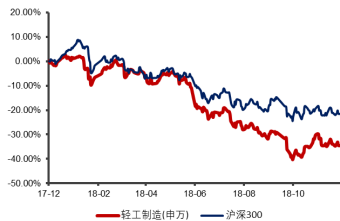


轻工制造行业

评级 中性（下调）

2019年1月7日

行业与沪深300走势比较



分析师

平海庆

执业证书编号：S0760511010003

Tel: 010-83496341

Email: pinghaiqing@sxzq.com

研究助理

杨晶晶

Tel: 010-83496308

Email: yangjingjing@sxzq.com

地址：

北京市西城区平安里西大街 28 号

中海国际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

2019 年度轻工行业投资策略

家居变革静待春天，“小而美”精品文创崛起

行业研究/年度策略

投资要点：

- **2018 年回顾：板块分化，龙头股表现较好。**2018 年年初至今（截至 12 月 28 日），轻工制造板块跑输大盘，整体指数下跌 33.69%。文娱用品（-13.15%）、包装印刷（-24.01%）跌幅较小。市场风格依旧偏向理性和价值，龙头股表现显著好于行业。
- **家具：19 年地产下行、竞争加剧压力延续，看好定价能力突出、渠道实力优秀的企业。**（1）地产低迷、产业链上游向下整合，流量隐忧引发渠道变革。新房销售增速下行、行业竞争加剧，预计 19 年家具业绩将继续承压、估值修复空间不大；全屋整装+新零售加速铺开，家具龙头积极应对上游家装公司、房地产商所传导的压力与隐忧。（2）定价能力的边界：向下看成本效率控制，向上看品牌溢价，19 年家具龙头有一定概率降价让利、以价换量来扩大市场份额。信息化“打通”全价值链，成本效率管控能力优秀的企业，有能力在降价同时还保持一定的毛利率和净利率水平；差异化打造品牌溢价，进而提升定价的话语权和天花板。
- **造纸：供需转向过剩，盈利能力或将承压。**（1）产能加速扩张、下游需求乏力，供需格局失衡。2018 年 9 月造纸产成品存货达到 607.70 亿元，同比增长 30.70%，增速较去年同期提升 29.50pct。（2）纸价、原材料价格尚无大幅回调基础，盈利能力或将持续承压。成品纸端，在内需不举、出口萎缩，叠加造纸库存压力较大的背景下，后市成品纸价格上涨动力不足、回升空间有限。原材料端，预计 19 年压力持续，木浆、进口废纸价格维持高位震荡。
- **文娱用品：受益于消费升级+刚需支撑，看好 19 年增长动能。**（1）受益于消费升级和教育、办公人群的规模支撑，“小而美”、中高端、品牌化文创消费开始释放活力，预期 19 年有较大增长动力和亮点。
- **行业评级和投资建议：**下调家具板块的评级至“中性”，对造纸、文娱用品板块给出“中性”和“看好”评级，轻工行业下调至“中性”评级。我们坚持业绩成长性强和市占率提升的双重选股逻辑，行业集中度低、变革更新加速背景下部分个股仍存在投资机会，建议优选龙头及业绩增长确定、核心竞争力突出品种。建议关注尚品宅配、欧派家居、晨光文具。
- **风险提示：**宏观经济增长不及预期；地产调控政策风险；新店经营不及预期；市场推广不达预期；原材料价格波动；经销商管理风险等。

目录

1. 2018 年回顾：板块分化，龙头股表现较好	6
2.家具：短期面临流量竞争，看好定价能力突出、渠道实力优秀的企业	9
2.1 地产低迷、产业链上游向下整合，流量隐忧引发渠道变革	9
2.1.1 新房销售增速下行、行业竞争加剧，预计 19 年家具业绩持续承压	9
2.1.2 流量入口多元化，全屋整装+新零售加速铺开	14
2.2 定价能力的边界：向下看成本效率控制，向上看品牌溢价	19
2.2.1 性价比重要性提升，龙头短期或将以价换量	19
2.2.2 信息化“打通”全价值链，提升成本效率管控能力	21
2.2.3 差异化打造品牌溢价：产品力+客户体验提升定价天花板	22
3.造纸：供需转向过剩，盈利能力或将承压	24
3.1 产能集中释放、下游需求乏力，供需格局失衡	24
3.2 纸价、原材料价格尚无大幅回调基础，盈利能力或将承压	27
4.文娱用品：受益于消费升级+刚需驱动，看好 19 年增长动能	30
4.1 “小而美”、“小确幸”崛起，看好中高端文创增长潜力	30
4.2 政策支持与刚需支撑，文具用品市场空间广阔	34
5. 行业评级和投资建议：优选龙头及业绩增长确定、核心竞争力突出品种	36
5.1 尚品宅配：加盟渠道持续高增，全屋定制+整装领跑行业	37
5.2 欧派家居：大家居+信息化厚积薄发，新品类与多渠道贡献动能	38
5.3 晨光文具：精品文创布局优秀，一体两翼迈向文创巨头	39

图目录

图 1 : 2018 年轻工制造行业表现弱于市场.....	6
图 2 : 轻工制造板块目前估值略低于历史均值.....	6
图 3 : 2018 年全年轻工板块涨跌幅排名第 24 位 (申万分类)	6
图 4 : 2018 年至今轻工制造各子板块涨跌幅.....	7
图 5 : 轻工制造各子板块 PE (历史 TTM, 整体法)	7
图 6 : 轻工行业个股涨跌幅与公司净利润增速的散点图.....	8
图 7 : 2016 年 4 月以来房地产销售持续下行.....	9
图 8 : 各线城市商品房住宅销售面积累计同比增长率.....	9
图 9 : 家具制造业主营业务收入同比增速显著下行.....	10
图 10 : 家具制造业利润总额同比增速显著下行.....	10
图 11 : 索菲亚营收增速与地产销售的滞后相关性.....	11
图 12 : SW 家具估值与地产销售的滞后相关性.....	13
图 13 : 装修流程决定消费者装修决策顺序.....	14
图 14 : 尚品宅配 C 店融入儿童游乐园.....	17
图 15 : 曲美京东之家融入高频娱乐休闲消费.....	17
图 16 : 曲美京东之家 AR 试妆镜.....	18
图 17 : 索菲亚美好生活馆畅读书吧区	18
图 18 : 中国装修家庭年收入水平占比	19
图 19 : 装修预算 20 万以下家庭占比达到 88%	19
图 20 : 格力电器毛利率和净利率变化情况.....	20
图 21 : 格力电器价格战期间市占率翻倍	20
图 22 : 定制家具板块毛利率和净利率维持高位.....	20
图 23 : SW 家具板块毛利率和净利率维持高位.....	20
图 24 : 定制家具 2014-2016 年单位价格及成本下降幅度	21
图 25 : 定制家具板块毛利率和净利率稳重略升.....	21

图 26 : 家具装修价值链上各服务环节效率要求.....	22
图 27 : 定制家具环保生态板系列, 定价高于普通板材 20%-30%	23
图 28 : 喜临门新品升级, 强化技术支撑和功能属性.....	23
图 29 : 美克家居 A.R.T.主导的高端轻奢美式产品.....	23
图 30 : 服务型制造企业的微笑曲线	24
图 31 : 造纸行业固定资产投资完成额同比增速大幅回升 (%)	24
图 32 : 2010-2015 年全国造纸行业淘汰落后产能完成量 (万吨)	25
图 33 : 2012-2016 年我国造纸企业数量逐年减少 (家)	25
图 34 : 箱板瓦楞纸下游行业零售额累计同比增速下降.....	26
图 35 : 白卡纸、铜版纸下游需求增长乏力.....	26
图 36 : 造纸行业产成品存货增速大幅提升..... 错误!未定义书签。	
图 37 : 18 年以来造纸行业利润总额同比增速大幅下滑.....	27
图 38 : 18 年以来造纸行业销售利润率显著下滑.....	27
图 39 : 造纸板块营业收入及同比增长率	28
图 40 : 造纸板块归母净利润及同比增长率.....	28
图 41 : 造纸板块毛利率和净利率	28
图 42 : 2018 年废纸进口数量显著下降 (万吨)	29
图 43 : 进口废纸平均单价上涨	29
图 44 : 我国城镇及农村居民人均可支配收入不断增长.....	30
图 45 : 百城住宅平均价格大幅上涨	30
图 46 : 社会消费品零售总额同比增速显著下行.....	30
图 47 : 名创优品门店	31
图 48 : 无印良品门店	31
图 49 : 晨光文具九木杂物社	32
图 50 : 晨光文具办公文具销售单价不断提高.....	32
图 51 : 晨光文具经典传统中性笔 (单价 1 元)	32
图 52 : 晨光文具全金属中性笔 (单价 15.50 元)	32



图 53 : 晨光文具精品手账套装	32
图 54 : 晨光文具国粹系列中高端文创礼盒套装.....	32
图 55 : 故宫博物院文创产品之小确幸笔记本.....	33
图 56 : 故宫博物院文创产品之便签纸砖	33
图 57 : 文教、工美、体育和娱乐用品制造企业单位数.....	34
图 58 : 各阶段教育毛入学率逐年提升	34
图 59 : 全国人口出生率和青少年 (0-14 岁) 总人口数	34
图 60 : 各教育阶段在校学生数量庞大 (人)	35
图 61 : 我国教育经费投入及其增长率	36
图 62 : 全国居民教育、文化和娱乐人均消费支出占比逐年提升.....	36

表目录

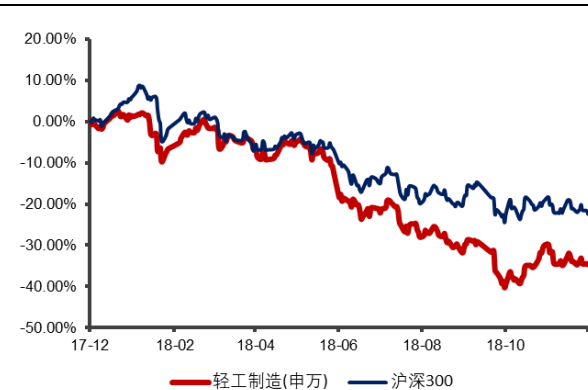
表 1 : 2018 年至今轻工行业涨幅居前公司统计.....	8
表 2 : 2017 年以来家具公司密集上市	11
表 3 : 家具板块单季度营收增速, 2018Q2、Q3 环比下滑	12
表 4 : 家具板块单季度归母净利润增速, 2018 Q2、Q3 环比下滑	12
表 5 : 装修龙头向下游整合情况	15
表 6 : 房地产龙头向下游整合情况	15
表 7 : 家具龙头整装布局梳理	15
表 8 : 家居新零售门店盘点	18
表 9 : 分纸种主要品牌价格变动情况	28
表 10 : 成熟文具市场和发展中文具市场比较.....	34
表 11 : 重点公司盈利预测与估值.....	40

1. 2018 年回顾：板块分化，龙头股表现较好

2018 年年初至今（截至 2018 年 12 月 28 日，下同），轻工制造板块全年跑输大盘，SW 轻工制造指数下跌 33.69%，在 A 股 28 个行业板块（申万分类）中涨跌幅排名第 22 位，目前市盈率（TTM，整体法）为 19.40 倍，远低于历史均值（45.50 倍）。

图 1：2018 年轻工制造行业表现弱于市场

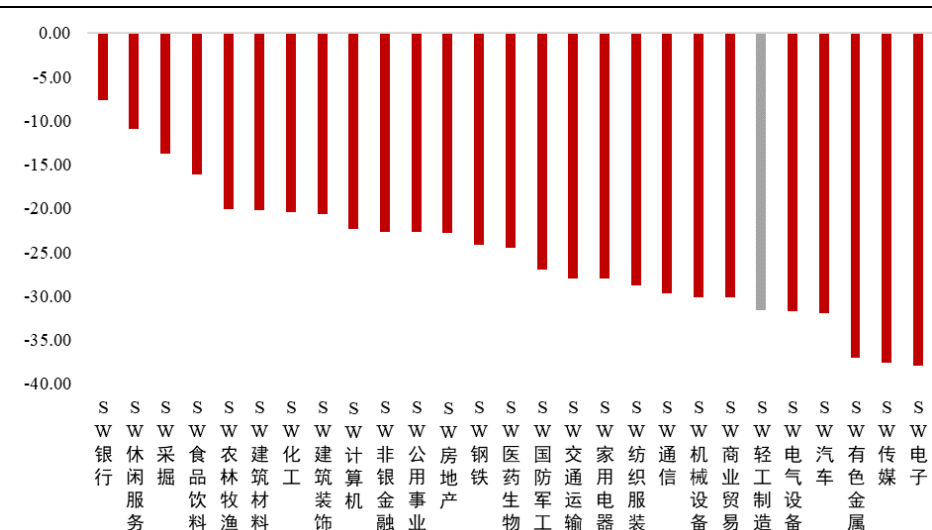
图 2：轻工制造板块目前估值略低于历史均值



数据来源：山西证券研究所、wind

数据来源：山西证券研究所、wind

图 3：2018 年全年轻工板块涨跌幅排名第 24 位（申万分类）

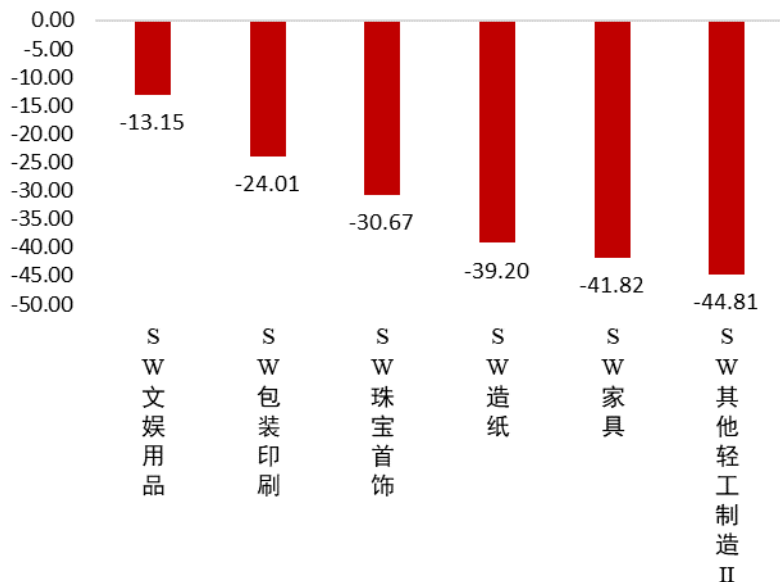


资料来源：山西证券研究所、wind

从子板块来看，2018 年至今轻工制造各板块呈现不同幅度的下跌，除去宏观经济下行的普遍压力外，依然反映出板块间的较大分化。截止目前，各子板块跌幅由低到高分别为：文娱用品（-13.15%）、包装

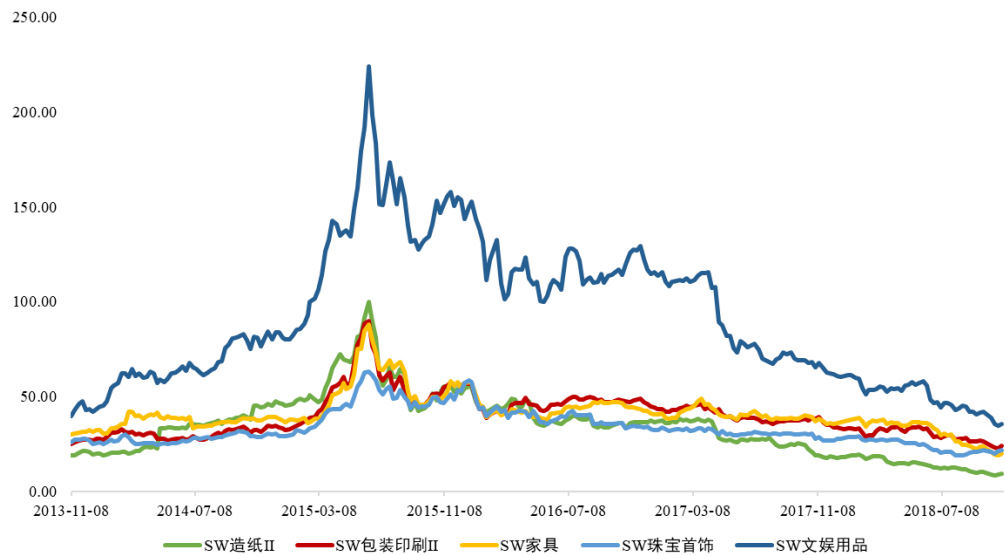
印刷(-24.01%)、珠宝首饰(-30.67%)、造纸(-39.20%)、家具(-41.82%)、
其他轻工制造(-44.81%)。

图 4：2018 年至今轻工制造各子板块涨跌幅



数据来源：山西证券研究所、wind

图 5：轻工制造各子板块 PE（历史 TTM，整体法）



数据来源：Wind、山西证券研究所

2018 年轻工行业市场风格依旧偏向理性和价值，投资者更青睐业绩确定、竞争壁垒高、成长性强的龙头白马股。涨跌幅排名前 20 的个股大多来自今年整体表现较好的文娱、包装板块，其中包括文娱龙头晨光文具、包装龙头合兴包装、珠宝龙头周大生和老凤祥，以及生活

用纸龙头中顺洁柔等。

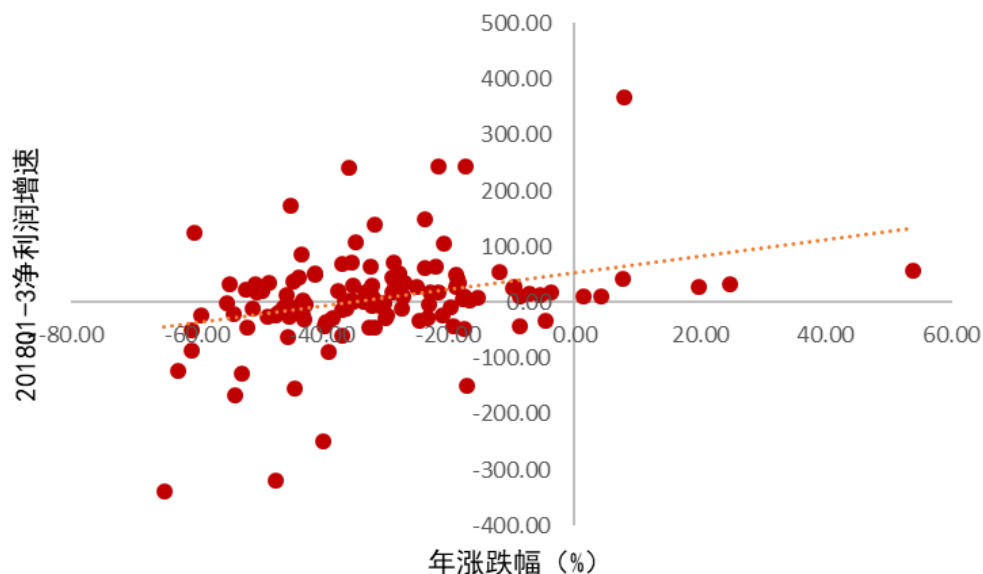
表 1：2018 年至今轻工行业涨幅居前公司统计

证券代码	证券简称	年涨跌幅 (%)	2018Q1-3 营业收入 (同比增长率, %)	2018Q1-3 归母净利润 (同比增长率, %)	总市值 (亿元)	所属板块
002243.SZ	通产丽星	53.85	11.62	57.26	44.52	包装印刷III
300651.SZ	金陵体育	24.64	29.50	32.37	31.04	文娱用品
603899.SH	晨光文具	19.69	36.29	27.31	269.28	文娱用品
002228.SZ	合兴包装	7.86	89.54	367.97	53.45	包装印刷III
002867.SZ	周大生	7.75	30.57	42.99	142.56	珠宝首饰
600612.SH	老凤祥	4.30	10.73	10.14	177.71	珠宝首饰
002812.SZ	恩捷股份	1.39	2.76	9.74	244.99	包装印刷III
600235.SH	民丰特纸	-3.78	-4.38	18.78	22.17	造纸III
002731.SZ	萃华珠宝	-4.68	-2.06	-33.01	26.19	珠宝首饰
603268.SH	松发股份	-5.51	10.19	12.50	24.04	其他家用轻工
900905.SH	老凤祥 B	-8.66	10.73	10.14	25.81	珠宝首饰
000659.SZ	珠海中富	-8.76	2.37	-42.26	54.90	包装印刷III
002511.SZ	中顺洁柔	-9.52	21.74	26.85	110.78	造纸III
002191.SZ	劲嘉股份	-9.67	13.21	25.28	119.89	包装印刷III
603058.SH	永吉股份	-11.93	41.00	54.63	45.10	包装印刷III
002701.SZ	奥瑞金	-15.43	12.96	7.68	120.59	包装印刷III
603499.SH	翔港科技	-16.73	12.49	4.55	20.73	包装印刷III
603389.SH	亚振家居	-17.18	-22.23	-149.97	22.99	家具
601968.SH	宝钢包装	-17.21	9.60	243.66	35.67	包装印刷III
002235.SZ	安妮股份	-17.22	7.66	5.86	35.32	造纸III

资料来源：山西证券研究所、wind

注：剔除次新股

图 6：轻工行业个股涨跌幅与公司净利润增速的散点图



数据来源：山西证券研究所、wind

2. 家具：短期面临流量竞争，看好定价能力突出、渠道实力优秀的企业

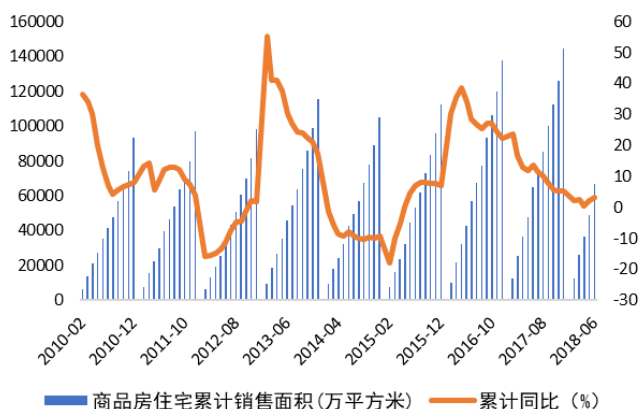
2.1 地产低迷、产业链上游向下整合，流量隐忧引发渠道变革

2.1.1 新房销售增速下行、行业竞争加剧，预计 19 年家具业绩持续承压

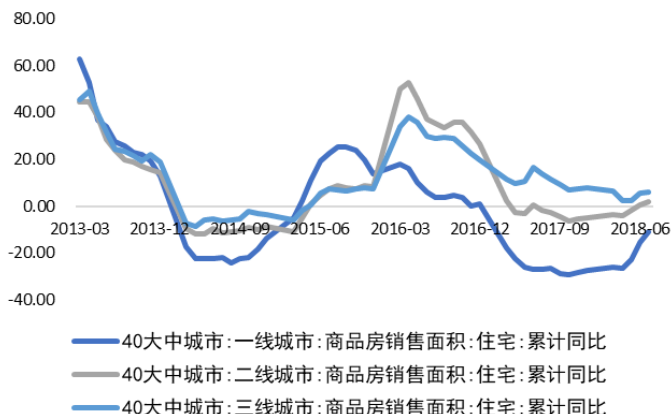
自 2016 年 4 月以来，房地产销售持续放缓下行，商品房住宅销售面积累计同比增速由当时的 38.80% 一路下滑至 2.10%（2018 年 1-11 月），其中，一二三线城市商品房住宅销售面积累计同比增速分别为 -8.59%、0.07%、4.50%。

图 7：2016 年 4 月以来房地产销售持续下行

图 8：各线城市商品房住宅销售面积累计同比增长率



数据来源：山西证券研究所、wind

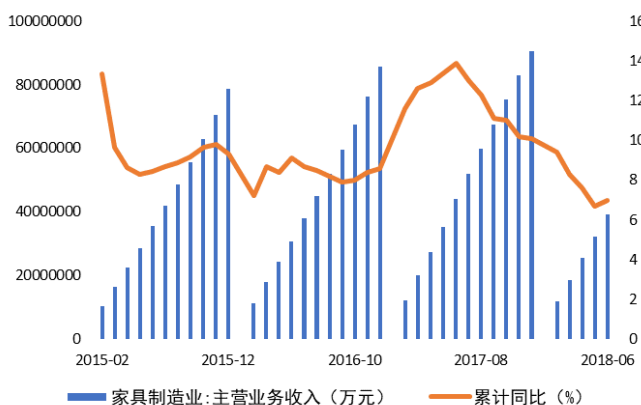


数据来源：山西证券研究所、wind

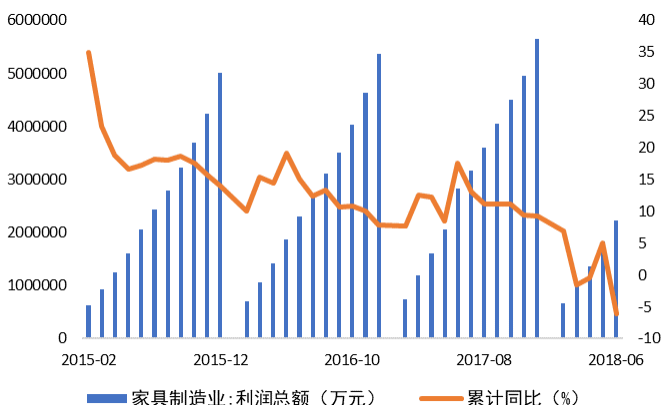
在地产后周期效应下，家具制造业主营业务收入、利润总额增速在 2017 年 6 月达到顶点后开始下行。2018 年 1-11 月，家具制造业主营业务收入、利润总额分别累计同比增长 5.70%、5.50%，而去年同期的累计同比增速分别为 10.20% 和 9.40%，增速下降幅度较大。

图 9：家具制造业主营业务收入同比增速显著下行

图 10：家具制造业利润总额同比增速显著下行



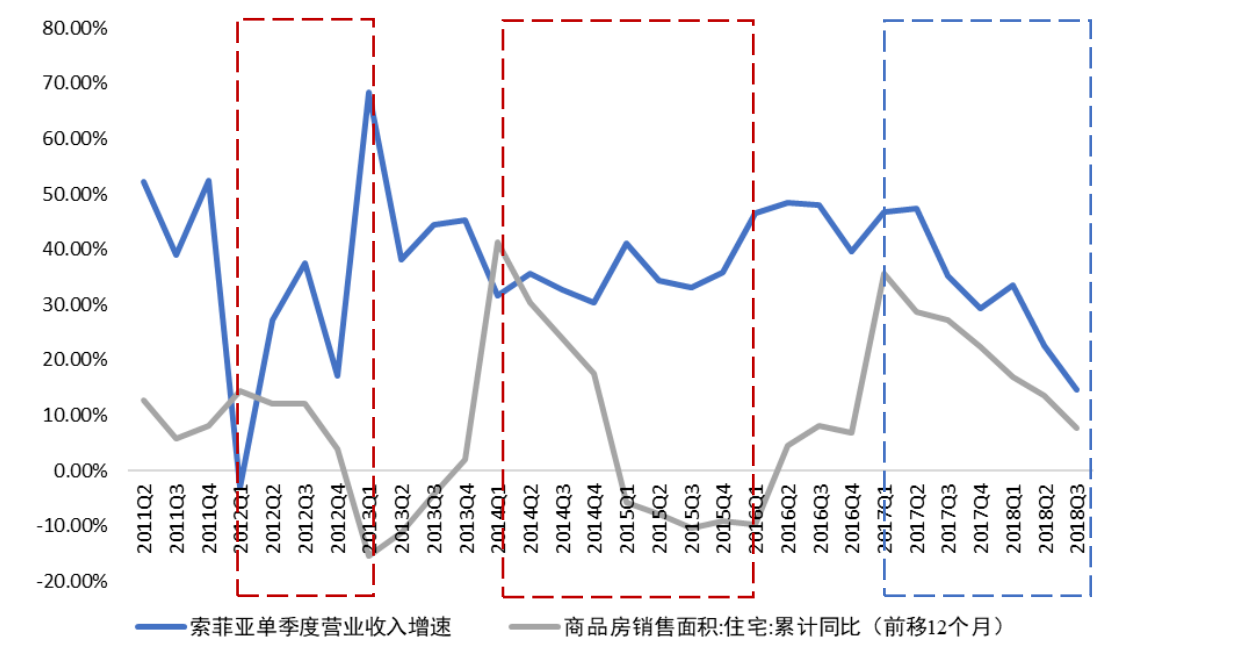
数据来源：山西证券研究所、wind



数据来源：山西证券研究所、wind

行业竞争加剧，家具龙头逆周期成长势头不再。2011-2017 年上半年，定制家具龙头索菲亚能够实现逆周期高速增长，而进入到 17 年下半年，其单季度营收增速也开始大幅回落，逆周期成长动力不再强劲。我们认为这其中的差异，主要是由于行业由快速成长阶段过渡到了竞争加剧阶段。特别是 2017 年以来，多家规模较大、实力较强的家具企业上市，纷纷借助资本市场的力量加快产能扩张、渠道建设和提升信息化水平等。而定制家具也结束了之前新鲜事物的普及期，定制渗透率大幅提升的时期也暂时告一段落。

图 11: 索菲亚营收增速与地产销售的滞后相关性



数据来源: 山西证券研究所、wind

表 2: 2017 年以来家具公司密集上市

证券代码	证券简称	首发上市日期	新股发行数量 [单位] 千股	首发募集资金 [单位] 百万元	上市板	所属申万行业名称 [行业级别] 三级行业
603709.SH	中源家居	2018-02-08	20,000	397	主板	家具
603848.SH	好太太	2017-12-01	41,000	323	主板	家具
603661.SH	恒林股份	2017-11-21	25,000	1,422	主板	家具
603801.SH	志邦家居	2017-06-30	40,000	939	主板	家具
603326.SH	我乐家居	2017-06-16	40,000	395	主板	家具
603226.SH	菲林格尔	2017-06-15	21,670	381	主板	家具
603180.SH	金牌厨柜	2017-05-12	17,000	473	主板	家具
603385.SH	惠达卫浴	2017-04-05	71,040	943	主板	其他家用轻工
603833.SH	欧派家居	2017-03-28	41,510	2,079	主板	家具
002853.SZ	皮阿诺	2017-03-10	15,600	484	中小企业板	家具
300616.SZ	尚品宅配	2017-03-07	27,000	1,467	创业板	家具
603208.SH	江山欧派	2017-02-10	20,210	502	主板	家具

资料来源: 山西证券研究所、wind

我们统计了家具行业主要上市公司 2017 年以来的单季度营收、归母净利润同比增速, 绝大多数公司 2018Q2、Q3 环比去年同期出现不同程度的下滑, 特别是营收增速明显下降一个台阶。考虑到新房销售增速持续下行, 再参考家具龙头公司 2018Q3 (三季度属于家具销售旺季) 营收增速的区间, 预计 19 年家具上市公司业绩将继续承压, 营收

增速有较大概率落在 10%-30% 之间，净利润增速下降速度接近或高于
 营收。

表 3：家具板块单季度营收增速，2018Q2、Q3 环比下滑

细分板块	证券简称	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	18Q2-17Q2 变动幅度	18Q3-17Q3 变动幅度
定制家具	欧派家居	44.89	40.54	33.50	31.58	21.15	10.66	-23.74	-29.88
	索菲亚	49.44	35.46	22.57	30.32	13.78	20.10	-35.66	-15.36
	尚品宅配	31.96	32.61	34.32	38.76	30.63	22.71	-1.33	-9.90
	金牌厨柜	9.64	34.95	22.15	26.19	8.57	19.16	-1.07	-15.79
	志邦家居	40.89	30.69	41.51	38.28	19.10	5.53	-21.78	-25.16
	好莱客	35.53	25.61	27.97	30.89	22.68	15.38	-12.85	-10.23
	我乐家居	27.92	36.05	24.28	25.98	26.67	25.49	-1.26	-10.55
	皮阿诺	47.75	30.15	15.86	73.85	24.21	39.38	-23.54	9.23
软体家具	喜临门	59.89	36.70	42.62	83.57	36.33	29.89	-23.56	-6.81
	顾家家居	55.49	40.49	17.54	34.22	26.90	34.95	-28.58	-5.54
	梦百合	38.67	38.03	35.41	26.95	19.55	33.42	-19.12	-4.61
地板、实木成品家具	菲林格尔	20.96	15.11	0.04	27.26	-0.86	-0.88	-21.81	-15.99
	江山欧派	9.08	33.17	33.11	10.30	16.43	44.97	7.35	11.80
	曲美家居	25.17	23.40	23.59	15.02	7.33	30.15	-17.84	6.75
	宜华生活	41.55	45.68	28.46	11.22	4.75	-7.02	-36.80	-52.70
	美克家居	30.25	19.20	21.20	32.69	46.27	30.19	16.02	10.99
	浙江永强	43.79	0.65	23.98	-10.07	-19.07	-20.93	-62.86	-21.58
	大亚圣象	4.95	17.35	0.45	11.07	4.07	3.89	-0.88	-13.45
卫浴洁具	海鸥住工	20.72	12.40	12.98	8.29	6.42	-1.80	-14.30	-14.20
	惠达卫浴	25.97	25.35	7.02	14.23	-3.56	5.37	-29.54	-19.99
	帝欧家居	19.23	58.35	15.26	935.55	677.48	801.18	658.25	742.83

资料来源：山西证券研究所、wind

表 4：家具板块单季度归母净利润增速，2018 Q2、Q3 环比下滑

细分板块	证券简称	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	18Q2-17Q2 变动幅度	18Q3-17Q3 变动幅度
定制家具	欧派家居	33.43	31.21	51.37	32.48	32.89	22.57	-0.55	-8.64
	索菲亚	47.31	35.18	29.40	33.48	22.50	14.70	-24.81	-20.47
	尚品宅配	25.62	56.52	27.09	29.19	39.15	21.01	13.53	-35.51
	金牌厨柜	106.14	147.42	35.85	84.33	18.09	30.49	-88.05	-116.93
	志邦家居	21.34	31.05	34.52	48.23	47.21	20.11	25.87	-10.94
	好莱客	48.60	36.37	26.55	38.41	76.07	9.16	27.46	-27.21
	我乐家居	102.44	7.11	3.48	-121.41	68.11	67.39	-34.33	60.28
	皮阿诺	34.98	20.17	-22.39	58.55	34.11	51.85	-0.86	31.68
软体家具	喜临门	52.05	31.45	36.54	23.63	34.50	-66.64	-17.55	-98.09
	顾家家居	51.66	57.23	30.25	42.90	6.96	30.61	-44.70	-26.62

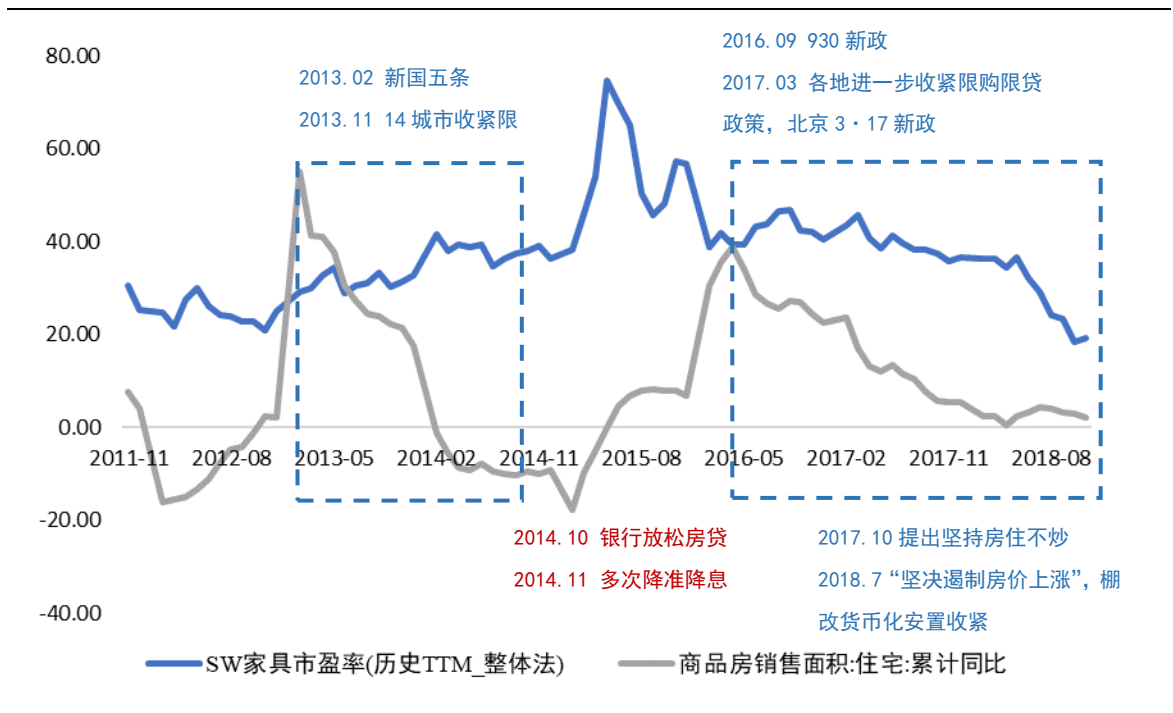


	梦百合	56.27	-48.03	-81.42	-93.21	-26.79	127.25	-83.06	175.28
地板、实木 成品家具	菲林格尔	13.14	16.34	10.00	130.51	0.13	23.97	-13.01	7.63
	江山欧派	-7.58	-0.79	92.25	-51.02	20.38	69.75	27.96	70.53
	曲美家居	41.94	12.82	38.22	12.46	-47.45	-64.06	-89.39	-76.88
	宜华生活	20.37	5.60	-49.86	15.14	-37.51	-35.17	-57.88	-40.77
	美克家居	17.37	23.34	-5.06	32.75	36.77	23.08	19.40	-0.26
	浙江永强	-90.32	-30.92	13.24	-88.34	-1,463.91	16.58	-1,373.60	47.51
	大亚圣象	33.64	25.17	14.24	41.32	23.30	17.42	-10.34	-7.75
卫浴洁具	海鸥住工	56.03	-37.88	22.88	33.25	-21.25	-122.07	-77.27	-84.19
	惠达卫浴	60.09	0.34	-31.16	11.85	7.30	18.36	-52.79	18.02
	帝欧家居	13.77	-8.00	-8.62	2,214.83	410.15	1,396.91	396.38	1,404.91

资料来源：山西证券研究所、wind

18年家具板块估值已经跌到历史底部,目前具备一定的估值优势,但是由于市场对地产预期仍不乐观,我们预计19年家具估值的回升空间有限。通过分析历次地产政策调控与家具板块估值的变化,我们发现,家具板块估值对地产的相关性和敏感性更为显著、滞后期也更短。因此,在19年地产没有重大利好政策预期的情况下,我们认为家具板块估值大幅回升的概率较小。

图 12: SW 家具估值与地产销售的滞后相关性



数据来源：山西证券研究所、wind

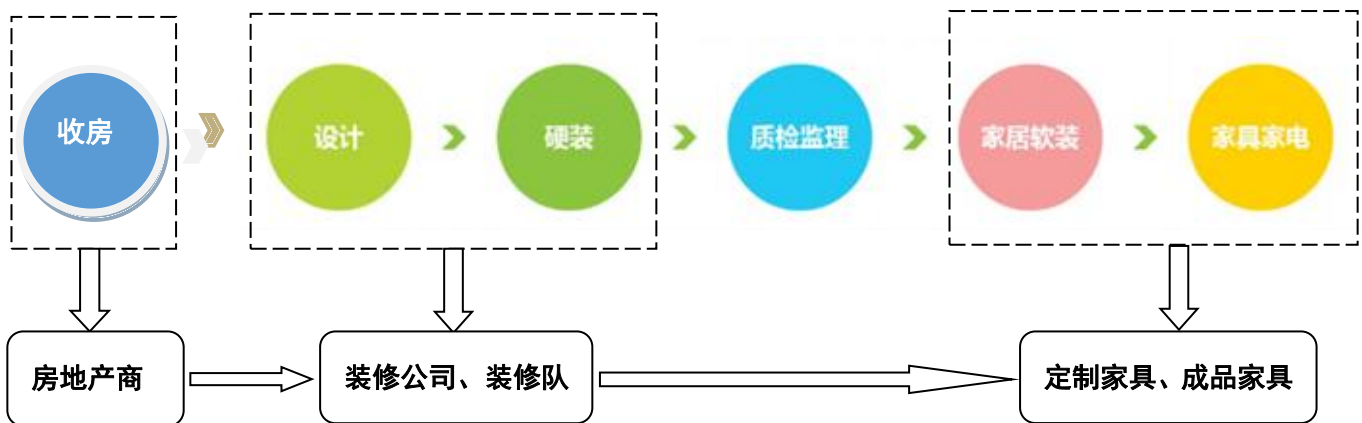
2.1.2 流量入口多元化，全屋整装+新零售加速铺开

全屋整装：家具龙头与装修公司合作共赢，打开上游流量入口

对于家居这样低频、高价值、决策相对慎重的行业而言，流量的重要性不言而喻。一直以来，定制家具、成品家具企业的销量贡献大部份来源于C端的零售模式，但随着精装房、整装公司、互联网家装平台的快速发展，销售入口变得多元化与分散化，传统终端零售模式已经开始受到挑战，家具的流量入口面临被整装公司整合的危险，未来有可能被削弱、甚至消失。

家装家居消费的流量入口一般包括三层：首先是上游的房地产公司，其次是中游的装修公司，再次是主要涉及后期软装环节的全屋定制、成品家具企业。装修流程决定入场顺序，产业链上游拥有更前端的流量入口。长期以来，消费者“先对接地产物业、再选择装修公司、再逛家具门店”的习惯顺序都是由“先收房、再硬装、再软装”的传统装修流程所决定的。同时，产业链上游的地位还意味着更前端、更强势的设计主导权，设计主导权很大程度上就是销售主导权。

图 13：装修流程决定消费者装修决策顺序



数据来源：山西证券研究所、艾瑞咨询、公开信息

家居产业链上游向下整合，各细分龙头布局整装。目前整装的上游参与者主要包括：延伸整装产品线的装修公司，以及自建互联网家装平台的房地产商等。

表 5：装修龙头向下游整合情况

细分领域	公司名称	主要布局
装修公司→家居产品	东易日盛	公司早在 2007 年就建立了专业的木作工厂，产品涵盖内门、护墙板、衣壁柜、厨柜、浴室柜、门厅柜、衣帽间、活动家具八大品类，定位于中高档家具流水线制造以及个性化家具定制；软装全案定制设计，包含设计、家具、灯饰、布艺、地毯和软装配饰。
	金螳螂	消费者可在一定范围内选择软装包、智能家居、健康家居等个性化定制产品，满足个性化需求。

资料来源：山西证券研究所、相关公司公告、公开信息

表 6：房地产龙头向下游整合情况

细分领域	公司名称	主要布局
房地产商→家装业务	万科万链	于 2015 年 7 月由万科与链家共同出资成立，核心竞争力主要是嫁接了万科的新产品研发体系，两年内完成三次更新迭代，第三代产品 Inno home 添加了人脸识别门锁，智能一体化马桶，客厅主板控制等智能元素，能够提供“家庭套餐装修”、“房屋性能改造”、“功能模块加载”。
	碧桂园橙家	创立于 2015 年，是碧桂园碧+生活圈核心成员的互联网家装品牌，涵盖硬装，软装，整装，智能家居和生活零售在内的五大板块。目前橙家门店已覆盖全国核心城市，主打线上线下一无缝链接的新零售方式。
	绿地诚品家	成立于 2016 年，是绿地集团着力打造的互联网家装平台，并率先提出“类公装”模式，通过标准化硬装+个性化软装，为客户带来“高品质、优服务、智能化”的家居生活新体验。涵盖 6 大业务：整装套餐、供销平台、工长平台、智能家居、绿色生活、金融增值。
	金地新家	成立于 2016 年，是金地旗下家装互联网装修平台，成立以来，业务链条从基础硬装套餐，全面延伸到软装、绿色家居、智能家居领域，以可灵活组合的产品包形式满足业主定制整装的需求。

资料来源：山西证券研究所、相关公司公告、公开信息

反观市场，今年以来定制龙头涉足整装的决心和执行力如此坚定，从定制家具，到成品家具、卫浴、陶瓷行业，家具企业纷纷跨界整装，开设整装门店、组建整装事业部、或发布整装产品，家具企业向产业链上游整合的决心非常坚定。

表 7：家具龙头整装布局梳理

细分领域	公司名称	主要布局
定制家具→整装	尚品宅配	2017 年底推出 HOMKOO 整装云平台，将整装设计、虚拟装修、施工管控、供应链管理等全流程一站式打通。截至 2018 年 9 月底，公司整装云会员数量已超过 700 个，整装业务 Q3 单季实现收入约 7500 万，环比增速超过 50%。
	欧派家居	2018 年 5 月 5 日，欧派整装大家居西南旗舰店在四川省宜宾市开业，整合了装修材料、基础施工、软装配饰、定制家具、设计安装以及入住前开荒保洁等全套服务项目。公司利用欧派品牌影响力和全屋定制能力，进行家

		装供应链整合，与当地 TOP 家装公司形成资源互补（产品+服务）。
	诗尼曼	2018 年 5 月 20 日，诗尼曼首家“智慧整装体验店”在广州正式对外开业，AI 整装系统以省心省力、提供优质的居住环境为宗旨，整合了装修材料、基础施工、定制家具、软装配饰、设计安装等全套服务项目。
成品家具→整装	曲美家居	曲美家居与京东合作打造时尚生活馆为消费者提供家装、家具和家居软装产品的一站式购齐服务，且将于 2018 年下半年试水曲美整装直营店。家装已经进入招商阶段，预计明年会有 50 家以上的店开出。
卫浴行业→整装	惠达卫浴	2018 年 6 月 6 日发布“惠达整装战略”，此前公告宣布公司将出资 1640 万元成立子公司惠达住工，公司股权占比 41%，其主营业务为包括整体卫浴设备在内的住宅工业化产品的研发、设计、生产、销售及安装服务，初期主要产品计划为整体卫浴产品。
	海鸥住工	2018 年 1 月 31 日海鸥卫浴正式更名为“海鸥住工”，主营业务从卫浴部品部件的制造服务扩充到满足个性化需求的定制整装卫浴空间的制造与服务。
陶瓷行业→整装	东鹏瓷砖	2018 年 3 月 22 日，东鹏发布“整装产品包”，产品包囊括了瓷砖、洁具、厨电、吊顶、门窗、涂料等，几乎涵盖所有家庭装修主材。
	欧神诺	2016 年 8 月成立整装事业部，与全国各大家装公司建立合作关系，帮助经销商布局家装渠道。

资料来源：山西证券研究所、相关公司公告、公开信息

“穷则变，变则通，通则久”。我们认为，与装修公司、房地产商合作是目前家具行业突围流量竞争的最佳方式，家具龙头在走一条正确而富有前景的道路。

首先，整装不只是家具公司对商业模式的重塑，更是其应对流量隐忧的主动战略，未雨绸缪、居安思危，积极应对上游家装公司、房地产商所传导的压力与隐忧。

而更需要明确认识到的问题是：装修非标准、重资产、高度依赖于人的能力和现场管理，所以全国性复制难度大，多为区域性公司，地头蛇，如果说家具扩张是开门店，装修公司的扩张则是开工厂。这种情况下，我们认为定制家具采取合作共赢的整装思路是审慎而理性的，隔行如隔山，贸然从事装修的风险和难度巨大。特别是在如今家居整体不景气的情况下，更需要是在积蓄能量、创新开拓和规避风险之间做好平衡。

类似尚品宅配通过自身技术软件、欧派通过当地经销商与全国装修公司达成合作的方式，本质是以自身的品牌号召力、家具制造实力和信息化水平，来换取全国各地装修公司的渠道关系、整合被分散的

流量入口，以较低的难度、较小的投入和风险，逐步打开属于自己的上游话语权。

新零售：流量获取和转化能力有待观察

家居渠道变革还体现在门店形式，新零售花样百变、持续升温。由于家具属于高价格、低频次消费，相比吃喝玩乐偏冷门，自然客流量天生不高，且受地产后周期影响较大。家具行业集中度低，在地产下行、竞争加剧的背景下，终端流量获取和转化能力是家具企业提升市占率、突出重围的关键。

(1) 低频家具融入高频休闲娱乐消费，最大化吸引、聚拢、转化零售客流量。将家居与吃喝玩乐多元消费体验融为一体，让家居店不再是“五年逛一次”的单纯家具卖场。新零售门店多重业态的集合经营，包揽消费者“一日生活圈”中的各个方面，让选购家居与娱乐休闲实现 360° 无缝衔接，预期将吸引更多消费者进店，预期消费者在店时长、重复进店率、客户回头率和粘性会得到增强，而口碑效应也会不断带动新增流量进场。

图 14：尚品宅配 C 店融入儿童游乐园



数据来源：山西证券研究所、尚品宅配官方

图 15：曲美京东之家融入高频娱乐休闲消费



数据来源：山西证券研究所、曲美家居

(2) 以超大面积、全屋空间、一站式、全品类为特点，将有效提高客单价。其中，曲美京东之家 18 年国庆客单价实现 67.22% 的高速成长。

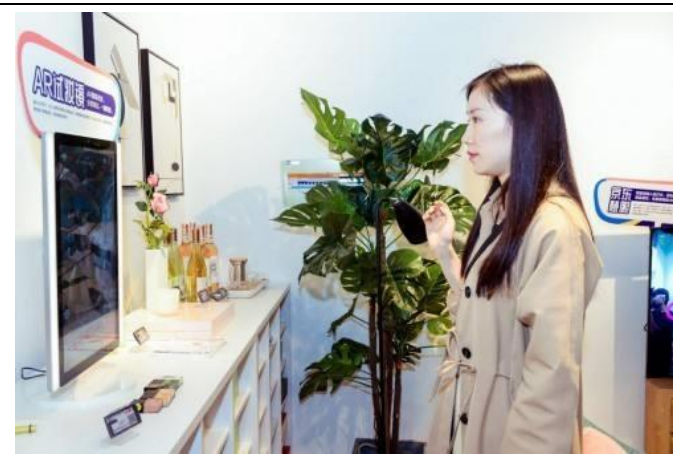
(3) 黑科技+大数据赋能，智慧门店优化消费体验和经营效率。

以曲美京东之家为例，京东大数据与智能供应链事业部、京东商城基础技术部、京东商城平台产品部、AI平台与研究部、京东金融等数十个部门联动，所应用的黑科技已超过 20 项。

(4) 主打自主互动、舒适安静的“美好生活”、“慢生活”场景，优化家居购物体验感和决策程序，预期可有效提高成交率。

(5) 新零售门店本身是非常有效的品牌营销和公关，不仅能够直观生动地传递品牌理念、文化和情感内涵，而且用心打造的“消费者之家”可以塑造品牌好感度和信任度。

图 16: 曲美京东之家 AR 试妆镜



数据来源：山西证券研究所、曲美官方

图 17: 索菲亚美好生活馆畅读书吧区



数据来源：山西证券研究所、索菲亚官方

表 8: 家居新零售门店盘点

	尚品宅配	曲美家居	索菲亚
门店名称	超集店(C店)	曲美京东之家	索菲亚&天猫“智慧门店”、美好生活馆、WORKSHOP
门店定位	“家居、时尚、艺术、社交”共为一体的慢生活体验	整装+定制+成品+软装+生活	“美好生活 ONE HOUR”、“灵感供给站”
门店面积	3000+平方米	12000+平方米	1000+、2000+平方米
地理位置	上海徐汇区绿地缤纷城 北京朝阳区华腾新天地	北京朝阳区北五环，红星美凯龙、居然靓屋	北京北四环 广州正佳广场
开业时间	2018年4月上海，7月北京	2018年6月第一家，9月第二家	天猫智慧门店：2018.8 WORKSHOP：2018.12
跨界新业态	包含咖啡、花艺、文创、家电、无人零售机等	包含花房、木作、咖啡简餐、乐高亲子乐园等娱乐休闲消费	包括园艺、阅读、电影、展览、益智、烘焙、收纳等
多品牌合作	引入 12hours coffee、泰笛、友宝，爱空间、icolor 等	联手京东、网易严选，合作罗莱家纺、懒角落、好孩子等家居品牌	与创意玩家地板、网易严选、欧瑞博智能家居、墨斗科技合作

发展计划 北京、上海、广州等一线城市 目前仅在北京地区 广州、北京

资料来源：山西证券研究所

2.2 定价能力的边界：向下看成本效率控制，向上看品牌溢价

2.2.1 性价比重要性提升，龙头短期或将以价换量

居民装修预算偏紧，导致一定程度的价格敏感。由于高房价对居民财富的吸管效应，居民购买力萎缩，尤其对装修这种弹性较大的可选消费，大量消费者选择了降低装修标准，压缩装修消费。根据《2017 中国家居消费者洞察报告》，目前家居消费市场上是以年收入 15 万以下、装修预算 20 万以下的家庭为主。年收入 15 万以下的家庭家居消费者占比 64%，0~20 万的装修预算家庭占比高达 88%，50 万以上装修预算的家庭最少。

图 18：中国装修家庭年收入水平占比

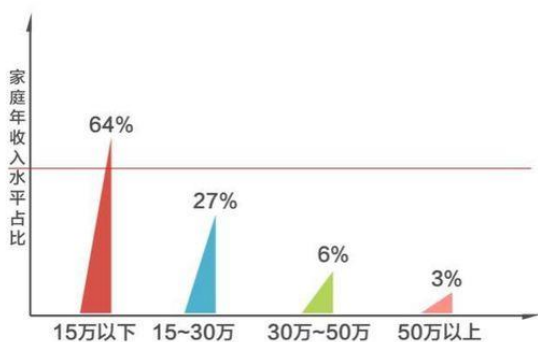
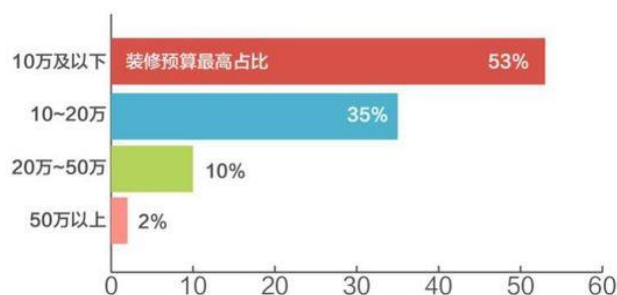


图 19：装修预算 20 万以下家庭占比达到 88%



数据来源：山西证券研究所、《2017 中国家居消费者洞察报告》 数据来源：山西证券研究所、《2017 中国家居消费者洞察报告》

当前阶段消费者对家具的价格敏感度较高，主要表现为如下：

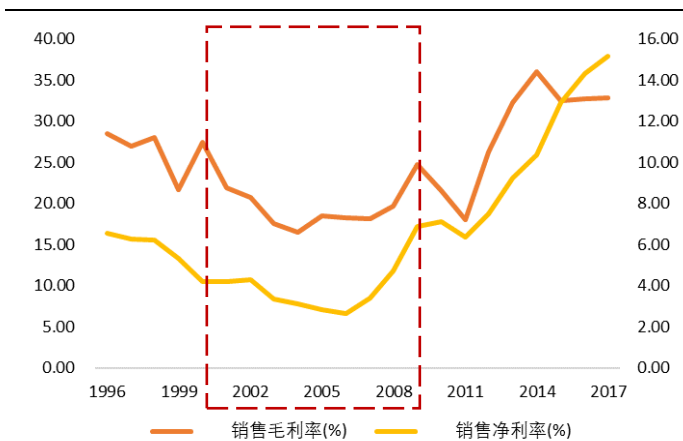
(1) 对于同档次品牌，消费者看重性价比，控制成本费用、保证物美价优是关键。不少家具产品比较相似，因为原材料、上游供应商可能一样，只是在质量管控、风格搭配方面略有不同。因此同档次品牌仅就产品而言，还没有特别大的差异化卖点，消费者更加青睐性价比高的选择。

(2) 分品牌梯度来看，由于行业格局分散，目前绝大多数公司尚不具备品牌壁垒和议价能力。由于现阶段家具行业集中度较低，区域

性企业依然雄踞，目前品牌和口碑主要是为质量和服务做背书，而尚未形成品牌壁垒，中小品牌之间存在较高的替代性。

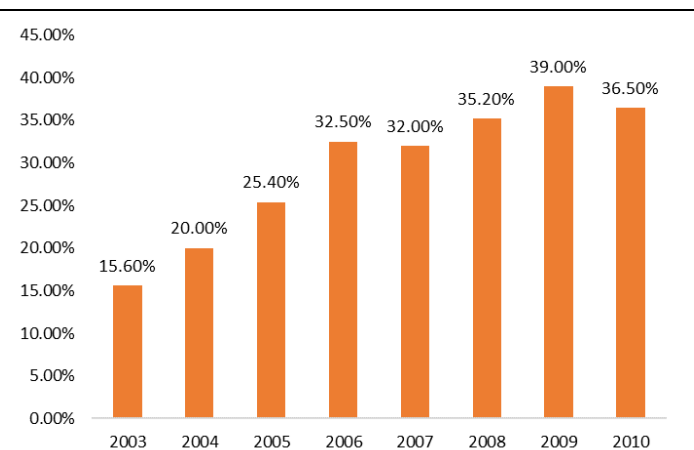
参照家电行业发展历史，盈利能力较强的龙头企业进行“价格战”不仅有能力在竞争中存活下来，而且最终可以有效提升市占率。2000年至2007年，在空调行业价格战的整个周期内，格力毛利率和净利率分别由27.49%、4.19%下降至18.26%、2.67%，累计同比下降33.58%、36.28%。与之对应地，2003-2010年间，格力的市占率实现了由15.60%到36.50%的翻倍增长。

图 20：格力电器毛利率和净利率变化情况



数据来源：山西证券研究所、wind

图 21：格力电器价格战期间市占率翻倍

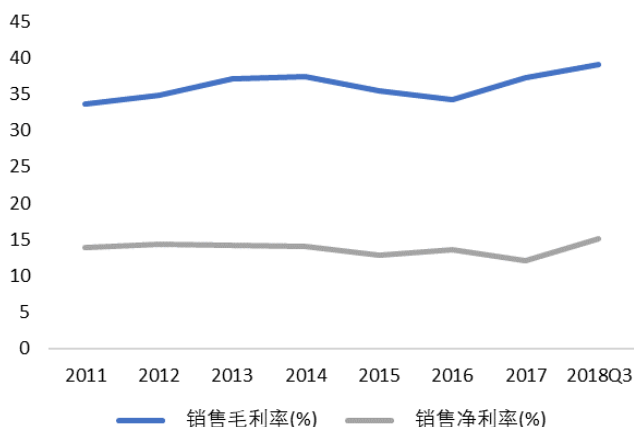


数据来源：山西证券研究所、格力电器招股说明书

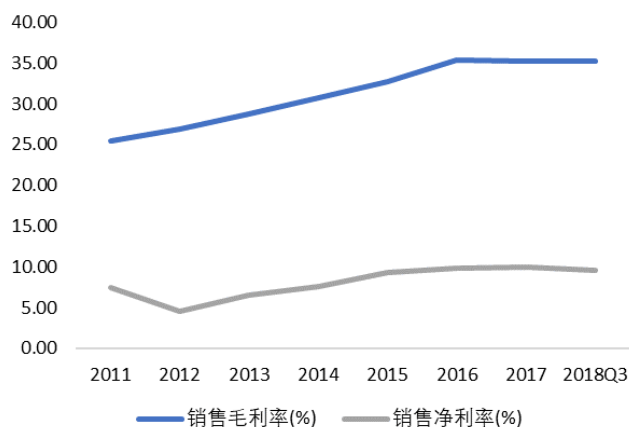
在竞争加剧、收入端增长放缓的情况下，我们认为家具公司已经进入“价格战”的前夕，我们认为19年家具公司有一定概率降价让利、以价换量来扩大市场份额。SW家具板块2018Q3毛利率、净利率维持高位、且稳中有升，分别达到35.23%、9.53%，具备一定的降价空间和承受能力。

图 22：定制家具板块毛利率和净利率维持高位

图 23：SW 家具板块毛利率和净利率维持高位



数据来源：山西证券研究所、wind

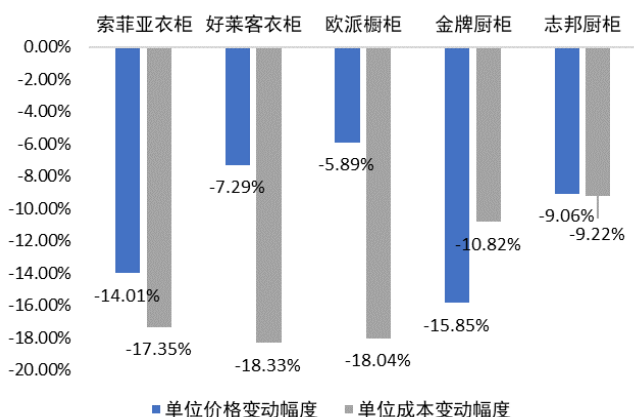


数据来源：山西证券研究所、wind

2.2.2 信息化“打通”全价值链，提升成本效率管控能力

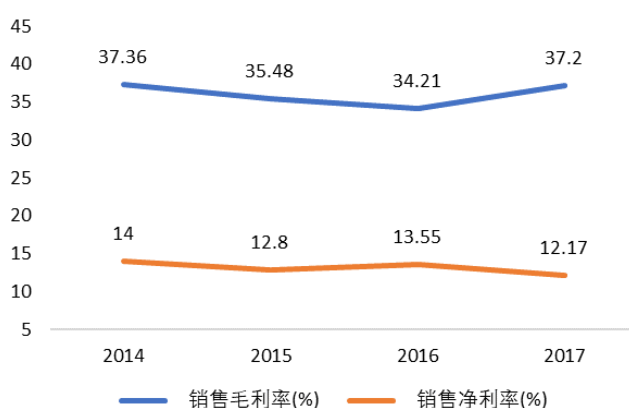
信息化“打通”全价值链，家具龙头单位成本显著下降。性价比优势不能纯粹依靠打价格战，因为激进的营销策略会削弱企业盈利能力。因此，加强信息化建设、提升成本效率管控能力就显得至关重要。信息化水平高、成本效率管控能力优秀的企业，有能力在给消费者让利的同时，毛利率和净利率水平依旧保持稳定，从而在竞争加剧的市场中具有更强的持续生存能力。

图 24：定制家具 2014-2016 年单位价格及成本下降幅度



数据来源：山西证券研究所、wind、各公司公告

图 25：定制家具板块毛利率和净利率稳重略升



数据来源：山西证券研究所、wind

信息化建设贯穿前端设计销售、中端生产、后端服务，包括产品设计、订单形成、订单审核、订单报价、订单排产、组织生产、成品

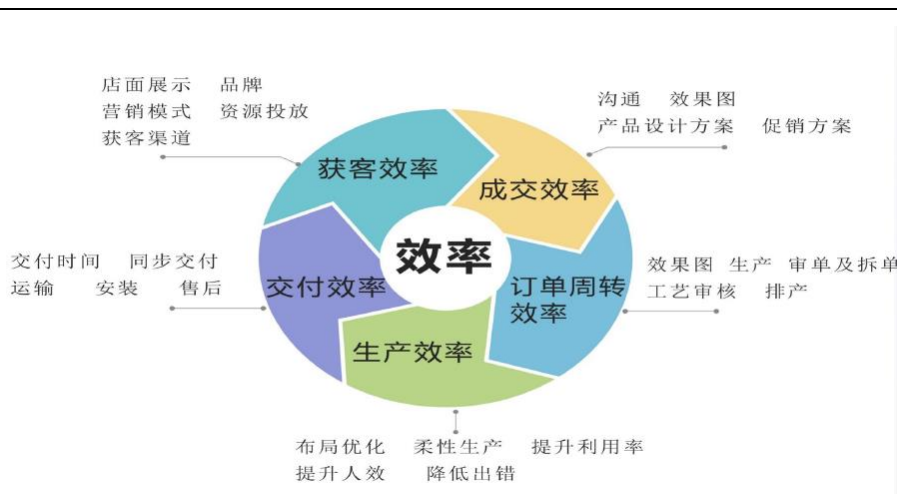
出货等全价值链条。

(1) 前端销售设计：对产品展示及设计销售软件的应用，提高设计方案沟通效率；系统一键生成报价表，实现快速下单和成本控制；自动生成综合图纸，指导工厂自动化生产、减少安装过程中误差。

(2) 中端信息化建设：主要是指将前端设计图纸和订单数据自动转化为生产数据和机台设备数据，从原材料到加工配套，均智能自动分配和衔接，有效减少材料浪费和出错率，提高人均产出和生产效率。

(3) 后端信息化管理体系：包括智能仓储和物流系统，按不同类别和时段自动分配进出货，提高发运效率和存货周转率，进一步缩短客户订单周期。

图 26：家具装修价值链上各服务环节效率要求



数据来源：山西证券研究所、好莱客公司调研

2.2.3 差异化打造品牌溢价：产品力+客户体验提升定价天花板

在性价比的权衡下，消费者愿意支付额外的价钱的前提是：享受到更优秀的产品质量和功能、更满意的设计水平和更贴心高效的服务。我们认为，差异化的两个方面是产品力和客户体验，具备差异化优势的企业将会享受到一定的品牌溢价，进而提升定价的话语权和天花板。

对于打造差异化的产品力，行业内已有定制家具环保板材、软体家具功能升级、成品家具定位高端轻奢等不同的突围方式。例如，好莱客原态

板以甲醛零添加为差异化卖点，虽然定价高于普通板材 20%-30%，但是依然获得了消费者的青睐和认可，2018H1 原生态产品销售面积平均占比约 30%，A 类城市连续第 4 个季度占比超过 50%。

图 27：定制家具环保生态板系列，定价高于普通板材 20%-30%

无醛添加就选
索菲亚康纯板



-  **真环保** 基材甲醛0添加，使用MDI胶生态粘合，高于欧标E0两个级别。
-  **强度高** 18MM加厚板，轻松承重100斤+，有效抗变形，握钉力强。
-  **防潮好** 遇水迅速蒸发不渗入，防潮性能一流，无惧回雨天。



产品系列	索菲亚-康纯板	好莱客-原生态板	尚品宅配-康净板、蝶态板
甲醛释放量	NAF 无醛豁免认证	NAF 无醛豁免认证	NAF 无醛豁免认证

数据来源：山西证券研究所、相关公司官网

图 28：喜临门新品升级，强化技术支撑和功能属性





产品系列	净眠系列	安脊系列	智能悬浮床垫
------	------	------	--------

数据来源：山西证券研究所、喜临门官网

图 29：美克家居 A.R.T.主导的高端轻奢美式产品



数据来源：山西证券研究所、美克家居官网

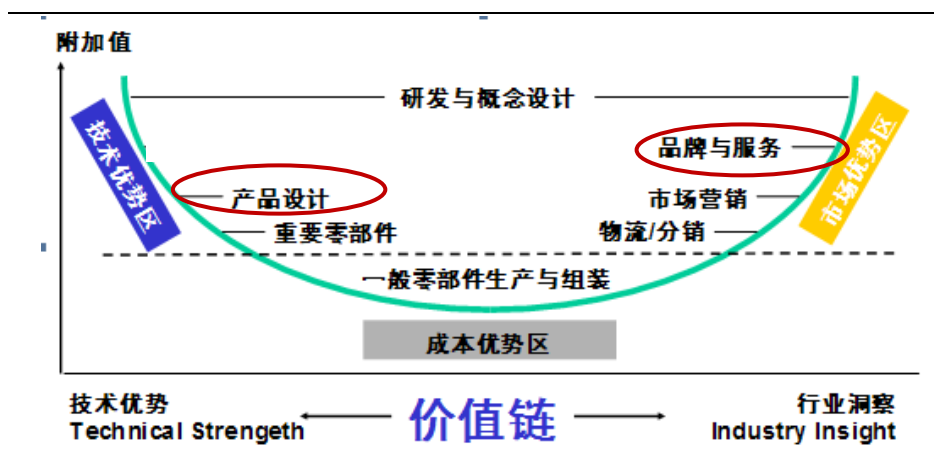
以用户体验为中心，家具企业的附加值向微笑曲线两端延伸，设计水平、服务质量越来越影响消费者决策，成为提升客户体验、打造

品牌溢价的关键点。

(1) 设计：除了研究产品基本的点线面外，更要注重设计的实用性、风格化、人性化，满足客户对家具的审美需求和情感需求。

(2) 服务：购买家具的消费特征是流程繁杂、长周期、多接触（客服、导购、设计师、安装人员、售后）。其中，售前服务能力的高低在很大程度上影响客户转化率、成交率，售中服务和售后服务的质量则影响装修效率、客户满意度。全流程服务的精准到位、贴心周到，能够形成良好的口碑传播效应，进而大幅增强客户黏性和品牌忠诚度。

图 30：服务型制造企业的微笑曲线



资料来源：山西证券研究所、新浪网

3. 造纸：供需转向过剩，盈利能力或将承压

3.1 产能集中释放、下游需求乏力，供需格局失衡

从供给端看，造纸行业 2017 年经历盈利回升、信心大振后，龙头企业开启了新一轮产能扩张。据部分公司公告，太阳纸业计划 2018 年新增浆纸产能 160 万吨、博汇纸业预计其在建 175 万吨包装纸将于 2019 年投产、晨鸣纸业 2018 年在建 91 万吨浆纸产能、新增非涂布文化产能 100 万吨。造纸行业固定资产完成额由负增长转为 2018H1 的两位数增长。而这些新增产能多数会集中在 18-19 年释放。

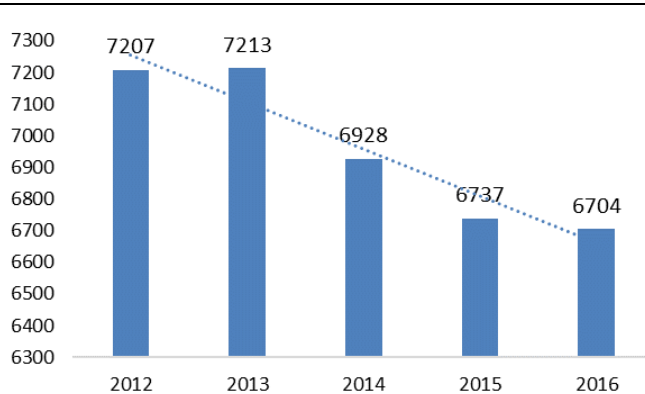
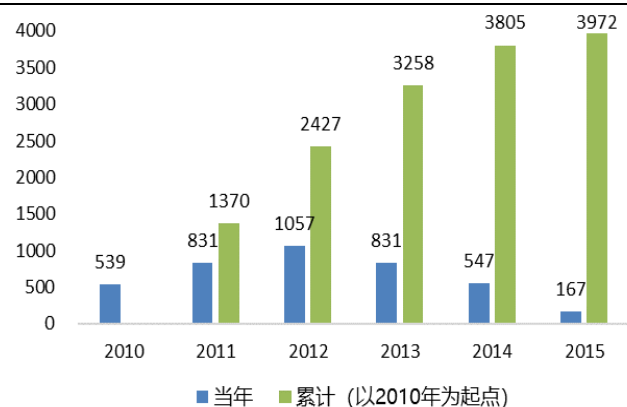
图 31：造纸行业固定资产投资完成额同比增速大幅回升（%）



数据来源：山西证券研究所、wind

“环保停产”的边际效力将趋于平缓。随着环保政策执行力度的不断加强，众多排污不达标的中小型造纸企业在行业内发展举步维艰，落后产能持续被淘汰。根据造纸业协会数据，“十三五”期间造纸行业淘汰落后产能达到 800 万吨，截至 2017 年底造纸行业规模以上企业数量已由 2010 年 10261 家降至 6681 家。但由于新增产能在环保设备投资、环保运营方面达标率较高，近年来淘汰产能完成量逐年下降，未来“环保停产”的产能出清空间有限。

图 32: 2010-2015 年全国造纸行业淘汰落后产能完成量(万吨) 图 33: 2012-2016 年我国造纸企业数量逐年减少(家)



数据来源：山西证券研究所、wind

数据来源：山西证券研究所、wind

从需求端看，主要纸种下游需求增长乏力：

(1) 箱板瓦楞纸：根据卓创资讯数据，箱板瓦楞纸需求中，食品饮料、3C 电子产品、家居装饰占比分别为 35%、15%、14%。根据统计局数据，2018 年 1-11 月饮料、化妆品、家电、家具行业零售额增速分别较去年同期下降 1.40、3.00、1.10、3.00pct。(2) 白卡纸常用于

包装香烟、食品、医药品和化妆品领域，受到下游需求增长放缓，2018年前三季度粮油、食品、饮料、烟酒类零售额累计同比增长 9.80%，较去年同期下滑 0.50pct。(3) 双胶纸终端需求来自教育等偏刚需领域，整体需求较为平稳。(4) 铜版纸直接下游主要为印刷行业，2018 年前三季度印刷和记录媒介的复制业工业增加值累计同比增长 6%，较 2017 年末下滑 4pct。

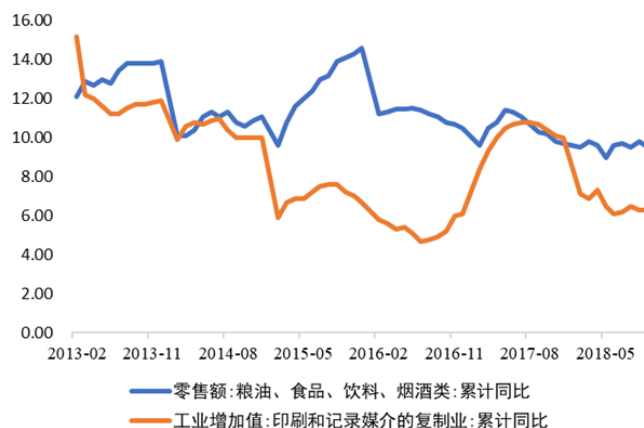
2009 年国内消费开启下行通道，2018 年 11 月社零总额的同比增速仅 8.1%，为 14 年以来的最低水平。在宏观经济不景气的大背景下，2019 年国内消费将延续疲软态势；根据 IMF 和世界银行最新预测，2019 年全球经济增速较 2018 年分别回落 0.08 和 0.1 个百分点，在全球经济低迷的大背景下，国内造纸企业出口订单可能萎缩。

图 34：箱板瓦楞纸下游行业零售额累计同比增速下降



数据来源：山西证券研究所、wind

图 35：白卡纸、铜版纸下游需求增长乏力

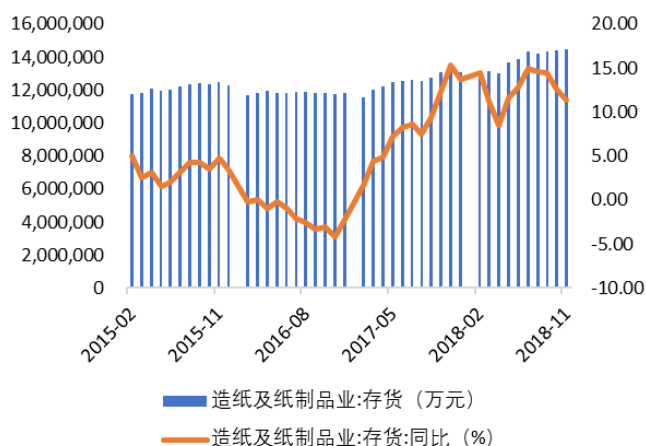


数据来源：山西证券研究所、wind

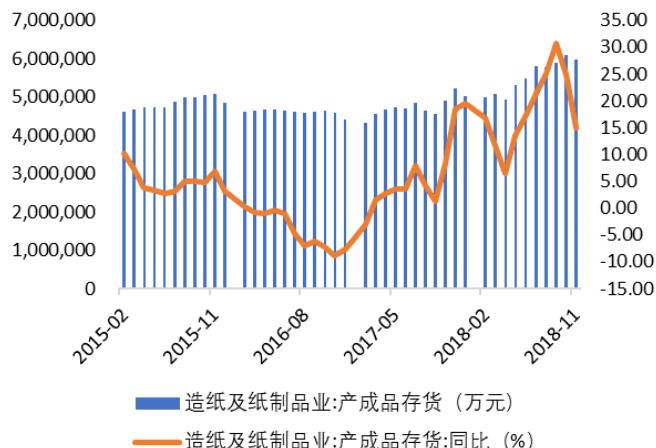
成品纸库存维持高位，纸企去库存压力加大。由于国内纸企整体开工率维持高位，使得供需矛盾更为突出，成品纸进入被动补库存周期。造纸行业产成品存货及同比增速大幅增加，峰值出现在 2018 年 9 月，造纸产成品存货一度达到 607.70 万元，同比增长 30.70%，增速较去年同期提升 29.50pct。

图 36：造纸行业存货及增速大幅增加

图 37：造纸行业产成品存货及增速大幅增加



数据来源：山西证券研究所、wind

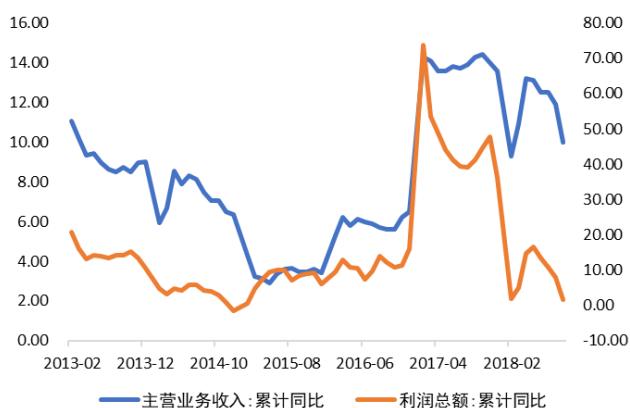


数据来源：山西证券研究所、wind

3.2 纸价、原材料价格尚无大幅回调基础，盈利能力或将承压

18年以来造纸行业盈利能力显著下滑。2018年1-11月，造纸行业主营业务收入、利润总额分别同比增长9.40%、-7.90%，增速相对去年同期分别回落4.60、55.30pct。相应地，A股造纸板块收入、净利润增速双双回落，毛利率、净利率下滑显著。2018年前三季度，造纸板块营业收入、归母净利润分别同比增长16.81%、13.65%，增速相对去年同期分别回落16.56、160.75pct；毛利率、净利率在17年一季度达到阶段高点的25.25%、10.11%，18年三季度已经下降至21.42%、7.28%。

图 38：18 年以来造纸行业利润总额同比增速大幅下滑



数据来源：山西证券研究所、wind

图 39：18 年以来造纸行业销售利润率显著下滑



数据来源：山西证券研究所、wind

图 40: 造纸板块营业收入及同比增长率

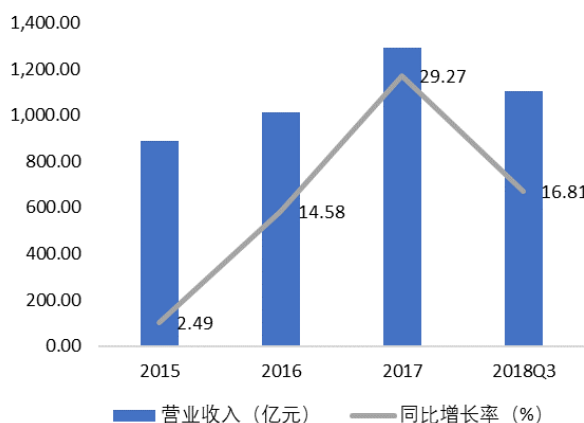
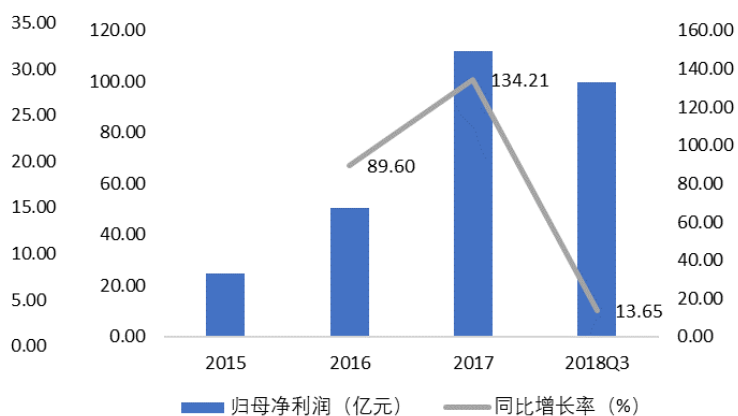


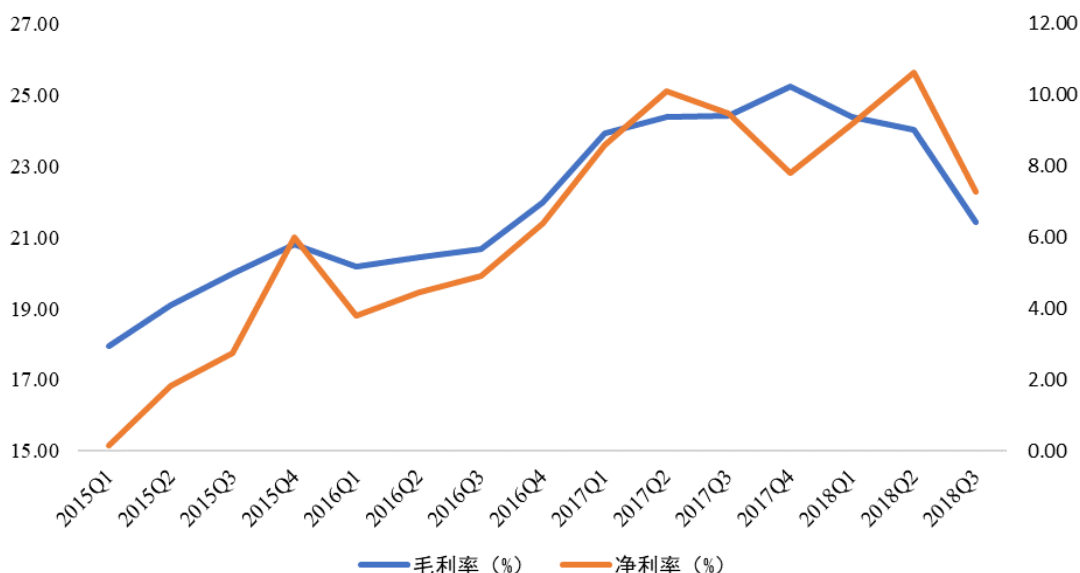
图 41: 造纸板块归母净利润及同比增长率



数据来源: 山西证券研究所、wind

数据来源: 山西证券研究所、wind

图 42: 造纸板块毛利率和净利率



数据来源: 山西证券研究所、wind

成品纸端, 在内需不举、出口萎缩, 叠加造纸库存高企的背景下, 预计 19 年成品纸价格仍维持低位。根据纸业联讯数据, 白卡纸、双胶纸和铜版纸 2018 年平均市场价格分别同比下跌 21.50%、20.63% 和 21.38%, 箱板纸、瓦楞纸价格分别同比下跌 9.31% 和 4.84% (截至 12 月 23 日)。

表 9: 分纸种主要品牌价格变动情况

纸种	年初至今同比增长率	年初至今同比增长率

白板纸	-3.27%	箱板纸	-9.31%
白卡纸	-21.50%	瓦楞纸	-4.84%
铜版纸	-21.38%	白面牛卡	-0.57%
双胶纸	-20.63%	轻涂白面牛卡	-1.58%

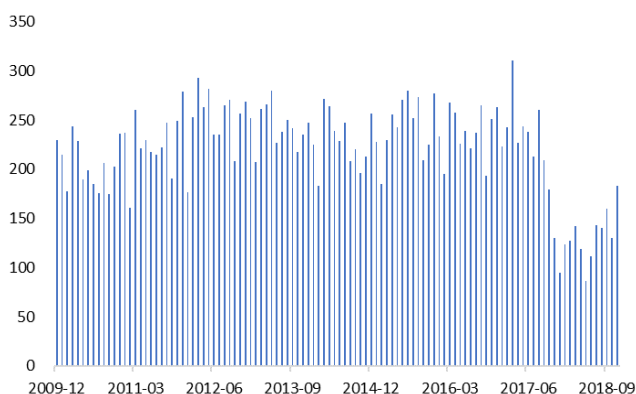
资料来源：山西证券研究所、纸业联讯

原材料端，预计 19 年压力将持续，木浆、废纸价格维持高位震荡。

(1) 木浆价格不具备大幅回落的基础。由于 18、19 年木浆新增产能有限，新增需求足以消化新增产能，叠加人民币贬值和中国对美进口纸浆加征关税等因素影响，木浆价格或将维持高位。

(2) 废纸价格或将继续居于高位。我国造纸废纸原料严重依赖外废进口，2017 年外废进口依赖度高达 36.5%。进口废纸政策趋严导致外废进口量减少、造纸原料紧缺，叠加国内宣布加征 25% 的美废进口关税，2018 年我国进口废纸量大幅减少，截止 11 月底废纸累计进口量为 1466 万吨，累计同比下降 40.82%。

图 43：2018 年废纸进口数量显著下降（万吨）



数据来源：山西证券研究所、wind

图 44：进口废纸平均单价上涨



数据来源：山西证券研究所、wind

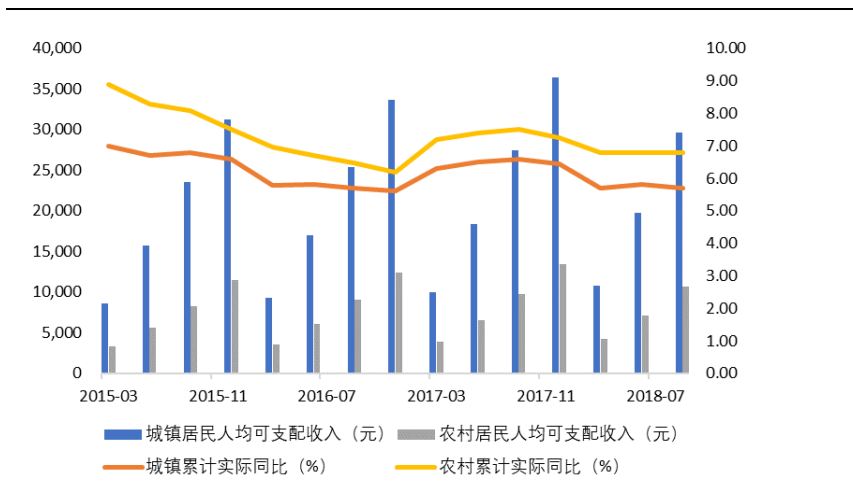
原材料紧缺、成本加剧上行，将加速中小纸企淘汰。大纸企通过在海外收购废纸制浆或自主造浆，能够有效缓解木浆原料供求矛盾，降低生产成本，提升整体盈利能力和抗风险能力。另一方面，外废进口额度进一步向大企业集中，未来，龙头纸企的优势将进一步扩大，行业集中度将继续提升。而原料成本高企的中小纸企利润或将受挫，叠加资金压力的上升，可能会出现经营困难、停机停产。

4. 文娱用品：受益于消费升级+刚需驱动，看好 19 年增长动能

4.1 “小而美”、“小确幸”崛起，看好中高端文创增长潜力

随着我国经济的不断发展，我国居民可支配收入的不断提升，人民的“物质文化需要”已经升级为“美好生活需要”，消费升级的大趋势确定。2017 年我国城镇居民、农村居民人均可支配收入分别为 3.64、1.34 万元，2013-2017 年复合增长率为 8.32%、7.53%。我国居民人均可支配收入增长快于通胀，实际购买力稳定提升。

图 45：我国城镇及农村居民人均可支配收入不断增长

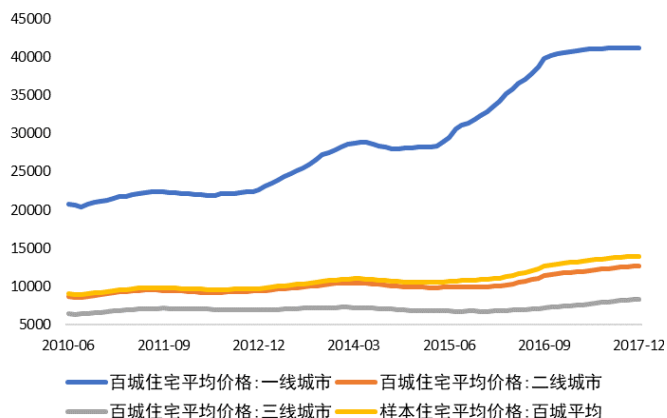


数据来源：山西证券研究所、中国产业信息网

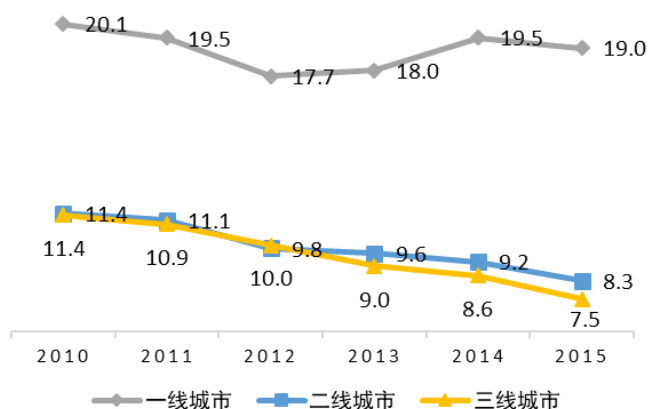
然而另一方面，房价高企在一定程度上分流了居民储蓄和消费，直接影响居民消费支出和消费意愿，对日常消费产生较大的挤出效应。根据统计局数据，2015 年一二三线城市的房价收入比分别为 19.0、8.3 和 7.5，居民收入增速不及房价上涨速度，特别是对于年轻人和新中产，其收入的大部分都将用于购房支出。

图 46：百城住宅平均价格大幅上涨

图 47：50 大中城市房价收入比



数据来源: 山西证券研究所、wind



数据来源: 山西证券研究所、wind

在以上两方面作用力下,消费升级体现出对性价比和生活方式的追求,“口红经济”、“小而美”、“小确幸”消费崛起,实现从拥有更多走向了拥有更好;从功能的满足走向情感的满足;从物理高价走向了心理的溢价。典型“小而美”的成功案例如名创优品、无印良品等,以琳琅满目、有质感、性价比高的小商品为主,涵盖生活百货、创意家居、健康美容、文体礼品、精品配饰等,多融入原创设计和文化情怀,让消费者发现生活中细微之处的美好。

图 48: 名创优品门店



数据来源: 山西证券研究所、名创优品官方

图 49: 无印良品门店



数据来源: 山西证券研究所、晨光文具官方

在“小而美”、“小确幸”消费趋势下,文具行业的品牌重视程度、设计美感要求提高,看重附加功能、情怀与主题,手账、礼盒、金属笔等中高端文具需求增加。在产品上,从“生产大众文具”升级为生产、设计具有“高价值感的中高端文具和文创产品”,从“物美价廉”

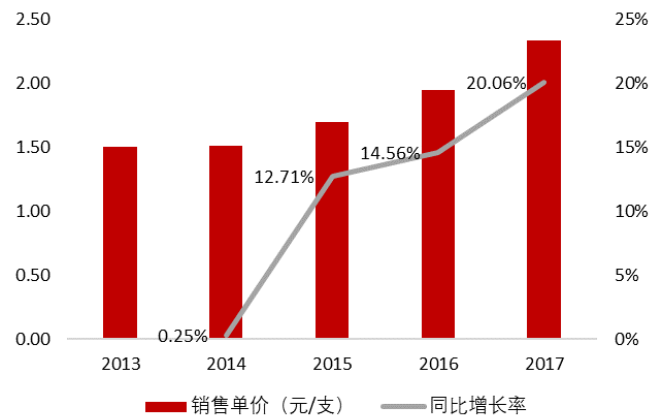
升级为“物超所值”，从“传统文具”到“精品文创”。文具消费逐渐呈现品牌化、时尚化、个性化和高端化的趋势，精品文创类产品需求进一步凸显。在渠道上，从“传统的校边店”，升级为产品范围横跨多品类、多业态的购物中心店、“生活馆”、“精品买手店”等。

图 50：晨光文具九木杂物社



数据来源：山西证券研究所、晨光文具官方

图 51：晨光文具办公文具销售单价不断提高



数据来源：山西证券研究所、wind

图 52：晨光文具经典传统中性笔（单价 1 元）



数据来源：山西证券研究所、天猫晨光文具旗舰店

图 53：晨光文具全金属中性笔（单价 15.50 元）



数据来源：山西证券研究所、天猫晨光文具旗舰店

图 54：晨光文具精品手账套装



图 55：晨光文具国粹系列中高端文创礼盒套装





数据来源：山西证券研究所、天猫晨光文具旗舰店



数据来源：山西证券研究所、天猫晨光文具旗舰店

目前精品文创最火的 IP 当属故宫文创——兼具故宫文化底蕴和流行时尚元素，将这些融合性的创意元素与箱包、服饰、首饰、手机壳等相结合，开发具有较高文化附加值的精品文创。目前故宫文创产品的研发达到了上万种，一年创造了 10 亿元的销售额、近亿元的利润。

图 56：故宫博物院文创产品之小确幸笔记本



数据来源：山西证券研究所、天猫故宫博物院文创旗舰店

图 57：故宫博物院文创产品之便签纸砖



数据来源：山西证券研究所、天猫故宫博物院文创旗舰店

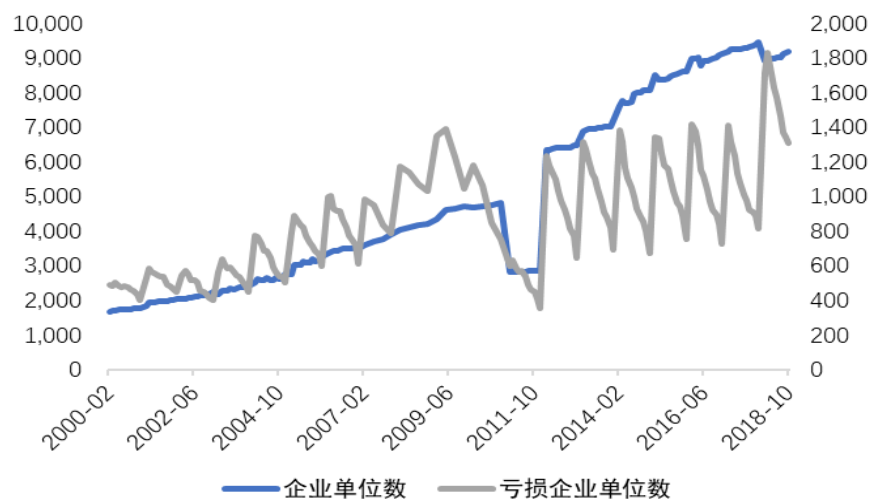
我国文具行业集中度较低，消费升级、精品文创的崛起利好龙头品牌，具备研发、设计、制造、渠道等多方面优势的企业有望进一步提升市场空间。目前我国从事文具生产的企业有 9200 多家，90% 的文具生产企业年销售额低于 1000 万元，而年销售额达到 10 亿元级别的只有晨光文具、齐心集团、广博股份和真彩文具 4 家。按照行业规模 1500 亿元计算，行业 CR4 约为 5%，CR10 不到 10%。在发达的文具市场，如美国，CR5 已经达到 70% 以上。相比海外文具龙头史泰博、欧迪办公 2015 年各占 38% 市场份额相比，我国文具龙头企业市占率仍有较大提升空间。

表 10：成熟文具市场和发展中文具市场比较

比较内容	成熟市场	发展中市场
代表地区	美国、西欧、日本等	中国、印度、东南亚国家
消费观念	品牌消费观念深入人心	品牌消费观念正在形成
市场集中度	高	低
竞争格局	竞争格局基本稳定 细分及整体领域均有主导品牌 渠道扁平趋势明显	绝大部分企业处于低层次竞争 细分领域产生品牌效应较好企业 经销商分销作用强
发展方向	加大海外 OEM 及拓展	品牌制造商扩大市场份额及品牌影响力

资料来源：山西证券研究所、中国产业信息网

图 58：文教、工美、体育和娱乐用品制造企业单位数



数据来源：山西证券研究所、wind

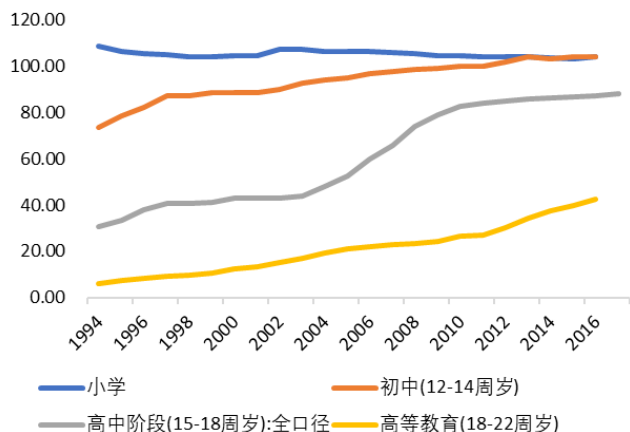
4.2 政策支持与刚需支撑, 文具用品市场空间广阔

我国庞大的文具消费人群、快速增长的消费能力和国家在教育方面的大力投入等因素为文具行业发展提供源源不断的动力。

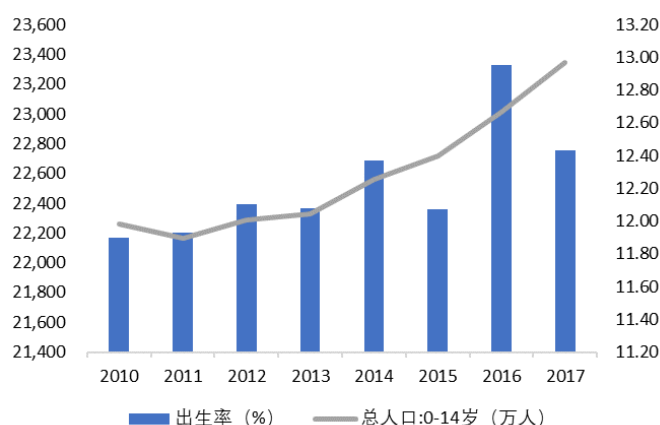
目前我国 0-14 岁少儿人数已超过 2.2 亿, 人数基数规模庞大; 2016 年出生率达到 1.29%, 为近十几年的最高值, 少儿群体逐渐成为教育消费的主力军。同时, 近年来各阶段教育毛入学率逐年提升, 国家“十三五”规划中明确提到: 到 2020 年, 学前教育的毛入学率要达到 85%, 高等教育的毛入学率要达到 50%。

图 59：各阶段教育毛入学率逐年提升

图 60：全国人口出生率和青少年（0-14 岁）总人口数



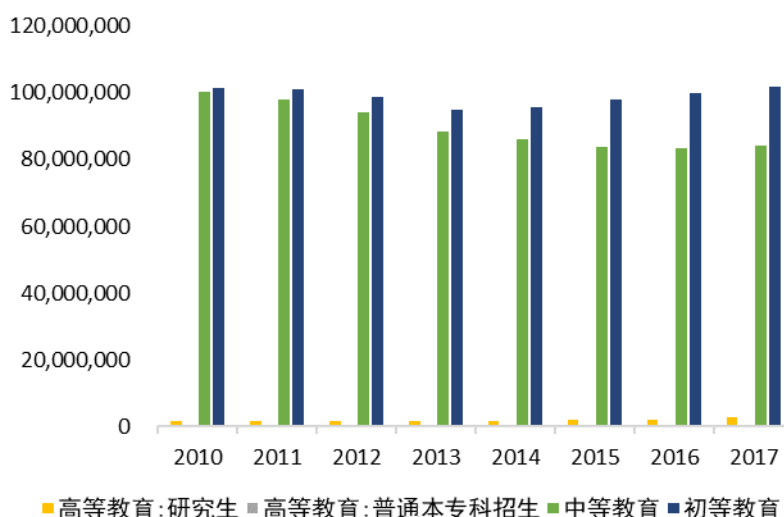
数据来源：山西证券研究所、wind



数据来源：山西证券研究所、wind

2012-2017年，中国各教育阶段在校学生整体数量庞大。2017年，除了中等职业教育在校学生数量较上年有所减少以外，普通小学、初中阶段、普通高中、普通本专科、研究生阶段的在校学生人数都有所上升，人数分别达到10093.70万人、4442.10万人、2374.50万人、2753.60万人、263.90万人。

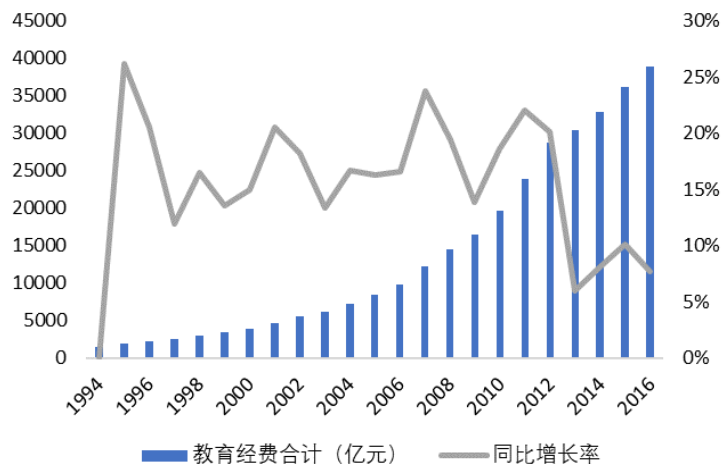
图 61：各教育阶段在校学生数量庞大（人）



数据来源：山西证券研究所、wind

国家对教育事业的持续投入为文具用品行业发展持续注入动力。教育事业的持续投入有效改善了青少年儿童的学习条件，有助于文具行业的发展。2007年到2016年的10年间，每年教育经费总额由12148亿元增长到38888亿元，CAGR为12.34%，持续高于同期GDP增速。

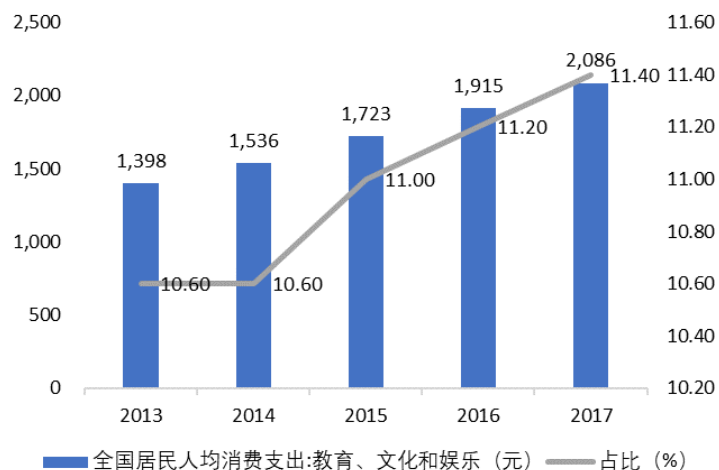
图 62：我国教育经费投入及其增长率



数据来源：山西证券研究所、wind

中国家长对子女教育的投入不断加码，更加注重教学文具的全面升级，对趣味、益智相结合的学习文具有更多的需求。2013-2017 年，全国居民教育、文化和娱乐方面人均消费支出由 1398 元增加至 2086 元，年均复合增长率 8.34%，在人均消费总支出的占比由 10.60% 提升至 11.40%。

图 63：全国居民教育、文化和娱乐人均消费支出占比逐年提升



数据来源：山西证券研究所、wind

5. 行业评级和投资建议：优选龙头及业绩增长确定、核心竞争力突出品种

行业评级：（1）家具：预计 19 年地产对家具行业的压力仍将持续，

行业加速洗牌，个股表现分化，核心竞争力突出、资本金充足的龙头有望在行业洗牌中拉大与竞争对手的差距、实现创新商业模式的更迭。我们看好家具龙头在渠道实力、成本效率控制能力、产品质量等多重优势下跑赢行业，大浪淘沙沉者为金。建议优选家具板块中综合实力优秀、对地产下行对冲能力较强的企业。(2) 造纸：产能集中释放、下游需求乏力，供需格局失衡；纸价、原材料价格尚无大幅回调基础，盈利能力或将持续承压，预计 19 年行情不温不火。(3) 文娱用品：受益于消费升级和教育、办公人群的规模支撑，“小而美”、中高端、品牌化文创消费开始释放活力，文娱用品刚性需求庞大，预期 19 年有较大增长动力和亮点，具备研发、设计、制造、渠道等多方面优势的企业有望进一步提升市场空间；同时，文娱消费受到宏观经济下行和贸易战的影响较低，整体风险点较小。

综上，我们下调家具板块的评级至“中性”，对造纸、文娱用品板块给出“中性”和“看好”评级，轻工制造行业下调至“中性”评级。考虑到家具和文娱用品行业集中度低、变革整合正在加速，部分标的仍存在投资机会，19 年细分龙头及业绩增长确定、核心竞争力突出的个股有望跑赢行业。

2019 年投资建议：我们继续坚持业绩成长性强和市占率提升的双重选股逻辑，行业集中度低、变革更新加速背景下部分个股仍存在投资机会，建议优选细分龙头及业绩增长确定、核心竞争力突出品种。建议关注尚品宅配、欧派家居、晨光文具。

5.1 尚品宅配：加盟渠道持续高增，全屋定制+整装领跑行业

加盟渠道收入增长 38%，引流能力得到验证。2018Q1-Q3 加盟、直营业务收入分别同比增长 38%、16%。渠道创新仍在路上，继购物中心店、O 店之后，超集店（C 店）开启体验式消费渠道新生态。截至 2018 年 9 月底，公司加盟、直营门店数分别达 1958 家、100 家，加盟店数量较年初净增加 401 家，直营店客户数增长 6%，加盟店客户

数增长 25%。

全屋定制再添新色彩，配套业务收入增长 62%。报告期内，公司定制家具、配套品、O2O 引流服务收入分别同比增长 21%、62%、51%，配套品延续上半年的高增速。18 年以来，公司新拓软装饰品（窗帘、灯饰、挂画）及家居百货（家用电器、居家用品、婴童特护），丰富了全屋定制产品线、并发展成为新的增长点。

轻资产、强实力入局整装，IT 技术+供应链管理赋能装企，整装云打开上游流量入口。整装云凭借四大软件系统、三大硬通货的供应链整合，赋能家装企业解决消费者痛点，同时打通更为前端的整装流量入口。截至 9 月底，公司整装云会员数量已超过 700 个。整装业务 Q3 单季实现收入约 7500 万，环比增速超过 50%。

公司是行业内最早从事全屋定制的企业，全屋设计、整合、销售能力和经验领先于竞争对手，同时拥有领先的互联网思维和 IT 技术优势，近年来诸多创新商业逻辑的正确性逐一在业绩上得到验证。基于上述，我们看好公司对于商业模式的创新探索和变现能力，看好公司的长期成长性。

5.2 欧派家居：大家居+信息化厚积薄发，新品类与多渠道贡献动能

信息化打造成本效率优势，盈利能力显著增强。2018H1 整体毛利率 37.23% (+3.11%)，净利率 11.35% (+0.67%)，分业务来看，橱柜毛利率 39.97% (+4.88%)，衣柜毛利率 38.04% (+1.89%)，盈利能力提升显著，我们认为主要受益于公司对信息化建设的加强、成本效率管控能力的提升。公司在信息化打造方面与 CAXA、三维家分别合作以实现两个打通：一是从设计、出图、报价、下单、生产、物流的一键通；二是橱衣木卫全品类的一键通。目前，公司已初步实现了橱柜、衣柜品类的打通，并且在部分城市开始试用，18H1 研发支出较上年同期增加 95.28%。

大家居+多品类融合迭代，合力强攻大家居战略。公司在传统大家

居基础上开展多种形式、两条路线的探索。宜宾市是公司首家整装大家居试点城市，今年 5 月开业，截止 7 月末共接单 602 户（每户≥3 个品类），今年销售业绩预计超过 2500 万。目前，公司整装大家居开业 21 家，第二批 40 多家店的筹备工作也在有序推进；微型大家居在 8 个城市已经开始试点；另有衣木融合店 200 余家，橱衣融合店试点 10 余家，橱卫融合店筹备试点 5 家。

传统橱柜业务稳健增长，后发新品类增速亮眼。2018H1 橱柜实现营收 25.20 亿元（+15.49%），衣柜实现营收 16.61 亿元（+35.04%），整体卫浴、定制木门分别实现营收 1.83 亿元、1.57 亿元，同比上年同期分别增长 51.24%、57.00%，后发新品类销售体量较小，但增速较好，预计将在明后年逐渐发力，成为助力集团高速发展的重要引擎。

多渠道建设有力推进，新零售+整装生机勃勃。传统渠道方面，2018H1 净增加门店 400 家，截至 2018 年 6 月末，欧派橱柜门店数量为 2208 家，欧派衣柜、欧柏丽门店净新开店数最多，门店数量分别为 2015 家（+143 家）975 家（+136 家）。公司顺应渠道变革趋势，1-6 月电商接单业绩同比增长 80%以上；橱柜事业线在约 60%的商场开展整装渠道，整装订单占全国零售订单超 10%；整装订单占比超 20%的商场有 200 多个，并正加快全面推广。

5.3 晨光文具：精品文创布局优秀，一体两翼迈向 文创巨头

快速成长、经营稳健的文具龙头企业。公司品牌创立至今接近 20 年，逐步从文具代理商、制造商、品牌商发展到综合文具供应商。公司 2017 年营收规模达 64 亿，归母净利润 6.4 亿元，收入与利润近 5 年复合增速在 30%左右。公司利润率优于行业平均水平，ROE 超过 20%，负债率与现金流健康。2018Q1/Q2/Q3 晨光分别实现营业收入 18.40/19.46/23.37 亿元，同比增速分别为 30.25%/41.81%/36.86%；分别实现归母净利润 2.05/1.70/2.50 亿元，同比增速分别为 23.22%/38.24%/24.02%。

“一体”传统业务稳健增长，科力普&生活馆两翼齐飞，迈向文创巨头。公司传统学生文具业务保持稳健发展，科力普高速成长，九木杂物社探索发展，从而实现了业绩整体逐季稳定增长。2018Q1~Q3公司传统业务收入增长16%。精品文创和办公文具增速快于传统大众文具，其中科力普同比增长140%，九木杂物社&生活馆增长40%，新业务总体增速113%。

精品文创布局优秀，创新渠道打开拓展空间。公司通过传统零售门店升级、生活馆业务以及线上社群营销等模式拓展精品文创业务。截至2018年前三季度，九木杂物社门店扩容至79家（其中69家自营，10家加盟），生活馆调整至145家，对应生活馆+九木杂物社实现销售收入2.2亿元，同比增长40%。传统渠道业务中，终端7.6万家零售门店中头部近万家门店升级推精品文创，截至2018年前三季度，公司预计精品文创产品收入占比提升至9~10%。晨光科技全面发展线上渠道、积极开发创意产品，配合生活馆和杂物社共同推动零售终端创新。

表 11：重点公司盈利预测与估值

证券代码	公司	当前股价 (元)	EPS (元)				PE				评级
			2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E	
300616.SZ	尚品宅配	60.77	3.44	2.63	3.51	4.23	17.65	23.08	17.32	14.37	增持
603833.SH	欧派家居	79.72	3.09	3.92	4.64	5.41	25.79	20.32	17.19	14.73	增持
603899.SH	晨光文具	30.25	0.69	0.88	1.12	1.40	35.78	34.43	27.12	21.55	增持
000488.SZ	晨鸣纸业	5.56	1.95	1.29	1.50	1.68	2.86	4.30	3.70	3.31	增持
600356.SH	恒丰纸业	5.46	0.33	0.25	0.33	0.34	16.69	21.79	16.43	15.96	中性

风险提示：宏观经济增长不及预期；地产调控政策风险；新店经营不及预期；市场推广不达预期；原材料价格波动风险等。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。