

定制家具行业

新时代需新体系，拐点孕育新机遇

行业评级

买入

前次评级

买入

报告日期

2019-02-13

核心观点：

● 近期观点：定制家具面临行业拐点，塑造新跟踪体系势在必行

本周周报主题：重新梳理定制家具的跟踪逻辑与成长路径，主流定制家具业绩快报的普遍低于预期引发资本市场对行业长期逻辑的担忧与思考。行业增量时代下，定制家具公司比拼的是跑马圈地的速度，产能匹配的能力和本地经销的实力，资本市场跟踪逻辑相应为：收入=门店数量*单店客流量*客单价；定制家具行业 2017 年发生的核心变化预示行业进入存量时代：新房销量已过历史高位，装修流量入口多元化，客流竞争急速加剧，规模增长中管理瓶颈初现。净收入=吸引流量*(转化数值-转化成本)是我们认为更合理的跟踪逻辑，详细缘由会在文中展开。

近期行业观点：关注竣工面积增速回暖带动家具板块整体估值反弹的机遇，仍需配置盈利逆周期的烟标，文具，生活用纸板块，包装龙头一季度存利润超预期机遇。

● 行业数据跟踪

家居：上游原材料中，板材与五金周度价格起伏不一，木材周度期货价格大幅上扬涨幅达 8.5%；2018 年商品房销售面积、新开工面积等均有上扬，累计同比分别增长 1.30%、17.20%，商品房竣工面积累计同比下降 7.80%，12 月单月竣工同比增速转正，为 5.8%。家具行业 12 月零售额累计同比增长 10.10%，A 股家具公司 P/E 经过历史低位后开始反弹。

造纸：节前市场交投清淡，主要纸种价格小幅波动。原材料方面，2 月份外盘木浆报价企稳，国内现货市场观望情绪较重，主要港口库存仍处于高位，压制春节后浆价反弹幅度；外废价格走低，国废价格低位盘整。成品纸受部分纸企春节停机检修、下游企业放假等因素影响，市场交投清淡。

包装及文娱：春节前几周原材料价格基本保持不变。包装需求方面，2018 年末白酒、啤酒、3C 电子产量均有所下滑，烟草产量受调控同比小幅下滑，家电（彩电/空调/冰箱）则呈现良好增长态势。

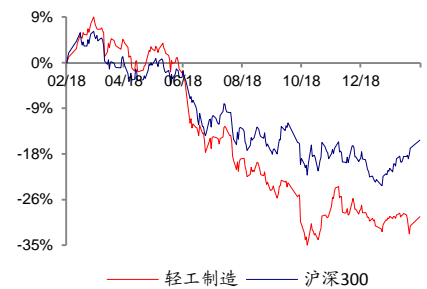
● 资本运作跟踪

近两周（1.28—2.10）轻工板块内劲嘉股份等十家公司公告股份回购情况，索菲亚、美盈森等公司公告对外投资。曲美家居公告股权激励方案，股权激励成就条件：以 2018 年营收、净利润为基数，2019-2021 年营收增长不低于 15/30/45%，净利润增长不低于 15/30/45%。

● 风险提示

数据跟踪存在滞后性；地产持续低迷，家居行业竞争更加激烈；造纸需求下滑超预期，行业供给大量释放；包装成本下滑中小厂企业复苏，经济下行外包量减少。

相对市场表现



分析师：

赵中平



SAC 执证号：S0260516070005

SFC CE No. BND271



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

分析师：

汪达



SAC 执证号：S0260517120005

010-59136610



wangda@gf.com.cn

请注意，汪达并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

轻工制造行业:追本溯源，寻 2019-01-27

生活用纸龙头竞争壁垒与天花板

轻工制造行业:2018Q4 轻工 2019-01-25

板块基金重仓分析

轻工制造行业:增值税减税对 2019-01-06

轻工企业影响几何?

联系人：陆逸 021-60750604

gluyi@gf.com.cn

联系人：徐成 0755-29953620

xucheng@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/2/12	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
劲嘉股份	002191.SZ	买入	人民币	9.08	10.03	0.49	0.58	18.5	15.7	18.7	15.7	10.80%	12.10%
裕同科技	002831.SZ	买入	人民币	49.23	-	2.34	2.85	21.0	17.3	21.1	17.3	15.70%	16.10%
晨光文具	603899.SH	买入	人民币	31.10	-	0.88	1.12	35.3	27.8	26.5	20.3	24.00%	24.80%
中顺洁柔	002511.SZ	买入	人民币	8.42	-	0.34	0.43	24.8	19.6	12.8	10.7	12.80%	13.70%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

目录索引

一、定制家具-新时代需新体系，拐点孕育新机遇	7
二、行业数据跟踪	18
2.1 家居板块：木材价格上涨，房地产单月竣工同比转正	18
2.2 造纸板块：节前市场交投清淡，主要纸种价格小幅波动	23
2.3 包装文娱板块：白酒、3C 包装需求同比下滑较多，家电包装需求旺盛	28
三、板块资本运作	33
风险提示	36

图表索引

图 1: 房地产销售增速与家具销售额增速	8
图 2: 定制橱柜渗透率	8
图 3: 定制衣柜渗透率	8
图 4: 定制家具公司历史渠道数量 (家)	9
图 5: 定制家具公司历史渠道增速	9
图 6: 典型招商对经销商实力的评价体系	9
图 7: 定制家具客单价提升路径: 从单品迈向软硬装, 从 1 万向 10 万进发	10
图 8: 定制家具公司橱柜门店单店收入 (万元)	10
图 9: 定制家具公司衣柜门店单店收入 (万元)	10
图 10: 2016-2018 年商品住宅面积与竣工面积累计同比	11
图 11: 装修流量流向导图	11
图 12: 2018-2020 年定制上市公司产能增速	12
图 13: 美的集团的管理架构	15
图 14: 新跟踪体系与旧跟踪体系的不同	16
图 15: 基于“吸引”与“转化”逻辑的跟踪体系	16
图 16: 基于“吸引”与“转化”逻辑的思考体系	17
图 17: 纤维板期货收盘价 (元/吨)	18
图 18: 胶合板期货收盘价 (元/吨)	18
图 19: 中纤板价格指数 (元/吨)	18
图 20: 刨花板价格指数 (元/吨)	18
图 21: 细木工板价格指数 (元/吨)	19
图 22: 指接板价格指数 (元/吨)	19
图 23: 五金材料价格指数 (元/吨)	19
图 24: 五金零部件价格指数 (元/吨)	19
图 25: 木材期货结算价 (元/吨)	19
图 26: 4 大一线城市新房周成交	20
图 27: 13 个二线城市新房周成交	20
图 28: 23 个三线城市新房周成交	20
图 29: 2 大一线城市二手房周成交	20
图 30: 11 个二三线城市二手房周成交	21
图 31: 13 城市二手房周成交	21
图 32: 家具行业零售额及同比	21
图 33: 家具行业出口额及同比	21
图 34: 商品房销售面积及同比	22
图 35: 商品房销售额及增速	22
图 36: 购置土地面积及同比	22
图 37: 商品房新开工面积及同比	22
图 38: 商品房施工面积及同比	22
图 39: 商品房竣工面积及同比	22

图 40: 国外家具公司 PE	23
图 41: 国内家具公司 PE	23
图 42: 国外家具公司 PS	23
图 43: 国内家具公司 PS	23
图 44: 废纸价格走势 (元/吨)	24
图 45: 纸浆价格走势 (元/吨)	24
图 46: 纸浆库港口存量依然维持高位	24
图 47: 溶解浆价格走势	25
图 48: 包装纸价格走势 (元/吨)	26
图 49: 包装纸库存量 (千吨)	26
图 50: 主要文化纸价格走势 (元/吨)	27
图 51: 生活用纸价格走势 (元/吨)	27
图 52: 社会零售总额: 当月值	28
图 53: 社会零售总额: 累计值	28
图 54: 白酒产量	28
图 55: 啤酒产量	28
图 56: 软饮料产量	29
图 57: 食品饮料总产量 (白酒+啤酒+软饮料)	29
图 58: 烟草产量	29
图 59: 烟草销量结构占比	29
图 60: 卷烟工商库存	29
图 61: 卷烟商业库存	29
图 62: 消费电子—智能手机	30
图 63: 消费电子—平板电脑	30
图 64: 消费电子—PC	30
图 65: 消费电子总出货量—3C	30
图 66: 家电—空调产量	31
图 67: 家电—家用冰箱产量	31
图 68: 包装原材料价格—纸类	31
图 69: 包装原材料价格—塑料	31
图 70: 包装原材料价格—金属 (镀锡板卷)	31
图 71: 包装原材料价格—玻璃	31
图 72: 文具办公用品零售额累计值	32
图 73: 文具办公用品零售额单月值	32
表 1: 定制家具上市公司 2018 年业绩快报与 2017Q4-2018Q3 收入增速	7
表 2: 定制家具公司分品类渠道数量	12
表 3: 全国定制家具品牌商经销商管理与区域性品牌的不同	13
表 4: 耐用消费品品牌美誉度的塑造维度	14
表 5: 公司股份回购	33

表 6: 公司股权质押	33
表 7: 公司股权解除质押	34
表 8: 公司对外投资	34
表 9: 公司中止对外投资	35
表 10: 公司公告增、减持进度	35
表 11: 公司公告股权激励方案	35
表 12: 相关可比公司估值表	36

一、定制家具-新时代需新体系，拐点孕育新机遇

1. 投资逻辑与本文意义：重新梳理定制家具的跟踪逻辑与成长路径

受地产销售疲弱流量下滑与行业供需失衡竞争加剧影响，定制家具公司财务表现在2018年下半年开始不断低于市场预期，比短期财务数据低于预期更让投资者担忧和迷茫的是：

(1) **龙头成长逻辑**：在流量日渐分散且龙头传统渠道数量接近天花板背景下，资本市场过往的客流量，开店速度与客单价的基本面跟踪方式逐步失效，龙头成长的逻辑在发生变化，经营可预测性日渐模糊；

(2) **价格战可能性**：随着大部分公司净利润增速逐步低于收入增速，行业是否会步入旷日持久且惨烈的价格战再次受到热议；

(3) **格局最终走向**：随着地方性中小品牌雨后春笋般出现，在行业洗牌后市场是否能形成集中的市场格局，龙头形成品牌溢价，如果区域性品牌占山为王则龙头公司市占率天花板较低。

本周报集中思考2018年前后的定制家具面临的时代背景有何不同，并回答定制家具行业龙头公司在新篇章下如何实现新成长的问题。后续周报将持续论述问题(2)和问题(3)。

表1：定制家具上市公司2018年业绩快报与2017Q4-2018Q3收入增速

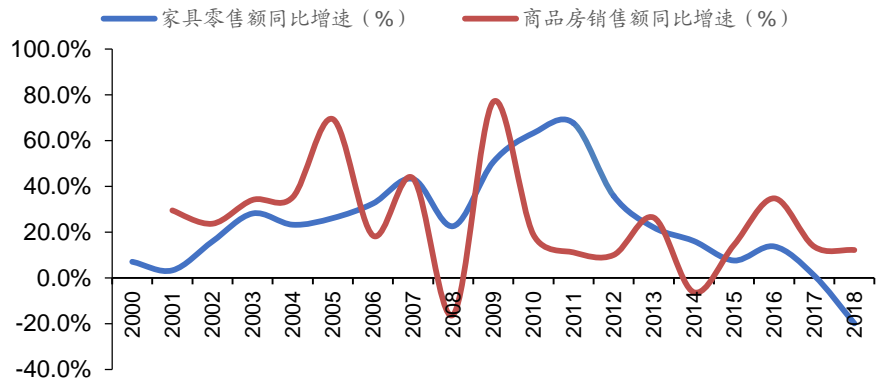
代码	简称	公告日期	公告内容	2017Q4收入增速	2018Q1收入增速	2018Q2收入增速	2018Q3收入增速
300616.SZ	尚品宅配	2019/01/30	预计2018年净利润同比增长20%-30%	34.32%	38.76%	30.63%	22.71%
002572.SZ	索菲亚	2019/01/30	下修业绩预告，2018年度净利润预增5%-10%	22.57%	30.32%	13.78%	20.10%
603180.SH	金牌厨柜			22.15%	26.19%	8.57%	19.16%
603801.SH	志邦家居			41.51%	38.28%	19.10%	5.53%
002853.SZ	皮阿诺			15.86%	73.85%	24.21%	39.38%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

2. 旧篇章：地产红利与赛道扩张背景下，强势经销商是取胜之匙

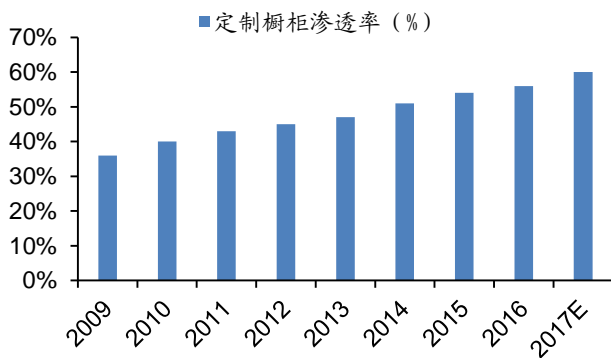
地产发展与定制兴起两大市场红利促使行业飞速增长：(1) 房地产行业腾飞：我国房地产销售面积从2000年的16,984.16万平方米增长到2018年171,654.36万平方米，家具行业整体实现高速增长；(2) 定制渗透率快速提升：定制家具因更契合房价上涨下居住空间集约的国情，渗透率实现飞速提升，根据索菲亚招股说明书中引用的《中国人造板》数据，定制衣柜渗透率2009年仅有15%左右，消费者认知度一般，而如今定制衣柜渗透率已经大幅提升，四五线城市的高铁站广告很多被定制家具龙头品牌占领。可以粗略地说，公司间规模差异大多归功于管理层的努力，但规模能够迅速做大更多归功于宏观环境和行业赛道创造的增量红利。

图 1: 房地产销售增速与家具销售额增速



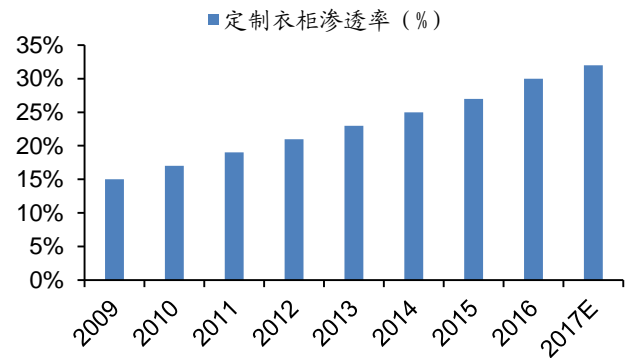
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 2: 定制橱柜渗透率



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

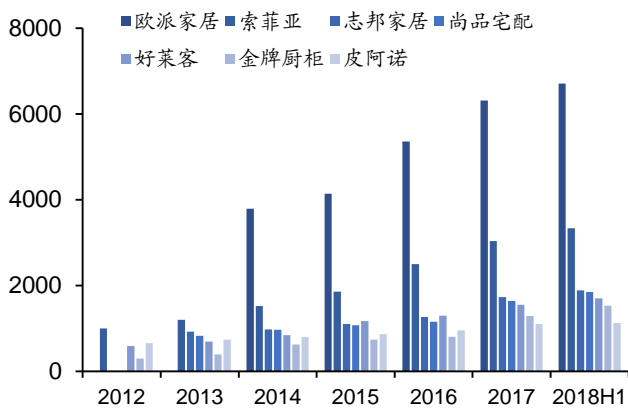
图 3: 定制衣柜渗透率



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

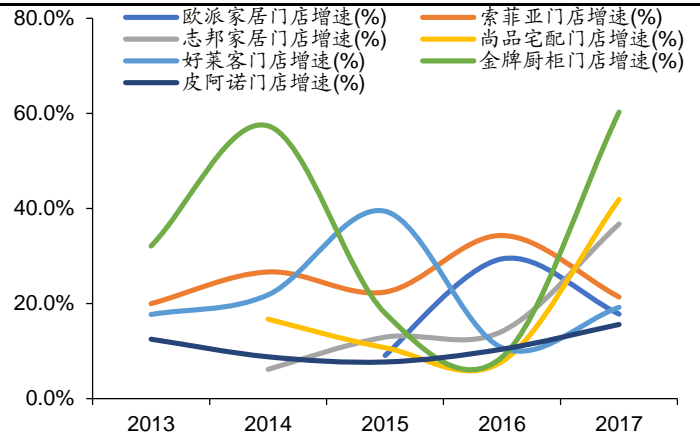
增量时代的定制家具公司比拼的是跑马圈地的速度，产能匹配的能力和本地经销的实力：（1）渠道扩张（跑马圈地）：渗透率的低下为零售经销商的跑马圈地提供理论基础，经销商充足的盈利与渠道加速扩张互为正反馈；（2）产能匹配（粮草供应）：由于行业需求高速扩张而产能严重不足，出现四季度旺季接单但无法排产的问题，因此后端生产如何能高效低成本的匹配需求成为工厂间比拼的核心；（3）本地经销（前线士兵）：龙头公司的管理重心更多在于精益生产与品牌知名度塑造，无力顾及全国不同区域差异化的营销需求，因此落地经销商的本土“操盘”能力就非常关键，对品牌知名度的影响力甚至超过工厂总部，例如相邻的两座城市，强势品牌可能完全不同。

图4: 定制家具公司历史渠道数量(家)



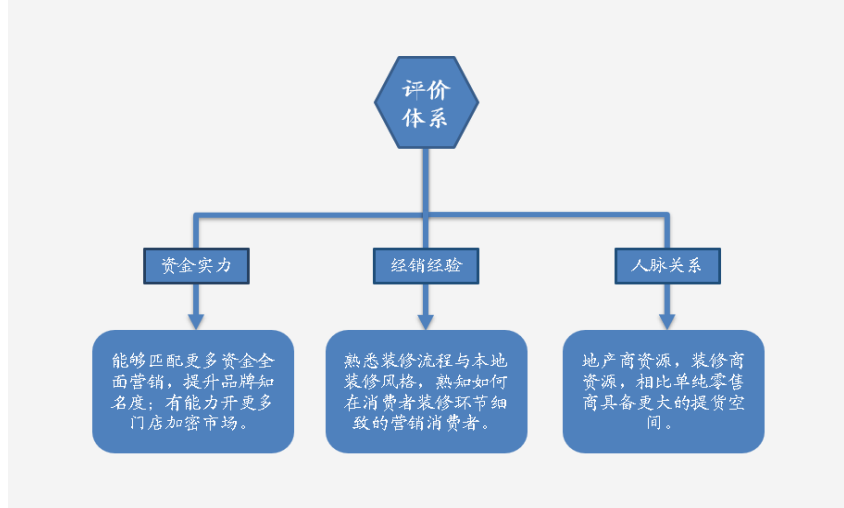
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图5: 定制家具公司历史渠道增速



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图6: 典型招商对经销商实力的评价体系

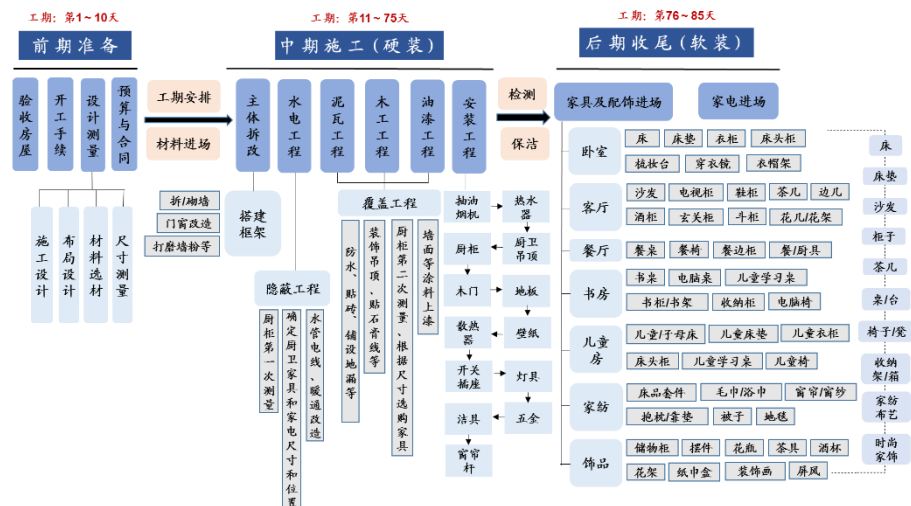


数据来源: 广发证券发展研究中心

“收入=门店数量*客流量*客单价”的跟踪方法符合过去定制家具龙头的扩张模式和宏观背景。(1) 门店数量增速: 空白市场下每家门店在未来2-3年大概率稳步的达到同类区域成熟门店的单店收入; (2) 客流量: 除去地产波动影响, 体现出品牌公司+本土经销商的操盘实力, 真正决定如何营销每个消费者的是经销商的员工和落地的广告投放; (3) 客单价: 体现上市公司多品类融合和政策落实能力, 更重要的是本土经销商的综合营销服务实力。

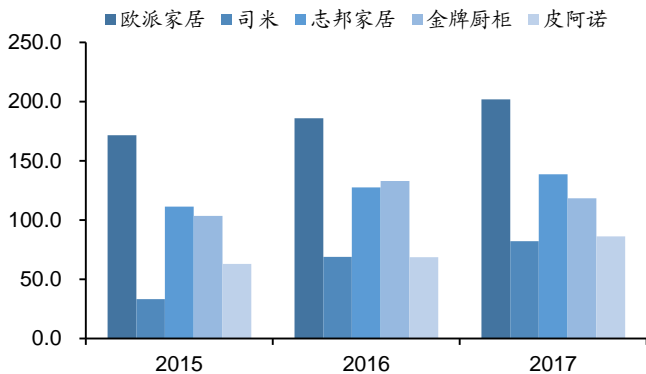
在过去的增量时代, 更强大的经销商具备创造更高单店收入能力, 厂商起到的核心作用是在跑马圈地中找到最优质的经销商, 以及在后端实现产品快速低成本供应。

图7：定制家具客单价提升路径：从单品迈向软硬装，从1万向10万进发



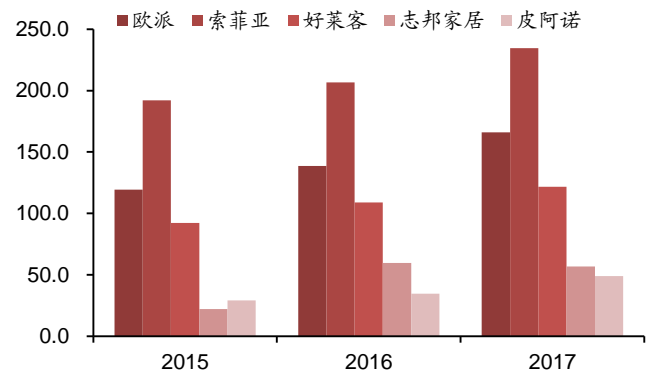
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图8：定制家具公司橱柜门店单店收入（万元）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图9：定制家具公司衣柜门店单店收入（万元）



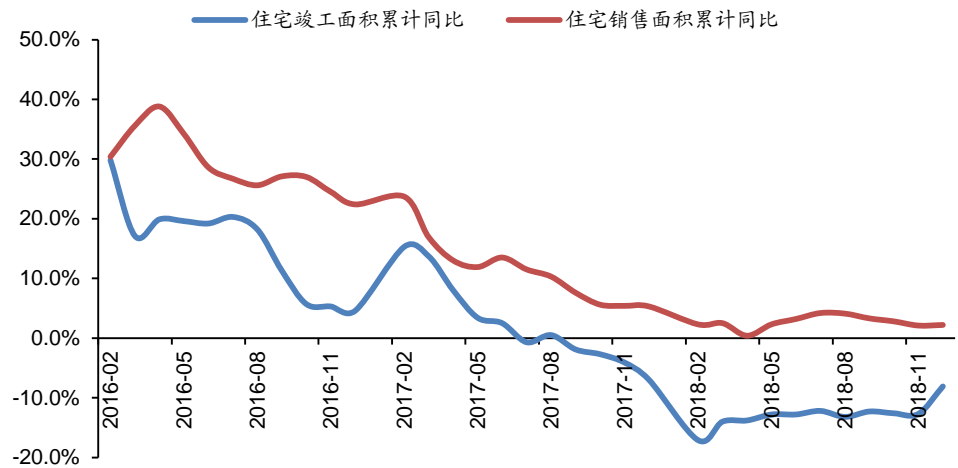
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

3. 新时代VS旧篇章：面对流量分散与入口多元化，厂商重心从制造走向零售

定制家具行业2017年发生的核心变化：新房销量已过历史高位，装修流量入口多元化，客流竞争急速加剧，规模增长中管理瓶颈初现。行业的景气度拐点实际出现在2017年，要早于2018年下半年财务数据拐点，这些景气度拐点背后的深层次原因也值得投资者深度思考，以挖掘新时代的家具行业龙头企业。

(1) 新房销量见顶回落。2017年新房销售面积达到169,407.82万平后，2016年下半年的销售面积与2017年Q1的竣工双双增速见顶，这也正式标志家具作为地产后周期消费从增量时代迈向存量时代。该背景下，上市公司逐步将挖掘二手房翻新、存量房翻新挖掘正式列入战略议程。

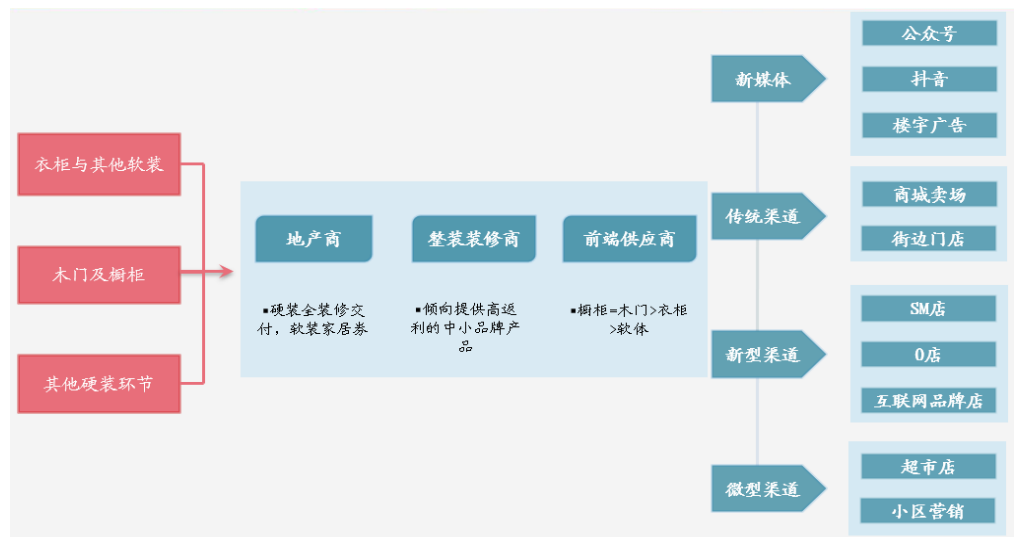
图10: 2016-2018年商品住宅面积与竣工面积累计同比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

(2) 装修流量入口多元化, 传统线下流量被层层截流。定制企业过去获取的流量大部分来自在线下卖场或街边店渠道, 然而2017年开始, 家具行业的高毛利和良好的现金流模式吸引各方参与者入局, 线下流量开始被装修产业链前端参与者分段多元化截流(房地产企业、整装公司、靠前的硬装产品提供商), 好不容易留存到定制企业环节的流量也在以更为多元化的方式被感知(微信、电商、抖音等)。一站式装修便利需求, 场景消费需求和产业链利益重构需求迫使上市公司做出调整, 纷纷进行全渠道全流量布局。

图11: 装修流量流向导图

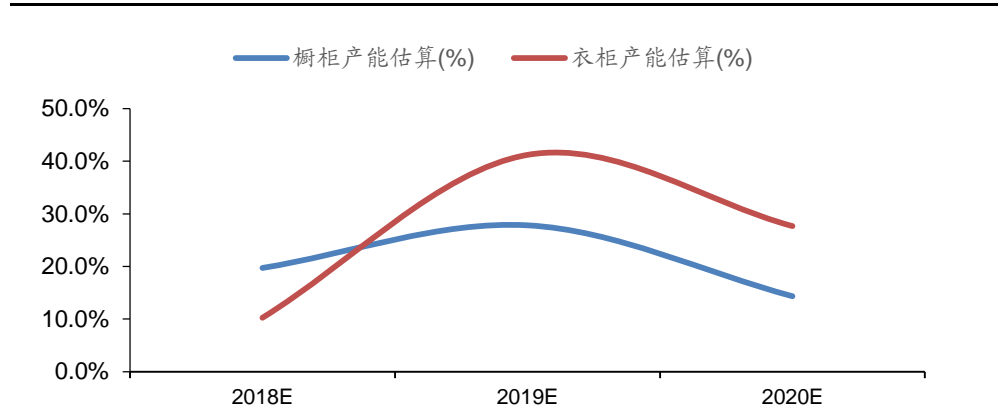


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

(3) 供给增加客流竞争激烈, 渠道成本抬升维持盈利难度增加。2017年的另一个变化是迎来诸多行业头部公司上市, 该现象一方面证明定制家具行业进入快速发展期, 也预示行业竞争愈发激烈。根据目前所有定制家具上市公司(索菲亚等)

IPO招股说明书和再融资公告数据测算，上市公司定制衣柜2018-2020年产能增长率分别为：10.24%、41.20%、27.67%，上市公司定制橱柜2018-2020年产能增长率分别为19.71%、27.82%、14.33%。快速增长的供给匹配增速放缓的需求，家居卖场的每平方米租金持续上涨，电商平台流量成本快速提升，优质渠道资源价格水涨船高迫使上市公司思考如何优化投放渠道费用，维持经销商等利益相关方的利润。

图12: 2018-2020年定制上市公司产能增速



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心，根据欧派家居/索菲亚/尚品宅配/好莱客/我乐家居/志邦家居/金牌厨柜/皮阿诺的招股说明书及再融资公告测算

(4) 传统门店数量接近天花板，经销商管理瓶颈逐步显现。在过去增量时代，定制家具企业普遍依赖加盟模式大力招聘经销商，但如果对标索菲亚单品类约2400家门店观察，龙头公司渠道数量在未来1-2年将接近天花板，其他公司在流量分散化背景下新拓渠道的质量也难如从前。渠道红利的逐步消退迫使上市公司更关心如何从现有经销商挖潜，大多数经销商很难匹配公司自营店（样板店）的服务和运营素质，大多数经销商在当地品牌市占率并未和品牌在全国的知名度相匹配。

表2: 定制家具公司分品类渠道数量

代码	公司名称	品类	门店数量 (家)		
			2015	2016	2017
002572.SZ	索菲亚	衣柜	1600	1900	2200
		厨柜	261	600	720
		木门			95
		大家居			20
603898.SH	好莱客	/	1174	1300	1550
300616.SZ	尚品宅配	/	1073	1157	1642
603180.SH	金牌厨柜	厨柜	741	806	1172
		衣柜			120
603801.SH	志邦家居	厨柜	1007	1112	1355

		衣柜		52	242
002853.SZ	皮阿诺	厨柜	618	658	716
		衣柜	246	296	387

数据来源：Wind、各公司招股说明书、各公司年报、广发证券发展研究中心

厂商对经销商管理水平瓶颈全方位体现在招商门槛，绩效考核和后期维护等方面，这也是区域性品牌能够做强的原因。

(1) 招商标准：企业为了快速抢占市场，招商经理为了满足招商KPI考核，隐形降低招商标准，招聘了许多投机性经销商，这些经销商看中定制零库存高周转的行业红利，本就仅希望快速获取利润，不思考如何维护消费者心目中品牌的长期形象，在服务与成本的平衡中以成本节约为第一要务，服务提供主动性以全国性大牌自居，在产品订单端也偶有飞单。而区域性品牌在本地通常是直营式开店，营销端通常以“XX地老百姓用的定制家具”作为拉近关系的卖点，服务端通常更为细致。

(2) 绩效考核：企业目前给经销商KPI目标维度仍较为粗放，有大区经理甚至对经销商的考核就是无论通过怎样的开新店，调价格，搞营销，只要能达到总部下达的提货额总额即可。导致总部战略层面的设想到了经销商与门店战术执行上完全不一样。而区域品牌不似上市公司有硬性的资本市场增速考核，而更在乎赚钱的绝对额，更珍视在其唯一阵地的品牌美誉度，战略一致性上做的更好。

(3) 后期维护：企业通常将高空广告宣传外的经营交付给本地经销商，囿于管理人员数量和管理半径问题，较少去灌输品牌理念，考察门店形象与观感，辅助品牌地推，更少去关注经销商经营资金去向进行日常动态监管。部分商家经营多元化，挪用主业资金炒股或参与民间集资、放贷等高风险行业，主业经营受到影响。而区域品牌的老板就在本地人脉较广，日常对接经销商频次远高于龙头品牌高层领导，无论是经营指导还是风险控制均有地利之便。

表3：全国定制家具品牌商经销商管理与区域性品牌的不同

区别体现	龙头品牌商	区域性品牌商
招商标准	招商门槛较低，导致所招聘的许多经销商存在投机行为，他们渴望快速获利，相比服务质量更重视成本	多为直营式开店，营销卖点接地气，服务更细致
绩效考核	企业给经销商的 KPI 目标较粗放，经销商想方设法达到目的，导致门店战术执行情况不符合总部战略要求	没有硬性考核要求，重视赚钱的绝对额，珍视品牌在当地的美誉度，战略一致性更好
后期维护	因为区域管理有难度，总部对经销商经营资金去向监管较少，品牌理念灌输不到位，部分商家钻空挪用资金导致主业经营受影响	对接经销商频次高，在经营指导及风险控制方面有地利之便

数据来源：广发证券发展研究中心

4. 厂商重心从制造转向零售，塑造“吸引”与“转化”新跟踪体系

定制家具产品同质化与重服务属性是厂商重心需要从制造转向零售的核心原因，产业变革定性可跟踪企业向零售商转型的进度。在互联网快速抹平信息差的年代，没有美誉度的品牌溢价终将在中小同质化平价品牌的冲击中失去溢价与市场。

耐用消费品的品牌美誉度可能包括：定义产品，塑造信任，智能互联，高性价比，这些抽象的概念又最终落实到产品端与服务端，定制家具龙头企业过去管理重心在总部制造即产能供应，未来则需拿出零售思维去运营品牌与管理终端，管理细密程度要求远高于过去。

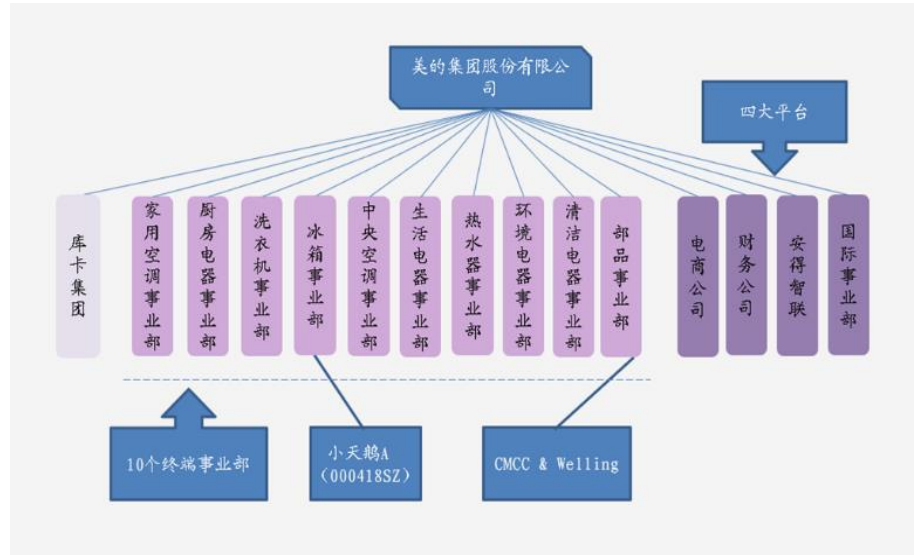
表4：耐用消费品品牌美誉度的塑造维度

美誉度维度	对塑造美誉度重要的原因	产品与服务的零售优化要点	标志性例子
定义产品	品牌理念而非品牌形象才能打动生活理念相通的一批消费者，品牌宣传穿透力和转化力更强。形成一批品牌粘性和忠诚度很高的消费者。想吸引一切消费者的品牌往往都得不到	产品设计，终端服务方式都要与理念契合，设计部在产品设计中秉承并遵循公司理念，终端服务商践行符合产品理念的营销服务模式，公司产业均在外化该价值	无印良品 ：没有品牌就是品牌，追求简洁，质朴，天然；店员穿着质朴，商品陈列整洁
塑造信任	信任对于品牌的价值在于降低消费者怀疑与比较的成本。即获客成本。尽管家具作为低频消费复购率低，但邻里口碑传播的高转化率（三四线城市尤其是）值得企业塑造品牌信任。	经销商借品牌赚钱利润最大化冲动明显，品牌商需加大对经销商运营全流程监控，塑造超越地方品牌的优质诚信服务的品牌形象，做出远超同行的承诺并有能力遵守	宜得利 ：严苛的员工管理标准（年龄要求 30-40 岁之间）；执行设计，生产，物流，营销到客服全流程的 SPA 管理
智能互联	30-50 岁是购买家具高峰期，80 后是网络移民，90 后是网络原住民，两拨人对家居智能互联的接受度远高于前辈。智能化是体现龙头企业产品研发实力最明显的外化表现，互联化则开辟多品类协同售卖的新切入点。	产品研发部需具备具备智能化产品研发能力，而非仅调整花色或取新潮名字；生产部要有量产能力；终端营销人员需具备互联网的思维和营销风格，才能更好吸引 80 或 90 后消费者。	小米 ：诸多智能家居类单品均已进入 TOP3，消费者只要购买一件小米设备，就倾向购买更多，没人愿意装 N 个 APP
高性价比	消费分级下情景不同，三四五线城市的主流装修需求对性价比要求较高，预算更严格。基于品牌知名度的品牌溢价难以被消费者买单，给予中小平价品牌大量生存空间。	构筑全球供应链并以信息化节约生产成本，优化管理提高营销效率在规模扩张期降低费用率，严控渠道加价率确保产品价格终端维持竞争力，利用网络优势提供优质服务。	宜家产品 ：每年以 20% 以上品类降低 20% 价格并保证利润为目标。想要更便宜，必须放眼世界，坚持优化其全球供应链

数据来源：Wind、无印良品/宜得利/小米/宜家官网、广发证券发展研究中心

品牌美誉度的塑造需要从管理架构调整和渠道链条调整两方面入手，品牌美誉度的塑造都需要总部和渠道商大幅改变工作重心，提升工作素质，改变交互方式。**总部管理架构**方面可参考同为装修周期且收入远高于家具的家电龙头，收入从百亿向千亿进发必将导致管理架构的调整，家具公司在管理的清晰度方面等都还有提升空间；**渠道链条调整**若也参考家电行业则是“类直营化”，即经销商逐步转型为出资人和专业化服务商，品牌商逐步渗透到经销商的细致的日常管理。诚然定制家具由于重服务属性且经销商出资额较高，经销商话语权最终可能高于白电经销商，但能够将总部先进战略最顺畅贯彻到终端运营的定制家具公司也会有大幅的相对竞争优势。

图13: 美的集团的管理架构



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

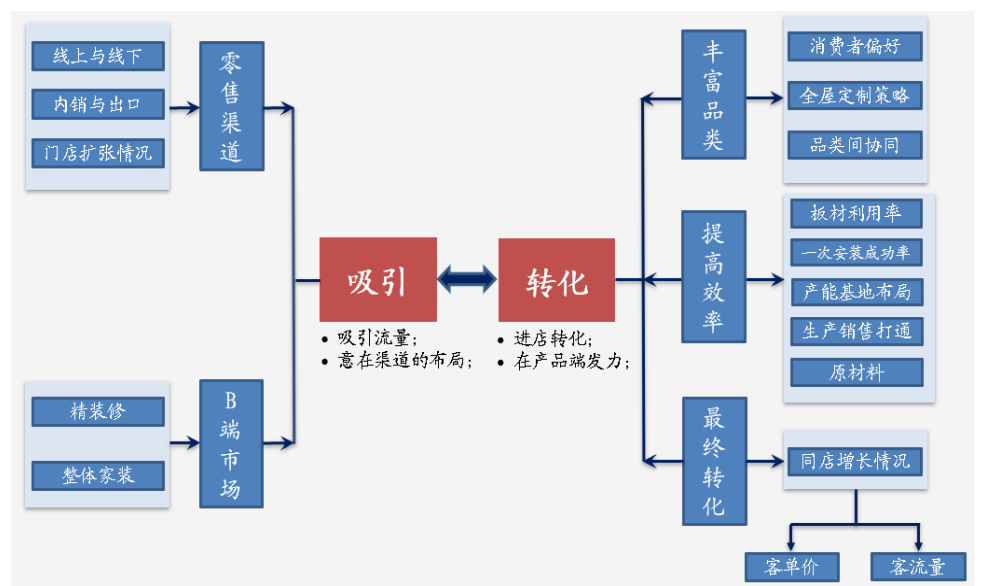
从零售思维再看定制家具，塑造“吸引”与“转化”定量跟踪体系，定量体系的数字化表达是“净收入=吸引流量*（转化数值-转化成本）”，该定量跟踪体系与过去的不同点在于：（1）渠道的重要性不再在数量，而在于吸引流量的质量：一个能引爆订单的IP或新产品，远胜于数个无人问津的平庸门店；（2）客单价不仅是客人被动下单的价值，而是能够辐射周边的转化值：如果通过全产业链优化，1个下5万订单的客人可以拉来2个在装修的朋友，并接受门店建议的3万配饰（假设公司抽成10%），那他的转化数值应该是15.3万而不是5万元；（3）在零售思维下，厂商必须学会管理转化成本。过去引流的成本多为刚性（高空广告等）且为经销商负担（地推广告、租金、水电、人工），而未来随着新渠道不断涌现，厂商必须为转化数值评估每项转化成本，这也将加倍考验公司的市场敏感度与战略高度，转化成本的管控能力可能是最终决定公司利润率高低的指标。（4）为何在净收入中扣除转化成本，因为定制家具作为10-15年更换的耐用消费品，品牌对消费者二次购买时烙印不深，互联网式盲目的高投入很难依靠复购率带动销量增加。

图14: 新跟踪体系与旧跟踪体系的不同



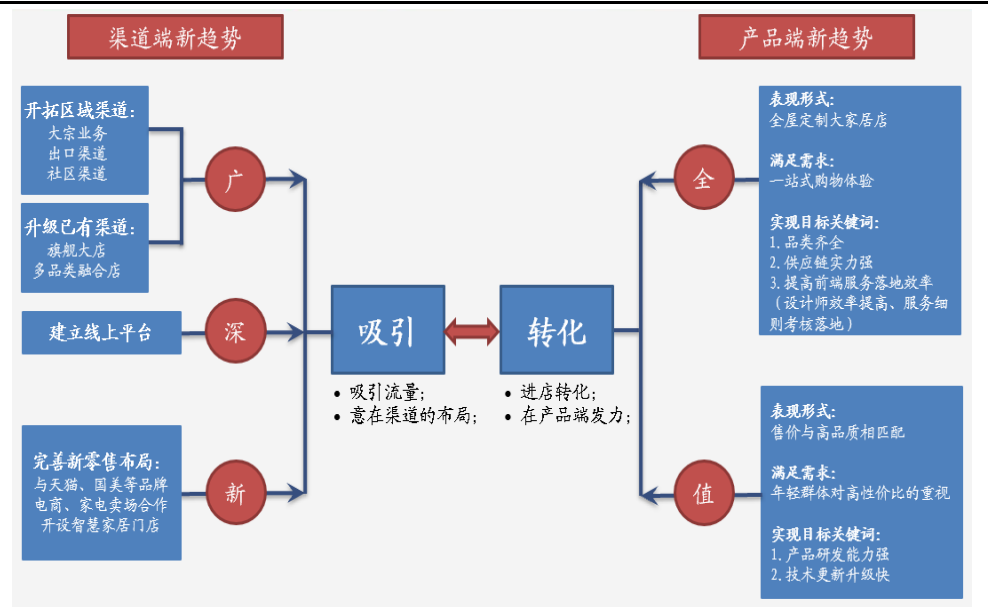
数据来源: 广发证券发展研究中心

图15: 基于“吸引”与“转化”逻辑的跟踪体系



数据来源: 广发证券发展研究中心

图16: 基于“吸引”与“转化”逻辑的思考体系



数据来源: 广发证券发展研究中心

二、行业数据跟踪

2.1 家居板块：木材价格上涨，房地产单月竣工同比转正

2.1.1 上游原材料价格跟踪

板材价格周度涨跌不一。Wind资讯数据显示，上周胶合板、中纤板、刨花板、细木工板价格微涨，纤维板和指接板价格略有下滑；从同比波动上看，胶合板和中纤板价格上涨，其余同比下跌。其中，纤维板63.05元/吨，环比下跌6.83%；胶合板139.95元/吨，环比下跌1.07%；中纤板1852.01元/吨，环比上涨0.63%；刨花板1110.02元/吨，环比上涨0.02%；细木工板946.62元/吨，环比上涨2.67%；指接板833.93元/吨，环比下降1.30%。

图 17：纤维板期货收盘价（元/吨）

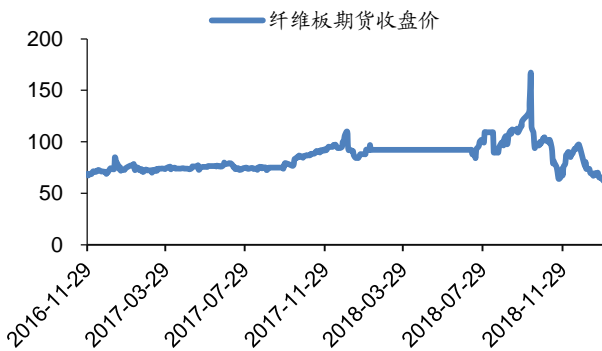


图 18：胶合板期货收盘价（元/吨）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 19：中纤板价格指数（元/吨）

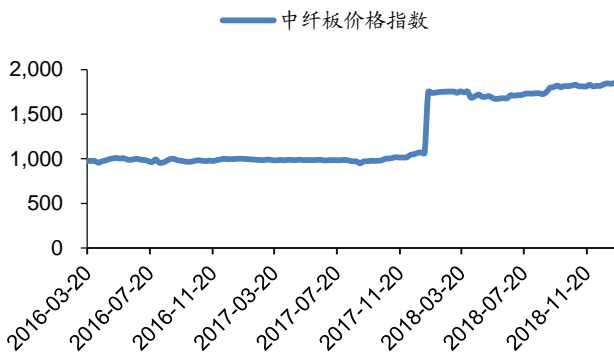


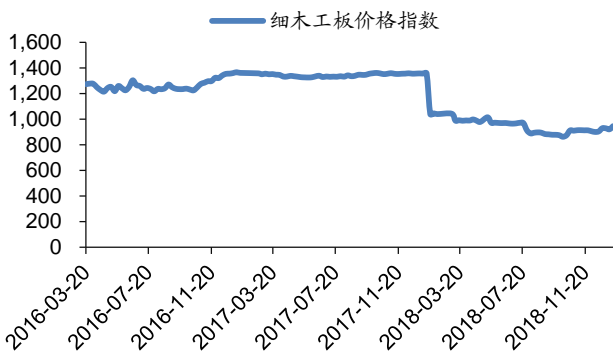
图 20：刨花板价格指数（元/吨）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

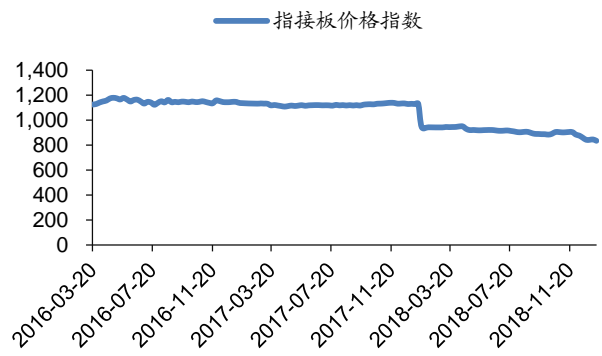
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图21: 细木工板价格指数 (元/吨)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图22: 指接板价格指数 (元/吨)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

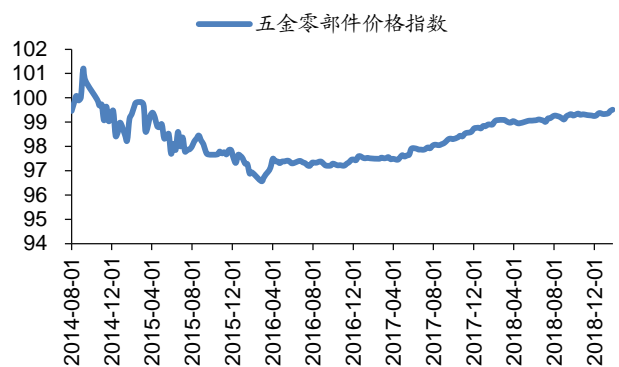
五金价格起伏不一，木材期货价格环比大幅上涨。Wind资讯数据显示，五金材料97.76元/吨，环比下滑0.13%；五金零部件99.51元/吨，环比上涨0.05%；木材427.54元/吨，环比上涨8.50%。

图23: 五金材料价格指数 (元/吨)



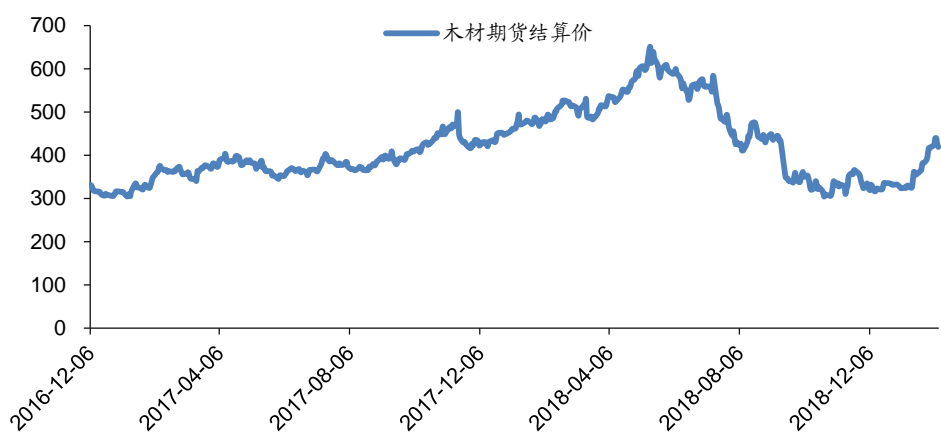
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图24: 五金零部件价格指数 (元/吨)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图25: 木材期货结算价 (元/吨)

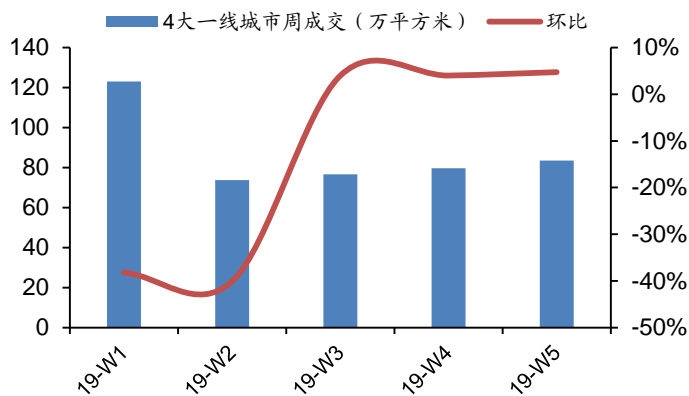


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2.1.2 下游需求跟踪

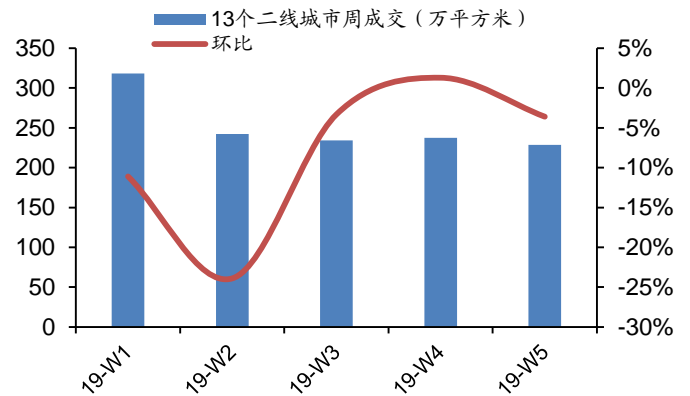
周度新房、二手房销售均有所回落。Wind资讯数据显示，2019年第五周新房成交面积周环比下降7.8%，一线城市新房成交量增长较为稳定、二三线城市则出现下滑，其中一线城市环比上升4.73%，二线城市环比下降3.59%，三线城市环比下降7.80%；二手房成交量大幅下降，环比下降30.84%，其中一线城市环比下降16.47%，二三线城市环比下降37.55%。

图26: 4大一线城市新房周成交



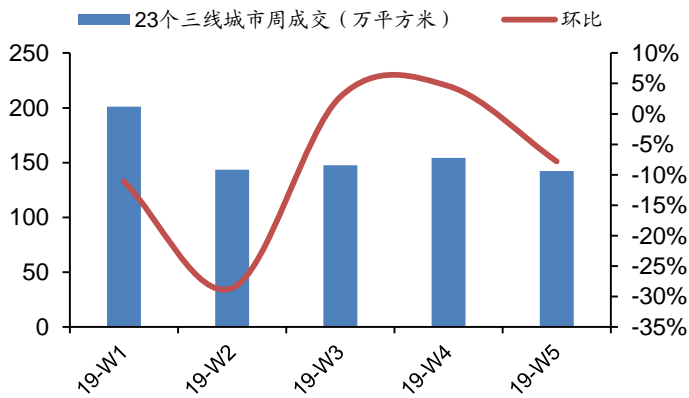
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图27: 13个二线城市新房周成交



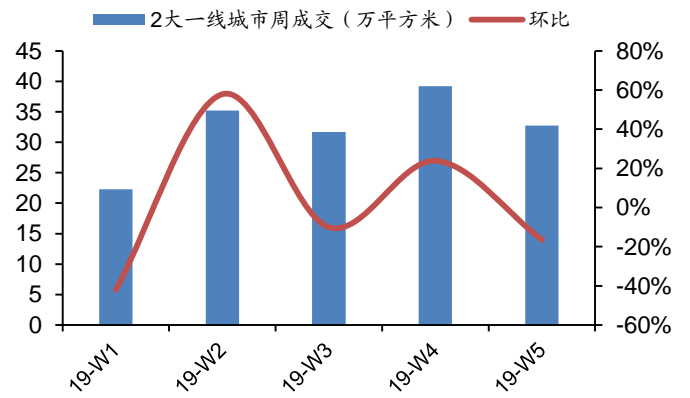
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图28: 23个三线城市新房周成交



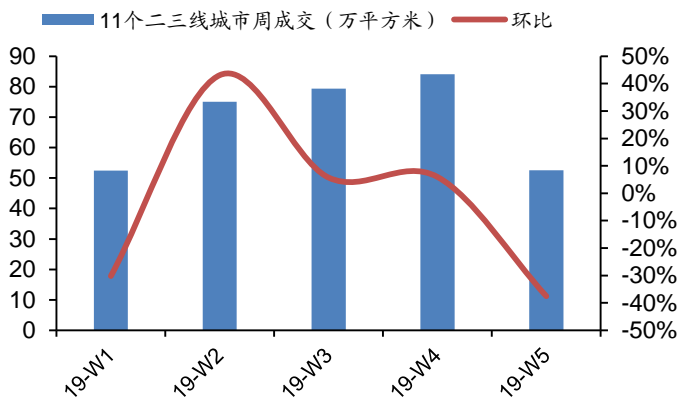
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图29: 2大一线城市二手房周成交



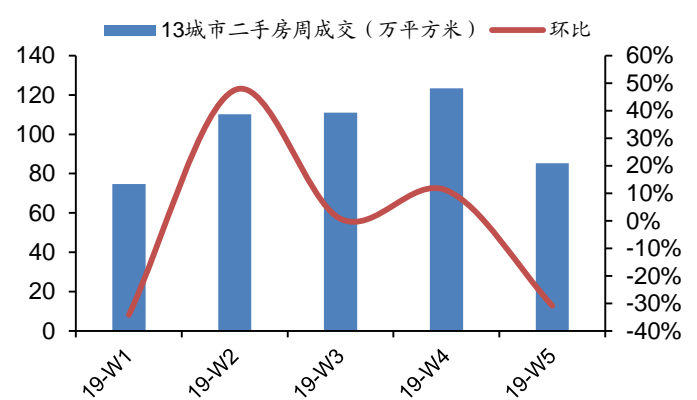
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图30: 11个二三线城市二手房周成交



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图31: 13城市二手房周成交

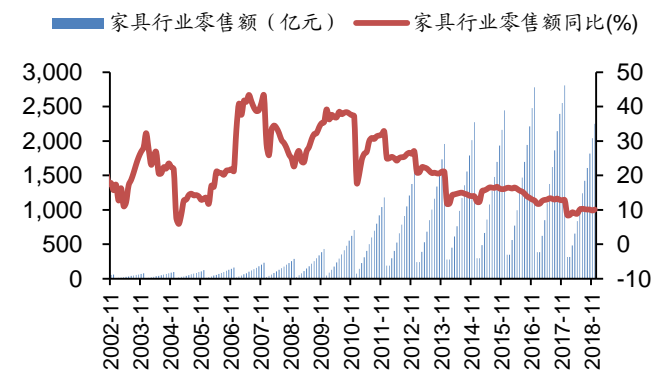


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2.1.3 家具月度数据

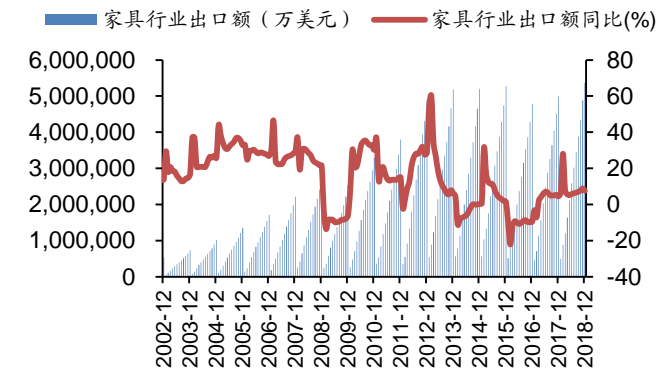
12月家具行业零售大幅上升。根据Wind资讯数据, 12月数据显示, 家具行业零售额累计同比增长10.10%, 出口额累计同比增长7.6%。

图32: 家具行业零售额及同比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

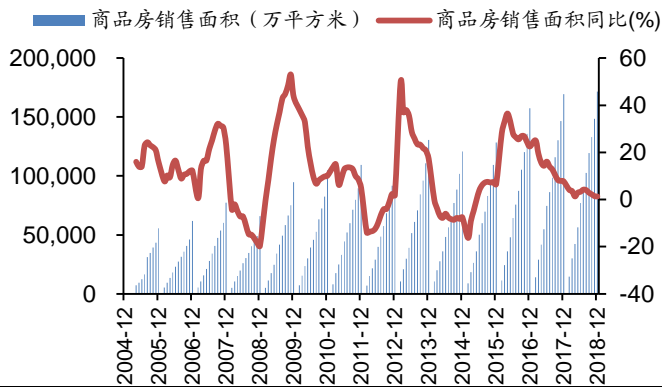
图33: 家具行业出口额及同比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

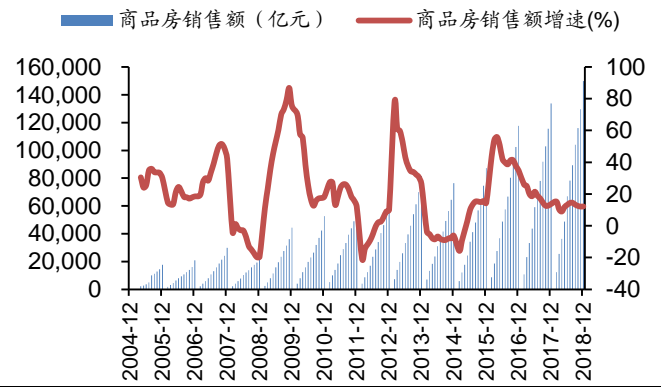
2018年商品房销售面积累计同比增长1.30%。Wind资讯数据显示, 2018年商品房销售面积累计同比增长1.30%, 商品房销售额累计同比增长12.20%, 购置土地面积累计同比增长14.20%, 商品房新开工面积累计同比增长17.20%, 商品房施工面积累计同比增长5.20%, 商品房竣工面积累计同比下降7.80%, 12月单月商品房竣工面积同比增长5.8%。

图34: 商品房销售面积及同比



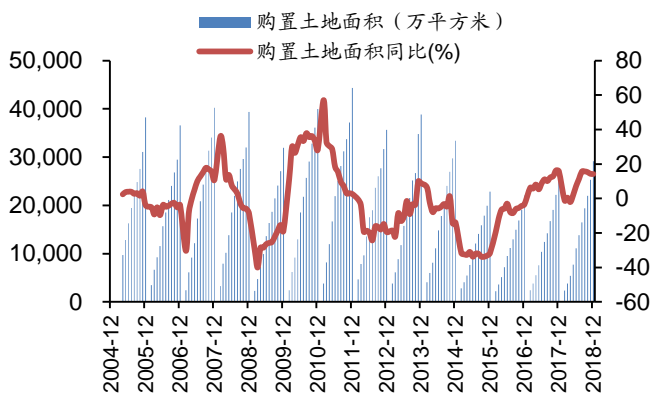
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图35: 商品房销售额及增速



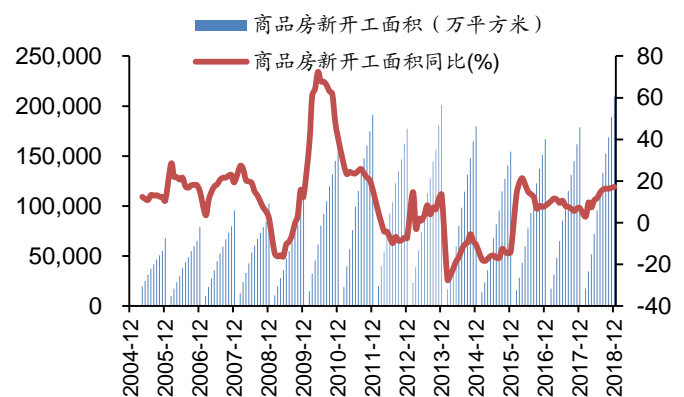
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图36: 购置土地面积及同比



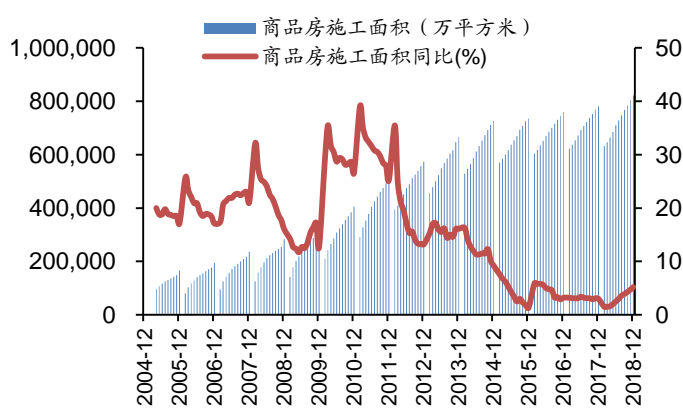
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图37: 商品房新开工面积及同比



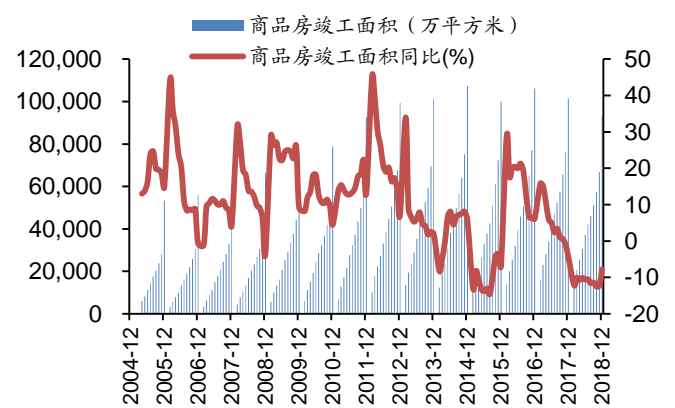
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图38: 商品房施工面积及同比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图39: 商品房竣工面积及同比



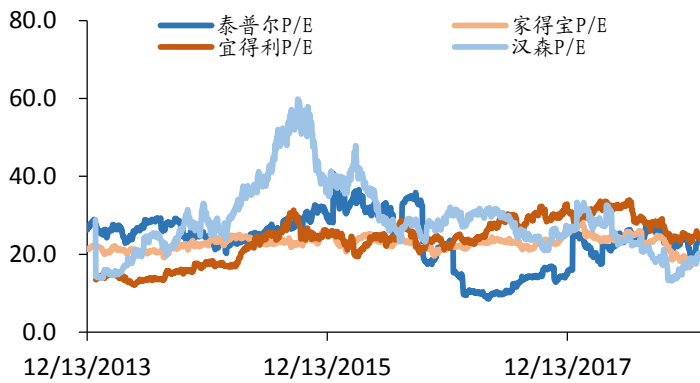
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2.1.4 海内外家具公司估值对比

海内外公司估值对比: 海外公司中, 泰普尔、汉森、宜得利、家得宝的P/E均处于震荡区间, A股家具公司P/E经过历史低位后开始反弹。海外4家公司P/S分化较大, A股家具公司P/S走势趋同。其中, 截止2019年2月8日, 泰普尔PE为25.26, PS为1.08; 家得宝PE为19.91, PS为2.00; 宜得利PE为23.88, PS为

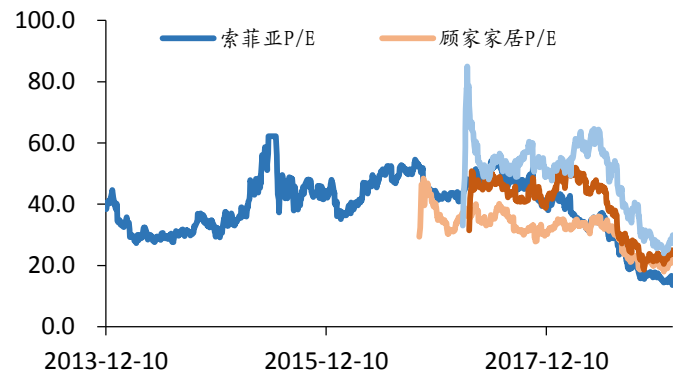
2.60; 汉森PE为19.94, PS为0.66。

图40: 国外家具公司PE



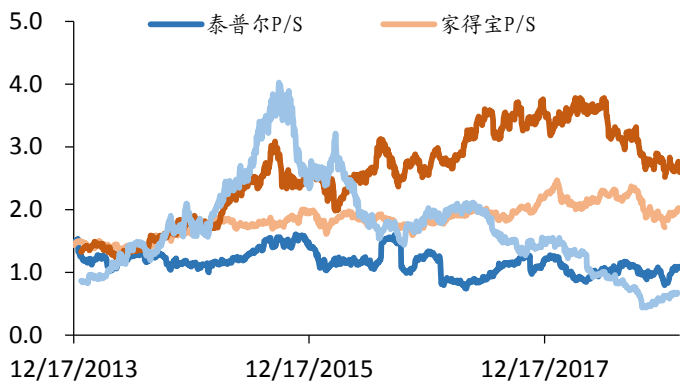
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图41: 国内家具公司PE



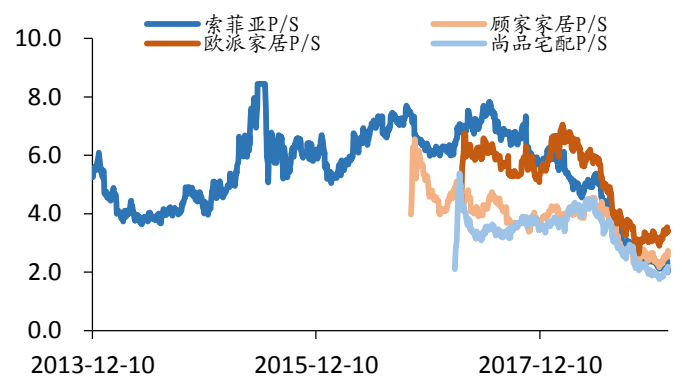
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图42: 国外家具公司PS



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图43: 国内家具公司PS



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2.2 造纸板块: 节前市场交投清淡, 主要纸种价格小幅波动

总体需求情况: 上周(章节内上周均指1月25日至31日)瓦楞及箱板纸价格稳定运行, 纸企出货速度放缓, 因下游纸板厂已停机放假, 仅少数客户有零星采购; 文化印刷纸市场行情盘整为主, 部分纸厂已经停机, 下游业者陆续休市, 供需均较为清淡, 市场成交有限; 生活用纸市场价格延续平稳走势, 上游浆市价格小幅波动, 下游客户备货结束, 纸市报盘大幅减少; 国废黄板纸、国废书本纸、国废报纸价格亦基本维持稳定运行; 纸浆需求方面, 纸厂停机检修计划陆续公布, 原材料采购积极性低。

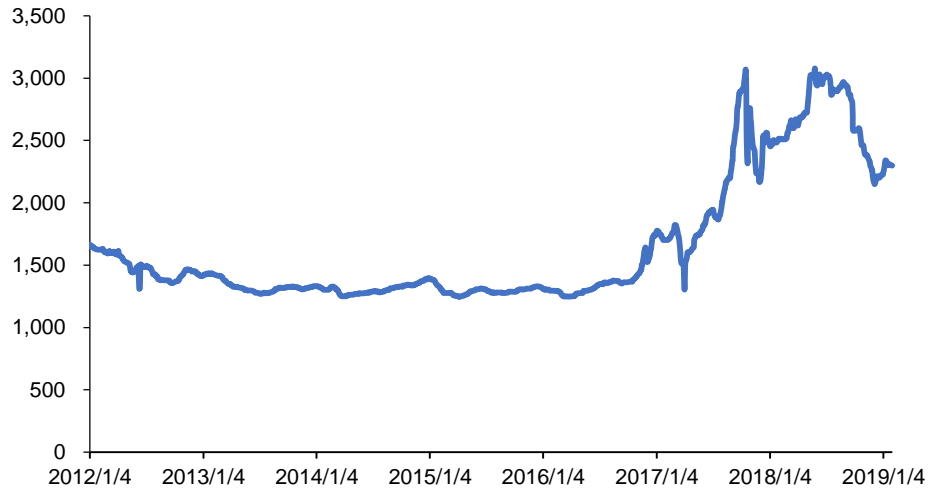
2.2.1 上游价格跟踪

废纸: 上周外废市场整体表现相对低迷, 临近春节假期, 市场观望情绪加重。外废价格继续走低, 根据卓创资讯数据, 目前美废12#成交低于200美元/吨, 日废11#也回落至160美元/吨附近。日废方面, 公开投标数据显示, 2月关东地区再度流标, 主要原因为出口中国价格较低, 而国内需求在增加。随着日废价格下跌, 部分纸企低价采购意愿增强, 周内日废成交有所增加。纸企对美废进口意愿相对较弱, 由于

美废价格偏高，且有25%关税影响，抑制纸企进口意愿。

卓创资讯数据显示，上周国废黄板纸均价为2166元/吨，环比上涨0.37%，同比下跌2.78%；国废书页纸周均价为2303元/吨，环比下跌0.78%，同比下跌20.15%；国废报纸均价为2958元/吨，环比微跌0.17%，同比下跌3.49%。

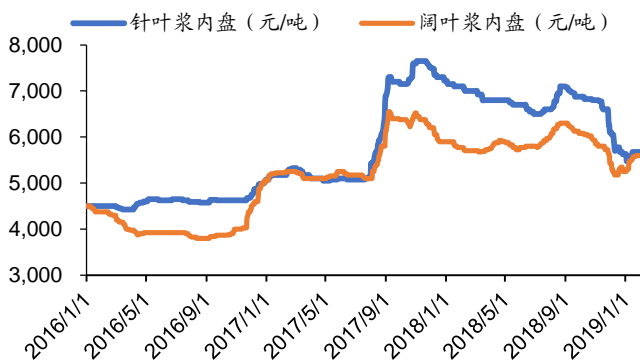
图44：废纸价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

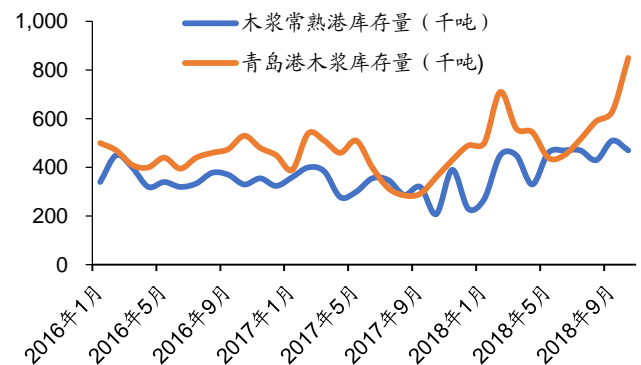
纸浆：卓创资讯数据显示，截至1月31日，进口针叶浆周均价5633元/吨，较上周上升14元/吨，环比上升0.25%；较去年同期下降1416元/吨，同比下降20.09%。进口阔叶浆周均价5479元/吨，较上周上升54元/吨，环比上升1.00%；较去年同期下降384元/吨，同比下降6.55%。进口本色浆周均价6032元/吨，较上周下降6元/吨，环比下降0.10%；较去年同期下降1342元/吨，同比下降18.20%。进口化机浆周均价4603元/吨，较上周下降12元/吨，环比下降0.26%；较去年同期下降333元/吨，同比下降6.75%。

图45：纸浆价格走势（元/吨）



数据来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

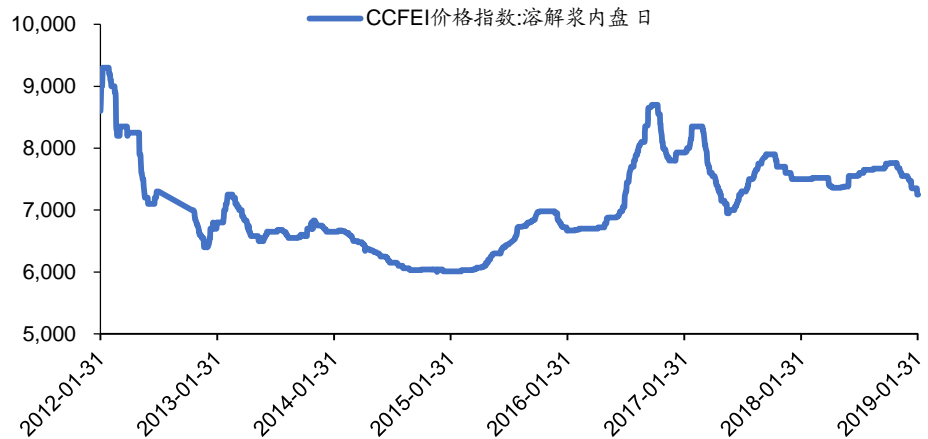
图46：纸浆库港口存量依然维持高位



数据来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

溶解浆: Wind资讯显示, 溶解浆CCFEI价格指数提高, 截至2019年2月1日, 价格为7250元/吨, 同比下跌3.33%。

图47: 溶解浆价格走势图

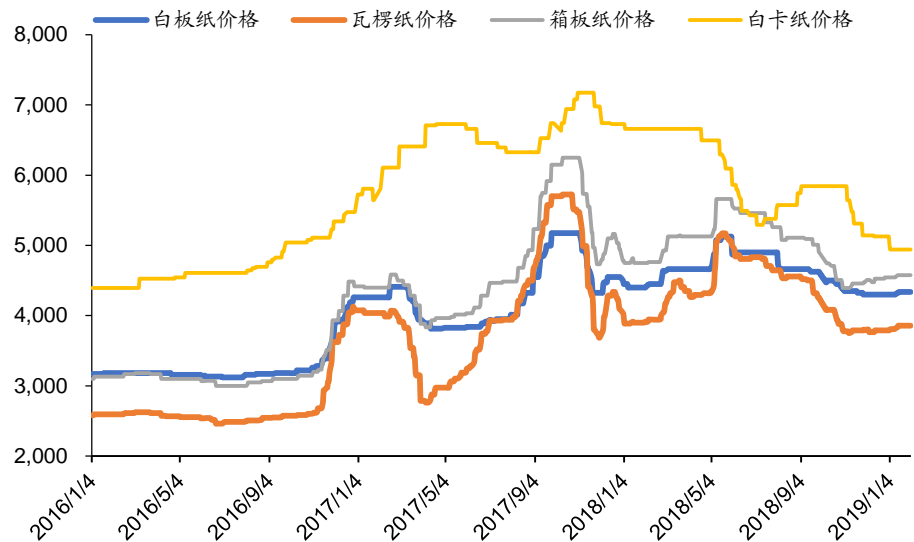


资料来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

2.2.2 主要纸品价格跟踪

包装纸: 卓创资讯数据显示, 上周瓦楞纸市场运行相对平稳。瓦楞纸均价3858元/吨, 较上周同期上涨1元/吨, 环比小幅上涨0.03%, 同比下滑1.15%。从企业价格来看, 因临近春节各纸企调价意愿不强, 上周报盘守稳为主。市场交投气氛转淡, 多数纸企安排停机检修工作, 行业开工趋于下滑。下游包装企业基本放假, 仅个别零星采购。由于物流基本停运, 纸企发货量有限, 目前纸企库存基本处于低位水平, 市场供应无较大压力; 白板纸市场交投基本停滞, 卓创资讯信息显示, 大部分地区纸厂已停机, 仅有天津、江苏、福建、广东等地部分纸厂维持生产至月底, 个别春节无停机计划。截止1月31日, A级250g灰底白板纸含税均价4338元/吨, 环比上涨0.12%, 同比下降2.06%。上周大部分地区纸厂停机检修, 随着下游客户放假, 物流停运等, 白板纸市场交投基本停滞。

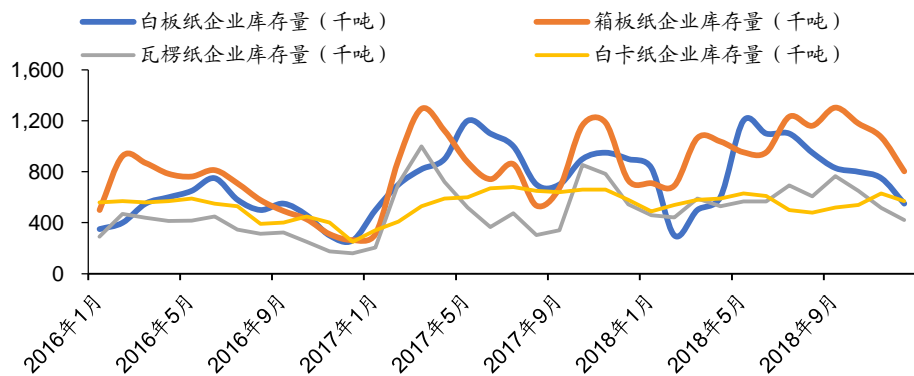
图48: 包装纸价格走势 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

卓创资讯数据显示, 上周包装纸库存量处于相对低位, 截止2018年12月, 白板纸企业库存量550.00千吨, 箱板纸企业库存量803.68千吨, 瓦楞纸企业库存量421.58千吨, 白卡纸企业库存量570.00千吨。

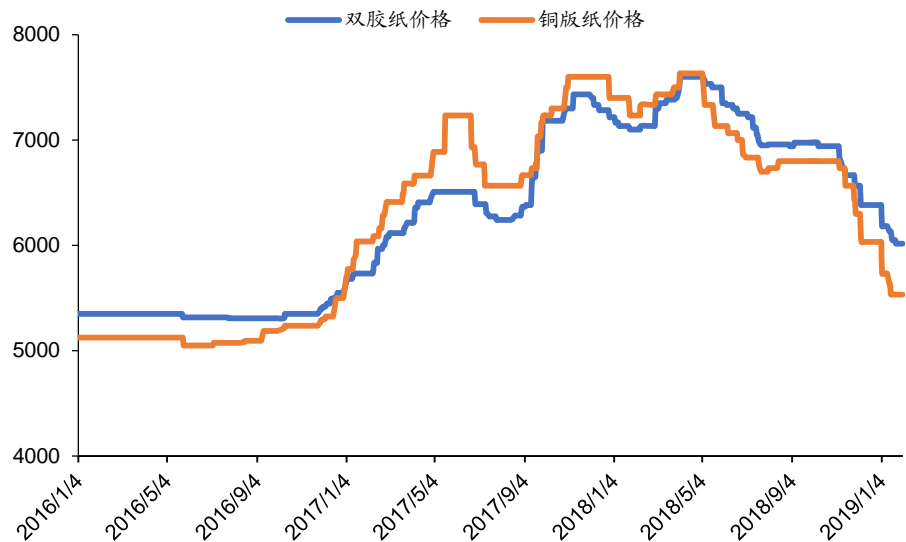
图49: 包装纸库存量 (千吨)



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

文化纸: 上周部分纸种环比下浮下调价格。卓创资讯显示, 铜版纸均价为5475元/吨, 环比持平, 较去年同期下降23.16%; 双胶纸均价为5833元/吨, 环比持平, 较去年同期下降18.61%; 新闻纸均价为6100元/吨, 环比持平; 复印纸均价为5500元/吨, 环比下调2.65%; 轻型纸均价为6100元/吨, 环比持平; 书写纸均价为5400元/吨, 环比下调0.73%。

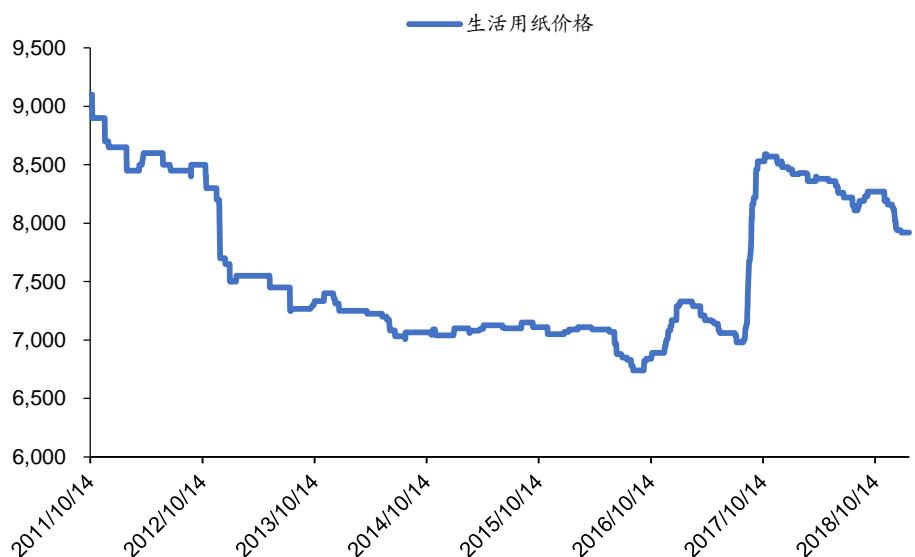
图50: 主要文化纸价格走势 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

生活用纸: 上周生活用纸市场价格延续平稳走势, 上游原材料价格相对平稳, 下游客户备货结束, 纸市报盘大幅减少。山东地区喷浆木浆大轴厂提未税主流报价7400元/吨; 河北地区喷浆木浆大轴厂提未税主流报价7150元/吨; 广西地区甘蔗浆大轴厂提含税主流成交价格6550元/吨; 川内本色竹浆大轴厂提含税主流成交价格7650元/吨。上周各地区报价均与上周持平。据卓创资讯监测数据显示, 上周生活用纸均价7188元/吨, 与上周持平; 同比下降587元/吨, 跌幅7.55%。

图51: 生活用纸价格走势 (元/吨)



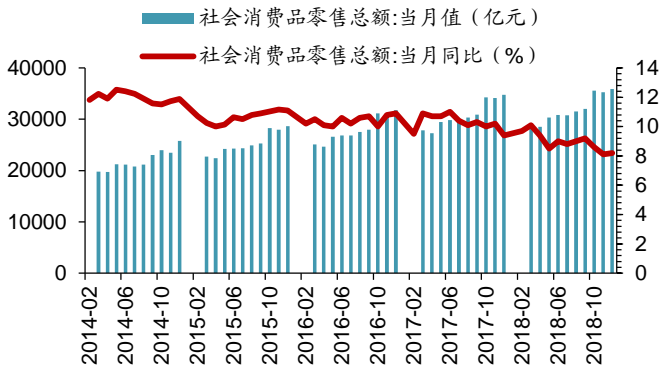
资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

2.3 包装文娱板块：白酒、3C 包装需求同比下滑较多，家电包装需求旺盛

2.3.1 下游需求跟踪

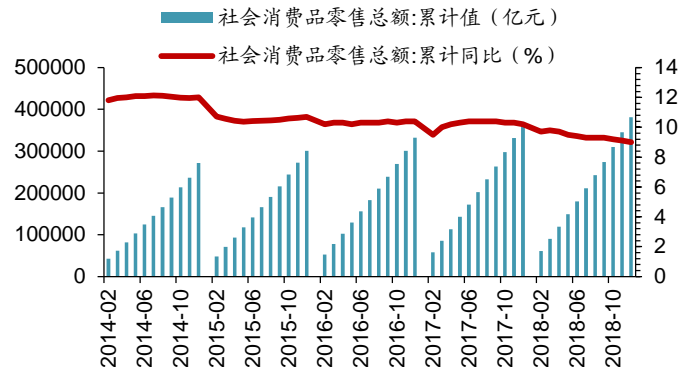
总体需求情况：根据国家统计局数据，2018年12月社会零售总额35893.5亿元，同比增长8.2%，前值35259.7亿元；2018年全年社会零售总额380986.9亿元，同比增长9.0%，前值366261.6亿元。

图52：社会零售总额：当月值



数据来源：Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

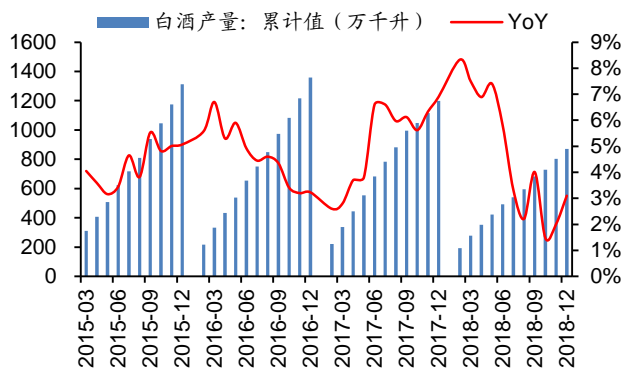
图53：社会零售总额：累计值



数据来源：Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

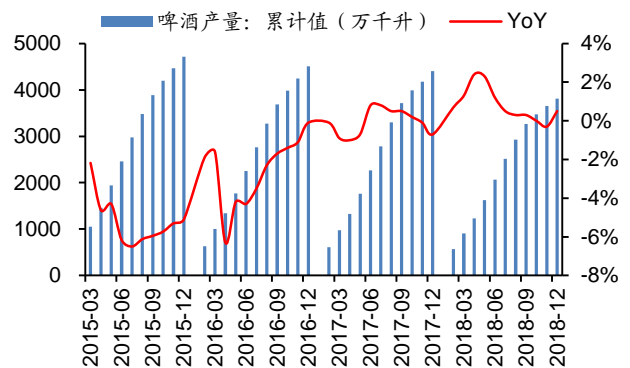
食品饮料-烟酒：根据国家统计局数据，白酒、啤酒产量大幅下滑。2018年12月，白酒当月产量为68.97万千升，环比下滑7.22%，同比下滑17.03%；啤酒当月产量为160.1万千升，环比下滑9.9%，同比下滑29.19%；软饮料当月产量为1273.2万千升，环比增长38.54%，同比增长26.15%。

图54：白酒产量



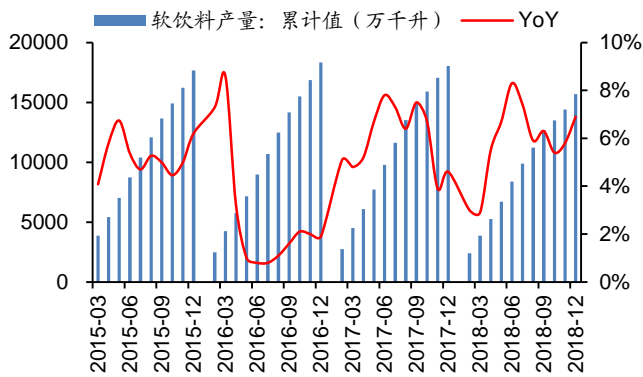
数据来源：Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图55：啤酒产量



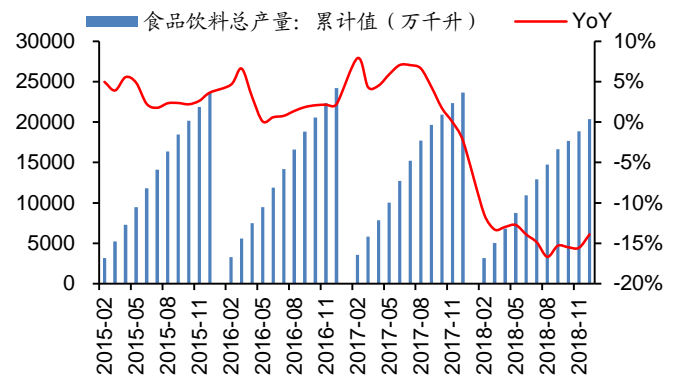
数据来源：Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图56: 软饮料产量



数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

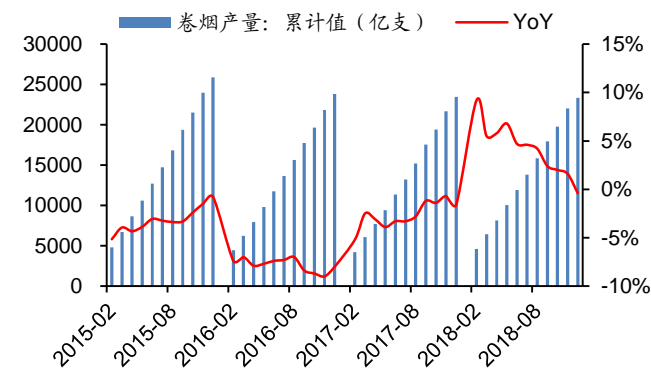
图57: 食品饮料总产量 (白酒+啤酒+软饮料)



数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

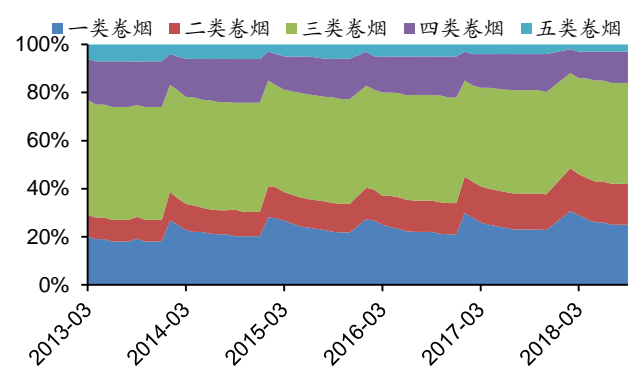
烟草需求结构跟踪: 烟草去库存卓有成效，景气复苏、中高端化趋势持续。根据烟草专卖局、烟草在线数据，2018年12月，烟草当月产量2228亿支，环比增长22.10%，同比下跌1.65%。2018年9月，单箱烟草销售收入为32.3千元，环比增长4.92%；烟草销售以三类以上卷烟为主，一二类卷烟销量占比保持稳定，延续销售中高端化趋势。2018年9月，卷烟工商库存415.4万箱，环比下跌2.28%，下跌趋势有所收窄；卷烟商业库存234.6万箱，环比上涨5.57%。

图58: 烟草产量



数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

图59: 烟草销量结构占比



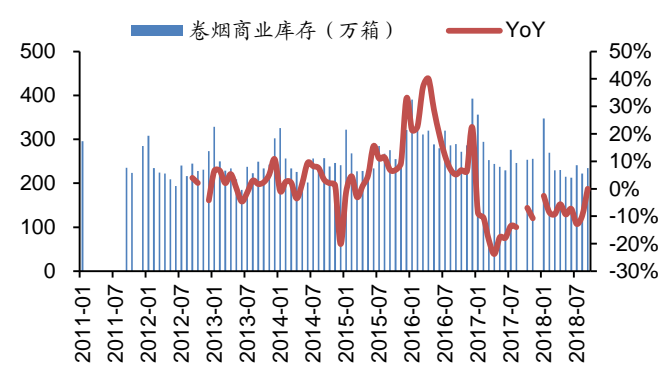
数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

图60: 卷烟工商库存



数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

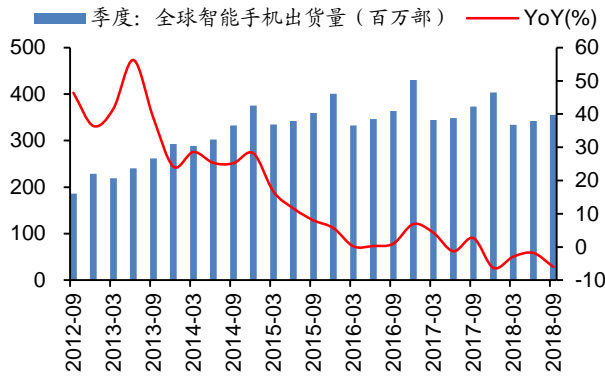
图61: 卷烟商业库存



数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

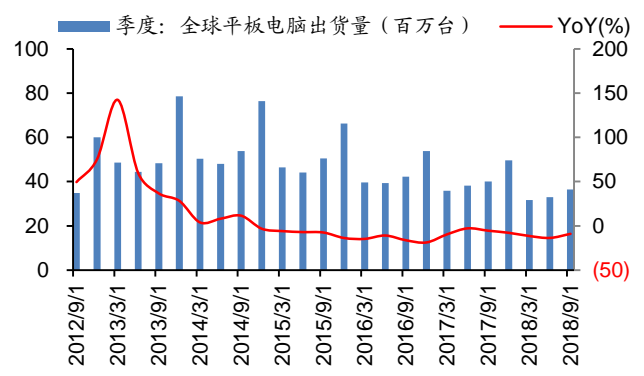
消费电子：3C出货量同比下跌趋势未改。根据Wind数据，2018Q4全球智能手机产量为375.4百万部，同比下滑4.9%；2018Q3平板电脑产量为36.4百万部，同比下滑9.0%；2018Q4 PC产量为68.13百万部，同比下滑3%。

图62：消费电子—智能手机



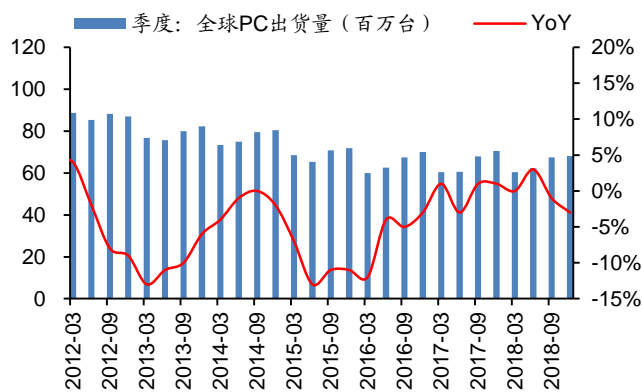
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图63：消费电子—平板电脑



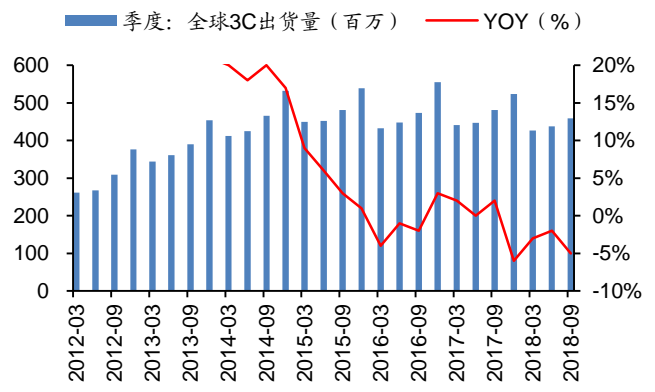
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图64：消费电子—PC



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

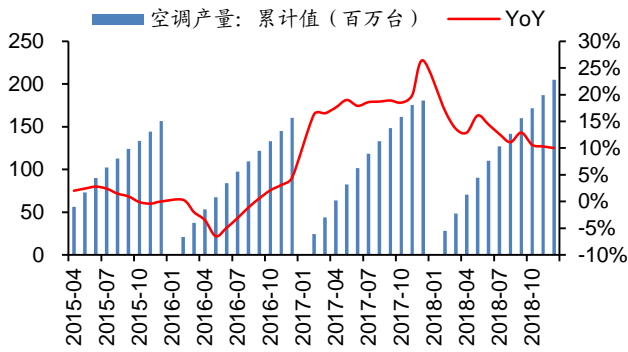
图65：消费电子总出货量—3C



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

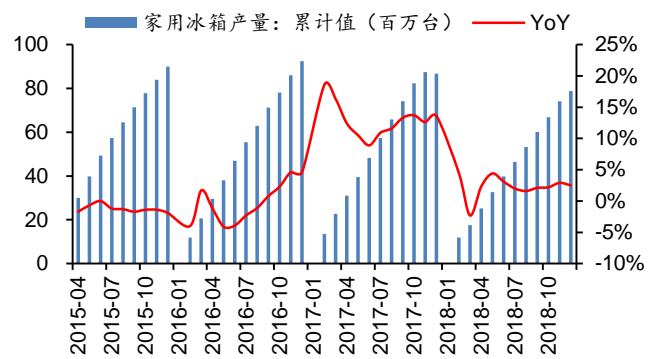
家电：彩电、冰箱、空调2018年全年产量均同比增长良好。根据国家统计局数据，截止2018年12月，我国彩电产量累计值为203.82百万台，同比增长14.6%；家用冰箱产量累计值为78.77百万台，同比增长2.5%；家用空调产量累计值为204.86百万台，同比增长10.0%。

图66: 家电—空调产量



数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图67: 家电—家用冰箱产量

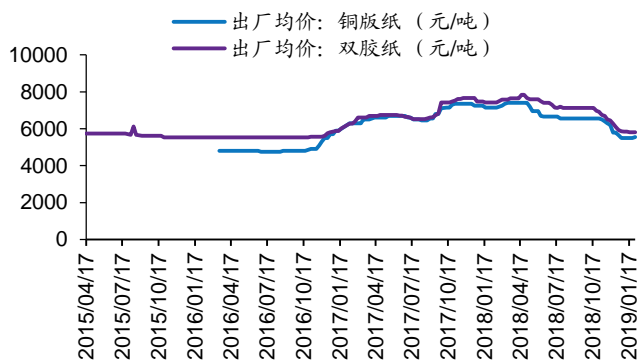


数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

2.3.2上游原材料价格跟踪

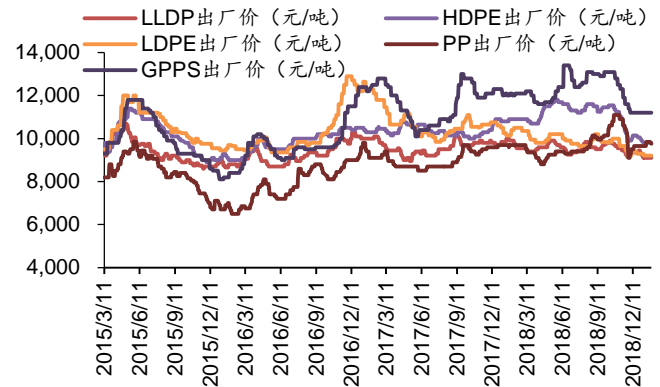
原材料价格: 春节前几周各类原材料价格维持稳定。根据纸业联讯2月1日最新数据,从价格周环比波动上看,白卡纸、双胶纸、瓦楞纸、箱板纸均维持不变。其中,白卡4916.00元/吨,较上周维持不变;双胶纸5812.50元/吨,较上周维持不变;瓦楞纸3435.00元/吨,较上周维持不变;箱板纸4300.00元/吨,较上周维持不变。根据中塑资讯数据,塑料原材料价格基本维持稳定,略有下调。

图68: 包装原材料价格——纸类



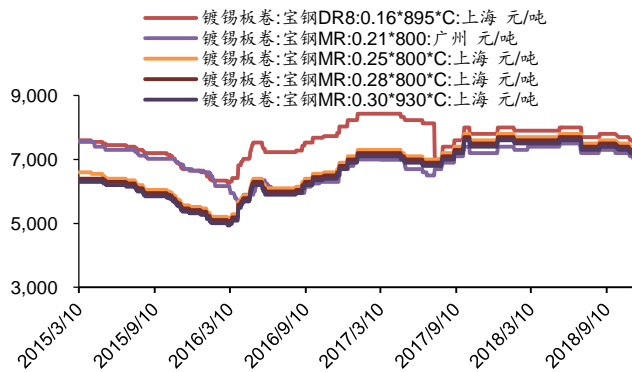
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图69: 包装原材料价格——塑料



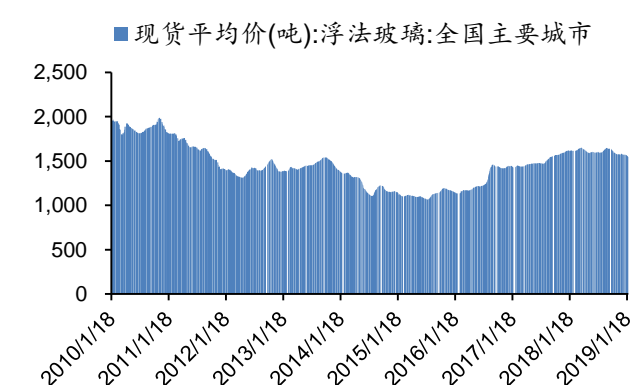
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图70: 包装原材料价格——金属(镀锡板卷)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图71: 包装原材料价格——玻璃

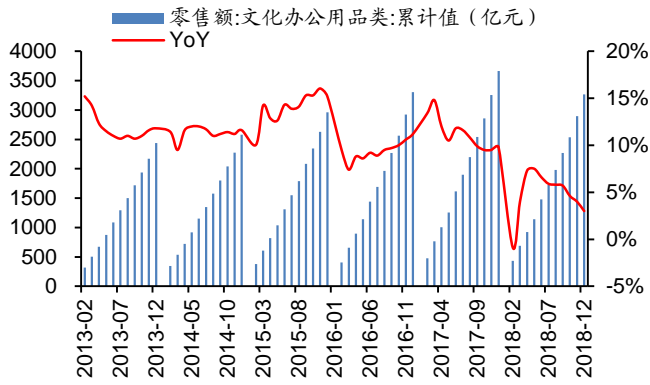


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2.3.3 文娱板块

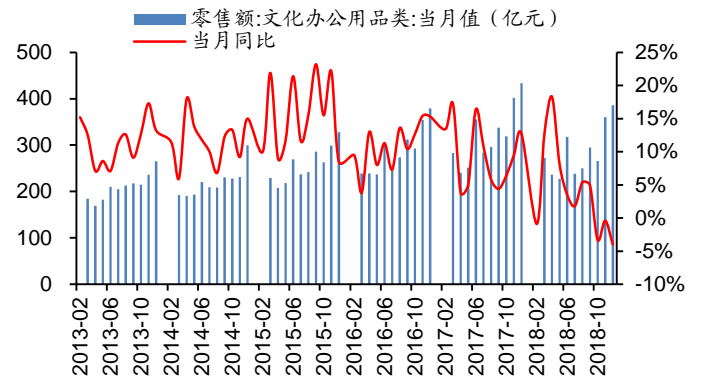
根据国家统计局数据，2018年12月文具办公用品零售额385.70亿元，环比增长7%，同比下跌4.0%；前12个月累计零售额3264.10亿元，累计同比增长3.0%。

图72: 文具办公用品零售额累计值



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图73: 文具办公用品零售额单月值



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

三、板块资本运作

表5: 公司股份回购

代码	简称	公告日期	进度	预计回购数量 (万股)	预计回购数量/ 总股本	已回购股数 (百万股)	已回购数量/预 计回购数量	回购目的
603226.SH	菲林格尔	2019/1/31	完成	1.37	0.01%	1.37	100.00%	股权激励注销
603058.SH	永吉股份	2019/2/1	实施	—	—	214.35	—	—
603385.SH	惠达卫浴	2019/2/1	尚未实施	—	—	0.00	0.00%	—
002014.SZ	永新股份	2019/2/1	实施	—	—	435.00	—	—
002301.SZ	齐心集团	2019/2/1	实施	—	—	1180.24	—	—
002191.SZ	劲嘉股份	2019/2/1	实施	—	—	2996.39	—	—
002240.SZ	威华股份	2019/2/1	实施	—	—	433.14	—	—
002572.SZ	索菲亚	2019/2/1	实施	—	—	1088.20	—	—
600337.SH	美克家居	2019/2/2	实施	—	—	6365.67	—	—
603898.SH	好莱客	2019/2/2	实施	—	—	503.15	—	—
002084.SZ	海鸥住工	2019/2/2	实施	—	—	1069.63	—	—
002599.SZ	盛通股份	2019/2/2	实施	—	—	827.46	—	—
002751.SZ	易尚展示	2019/2/2	实施	125.00	3.23%	64.80	43.20%	—
002831.SZ	裕同科技	2019/2/2	实施	—	—	243.62	—	—

数据来源: Wind、各公司公告整理、广发证券发展研究中心

表6: 公司股权质押

公司名称	公告日期	股东名称	是否为第一大 股东/一致行动 人	质押股数 (百万股)	质押到期日	质权人	本次质押占持 股比例	备注
山鹰纸业	2019/1/28	泰盛实业	是	63.00	2020/1/24	平安证券	1.37%	该比例为质押 占总股本比例
	2019/1/28	泰盛实业	是	218.00	2020/1/29	平安证券	4.76%	该比例为质押 占总股本比例
翔港科技	2019/1/30	董建军	是	0.95	—	国金证券	0.94%	该比例为质押 占总股本比例
岳阳林纸	2019/1/30	泰格林纸	是	90.00	2020/1/15	国开证券	6.44%	该比例为质押 占总股本比例
爱迪尔	2019/1/30	苏清香	是	0.66	质押到期日	长江证券	9.40%	—
	2019/1/30	狄爱玲	是	16.80	2019/4/24	首创证券	55.32%	质押展期
四通股份	2019/1/31	李维香	否	2.93	—	广州证券	1.10%	该比例为质押 占总股本比例
	2019/2/1	蔡镇通	是	1.20	—	陆熙投资、金 控汇银投资	0.45%	该比例为质押 占总股本比例
集友股份	2019/2/1	徐善水	是	27.92	2020/1/29	浙商证券	14.66%	该比例为质押 占总股本比例

鸿博股份	2019/2/1	章棉桃	一致行动人	1.95	2019/7/15	平安银行	67.08%	质押展期
英联股份	2019/2/2	翁伟武	是	0.80	2020/2/14	海通证券	1.38%	---

数据来源: Wind、各公司公告整理、广发证券发展研究中心

表7: 公司股权解除质押

公司名称	公告日期	股东名称	是否为第一大 股东/一致行动 人	质押股数 (百万股)	解除质押日期	质权人	本次质押占持 股比例	备注
山鹰纸业	2019/1/28	泰盛实业	是	48.26	---	中信证券	1.05%	该比例为质押 占总股本比例
	2019/1/30	泰盛实业	是	238.00	---	万向信托	5.19%	该比例为质押 占总股本比例
集友股份	2019/1/29	徐善水	是	17.50	---	华金证券	9.19%	该比例为质押 占总股本比例
瑞贝卡	2019/1/31	河南瑞贝卡	是	52.80	---	中原证券	4.66%	该比例为质押 占总股本比例
美克家居	2019/2/1	美克集团	是	165.00	2019/1/31	海通证券	25.24%	---
大亚圣象	2019/2/1	大亚集团	是	20.36	2019/1/30	中诚信托	8.01%	---

数据来源: Wind、各公司公告整理、广发证券发展研究中心

表8: 公司对外投资

公司名称	公告日期	合作方	投资标的	投资标的经营 范围	总投资额 (百万元)	公司出资 (百万元)	出资比例	公司出资方式
哈尔斯	2019/1/28	---	浙江哈尔斯销 售有限公司	批发、零售不 锈钢制品、电 器等; 货物进 出口	50.00	50.00	100%	自有资金
浙江众成	2019/1/30	---	Zhongcheng USA	生产、加工、 销售各类塑 料薄膜制品	\$3	\$3	100%	自有资金
索菲亚	2019/1/30	---	中山保富	研发、设计、 生产、维修及 安装集成家具 等	33.97	33.97	100%	自有资金
爱迪尔	2019/1/31	---	深圳市爱迪尔 首饰有限公司	首饰、饰品购 销	---	---	100%	自有资金
英联股份	2019/2/1	冯峰	扬州市英联金 属科技有限公 司	制造、加工五 金制品; 销售 金属材料, 塑 料原料	200.00	150.00	75%	---

	2019/2/1	---	英联股份饮料 易开盖项目	---	558.00	558.00	100%	自筹资金
美盈森	2019/2/2	---	印度美盈森 环保包装纸制 品的设计、生 产和销售		\$50	\$50	100%	自筹资金

数据来源: Wind、各公司公告整理、广发证券发展研究中心

表9: 公司中止对外投资

公司名称	公告日期	中止投资标的	投资标的经营范围	投资金额 (百万元)	中止原因	中止影响
凯恩股份	2019/1/29	青岛乾运	开发、生产、销售电 子元器件及传感器	340.00	公司控股股东股份冻 结等因素, 谨慎性原 则	无重大影响

数据来源: Wind、各公司公告整理、广发证券发展研究中心

表10: 公司公告增、减持进度

公司名称	公告日期	方案进度	变动方向	股东名称	股东身份	变动起止时间	变动数量 (万股)	变动数量占总 股本比例
华源控股	2019/1/28	尚未开始	减持	苏州国发融富	一致行动人	自本公告之日 起3个交易日 后的12个月内	0.00	0.00%
	2019/1/28	尚未开始	减持	吴江东方国发	一致行动人	自本公告之日 起3个交易日 后的12个月内	0.00	0.00%
邦宝益智	2019/2/1	未完成	减持	中楷创投	5%以上非第一 大股东	2019/1/4- 2019/1/31	212.70	1.00%
安妮股份	2019/2/2	尚未开始	减持	杨超	持股5%以上 股东兼董事	---	0.00	0.00%

数据来源: Wind、各公司公告整理、广发证券发展研究中心

表11: 公司公告股权激励方案

公司名称	公告日期	授予数量 (万股)	占公司总比例	授予对象	授予价格	股权激励成就条件
曲美家居	2019/1/31	415.40	0.85%	董事、高 管、技术 骨干	3.42	以2018年公司国内主体营业收入及经营性净利 润为基数, 2019-2021年公司国内主体营业收 入增长率分别不低于15%、30%、45%; 且公 司国内主体经营性净利润增长率分别不低于 15%、30%、45%。

数据来源: Wind、各公司公告整理、广发证券发展研究中心

风险提示

数据跟踪：相关渠道披露的数据存在滞后性。

家居板块：房地产行业政策调控力度加大；重点城市供给改善不及预期；三四线成交热度快速下行；库存累积快于预期；房企融资持续收紧；地产历史经验与实际情况出现背离；家具行业竞争压力加大；多元渠道拓展低于预期；公司投资并购事项受阻；收购承诺利润可能不达预期；原材料价格上涨影响盈利水平；产能投放不及预期；同业竞争风险加剧。

造纸板块：经济波动影响导致下游需求增速不及预期，社会库存增加。造纸行业供给端新增产能超预期释放，中小产能淘汰过程受到经济增速下行影响力度下降，小产能复产导致供需面恶化，产能出清受阻。原材料木浆及废纸价格持续高位导致行业盈利能力回落，纸浆期货上市初期原材料价格受到金融属性影响波动加剧。原材料废纸政策加速海外进口废纸下降，固废供需失衡。贸易纠纷导致海外出口不确定性增加，影响随出口品出口的包装用纸需求。海外进口成品纸波动影响。工业用纸企业新产能投放爬坡期盈利波动大，新产能海外扩张受政策、管理等方面制约；消费用纸方面：新产品推广不及预期，渠道拓展不及预期。

包装及文娱：文具行业格局变化，市场竞争加剧；原材料价格上涨影响产品毛利率；行业头部企业布局的精品文创业务、办公物资业务拓展不达预期。包装行业落后产能淘汰速度不及预期；原材料价格持续维持高位，或反弹上涨，导致包装企业净利润水平再次被压缩；烟包装、酒包装、食品饮料包装、医药包装、化妆品奢侈品包装等领域，客户依赖过往的供应体系，导致行业头部企业多元化拓展不及预期。

表12: 相关可比公司估值表

股票代码	公司简称	单位	当前股价		EPS (元)			PE		
			(2019/2/12)	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
002303.SZ	美盈森	人民币	4.51	0.23	0.28	0.36	20	16	13	
03331.HK	维达国际	港元	15.82	0.53	0.54	0.68	30	29	23	
01044.HK	恒安国际	港元	63.25	3.15	3.20	3.43	20	20	18	
IP.N	国际纸业	美元	45.62	5.13	4.85	5.25	9	9	9	
WRK.N	WestRock	美元	37.67	2.77	7.34	4.26	14	5	9	
PKG.N	美国包装公司	美元	93.92	7.07	7.80	8.37	13	12	11	

数据来源：Wind、Bloomberg、广发证券发展研究中心

注：表中 A 股标的的盈利预测均来自 Wind 一致预测，港股、美股标的的盈利预测来自 Bloomberg 一致预测

广发造纸轻工行业研究小组

- 赵中平：首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 汪达：分析师，吉林大学金融学硕士、管理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 陆逸：联系人，亚利桑那州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。
- 徐成：联系人，南京大学管理学学士，北京大学管理学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路183号大都会广场5楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券在过去 12 个月内与好莱客(603898)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。