外部专业指导、国际合作为辅的设计研发运作模式。通过原创性设计和技术创新，树立自己的产品优势，建立高品质产品优势的护城河。此外，公司定期派出设计师交流学习，捕捉国内外设计研发的最新潮流趋势。在专业的研发团队和高效的研发机制下，龙头企业开发出了多项专利技术，取得了丰硕的研发成果。

图表 39：软体龙头工艺技术及研发技术专利

工艺技术		设计专利	
顾家家居	沙发	P8、NL9、M6 系列牛皮，摔纹磨砂工艺	
	布艺产品	磨砂科技布和粗肌理面料	
	工艺结构	3D 打印与传统木架结构、出木与植鞣革结合工艺	
	智能家居	无级靠头、语音控制、智能感应等功能件	
喜临门	公司拥有有效专利 434 项。国内发明专利 15 项，实用新型专利 95 项，外观专利 316 项，国际发明专利 7 项，国际实用新型专利 1 项。		
梦百合	公司拥有授权专利 70 项，其中境内发明专利 11 项。 包括“可生物降解的慢回弹记忆绵”、“可降解式聚氨酯与乳胶复合床垫”、“三层婴儿保健枕”等高新技术产品。		

资料来源：wind，光大证券研究所

## 2.2.5、横向并购实现品类扩张，提升规模化程度

并购战略是公司实现品类扩张，构建品牌矩阵的重要手段。软体家居龙头通过与海外优质家具标的合作，进军高端市场。企业可以向国外顶尖公司学习，提升自身空间设计、产品研发与制造、终端零售管理的竞争力，为目标客户提供更加丰富的产品与服务，提升规模化程度，并为公司业绩增长提供额外的发展动力。

在消费升级的过程中，消费者对很多成品家具的价格敏感性不高，大家更看重产品的品牌、质量、环保、健康等方面的因素。在这个大趋势的背景下，品类的外延将带来更高的附加值，更好的盈利能力。近年来软体龙头动作频频，通过横向并购实现品类外延扩张与行业整合。

图表 40：软体龙头横向并购实现品类扩张

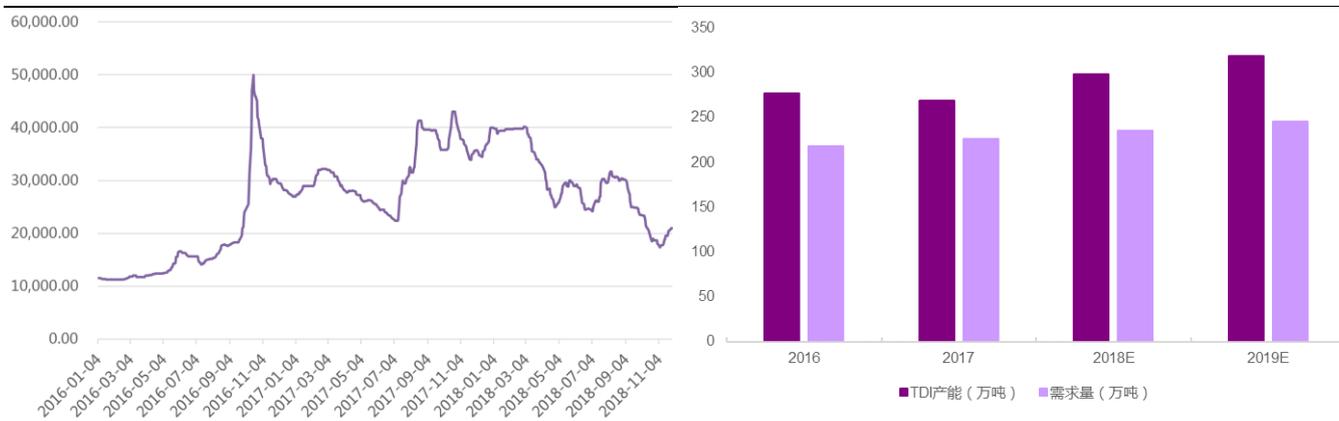
并购企业	品类扩张	产品图示
2018 年与意大利家居龙头 Natuzzi 设立合资公司，引入高端品牌。	Natuzzi Italia 和 Natuzzi Editions 高端及中高端品牌系列，填补高端产品线空白。	
顾家家居 2018 年收购德国知名品牌 Rolf Benz，完善国际化布局。	Rolf Benz、Ista sofa 和 freistil 高端软体家具品牌，引入欧式沙发丰富品牌布阵及产品序列。	
2018 年 10 月发布公告拟收购上市公司喜临门，成为喜临门第一大股东。	床垫系列“净眠”、“云眠”、“爱倍”；软床系列“法诗曼”、“爱尔娜”、“布拉诺”、“奢里”；沙发系列“可尚”、“咪咪”等。	
曲美家居 2018 年拟联合华泰紫金收购 Ekornes ASA 至少 55.57% 股权，引入高端软体。	Stressless、IMG、Svane 和 Ekornes Contract 四大品牌，完善了高端软体标的，丰富产品矩阵。	
喜临门 2017 年 12 月收购意大利嘉兴米兰映像 51% 的股权，引入 M&D 中高端沙发。	M&D 全皮系列沙发和 Casa Italia 半皮系列沙发。	

资料来源：公司公告，光大证券研究所

### 2.2.6、TDI 原料价格下行压力持续，成品家居企业成本端压力减小

TDI 产能方面，预计 2018 年第四季度，万华化学 30 万吨 TDI 项目将建成投产，建成后第一年产能释放 60%，则 2019 年将新增产量 18 万吨，2019 年全球 TDI 产能将达 320 万吨左右。TDI 需求方面，据中国产业信息网预测，2016 年-2020 年全球 TDI 消费预计将保持 3-4% 的稳定增速，至 2019 年全球 TDI 总需求将达到 238~245 万吨。综上，2019 年预计 TDI 供给过剩，价格下行趋势大概率将持续，软体家居企业成本端压力有望逐步减轻。

图表 41：2016 年以来 TDI 国内现货价格走势（元/吨） 图表 42：TDI 全球产能与需求量之间缺口逐渐增大



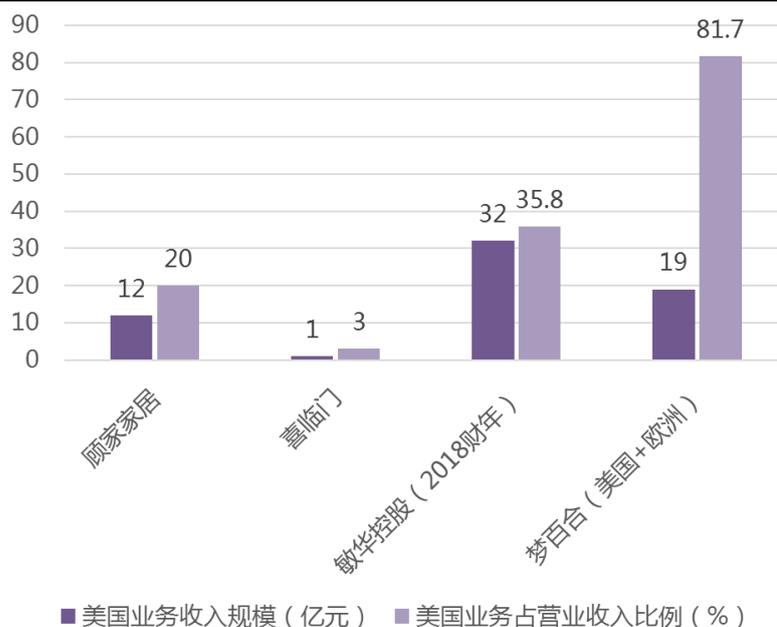
数据来源：Wind，光大证券研究所

数据来源：中国产业信息网，MOLBASE，光大证券研究所

## 2.2.7、为应对贸易摩擦影响,上市公司纷纷向东南亚转移产能规避风险

2017年,顾家家居与喜临门美国业务收入占比为20%、3%,受贸易摩擦负面影响有限。敏华控股2018财年在美业务收入占营业收入比例达35.8%,梦百合海外业务(主要是美国和欧洲)占营业收入比例为81.7%,贸易摩擦对其业务存在一定影响。

图表 43: 2017 年顾家家居与喜临门在美业务情况



资料来源: 新浪家居, 光大证券研究所

东南亚工厂在汇率和原材料价格上相较于国内工厂更有优势,一定程度上能缓冲贸易摩擦带来的负面影响。顾家家居、喜临门、梦百合等龙头企业通过投资设立子公司或收购当地公司建设生产基地的方式转移产能,以规避贸易摩擦形势不断变化带来的不确定性风险。

## 2.3、定制家居: 行业变革期, 重新审视定制企业核心竞争力

### 2.3.1、定制家居行业增长中枢有所下降, 行业进入变革期

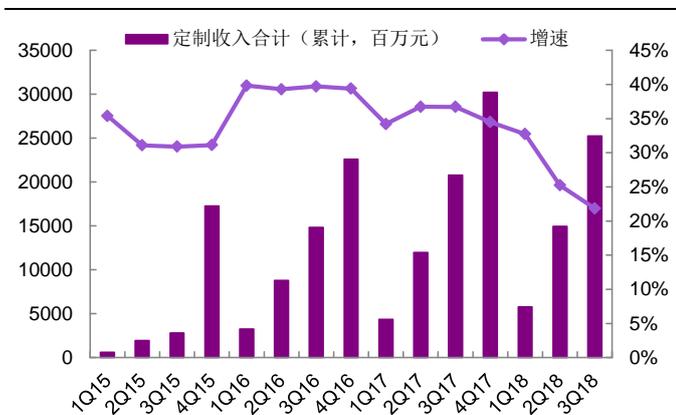
2018年前三季度定制家居板块实现营业收入252.53亿元,同比增长21.84%,归母净利润31.42亿元,同比增长29.10%;其中单三季度实现营业收入102.97亿元,同比增长17.22%,归母净利润16.12亿元,同比增长22.45%,收入端、利润端增速较18Q2持续下滑。我们认为定制家居板块增速中速持续下滑主要受两方面因素影响:

- 1) 地产景气下行影响家居行业整体增速, 地产红利逐步减弱;

2) 行业竞争加剧：一方面体现在各企业渠道扩张加快，另一方面体现在整装等公司纷纷布局定制业务，前端流量被进一步分流，企业获客难度增加。

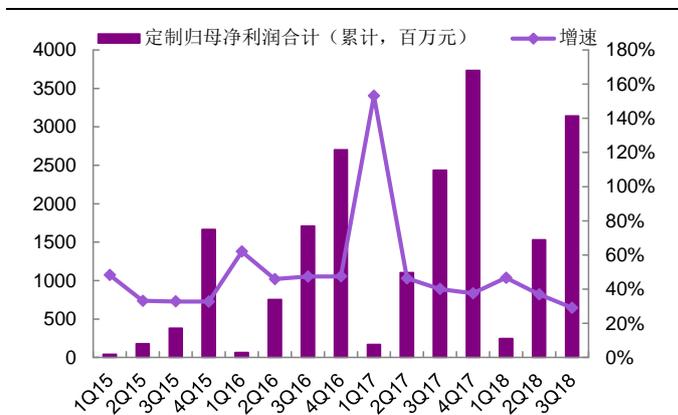
另外，从盈利能力和预收账款变化来看：盈利能力方面，2018 年前三季度定制家居板块综合毛利率为 38.85%，同比提升 0.93pct，其中单三季度毛利率 39.45%，同比 17Q3 提升 0.57pct。虽行业竞争加剧使得企业纷纷推出低价引流套餐，叠加部分企业降价等举措，但龙头企业依靠智能化、自动化水平提升，提高生产等各方面效率，毛利率仍呈现上升态势。预收账款方面，定制家居企业基本采用“先款后货”的支付模式，2018 年三季度末定制家居企业预收账款金额为 37.40 亿元，同比增长 7.35%，增速自 17 年下半年起持续下滑。

图表 44：18 年前三季度定制板块收入同增 22%



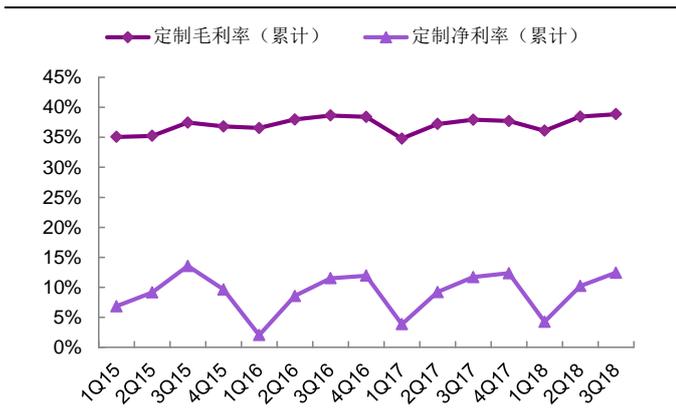
资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 45：18 年前三季度定制板块净利润同增 29%



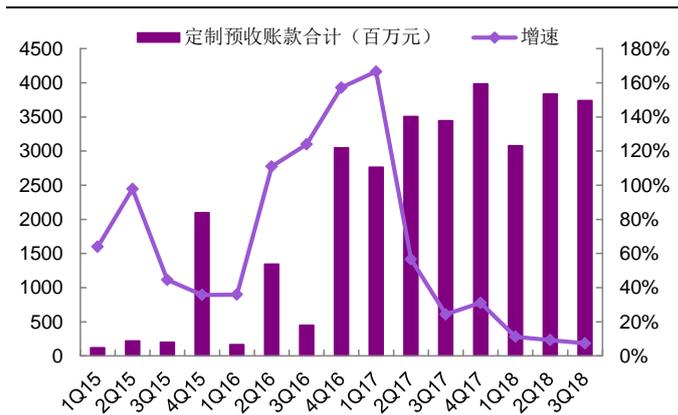
资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 46：定制板块毛利率仍呈现上升态势



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 47：定制板块预收账款同比增速持续下滑



资料来源：Wind，光大证券研究所

因此，面对地产、消费行业增速的下降趋势、行业竞争加剧等多方面因素，我们认为，定制家居行业正面临重要的变革期，体现在：制造模式向零售模式的转变（渠道和门店形态）、渠道结构（工程等渠道）、产品层次和深度、营销模式、经销商变革等。

图表 48：定制家居行业发展阶段 2.0

	定制1.0	定制2.0
产品	较为同质化	1) 更加注重差异化, 增加深度; 2) 产品+设计+服务+体验消费;
渠道形态	实体店单一渠道	1) 丰富渠道形态, 加入零售思维; 2) 探索大家居模式, 渠道前置;
渠道结构	零售为主	1) 丰富获客渠道; 2) 零售+工程+整装等多元发展;
营销方式	大范围促销及活动	1) 传统营销方式效用边际递减; 2) 转化成有内容的传播;
供应链	单一品类、部分环节	供应链管理能力和决定企业能否持续提升规模优势的关键之一
经销商	过分依赖门店扩张	完善经销商管理制度, 提升经销商综合实力, 最终提升服务品质

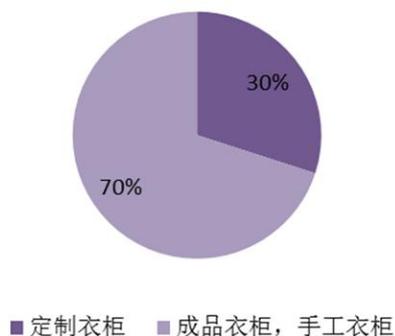
资料来源：光大证券研究所

### 2.3.2、定制家居渗透率仍有一定提升空间

根据中国建筑装饰协会数据, 目前我国定制家具渗透率约为 20%-30%, 对比国外 60% 以上的渗透率, 我国定制家居行业渗透率还有较大的提升空间。

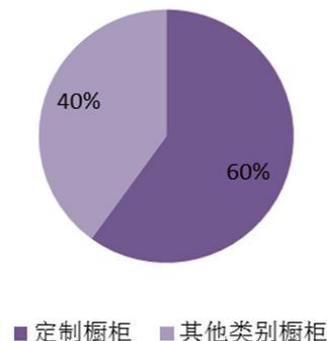
分品类来看, 2016 年我国定制橱柜的渗透率约为 60%, 对比发达国家 70%-80% 的渗透率仍有提升空间; 定制衣柜方面, 我国定制衣柜市场渗透率约为 30%, 对比发达国家 70% 以上的市占率, 仍有较大提升空间。

图表 49：2016 年末我国定制衣柜市场渗透率



资料来源：中投顾问, 光大证券研究所

图表 50：2016 年末我国定制橱柜市场渗透率



资料来源：中投顾问, 光大证券研究所

### 2.3.3、定制家居行业发展阶段 2.0：渠道变革在路上

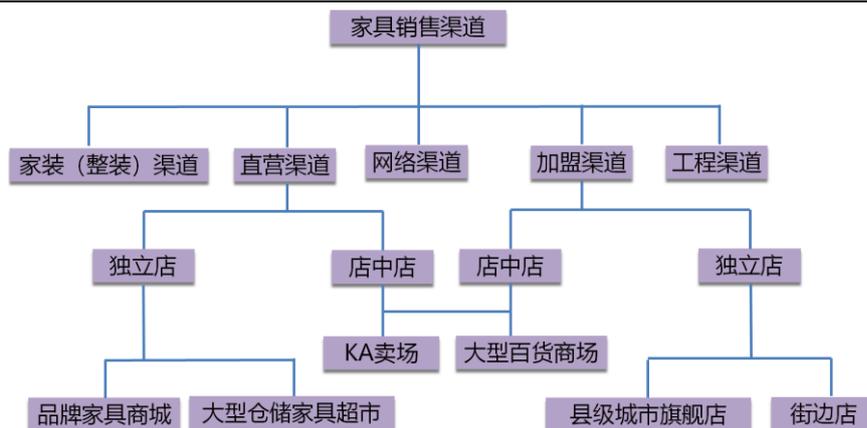
#### 家居企业渠道多元化是大势所趋

与传统的家具卖场简单陈列商品不同, 定制家居企业除了提供产品外, 更多的是要满足客户对于定制服务的要求。定制家居企业要满足客户个性化

设计需求，需要企业与客户的有效沟通；定制化产品的差异性，需要企业提供上门量尺和专业化安装等服务。定制家居产品独特的销售模式，决定了企业销售服务渠道建设的重要性。销售服务渠道承载着广告宣传、个性化设计、运输安装、维修服务等众多功能，在未来的市场中，企业的销售服务渠道质量和规模将是市场竞争的重要一环。

定制家居企业的销售渠道主要是直营店和经销商专卖店模式，其中又多以经销商专卖店为主。但是自然进店客流减少，家居渠道同时受到了线上、家装、工程渠道的冲击，在这样的背景下，渠道的多元化也是大势所趋。

图表 51：家居企业渠道多元化是大势所趋

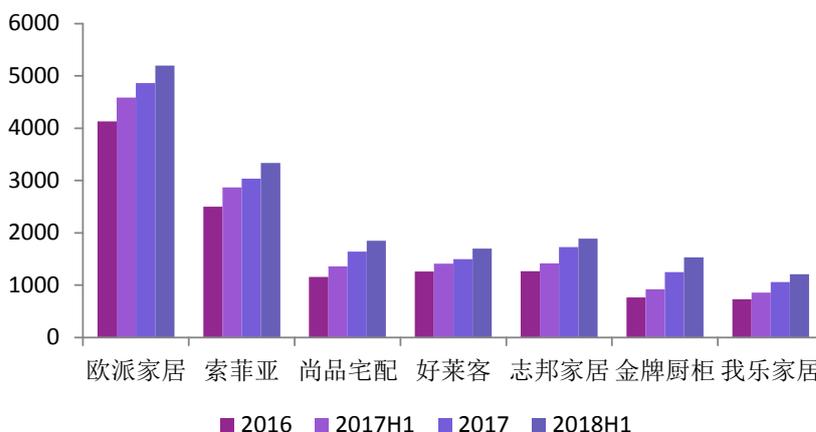


资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

### 快速开店依然在继续，同时渠道质量值得关注

定制家居产品独特的销售模式和客户需求，决定了企业进行渠道扩张的重要性。2017年6家定制企业陆续上市，各大家居企业借助资本市场融资纷纷加快门店扩张步伐；随着地产红利的边际递减，渠道扩张和渠道下沉仍是驱动家居企业收入增长、提升市场份额、扩大品牌影响力的重要方式之一。

图表 52：主要定制家居企业门店扩张节奏（门店总数）



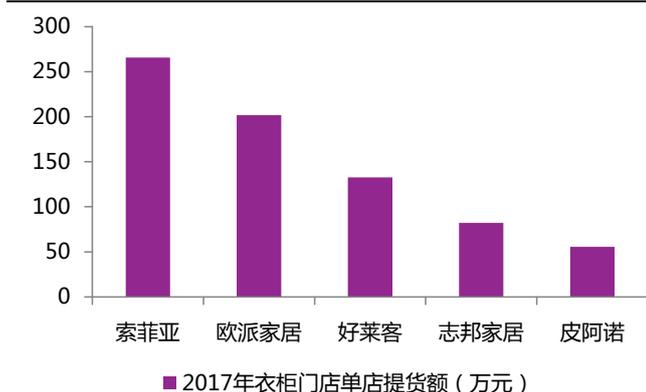
资料来源：公司公告，光大证券研究所

注：1) 门店口径为经销商门店总数（除尚品宅配）；2) 索菲亚门店数不含超市店；3) 欧派家居门店数为橱柜、衣柜门店数量之和

**渠道质量与开店积极性、服务质量息息相关：**面对前端流量分流、获客难度加大等多方面压力，经销商经营难度持续提升；而渠道质量是影响经销商开店积极性的重要方面，也是影响经销商为消费者提供服务质量的关键。

**单店收入逐步分化，渠道质量值得关注：**从经销商单店提货额来看，一二线品牌有所分化。衣柜方面，索菲亚、欧派家居单店收入相对较高；橱柜方面，欧派家居单店收入显著领先，志邦、金牌单店收入表现也相对较好。

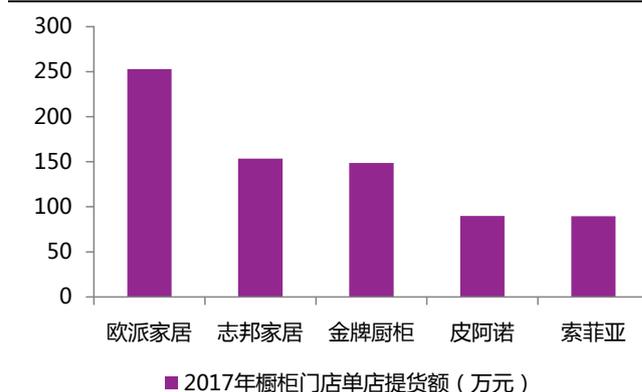
图表 53: 主要定制企业衣柜门店单店提货额 (2017 年)



资料来源：公司公告，光大证券研究所

注：、计算时门店数量采用两年平均，平滑新开店影响。

图表 54: 主要定制企业橱柜门店单店提货额 (2017 年)



资料来源：公司公告，光大证券研究所

### 赋能经销商，保证经销商合理盈利空间

定制企业为消费者提供的是“产品+服务”组合，在经销体系中，服务端主要由经销商完成（包括获客、量尺、设计、安装、售后等环节）。因而，对经销商的管理和优化是提升企业竞争力的关键点之一。

#### 核心：赋能经销商，保证经销商合理盈利空间：

- 1) 减负让利：降低经销商在开店、整改等方面的压力，增加促销、渠道建设、广告投放的补贴力度。
- 2) 优化经销商管理架构和体系，完善考核及淘汰机制。
- 3) 定制家居行业正面临行业发展的转折点，公司要运用新的思路带领经销商应对行业的变革，充分发挥经销商积极性，提升公司渠道实力。

### 精装修趋势下工程单渠道必不可少

2016 年起中国住建部和各地政府也纷纷出台相应的“全装修”精装政策，精装房渗透率有望进一步提升；同时房地产行业集中度提升，龙头地产商近年来纷纷推出全装修楼盘以提升品牌形象。

精装房占比的提升意味着国内大宗业务将成为重要的渠道之一，家居企业也纷纷开拓工程代理商渠道，大宗业务逐步成为公司新的利润增长点之一，有利于企业实现规模扩张和市占率的快速提升。

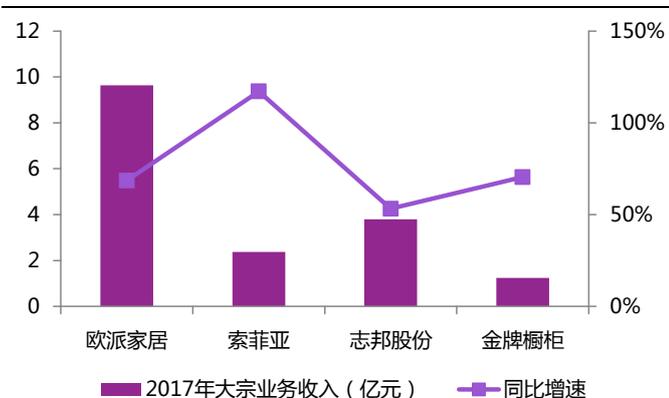
**工程渠道——“质”与“量”的权衡：**相比零售业务，2B 业务存在账期相对较长、毛利率/净利率水平较低等问题；但直接对接工程师，费用支出较少；因而对定制企业而言工程业务既是机遇，又是挑战。因此，整合资源资金拓展工程代理商渠道，寻找高价值客户，提高强交付能力成为家居企业的一项战略选择。一般来说，房地产企业更倾向于选择质量、产能有保障，交付能力和抗风险能力强的企业，这将使精装市场进一步向行业优质企业集中，驱动其业绩增长。

**图表 55：各省或部门关于推动全装修发展的政策**

地区/部门	时间	政策名称	全装修目标
四川	2016-03	《关于推进建筑产业现代化发展的指导意见》	到 2020 年，全省新建住宅全装修比例达到 50%；到 2025 年，全省新建住宅全装修比例达到 70%。
江苏	2016-08	《关于进一步加强城市规划建设管理工作的实施意见》	到 2025 年，全省装配式建筑占新建建筑的比例超过 50%
浙江	2016-12	《关于加快推进住宅全装修工作的指导意见》	2016-10-01 起，各市县中心城区范围内，出让或划拨国有土地上的新建住宅，推行全装修，实现成品交房。
住房城乡建设部	2017-05	《建筑业发展“十三五”规划》	2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%
海南	2017-05	《海南省商品住宅全装修管理办法》	2017 年 7 月 1 日后的商品住宅工程实行全装修
吉林	2017-08	《吉林省人民政府办公厅关于大力发展装配式建筑的实施意见》	试点示范期（2017~2018 年）内，全省装配式建筑面积不少于 200 万平方米。
河南	2017-08	《关于加快发展成品住宅的指导意见》	从 2018 年 1 月 1 日起，全省市、县新开工建设商品住宅，全部要按照成品住宅设计建设
天津	2017-10	《市建委关于加强装配式建筑建设管理的通知》	2018 年 1 月 1 日期，实施装配式建筑的保障性住房和商品住房全装修比例达到 100%
长沙	2018-03	《长沙市人民政府办公厅转发长沙市住房和城乡建设委员会〈关于加快推进全装修住宅建设的意见〉的通知》	芙蓉区、天心区、岳麓区、开福区、雨花区行政区域内新供地的商品住宅项目，采用全装修建设交付的比例不低于 70%。

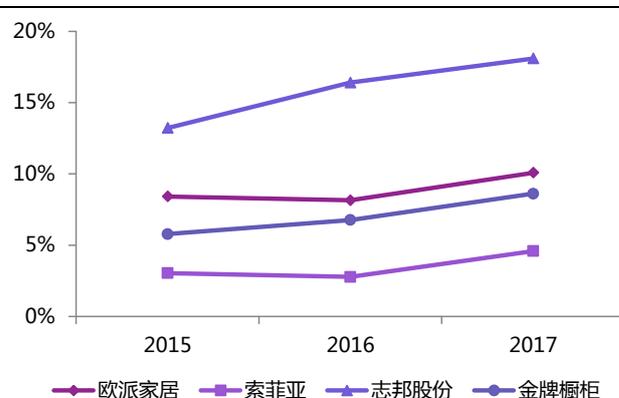
资料来源：住房城乡建设部，各省市政府网站，光大证券研究所

**图表 56：主要定制企业大宗业务收入及增速**



资料来源：公司公告，光大证券研究所

**图表 57：主要定制企业大宗业务占总收入比例**



资料来源：公司公告，光大证券研究所

### 家装渠道：获客前置的重要渠道布局

家装渠道因其获客前置且客单价高而成为家居公司未来非常重要的开拓渠道；目前上市定制企业中，和家装渠道合作的模式主要以欧派家居、尚品宅配两种方式为主。

欧派家居整装业务：以长沙试点的结果来看，通过整装业务的布局，有三方面明显的成效：1) 客户引流更轻松；2) 提高签单率；3) 显著提升客单值。根据公司 2018 年三季度公开交流资料显示，公司整装业务目前在 22 个城市正常营业，并预计 2018 年全年这些试点城市回款贡献业绩累计超过 8000 万元。

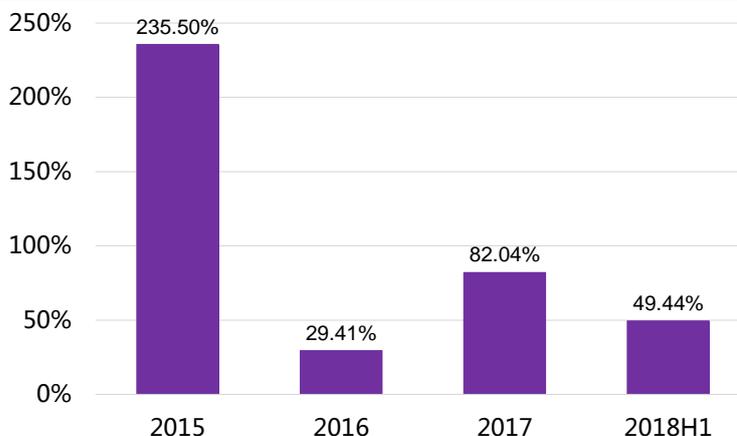
尚品宅配整装云业务：2018 年前三季度公司整装业务实现营业收入 1.3 亿元（单三季度 7500 万元）；截至 2018 年三季度末，共有整装云会员 700 多个，开店 100-200 个。

### 打通线上线下渠道，为经销商赋能

随着“互联网+”对于传统行业的改造，O2O 销售模式成为定制家居企业的重要发展方向之一。各主要定制家居企业纷纷加强线上销售渠道的布局，除了在天猫、京东等电商平台开设专卖店外，主要的上市企业索菲亚、欧派家居、尚品宅配、好莱客、志邦股份等均已搭建自己的网上商城，并且通过提供免费咨询，免费设计、免费上门量尺等服务以及开展网上促销活动加强线上渠道营销，通过互联网线上渠道和线下结合，拓宽销售渠道，提高销量。对于定制家居企业而言，由于线下的客户体验非常重要，通过 O2O 打通线上与线下为经销商赋能已经是定制家具企业的现实选择。

尚品宅配是网上销售渠道的领先者，其以“新居网”作为 O2O 网络营销平台，进一步推动“尚品宅配”、“维意定制”两大品牌的快速传播和品牌价值的提升。随着移动互联的快速发展，新居网将线上营销平台由 PC 端扩展至移动端，进一步提升影响力。互联网营销平台与线下实体店相结合的销售模式，促进了公司的快速发展。

图表 58：尚品宅配 O2O 引流服务收入同比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

### 大家居店，打造完整家居消费体验

开设大家居店逐步成为打造完整家居消费体验的重要一环：我们认为，能够开设大家居店，对于经销商实力、家居企业产品品类丰富程度、供应链管理等方面均有较高的要求，而龙头企业综合实力较强，在大家居渠道布局方面先发优势明显，欧派家居、索菲亚、尚品宅配、曲美家居等各个龙头企业都在积极布局大家居渠道，通过大家居店的形式进行引流、优化客户体验、提升客单值等。具体来看：

**尚品宅配：**2018年4月14日，尚品宅配首家“C店”落户上海，占地超3000平方米。除了尚品宅配自身家居产品体验外，“C店”还集吃、喝、玩、乐于一体，诠释“家居、时尚、艺术、社交”共为一体的慢生活体验。

**欧派家居：**2016年首家欧派全屋定制MALL开业。

**索菲亚：**截止2017年12月共有大家居融合店20家。

**曲美家居：**2018年6月16日，曲美联手京东打造的家居业首家“无界零售”体验店——曲美京东-时尚生活体验馆在北京大屯路东地铁站旁正式开业。

#### 2.3.4、定制家居产品变革：品类延伸，提升客单值

过去定制家居企业多以单一品类的橱柜或衣柜生产为主。近年来，随着消费者消费习惯的改变以及企业生产技术、供应链管理水平的提升，定制家居企业逐步从单一品类向多品类发展，全屋定制逐步成为定制行业的大趋势。

从企业层面来看，多品类销售有利于促进各个品类之间的协同作用，满足消费者“一站式购物”的需求；同时能够提高产品及服务的附加值，实现客单价的提升。长期来看，实现全屋定制也是成为大家居零售巨头的必经之路。

图表 59：主要上市定制企业覆盖的产品品类

定制家居上市公司	产品品类
索菲亚	全屋定制：衣柜、橱柜、木门、地板等； 配套品：窗帘、沙发、床垫等；
欧派家居	全屋定制：衣柜、橱柜、木门、卫浴等； 配套品：墙饰、沙发、床垫等；
尚品宅配	全屋定制：衣柜、橱柜、木门、卫浴等； 配套品：窗帘、沙发、床垫等；
好莱客	全屋定制：衣柜、橱柜等； 配套品：床垫、沙发、窗帘等；
志邦股份	定制橱柜、定制衣柜

资料来源：公司公告，光大证券研究所

### 2.3.5、引流套餐背后是龙头企业生产效率的体现

2017 年以来，各主要定制家居企业纷纷推出促销引流套餐，反映出定制行业的竞争趋于激烈，企业依靠低价套餐实现终端引流，以提升市场份额。

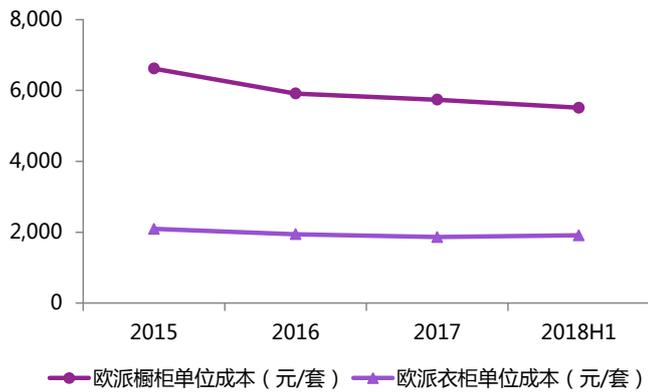
我们认为定制家具行业已逐步进入价格战的阶段，中长期来看，促销力度加大带来的竞争加剧将使得行业盈利空间出现一定压缩（工厂和渠道端），但同时，引流套餐的背后是企业规模优势、成本优势和生产效率的体现，我们认为对于龙头企业而言，依靠成本优势、生产效率提升等方面，仍能够维持较高的盈利能力。目前来看，龙头定制企业的毛利率、净利率仍处于较高水平。

图表 60：各定制企业陆续推出促销引流套餐

公司品牌	套餐内容（截止 2018 年中期）	其它
索菲亚	<ul style="list-style-type: none"> <li>◇ 799 元/㎡ 连门带柜经典衣柜全面升级，9 个花色任意选择。</li> <li>◇ 799+100 元/㎡ 全屋七大空间定制，11 个花色任意选择。</li> <li>◇ 1599 元/㎡ 康纯板全屋自由定，无甲醛添加粘合剂。</li> </ul>	1 平方米起订，对比同级别的全屋定制套餐有优势。
欧派家居	<ul style="list-style-type: none"> <li>◇ 36600 元/套精装房拎包入住套餐：包括 19800 元/22 ㎡ 全屋定制+16800 元/套全屋家具 9 件套。</li> <li>◇ 19800 元/套全屋家具套餐，包括沙发、茶几、餐厅桌椅、主卧次卧软床等家具。</li> <li>◇ 七大套餐满足各种定制需求。</li> <li>◇ 主推 19800 元/22 ㎡ 套餐，全屋六大空间，25 种花色可选。</li> <li>◇ 其它六大套餐：19800 元/18 ㎡ 经典套餐、19800 元/16 ㎡ 无醛套餐、23800 元/20 ㎡ 品质王牌套餐、26800 元/20 ㎡ 简欧轻奢套餐、36800 元/20 ㎡ 欧式尊贵套餐、36800 元/18 ㎡ 时尚实木套餐，这六大套餐含榻榻米定制。</li> </ul>	最低 16 ㎡ 限制；19800 元/22 ㎡ 套餐不含榻榻米，其它六个套餐均含榻榻米。
好莱客	<ul style="list-style-type: none"> <li>◇ 推出七大全屋套餐 16800 元/20 ㎡ 全民定制套餐，19800 元/23 ㎡ 全民普及陶瓷、19800 元/18 ㎡ 经典套餐、19800 元/16 ㎡ 原态套餐、24800 元/20 ㎡ 原态尊享套餐、26800 元/20 ㎡ 轻奢贵族套餐和 36800 元/20 ㎡</li> </ul>	全民推广套餐 16800 元/20 ㎡，19800 元/23 ㎡ 相比原套餐平方米数均有增加 仅有 3 种花色可选
金牌橱柜	<ul style="list-style-type: none"> <li>◇ 19800 元/20 ㎡ 六大空间全屋定制（包含榻榻米）</li> </ul>	可选 5 种板材
尚品宅配	<ul style="list-style-type: none"> <li>◇ 518 元/㎡ 全屋定制拎包入住套餐。套餐包含五大空间（主卧、次卧、餐厅、厨房、儿童房）的 21 件家具，板材 56 种，千套方案。</li> <li>◇ 46600 元两房两厅套餐和 56800 元三房两厅套餐的户型参考价格。</li> </ul>	次卧可升级为书房装修，无板材、花色等信息。 套餐内不包含酒柜。
皮阿诺	<ul style="list-style-type: none"> <li>◇ 19880 元/20 ㎡ 五大空间全屋定制</li> </ul>	可选 6 种花色。
志邦橱柜	<ul style="list-style-type: none"> <li>◇ 799 元/㎡ 八大空间全屋定制</li> <li>◇ 19800 元/全屋定制二选一套餐： <ul style="list-style-type: none"> <li>◇ 12 ㎡ 自由全屋+秋风木语橱柜</li> <li>◇ 18 ㎡ 六大空间全屋定制（赠送床、抽屉）。</li> </ul> </li> </ul>	有全屋和橱柜联合定制选择。 套餐中，移门+衣柜 4 种花色；柜体限 5 色可选。

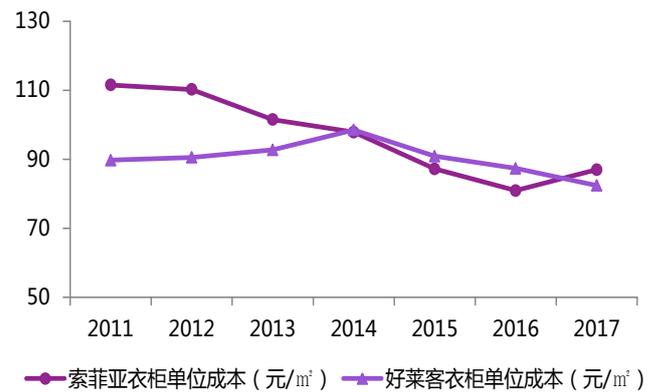
资料来源：公司公告，公开业绩交流会，光大证券研究所整理

图表 61：欧派家居衣柜/橱柜单位成本呈下降趋势



资料来源：公开业绩交流会，光大证券研究所

图表 62：索菲亚、好莱客衣柜单位成本



资料来源：公司公告，光大证券研究所

### 2.3.6、供应链管理的核心——信息化和柔性生产

对于定制家居企业来说，同时做到个性化定制和规模化生产是首要问题，而信息化建设是解决上述问题的重要一环。目前主要定制家居上市企业基本已实现柔性化生产，柔性化生产能够缩短生产周期，提高板材利用率，从而降低生产成本，有效提升企业生产效率、产品品质。

图表 63：主要上市企业信息化和生产能力

公司	生产能力及信息化能力
索菲亚	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 全柔性化生产，工厂平均交货周期为 10-12 天左右</li> <li>● CNC 数码控制比例达 100%，板材利用率接近 84%。</li> </ul>
欧派家居	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 柔性化定制生产线，板材利用率达到 90% 以上</li> <li>● 以 Oracle 为数据基础平台，实现产品管理电子模数化、产销工艺执行同步化、产销连接无缝实时电子化。</li> </ul>
尚品宅配	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 柔性化生产工艺，自动化立体仓库</li> <li>● 圆方软件提供的销售设计及生产信息一体化的解决方案。</li> </ul>
好莱客	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 开发 MES 软件，能自由串联不同厂商、不同型号、不同功能的设备，实现生产线的柔性化设计</li> <li>● 实现 99% 的自动化拆单，3D 软件整合设计、校图、报价、下单功能</li> </ul>
志邦股份	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 德国豪迈生产线，柔性化生产优化方案，公司人均产出远高于同行业</li> <li>● 销售终端信息化系统建设已基本形成统一的设计平台</li> </ul>
金牌橱柜	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 采用德国豪迈自动化生产设备，订单模块化拆分，高度柔性的生产体系</li> <li>● 金牌橱柜 GIS 系统—工业化柔性定制智能解决方案</li> </ul>

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

### 2.3.7、定制家居企业综合实力对比：谁能成为引领行业变革的领军企业？

中长期来看，我们认为地产景气下行、行业竞争加剧等因素仍将继续存在，带来行业增速的降档。另外，在需求下行、客流量下滑、渠道多元化的大背景下，定制家居行业本身也进入了变革期，体现在企业由制造模式向零

售模式转变（渠道和门店形态等）、渠道结构（工程、整装等渠道）、产品层次和深度、营销模式、经销商变革等各个方面；在行业变革的过程中，我们全面评估定制家居企业的综合竞争力，试图找出能够引领行业变革、且在变革过程中脱颖而出的领军企业。

图表 64：定制家居企业综合实力评分

项目	产品	渠道	品牌	经销商	企业效率
评分依据	产品丰富度、特色、品质等	渠道数量、渠道形态、渠道结构	广告投入、口碑	盈利、管理、服务等	规模化、信息化自动化、成本管控等
欧派家居	100	100	100	100	95
索菲亚	100	95	100	100	100
尚品宅配	100	95	95	95	95
好莱客	95	90	95	95	90
志邦家居	90	90	95	90	90
金牌厨柜	90	90	90	90	90

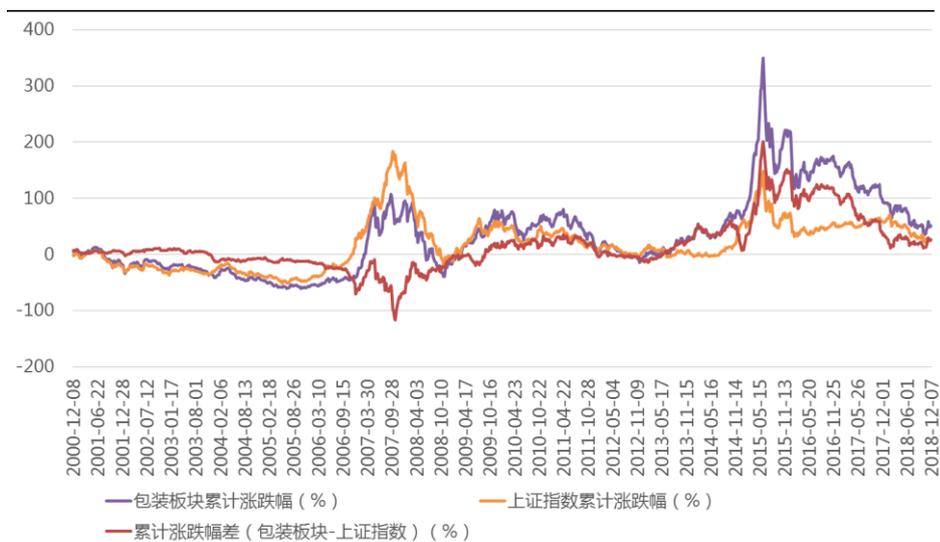
资料来源：光大证券研究所（注：评分仅为光大轻工团队初步估算，仅供参考）

### 3、包装板块：行业集中，利好龙头

#### 3.1、包装板块具备防御性，下行周期中优于大市

我们将包装印刷板块指数（申万 II 级）与上证指数从 2001 年至今的累计涨跌幅进行对比，并计算其累计涨跌幅差，发现在 2010 年至今包装印刷板块指数的累计涨跌幅表现基本上优于大市。而根据我们统计，大部分的包装板块上市公司是在 2010 年之后上市的，包装板块在这个时间段内的行情表现普遍优于大盘。尤其是在 15 年中期前后，包装板块涨幅高但回落慢，体现出明显的防御性的估值特点，在股市大幅下跌时，包装板块的跌幅相对缓和。

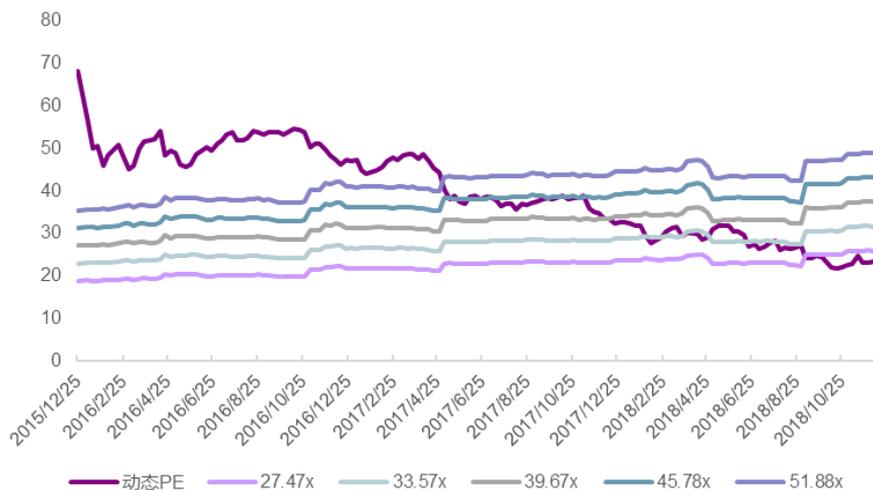
图表 65：包装印刷板块指数（申万 II 级）与上证指数累计涨跌幅对比图



资料来源：Wind，光大证券研究所

我们统计包装印刷板块近3年的PE-Bands图以观察包装板块的估值变化，很明显地可以看出，包装板块的PE近三年来持续下行，目前已处于相对的估值底部。

图表 66：包装印刷板块（申万 II 级）近 3 年 PE-Bands

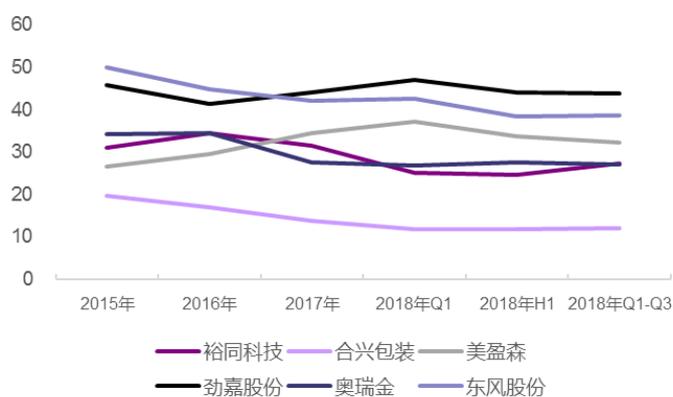


资料来源：Wind，光大证券研究所

### 3.2、原材料成本将下降，行业盈利或迎拐点

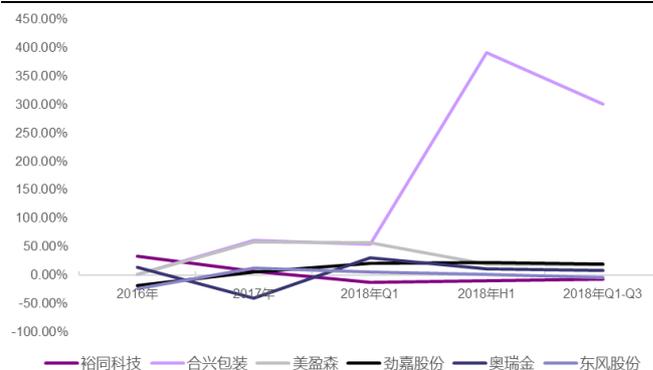
我们以主要的上市包装企业作为样本，分析成本上涨对于包装行业的盈利的影响。从企业的毛利率季度变化可以看出，2017年下半年原材料价格上涨，使得多数企业2017年毛利率下滑，2018年前三季度原材料价格有所下降后，企业毛利率有所回升。从利润同比增速来看，2018年开始上市公司净利润同比增速整体呈现明显下滑，成本端压力逐渐传导至利润端，此外不断下行的宏观经济形势对上市包装企业的业绩也存在一定影响。

图表 67：部分上市公司销售毛利率（%）变化趋势



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 68：部分上市公司净利润同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

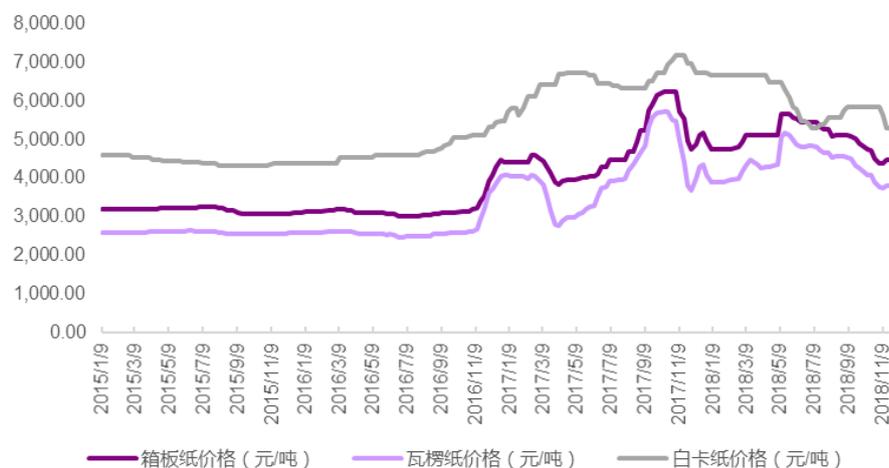
2017年下半年，箱板纸、瓦楞纸等成品纸价格上涨，使得包装行业成本端压力上升，加上下游消费品行业需求增长缓慢，作为中游行业的包装板块盈利受到挤压。

结合我国宏观经济增速及各个主要下游行业需求增速变化来看，我们判断19年箱板瓦楞纸需求增速将弱于17、18年。而从供给端来看，根据我们统计，17-19年箱板/瓦楞纸年均新增产能达到670万吨，高于2009年以来平均水平，产能扩张速度有所加快。综合考虑供需情况，19年箱板/瓦楞纸景气度将弱于17、18年。

白板纸受益于对灰底白板纸的替代，17年需求增速高于整体造纸行业。但随着替代逐步推进，我们认为替代效应将有所边际递减。加之上下游行业需求相对疲弱，我们判断白卡纸19年需求景气度弱于17、18年。而供给端来看，博汇纸业75万吨白卡纸项目预计于19年初投产，对白卡纸行业存在一定冲击。综合考虑供需情况，我们认为白卡纸价格在19年存在一定下跌压力。

19年箱板纸、瓦楞纸、白卡纸价格都存在着较大的下行压力，原材料成本下行，包装行业的盈利或将迎来拐点，业绩有望回暖。

图表 69：箱板纸、瓦楞纸、白卡纸价格 2018 年有明显回落趋势



资料来源：卓创，光大证券研究所

图表 70：塑料包装原材料价格较稳定



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 71：铝锭价格 2018 年以来逐渐企稳



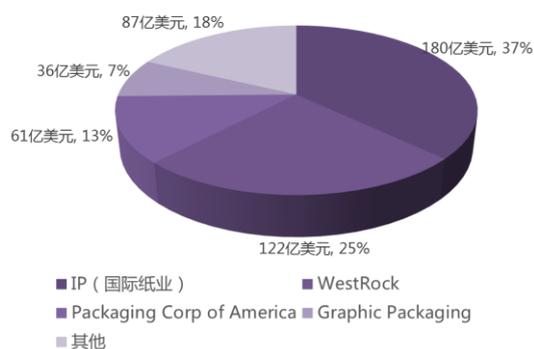
资料来源：Wind，光大证券研究所

### 3.3、对比海外：行业集中度提升是长逻辑

2012-2016 年全球包装行业市场规模由 7412 亿美元增至 8693 亿美元，CAGR 为 4.1%，16 年纸包装领域对应包装市场总规模占比近 36%。其中，北美的纸包行业发展尤为成熟，17 年占其包装市场总规模的 59%。根据我们的测算，2003-2017 年北美纸包市场规模从 224 亿美元扩至 486 亿美元，CAGR 为 5.7%，至 17 年前 4 家上市龙头纸包企业的市占率总和高达 82%。

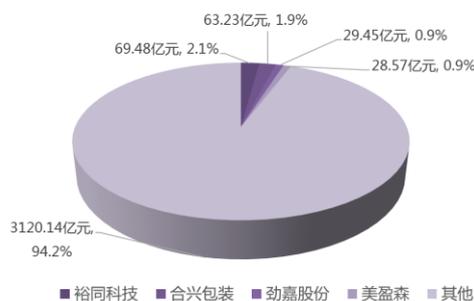
相比之下，我国包装行业集中度较低，2017 年纸包装行业上市公司前三市占率为 4.78%，金属包装行业上市公司前三市占率为 15.77%，塑料包装行业上市公司前三市占率为 1.87%。就纸包装行业而言，我国 2017 年纸包装行业主营业务收入总规模 3310.87 亿元，CR4 仅为 5.8%，集中度提升仍有巨大空间。

图表 72：2017 年北美纸包装市场 CR4 达 82%



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

图表 73：2017 年我国纸包装市场 CR4 仅为 5.8%



资料来源：Wind，中国包装联合会，光大证券研究所

从北美纸包装龙头市占率提升情况来看，2007 年至 2017 年随着 IP (国际纸业) 市场占有率逐步降低，WestRock 与 Packaging Corp of America 市场占有率明显提升，CR4 保持在 75% 以上的高位，行业集中度始终保持较高水平。

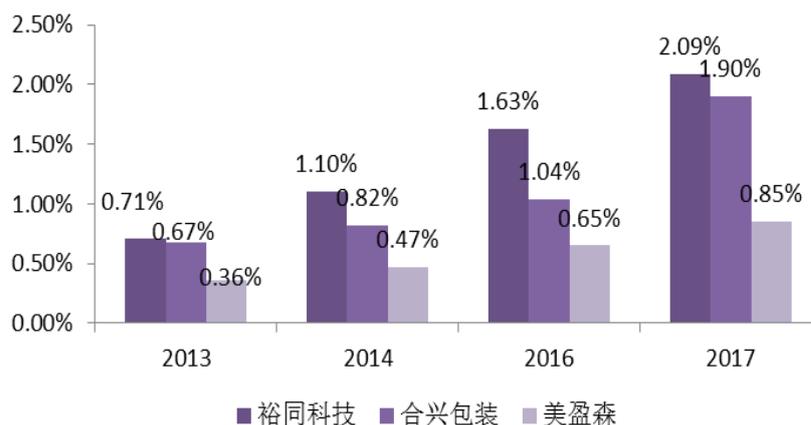
图表 74：北美纸包装市场龙头市占率提升趋势



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

从国内纸包装龙头市占率提升情况来看，2013年至2017年三家纸包装龙头的市场占有率稳步提升，裕同科技、合兴包装和美盈森的市占率从2013年的0.71%、0.67%和0.36%分别上升到2017年末的2.09%、1.90%和0.85%。三家公司中裕同科技市占率始终领先，然而17年也仅为2.09%，市场仍然分散。

图表 75：国内纸包装市场龙头市占率提升趋势



资料来源：Wind，中国包装联合会，光大证券研究所

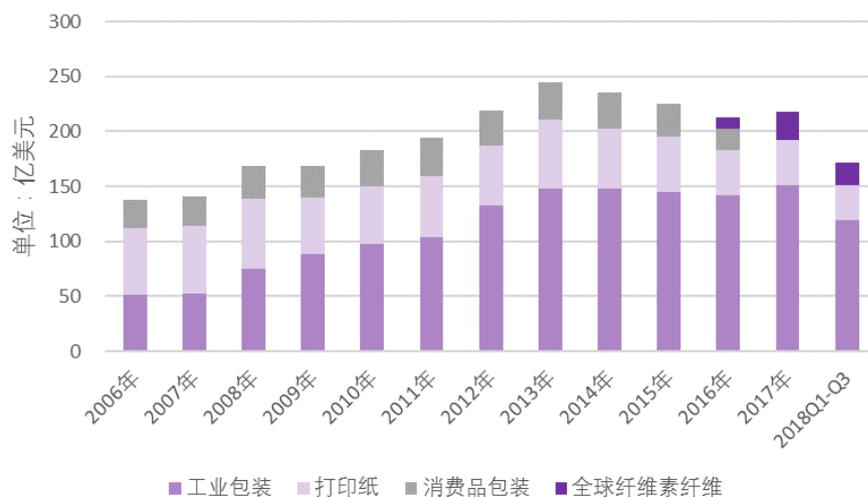
宏观经济增速下行大趋势下，包装行业企业面临更大经营压力，行业集中是大势所趋。龙头企业或通过并购兼并中小产能，或迅速拓展客户挖掘新需求，或提供供应链新模式加速产业链整合，构筑自身竞争壁垒，强化竞争优势，市场占有率有望稳步提升。

### 3.4、从北美纸包装龙头 IP（国际纸业）发展史看行业集中度提升逻辑

#### 3.4.1、从多元化到回归聚焦，工业包装推动营收快速增长

国际纸业在 1898 年由 17 家生产纸浆和造纸作坊合并成立，是目前全球最大的造纸和工业品包装企业，也是全美仅有的四家拥有百年历史的上市公司之一，拥有员工 5.6 万人，在成立早期就为全美提供近 60% 的新闻纸。在公司成立后的百年内，通过高举债务兼并收购，公司业务不断延伸，逐渐覆盖全产业链，形成包含林、浆、造纸、包装和回收的多元化业务布局，业务覆盖北美、拉丁美洲、欧洲、亚洲和北非。20 世纪 90 年代，造纸行业行情恶化，公司通过一系列重大重组和拆剥离事件削减亏损业务规模，将主营业务聚焦于工业包装、打印纸和纤维素纤维，核心业务为工业包装。2017 年公司营业收入中工业包装收入占比为 69%，造纸业务收入比例为 19%，纤维素纤维收入比例为 12%。截止 2017 年年末，国际纸业工业包装业务产能超过 1300 万吨，印刷纸和纤维素纤维产能均接近 400 万吨。

图表 76：国际纸业几大重要业务收入结构图



资料来源：Wind，光大证券研究所

公司的营业收入规模在 2013 年达峰值 290.80 亿美元，对照收入结构变化图，可以看到这与工业包装业务收入的规模和占比迅速提升呈现明显的正相关关系。此后工业包装收入规模与占比逐渐稳定，同时公司陆续剥离其分销业务部门 XPEDX 以及消费品包装业务，并关停部分亏损纸厂，因而营业收入在 2014-2016 年间逐渐呈现下滑趋势。但从毛利率、净利率、ROE 等指标来看，公司业务的盈利能力仍然保持稳定，甚至有所提升。

图表 77：2005-2017 年 IP 营收净利规模及同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 78：2005 年以来 IP 关键财务指标



资料来源：Wind，光大证券研究所

### 3.4.2、兼并收购形成全球化产能布局,行业整合期间龙头强势崛起

在其成立后的 120 年里，国际纸业收购兼并动作频频。五十年代晚期，公司开始将业务向海外发展，出口量在伦敦、巴黎、苏黎世、约翰内斯堡等城市居于前列。1959 年，在以色列、德国、希腊、意大利开设了分公司或进行了联合风险投资。这一阶段，公司通过横向收购兼并造纸企业，形成全球化的造纸包装产能布局。在 1986 年-2000 年间，公司又促成收购兼并事件达数十余次，标的中不乏一些细分领域的造纸龙头和公司竞争对手，通过

这一方式公司提升了在白卡纸等细分市场的占有率，龙头地位进一步得到巩固。2000 年至今，公司更重视包装和纸浆制造领域的兼并收购，不断提升公司的工业包装产能，最终形成工业包装、打印纸、纤维素纤维三足鼎立的局面。公司大举兼并收购也是北美纸包装行业集中度提升历史的缩影。美国瓦楞包装行业 1989 年 CR5 为 39%，20 世纪 90 年代以来行业并购事件频现，2011 年 CR5 升至 84%。

图表 79：公司重大收购兼并事件（不完全统计）

事件	收购兼并标的	战略意义
1956 年	Long-Bell 木材公司	将业务拓展至造纸行业以外领域
20 世纪 60 年代	欧洲的大量集装箱厂	增加在欧洲的造纸包装产能布局
1986 年	收购 Hammermill Paper Company	增加 75 万吨左右白纸产能
1989-1991 年	收购了 4 家欧洲纸业公司和新西兰木制品巨头 Carter HoltHarvey (CHH)	增强在欧洲和亚太地区的影响力
1995 年	包装纸板生产商 Federal PaperBoard	白卡纸市场的占有率上升至 33%
1998 年	造纸巨头 Union Camp	美国非涂面纸的市占率达 22%
2000 年	冠军国际纸业公司 Champion International Paper	业务规模扩张 20%
2008 年	惠好公司硬纸板、包装和再循环部门	箱板瓦楞纸产能提升一倍多
2011 年	收购印度 Andhra Pradesh Paper Mills 和北美公司 Temple-Inland	纸浆制造和包装纸业务地位巩固
2016 年	惠好公司纸浆制造部门	使公司成为全球领先的绒毛浆供应商

资料来源：公司公告，公司年报，光大证券研究所

海外兼并收购不断拓展公司的产能布局，仅从 2006 年至今的分地区收入情况来看，公司海外业务所占比例不断增长，至 14 年达峰值近 30%。2017 年，公司美国境内业务收入占比 75.56%，除美国外的美洲地区收入占比 7.48%，环太平洋和亚洲地区收入占比 2.71%，欧洲、中东和非洲地区收入占比 14.24%。

图表 80：国际纸业营业收入分地区结构变化图



资料来源：Wind，光大证券研究所

### 3.4.3、启示：横纵并购顺应大势，工业包装为虎添翼

回溯 IP (国际纸业) 的成长史, 兼并收购是其发展壮大的一项重要手段。五十年代晚期, 它频频收购海外的造纸包装企业, 通过横向并购使自身体量壮大, 并形成了全球化的产能布局。而在 1986-2000 年间, 公司又促成收购兼并事件达数十次, 标的中不乏一些细分领域的造纸龙头和公司竞争对手, 通过纵向并购整合产业链, 公司提升了在一些细分市场的占有率, 龙头地位更加巩固。值得注意的是, 公司并购动作频频正是百年纸包装行业集中度提升的缩影。作为龙头企业, 公司迎合大势, 通过横向与纵向的并购扩张产能并整合产业链, 既借了行业整合之力又推动加快了行业的整合集中, 公司在北美纸包装市场的占有率与北美纸包装行业的集中度同步提升。

2000 年后至今公司的再发展离不开工业包装的重大贡献。20 世纪 90 年代起, 造纸行业行情恶化, 公司逐渐剥离部分亏损业务, 将主营业务聚焦于工业包装、打印纸和纤维素纤维, 尤以工业包装为重。工业包装具有低附加值、低毛率、标准化程度高等特点, 因而在这一领域体量大、设备与技术先进、业务流程标准化程度高的包装龙头具有先天优势, 能够构筑竞争壁垒挤出中小产能, 实现较快增长。2000 年起至 2013 年, 公司的营收规模仍保持稳定持续的增长, 在 2013 年达到峰值, 而这一期间公司工业包装业务规模发展势头也相当迅猛, 两者呈现出高度正相关的关系, 可见工业包装业务规模的提升很大程度上推动了 2000 年至 2013 年公司的业绩增长。

### 3.5、市占率提升逻辑：外延并购扩充品类，新拓客户增加份额

国际纸业的成长经验揭示了迎合行业整合趋势的重要性。我国纸包装行业已经呈现出整合趋势, 纸包装龙头企业主要通过以下三种模式提升市场份额: 一类通过并购外延等方式进军新型包装业务和国际市场; 一类则是在现有的需求领域内开拓新客户, 从而增加份额。第三类则是提供供应链新模式, 加速上下游整合, 提升行业集中度。

举例来说, 合兴包装全面收购合众创亚, 拓展东南亚市场; 加速推进包装产业链云平台 (PSCP) 和智能包装集成服务 (IPS), 开拓供应链新模式, 并逐步推动从产品供应商到整体包装服务商的转变。裕同科技深耕消费电子包装领域, 加速拓展烟酒、大健康、化妆品等领域客户。劲嘉股份深耕烟标领域, 制定“烟标+大包装+大健康”发展战略, 积极探索大健康等领域。美盈森以行业领先的一体化服务不断提高产品附加值, 同时凭借物联网技术构筑核心竞争壁垒, 打造东莞智慧工厂。

图表 81：纸包装龙头纷纷转型寻找市占率提升路径

公司	发展战略演变
裕同科技	21 世纪初, 公司从传统纸箱厂转型开始深耕消费电子包装领域, 逐步占据绝对优势地位。2008 年金融危机促使公司再度转型成为高端品牌包装整体解决方案提供商。如今, 公司 3C 大客户营收占比下降, 迅速开拓烟酒、大健康、化妆品、食品等领域客户。
合兴包装	2016 年, 公司提出打造百亿制造、千亿服务的包装产业资源整合及共享平台的战略目标, 智能包装集成服务 (IPS) 与供应链云平台 (PSCP) 双轮驱动推动公司业绩增长。同时, 公司通过海外并购逐步拓展东南亚市场,

	优化产能布局，纸包装龙头地位进一步巩固。
<b>劲嘉股份</b>	公司与国内 80% 的省中烟公司长期保持战略合作关系，烟标收入占比近八成，为公司主要的收入和利润来源。近年，公司制定“烟标+大包装+大健康”发展战略，酒包、3C 等彩盒包装业务放量，产品结构不断优化；在大健康领域积极探索，定增引入战略投资者，蓄势待发。
<b>美盈森</b>	凭借行业领先的包装一体化服务和全国化的网点布局，公司重点不断由制造向服务倾斜，持续提高产品附加值。同时，公司凭借物联网构筑核心竞争壁垒，截止 2017 年底公司东莞智慧工厂项目累计投资达 1.3 亿元。

资料来源：Wind，公告整理，光大证券研究所

2015-2018 年，四家包装龙头积极拓展各领域客户，挖掘新型包装需求。以劲嘉股份为例，公司烟标收入占比近八成，为主要的收入和利润来源。2017 年，劲嘉股份通过收购申仁包装 29% 的股权，与茅台技开司签署战略合作协议，进入白酒包装市场。茅台技开司是中国贵州茅台酒厂有限责任公司下属子公司，申仁包装为茅台技开司下属子公司，主要为中国贵州茅台、国酒茅台定制营销等提供主要产品包括茅台 53 度的包装彩盒、外包装纸箱、手提袋及酒标等。劲嘉股份和茅台技开司将共同推动申仁包装在白酒包装等领域的发展及布局。劲嘉股份通过对外投资与合作，获取了茅台这样的优质客户，有利于未来进一步扩展市场和客户。而 2018 年，除了继续拓展酒包领域客户如劲牌、红星二锅头、江小白等，劲嘉股份还与云南中烟达成战略合作关系，同时获得新型烟草制品公司麦克韦尔、英美烟草、雷诺烟草、菲莫国际等的合格供应商资格，积极布局新型烟草领域。

图表 82：2015-2018 年四家包装龙头拓展客户情况

2015年	2016年	2017年	2018年
<b>美盈森：</b> 中石化、顺丰速运、海天、Sonos、Diageo、海康威视  <b>劲嘉股份：</b> 顺丰速运、西南集成、中移物联网、步步高VIVO。  <b>合兴包装：</b> 好孩子、三只松鼠	<b>美盈森：</b> 双汇、统一、HTC、欣锐、福耀、郎酒、卡莱医疗、牧田、优必选  <b>劲嘉股份：</b> 复星安泰、吉林烟草、黑龙江烟草、河南中烟、魅族、宏声实业、“茅台醇”  <b>合兴包装：</b> 顾家家居、泰普森、斯威克、新华医疗	<b>美盈森：</b> BOBST、BHS  <b>劲嘉股份：</b> 茅台技开司  <b>裕同科技：</b> 洋河、施华洛世奇、东阿阿胶、哈曼、小米	<b>美盈森：</b> 远超实业、蒙牛、步步高  <b>劲嘉股份：</b> 云南中烟、劲牌、红星二锅头、江小白、麦克韦尔、英美烟草、雷诺烟草、菲莫国际  <b>裕同科技：</b> 剑南春、水井坊、茅台、五粮液

资料来源：公司公告，光大证券研究所

## 4、造纸板块：成本优势塑造龙头纸企长期竞争力，重点关注生活用纸行业

### 4.1、供给侧改革叠加原材料价格上涨推动行业复苏

2016 年中期至 2018 年初，受益于供给端去产能叠加需求端低速稳定增长，以及原材料木浆、废纸价格大幅上涨驱动成品纸价格显著上涨，造纸行业步入一轮景气周期。具体来看，受 2011-2015 年纸业新增产能集中释放导致行业盈利能力持续下滑的影响，2016 年行业新增产能扩张节奏有所放缓。

另外，随着供给侧改革的深入推进以及环保政策的趋严（包括《造纸工业发展“十三五”规划》等重要政策），造纸行业落后产能淘汰力度加大。除政策性落后产能淘汰外，木浆、废纸等原材料价格的大幅上涨逐步挤压中小纸企的生存空间。因此产能扩张节奏放缓叠加产能退出幅度加大，行业供需逐步改善，推动造纸行业景气度提升。

在行业景气度持续回升背景下，各纸种价格自2016年中期开始大幅上涨，且于2018年年初至历史高位，同时带来龙头纸企盈利能力的显著修复。

图表 83：16-18 年初纸张价格持续上涨至高位



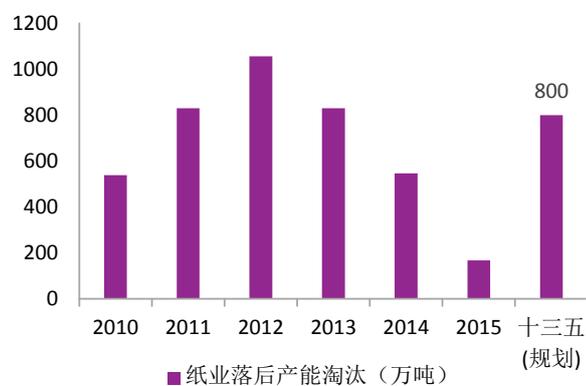
资料来源：Wind，光大证券研究所（06年1月至18年10月）

图表 84：16 年中期至 17 年底纸企盈利出现修复



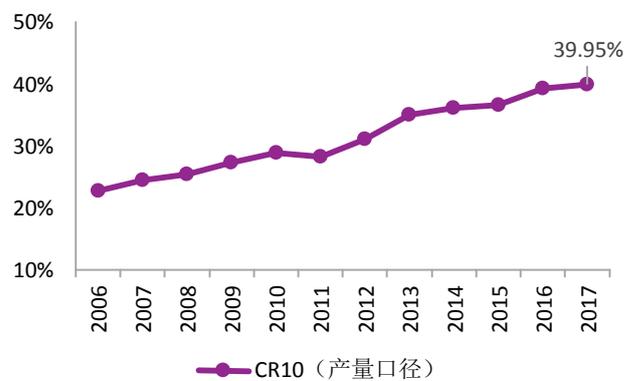
资料来源：Wind，光大证券研究所（05年10月至18年9月）

图表 85：纸业落后产能淘汰统计



资料来源：工信部，光大证券研究所

图表 86：纸业集中度持续提升（产量口径，CR10）



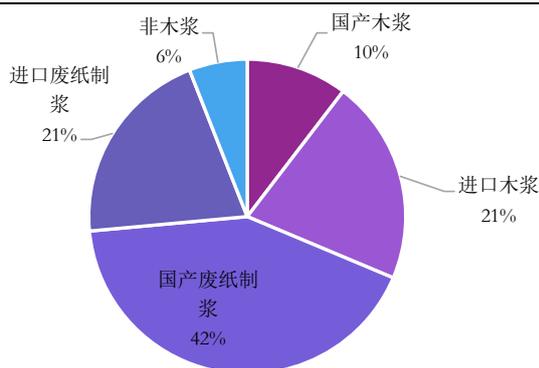
资料来源：造纸工业协会，光大证券研究所

## 4.2、原材料端价格判断：19 年木浆、废纸价格中枢预计将低于 17-18 年

### 4.2.1、全球木浆价格判断：震荡下行

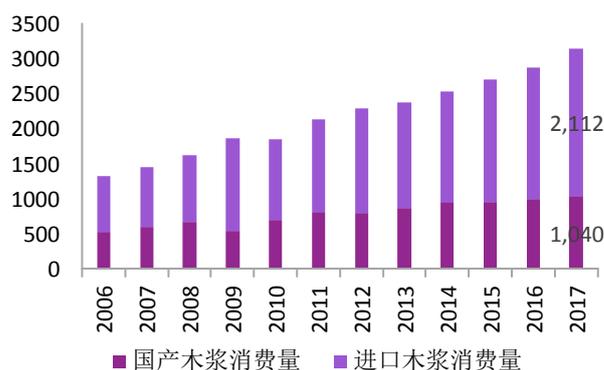
**我国木浆进口依存度较高：**根据造纸工业协会数据，2017 年我国木浆消费量为 3152 万吨，其中进口木浆消耗量达到 2112 万吨（扣除溶解浆，实际消耗量口径），进口木浆占比达到 67%；自 2006 年至今，我国进口木浆消费量占比基本在 60% 以上，我国木浆进口依存度较高。

图表 87：我国木浆进口依存度较高（2017）



资料来源：造纸工业协会，光大证券研究所

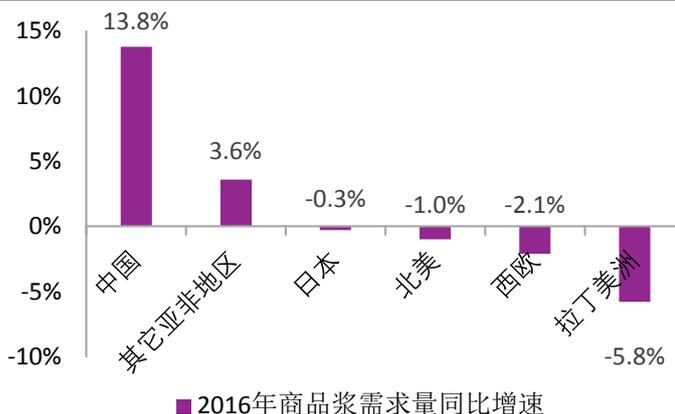
图表 88：2017 年我国进口木浆消耗量达到 2112 万吨



资料来源：造纸工业协会，光大证券研究所

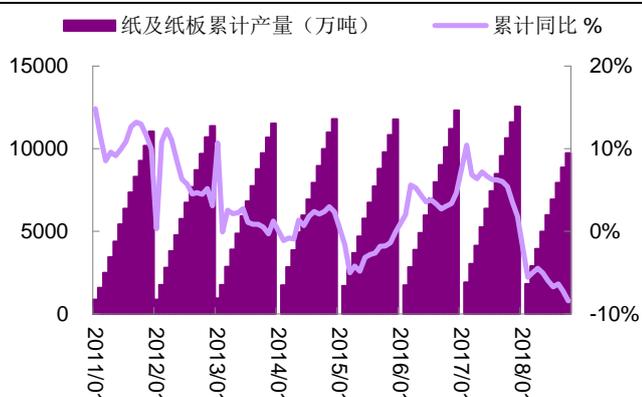
**需求端：**全球木浆消费结构中，欧洲、中国、北美等市场占比约 80%，其中北美、欧洲等传统消费大国增速相对较慢；我国成为拉动全球木浆消费量增长的重要驱动力。18 年 1-10 月，我国纸张产量累计同比下降 8%，我国纸张产量对木浆的需求拉动效应边际减弱。从木浆进口量来看，2018 年 1-10 月我国木浆进口量增速也较 2017 年有所放缓。

图表 89：中国成拉动全球木浆消费增长的重要驱动力



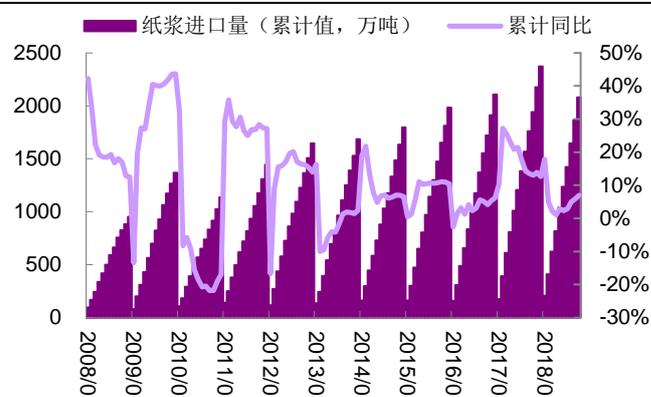
资料来源：《中国纸浆市场供需与 2017 年行情走势》（李战），光大证券研究所

图表 90：我国纸张产量增速有所下降



资料来源：Wind，光大证券研究所（11 年 1 月至 18 年 10 月）

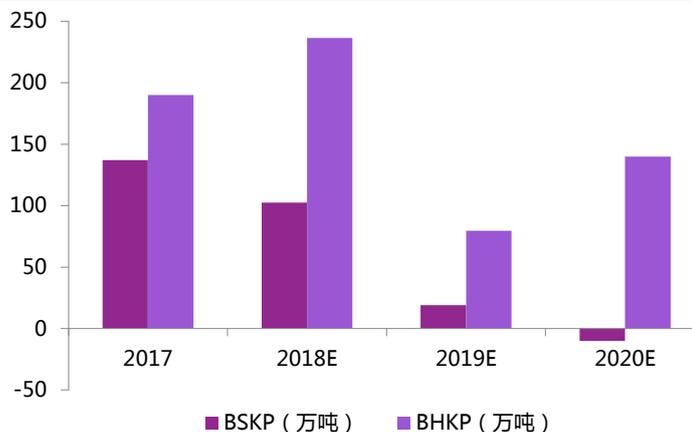
图表 91：我国木浆进口量增速同比有所下滑



资料来源：Wind，光大证券研究所（08 年 1 月至 18 年 10 月）

**供给端：19-20 年全球木浆新增产能相对较少。**17 年由于浆厂意外事件频发（包括设备、物流等）及产能出清等多方面因素，原计划投产的部分木浆产能并未如期投产，是驱动 17 年全球浆价大涨的原因之一。根据 Hawkins Wright 统计，18-20 年全球木浆新增产能合计约 567 万吨，且主要集中在 18 年，19-20 年新增产能相对较少。

图表 92：18-20 年全球木浆新增产能统计



资料来源：Hawkins Wright，光大证券研究所

**短期因素：除供需层面外，我们认为目前木浆库存水平、内外盘浆价差也是判断浆价后续走势的重要方面之一。**1) 库存水平：根据 Wind 数据统计，18 年 10 月欧洲港口库存达到 133 万吨，较 18 年初增加约 28 万吨，欧洲港口库存自 18 年起持续上升。另外，根据卓创数据统计，18 年 11 月国内青岛港、常熟港木浆库存分别达到 90 万吨、54 万吨，较 18 年初库存水平也明显上升。2) 内外盘价差：截至 18 年 11 月底，针叶浆、阔叶浆内外盘价差分别倒挂 887 元/吨、860 元/吨（考虑库存周期），价差自 18Q2 持续扩大。

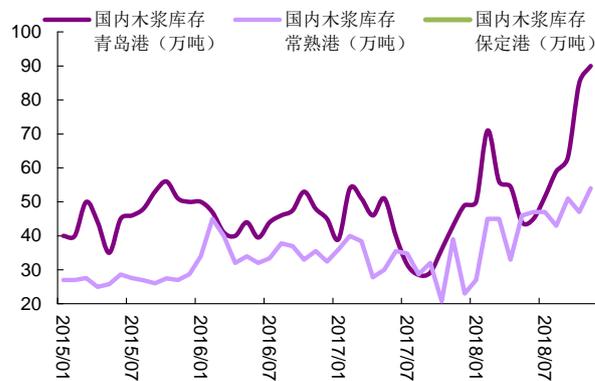
**全球浆价判断：18Q3 起外盘浆价已出现小幅回落，综合全球木浆供需及库存因素，我们认为 19 年全球木浆价格大概率将呈现震荡下行趋势。**

图表 93：欧洲港口木浆库存 18 年起持续上升



资料来源：Wind，光大证券研究所（15 年 1 月至 18 年 10 月）

图表 94：国内青岛港、常熟港木浆库存持续上升



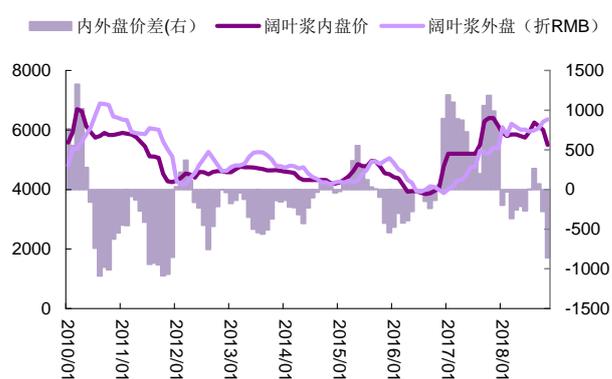
资料来源：卓创，光大证券研究所（15 年 1 月至 18 年 11 月）

图表 95：针叶浆内外盘价差有所扩大



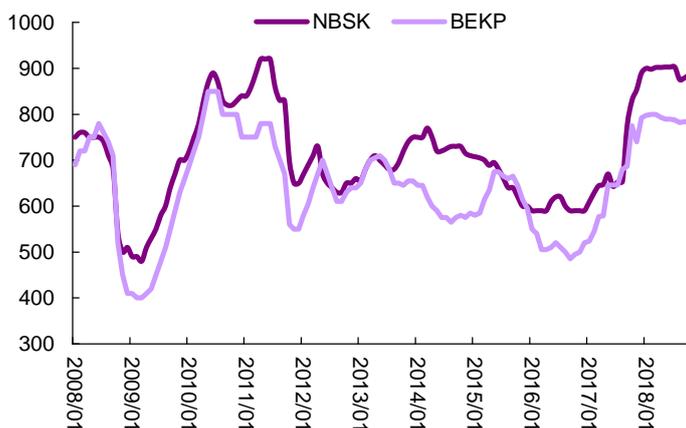
资料来源：Wind，卓创，光大证券研究所（10年1月至18年11月）

图表 96：阔叶浆内外盘价差有所扩大



资料来源：Wind，卓创，光大证券研究所（10年1月至18年11月）

图表 97：外盘浆价已出现小幅回落（美元/吨）



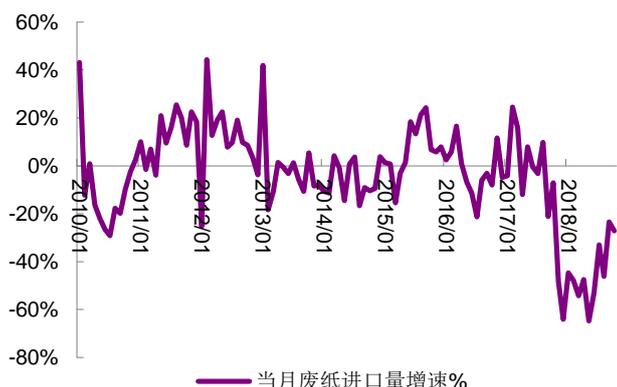
资料来源：卓创，Wind，光大证券研究所（08年1月至18年11月）

#### 4.2.2、国废：19 年废纸价格中枢将低于 18 年

**我国废纸进口依赖程度较高：**根据《2016 年中国造纸年鉴》统计数据，2016 年我国废纸消耗量达到 7813 万吨，同比增长 0.5%；其中国内废纸回收量约为 4964 万吨，同比增长 2.5%；废纸进口量 2849 万吨，进口废纸量占国内废纸总消耗量比例约为 36.5%。

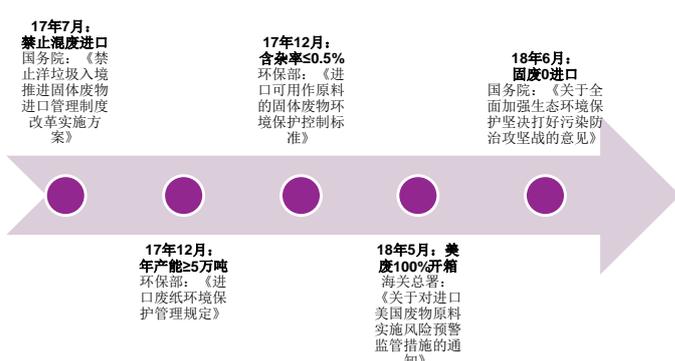
**受废纸进口趋严影响，18 年我国进口废纸量大幅减少将是大概率事件：**17 年以来，我国陆续推出关于废纸进口的管控政策：包括限制混废进口、进口废纸企业规模要求、进口废纸含杂率上限标准等。受废纸进口趋严的影响，18 年我国废纸进口量大幅下滑，根据海关总署数据，18 年 1-10 月我国废纸累计进口量同比下滑 45.4%；在环保政策趋严、外废配额严格限制等多重因素的叠加下，我们预计今年进口废纸量大幅减少将是大概率事件。

图表 98：18 年 10 月当月我国废纸进口量下滑 27%



资料来源：海关总署，Wind，光大证券研究所（10 年 1 月至 18 年 10 月）

图表 99：17 年以来进口废纸管控趋严

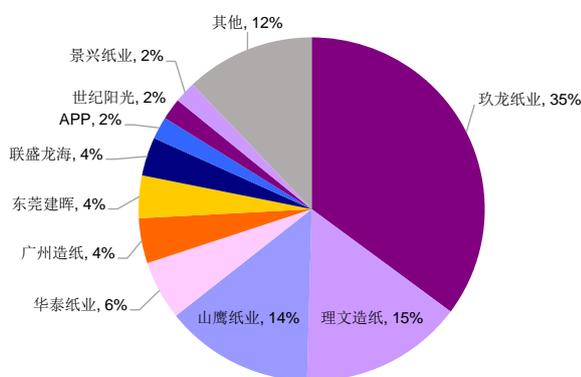


资料来源：国务院，环保部，海关总署，光大证券研究所

### 龙头企业外废配额优势仍较为明显

截至目前，2018 年环保部共核准二十五批进口废纸名单，获批量共计 1815.07 万吨（不含原配额变更口岸等），其中获批额度最高的分别是玖龙纸业、理文造纸、山鹰纸业（含联盛纸业），占比分别达到 34.3%、14.9%、13.6%，三者额度合计占比 62.7%，龙头企业仍具有明显配额优势。

图表 100：龙头企业配额优势明显（18 年废纸配额占比）



资料来源：环保部固废管理中心，光大证券研究所整理

图表 101：2018 年废纸配额各批次情况



资料来源：环保部固废管理中心，光大证券研究所

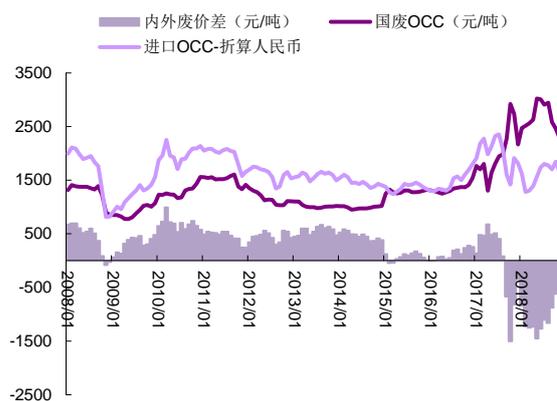
国废价格自高位有所回落，19 年国废价格中枢将低于 18 年：截至 18 年 11 月，国废出厂均价约为 2292 元/吨，自高点回落约 25%，主要受下游需求疲弱与成品纸价格回落两方面影响。在外废进口量大幅下滑的前提下，即使考虑国内废纸回收率的提升，国废供给仍处于紧平衡状态，这是支撑废纸价格的重要因素；但需求层面，因国内纸张产量增速有所下滑，因此需求端相对疲弱。综合供需层面，我们认为 19 年废纸价格中枢将低于 18 年，但价格回落幅度相对有限。

图表 102: 国废价格已有所回落



资料来源: 卓创, 废纸信息网, 光大证券研究所 (08年1月至18年11月)

图表 103: 内外废价差模拟 (元/吨)



资料来源: 卓创, Wind, 光大证券研究所 (08年1月至18年11月)

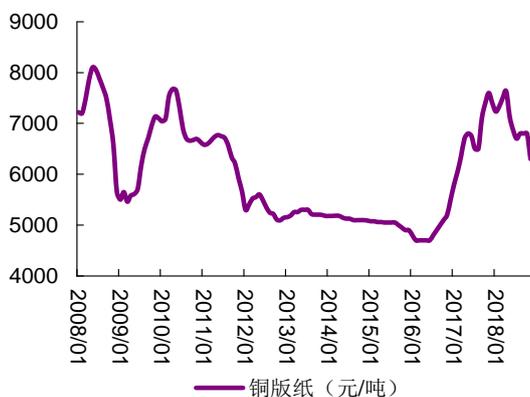
### 4.3、成品纸: 大宗纸价格存在回调压力, 关注生活用纸成本弹性

#### 4.3.1、18Q2起大宗纸价格自高点持续回落

成品纸价格自 2016 年下半年起持续上涨, 至 2018Q1 上涨至高位; 2018Q2 起纸张价格有所回落, 截至 2018 年 11 月, 铜版纸、胶版纸、白卡纸、箱板纸价格自高点分别回落约 14%、12%、23%、27%; 包装纸回落幅度高于文化纸。

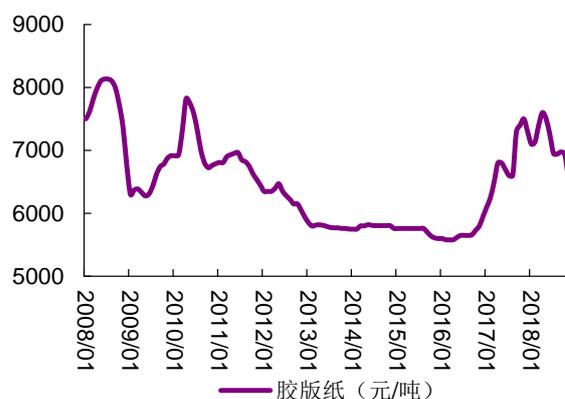
我们总结 2018Q2 起成品纸价格持续回落的原因: 1) 需求相对疲弱: 18 年 1-10 月, 我国纸及纸板累计消费量同比下滑 6%; 18 年起纸张消费量增速明显下滑。另外, 从各个纸种对应的下游领域来看, 需求增速也有所放缓, 如食品饮料、家电、电子、日化、物流等行业。2) 供给端: 新增产能进入新一轮扩张周期, 18、19 年纸业新增产能处相对较高水平。3) 原材料价格支撑力度减弱: 造纸属于成本驱动型行业, 原材料价格是支撑成品纸价格的重要方面, 而近期木浆、废纸价格也呈下跌态势, 对成品纸价格支撑力度减弱。4) 库存有所上升: 纸张库存水平有所回升, 尤其是箱板/瓦楞纸。

图表 104: 铜版纸价格自高点有所回落



资料来源: 卓创, 光大证券研究所 (08年1月至18年11月)

图表 105: 胶版纸价格自高点有所回落



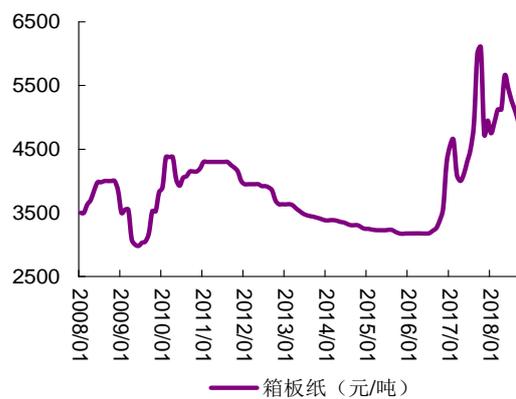
资料来源: 卓创, 光大证券研究所 (08年1月至18年11月)

图表 106：白卡纸价格自高点有所回落



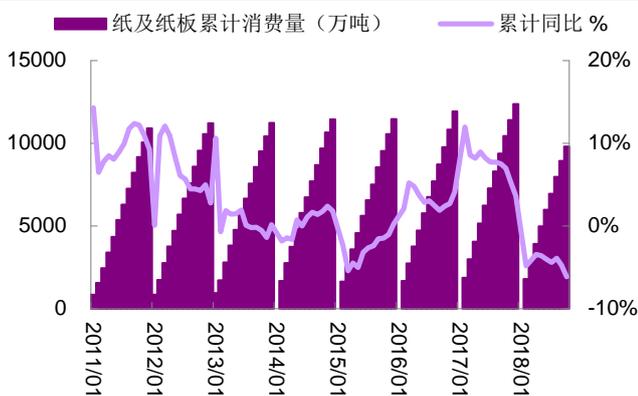
资料来源：卓创，光大证券研究所（08年1月至18年11月）

图表 107：箱板纸价格自高点有所回落



资料来源：卓创，光大证券研究所（08年1月至18年11月）

图表 108：18年纸张消费量增速明显下滑



资料来源：Wind，光大证券研究所（11年1月至18年10月）

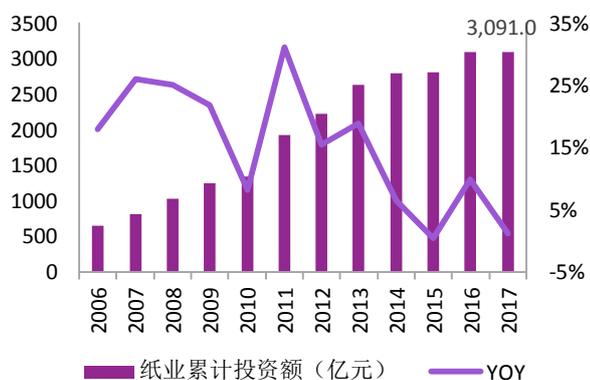
图表 109：箱板纸企业库存天数持续回升



资料来源：卓创，光大证券研究所（15年1月至18年10月）

**供给端：18、19年产能扩张有所加快。**我们统计18、19年纸业净新增产能年均约600万吨（考虑产能淘汰），明显高于2009-2017年新增产能平均水平；但从结构上来看，主要是箱板/瓦楞纸。但行业逐步进入理性扩张阶段：1) 吨纸盈利成为企业产能扩张的重要考虑因素之一；2) 新增产能扩张难度明显提升：体现在项目审批、环保等各方面。

图表 110：我国纸业固定资产投资额增速维持低位



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 111：18-19年纸业产能扩张节奏有所加快



资料来源：中纸联，卓创，光大证券研究所预测

### 4.3.2、生活用纸：行业集中度仍有一定提升空间，关注木浆价格回落带来的成本弹性

生活用纸与居民日常生活息息相关，具有较强的消费属性。

**需求端：**根据造纸工业协会统计数据，2017 年生活用纸消费量达到 890 万吨，同比增长 4.22%，占纸与纸板消费量比例 8.17%；2008-2017 年生活用纸消费量复合增速为 6.55%，需求端总体维持平稳增长。

**消费升级推动生活用纸消费结构变化：**在消费升级的大趋势下，消费者对于生活用纸的质量、环保等各方面更加重视，因而，消费结构也在逐步发生变化，一方面体现在面巾纸等品类消费占比逐年提升，而卫生纸类消费占比持续下降；另一方面体现在全木浆的高档产品逐步替代以草浆、蔗渣浆为原材料的产品。

**供给端：**据我们统计，目前生活用纸行业总产能约 1300 万吨；且 12-18 年生活用纸行业产能扩张节奏明显加快，年均新增产能达到约 150 万吨。

**竞争格局：**CR4（金红叶、恒安、维达、中顺洁柔）占比合计约 36%（产能口径），相较国外（CR4 基本在 60%以上）集中度仍有较大提升空间。龙头企业依靠产能稳步扩张、产品结构调整、品牌力不断增强等方面，市场份额有望持续提升，从而推动行业集中度的持续提升。

**关注原材料端木浆价格回落带来的成本弹性：**价格方面，由于生活用纸消费属性较强，因而生活用纸的价格较大宗纸价格稳定性更强。成本端来看，木浆是生活用纸的最主要原材料（木浆占生活用纸生产成本比例约为 60%），且生活用纸龙头企业的木浆基本来自进口，因此进口木浆价格的波动对生活用纸企业的盈利能力存在较大影响。我们在木浆价格分析部分给出的判断是，19 年全球木浆价格大概率将呈现震荡下行趋势，因而，我们认为随着进口木浆价格的回落，生活用纸行业的成本弹性将逐步显现。

图表 112：近三年生活用纸需求端保持平稳增长



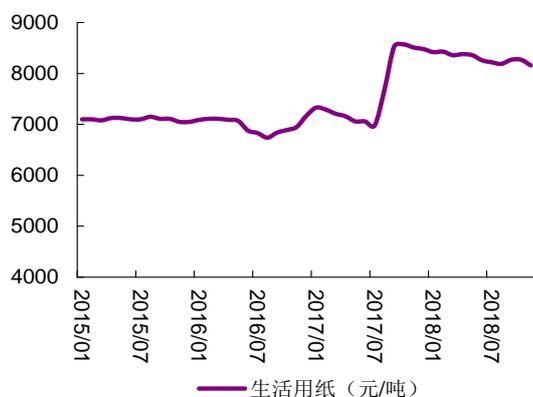
资料来源：造纸工业协会，光大证券研究所

图表 113：生活用纸产能扩张节奏有所加快



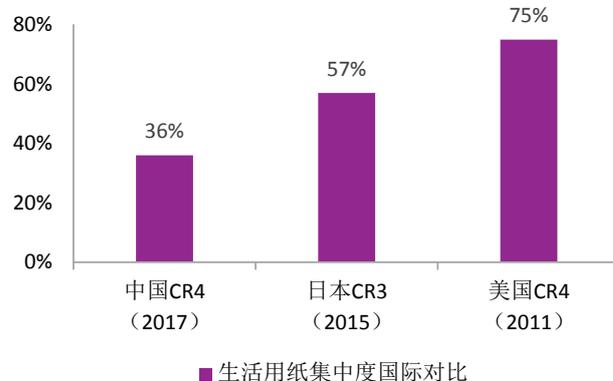
资料来源：中华纸业，中纸联，光大证券研究所预测

图表 114: 生活用纸价格相对稳定



资料来源: 卓创, 光大证券研究所

图表 115: 我国生活用纸行业集中度仍有较大提升空间



资料来源: 生活用纸杂志, 产业信息网, 光大证券研究所

图表 116: 生活用纸四大龙头企业对比

2017年	金红叶	恒安	维达	洁柔
主要纸巾品牌	清风、真真、唯洁雅	心相印、品诺、优选	维达、Tempo、多康	C&S、Face、Lotion、自然木
总收入 (亿元)	104.8	198.3	112.7	46.4
总收入增速	7.1%	2.8%	11.9%	21.8%
综合毛利率	26.5%	46.9%	29.7%	34.9%
产能 (万吨)	137	130	110	65
生活用纸业务收入规模 (亿元)	104.8	93.9	91.18	46.4
生活用纸业务收入增速	7.1%	3.6%	8.8%	21.8%

资料来源: 公司公告, Wind, 公司官网, 光大证券研究所整理

#### 4.3.3、文化纸: 价格有回调压力, 但供需格局仍相对较好

**需求端:** 造纸行业需求端具有类消费属性, 从下游拉动行业来看: 文化纸下游需求主要与文教印刷、新闻出版行业相关, 需求端增速整体上较为稳定。

**供给端:** 虽整体造纸行业 19 年新增产能节奏有所加快, 但主要集中在箱板/瓦楞纸, 铜版纸、胶版纸新增产能相对较少。

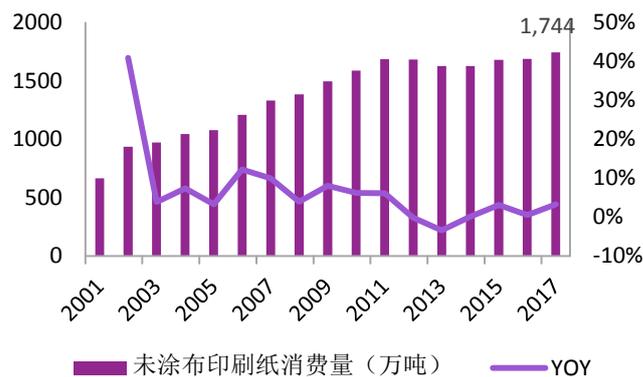
**中长期价格判断:** 我们判断文化纸 19 年景气度整体弱于 17、18 年, 价格仍有回调压力, 但因供需格局较好, 因此下跌空间相对有限。

图表 117: 铜版纸消费量维持低速增长



资料来源: 造纸工业协会, 光大证券研究所

图表 118: 未涂布印刷纸消费量维持低速增长



资料来源: 造纸工业协会, 光大证券研究所

图表 119: 铜版纸近两年基本无新增项目



资料来源: 中华纸业, 中纸联, 光大证券研究所预测

图表 120: 胶版纸年均新增产能有所较少



资料来源: 中华纸业, 中纸联, 光大证券研究所预测

#### 4.3.4、白卡纸: 19 年景气度整体弱于 17、18 年, 价格存在下跌压力

**需求端:** 受益消费升级 (替代灰底白板纸), 17 年白卡纸需求增速高于整体造纸行业。但随着替代逐步推进, 我们认为替代效应边际将有所递减。加上下游行业需求相对疲弱, 我们判断白卡纸需求增速也将有所放缓。

**供给端:** 根据我们统计, 目前国内白卡纸总产能约为 1100 万吨; 18 年基本无新增项目; 博汇纸业 75 万吨白卡纸项目预计于 19 年初投产, 对白卡纸行业存在一定冲击。

**竞争格局:** 白卡纸 CR5 占比达到 84%, 行业集中度高, 龙头议价能力较强。

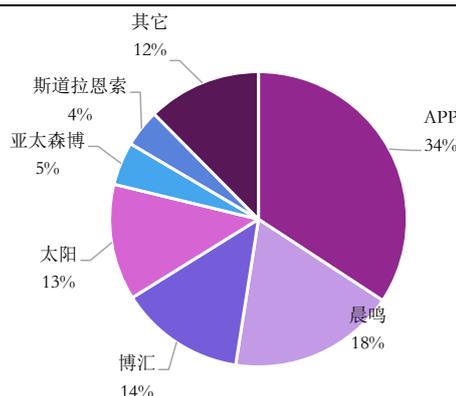
**中长期价格判断:** 我们判断白卡纸 19 年景气度整体弱于 17、18 年, 综合考虑 18 年底至 19 年初新增产能投放, 我们认为白卡纸价格仍有一定下跌压力。

图表 121：17-18 年白卡纸产能扩张节奏明显放缓



资料来源：中华纸业，中纸联，光大证券研究所预测

图表 122：白卡纸行业集中度较高 (2017)



资料来源：中华纸业，公司公告，光大证券研究所

#### 4.3.5、箱板/瓦楞纸：产能扩张加快，价格仍有回调压力

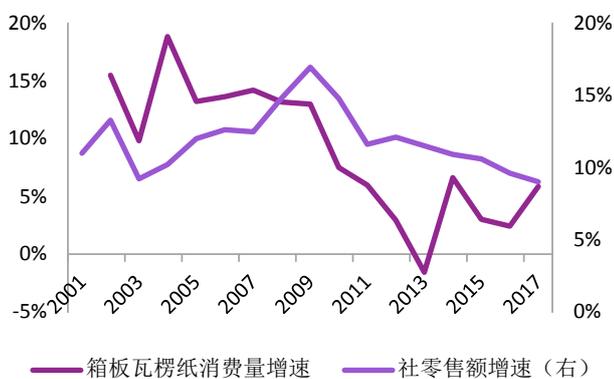
**需求端：**包装纸下游需求主要与食品饮料、家电、电子、日化、快递等行业相关，同时也受到出口的影响；因下游需求较为分散，一定程度上我们可以用社零增速来粗略判断下游需求增速趋势。结合我国宏观经济增速及各个主要下游行业需求增速变化来看，我们判断 19 年箱板瓦楞纸需求增速将弱于 17、18 年。

**供给端：**据我们统计，17-19 年箱板/瓦楞纸年均新增产能达到 670 万吨，高于 2009 年以来平均水平，产能扩张速度有所加快。

**竞争格局：**CR5 约为 50%（产能口径），是落后产能淘汰重点受益纸种；因此，虽然 18-19 年箱板/瓦楞纸新增产能扩张节奏有所加快，但 19 年来看，我们认为环保趋严仍是大趋势，箱板/瓦楞纸落后产能淘汰力度将有所加大。

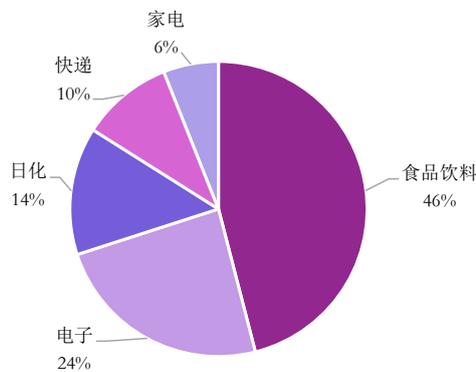
**中长期价格判断：**景气度方面我们认为 19 年箱板/瓦楞纸景气度将弱于 17、18 年（综合考虑供需层面），但废纸配额控制导致国废供需偏紧仍将是废纸价格的较强支撑力，因此，我们认为原材料价格将是 19 年箱板/瓦楞纸下调过程的关键支撑要素。

图表 123：箱板/瓦楞纸消费增速与社零增速



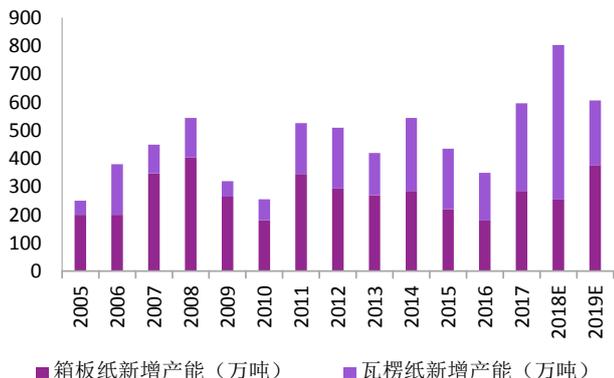
资料来源：造纸工业协会，Wind，光大证券研究所

图表 124：箱板/瓦楞纸下游应用领域广泛 (2017)



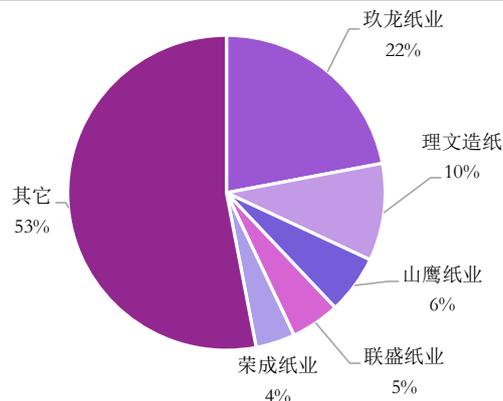
资料来源：中华纸业，光大证券研究所

图表 125: 18-19 年箱板/瓦楞纸产能扩张节奏有所加快



资料来源: 中纸联, 中华纸业, 光大证券研究所预测

图表 126: 箱板/瓦楞纸 CR5 约 50% (2017)



资料来源: 中纸联, 公司公告, 光大证券研究所

## 5、其它轻工：寻找穿越周期的机会

### 5.1、新型烟草：东风渐起，国内市场存在较大发展潜力

随着国际烟草巨头等企业在新型烟草制品领域的积极布局，蒸汽式电子烟、加热不燃烧烟草制品等新型烟草产品在全球市场加速迭代，保持着较快的发展态势，尤其是加热不燃烧烟草制品。

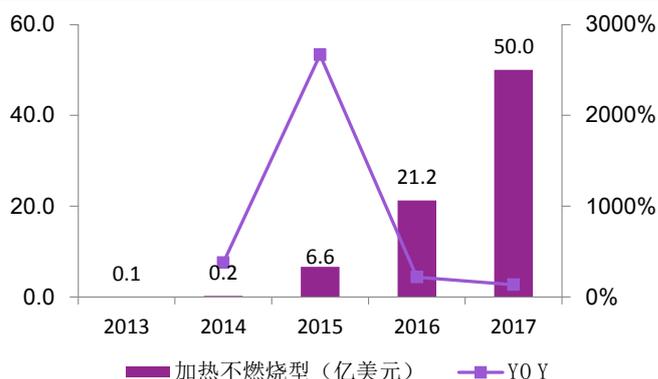
根据欧睿数据统计，2017 年全球新型烟草制品（仅统计蒸汽型电子烟与加热不燃烧烟草制品）市场规模约为 171 亿美元，同比增长 38.7%；其中蒸汽型电子烟市场规模约为 121 亿美元，同比增长 18.5%；加热不燃烧烟草制品规模 50 亿美元，同比增长 135.5%，2013-2017 年 HNB 产品市场规模复合增速达到 462%，发展势头强劲。

图表 127: 全球蒸汽式电子烟市场规模及增长



资料来源: 欧睿国际, 光大证券研究所

图表 128: 全球 HNB 产品市场规模保持较快增长

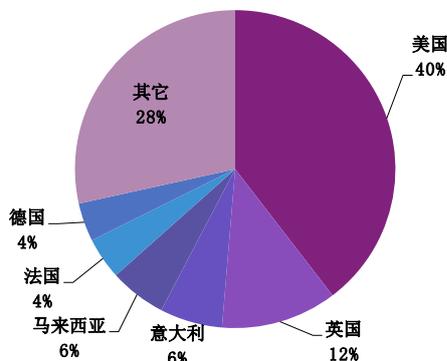


资料来源: 欧睿国际, 光大证券研究所

新型烟草制品 (RRP, Reduced Risk Products, 减害产品) 产品渗透率仍有较大提升空间: 从渗透率来看, 虽近几年新型烟草产品的市场规模增速显著高于传统卷烟产品, 但其渗透率仍处于较低水平。根据《2017 年世界烟草发展报告》数据显示, 目前全球烟草产品市场中, 2017 年新型烟草制品 (仅统计蒸汽型电子烟与加热不燃烧烟草制品) 渗透率 (销售额占比口

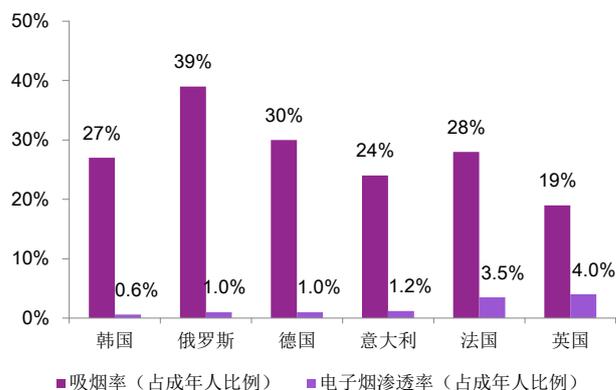
径) 仅为 3.2%。随着跨国烟草巨头持续将 RRP 产品研发作为重点战略方向之一, RRP 产品市场规模有望保持相对较高增速, 渗透率将持续提升。

图表 129: 美国是蒸汽电子烟第一销售国 (2015 年)



资料来源: 欧睿,《2016 年世界烟草发展报告》, 光大证券研究所

图表 130: 部分国家电子烟渗透率 (2015 年)



资料来源: EY, 光大证券研究所

**我国新型烟草制品行业呈现“墙内开花墙外香”的状态:** 在全球新型烟草产品规模快速增长的背景下, 我国新型烟草制品迅速兴起。当前我国仍以蒸汽式电子烟为主, 加热不燃烧烟草制品国内处于禁止销售状态, 市场尚未开放, 仅对外出口。根据艾维普思公开转让说明书显示, 我国是全球最大的电子烟生产制造基地, 深圳地区集中了全球约 90% 的电子烟生产产能; 但我国非电子烟消费大国, 国内生产的电子烟产品以“采购+生产”的 OEM/ODM 模式大部分销往国外, 其中美国是最大的出口市场。

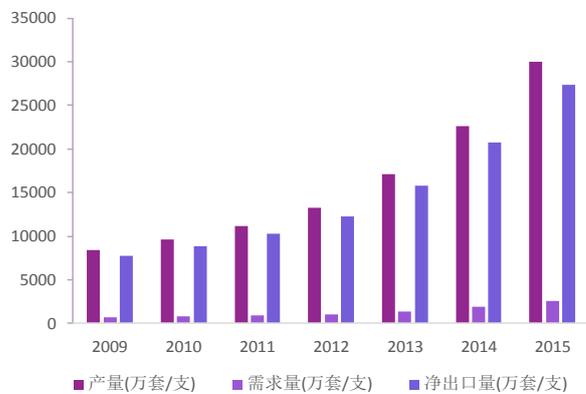
**我国新型烟草制品市场: 空间可期, 静待政策完善:** 据欧睿数据统计, 我国电子烟 2017 年市场规模为 40.09 亿人民币, 同比增长 25%。2012-2017 年五年复合增长 36.28%。我们认为, 未来国内新型烟草制品行业的发展驱动力主要来自以下几方面: 1) 烟民基数庞大; 2) 烟民的“减害需求”; 3) 寻找控烟和烟草利税的平衡。我们认为, 随着我国对于新型烟草制品政策的逐步完善, 行业发展空间可期。

图表 131: 2012-2017 年中国电子烟行业市场规模



资料来源: 欧睿数据库, 光大证券研究所

图表 132: 2009-2015 年中国电子烟行业需求量



资料来源: 博思数据, 光大证券研究所

## 5.2、电子发票：政策暖风助推电子发票行业发展，行业潜在规模较大

2012 年年初，国税局发布了《网络发票管理办法（征求意见稿）》，指出要将电子发票推广到全国。2015 年是我国电子发票政策大年，国务院、财税总局、财政部等机关陆续发布《关于开展增值税发票系统升级版电子发票试运行工作有关问题的通知》等涉及电子发票的重磅政策，为今后电子发票在我国的大范围应用扫除障碍。16 年 3 月推行电子发票被正式写入“十三五”规划，2016 年 3 月 31 日，微信在“互联网+税务”行业研讨沙龙上正式发布电子发票归集报销的完整解决方案。随着电子发票相关政策的逐步完善，电子发票将借助互联网和大数据平台，拓展在电子商务和各领域的深入应用，推进纸质发票到电子发票的变革。从产业链角度来看，我们粗略测算我国未来电子发票行业产值大约为 910~1160 亿元，发展前景广阔。

图表 133：我国电子发票相关政策

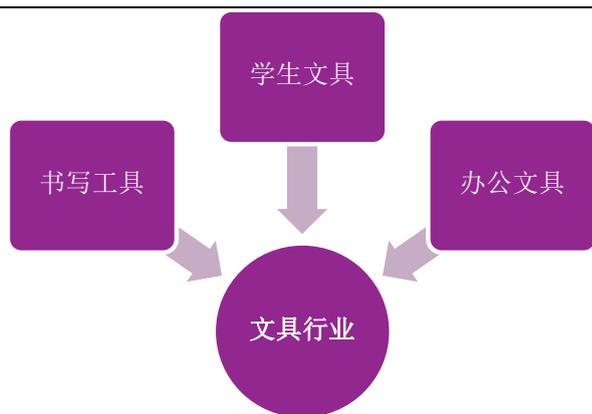
时间	发布部门	文件
2012 年年初	国家税务总局	《网络发票管理办法（征求意见稿）》
2013 年 10 月	北京国税局、地方税务局、商务委员会、工商局	《关于扩大电子发票应用试点范围若干事项的公告》
2013 年 12 月	发改委、财政部、国税局、档案局	《关于组织开展电子发票及电子会计档案综合试点工作的通知》
2014 年 12 月	北京国税局、地方税务局、商务委员会、工商局	《关于进一步推广电子发票应用试点若干事项的公告》
2015 年 7 月	国税局	《关于开展增值税发票系统升级版电子发票试运行工作有关问题的通知》
2015 年 10 月	国税局	关于印发《“互联网+税务”行动计划》的通知
2015 年 12 月	国务院	《关于推行通过增值税电子发票系统开具的增值税电子普通发票有关问题的公告》
2015 年 12 月	财政部、国家档案局	《会计档案管理办法》（修订后）
2015 年 12 月	中央办公厅	《深化国税、地税征管体制改革方案》
2017 年 6 月	财政部	《关于稳步推进财政电子票据管理改革的试点方案》

资料来源：国家及各地税务局，工商局，财政部等部委，光大证券研究所整理

## 5.3、文具行业：小产品大市场，结构升级推动行业稳定增长

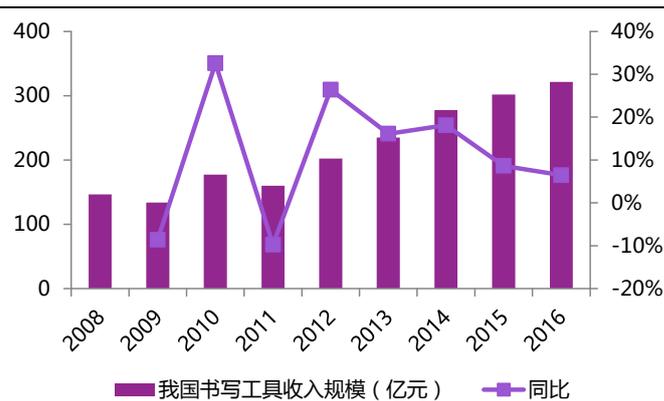
根据我国制笔协会发布的《中国文具行业竞争态势分析》，2012 年我国文具行业（不含办公设备和家具）市场规模约 1500 亿元（约 215 亿美元），行业维持相对稳健增长；对比国际文具市场规模约 2500 亿美元，与中国人口占全球比重约 20% 相比，中国文具市场规模仅约占全球文具市场规模总额的 8.6%。从文具市场占比及人均文具消费来看，叠加文具消费品牌化、创意及个性化等方向，我国文具市场规模仍存在较大的提升空间。

图表 134：我国文具行业主要构成



资料来源：晨光文具招股书，光大证券研究所整理

图表 135：我国书写工具行业规模增长稳健



资料来源：中国制笔协会，光大证券研究所

## 6、投资建议：遵循自上而下、自下而上两条思路来寻找标的

我们结合自上而下、自下而上两条思路来寻找投资标的：1) 自上而下：寻找行业竞争格局好、公司竞争优势强、未来市占率提升逻辑传导顺畅的标的，推荐顾家家居、中顺洁柔、裕同科技、合兴包装；2) 自下而上关注可以穿越周期，或者有主题性机会的标的，推荐劲嘉股份、东港股份、曲美家居、晨光文具。

### 6.1、劲嘉股份：积极践行大包装战略，前瞻布局新型烟草制品领域

公司为烟标印刷行业龙头企业，产品覆盖烟标、新型高端精品包装（主要为 3C 产品包装、化妆品包装、酒包等）及相关镭射包装材料（镭射膜、镭射纸）等。2017 年公司实现营业收入 29.45 亿元，同比增长 6.06%；归母净利润 5.74 亿元，同比增长 0.65%；2018 年前三季度公司实现营业收入 23.77 亿元，同比增长 13.21%；归母净利润 5.46 亿元，同比增长 25.28%。受益于烟草行业复苏和结构调整、酒包等大包装业务持续拓展，公司业绩回升态势明显。

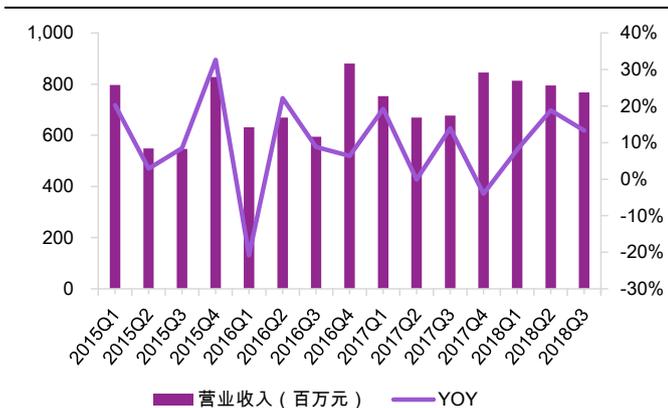
新型烟草领域方面：公司于 2014 年开始布局电子烟业务，并由全资子公司劲嘉科技主要负责新型烟草制品及智能健康烟具的设计、研发、生产等。具体来看：2014 年 2 月，公司公告与合元科技共同出资 1 亿元设立合资公司合元劲嘉，公司出资比例为 51%，进军电子烟市场；2014 年 12 月，公司与和而泰签署框架协议，共同开发智能电子烟等智能健康产品。2018 年 8 月，公司公告与米物科技（小米生态链企业）、深圳南桥前海创新基金共同签署了《出资协议》，拟设立合资公司“嘉物科技”（后名称确定为“因味科技”），将在新型烟草领域积极探索及开展业务。

另外，根据公司公告，2018 年 8 月，公司与云南中烟签署《云南中烟工业有限责任公司与深圳劲嘉集团股份有限公司之战略合作框架协议》；在该框架协议下，为进一步把握新型烟草的发展趋势，2018 年 10 月，公司公

告全资子公司劲嘉科技与云南中烟下属企业的全资子公司华玉科技签署战略合作协议，并成立合资公司嘉玉科技，进一步在新型烟草领域进行拓展。

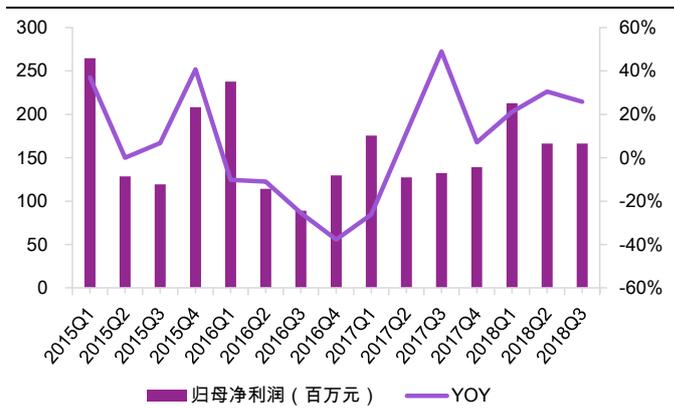
我们认为，公司有望凭借在新型烟草制品领域多年的布局经验、丰富的技术储备、强大的设计能力以及与中烟公司深厚的合作背景等方面，随着国内新型烟草行业的不断发展以及政策的明朗，有望率先抓住行业发展机遇，成为新型烟草制品领域的龙头企业之一。

图表 136: 劲嘉股份 18Q3 收入增 13% (单季)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 137: 劲嘉股份 18Q3 净利润增 26% (单季)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

**盈利预测和投资建议:** 我们看好公司在烟标领域的领军地位，烟标业务增长稳健；加上公司积极布局大包装和大健康业务，将逐步成为公司重要的利润贡献点。我们维持公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.48 元、0.58 元、0.69 元，当前股价对应 PE 分别为 16X、14X、11X，维持“买入”评级。

**风险提示:** 烟草行业景气下滑风险；彩盒业务客户拓展低于预期；电子烟业务发展低于预期。

图表 138: 劲嘉股份盈利预测与估值

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2,777	2,945	3,416	3,970	4,654
YOY	2.09%	6.06%	15.99%	16.21%	17.23%
净利润 (百万元)	571	574	716	862	1,034
YOY	-20.81%	0.65%	24.71%	20.31%	19.93%
EPS (元)	0.38	0.38	0.48	0.58	0.69
P/E	20	20	16	14	11

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2018 年 12 月 28 日

## 6.2、东港股份: 票据印刷龙头企业, 前瞻布局电子发票等新业务

**传统印刷业务逐渐构建竞争壁垒, 智能卡业务柳暗花明。** 1) 公司在印刷业务方面有较强的上下游议价能力, 环保政策加压使得中小企业退出, 印刷类订单逐步向龙头企业集中, 公司将显著受益, 订单数量有望持续增长; 且产品售价提升、规模效应带来的成本优势、良好的资质及口碑助公司逐渐

构建竞争壁垒。2) 17 年公司新中标中行、农行、交行、邮储行的银行卡制作项目，随着产品测试的完成，18 年可逐渐实现银行卡的批量接单生产，卡类业务有望步入快速增长通道。

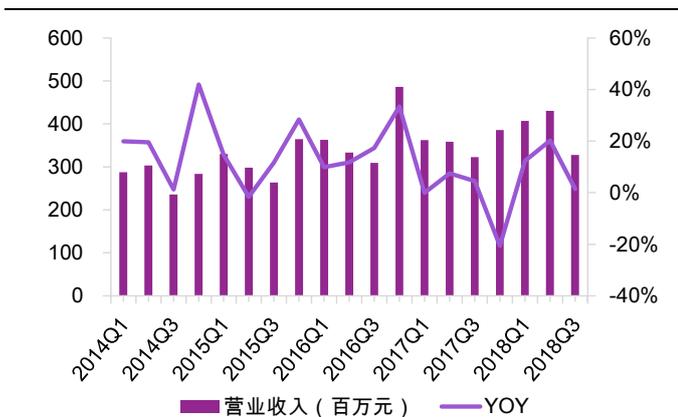
**档案管理、电子发票、彩票三大新业务全面撒网，未来有望成为公司发展的新驱动力。**公司结合自身资源紧抓机遇，布局档案管理、电子发票、彩票三大新业务：

1) 档案存储业务：公司于 15 年开始开拓档案存储业务，下设瑞云档案管理信息平台。公司的档案存储业务具有专业性强、保密度高、服务网点密集等优势，我们认为未来将成为公司重要利润贡献点之一。

2) 电子发票业务：公司于 13 年便推出第三方服务平台“瑞宏网”，目前瑞宏网电子发票服务已覆盖全国，前瞻性战略布局为公司夺得多个“业内第一”。18 年 7 月，公司还联合并通科技，率先发布区块链电子发票产品，先发优势明显，引领着行业发展。我们认为，随着政策红利的逐步释放，公司凭借在电子发票领域的全面布局，电子发票业务规模有望保持较快增长。

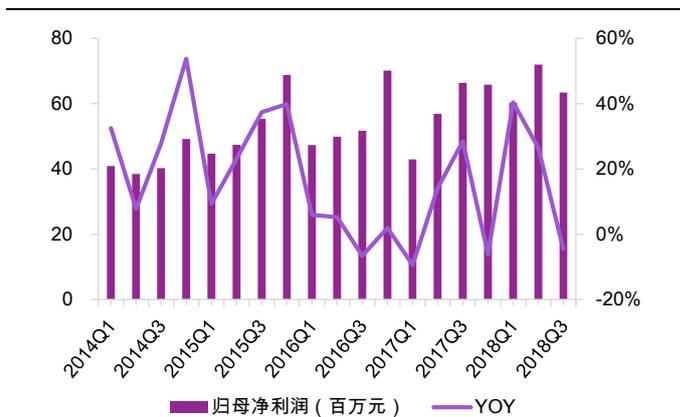
3) 彩票业务：东港提前布局终端设备近万台，17 年中标福彩中心 5 年期项目，随着更广的销售网络覆盖，公司在行业内影响力将大幅提升，彩票业务也将逐步成为公司重要的利润贡献点之一。

图表 139：东港股份营收及增长（单季）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 140：东港股份归母净利润及增长（单季）



资料来源：Wind，光大证券研究所

**盈利预测和投资建议：**基于公司传统印刷业务稳步发展、卡类业务规模的快速提升和三大新业务的全面布局，我们维持 18-20 年公司归母净利润分别为 2.93/3.80/4.91 亿元，对应 EPS 为 0.81、1.04、1.35 元，当前股价对应 PE 为 18X、14X、10X，维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格波动风险；卡类业务拓展不及预期；电子发票政策风险；战略合作进度低于预期。

图表 141：东港股份盈利预测与估值

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1,491	1,430	1,639	1,949	2,376
YOY	18.72%	-4.15%	14.67%	18.89%	21.92%

净利润(百万元)	219	232	293	380	491
YOY	1.35%	5.91%	26.43%	29.51%	29.09%
EPS(元)	0.60	0.64	0.81	1.04	1.35
P/E	23	22	18	14	10

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2018 年 12 月 28 日

### 6.3、曲美家居: 渠道产品技术协同发力, 新曲美开启新征程

公司主要从事中高档民用家具及配套家居饰品的设计、生产和销售, 为消费者提供整体家居解决方案。2015 年上市以来, 公司持续推进“新曲美”战略落地, 完善产品矩阵, 优化 OAO 销售模式, 升级信息与生产系统, 全方位打造“新曲美”。

18 年前三季度公司实现营收 16.90 亿元, 同比增长 17.94%; 归母净利润 0.95 亿元, 同比下滑 45.40%, 受并购费用等影响利润增速承压。具体来看: 1) 收入端: 18 年 5 月公司公告拟收购 Ekornes 不低于 55.57% 股权, 三季度公司已完成收购, 因此 Ekornes 9 月份收入并表驱动公司单 Q3 收入增速显著回升。我们认为随着公司门店扩张加速、店效提升及并表效应, 预计公司收入端有望持续改善。2) 利润端: 前三季度公司归母净利润同比下滑 45.40%, 我们认为主要受期间费用率上升影响, 其中销售费用率 21.64%, 同比提升 6pct, 主要与合并 Ekornes 9 月销售费用有关; 管理费用率 9.02%, 同比提升 1.32pct, 我们认为主要受收购费用增加影响。

公司从“新产品、新模式、新价值”三个维度实现了从单一家具制造商向一站式大家居品牌商的成功转型。具体来看: 1) 产品方面: 未来, 公司收购 Ekornes 将完善其产品矩阵, 在成品和定制家居的基础上, 进一步完善软体家居产品线。2) 公司自主开发自动生产系统和智能柔性加工系统, 推动曲美生产模式的改造升级。渠道方面, 公司“你+”、“居+”、B8、高端等持续落地, 渠道扩张灵活且多样。3) 公司与国外优秀设计师强强联合, 注重曲美品牌价值的提升, 真正创建曲美高端工艺设计的护城河。

深化“新曲美”战略目标, 渠道拓展及优化加速: 截止 18 年中报, 公司共有 983 家门店, 较 17 年末净增 108 家, 其中经销商专卖店 967 家, 包含 103 家大型“你+生活馆”、43 家“居+生活馆”、276 家“B8 定制独立门店”、545 家迷你“你+生活馆”及高端品牌独立店; 直营门店 16 家。我们认为, 随着公司门店扩张的加速以及店效的提升, 公司业绩有望持续改善。

**盈利预测与投资建议:** 我们持续看好公司管理变革和并购带来的成长潜力, 维持 2018-2020 年归母净利润分别为 1.81/4.00/4.82 亿元, 对应 18-20 年 EPS 分别为 0.37、0.81、0.98 元, 当前股价对应 PE 分别为 18X、8X、7X, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 渠道扩张不及预期; 收购协同不及预期; 地产景气下行风险; 股权质押风险。

图表 142: 曲美家居盈利预测与估值

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,664	2,097	3,002	4,938	5,609
YOY	32.52%	26.05%	43.13%	64.51%	13.58%
净利润(百万元)	185	246	181	400	482
YOY	58.21%	32.78%	-26.48%	121.63%	20.33%
EPS(元)	0.38	0.50	0.37	0.81	0.98
P/E	18	13	18	8	7

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2018 年 12 月 28 日

## 6.4、顾家家居：外延布局持续落地，一站式大家居龙头即将启航

顾家家居成立于 2006 年，专业从事沙发、软床、床垫等软体家具以及全屋定制家居产品的研究、开发、生产与销售运营。公司是软体家居龙头企业，旗下有“顾家工艺沙发”、“KUKA HOME 全皮沙发”、“布艺沙发”、“功能沙发”、“KUKA ART 欧美”、“米檬生活”、“软床”、“床垫”、“全屋定制”九大产品系列，加上美国功能沙发合作品牌“LA-Z-BOY 乐至宝”，组成了满足不同消费群体需求的产品矩阵。公司近年来通过提高门店效率，将零售模式创新与营销活动相结合，形成了线上与线下的良性互动，提升了零售能力，实现近年来营收的稳定增长。

18 年前三季度公司实现营收 63.93 亿元，同比增长 31.87%，归母净利润 7.86 亿元，同比增长 26.70%，公司单 Q3 收入端增速较 Q2 环比提升 8.05pct，我们认为主要受益公司内生稳健增长与并表两方面。

渠道方面，公司加快开店速度，根据 18 年中报，公司已拥有门店近 4000 家，较 17 年末净增约 500 家。同时，公司加速渠道下沉，2018 年上半年新覆盖城市 84 个，优化城市 47 个。我们认为，随着公司门店加速扩张以及渠道优化，公司业绩有望继续提升。

公司持续进行品类扩展，致力于成为一站式大家居龙头企业：公司产品品类丰富，其中以沙发销售为主；配套产品包括餐桌、茶几、床头柜等，主要由公司设计，供应商生产，通过公司渠道进行销售。床垫和软床业务是公司近年来的发展重点，收入从 2013 年的 1.82 亿元增长到 2017 年的 8.86 亿元，年复合增长率达到 48.53%。2017 年公司投入较大资源进行定制信息化建设和产品开发，定制业务将是未来公司不可或缺的部分。

**盈利预测与投资建议：**基于公司软体家居品类布局完善、渠道扩张加速以及外延布局持续落地，我们维持预测 18-20 年公司归母净利润分别为 10.67/14.33/18.64 亿元，对应 EPS 为 2.48、3.33、4.33 元，当前股价对应 PE 分别为 18X、14X、10X，维持“增持”评级。

**风险提示：**地产景气下行；企业协同效应低于预期；渠道扩张低于预期。

图表 143：顾家家居盈利预测与估值

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4,795	6,665	8,411	10,646	13,366
YOY	30.11%	39.02%	26.18%	26.57%	25.55%
净利润（百万元）	575	822	1,067	1,433	1,864
YOY	15.40%	43.02%	29.68%	34.38%	30.06%
EPS（元）	1.34	1.91	2.48	3.33	4.33
P/E	34	24	18	14	10

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 12 月 28 日

## 6.5、中顺洁柔：稳健增长的优质消费品企业

中顺洁柔成立于 1999 年，并于 2010 年成功在深交所上市，成为生活用纸领域首家 A 股上市企业。公司产品品类聚焦卷纸、无芯卷纸、软抽、手帕纸、湿巾五大类，旗下拥有“洁柔”和“太阳”两大知名品牌，其中“太阳”定位相对亲民，“洁柔”定位相对高端；具体产品方面，公司拥有 C&S、Face、Lotion、自然木等多系列明星产品，满足不同层次细分市场消费者的需求。

2015 年公司引入全新销售、运营团队，在管理、渠道、营销等各方面进行改革，随着改革成效的逐步显现，公司业绩保持稳健增长态势。2018 年前三季度公司实现营收 40.81 亿元，同比增长 21.74%；归母净利润 3.13 亿元，同比增长 26.85%，收入、利润端增长稳健。自 2015 年公司引入全新营销团队后，在渠道方面重点发力，公司四大通路（直营卖场 KA、经销商 GT、商销 AFH、电商 EC）全面发展，2017 年四大通路均实现较高增长。经销商方面，截至 2017 年底，公司经销商数量将近 2000 家，较 2014 年新增约 1300 家，经销商扩张节奏明显加快。

产品方面，近几年公司致力于产品结构升级，不断推出中高端产品系列，进一步强化公司“高端生活，品味洁柔”的品牌定位。2017 年 6 月公司推出新品黄色纸（低白度纸）自然木系列，100%采用进口原生木浆，且通过欧美食品级检测，在保证产品质量优质的同时，丰富产品结构，并迅速抢占低白度纸市场份额。目前公司高端产品以 Face、Lotion、自然木系列为代表，随着对新品推广力度的加大，公司中高端产品收入占比持续提升，逐步成为公司重要的利润贡献点。

另外，公司主要原材料为进口木浆，目前进口木浆价格已处于历史高位，综合短期因素及供需层面，我们认为 19 年全球木浆价格大概率将呈现震荡下行趋势；因此，我们认为公司成本端压力有望逐步减轻，盈利弹性将逐步显现。

**盈利预测和投资建议：**我们看好公司作为生活用纸第一梯队企业，随着产品升级、渠道扩张、新增产能投产以及新产品的逐步推出，公司业绩增长持续性强。我们维持 2018-2020 年 EPS 分别为 0.34 元、0.43 元、0.53 元，当前股价对应 PE 分别为 25X、20X、16X，维持“增持”评级。

**风险提示：**渠道扩张及下沉不及预期，木浆价格波动风险，新产品开拓不及预期

图表 144：中顺洁柔盈利预测与估值

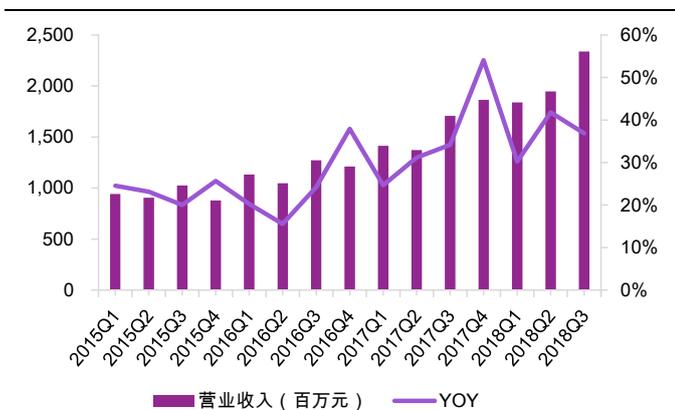
指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3,809	4,638	5,751	7,183	8,829
YOY	28.74%	21.76%	23.99%	24.90%	22.92%
净利润（百万元）	260	349	441	554	680
YOY	195.27%	34.04%	26.44%	25.61%	22.63%
EPS（元）	0.20	0.27	0.34	0.43	0.53
P/E	42	31	25	20	16

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 12 月 28 日

## 6.6、晨光文具：竞争优势显著的细分领域龙头企业

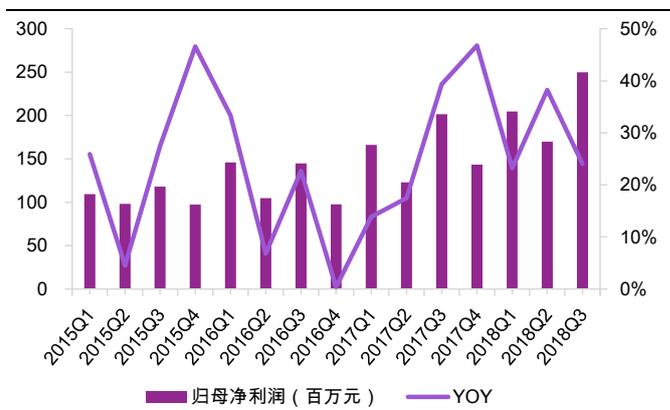
晨光文具为文具行业领军企业，公司主要负责生产销售各类文具用品并提供学习和工作场景解决方案。在新零售和消费升级的背景下，晨光文具创新产品功能，聚焦重点终端，优化升级加盟店，创建办公直销平台晨光科力普、零售买卖店晨光生活馆、九木杂物社、互联网平台晨光科技等，在 2C 业务持续发展和 2B 业务快速拓展的双引擎驱动下，公司业绩增长稳健。2017 年，公司实现营业收入 63.57 亿元，同比增长 36.35%；归母净利润 6.34 亿元，同比增长 28.63%。2018 年前三季度，晨光文具实现营业收入 61.24 亿元，同比增长 36.29%；归母净利润 6.25 亿元，同比增长 27.31%。

图表 145：晨光文具营收及增长（单季）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 146：晨光文具归母净利润及增长（单季）



资料来源：Wind，光大证券研究所

**产品创新+渠道覆盖广等多方面构筑公司传统 2C 业务竞争优势：**产品方面，公司从全品类角度出发形成 10 大类 54 小类产品，并持续进行产品创新，通过“经典款”与“新产品”保持较强的消费者粘性，在学生文具领域具有较强的品牌力。在营销渠道方面，根据公司 2018 年中报，公司供应链伙伴覆盖 31 个省，近 1200 个城市，零售终端超过 7.6 万家，校边商圈覆盖广，渠道先发优势明显。总体而言，晨光文具公司依托独立自主的设计研发能力、成熟的零售终端和全产业链整合能力，不断推陈出新，丰富产品种类，调整产品结构，在产品和渠道两大方面具有较强的综合竞争力。

**新业务发展空间广阔：**1) 新业务-科力普：随着办公用品集采透明化，公司凭借自身优势有望持续提升市场份额；目前科力普正处快速发展期，有

望成为公司重要利润贡献点之一。2) 新业务-九木杂物社: 九木杂物社是公司直营模式的成功探索, 也是精品文创产品的优质载体。公司通过发展九木杂物社和晨光生活馆两类零售大店, 顺应消费升级趋势, 传播自身品牌文化, 是公司战略布局的重要方向; 随着九木杂物社加盟的逐步开放, 我们认为该业务也将成为公司重要利润贡献点之一。

#### 关键假设:

1、收入端假设: 我们认为, 公司在文具行业竞争优势显著, 在产品、渠道等各方面都具有明显优势, 因此传统零售业务增长稳健。另外, 随着公司新业务科力普与九木杂物社/生活馆步入正轨, 未来将成为公司重要的利润贡献点。具体来看:

1) 传统 C 端零售业务: 我们认为对于传统 C 端零售业务而言, 公司强大的渠道网络是最核心的竞争优势之一, 公司通过高度覆盖全国校边商圈, 已在学生群体中获得较高认可, 先发优势明显。另外公司通过头部门店升级与改造计划, 逐步提升单店坪效, 推动传统 C 端零售业务的收入规模持续增长。我们预计公司传统 C 端零售业务 2018-2020 年收入增速分别为 15%、14%、16%。

2) 科力普: 公司凭借品牌、产品、服务等各方面优势, 积极布局办公用品直销业务, 大力开拓新客户。我们认为, 在办公用品集采“阳光化”的大趋势下, 公司作为文具行业龙头企业, 客户开拓能力强; 结合公司对该业务的战略规划, 我们认为公司直销业务收入有望维持较高增长。我们预计科力普 2018-2020 年收入增速分别为 100%、60%、40%。

3) 九木杂物社/晨光生活馆: 九木杂物社与晨光生活馆作为公司直营大店的重要探索方式, 对公司而言战略意义重大; 其中九木杂物社定位更加明确, 且公司在直营模式探索较为成功的基础上, 已开放九木杂物社的加盟模式, 加快扩张速度。我们认为, 随着九木杂物社门店的持续扩张及单店坪效的提升, 其营业收入也将保持较为快速增长, 我们预计公司九木杂物社及晨光生活馆 2018-2020 年合计收入增速分别为 96%、151%、73%。

2、毛利率假设: 因科力普毛利率明显低于公司传统 C 端零售业务毛利率, 因此随着科力普收入占比的持续提升, 前期公司综合毛利率将出现一定下降 (2018 年毛利率相对 2017 年); 但随着科力普毛利率的持续提升及收入增速的逐步放缓, 长期来看, 我们认为公司综合毛利率仍将维持上升态势。我们预计 2018-2020 年公司综合毛利率分别为 24.74%、25.15%、25.72%。

3、费用率假设: 我们认为公司虽然处于持续开拓新客户的过程中, 但在文具行业竞争优势显著, 且客户资源优质, 加上公司费用管控能力较强, 因此, 我们认为公司费用率将保持相对稳定。

图表 147: 晨光文具收入分项预测

单位: 百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	4,662	6,357	8,528	11,380	14,682
增长率	24.36%	36.34%	34.15%	33.44%	29.01%
毛利	1,232	1,636	2110	2862	3776
毛利率	26.42%	25.73%	24.74%	25.15%	25.72%
传统 C 端文具业务					

收入	3,884	4,780	5,497	6,244	7,217
增长率	14.96%	23.06%	15.00%	13.58%	15.59%
毛利	1,052	1,322	1,548	1,789	2,090
毛利率	27.08%	27.65%	28.15%	28.65%	28.95%
<b>科力普</b>					
收入	516	1250	2500	4000	5600
增长率	126.85%	143.00%	100.00%	60.00%	40.00%
毛利	80	188	350	600	896
毛利率	15.50%	15.00%	14.00%	15.00%	16.00%
<b>九木杂物社/生活馆</b>					
收入	151	200	391	983	1696
增长率	168.77%	32.06%	95.55%	151.27%	72.58%
毛利	63	82	162	418	729
毛利率	41.35%	40.76%	41.50%	42.50%	43.00%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

**盈利预测和投资建议：**我们看好公司在文具行业的品牌、产品、渠道等优势，传统 C 端零售业务增长稳健；加上新业务科力普、九木杂物社/生活馆持续布局，将逐步成为公司重要的利润贡献点。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.88 元、1.13 元、1.46 元，当前股价对应 PE 分别为 35X、27X、21X，公司估值高于行业平均估值水平（目前 19 年可比公司平均估值为 16X），但我们认为公司在产品、渠道、新业务拓展等多方面都有显著优势，因此给予一定估值溢价，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**下游需求低于预期；新客户开拓进度低于预期；新业务盈利能力低于预期。

图表 148：晨光文具可比公司估值表

公司代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE			
			17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E
002301	齐心集团	8.46	0.22	0.34	0.47	0.63	39	25	18	13
300703	创源文化	14.66	0.50	0.89	1.08	1.42	29	16	14	10
002103	广博股份	4.12	0.20	-	-	-	20	-	-	-
	<b>平均</b>						<b>29</b>	<b>21</b>	<b>16</b>	<b>12</b>
<b>603899</b>	<b>晨光文具</b>	<b>30.25</b>	<b>0.69</b>	<b>0.88</b>	<b>1.13</b>	<b>1.46</b>	<b>44</b>	<b>35</b>	<b>27</b>	<b>21</b>

资料来源：Wind，光大证券研究所预测（股价时间为 2018 年 12 月 28 日）

注：晨光文具为光大证券研究所预测，其余可比公司为 Wind 一致预期。

图表 149：晨光文具盈利预测与估值

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4,662	6,357	8,528	11,380	14,682
YOY	24.36%	36.35%	34.15%	33.44%	29.01%
净利润（百万元）	493	634	805	1,037	1,343
YOY	16.63%	28.63%	27.02%	28.81%	29.47%
EPS（元）	0.54	0.69	0.88	1.13	1.46
P/E	56	44	35	27	21

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 12 月 28 日

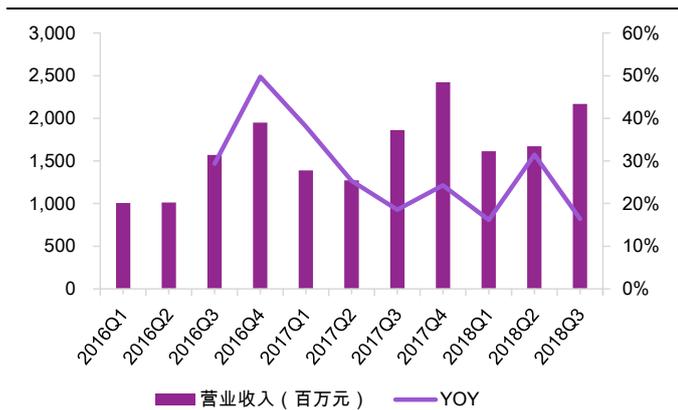
## 6.7、裕同科技：高端客户资源行业领先，稳居消费品包装龙头地位

### 为高端品牌提供整体包装解决方案，稳居包装行业龙头地位

裕同科技主要生产彩盒、纸箱、说明书、不干胶贴纸等产品，主要定位于高端市场，为高端品牌包装提供“创意设计与研究解决方案、一体化产品制造和供应解决方案、多区域运营及服务解决方案”。公司于2016和2017年度在《印刷经理人》组织的年度中国印刷企业排行榜中连续位列第一，稳居包装行业龙头地位。

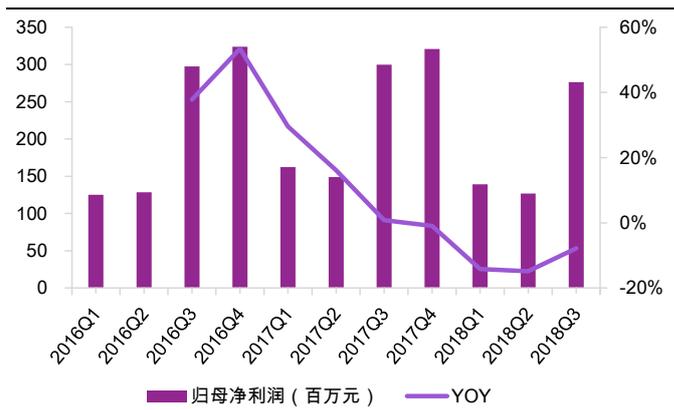
公司在专注消费类电子产品纸质包装的同时，还积极拓展高档烟酒、化妆品及高端奢侈品等行业的包装业务，客户结构进一步多元化。2017年公司实现营业收入69.48亿元，同比增长25.36%；归母净利润9.32亿元，同比增长6.53%。2018年前三季度实现营业收入54.55亿元，同比增长20.57%，收入端增长较为稳健；归母净利润5.43亿元，同比下降11.22%；环比18Q2来看，受益于公司客户结构优化、原材料成本回落等因素，18Q3公司盈利能力显著回升。

图表 150：裕同科技营收及增长（单季）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 151：裕同科技归母净利润及增长（单季）



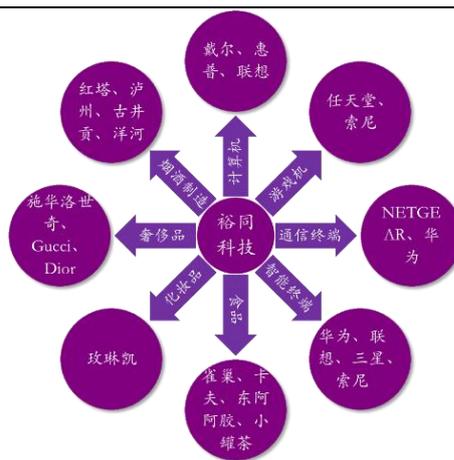
资料来源：Wind，光大证券研究所

### 消费类电子行业覆盖范围广，积极拓展烟酒、食品领域高端客户，客户结构多元化

公司拥有众多高端品牌客户，基本覆盖了消费类电子行业的主要领域，包括移动智能终端、计算机、游戏机、通信终端产品等。根据公司官网，在移动智能终端领域，公司是华为、联想、三星、索尼的多年供应商，直接或通过富士康等知名代工厂间接提供服务；在计算机领域，戴尔、惠普、联想均是公司重要客户；在游戏机领域，裕同科技是任天堂、索尼的长期供应商；在通信终端方面，NETGEAR 和 华为均与公司是长期合作伙伴。

此外，裕同科技还拓展了食品、化妆品、奢侈品、烟酒制造等客户的稳定合作关系。根据公司年度报告，2017年公司成功导入小米、哈曼、洋河、东阿阿胶、施华洛世奇等多家高端品牌客户，客户结构进一步多元化，带动公司业务的持续发展。

图表 152：裕同科技客户分布（截至 2017 年）



资料来源：公司官网，2017 年报，光大证券研究所

### 为客户量身打造包装整体解决方案，提高客户黏性

裕同科技长期以来致力于为高端客户提供专属、个性化的包装整体解决方案，从创意设计、研发创新、生产到交付的各个环节均以客户需求为准，优化供应链效率并降低成本，为客户产品提升附加值。

我们总结裕同科技整体解决方案主要分为三方面：

**1) 创意设计与研发解决方案：**在创意设计方面，裕同科技对客户包装方案进行整体规划，减少客户在包装上的设计、采购、运输成本，同时，在外延设计上提高产品包装认知度，满足个性化包装需求；在研发创新方面，公司通过对各种新型环保材料、创新印刷工艺的研发，满足客户对材料轻量化、环保和可回收利用的要求。另外，裕同科技还通过对传统的二维码创新，实现防复制、产品追溯、市场监管等多个功能。

**2) 一体化产品制造和供应解决方案：**裕同科技的一体化解决方案包括全系列产品生产及第三方采购，帮助客户实现“一站式采购”。全系列产品是指公司针对下游客户各业务领域中不同型号的商品，模块化提供多种印刷包装产品。第三方采购是指根据客户总采购订单的要求，与各种辅助包装产品供应商组成专业的第三方采购服务网络，代替客户作为购货方向各个辅助包装产品供应商发出订单。购得相应辅助包装产品后，与公司提供的包装产品进行组合后一并交给客户。一体化解决方案帮助客户提高采购效率，实现采购规模化和配送的及时性，从而达到客户采购工作的精简。

**3) 多区域运营及服务解决方案：**为满足国际知名客户大批采购需求，裕同科技在国内外多点布局，根据公司官网，公司在国内的制造基地有珠海、成都、九江、重庆等地，国外的制造基地为越南、印度等地，公司已具备跨区域制造能力和就近交货能力，一体化多点布局使公司在“碎片化”的印刷包装行业具有先发优势。此外，国内重点工业城市如深圳、烟台、合肥等地设有完善的生产服务基地，提高对客户的响应速度，最大限度降低物流成本，公司还在香港设立了营销服务中心，为海外客户提供包装整体解决方案。

图表 153：裕同包装整体解决方案



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

#### 关键假设：

1、收入端假设：我们认为，随着公司凭借品牌、设计及一体化包装解决方案等优势，有望在深耕消费电子包装的同时，持续拓展高档烟酒、化妆品及高端奢侈品等行业的包装业务客户，优化客户结构，收入增长持续性较强。具体来看：

1) 彩盒业务：彩盒是公司最主要的收入来源，公司彩盒产品定位高端，下游客户以国内外知名企业为主，充分体现公司在包装领域的较强综合竞争力。随着公司下游客户的持续拓展，我们认为公司彩盒业务有望保持稳定增长，我们预计 2018-2020 年公司彩盒业务收入增速分别为 25%、26.5%、24%。

2) 说明书业务：说明书作为公司纸质印刷的重点产品之一，在公司积极开拓客户的过程中，也有望保持稳健增长，我们预计 2018-2020 年公司说明书业务收入增速分别为 20%、18%、15%。

2、毛利率假设：我们认为随着公司客户结构的优化、产品结构的升级以及原材料成本的持续回落（公司主要原材料为白卡纸、箱板/瓦楞纸、铜版纸等，我们判断 2019 纸张价格将有所回落），我们认为公司毛利率将呈现持续回升态势。我们预计 2018-2020 年公司综合毛利率分别为 27.62%、28.54%、29.46%。

3、费用率假设：公司与下游核心客户合作关系稳定，虽后续仍需持续开拓新客户，但我们认为凭借公司较强的综合竞争力；加上公司优质的管理能力，费用率将保持相对稳定。

图表 154：裕同科技收入分项预测

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业收入	5,542.36	6,947.74	8,561.65	10,659.66	13,032.51
增长率	29.20%	25.36%	23.23%	24.50%	22.26%
毛利	1,903.79	2,191.36	2,364.56	3,042.08	3,839.51
毛利率	34.35%	31.54%	27.62%	28.54%	29.46%
<b>彩盒</b>					
收入	4,161.35	5,176.21	6,470.26	8,184.88	10,149.25

增长率	33.89%	24.39%	25.00%	26.50%	24.00%
毛利	1,485.52	1,689.96	1,834.32	2,402.26	3,080.30
毛利率	35.70%	32.65%	28.35%	29.35%	30.35%
<b>说明书</b>					
收入	454.70	651.61	781.94	922.68	1,061.09
增长率	49.51%	43.31%	20.00%	18.00%	15.00%
毛利	174.71	265.75	267.42	320.17	373.50
毛利率	38.42%	40.78%	34.20%	34.70%	35.20%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

**盈利预测和投资建议：**我们看好公司在消费电子包装领域的优势地位，加上公司持续拓展其它消费品包装领域，有望培育新的业绩增长点。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 2.33 元、2.97 元、3.73 元，当前股价对应 PE 分别为 17X、13X、11X，公司估值略高于行业平均估值（目前 19 年包装板块可比公司平均估值为 12X），但我们认为公司下游客户优质，随着客户的持续拓展以及消费品包装业务的多元化，龙头地位将进一步显著，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**包装行业整合低于预期；新客户拓展低于预期；原材料价格上涨风险；汇率风险。

图表 155：裕同科技可比公司估值表

公司代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE			
			17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E
601515	东风股份	7.10	0.59	0.59	0.65	0.70	12	12	11	10
002191	劲嘉股份	7.81	0.38	0.48	0.58	0.69	20	16	14	11
002228	合兴包装	4.28	0.13	0.46	0.37	0.45	33	9	12	10
002303	美盈森	4.65	0.23	0.28	0.37	0.44	20	16	13	10
002803	吉宏股份	14.75	0.41	1.05	1.67	2.19	36	14	9	7
	<b>平均</b>						<b>24</b>	<b>14</b>	<b>12</b>	<b>10</b>
<b>002831</b>	<b>裕同科技</b>	<b>40.06</b>	<b>2.33</b>	<b>2.33</b>	<b>2.97</b>	<b>3.73</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>13</b>	<b>11</b>

资料来源：Wind，光大证券研究所预测（股价时间为 2018 年 12 月 28 日）

注：裕同科技、东风股份、劲嘉股份、合兴包装为光大证券研究所预测，其余可比公司为 Wind 一致预期。

图表 156：裕同科技盈利预测与估值

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	5,542	6,948	8,562	10,660	13,033
YOY	29.20%	25.36%	23.23%	24.50%	22.26%
净利润（百万元）	875	932	932	1,189	1,491
YOY	32.91%	6.53%	0.02%	27.57%	25.40%
EPS（元）	2.19	2.33	2.33	2.97	3.73
P/E	18	17	17	13	11

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 12 月 28 日

## 6.8、合兴包装：品牌优势+布局智能业务+并购整合，多维度发力助推公司成长

### 深耕包装制造业，从生产到管理合兴包装品牌效应逐渐显现

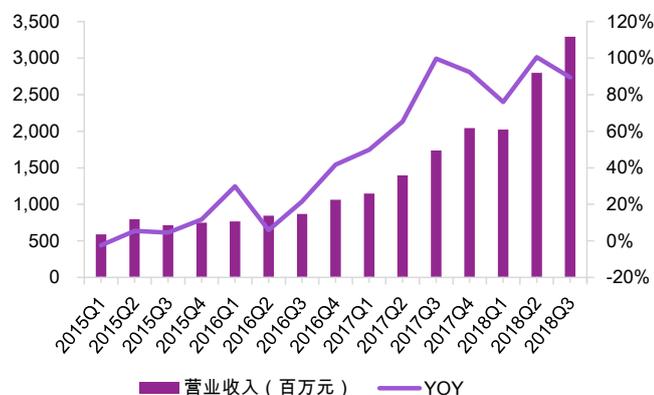
公司为纸包装行业龙头企业，成立于1993年5月，主要从事中高档瓦楞纸箱、纸板及缓冲包装材料等包装制品设计、制造、服务，主要产品包括中高档瓦楞纸箱及瓦楞纸板、缓冲包装材料。根据公司官网，十多年来合兴包装专注于瓦楞纸箱包装行业发展，通过自主创新的CPS模式（整体包装解决方案）将客户产品包装全过程整合，给客户“一站式”提供各种需要的包装物及服务，并使成本、质量、时间满足客户的需求。

**客户方面：合兴包装在“集团化、大客户”的蓝海战略下，逐渐形成品牌效应，存量客户与增量客户共同推动收入增长。**根据公司年报，合兴包装已积累了海尔、美的、格力、海信、宝洁、蓝月亮、立白、HP、富士康、戴尔等知名企业客户，随着客户规模的扩张，公司凭借生产管理方面的优势，快速配合客户的发展布局进行业务扩张，与客户协同发展；另一方面，近年来国内环保政策收紧、原材料成本上升，包装行业资源整合加剧，小厂迫于成本压力纷纷退出，行业龙头效应带来的规模优势与议价能力更加明显，包装行业下游企业更愿意转而选择稳定的大厂合作，同时合兴包装利用智能包装、供应链云平台等一系列创新业务，赢得了新客户青睐。

**内生+外延驱动公司业绩保持高速增长：2017年公司实现营业收入63.23亿元，同比增长78.51%；归母净利润1.54亿元，同比增长49.51%。2018年前三季度实现收入81.12亿元，同比增长89.54%；归母净利润4.82亿元，同比增长367.97%。**18年前三季度公司业绩获高速增长主要受益于两方面：1) 内生业务：新客户持续开拓推动公司内生维持较高增长；2) 18年6月公司公告，收购合众创亚（亚洲）100%股份过户手续已完成，因此受益合众创亚并表，公司业绩实现高速增长。

**包装制造、供应链服务为公司主要收入来源：**收入结构方面，根据公司中报，2018年上半年公司包装制造业务实现收入36.26亿人民币，占公司总收入比例达到75.22%；供应链服务业务实现收入11.95亿元，占公司总收入比重为24.78%，二者为公司核心收入来源。

图表 157：合兴包装营收及增长（单季）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 158：合兴包装归母净利润及增长（单季）



资料来源：Wind，光大证券研究所

## 智能包装集成服务 (IPS) + 包装产业供应链云平台 (PSCP)，合兴包装布局新业务，纵向融合行业上下游资源

公司于 2016 年开始打造 IPS (Intelligent Packaging Service, 即智能包装集成服务) 和 PSCP (Packaging Supply Chain Platform, 即包装产业供应链云平台)。IPS 项目意在通过智能包装设备完成客户在产品包装环节的自动化包装, 根据公司中报, 截止 2018 年上半年, IPS 项目已和捷普、好孩子等多家客户签约, 已投入 10 多条包装生产线, 处于包装生产线的设备采购阶段; PSCP 项目立足于包装行业的 B2B 服务, 为包装企业提供资源整合及共享平台, 根据中报, 公司从 2016 年开始对 PSCP 项目进行线下地推, 同时启动线上平台搭建工作, “联合包装网”网络运营模块 1.0 版于 2017 年中旬正式上线, 截至 2018 年上半年, 平台拥有客户约 1200 家, 实现销售收入近 12 亿元。后续合兴包装将利用 PSCP 和 IPS 项目的协同效应, 全面推进公司向综合包装服务商迈进。

## 参与并购基金收购合众创业，合兴包装横向扩大产业规模

公司坚持内生增长和外延发展并重战略, 在着力打造公司核心竞争力、纵向延长产业链的基础上, 积极参与海外并购, 横向扩大产业规模, 提高市场份额。根据公司年报, 公司于 2016 年参与设立产业并购基金厦门架桥合兴股权投资合伙企业, 收购国际纸业在中国和东南亚的瓦楞包装箱业务。2018 年 6 月, 根据公司公告, 合兴包装以 7.18 亿元收购合众创业包装服务 (亚洲) 有限公司 100% 的股权, 通过收购, 公司实现了东北、华北、华东、西南、华南、华中等区域布局的扩大, 产能的增加, 进一步巩固公司的龙头地位。

### 关键假设:

- 1、收入端假设: 我们认为公司将显著受益包装行业集中度的提升, 加上公司积极推进内生+外延并进的策略, 有望推动包装主业实现高速增长; 另外, 公司独特的 IPS+PSCP 模式, 有助于公司整合行业资源, 进一步奠定龙头地位。因此, 我们预计: 1) 公司纸箱业务 2018-2020 年收入增速分别为 50%、35%、22%; 2) 公司纸板业务 2018-2020 年收入增速分别为 95%、30%、25%。
- 2、毛利率假设: 我们认为包装行业集中度的持续提升将推动龙头企业议价能力的提升, 加上成本端原材料价格的回落, 公司毛利率水平将呈现持续提升态势。因此我们预计 2018-2020 年公司综合毛利率分别为 12.67%、12.94%、13.21%。

图表 159: 合兴包装收入分项预测

单位: 百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	3,542.37	6,323.38	11,335.27	14,947.78	18,442.63
增长率	24.19%	78.51%	79.26%	31.87%	23.38%
毛利	601.52	872.93	1,435.99	1,934.63	2,437.04
毛利率	16.98%	13.80%	12.67%	12.94%	13.21%

纸箱					
收入	2,559.49	3,985.16	5,977.75	8,069.96	9,845.35
增长率	14.39%	55.70%	50.00%	35.00%	22.00%
毛利	457.99	589.89	842.86	1,154.00	1,427.58
毛利率	17.89%	14.80%	14.10%	14.30%	14.50%
纸板					
收入	767.65	1,656.03	3,229.25	4,198.03	5,247.54
增长率	72.63%	115.73%	95.00%	30.00%	25.00%
毛利	66.28	140.08	214.75	283.37	359.46
毛利率	8.63%	8.46%	6.65%	6.75%	6.85%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

**盈利预测和投资建议：**我们认为公司将显著受益包装行业集中度提升，内生增长稳健；另外，公司外延并购战略进一步助推公司实现业绩的高增长，奠定公司龙头地位。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.46 元、0.37 元、0.45 元，当前股价对应 PE 分别为 9X、12X、10X，公司估值与行业平均估值持平（目前 19 年包装板块可比公司平均估值为 12X），首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**平台业务拓展不及预期；行业竞争加剧；原材料价格上涨风险。

图表 160：合兴包装可比公司估值表

公司代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE			
			17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E
002303	美盈森	4.65	0.23	0.28	0.37	0.44	20	16	13	10
002803	吉宏股份	14.75	0.41	1.05	1.67	2.19	36	14	9	7
002831	裕同科技	40.06	2.33	2.33	2.97	3.73	17	17	13	11
	平均						25	16	12	9
002228	合兴包装	4.28	0.13	0.46	0.37	0.45	33	9	12	10

资料来源：Wind，光大证券研究所预测（股价时间为 2018 年 12 月 28 日）

注：合兴包装、裕同科技为光大证券研究所预测，其余可比公司为 Wind 一致预期。

图表 161：合兴包装盈利预测与估值

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3,542	6,323	11,335	14,948	18,443
YOY	24.19%	78.51%	79.26%	31.87%	23.38%
净利润（百万元）	103	154	535	431	522
YOY	-10.29%	49.51%	247.86%	-19.45%	21.16%
EPS（元）	0.09	0.13	0.46	0.37	0.45
P/E	49	33	9	12	10

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 12 月 28 日

## 7、重点推荐标的估值表

图表 162：重点公司盈利预测与估值表

公司代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE				投资评级
			17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E	
002191	劲嘉股份	7.81	0.38	0.48	0.58	0.69	20	16	14	11	买入
002117	东港股份	14.15	0.64	0.81	1.04	1.35	22	18	14	10	买入
603818	曲美家居	6.70	0.50	0.37	0.81	0.98	13	18	8	7	买入
603816	顾家家居	45.00	1.91	2.48	3.33	4.33	24	18	14	10	增持
002511	中顺洁柔	8.52	0.27	0.34	0.43	0.53	31	25	20	16	增持
603899	晨光文具	30.25	0.69	0.88	1.13	1.46	44	35	27	21	增持
002831	裕同科技	40.06	2.33	2.33	2.97	3.73	17	17	13	11	增持
002228	合兴包装	4.28	0.13	0.46	0.37	0.45	33	9	12	10	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测（股价时间为 2018 年 12 月 28 日）

## 8、风险分析

### 地产景气下行风险

家用轻工属于地产后周期行业，大约会滞后地产销售 8-10 个月。如果地产景气程度低于预期，会影响家居企业的客流量、接单情况等，从而影响家居行业整体景气程度。

### 汇率波动风险

轻工行业核心子版块家居、包装、造纸等部分公司出口业务占比相对较高，因此汇率波动将对公司整体业绩存在一定影响（收入端、原材料端）。

### 原材料价格上涨风险

对于造纸包装印刷等制造行业，原材料价格的波动会导致企业经营成本的上升，影响企业的盈利能力。

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，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。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebsecn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebsecn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebsecn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebsecn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebsecn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebsecn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebsecn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebsecn.com
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com
张亦潇		0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com
	苏一耘		13828709460	suy1@ebsecn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebsecn.com
	陶奕	021-52523546	18018609199	taoyi@ebsecn.com
国际业务	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebsecn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebsecn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebsecn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebsecn.com
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebsecn.com
	戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebsecn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebsecn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebsecn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebsecn.com
私募业务部	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebsecn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebsecn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebsecn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebsecn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebsecn.com
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebsecn.com