

定制家具行业

首战即决战，定制家具 315 促销的背后

行业评级

买入

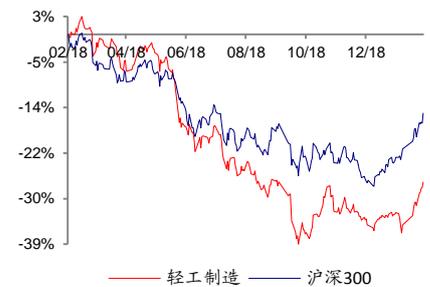
前次评级

买入

报告日期

2019-02-24

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: 烟草专题:全球视野观察, 下行周期具韧性, 成长节奏看创新 2019-02-18

定制家具行业:新时代需新体系, 拐点孕育新机遇 2019-02-13

轻工制造行业:追本溯源, 寻生活用纸龙头竞争壁垒与天花板 2019-01-27

轻工制造行业:追本溯源, 寻生活用纸龙头竞争壁垒与天花板

联系人:

陆逸 021-60750604

gfluyi@gf.com.cn

联系人:

徐成 0755-29953620

xucheng@gf.com.cn

核心观点:

● “315 大促”即将上线，定制家具首战即决战的激烈竞争背后是什么

本周周报梳理并展望定制家具 315 大促并分析其影响。定制家具公司开始筹备的“315”大促相比去年有三大不同：(1) 春节时间晚，蓄客时间长；(2) 战略调整期，营销力度大；(3) 套餐拓范围，品类有延伸；预计 315 大促首战即决战的紧张氛围将常态化，建议投资者从管理体系调整，营销费用投放准确度与供应链品控跟踪。关于定制家具新跟踪体系研究建议阅读前期周报《定制家具：新时代需新体系，拐点孕育新机遇》

近期行业观点：配置盈利逆周期且具备创新空间的电子烟产业链（劲嘉股份等）、文具龙头企业，关注竣工面积增速持续回暖带动家具板块整体估值反弹的机遇，包装龙头（裕同科技，合兴包装）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，五金周度价格起伏不一；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 10.14%，A 股家具公司中，索菲亚、尚品宅配 P/E 有明显上升，顾家家居、欧派家居 P/E 小幅来回震荡。

造纸：主要纸种价格均有所上调，外盘木浆 3 月报价上涨。原材料方面，已公布针叶浆、阔叶浆厂商外盘 3 月报涨 30 美元/吨，部分品种国内木浆报价小幅提涨 50-100 元/吨，港口木浆库存仍处于高位。春节后下游需求行业逐步复工，市场交投活跃度提升，成品纸企发布涨价函对冲原材料木浆价格上涨影响，下游文化纸、白卡纸、生活用纸涨价函陆续发出。

包装及文娱：春节后部分纸包原材料价格有所回升。从价格周环比波动上看，牛卡纸、白卡纸、双胶纸、箱板纸相对春节前均维持不变；瓦楞纸 3447.50 元/吨，环比增长 0.36%；铜版纸 5552.94 元/吨，环比增长 0.96%。

● 资本运作跟踪

近两周（1.28—2.10）轻工板块内金牌橱柜等三家公司公告股份回购情况，太阳纸业、惠达卫浴等三家公司完成股份回购计划，中顺洁柔、志邦家居等高管、股东完成减持。

● 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。

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(元)	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/2/22	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
劲嘉股份	002191.SZ	买入	人民币	10.01	10.03	0.49	0.58	20.6	17.4	21.1	16.3	10.80%	12.10%
裕同科技	002831.SZ	买入	人民币	51.60	-	2.26	2.74	22.8	18.8	24.7	19.8	15.30%	15.70%
晨光文具	603899.SH	买入	人民币	30.96	-	0.88	1.12	35.2	27.6	26.4	20.2	24.00%	24.80%
中顺洁柔	002511.SZ	买入	人民币	7.73	-	0.34	0.43	22.7	18.0	11.6	9.8	12.80%	13.70%
好太太	603848.SH	增持	人民币	17.05	-	0.73	0.86	23.45	19.87	20.04	15.50	21.10%	21.00%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

目录索引

一、定制家具“315”大促首战即决战，后续影响几何	6
二、行业数据跟踪.....	11
2.1 家居板块：木材价格下跌，周度商品房销售回暖	11
2.2 造纸板块：主要纸种价格均有所上调，外盘木浆3月报价上涨.....	16
2.3 包装文娱板块：部分纸包原材料价格有所回升	20
三、板块资本运作.....	26
风险提示	29

图表索引

图 1: 2018 年春节放假时间表.....	6
图 2: 2019 年春节放假时间表.....	6
图 3: 定制家具公司 2017 年 Q1-Q4 收入占比 (%)	7
图 4: 定制家具公司 2017 年 2017Q1-Q4 利润占比 (%)	7
图 5: 美的集团 2013-2017 年销售+管理费用率 (%)	10
图 6: 定制家具公司 2014-2017 年销售+管理费用率(%).....	10
图 7: 索菲亚各层级城市收入占比 (%)	10
图 10: 中纤板价格指数	11
图 11: 刨花板价格指数	11
图 12: 细木工板价格指数.....	12
图 13: 指接板价格指数	12
图 14: 五金材料价格指数.....	12
图 15: 五金零部件价格指数.....	12
图 17: 4 大一线城市周成交.....	13
图 18: 13 个二线城市周成交.....	13
图 19: 23 个三线城市周成交.....	13
图 20: 2 大一线城市周成交.....	13
图 21: 11 个二三线城市周成交	13
图 22: 13 城市二手房周成交.....	13
图 23: 家具行业零售额及同比	14
图 24: 家具行业出口额及同比	14
图 25: 商品房销售面积及同比	14
图 26: 商品房销售额及增速.....	14
图 27: 购置土地面积及同比.....	14
图 28: 商品房新开工面积及同比.....	14
图 29: 商品房施工面积及同比	15
图 30: 商品房竣工面积及同比	15
图 31: 国外家具公司 PE (TTM) (单位: 倍)	15
图 32: 国内家具公司 PE (TTM) (单位: 倍)	15
图 33: 国外家具公司 PS (TTM) (单位: 倍)	16
图 34: 国内家具公司 PS (TTM) (单位: 倍)	16
图 35: 国废价格走势 (元/吨)	17
图 36: 纸浆价格走势 (元/吨)	17
图 37: 纸浆库存量	17
图 38: 溶解浆价格走势 (元/吨)	18
图 39: 包装纸价格走势 (元/吨)	19
图 40: 包装纸库存量 (千吨)	19
图 41: 主要文化纸价格走势 (元/吨)	20
图 42: 生活用纸价格走势 (元/吨)	20

图 43: 社会零售总额: 当月值	21
图 44: 社会零售总额: 累计值	21
图 45: 白酒产量	21
图 46: 啤酒产量	21
图 47: 软饮料产量	21
图 48: 食品饮料总产量 (白酒+啤酒+软饮料)	21
图 49: 烟草产量	22
图 50: 烟草销量结构占比	22
图 51: 卷烟工商库存	22
图 52: 卷烟商业库存	22
图 53: 消费电子—智能手机	23
图 54: 消费电子—平板电脑	23
图 55: 消费电子—PC	23
图 56: 消费电子总出货量—3C	23
图 57: 家电—空调产量	23
图 58: 家电—家用冰箱产量	23
图 59: 包装原材料价格—纸类	24
图 60: 包装原材料价格—塑料	24
图 61: 包装原材料价格—金属 (镀锡板卷)	24
图 62: 包装原材料价格—玻璃	24
图 63: 文具办公用品零售额累计值	25
图 64: 文具办公用品零售额单月值	25

表 1: 欧派家居部分 2018 年 3 月相比 2017 年 11 月部分橱柜套餐有小幅提价	7
表 2: 2018 年 3 月定制家具公司主流促销套餐	8
表 3: 2019 年 315 期间定制家具公司主流促销套餐	8
表 4: 三四线城市与一二线城市消费倾向不同	10
表 5: 公司股份回购	26
表 6: 公司终止回购	26
表 7: 公司股权质押	26
表 8: 公司股权解除质押	27
表 9: 公司对外投资	27
表 10: 公司公告增、减持进度	27
表 11: 相关可比公司估值表	29

一、定制家具“315”大促首战即决战，后续影响几何

315大促接单基本决定定制家具公司Q1至Q2初的收入，也直接影响公司士气和战略开展，在流量下滑背景下催生了“首战即决战”的紧张氛围。定制家具公司在为期1-2周开年红活动后陆续开始筹备“315”大促，即围绕3月份开展多层次的促销活动以获取订单，今年315活动对于定制家具的重要性要高于去年，核心在于以下几点不同：

(1) 春节时间早，蓄客时间长：2018年春节后正式上班时间约为2月26日，Q1订单更多在1月份，315活动对Q1订单影响约为半个多月并不显著；而2019年春节后的上班日为2月11日，较多企业从2月18日-2月22日开始即开始实施已制定好的营销方案，对订单影响时间可能长达1个月到1个半月，活动实施效果对最终Q1业绩影响的重要性大幅提升

图 1：2018 年春节放假时间表

2018年 二月						
日	一	二	三	四	五	六
				1	2	3
				十六	十七	十八
4	5	6	7	8	9	10
立春	二十	廿一	廿二	小年	廿四	廿五
11	12	13	14	15	16	17
廿六	廿七	廿八	情人节	除夕	春节	初二
18	19	20	21	22	23	24
初三	初四	初五	初六	初七	初八	初九
25	26	27	28			
初十	十一	十二	十三			

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图2：2019年春节放假时间表

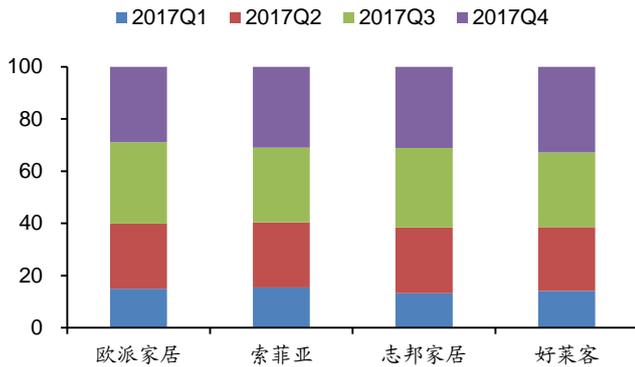
2019年 二月						
日	一	二	三	四	五	六
					1	2
					廿七	廿八
3	4	5	6	7	8	9
廿九	除夕	春节	初二	初三	初四	初五
10	11	12	13	14	15	16
初六	初七	初八	初九	情人节	十一	十二
17	18	19	20	21	22	23
十三	十四	元宵节	十六	十七	十八	十九
24	25	26	27	28		
廿十	廿一	廿二	廿三	廿四		

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

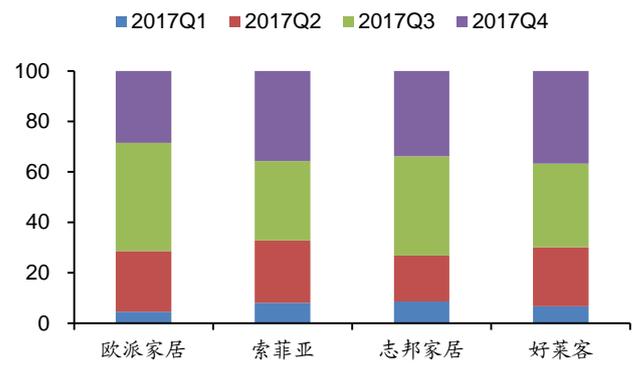
(2) 战略调整期，营销力度大：2018年初由于地产景气度有望向好，且Q1收入仅占全年的10-15%左右，在前期营销端虽有争取但不必过于让利拿单，反而因为Q1产能利用率较低，折旧与其他费用摊销较多，拿单多以能够减少亏损增厚利润为首要任务，抢市占率任务主要留待在下半年；2019年初，定制企业普遍经历了2018年下半年增速不断放缓的痛苦，在反思后对各自经营战略进行修正，希望通过本次315试炼战略调整后的效果，若成效显著则公司有望士气高昂战略稳定性增强，若结果不理想则需要重新调整战略，而战略的摇摆也会对公司后续季度的接单产生影响。因此企业多选择加大营销力度，以获取相对友商更好的增速，不仅是为了季度业绩，也是为了2019年全年战略实施的稳定性。

图 3: 定制家具公司 2017 年 Q1-Q4 收入占比 (%)

图 4: 定制家具公司 2017 年 2017Q1-Q4 利润占比 (%)



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

表 1: 欧派家居部分 2018 年 3 月相比 2017 年 11 月部分橱柜套餐有小幅提价

套餐	2018.3 价格	是否赠电器	与 2017.11 相比的变化
3 米地柜+3 米台面+1 米吊柜, 双饰面板	9999 元	赠电器 (烟机、灶具)	价格由 8888 元上升至 9999 元
3 米地柜+3 米台面+1 米吊柜, 模压板	12888 元	赠电器 (烟机、灶具)	价格由 11888 元上升至 12888 元
3 米地柜+3 米台面+1 米吊柜, 烤漆板	12888 元	赠电器 (烟机+炉灶+水槽)	价格由 8999 元上升为 12888 元 (增加赠送电器)

数据来源: 京东商城、广发证券发展研究中心

(3) 套餐拓范围, 品类有延伸: 2018 年初欧派家居, 尚品宅配, 好莱客等定制家具公司首次推出在款式方面有颇多限制的“19800 套餐”、“26800 套餐”、“46600 套餐”等中型套餐, 且赠送品类范围限于低值的家居家品附加物; 2019 年预计原有套餐种类会进一步丰富, 套餐金额容量会进一步增加, 并逐步放开对某些新潮款式的选择限制, 在赠送品类上可能添加中等价值的软体家具或实用家居家品, 总的思路是在总体流量下滑背景下, 以容量更大的套餐做高客单值, 以更为宽泛的选择提升转化率, 以更为丰富高值实用赠品表现诚意。

表2: 2018年3月定制家具公司主流促销套餐

同等价位全屋套餐比较	公司	面积 (平米)
“19800 套餐”	索菲亚	16 或 18
	欧派家居	22 或 18
	好莱客	16
	金牌桔家衣柜	20
	皮阿诺	20
	志邦家居	12 (加送 8999 元产品)
每平方米衣柜价格比较	公司	单平米价格 (元)
双饰面板	索菲亚	799/899/999/1099/1111/1399
	好莱客	799
	尚品宅配	约 1000
同一类型厨柜价格比较	公司	价格 (元)
3 米地柜+3 米台面+1 米吊柜双饰面板	欧派家居	9999
	司米橱柜	9999
	志邦厨柜	6099/7299/7799/7999/8499
	志邦 IK	5288
	金牌厨柜	计算得 6597/7197
	皮阿诺	5999
3 米地柜+3 米台面+1 米吊柜模压板	欧派家居	12888
	司米橱柜	9999
	志邦厨柜	7799
	志邦 IK	8999
	金牌厨柜	计算得 15897
	皮阿诺	5999
3 米地柜+3 米台面+1 米吊柜烤漆板	欧派家居	12888
	司米橱柜	9597
	志邦厨柜	8099
	金牌厨柜	12597
UV 板	志邦厨柜	7099/7099/8499
	志邦 IK	6288

数据来源: 京东商城、天猫商城、广发证券发展研究中心

表3: 2019年315期间定制家具公司主流促销套餐

全屋套餐比较	公司	面积 (平米)
“19800 套餐”	索菲亚	22+4 (赠 22 平米窗帘)
	欧派家居	13/15/16/18/22 (赠 3690 元床垫)
	金牌桔家衣柜	22
“16800 套餐”	好莱客	21
“9999 套餐”	皮阿诺	10
“7999 套餐”	志邦法兰菲	9

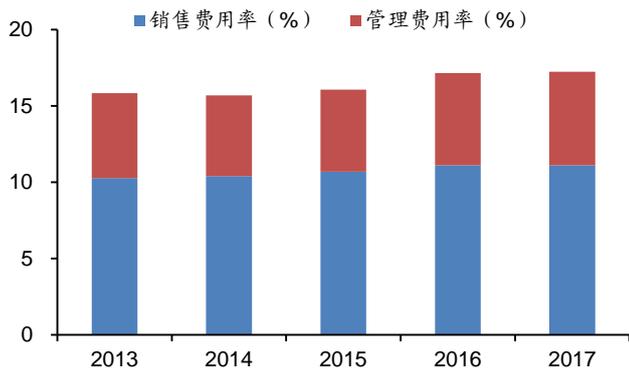
每平方米衣柜价格比较	公司	单平米价格(元)
双饰面板	索菲亚	799/1299/1399/1599
	好莱客	799/1099
	金牌桔家衣柜	1299/1399/1799
同一类型厨柜价格比较	公司	价格(元)
3米地柜+3米台面+1米吊柜双饰面板	欧派家居	6999/7999 (送洗碗机)
	司米橱柜	9999 (3米送厨电五金)
	志邦厨柜	6899/6699/7099/7599
	金牌厨柜	7288 (吊柜为1.5米)
	皮阿诺	8999
3米地柜+3米台面+1米吊柜模压板	志邦厨柜	9599
	金牌厨柜	10999
3米地柜+3米台面+1米吊柜烤漆板	司米橱柜	计算得 8997
	志邦厨柜	11099
UV板	志邦橱柜	7099/7299

数据来源: 京东商城、天猫商城、广发证券发展研究中心

315促销活动的影响: 类似密集的促销活动预计未来会常态化, 但对不同企业影响预计将逐步分化。我们预计315大促首战即决战的气势可能未来会常态化, 在经历了去年下半年以经销商让利为主的市场竞争后, 大多数定制企业选择同经销商共同承担未来的进一步让利, 相似的战略背后的战术执行效果预计未来逐步分化, 我们建议从以下几个维度密切跟踪上市公司在2019年的变化:

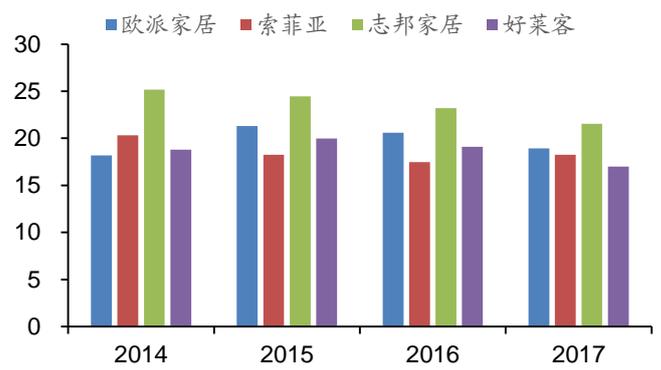
- (1) **内部组织架构调整:** 与家电行业对比观察, 美的销售与管理费用率合计约为17%, 国内定制家具龙头公司总体费用率约为20%, 考虑到在引流成本提升补贴经销商力度增加背景下, 销售费用率有望进一步上升, 管理费用率的节约成为2019年各家公司的管理重心, 定制家具行业过去的高速成长伴随着总部人员数量的迅速扩张和薪酬水涨船高, 预计各家龙头公司在2019年均有望进行组织架构调整以释放管理红利, 观察架构调整的核心要看是否能适应新竞争环境, 是否会造成管理层士气低落, 管理费用率的变动只是伴生结果。

图 5: 美的集团 2013-2017 年销售+管理费用率 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

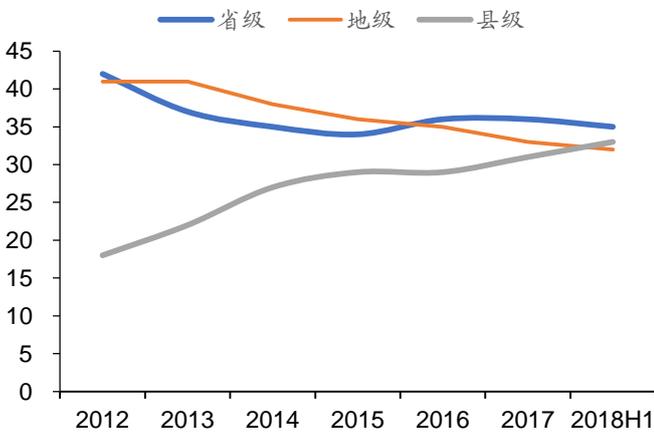
图 6: 定制家具公司 2014-2017 年销售+管理费用率 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

(2) **营销费用投放的准确度:** 营销费用投放精准度要求大幅提升源于两个消费背景的变化: 客流离散化和区域差异化。**客流离散化:** 从过去单纯家居卖场自然进店客流分化为目前电商, 整装, 精装, 老介新, 设计师渠道, 自然进店客流, 要求公司营销部门衡量如何平衡不同渠道的费用投放。**区域差异化:** 龙头上市公司的门店普遍由一二线城市下沉到三四线与县级市, 后者也是公司未来成长的主要源泉。三四线城市消费者的消费习惯与一二线有很大不同, 不同三四线城市习惯也不同。品牌商对三四线城市差异化营销费用的投放规则是否合理, 也影响营销带单的效果。

图 7: 索菲亚各层级城市收入占比 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 4: 三四线城市与一二线城市消费倾向不同

	三四线城市	一二线城市
消费水平	整体消费水平较低 处于保守状态	消费水平较高 消费倾向较强
品牌感知	认可本地企业和品牌 逐渐熟悉各品牌	偏好于国际品牌
消费观念	传统消费观念 注重地位和面子	先进消费观念 注重品牌质量
购买决策影响因素	价格	质量
获取信息渠道	单一	多元
网购普及度	网购普及度偏低	网购普及度偏高

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

(3) **供应链的品控支持:** 没有营销是不能的, 但营销也不是万能的, 消费者品牌口碑的长久建立还是依赖高质量且美观的产品, 定制家具兼具家庭装饰与功能属性, 因此设计和质量都非常重要。龙头上市公司经过多年产能磨合, 在经典款产品的质量与交付基本问题不大, 但供应链难度逐步提升主要源于:**SKU 数量在花色和风格方面的增加:** 诸多公司在 2019 年针对年轻消费者又开发出新的花色, 并放开了套餐对于花色选择的限制;**新板材等新技术的稳定性:** 无醛板, 康纯板与 19 年即将面世的新板材满足消费者健康环保的消费升级需求, 但承受力, 渗漏性等功能性技术要求也需得到满足;**新品上样**

与消费者需求是否匹配：买方市场下，企业新品的研发应基于消费者需求趋势并兼顾生产性需求，如果本末倒置可能导致新品滞销，若强制经销商上新品也会。

关于定制家具行业在 2019 年发生的显著变化，以及定制家具龙头公司跟踪体系的变化，建议投资者参见我们在 2019 年 2 月 13 日发布的报告《定制家具：新时代需新体系，拐点孕育新机遇》。

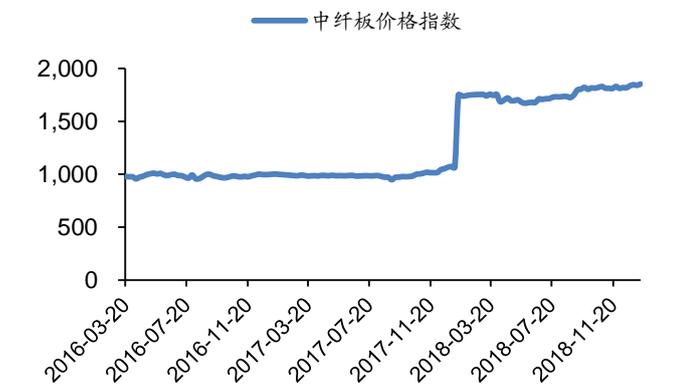
二、行业数据跟踪

2.1 家居板块：木材价格下跌，周度商品房销售回暖

2.1.1 上游原材料价格跟踪

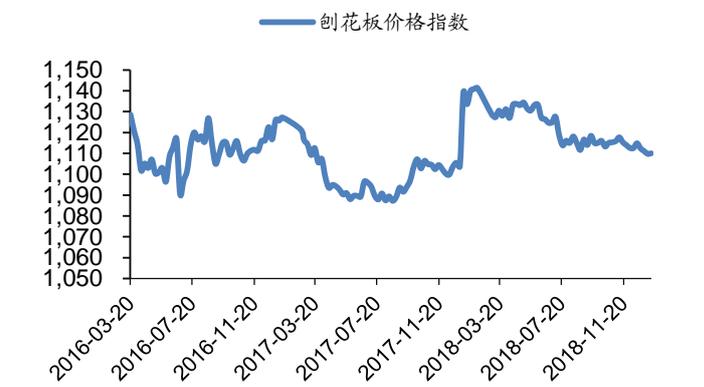
板材价格周度涨跌不一。本周胶合板、中纤板、刨花板、细木工板价格微涨，纤维板和指接板价格略有下滑；从同比波动上看，胶合板和中纤板价格上涨，其余同比下跌。其中，纤维板 62.58 元/吨，环比下跌 0.90%；胶合板 143.02 元/吨，环比上涨 4.85%；中纤板价格指数为 1852.01，环比上涨 0.63%；刨花板价格指数为 1110.02，环比上涨 0.02%；细木工板价格指数为 946.62，环比上涨 2.67%；指接板价格指数为 833.93，环比下降 1.30%。

图8：中纤板价格指数



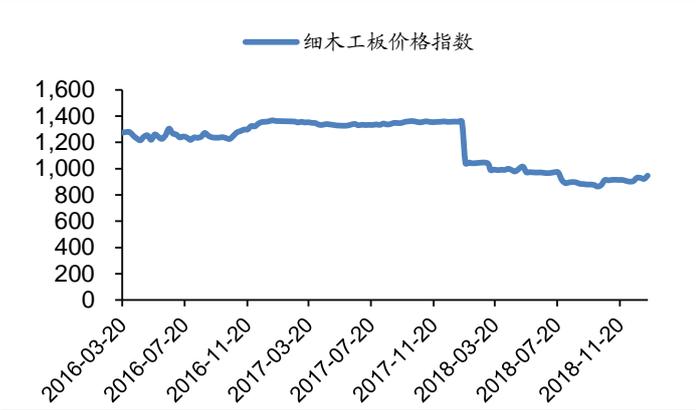
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图9：刨花板价格指数



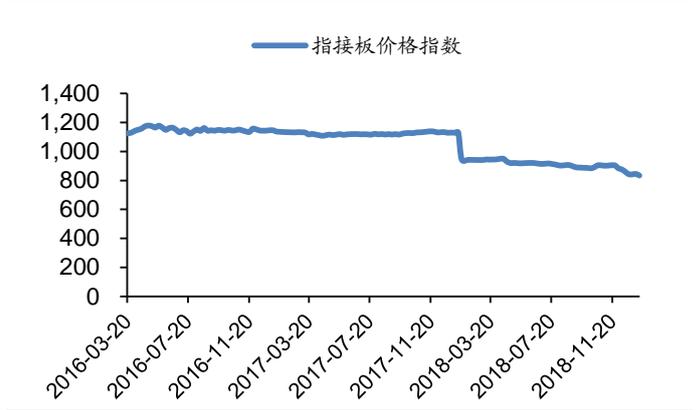
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图10: 细木工板价格指数



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图11: 指接板价格指数



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

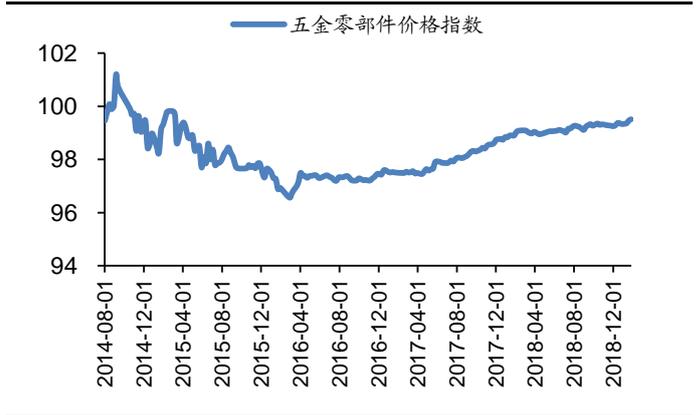
五金价格周度涨跌不一。五金材料略有下滑，本周五金零部件价格微涨；五金材料价格指数为97.76，环比下滑0.13%；五金零部件价格指数为99.51，环比上涨0.05%。

图12: 五金材料价格指数



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图13: 五金零部件价格指数

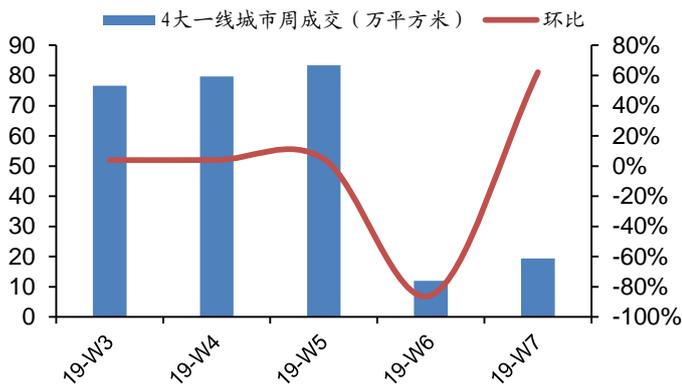


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2.1.2 下游需求跟踪

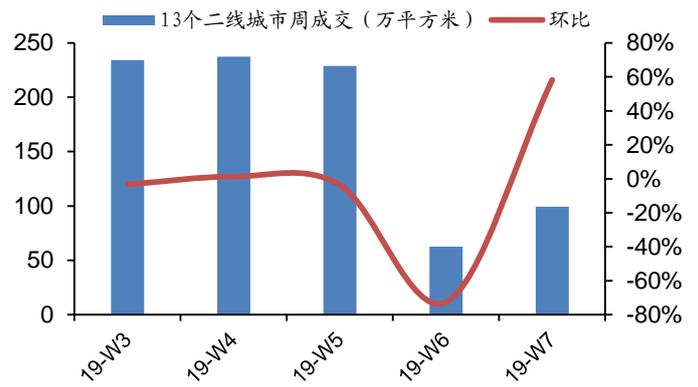
周度新房销售环比上升，二手房需求回暖。新房成交面积周环比上升66.18%，一二三线城市新房成交量均出现上扬，其中一线城市环比上升62.18%，二线城市环比上升58.24%，三线城市环比上升80.10%；二手房成交量大幅上扬，环比上升148.94%，其中一线城市环比上升195.65%，二三线城市环比上升135.71%。

图14: 4大一线城市周成交



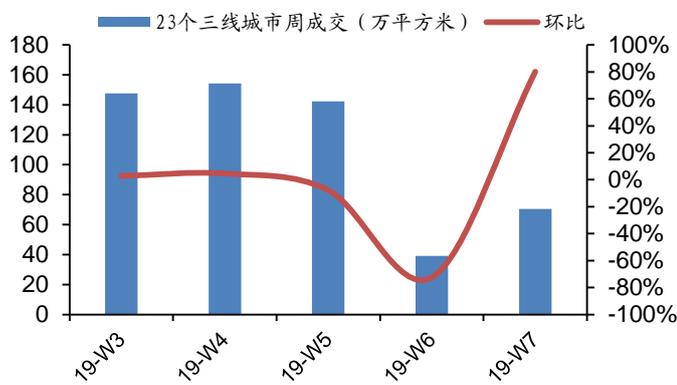
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图15: 13个二线城市周成交



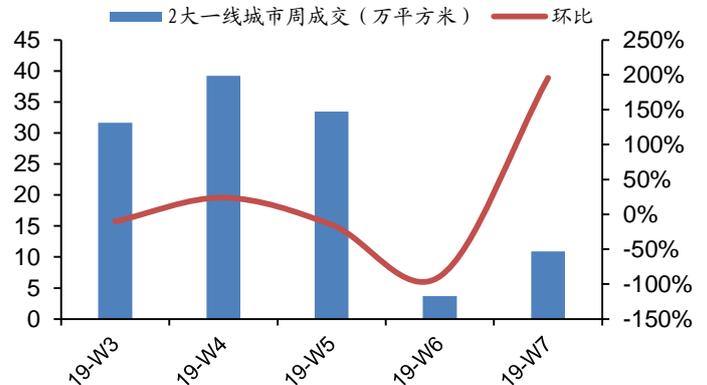
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图16: 23个三线城市周成交



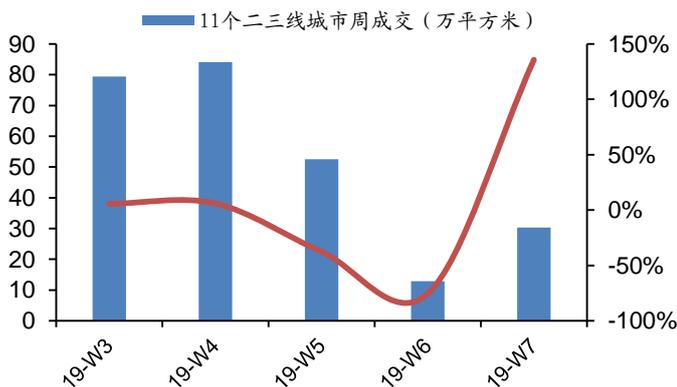
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图17: 2大一线城市周成交



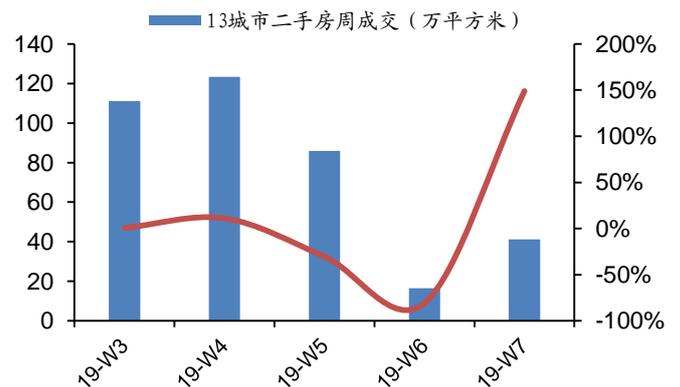
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图18: 11个二三线城市周成交



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图19: 13城市二手房周成交

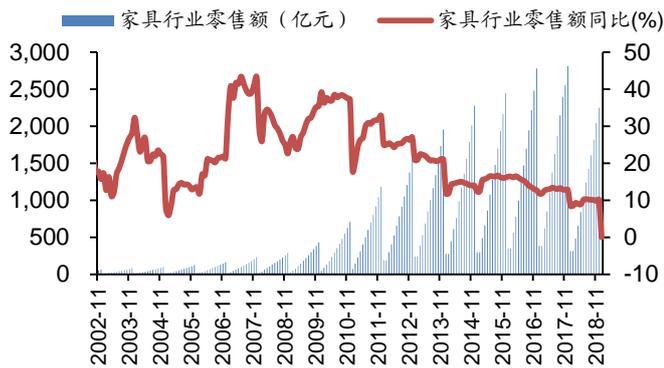


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2.1.3家具月度数据

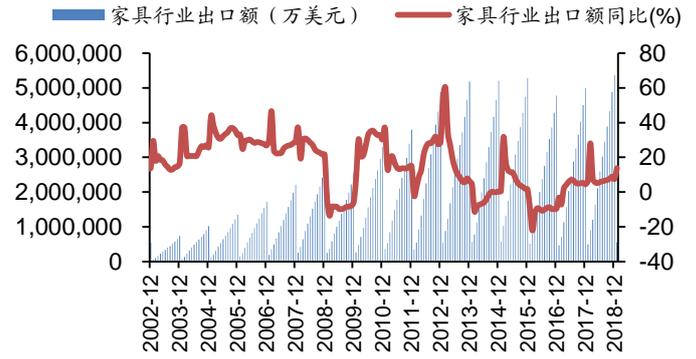
12月家具行业零售环比回升, 1月出口额累计环比下降。12月数据显示, 家具行业零售额累计同比增长10.14%, 环比提升10.20%; 1月数据显示, 出口额累计同比增长13.80%, 环比下降89.70%。

图20: 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

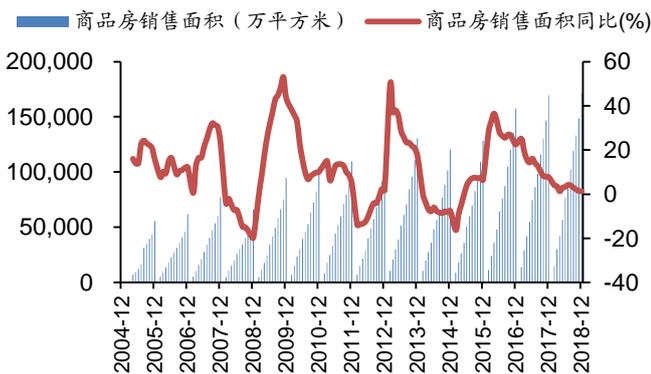
图21: 家具行业出口额及同比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

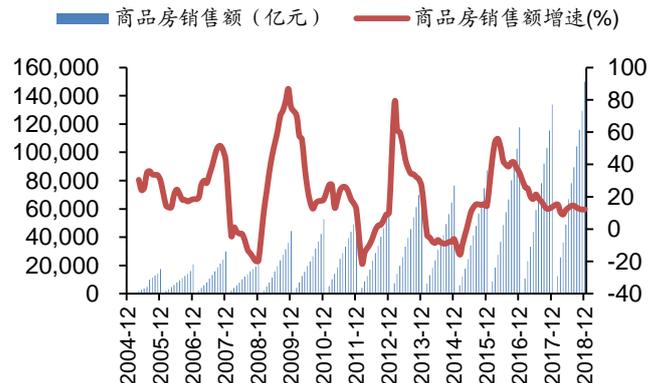
12月商品房销售面积累计同比增长1.30%。12月数据显示，商品房销售面积累计同比增长1.30%，商品房销售额累计同比增长12.20%，购置土地面积累计同比增长14.20%，商品房新开工面积累计同比增长17.20%，商品房施工面积累计同比增长5.20%，商品房竣工面积累计同比下降7.80%。

图22: 商品房销售面积及同比



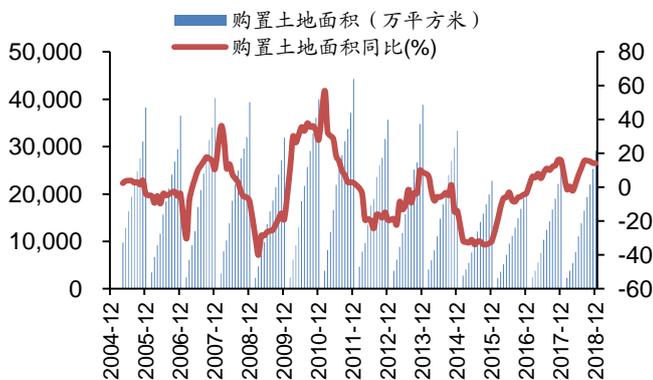
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图23: 商品房销售额及增速



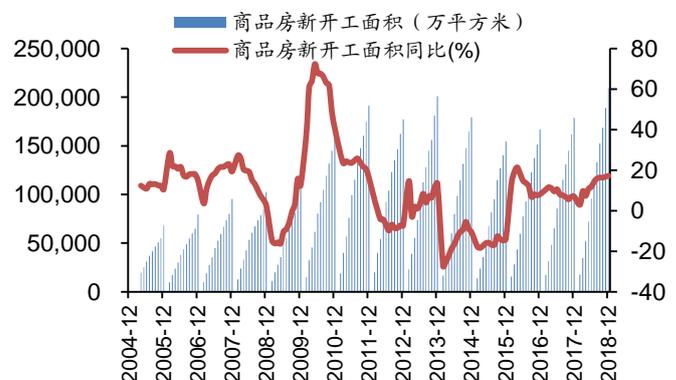
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图24: 购置土地面积及同比



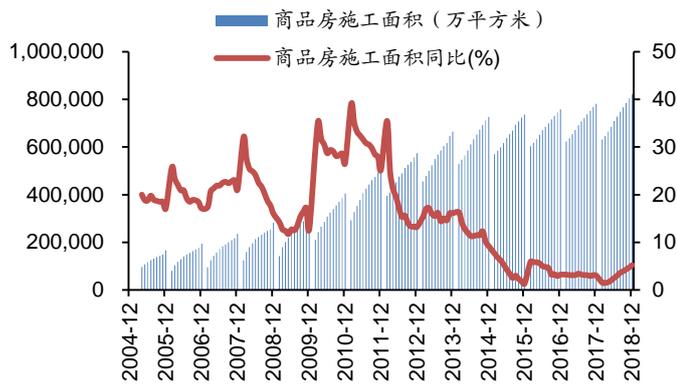
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图25: 商品房新开工面积及同比



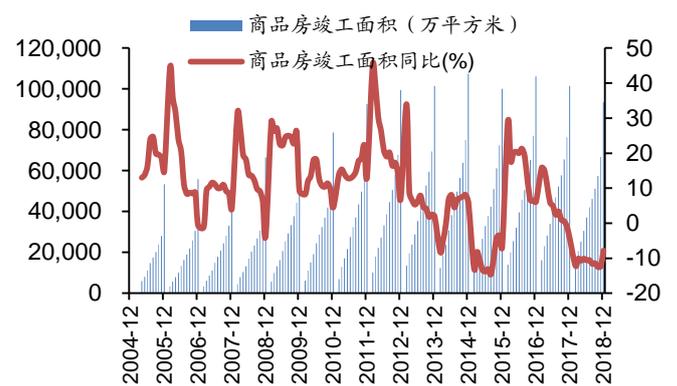
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图26: 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27: 商品房竣工面积及同比

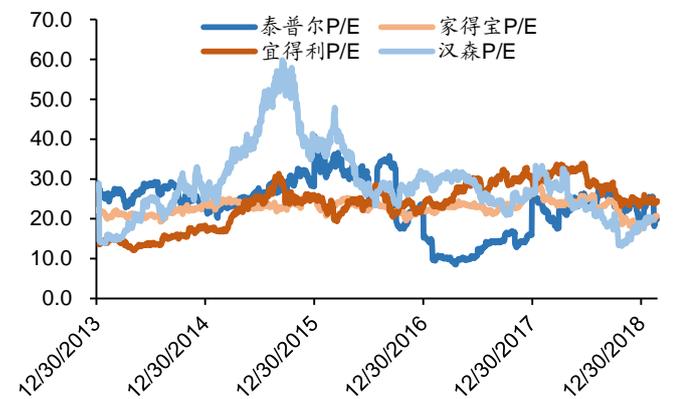


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2.1.4海内外家具公司估值对比

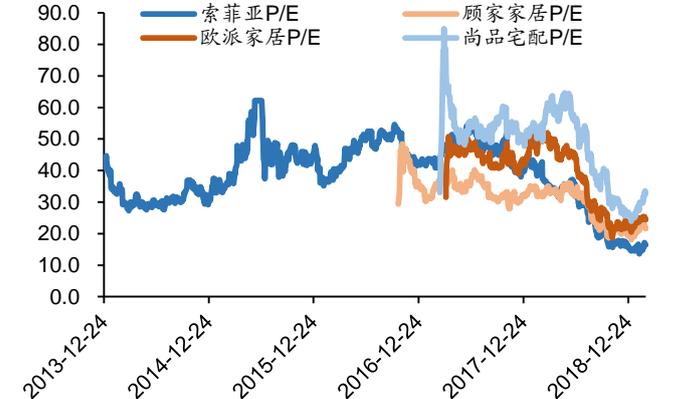
海内外公司估值对比: 海外公司中, 泰普尔P/E趋势向上, 汉森、宜得利、家得宝的P/E均处于震荡区间; A股家具公司中, 索菲亚、尚品宅配P/E有明显上升, 顾家家居、欧派家居P/E小幅来回震荡。海外4家公司P/S分化较大, A股家具公司P/S走势趋同。其中, 截止2019年2月21日, 泰普尔PE为20.04x, PS为1.17x; 家得宝PE为20.70x, PS为2.08x; 截止2019年2月22日, 宜得利PE为24.45x, PS为2.66x; 截止2019年2月22日, 汉森PE为24.75x, PS为0.82x。(本段估值指标均采用TTM方式)

图28: 国外家具公司PE (TTM) (单位: 倍)



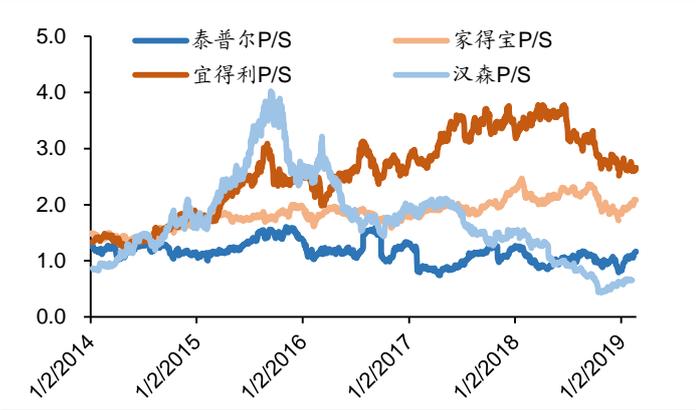
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图29: 国内家具公司PE (TTM) (单位: 倍)



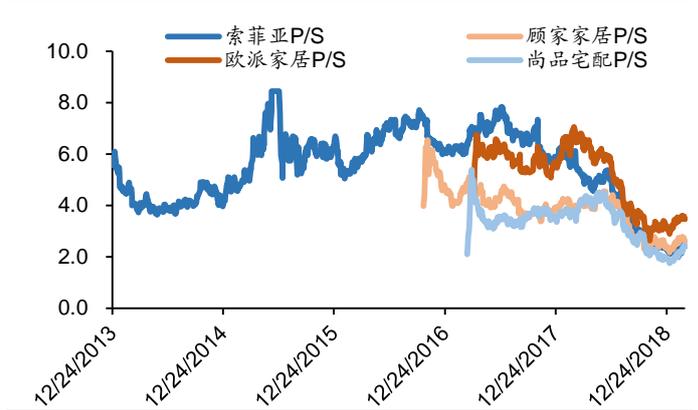
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图30: 国外家具公司PS (TTM) (单位: 倍)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图31: 国内家具公司PS (TTM) (单位: 倍)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2.2 造纸板块: 主要纸种价格均有所上调, 外盘木浆 3 月报价上涨

总体市场情况: 上周(章节内上周均指2月15日至21日)瓦楞及箱板纸市场交投有所回暖, 规模纸企涨价, 加之原料废纸价格持续上扬, 均为瓦楞及箱板纸上涨提供支撑; 文化印刷纸市场交投逐步活跃, 纸厂开机恢复正常, 下游行业基本已经复工, 铜版纸企集中发布涨价函; 生活用纸市场价格整体平稳; 国废黄板纸价格普遍上涨, 国废书本纸整体稳定, 江浙等部分纸企上涨; 3月份已公布针叶浆、阔叶浆外盘报涨30美元/吨, 部分品种国内木浆报价小幅提涨50-100元/吨, 下游对涨价接受程度一般。需求方面, 下游文化纸、白卡纸、生活用纸涨价函陆续发出, 执行情况暂不明朗。

2.2.1 上游价格跟踪

废纸: 上周外废市场整体表现较为低迷。根据卓创资讯数据, 目前国内纸企外废批文已经不多, 外废订单很少。随着中国需求减少, 外废价格也多呈下行格局。目前日废8#报盘跌至255美元/吨, 11#报盘在155美元/吨; 美废9#回落至225美元/吨, 欧废9#在220-230美元/吨。受中国需求减少的影响, 外废市场供应充裕, 对中国出口意愿较强。

节后复工补库存需求推高国废价格。 卓创数据监测显示, 上周国废黄板纸周均价为2245元/吨, 环比上涨3.55%, 同比下跌0.71%; 国废书页纸周均价为2297元/吨, 环比微涨0.09%, 同比下跌19.85%; 国废报纸周均价为2958元/吨, 环比持平, 同比下跌3.02%。

图32: 国废价格走势 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

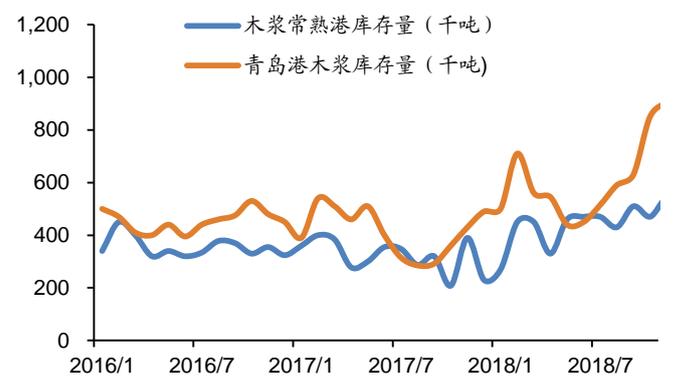
纸浆: 进口针阔叶木浆价格环比均有所上扬。卓创资讯数据显示,截至2月21日,进口针叶浆周均价5699元/吨,较上周上升47元/吨,环比上升0.83%;较去年同期下降1078元/吨,同比下降15.91%。进口阔叶浆周均价5554元/吨,较上周上升59元/吨,环比上升1.07%;较去年同期下降72元/吨,同比下降1.28%。进口本色浆周均价5935元/吨,较上周下降74元/吨,环比下降1.23%;较去年同期下降1441元/吨,同比下降19.54%。进口化机浆周均价4624元/吨,较上周上升18元/吨,环比上升0.39%;较去年同期下降252元/吨,同比下降5.17%。

图33: 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

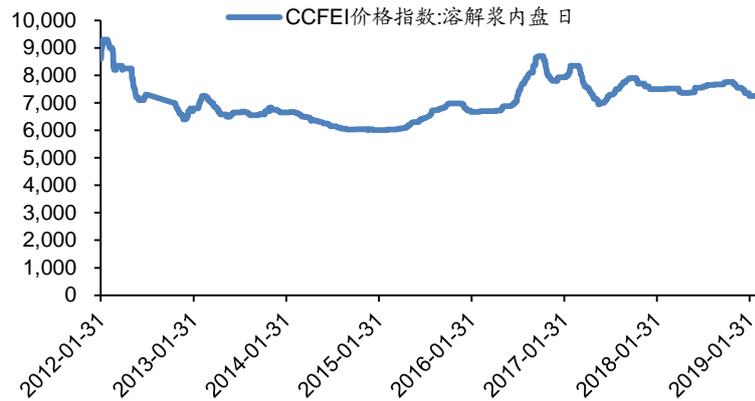
图34: 纸浆库存量



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

溶解浆: 内盘价格持续走低。截至2019年2月21日溶解浆内盘CCFEI价格为7250元/吨,同比下跌3.33%。

图35: 溶解浆价格走势图 (元/吨)



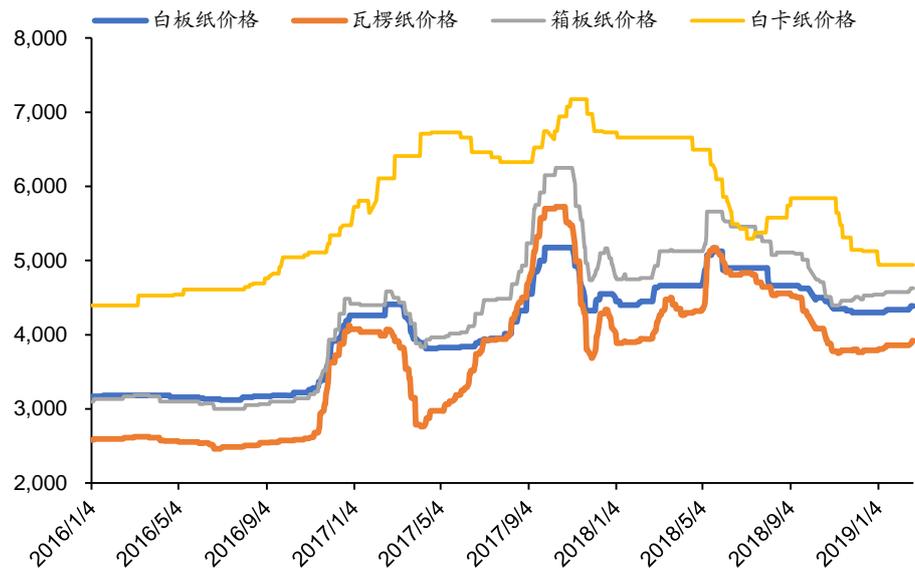
资料来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

2.2.2 主要纸品价格跟踪

包装纸: 卓创资讯数据显示, 上周瓦楞纸市场呈现稳中上涨态势, 瓦楞纸均价3895元/吨, 较前一周上涨37元/吨, 环比上涨0.96%。从企业价格来看, 规模纸企上调价格50元/吨, 中小纸企跟涨50-200元/吨。瓦楞纸市场交投逐渐恢复正常, 规模纸企涨价提振市场信心。原料废纸价格不断上扬, 在成本面形成利好支撑。行业开工虽不足, 但多数纸企已恢复正常生产。下游包装企业陆续开工, 对箱板瓦楞纸存补货需求, 整体市场交投回暖, 部分纸企库存水平不高, 涨价意愿较为强烈。

白板纸市场涨势明显, 纸厂普遍上调白板纸价格50-100元/吨。根据卓创资讯数据, 截止到2月21日, A级250g灰底白板纸含税均价4388元/吨, 环比上涨1.15%, 同比下降2.87%。上周大部分地区纸厂恢复正常生产, 仅广东个别纸厂仍在检修。因浙江富阳地区纸厂腾退白板纸产能100多万吨, 春节后浙江富阳地区纸厂率先拉涨白板纸价格100元/吨, 上周玖龙纸业上调白板纸50元/吨, 周边纸厂跟进上调50元/吨(以高档白板纸为主), 大部分纸厂在恢复生产后上调100元/吨(以中低档白板纸为主)。经销商报价稳中上调50-100元/吨, 但大部分市场交投平淡。

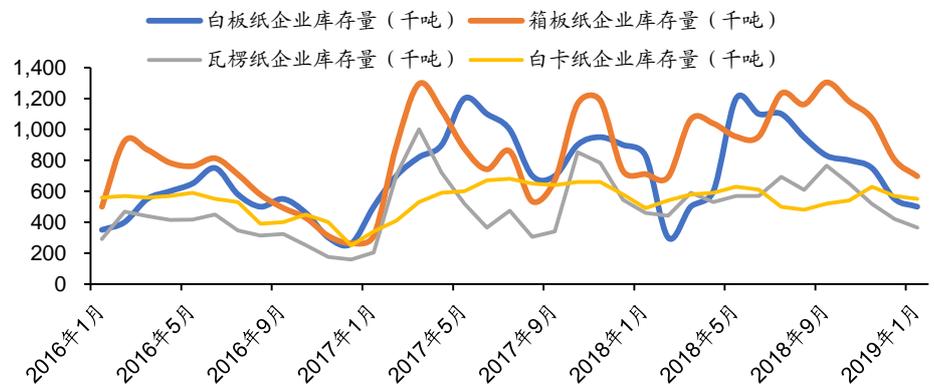
图36: 包装纸价格走势 (元/吨)



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, 上周瓦楞、箱板纸库存整体变动不大, 白板纸和白卡纸库存继续呈增加趋势。截止2019年1月, 白板纸企业库存量500.00千吨, 箱板纸企业库存量696.84千吨, 瓦楞纸企业库存量365.79千吨, 白卡纸企业库存量550千吨。

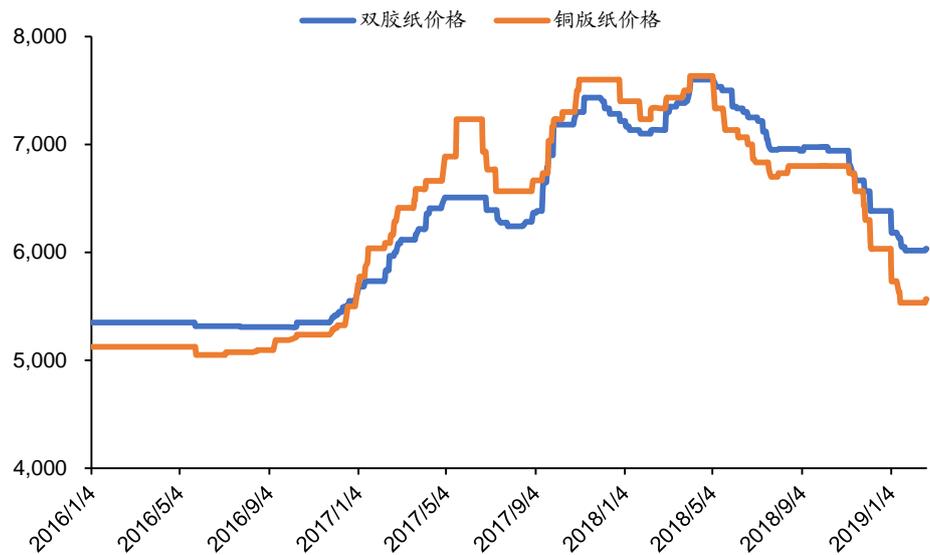
图37: 包装纸库存量 (千吨)



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

文化纸: 主要铜版纸企集中发布涨价函。太阳纸业、晨鸣纸业、华泰纸业、金东纸业及海南金海浆纸均发布涨价函, 计划本月下旬或下月上调价格200元/吨。上周铜版纸均价为5475元/吨, 环比持平, 较去年同期下降23.16%; 双胶纸均价为5850元/吨, 环比上调0.29%, 较去年同期下降18.38%; 新闻纸均价为6100元/吨, 环比持平; 复印纸均价为5500元/吨, 环比持平; 轻型纸均价为6100元/吨, 环比持平; 书写纸均价为5400元/吨, 环比持平。

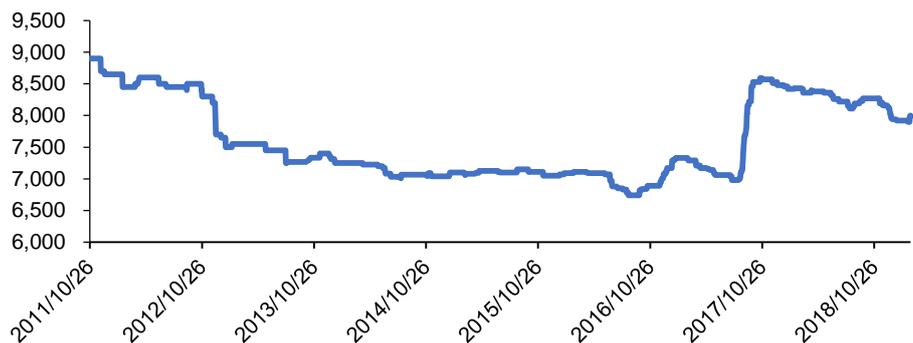
图38: 主要文化纸价格走势 (元/吨)



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整体平稳。节后第二周河北地区纸企跟涨上游浆价, 并领涨全国纸市, 其他地区偶有报涨, 但整体波动不大。山东地区喷浆木浆大轴厂提未税主流报价7400元/吨, 与前一周持平; 河北地区喷浆木浆大轴厂提未税主流成交报价7350元/吨, 较前一周上涨200元/吨; 广西地区甘蔗浆大轴厂提含税主流报价6550元/吨, 与前一周持平; 川内本色竹浆大轴厂提含税主流成交报价7650元/吨, 与前一周持平。据卓创资讯监测数据显示, 上周生活用纸均价上升43元/吨至7231元/吨, 较上周环比上升0.59%; 同比下降544元/吨, 跌幅7%。

图39: 生活用纸价格走势 (元/吨)



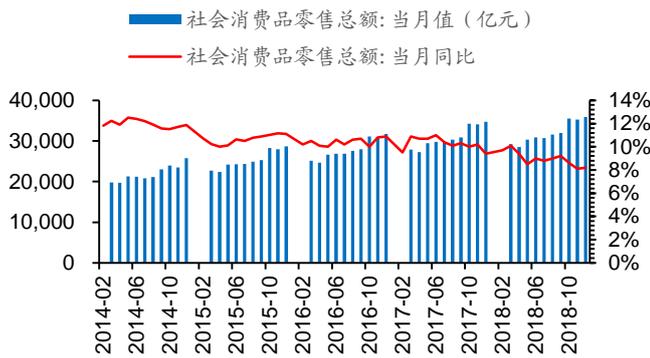
资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

2.3 包装文娱板块: 部分纸包原材料价格有所回升

2.3.1 下游需求跟踪

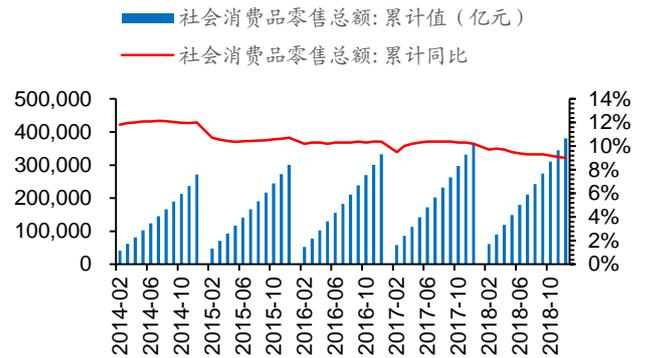
总体需求情况: 根据国家统计局数据, 2018年12月社会零售总额35893.5亿元, 同比增长8.2%, 前值35259.7亿元; 2018年全年社会零售总额380986.9亿元, 同比增长9.0%, 前值366261.6亿元。

图40: 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41: 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

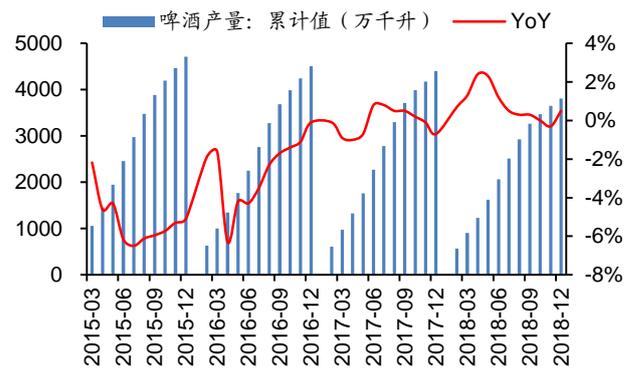
食品饮料-烟酒: 根据国家统计局数据, 白酒、啤酒产量大幅下滑。2018年12月, 白酒当月产量为68.97万千升, 环比下滑7.22%, 同比下滑17.03%; 啤酒当月产量为160.1万千升, 环比下滑9.9%, 同比下滑29.19%; 软饮料当月产量为1273.2万千升, 环比增长38.54%, 同比增长26.15%。

图42: 白酒产量



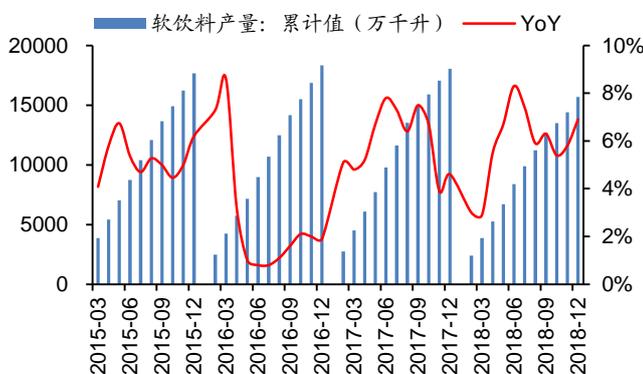
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图43: 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44: 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45: 食品饮料总产量 (白酒+啤酒+软饮料)

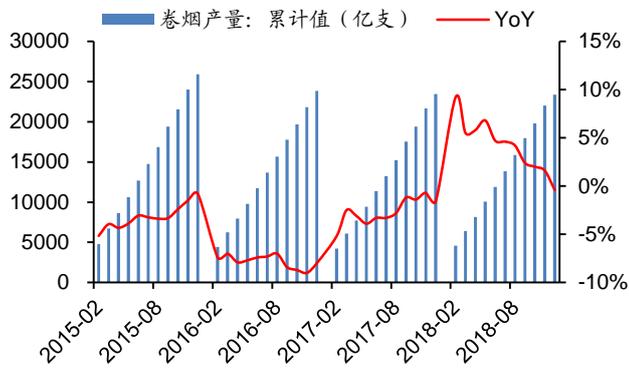


数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

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

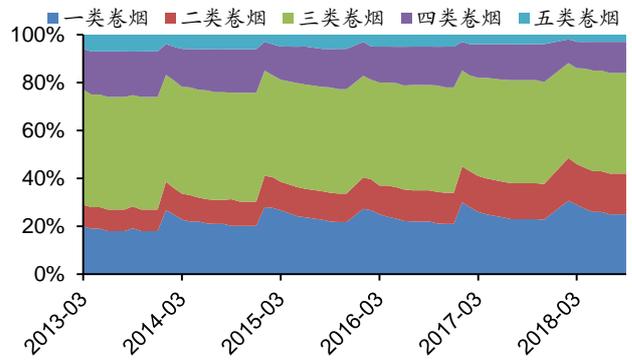
据烟草专卖局、烟草在线数据，2018年12月，烟草当月产量2228亿支，环比增长22.10%，同比下跌1.65%。2018年9月，单箱烟草销售收入为32.3千元，环比增长4.92%；烟草销售以三类以上卷烟为主，一二类卷烟销量占比保持稳定，延续销售中高端化趋势。2018年9月，卷烟工商库存415.4万箱，环比下跌2.28%，下跌趋势有所收窄；卷烟商业库存234.6万箱，环比上涨5.57%。

图46: 烟草产量



数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

图47: 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48: 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49: 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

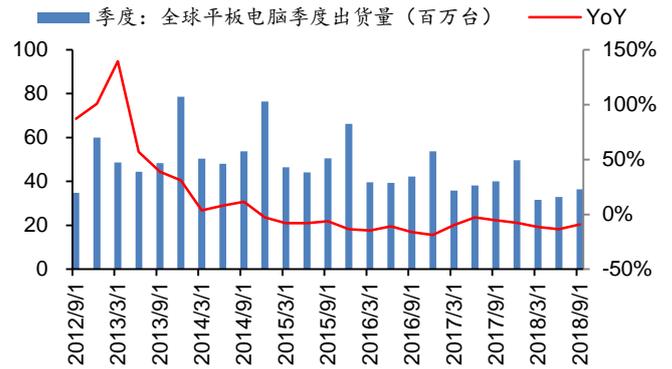
消费电子: 3C出货量同比下跌趋势未改。根据Wind数据，2018Q4全球智能手机产量为375.4百万部，同比下滑4.9%；2018Q3平板电脑产量为36.4百万部，同比下滑9.0%；2018Q4 PC产量为68.13百万部，同比下滑3%。

图50: 消费电子—智能手机



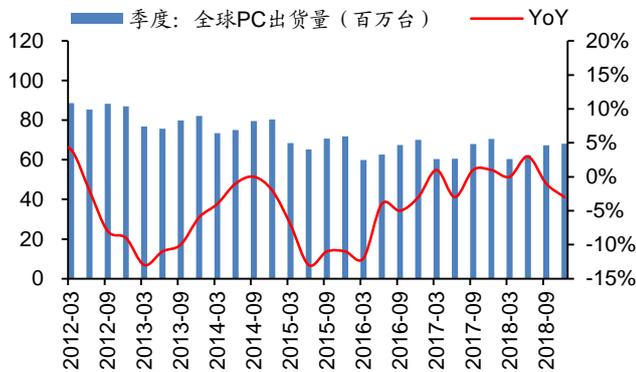
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图51: 消费电子—平板电脑



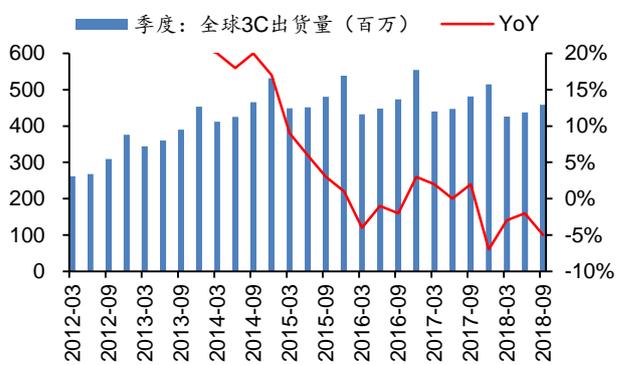
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图52: 消费电子—PC



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图53: 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54: 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55: 家电—家用冰箱产量

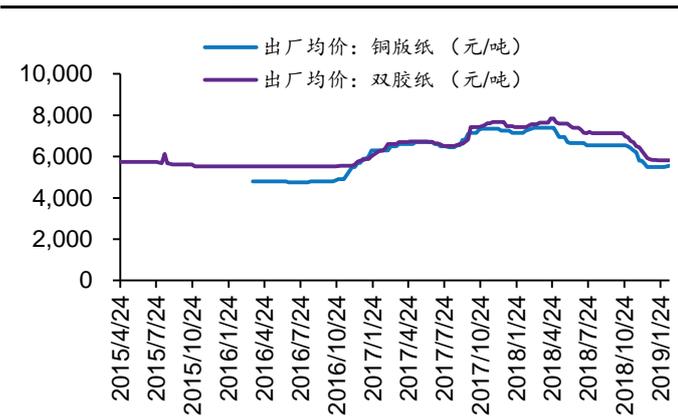


数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

2.3.2 上游原材料价格跟踪

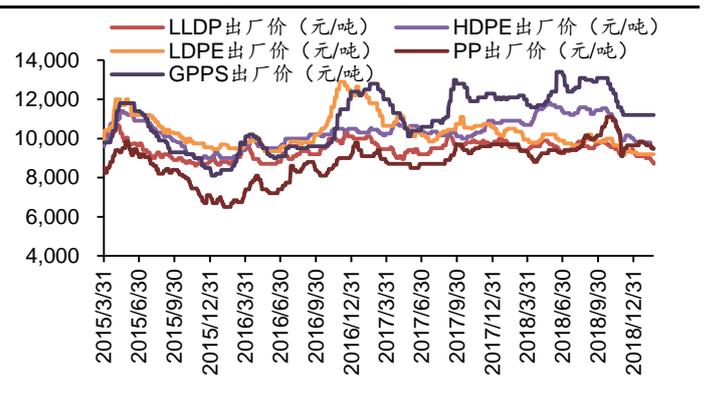
原材料价格:春节后部分原材料价格有所回升。根据纸业联讯2月15日最新数据,从价格周环比波动上看,牛卡纸、白卡纸、双胶纸、箱板纸相对春节前均维持不变,瓦楞纸、铜版纸小幅回升。其中,白卡4916.00元/吨,维持不变;双胶纸5812.50元/吨,维持不变;箱板纸4300.00元/吨,维持不变;瓦楞纸3447.50元/吨,环比增长0.36%;铜版纸5552.94元/吨,环比增长0.96%。根据中塑资讯数据,塑料原材料价格基本维持稳定,略有下调。

图56: 包装原材料价格——纸类



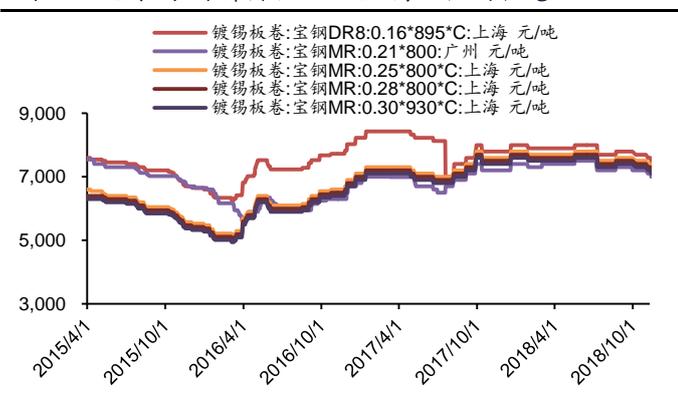
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图57: 包装原材料价格——塑料



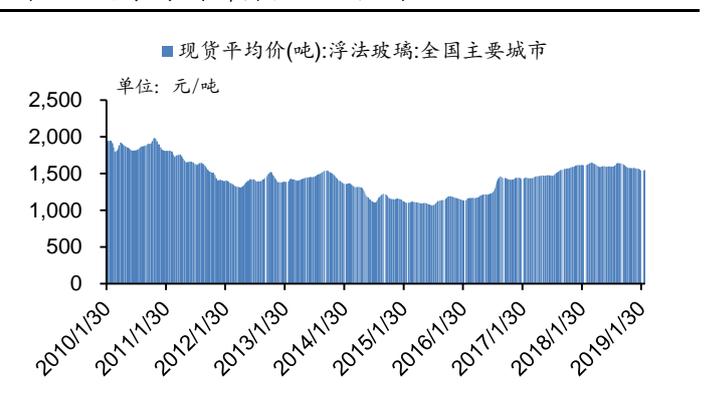
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图58: 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59: 包装原材料价格——玻璃

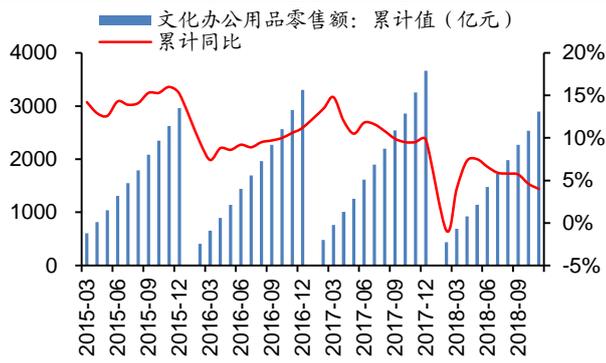


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2.3.3 文娱板块

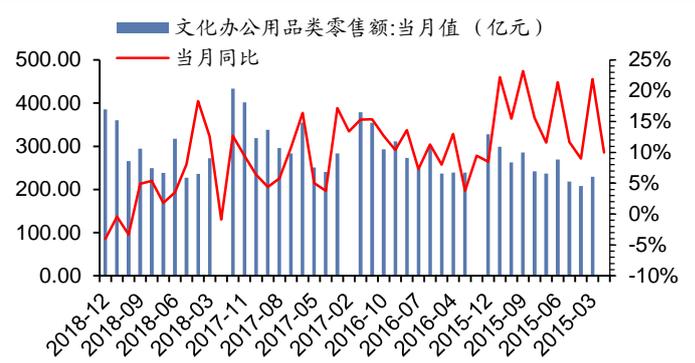
根据国家统计局数据,2018年12月文具办公用品零售额385.70亿元,环比增长7%,同比下跌4.0%;前12个月累计零售额3264.10亿元,累计同比增长3.0%。

图60: 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61: 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
603180.SH	金牌厨柜	2019/2/12	实施	—	—	67.63	—	—
603801.SH	志邦家居	2019/2/12	实施	200.00	1.25%	106.66	53.33%	市值管理
601996.SH	丰林集团	2019/2/12	完成	314.40	—	314.40	100.00%	股权激励注销
002229.SZ	鸿博股份	2019/2/12	实施	—	—	140.80	—	—
002078.SZ	太阳纸业	2019/2/13	完成	105.00	0.04%	105.00	100.00%	股权激励注销
002846.SZ	英联股份	2019/2/19	董事会预案	10.88	0.06%	0.00	0.00%	股权激励注销
603385.SH	惠达卫浴	2019/2/15	完成	157.85	0.43%	211.27	133.84%	市值管理
002735.SZ	王子新材	2019/2/22	董事会预案	28.20	0.33%	0.00	0.00%	股权激励注销

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表6: 公司终止回购

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	终止原因	终止影响
002240.SZ	威华股份	2019/2/19	终止回购	433.14	0.81%	正在进行以发行股份及支付现金方式购买资产并募集配套资金	无重大影响

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表7: 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
索菲亚	2019/2/12	江淦钧	公司控股股 东、实际控制 人、董事长	5.00	2019/4/4	瑞元资本管理 有限公司	2.67%	—
	2019/2/12	柯建生	公司控股股 东、实际控制 人、董事、总 经理	5.00	2019/4/4	瑞元资本管理 有限公司	2.82%	—
盛通股份	2019/2/13	贾则平	否	9.00	质押到期日	金元证券	40.05%	—
永艺股份	2019/2/15	阮正富	否	8.05	2020/2/13	国信证券	31.78%	质押展期、补 充质押
齐心集团	2019/2/19	齐心 控股	是	7.00	2019/3/25	光大银行	2.53%	—
界龙实业	2019/2/20	上海界龙	是	150.39	2019/4/18	海通证券	22.69%	延期回购

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表8: 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
华源控股	2019/2/14	李志聪	是	15.16	2019/2/12	东吴证券	11.99%	提前解除质押
齐心集团	2019/2/14	齐心控股	是	58.65	2019/2/12	方正证券	21.18%	---
姚记扑克	2019/2/14	姚晓丽	是	5.81	2019/2/12	海通证券	8.30%	---
凯恩股份	2019/2/16	凯恩集团	是	22.00	2019/2/14	稠州商业银行	26.75%	---
	2019/2/22	凯恩集团	是	15.40	2019/2/20	稠州商业银行	18.72%	---
浙江永强	2019/2/20	永强投资	是	0.18	2019/2/15	招商证券	21.81%	---
劲嘉股份	2019/2/21	劲嘉创投	是	63.97	2019/2/19	财通证券	13.81%	---
梦百合	2019/2/21	倪张根	是	5.00	2019/2/19	广发证券	2.08%	该比例为质押 占总股本比例
群兴玩具	2019/2/22	群兴投资	是	92.17	2019/2/21	申万宏源西部 证券	85.12%	---

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表9: 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
永艺股份	2019/2/21	---	永艺罗马尼亚	家具及配件的 研发、生产、 销售	\$9.50	\$9.50	100%	自有资金
创源文化	2019/2/22	---	CRE8 DIRECT (VIETNAM) LTD	纸质文具及产 品包装生产制 造	\$10	\$10	100%	现金
王子新材	2019/2/22	---	珠海新盛	塑胶包装制 品, 包装装潢 印刷品、其他 印刷品印刷	3.00	3.00	100%	自筹资金

数据来源: Wind、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
永艺股份	2019/2/12	完成	增持	张加勇	实际控制人	2018/8/9- 2019/2/8	307.69	1.02%
文化长城	2019/2/12	尚未开始	被动减持	任锋	副总经理	2019年3月 31日前	0.00	0.00%
新宏泽	2019/2/13	完成	减持	彩云投资	持股5%以上股东	2019/2/11	320.00	2.00%

梦百合	2019/2/13	完成	增持	倪张根	控股股东	2018/2/9- 2019/2/8	236.05	0.98%
盛通股份	2019/2/13		减持	董颖	一致行动人	2019/2/11	150.00	0.46%
中顺洁柔	2019/2/16	尚未完成	减持	刘金锋	董事、副总经理	2019/1/30- 2019/2/14	32.20	0.03%
	2019/2/19	完成	减持	刘金锋	董事、副总经理	2019/2/15	25.60	0.02%
志邦家居	2019/2/19	完成	减持	尚志有限	5%以上非第一大 股东	2018/9/4- 2019/2/7	39.17	0.24%
英联股份	2019/2/20	尚未开始	减持	方平	特定股东	自本公告之日 起3个交易日 后的六个月内	0.00	0.00%
创源文化	2019/2/20	尚未开始	减持	王桂强	董事	自本公告之日 起3个交易日 后的六个月内	0.00	0.00%
	2019/2/20	尚未开始	减持	柴孝海	董事、副总经理	自本公告之日 起3个交易日 后的六个月内	0.00	0.00%
菲林格尔	2019/2/21	尚未完成	减持	李贇	副总裁	2018/11/21- 2019/2/20	1.00	0.01%
	2019/2/21	尚未完成	减持	吉富堂	副总裁	2018/11/21- 2019/2/20	1.00	0.01%
喜临门	2019/2/21	计划延期	增持	周伟成	董事	2018/8/22- 2019/2/20	30.50	0.08%
吉宏股份	2019/2/22	完成	减持	金润悦	持股5%以上股东	2018/9/6- 2019/2/20	772.17	4.91%

数据来源: Wind、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。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11：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 (x)		
			(2019/2/22)	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
002303.SZ	美盈森	人民币	4.89	0.23	0.28	0.36	22	18	14	
601515.SH	东风股份	人民币	9.54	0.59	0.58	0.64	16	16	15	
600978.SH	宜华生活	人民币	4.21	0.51	0.42	0.47	8	10	9	
300729.SZ	乐歌股份	人民币	22.89	0.95	0.77	1.08	24	30	21	
WRK.N	WestRock	美元	39.27	2.77	7.34	3.76	14	5	10	
PKG.N	美国包装公司	美元	98.29	7.07	7.80	8.36	14	13	12	

数据来源：Wind、Bloomberg、广发证券发展研究中心

注：表中 A 股标的盈利预测均来自 Wind 一致预测，EPS 单位为人民币元；美股标的盈利预测来自 Bloomberg 一致预测，EPS 单位为美元

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。
- (2) 广发证券在过去 12 个月内与梦百合(603313)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。