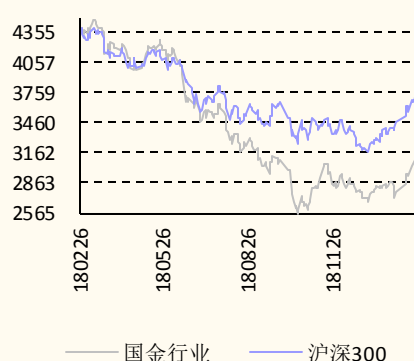


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金轻工造纸指数	3240.42
沪深300指数	3749.71
上证指数	2994.01
深证成指	9167.65
中小板综指	8999.41



相关报告

1. 《新型烟草行业深度报告之二-中烟国际拟上市, 行业爆发再现积极信...》, 2019.2.24
2. 《轻工制造行业策略周报-纸价上涨中长期可持续性相对较弱》, 2019.2.24
3. 《轻工制造行业策略周报-2019年定制家居行业核心竞争力或将...》, 2019.2.17
4. 《轻工制造行业策略周报-行业整体商誉减值风险小, 推荐业绩预增白...》, 2019.2.10
5. 《轻工制造行业周报-地产政策未明之下, 家居卖场业态防御性更强》, 2019.1.27

揭力

分析师 SAC 执业编号: S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

袁艺博

分析师 SAC 执业编号: S1130519020005
yuanyibo@gjzq.com.cn

总体业绩增速放缓, 包装板块异军突起

投资建议

- **行业策略:** 我们认为, 2018 年轻工制造行业整体收入与业绩增速, 较 2017 年将出现明显放缓。而在三大子行业中, 包装印刷尤其是纸包装板块可能是增长最好的领域, 主要系由于触发了与造纸行业的跷跷板效应。同时, 我们认为, 业务多元化的包装公司增长确定性更强。家用轻工板块受地产后周期效应减弱和商誉减值等因素的影响, 2018 年 Q4 和全年净利润恐将延续下滑趋势。对于定制家居板块我们认为今年价格战将深化。造纸板块由于行业景气度降低, 导致相关企业在 2018 年内业绩增长波动较大, 在今明两年新产能投放预期之下, 纸价上涨存在难度。因此, 推荐业绩增长相对稳定, 以及有较强消费品属性的标的。
- **推荐组合:** 劲嘉股份、吉宏股份、欧派家居、我乐家居、中顺洁柔。

行业观点

- **轻工制造行业 Q3 单季营收与业绩增速大幅放缓, Q4 这一情况恐将延续。** 2018 年前三季度, 行业收入增速同环比分别下降 8.29pct. 和 4.71pct., 预计 Q4 收入增速将持续放缓。另一方面, 剔除 2018 年内上市次新股之后, 前三季度收入增速低于包含次新股的增速。相对来说, 2018 年内新上市公司并没有对行业整体营收增速放缓形成明显拖累。利润端, 去年前三季度增速同环比分别下降 43.03pct. 和 6.87pct., 且 Q3 单季出现负增长, 在商誉减值的影响之下, 预计 Q4 单季利润下滑幅度可能扩大。
- **包装印刷: 纸包装板块盈利边际改善, 多元业务助增长。** 2017 年由于原材料大涨, 使得很多小企业的制造成本激增, 导致产品交货延期, 中小包装厂被迫退出客户供应商名单。该情况在 2018 年内持续深化, 纸包装上市公司年内收入增速呈现逐季提升的态势, Q3 板块营收增速同环比分别提升 13.22pct. 和 4.40pct., 预计 Q4 将延续该趋势。叠加预期包装纸价格承压, 看好今年纸包装企业盈利边际的持续改善, 同时也看好主业稳健, 多元化业务发展的相关标的。
- **家用轻工: 商誉减值将导致板块利润增长加速放缓。** 家居板块收入增速贡献由 2017 年 Q3 的 8.35pct. 下降至 2018 年 Q3 的 4.93pct., 从这个角度看, 家居板块收入增长大幅放缓成为家用轻工板块增长降速的主要原因。另一方面, 由于曲美家居并购融资所产生费用增加财务费用导致公司亏损, 以及喜临门、金洲慈航等个股商誉减值业绩预亏的影响, 家用轻工板块 Q4 和全年净利润恐将延续下滑趋势。
- **造纸板块: 行业整体景气度下行, 企业增长出现乏力。** 2018 年, 造纸及纸制品行业营收同比下滑 9.7%, 行业内企业亏损额增加 95.37%, 叠加成品纸价格在 18 年内的表现, 行业景气度已处下行趋势。2018 年 Q4 纸价基本都低于 17 年同期, 预计年全年造纸板块的收入与净利润增速较 2017 年将大幅降低。个股中太阳纸业和中顺洁柔则业绩增速波动相对较小。而山鹰纸业等龙头包装纸企海外布局外废回收体系, 预计中长期成本优势将逐步体现。

风险提示

- 人民币汇率剧烈波动的风险; 房地产销售持续大幅下滑的风险; 上市公司通过价格竞争后, 市占率提升不及预期的风险; 侵犯 IQOS 专利保护的风险; 职业经理人、核心技术人员或核心销售人员流失的风险; 商誉减值的风险。

内容目录

2018 年，轻工制造行业整体收入与业绩增速将放缓，包装印刷行业颇有亮点	5
轻工制造行业 Q3 单季营收与业绩增速大幅放缓，Q4 这一情况恐将延续	5
包装印刷：纸包装板块盈利边际改善，多元业务助增长	7
我们认为，包装印刷作为传统中游行业，具备多元化业务的标的将更具业绩确定性	8
家用轻工：商誉减值将导致板块利润增长加速放缓	13
今年定制家居行业价格战将深化	16
造纸板块：行业整体景气度下行，企业增长出现乏力	18
行业内重点公司简介	24
合兴包装：外延式并购增厚营收，经营效率已开始改善	24
劲嘉股份：非烟标业务增长强劲，大健康布局再下一城	25
吉宏股份：坚守创意本源，一体三面协同发展	26
欧派家居：Q4 增长有加速可能，全国产能布局尤为可期	27
我乐家居：收入延续稳增，净利润增幅扩大	28
索菲亚：开启以价格谋增长之路，橱柜年内盈亏平衡	29
尚品宅配：引流效应有减弱，加盟店经营相对良好	30
中顺洁柔：高盈利新品推广顺利，“全渠道发展”红利释放	31
风险提示	32
人民币汇率剧烈波动的风险	32
房地产销售持续大幅下滑的风险	32
上市公司通过价格竞争后，市占率提升不及预期的风险	32
国内卷烟产销大幅下降的风险	32
侵犯 IQOS 专利保护的风险	32
国内新型烟草相关政策推进不达预期的风险	32
环保政策松动，被关停产能复产的风险	32
职业经理人、核心技术人员或核心销售人员流失的风险	32
商誉减值的风险	32

图表目录

图表 1：重点推荐公司盈利预测与估值	5
图表 2：2018 年前三季度行业营收保持两位数增长	5
图表 3：2018 年 Q3 单季行业营收增速跌破 10%	5
图表 4：2018 年前三季度行业净利润增速放缓明显	6
图表 5：18 年三季度轻工制造行业净利润出现下滑	6
图表 6：2018 年前三季度轻工制造行业毛利率同比降低	6

图表 7: 轻工制造行业单季度毛利率情况.....	6
图表 8: 2018 年前三季行业销售费用率保持提升.....	7
图表 9: 轻工制造行业单季度费用率情况.....	7
图表 10: 2018 年内纸包装板块收入增速逐季提升.....	7
图表 11: 受益收入增速纸包装板块利润端增长应反转.....	7
图表 12: 2018Q3 纸包装行业毛利率同环比均提升.....	8
图表 13: 纸包装行业盈利能力改善明显.....	8
图表 14 包装印刷板块已披露 2018 年业绩预告的个股.....	8
图表 15: 劲嘉股份营收情况.....	9
图表 16: 劲嘉股份归母净利润增长情况.....	9
图表 17: 公司与云南中烟达成战略合作.....	9
图表 18: 劲嘉旗下各代电子雾化烟产品.....	10
图表 19: 新型烟草烟具生产为公司新增营收测算.....	11
图表 20: 吉宏股份近年前五大客户情况.....	11
图表 21: 吉宏股份外卖（外带）包装产品.....	12
图表 22: 吉宏股份精准营销模式.....	12
图表 23: 公司跨境电商业务收入变化（单位：亿元）.....	13
图表 24: 公司跨境电商业务收入占比.....	13
图表 25: 吉宏股份电商业务月均销售额变化（单位：万元）.....	13
图表 26: 跨境通自营网站月均销售额（单位：百万美元）.....	13
图表 27: 家用轻工营收增长情况.....	14
图表 28: 家用轻工单季营收增长情况.....	14
图表 29: 家居板块营收增速.....	14
图表 30: 家居板块单季营收增速.....	14
图表 31: 2018 年家居行业主营收入下滑.....	15
图表 32: 家用轻工板块净利润增速负增长.....	15
图表 33: 家用轻工板块单季净利润增速.....	15
图表 34: 家居子行业已披露业绩预告个股情况.....	15
图表 35: 定制衣柜和成品衣柜价格对比，定制柜价格明显高.....	16
图表 36: 欧派家居单位出厂价&单位成本.....	17
图表 37: 索菲亚单位出厂价&单位成本.....	17
图表 38: 好莱客单位出厂价&单位成本.....	17
图表 39: 志邦股份单位出厂价&单位成本.....	17
图表 40: 头部定制公司的单位产品毛利率变化情况.....	18
图表 41: 兴利（香港）控股毛利率情况（%）.....	18
图表 42: 韩国汉森毛利率情况（%）.....	18
图表 43: 造纸及纸制品行业累计营收&增速.....	19
图表 44: 造纸及纸制品行业当月营收&增速.....	19
图表 45: 造纸及纸制品行业销售利润率（%）.....	19

图表 46: 造纸及纸制品企业亏损加速.....	19
图表 47: 浆纸系纸品价格走势.....	20
图表 48: 废纸系纸品价格走势.....	20
图表 49: 造纸行业收入增速.....	20
图表 50: 造纸行业单季收入增速.....	20
图表 51: 造纸行业净利润增速.....	21
图表 52: 造纸行业单季净利润增速.....	21
图表 53: 已披露业绩预告的上市造纸公司情况.....	21
图表 54: 2018 年外废配额集中度.....	22
图表 55: 2017 年外废配额集中度.....	22
图表 56: 废黄板纸价格走势.....	22
图表 57: 山鹰纸业单季毛利率变化与纸价、成本的关系.....	23
图表 58: 合兴包装公司基本情况.....	24
图表 59: 劲嘉股份公司基本情况.....	25
图表 60: 吉宏股份公司基本情况.....	26
图表 61: 欧派家居公司基本情况.....	27
图表 62: 我乐家居公司基本情况.....	28
图表 63: 索菲亚公司基本情况.....	29
图表 64: 尚品宅配公司基本情况.....	30
图表 65: 中顺洁柔公司基本情况.....	31

图表 1：重点推荐公司盈利预测与估值

公司简称	股价	市值(亿元)	EPS			PE			PB	评级
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
中顺洁柔	8.69	111.81	0.33	0.44	0.58	26	20	15	3.4	买入
吉宏股份	18.00	35.50	1.78	2.84	3.72	10	6	5	5.2	买入
劲嘉股份	9.61	143.65	0.48	0.59	0.78	20	16	12	2.2	买入
合兴包装	5.37	62.80	0.24	0.33	0.43	22	16	12	2.3	买入
我乐家居	11.28	25.49	0.52	0.75	1.11	22	15	10	3.2	买入
欧派家居	95.07	399.48	3.88	4.83	6.14	25	20	15	5.6	买入
索菲亚	18.70	172.68	1.19	1.50	1.88	16	12	10	3.6	买入
尚品宅配	80.00	158.94	2.63	3.65	5.14	30	22	16	5.3	增持

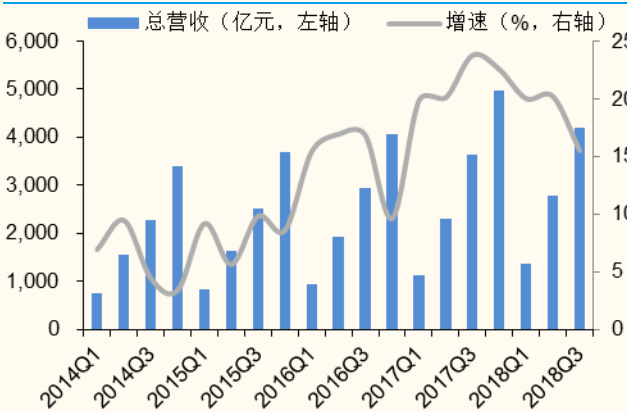
来源：wind，国金证券研究所，注：股价为 2019 年 3 月 1 日收盘价

2018 年，轻工制造行业整体收入与业绩增速将放缓，包装印刷行业颇有亮点

轻工制造行业 Q3 单季营收与业绩增速大幅放缓，Q4 这一情况恐将延续

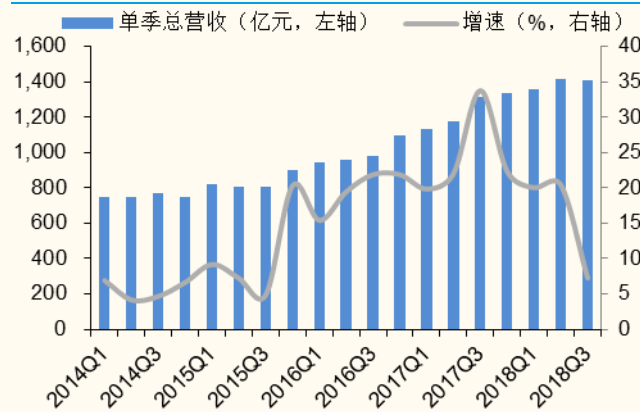
- 行业整体收入预计仍能保持两位数增长。2018 年前三季度，轻工制造行业整体实现营收 4,187.58 亿元，同比增长 15.51%，增速同环比分别下降 8.29pct.和 4.71pct.。地产下行压制家居板块上市公司收入增速提升，成品纸价格上涨疲弱，以及下游消费品需求减弱等因素，造成了 18 年前三季度行业整体营收增速呈现放缓趋势，且我们预计该趋势在 18 年 Q4 可能将深化。另一方面来看，2018 年轻工制造行业新增上市公司顶固集创、仙鹤股份、倍加洁和中源家居，若剔除新股上市的影响来看，营收增速为 15.38%。相对来说，2018 年内新上市公司并没有对行业整体营收增速放缓形成明显拖累。单季营收方面，行业整体增速已跌破 10%降至 7.24%，增速同环比分别下降 26.54pct.和 13.20pct.。

图表 2：2018 年前三季度行业营收保持两位数增长



来源：wind，国金证券研究所

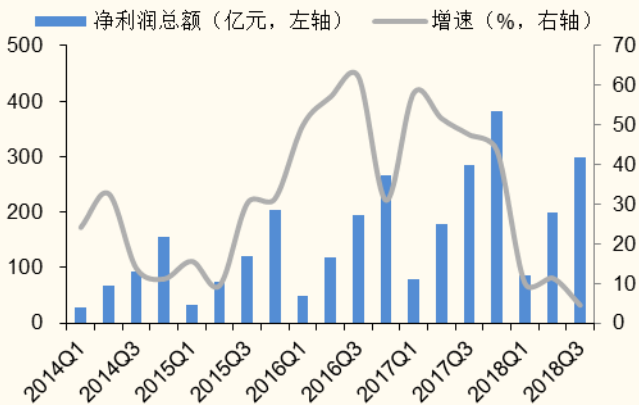
图表 3：2018 年 Q3 单季行业营收增速跌破 10%



来源：wind，国金证券研究所

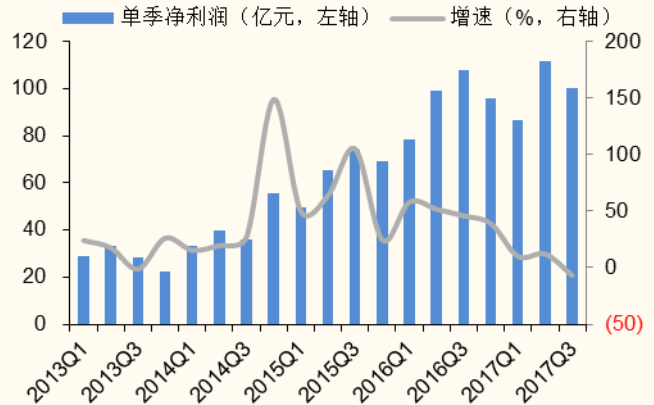
- 18 年前三季度行业累计净利润增速进一步放缓，Q3 单季利润现负增长。2018 年前三季度，轻工制造行业实现净利润总额 298.55 亿元，同比增长 4.49%，增速同环比分别下降 43.03pct.和 6.87pct.。从单季度数据来看，轻工制造行业三季度净利润下滑 6.86%，自 2015 年以来行业首次出现单季度业绩下滑。在 18 年 Q4 收入增速可能进一步放缓的预期之下，我们认为 2018 年全年行业净利润层面的增长压力不容小觑，且由于商誉减值风险爆发，喜临门、金洲慈航等公司大幅计提商誉导致 18 年业绩亏损，预计将进一步拖累行业 Q4 单季度利润，业绩下滑幅度恐进一步扩大。

图表 4：2018 年前三季度行业净利润增速放缓明显



来源：wind，国金证券研究所

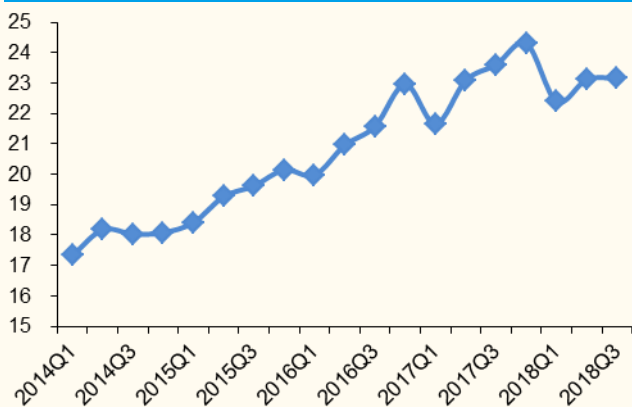
图表 5：18 年三季度轻工制造行业净利润出现下滑



来源：wind，国金证券研究所

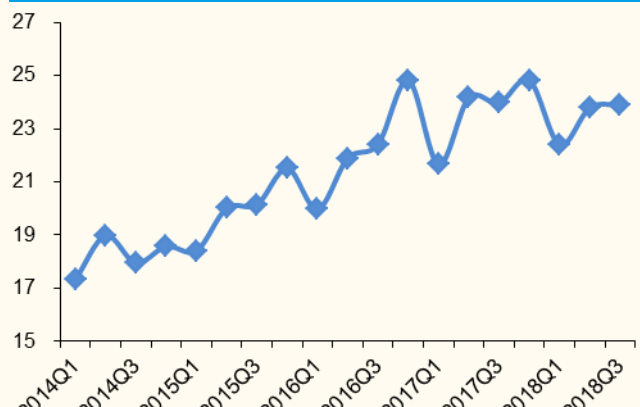
- 毛利率的同比下降和销售费用率的提升，对行业整体利润的增长形成压制。2018 年前三季度和 Q3 单季，轻工制造行业综合毛利率分别为 23.16%和 23.89%，而与 2017 年同期相比分别下降 0.07pct.和 0.45pct.，行业整体盈利率略有下降。各项费用率方面，由于研发费用从管理费用中的剥离，2018 年前三季度行业管理费用率出现明显下降，同环比分别降低 1.28pct.和 1.42pct.。但销售费用率则是无论从前三季度还是第三季的情况来看，皆出现一定程度提升。叠加行业毛利率水平同比降低，致使行业整体利润增长放缓。Q4 伴随圣诞节、元旦节和春节的临近，轻工行业中具备消费品属性的子板块，基本也都进入了密集促销时期，预计将继续推高行业整体销售费用率。

图表 6：2018 年前三季度轻工制造行业毛利率同比降低



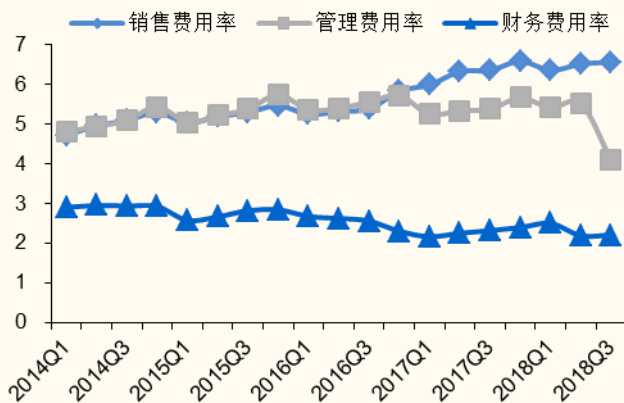
来源：wind，国金证券研究所

图表 7：轻工制造行业单季度毛利率情况



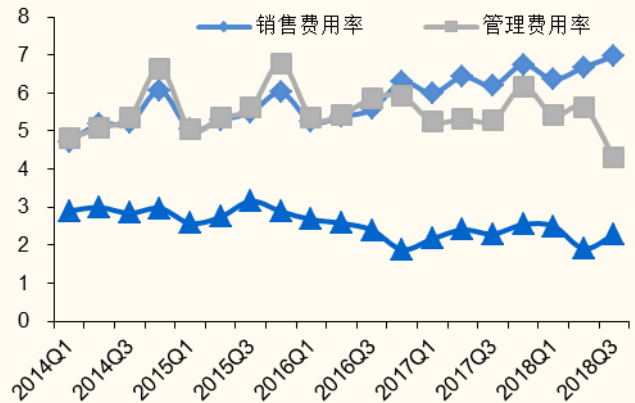
来源：wind，国金证券研究所

图表 8：2018 年前三季行业销售费用率保持提升



来源：wind，国金证券研究所

图表 9：轻工制造行业单季度费用率情况

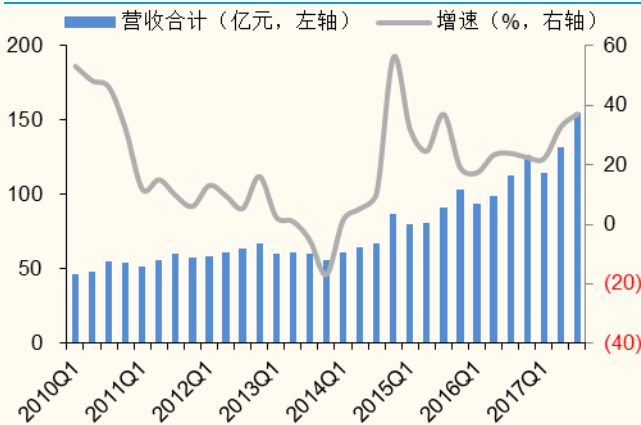


来源：wind，国金证券研究所

包装印刷：纸包装板块盈利边际改善，多元业务助增长

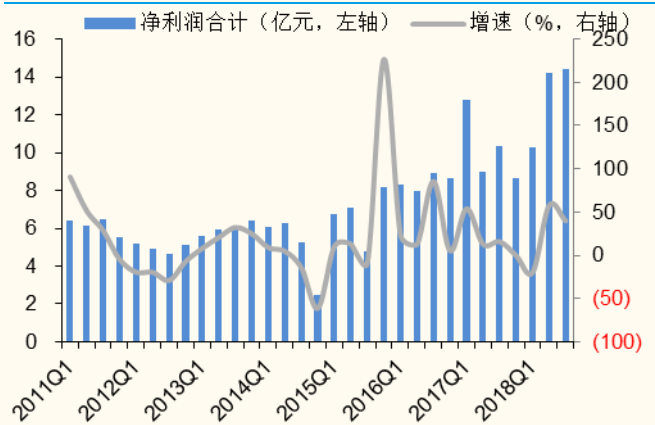
- 上市纸包装企业营收增速快速恢复。2017 年由于原材料大涨，特别是纸包装行业，箱板瓦楞纸的大涨，使得很多小企业的制造成本激增。而此类企业由于缺乏议价能力，与下游采购商基本采取锁量定价的供货合同，在原材料涨价的情况下，企业的利润空间被大幅压缩，导致很多小企业选择停产甚至关厂。导致下游客户将订单转向大厂，中小企业被迫退出客户采购名单，且订单一旦转手大厂，小企业再想进入采购名单难度极高。而该种情况在 2018 年内持续深化，纸包装上市公司在年内收入增速呈现逐季提升的态势，Q3 纸包装板块营收增速 37.07%，同环比分别提升 13.22pct. 和 4.40pct.。同时，受益于收入端的稳态改善，纸包装板块净利润增速也在年内迎来反转，Q1 板块整体净利润下滑 19.64%，Q2 净利润增速实现反转，且 Q3 延续高速增长趋势，同比提升 23.88pct.。

图表 10：2018 年内纸包装板块收入增速逐季提升



来源：wind，国金证券研究所

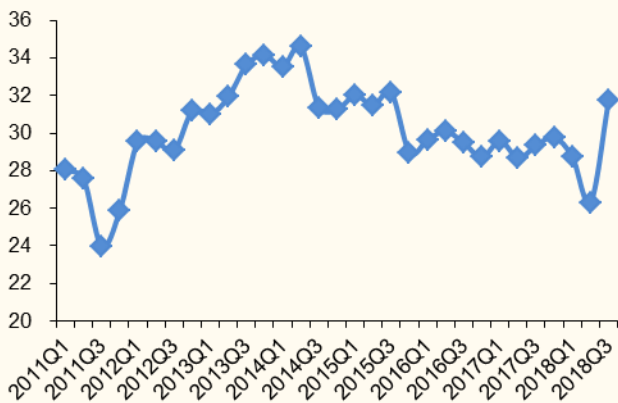
图表 11：受益收入增速纸包装板块利润端增长应反转



来源：wind，国金证券研究所

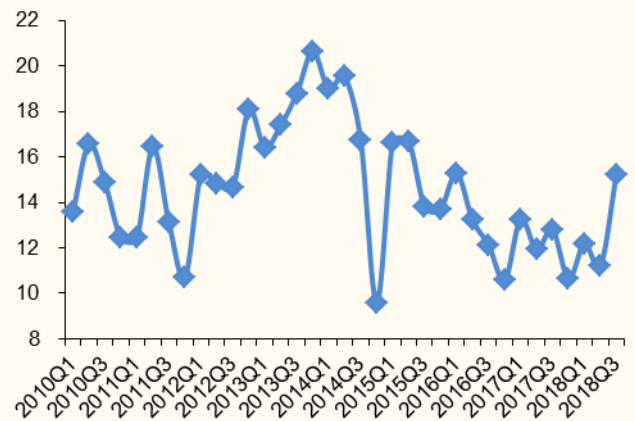
- 2018 年内包装纸价格承压，纸包装板块盈利能力改善，预期该趋势今年持续。包装纸和纸包装行业存在跷跷板效应，2018 年内箱板瓦楞纸价格上涨承压。而在该背景之下，使得自 2017 开始的纸包装行业成本端高压状态得以缓解。2018 年前三季度，纸包装包装板块平均毛利率 31.72%，同环比分别提升 2.38pct. 和 5.41pct.，净利率为 15.23%，同环比分别提升 2.44pct. 和 4.01pct.，纸价上涨承压之下，纸包装行业整体盈利能力正逐步加强。我们预期今明两年为包装纸行业产能投放大年，且在下游消费需求下降的情况下，尽管包装纸企业成本端压力仍在，但向下游传导的能力可能弱化，纸包装企业原材料采购成本存在进一步降低可能。因此，我们预计包装印刷行业，尤其是纸包装板块将会是 2018 年轻工制造行业中收入与业绩增长最好的领域，且盈利能力也将呈现逐步恢复趋势。

图表 12: 2018Q3 纸包装行业毛利率同环比均提升



来源: wind, 国金证券研究所

图表 13: 纸包装行业盈利能力改善明显



来源: wind, 国金证券研究所

图表 14 包装印刷板块已披露 2018 年业绩预告的个股

公司	2017 年净利润增速	预告 2018 年净利润增速下限	预告 2018 年净利润增速上限
珠海中富	115.45	-79.00	-70.00
永新股份	1.81	0.00	10.00
东港股份	-2.89	10.00	40.00
劲嘉股份	5.45	20.00	30.00
合兴包装	60.79	50.00	80.00
鸿博股份	-68.40	-90.00	-45.00
通产丽星	51.10	65.71	113.05
美盈森	57.90	15.00	30.00
浙江众成	-73.23	-50.00	0.00
顺灏股份	7.02	-20.00	20.00
双星新材	-43.88	330.00	380.00
盛通股份	152.81	29.67	62.08
奥瑞金	-40.16	0.00	20.00
王子新材	0.12	0.00	30.00
昇兴股份	-45.35	-50.00	0.00
华源控股	-13.24	-48.54	-27.10
环球印务	-16.34	20.00	40.00
吉宏股份	95.63	130.00	170.00
恩捷股份	-5.72	188.60	238.56
裕同科技	6.17	0.00	5.00
新宏泽	-5.40	-10.00	10.00
英联股份	-18.04	-15.00	10.00
万顺股份	-4.02	45.00	55.00
海顺新材	1.13	0.00	15.00
紫江企业	142.21	-55.00	-25.00
界龙实业	307.98	-137.17	-130.98
宝钢包装	39.03	367.48	548.44

来源: 公司公告, 国金证券研究所

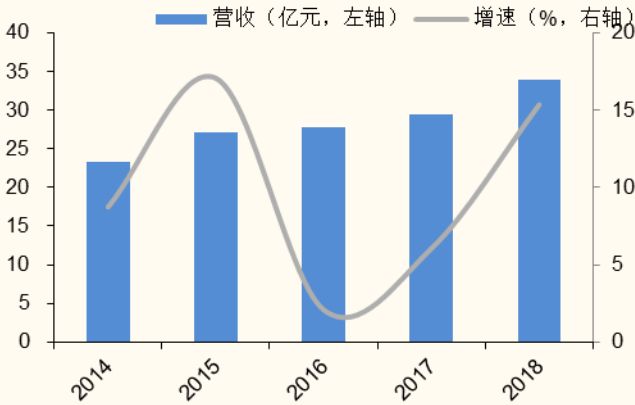
我们认为, 包装印刷作为传统中游行业, 具备多元化业务的标的将更具业绩确定性

■ 劲嘉股份: 布局千亿级新型烟草行业, 客户资源优势助力占先机

■ 公司以烟标业务为基。公司是中国卷烟包装领军企业, 主要产品为高

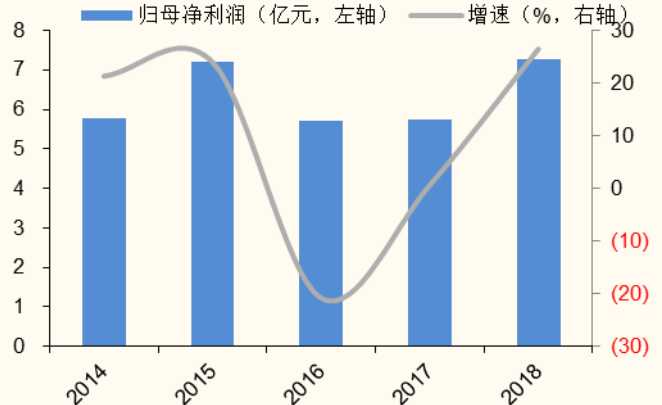
技术和高附加值的烟标、高端知名消费品牌包装及相关镭射包装材料镭射膜和镭射纸。受益于烟草行业整体复苏，以及产品结构调整，2018年预计实现营收33.73亿元，增长14.51%，归母净利润7.27亿元，同比增长26.49%。

图表 15：劲嘉股份营收情况



来源：wind，国金证券研究所

图表 16：劲嘉股份归母净利润增长情况



来源：wind，国金证券研究所

- 公司与各中烟公司有深厚的合作基础，新型烟草领域与云南中烟强强联合。公司自成立以来，就在烟标业务上与各中烟公司有密切合作。除此之外，公司在2006年与江苏中烟组建江苏劲嘉新型包装有限公司，在2008年旗下子公司安徽安泰与安徽中烟签订长期合作协议。截至目前公司已经与全国17个中烟公司中的16个进行了业务上的合作与往来。过去良好的合作关系也为公司进军新型烟草领域，与中烟公司开展新业务上的合作奠定了基础。2018年8月28日公司发布公告，将与云南中烟建立战略合作伙伴关系，共同推进双方在新型烟草制品领域的技术研发、产品生产及销售推广，共同扩大双方在新型烟草行业的竞争力和影响力。具体而言，此次合作涉及科研、产品、品牌、渠道、经营五个维度，有助于公司拓展新型烟草领域优质客户资源，进一步提升公司在新型烟草领域的影响力，促进公司在新型烟草领域业务的布局与发展。

图表 17：公司与云南中烟达成战略合作

合作方向	合作内容
科研	联合开展新型烟草制品技术研究，紧跟发展趋势及消费需求，探索电子技术在产品中的创新与应用。
产品	抢抓市场机遇，主动引领，联合开展新型烟草制品研发。
品牌	共同打造新型烟草制品联合品牌，联合开展品牌宣传及推广
渠道	充分利用双方的市场信息及渠道资源，共同建立双方共享的新型烟草制品销售渠道。
经营	共享双方的生产、销售渠道资源，开展双方品牌及联合品牌产品的生产及销售。

来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司电子雾化烟产品已经发展到第三代，且具备加热不燃烧设备制造能力。公司于2014年进入烟草后市场领域，并成立全资子公司劲嘉科技，主要致力于电子烟及智能健康烟具等新型烟草产品的设计、研发、生产、营销及服务。截至目前劲嘉科技已经先后开发出三代电子雾化烟产品：

- **MEGA1**。2015年4月劲嘉科技在深圳发布自行研制的首款智能烟具MEGA1。MEGA1是一款集智能可控温度的低温烘烤机构与带有增雾组件合二为一的产品。在使用时，只需直接插入市面销售的卷烟，同时在吸烟时还可以选择打开增雾装置，产生足够烟雾，以满足烟民的吸烟体验。
- **蒸汽生活共享电子雾化烟**。劲嘉科技于2017年推出公司的第二代电子雾化烟。这一代电子雾化烟主打“共享”概念，所谓共享电子烟即消费模式的共享。此款产品共享的是电子烟的电池，即让用户将使用完的产品返回厂家，回收循环利用其中的锂电池。该款产品也体现出公司对于吸食电子烟时的口感与体验的重视，针对烟民的不同需求设置了“初丁”、“老炮”、“烟神”三种不同口味。
- **EXTRAS 电子雾化烟**。该款产品是劲嘉科技的最新一代电子雾化烟产品，于2018年9月于公司的京东旗舰店上市。此款EXTRAS电子雾化烟无论在外形还是使用方式上都更接近iQOS，通过将装有烟油的烟弹旋进烟具主机上并加热，从而产生烟雾供吸烟者吸食。其所使用的烟弹为劲嘉科技自行生产，专供EXTRAS烟具使用。

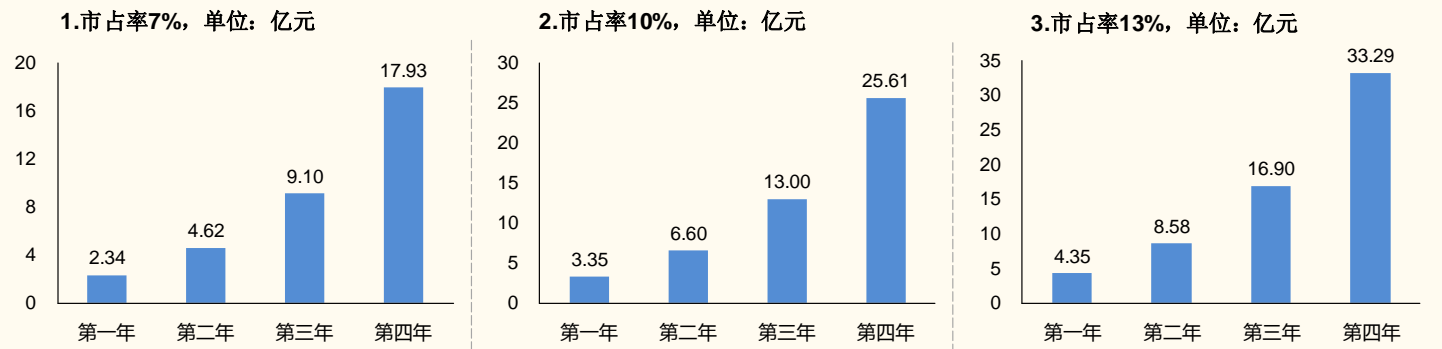
图表 18：劲嘉旗下各代电子雾化烟产品



来源：蒸汽生活京东官网，国金证券研究所

- **公司有望分得新型烟草烟具市场份额**。新型烟草制品中，烟弹由于含有烟草而必然为专卖品。但是烟具部分由于并不涉及专卖，很有可能会由中烟公司委任给第三方公司代工生产。如目前云南中烟出品的Webacco Mate1系列，其烟具即是委任深圳华玉科技有限公司代工生产。由于公司与云南中烟已达成战略合作，未来双方推出新的加热不燃烧烟具很有可能由公司进行代工生产。除此之外，考虑到公司与其他中烟公司良好的合作关系，一旦公司所生产的烟具被市场新型烟草消费者所认可，不排除会有其他中烟公司与劲嘉在烟具代工生产上的合作。如果按照公司当前在烟标业务中的市场份额6.9%计算，结合我们之前对于新型烟草市场规模的预估，烟具生产有望在几年内为公司创造超过10亿元的营收。

图表 19：新型烟草烟具生产为公司新增营收测算



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 吉宏股份：包装为体、营销+电商为翼，业务融合振翅

- 头部客户资源稳定，大客户流失导致业绩大幅波动风险较小。目前公司包装产品主要覆盖快消品行业，包括日化用品、食品饮料等领域，客户主要包括伊利、恒安、金红叶、纳爱斯和立白等国内知名企业。公司的客户策略是将资源聚焦于头部客户，从新客户开发起三年内做到客户包材供应商的前三名，否则公司有可能会主动放弃。从公司过往前五大客户相关数据来看，客户资源保持稳定，其中伊利和恒安长期为公司收入贡献前两大企业，尤其是伊利贡献收入在总收入中占比基本都保持在 60%左右。公司包装业务现阶段仍对第一大客户伊利有较高的依存度，但是我们认为出现客户流失导致业绩大幅波动的可能极小。

图表 20：吉宏股份近年前五大客户情况

2014			2015			2016			2017		
客户	贡献收入(万元)	在总收入占比	客户	贡献收入(万元)	在总收入占比	客户	贡献收入(万元)	在总收入占比	客户	贡献收入(万元)	在总收入占比
伊利	25226.48	67.27%	伊利	33900.5	65.93%	伊利	36973.21	66.40%	伊利	64853.22	57.26%
恒安	4852.84	12.94%	恒安	5867.73	11.41%	恒安	5217.72	9.37%	恒安	5784.18	5.11%
加意包装	2747.42	7.33%	加意包装	2243.63	4.36%	加意包装	2927.07	5.26%	吉联包装	4958.31	4.38%
纳爱斯	1509.49	4.03%	纳爱斯	1594.59	3.10%	良品铺子	1738.23	3.12%	银鹭	2782.64	2.46%
阳光照明	900.28	2.40%	阳光照明	1565.79	3.05%	纳爱斯	1557.68	2.80%	加意包装	2244.83	1.98%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 收购安徽维致，切入快餐包装领域，打造新的业务增长点。18年9月13日，公司披露以1,075万元收购宁波宏恪持有的安徽维致33%的股权。该公司成立于2009年8月，从事环保纸容器产品的应用开发、策划并提供解决方案，拥有年产纸容器10亿只的产能。目前安徽维致下游客户包括肯德基和汉堡王等三大国际快餐连锁品牌以及瑞幸咖啡和华莱士等本土品牌客户。后续外卖包装限塑政策力度若持续提高，类似上海将把外卖（外带）用塑料制品全面替换为淋膜纸碗的做法或有望在全国推广，则安徽维致将获得发展良机。同时，外卖（外带）包装也是很好的流量入口，与公司的精准营销业务有协同发展的可能。

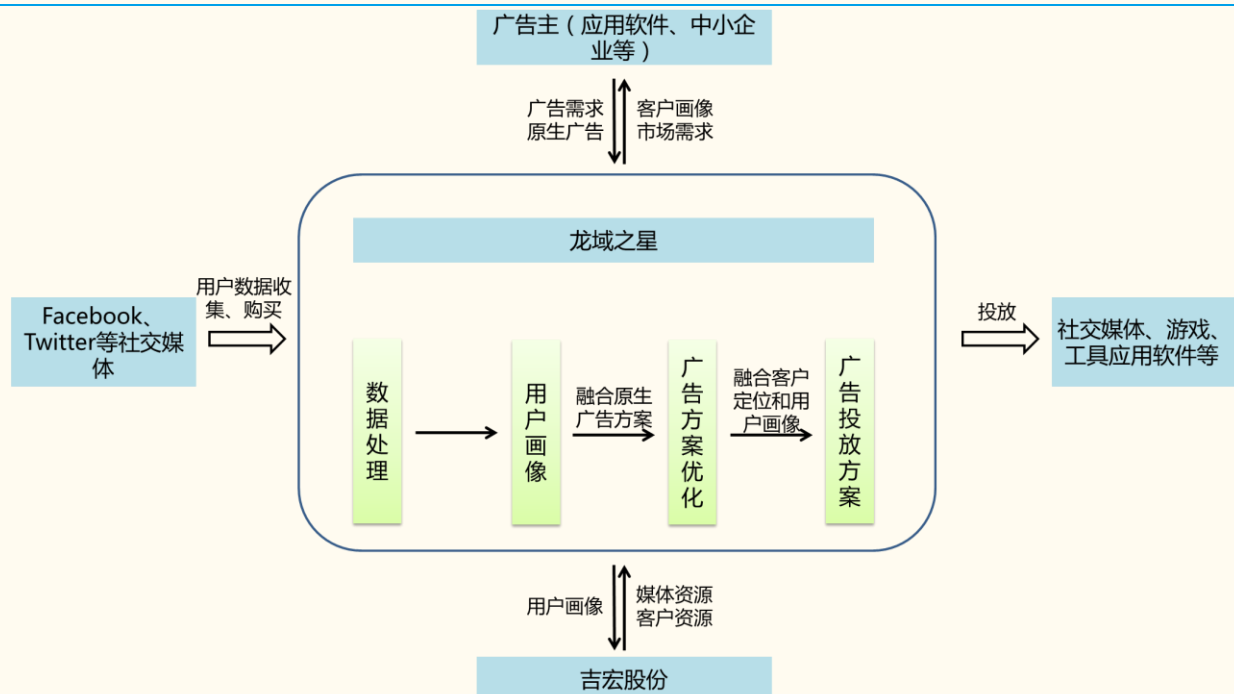
图表 21: 吉宏股份外卖 (外带) 包装产品



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 收购龙域之星, 进军精准营销市场。**今年 3 月, 公司与正奇信息共同收购北京龙域之星科技有限公司 100%。龙域之星主营包括技术推广服务、软件开发、广告设计和制作等业务, 收购完成后公司正式切入精准营销业务领域。2017 年, 龙域之星营收仅 6,441.97 万元, 但在完成收购后, 凭借公司在广告设计、业务管理以及各类媒体资源优势的补充之下, 今年前三季度精准营销方面收入达到 1.6 亿元左右。我们认为, 公司前身就主要以广告业务为核心, 已有多年经营经验和行业资源, 收购龙域之星后两家公司能够相互补充, 进一步完善各类资源整合。

图表 22: 吉宏股份精准营销模式

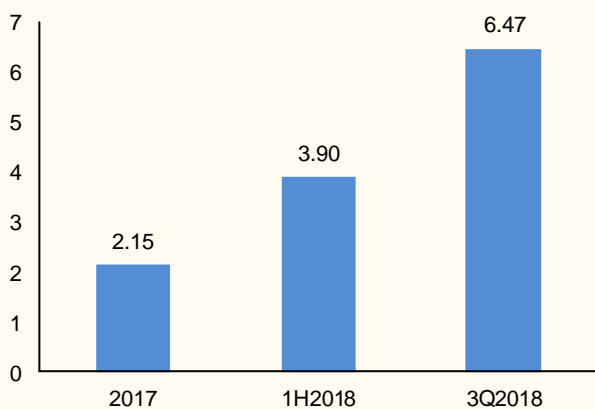


来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 跨境电商业务驱动公司业绩的强劲增长。**公司自 2017 年 8 月份开始开展跨境电商业务, 截至 2017 年底营收 2.15 亿元, 贡献了全年营收的 19%, 净利润达到 3,603.79 万元, 在公司净利润总额中占比 25.26%。在电商业务的带动下, 公司 2017 年营收与归母净利润分别同比增长

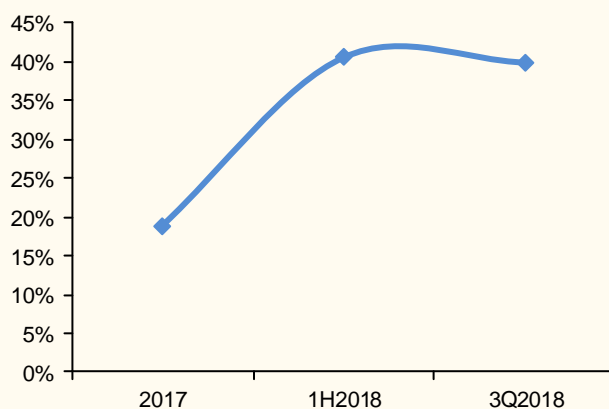
98.74%/86.14%。跨境电商业务在公司营收中的占比持续提升，到今年三季度达到 40%。跨境电商业务的快速成长使其成为公司业绩的重要驱动力。

图表 23：公司跨境电商业务收入变化（单位：亿元）



来源：公司年报，国金证券研究所

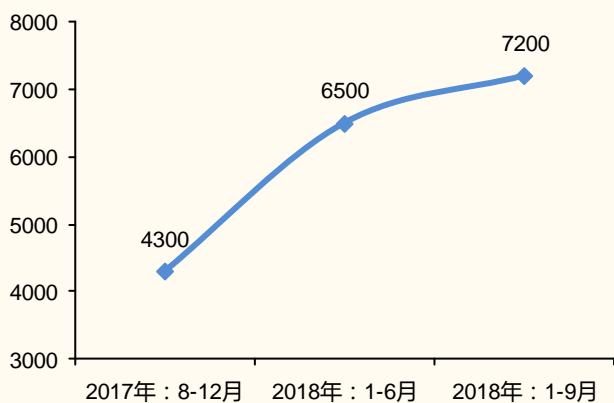
图表 24：公司跨境电商业务收入占比



来源：公司年报，国金证券研究所

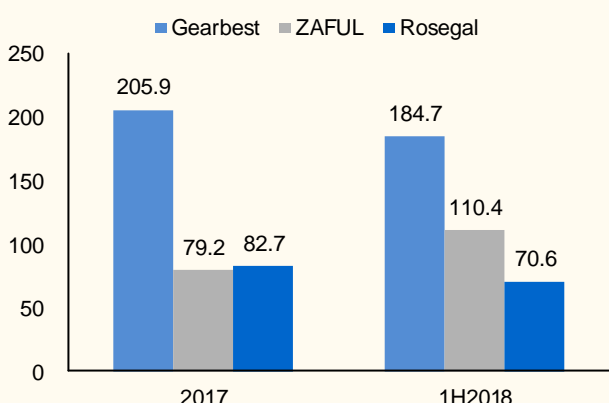
- **跨境电商经营效率持续增长。**公司对于跨境电商业务持续加码，业务团队人数由 2017 年底的 600 余人发展至 2018 年三季度末的 800 余人，产品 SKU 涵盖千余种。同时，在公司优秀的广告精准匹配能力与广告设计策划能力的加持之下，公司跨境电商的经营效率也在持续成长。2017 年公司跨境电商业务月均销售额 4300 万元，按照销售产品均价 300 元/个估算月均销售产品 14.3 万个；而截至 2018 年三季度末，公司跨境电商月均销售额达到 7200 万元，月均销售产品增至 24 万个。对比跨境通三大自营网站的月销售额变化，公司的跨境电商业务仍处成长期，经营效率处上升通道。

图表 25：吉宏股份电商业务月均销售额变化（单位：万元）



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 26：跨境通自营网站月均销售额（单位：百万美元）

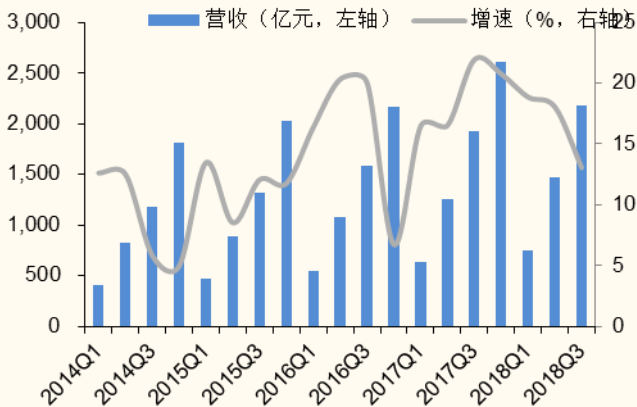


来源：跨境通年报，国金证券研究所

家用轻工：商誉减值将导致板块利润增长加速放缓

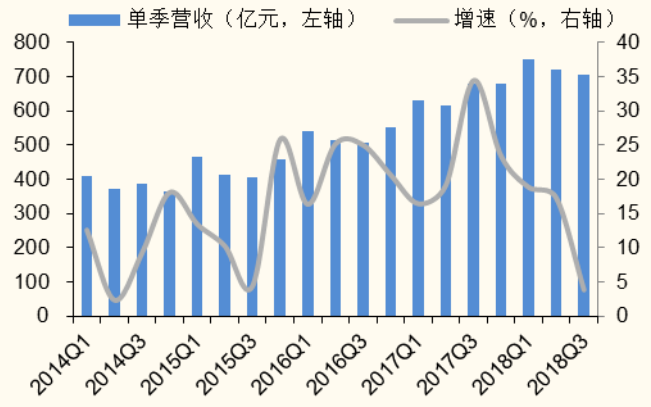
- **18 年前三季板块收入增速超过 10%，但单季仅个位数增长。**2018 年前三季，家用轻工板块整体营收 2,182.52 亿元，同比增长 13.04%。相较于 2017 年同期板块收入增速呈放缓态势，但整体增长情况仍相对偏好。可是从单季度数据来看，Q3 家用轻工板块收入 707.49 亿元，同比仅增长 3.87%，环比来看收入下滑了 1.86%，而 2017 年 Q3 板块营收增长 10.81%。也就是说，截至 2018 年三季度末家用轻工板块收入增长质量逊于 2017 年同期。

图表 27: 家用轻工营收增长情况



来源: wind, 国金证券研究所

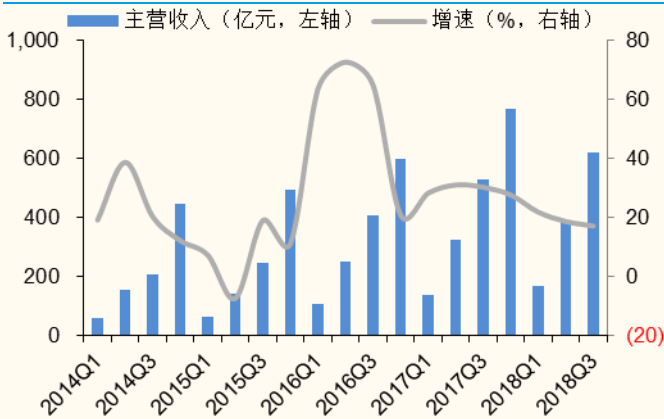
图表 28: 家用轻工单季营收增长情况



来源: wind, 国金证券研究所

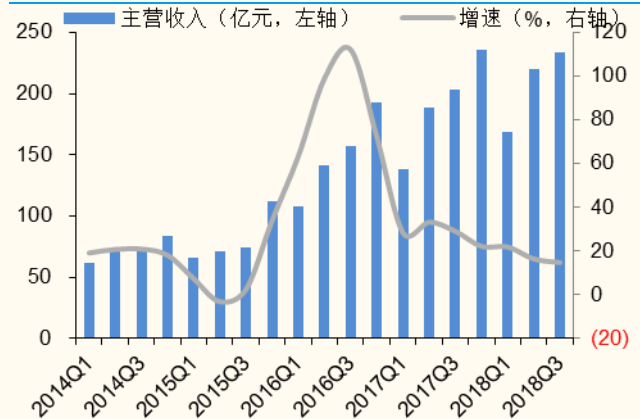
- **家居板块收入增速贡献降低导致家用轻工板块营收增速放缓。**家居子行业作为家用轻工板块中重要领域, 2018 年前三季其营收占板块整体营收的 28.54%。而前三季家居板块营收增速仅 17.27%, 较 2017 年同期下降 13.10pct., 对板块营收增速贡献仅 4.93pct。2017 年同期, 家居板块收入增速 31.15%, 占板块整体营收的 27.51%, 收入增速贡献高达 8.35pct。从这个角度看, 家居板块收入增长大幅放缓成为家用轻工板块增长降速的主要原因。
- 地产后周期效应的减弱, 以及行业竞争加剧 (尤其是定制家居领域) 导致了家居子行业收入增速放缓, 且在地产放开政策尚未明朗的趋势之下, Q4 家居板块收入增长依旧将承受较大压力。虽然从另一方面来看, 在中美贸易战加征关税的预期之下, Q4 内拥有出口业务的家居企业加快了出口业务的推进速度, Q4 外贸收入将会出现相对较好的增长。但 2018 年全年家居行业的收入仅 7,011 亿元, 下滑超过 20%。因此, 我们判断 Q4 家居板块收入端增速大概率将继续放缓。

图表 29: 家居板块营收增速



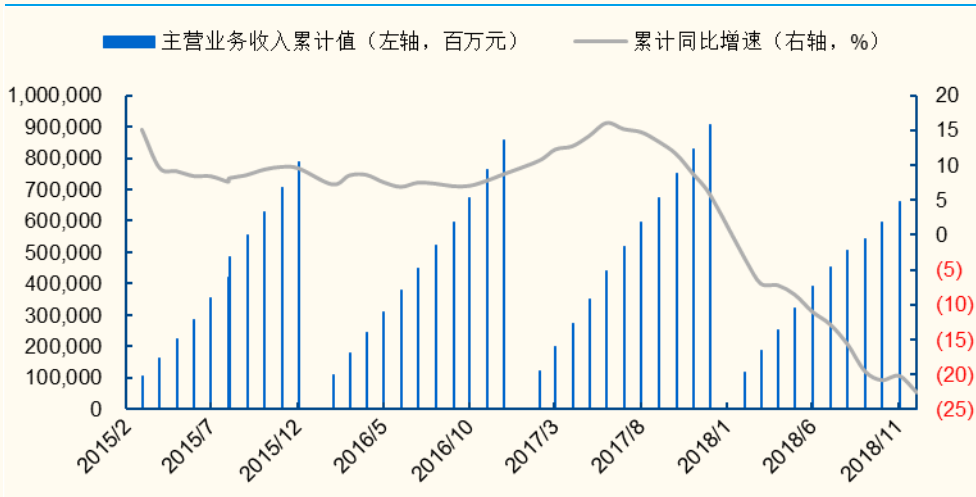
来源: wind, 国金证券研究所

图表 30: 家居板块单季营收增速



来源: wind, 国金证券研究所

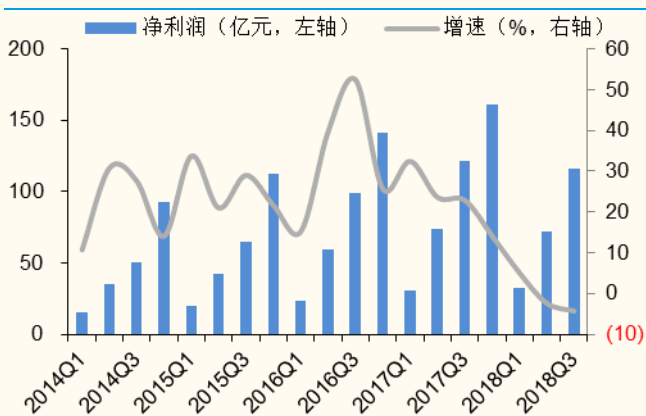
图表 31：2018 年家居行业主营收入下滑



来源：wind，国金证券研究所

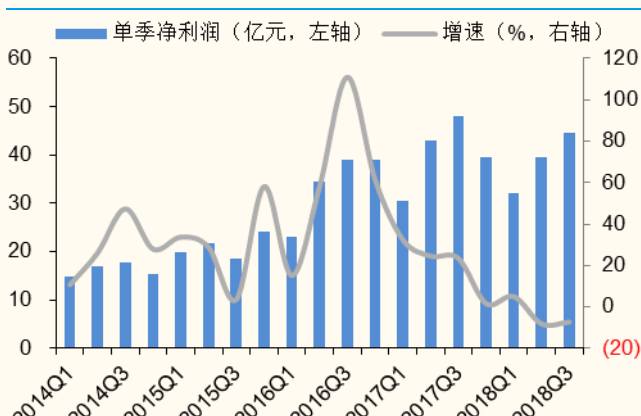
- 家居子行业利润增速放缓叠加商誉减值，家用轻工板块全年利润恐延续下滑。从利润角度考虑，伴随定制家居行业竞争加剧，相关上市公司开始通过价格手段进行竞争，预计价格战对盈利的影响将在 18 年 Q4 期内开始逐步显现。同时，Q4 外贸抢单也存在牺牲利润的可能。因此，预期 18 年 Q4 单季度家居子行业的盈利能力存在一定下降可能，全年净利润增速较 2017 年将大幅降低。其中，定制家居龙头公司欧派家居和索菲亚预计全年净利润增速将分别放缓，12-23pct.和 31-37pct。
- 另一方面，家用轻工板块截至 2018 年前三季度，累计商誉 201.54 亿元，占行业整体累计商誉总额的 69.02%，占板块总资产的 6.23%，净资产的 12.38%。家用轻工板块上市公司，为行业内发生间并购事件的集中领域。其中，曲美家居商誉占净资产比例高达 222.2%，位列板块第一。曲美家居由于收购挪威家居品牌 Ekornes 形成 36.70 亿元的累计商誉，公司公告 2018 年归母净利润预亏 5,600 万元至 8,300 万元，但此次亏损主要系并购融资所产生费用增加财务费用所致，并非由于商誉减值。喜临门、金洲慈航等个股则由于商誉减值，已经公告 2018 年预亏。因此，综合判断，我们认为，家用轻工板块 Q4 和全年净利润恐将延续下滑趋势。

图表 32：家用轻工板块净利润增速负增长



来源：wind，国金证券研究所

图表 33：家用轻工板块单季净利润增速



来源：wind，国金证券研究所

图表 34：家居子行业已披露业绩预告个股情况

	2017 年净利润增速	预告 2018 年净利润增速下限	预告 2018 年净利润增速上限
永安林业	-44.79	-2,063.55	-1,409.03
大亚圣象	38.06	0.00	30.00

威华股份	-14.13	585.41	634.91
升达林业	14.31	-1,485.19	-1,193.57
浙江永强	61.45	-253.36	-189.46
索菲亚	41.89	5.00	10.00
德尔未来	-54.22	10.00	60.00
皮阿诺	17.91	25.00	45.00
尚品宅配	48.74	20.00	30.00
宜华生活	5.69	-36.00	-26.00
喜临门	38.77	-255.15	-237.52
亚振家居	-19.43	-231.03	-214.65
曲美家居	32.71	-133.79	-122.80
欧派家居	37.73	15.00	25.00

来源：公司公告，国金证券研究所

今年定制家居行业价格战将深化

- **定制家居行业内外均具备价格战基础。外部：**我们选取欧派、索菲亚、宜家、宜得利和林氏木业，进行板式衣柜的产品价格对比，欧派和索菲亚的衣柜基本都高于其他三家，从价格上直观判断，定制衣柜的单体产品实际上具备降价空间。而从另一个角度来看，定制衣柜的价格之所以会高于成品柜，其产生溢价则是因为重服务。我们认为，在定制家居销售的各流程环节中，设计可能是溢价最高的。定制家居除了主打尺寸定制之外，还以个性化设计为卖点，但目前来看大部分定制家居公司多以模块化和素材化设计为主，原创设计体现不足设计师引流效果不明显，个性化设计的弱化实际上已经导致了设计溢价的虚高。

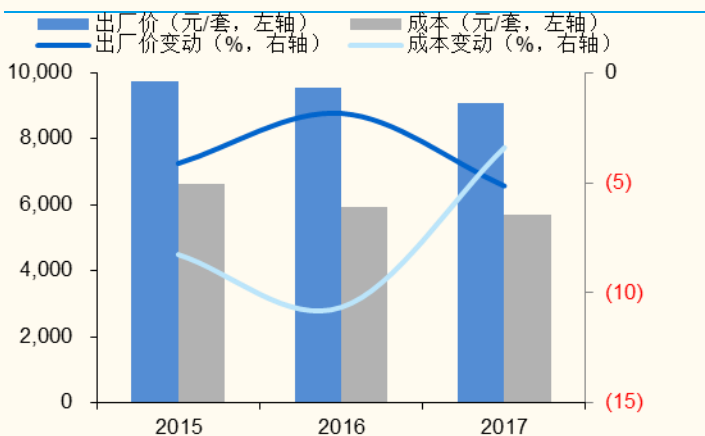
图表 35：定制衣柜和成品衣柜价格对比，定制柜价格明显高

厂家	材料	颜色	尺寸(宽*深*高)	款式	价格
大尺寸(滑门)					
欧派家居	中纤板	-	1.80*0.6*2.2	滑门	约 5700
索菲亚	中纤板	白色	1.80*0.6*2.2	滑门	约 4300
林氏木业	中纤板	白色	1.893*0.619*2.243	滑门	4109 (原价 5760)
宜得利	高密度中纤板	红色	1.80*0.645*2.15	滑门	5990
宜家	纤维板、刨花板	仿白色橡木纹	2.00*0.66*2.01	滑门	3935
大尺寸(开门)					
欧派家居	-	-	1.80*0.6*2.2	开门	约 7400
索菲亚	中纤板	白色	1.80*0.6*2.2	四门开门	约 5300
林氏木业	中纤板	黑白	1.824*0.590*2.138	四门开门	2930 (原价 5220)
宜家	纤维板、刨花板	淡米色	2.00*0.66*2.01	四门开门	2630
中尺寸(滑门)					
欧派家居	中纤板	-	1.50*0.6*2.2	滑门	约 4900
索菲亚	中纤板	白色	1.50*0.6*2.2	滑门	约 4300
宜家	刨花板、纤维板	白色	1.50*0.66*2.01	滑门	2620
林氏木业	中纤板	乳白色	1.493*0.619*2.243	滑门	3529 (原价 5360)
宜得利	中纤板	深棕色	1.20*0.63*1.90	滑门	3490
中尺寸(开门)					
欧派家居	中纤板	-	1.50*0.6*2.2	开门	约 6400
索菲亚	中纤板	白色	1.50*0.6*2.2	开门	约 5300
宜家	刨花板、纤维板	白色	1.50*0.60*2.01	开门	2605
宜得利	中纤板	原木色	1.12*0.587*1.93.5	开门	4490
林氏木业	中纤板	米黄色	1.34*0.60*2.06	开门	2930 (原价 5560)

来源：草根调研&宜家官网&宜得利官网&林氏木业天猫商城，国金证券研究所

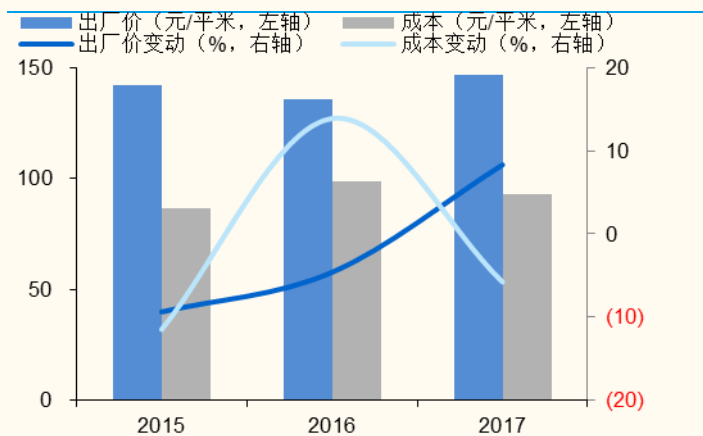
- **内部：单位成本持续降低实际上已经给产品降价带来了空间。**定制家居企业对于信息化建设的执着，其实源自对生产效率提升和制造成本降低的追求。根据我们测算的数据来看，自2015年开始，定制企业单位成本基本都呈现降低之势。但现阶段定制企业单位出厂价累计降幅，与单位成本累计降幅并不匹配，定制家居产品完全具备进一步降价的空间。2015-2017年，欧派家居橱柜单位成本累计下降22.32%，而出厂价累计下降11.11%，从数据直观上看，即使在成本不变的情况下，欧派继续下调10%左右的出厂价依旧不会对橱柜毛利率产生重大影响。不仅如此，从现阶段定制企业的单位产品毛利率来看，基本都保持提升态势，也就是说现有价格策略并未影响企业盈利。在成本继续下降的前提下，为获得更多的市场份额，定制产品降价完全可以实现。

图表 36：欧派家居单位出厂价&单位成本



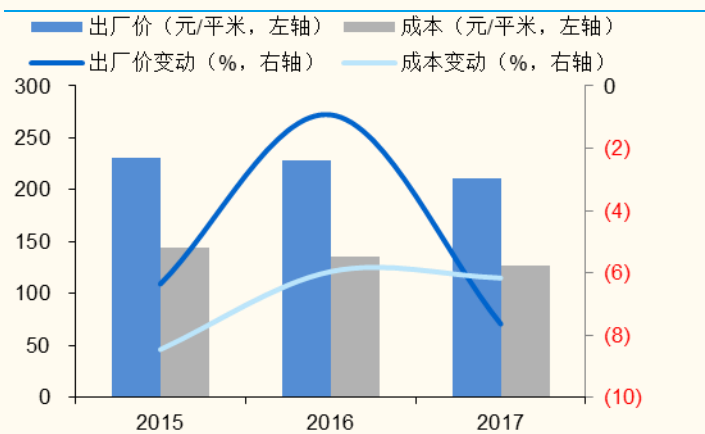
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 37：索菲亚单位出厂价&单位成本



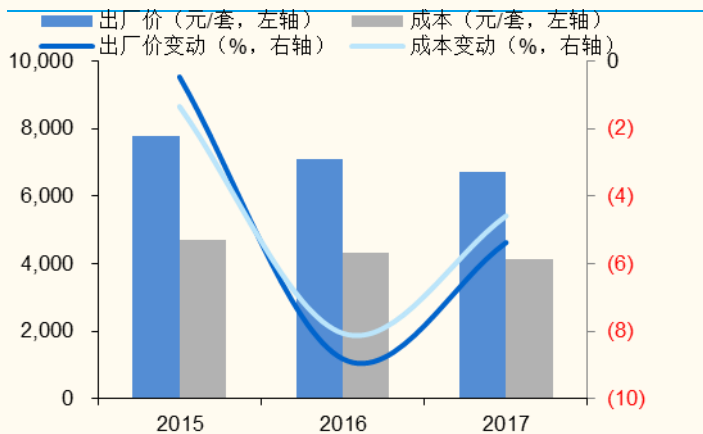
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 38：好莱客单位出厂价&单位成本



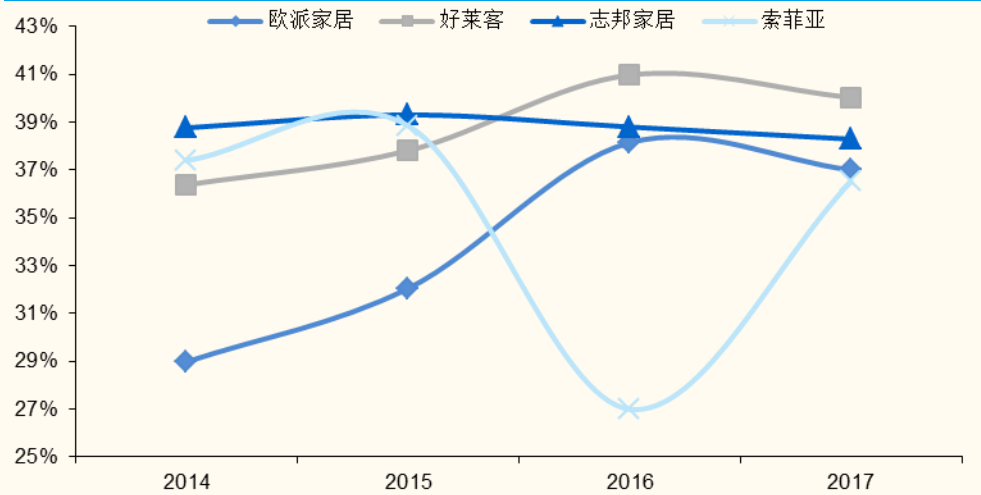
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 39：志邦股份单位出厂价&单位成本



来源：公司公告，国金证券研究所

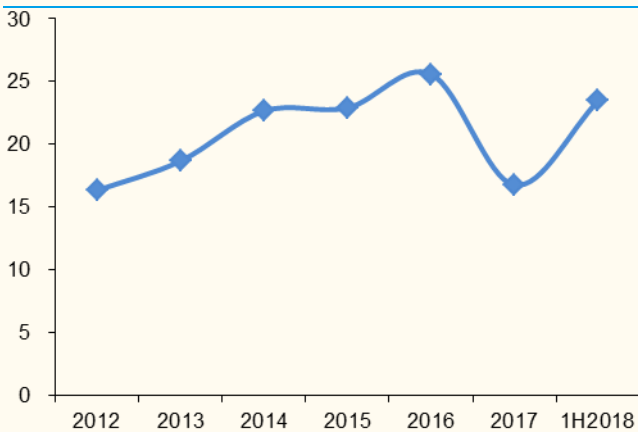
图表 40：头部定制公司的单位产品毛利率变化情况



来源：公司公告，国金证券研究所

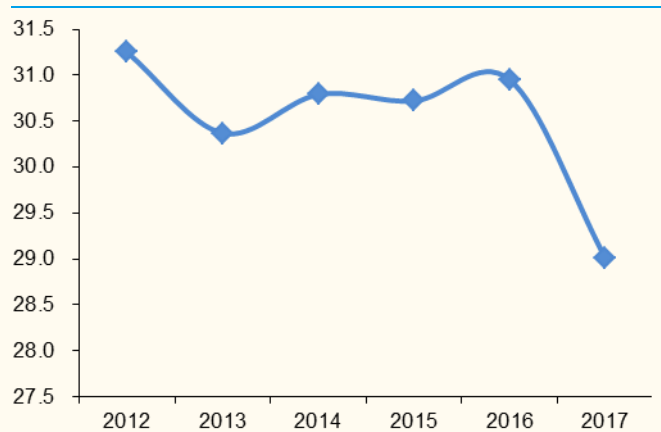
- **对比分析，价格战预期之下定制家居行业毛利率极有可能跌破 30%。**截至今年三季末，定制家居板块整体毛利率为 38.98%，较 2017 年同期小幅提升 0.95pct.，行业整体处在高毛利率状态。1) 兴利（香港）控股（0396.HK）为国内板式家居制造企业，今年上半年其毛利率为 23.45%，2012 年创历史最低毛利率 16.34%。2) 去年下半年开始，国内定制家居企业大宗业务崛起，相比传统经销渠道，大宗工程订单毛利率更低，该业务占比的提升势必会拉低企业整体毛利率水平。韩国汉森兼做大宗和经销渠道，且完整布局家装家居领域，但该公司 2017 年毛利率仅 29.01%。2012 年其市占率显著提升阶段，毛利率也呈现小幅下降趋势。因此综合来看，我们认为，工程业务崛起、行业竞争加剧以及地产周期向下，势必会推动定制家居行业迈入价格战阶段，而价格战阶段性结束的标志极有可能为行业整体毛利率跌破 30%。在此预期之下，相关企业利润端增速还有进一步放缓的可能。

图表 41：兴利（香港）控股毛利率情况 (%)



来源：wind，国金证券研究所

图表 42：韩国汉森毛利率情况 (%)

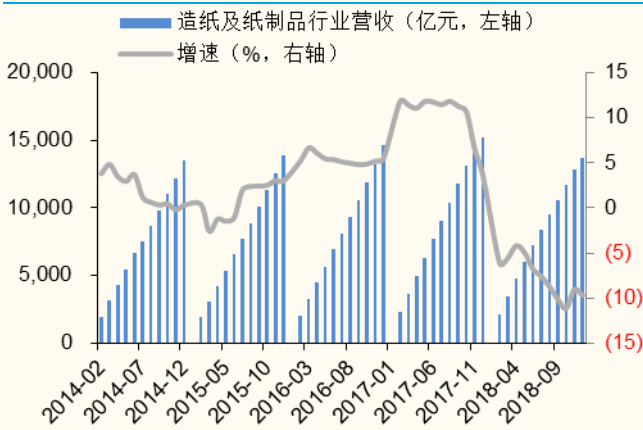


来源：wind，国金证券研究所

造纸板块：行业整体景气度下行，企业增长出现乏力

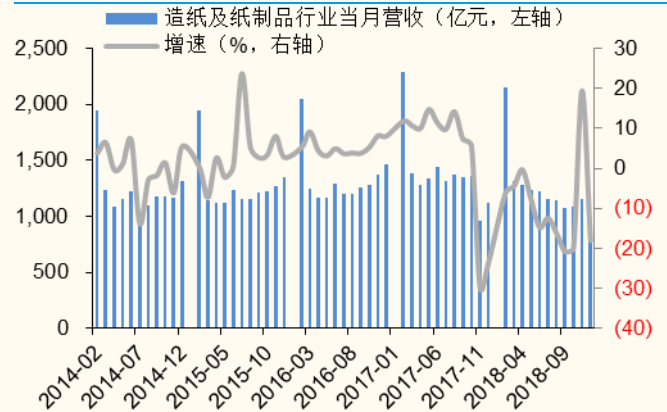
- **造纸行业整体营收下滑。**2018 年，造纸及纸制品行业整体营收 1.37 万亿，同比下滑 9.7%，其中 12 月当月营收 912.5 亿元，同比下滑 18.10%。实际上，造纸及纸制品行业累计营收于今年 2 月就已经开始出现下滑，且下滑趋势逐月扩大，而单月营收则是于去年 11 月开始一直保持下滑态势。

图表 43: 造纸及纸制品行业累计营收&增速



来源: wind, 国金证券研究所

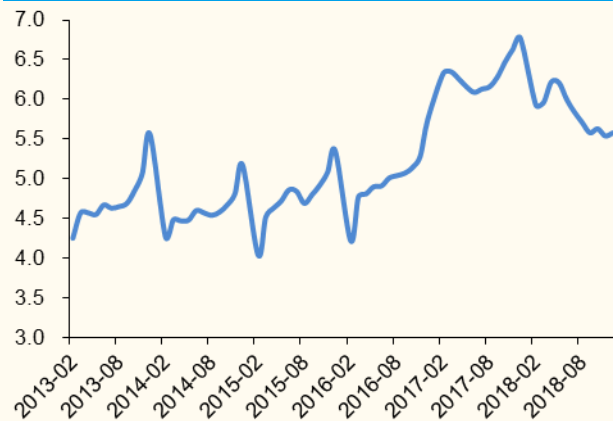
图表 44: 造纸及纸制品行业当月营收&增速



来源: wind, 国金证券研究所

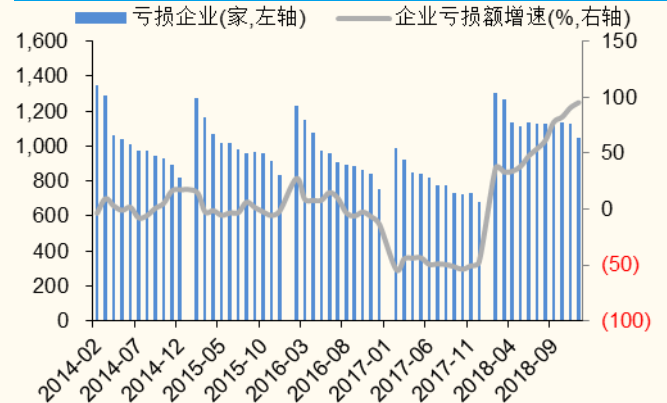
- 造纸及纸制品行业盈利能力下降, 亏损企业增多。2018 年, 造纸及纸制品行业销售利润率为 5.58%, 环比小幅提升 0.04pct., 而同比却下降 1.19pct., 与 18 年初相比行业利润率也下降了 0.35pct.。伴随行业盈利能力的下降, 亏损造纸企业明显增加, 2018 年全年累计亏损企业 1045 家, 与 2017 同期相比增加 368 家, 占整体造纸及纸制品企业的 15.58%。亏损企业累计亏损额 80.1 亿元, 同比 95.37%。

图表 45: 造纸及纸制品行业销售利润率 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

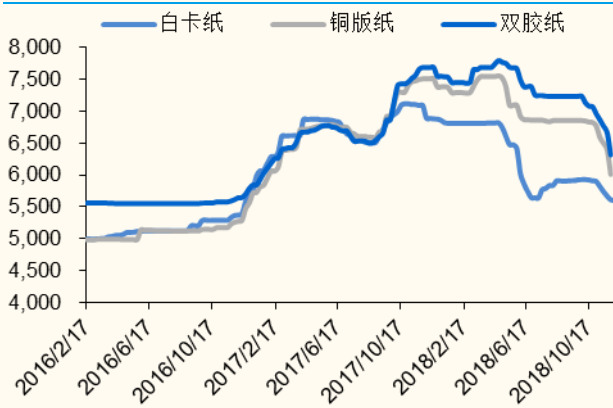
图表 46: 造纸及纸制品企业亏损加速



来源: wind, 国金证券研究所

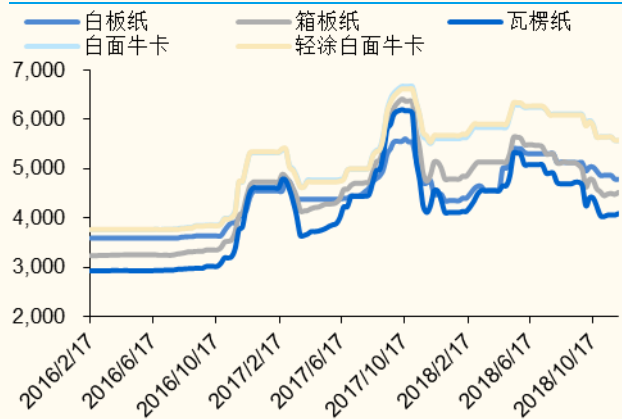
- 纸价上涨承压为行业景气度下行的主要原因。2016 年底开始, 国内成品纸价格开始出现稳步上涨, 而到 2017 年 Q3 之后纸价更是迎来一轮暴涨, 其中受环保高压、外废配额收紧等政策影响, 全年三季度内箱板纸价格暴涨 45.80%, 瓦楞纸暴涨 58.51%。而进入 2018 年之后, 受国废价格高位震荡后调整, 以及经济增长放缓导致下游需求减弱的影响, 纸价上行承压。2018 年内成品纸价格平均下跌 6.66%, 其中浆纸系品种铜版纸下跌 18.59%, 双胶纸下跌 16.37%跌幅较大。我们认为, 纸价上涨承压导致了行业整体景气度下行, 同时 18 年 Q4 成品纸均价同环比的下跌可能上市造纸企业盈利收窄。

图表 47: 浆纸系纸品价格走势



来源: 纸业联讯, 国金证券研究所

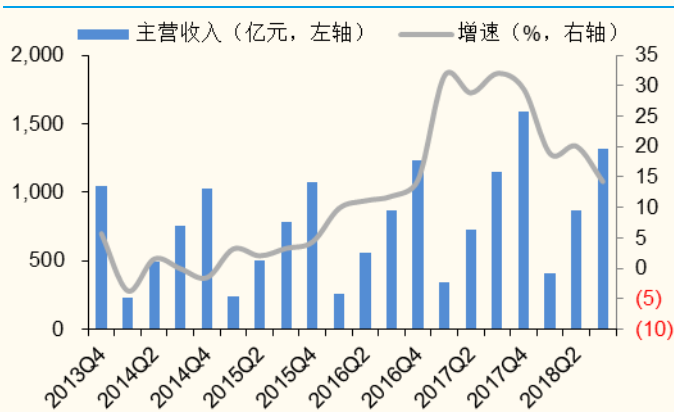
图表 48: 废纸系纸品价格走势



来源: 纸业联讯, 国金证券研究所

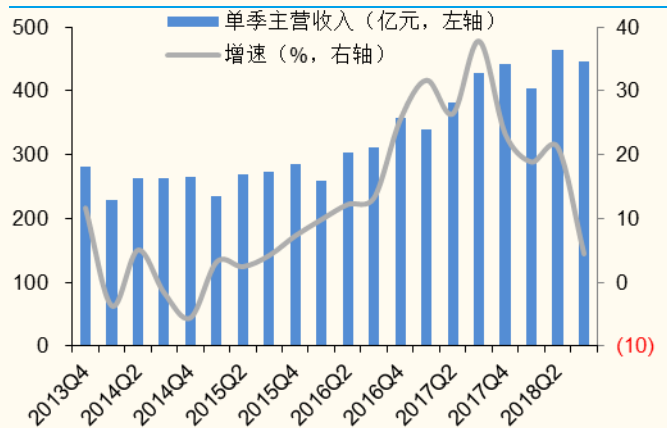
- 行业高景气度周期已过，收入与利润增速齐降。2018 年前三季与 Q3 单季，造纸行业整体营收分别增长，14.26%和 4.46%，较 2017 年行业高景气度时期的增速分别下降 17.77pct.和 33.33pct.。相比于收入端，造纸行业净利润端增速降幅更大，前三季和 Q3 单季净利润增速分别为 8.87%和-17.96%，较 2017 年同期增速大幅下降 129.53pct.和 150.04pct.。而根据我们监测的纸价数据来看，无论是浆纸系还是废纸系，纸价基本都低于 2017 年 Q4，预计 2018 年全年造纸板块的收入与净利润增速较 2017 年将大幅降低。从已披露业绩预告的造纸企业情况来看，2017 年内业绩端实现爆发式增长的个股，预期 2018 年全年增速均有大幅下降，其中博汇纸业、荣晟环保和景兴纸业皆预计 2018 年业绩下滑。我们覆盖的山鹰纸业、太阳纸业和中顺洁柔，分别预计业绩增速下降 394.91pct.、64-85pct.和 4-20pct.。山鹰纸业预计 2018 年业绩增长 68%，在已披露业绩预告的造纸公司中，增速排名较为靠前，而太阳纸业和中顺洁柔则属于业绩增速波动相对较小的公司。

图表 49: 造纸行业收入增速



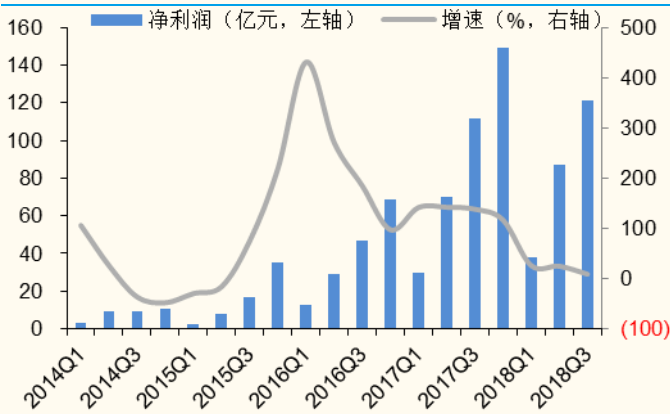
来源: wind, 国金证券研究所

图表 50: 造纸行业单季收入增速



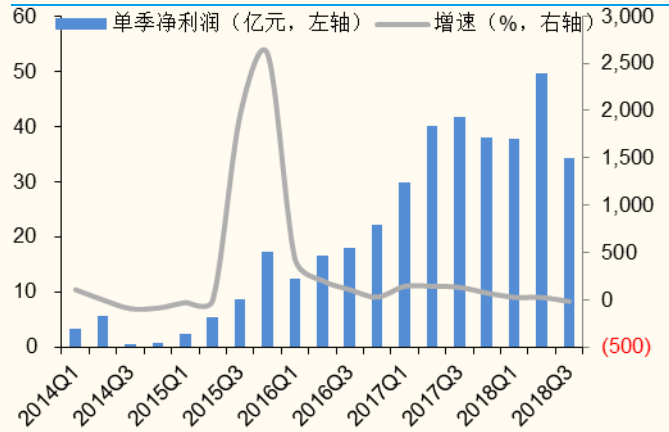
来源: wind, 国金证券研究所

图表 51: 造纸行业净利润增速



来源: wind, 国金证券研究所

图表 52: 造纸行业单季净利润增速



来源: wind, 国金证券研究所

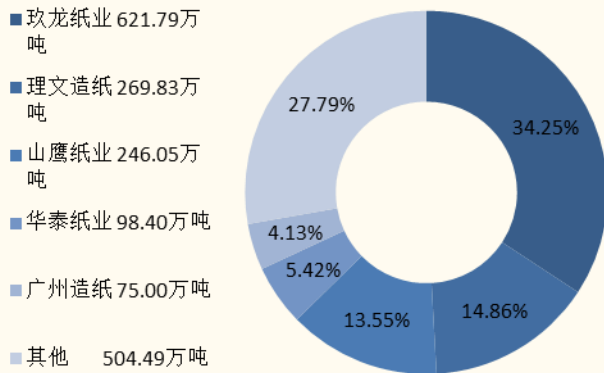
图表 53: 已披露业绩预告的上市造纸公司情况

	2017 年净利润增速	预告 2018 年净利润增 速下限	预告 2018 年净利润增 速上限
美利云	548.42	33.33	49.02
凯恩股份	131.86	-34.67	-2.01
景兴纸业	119.64	-48.28	-40.45
太阳纸业	94.28	10.00	30.00
安妮股份	-3,289.96	121.91	135.61
中顺洁柔	34.04	15.00	30.00
齐峰新材	13.09	-70.00	-40.00
粤华包 B	-74.67	-207.31	-110.73
银鸽投资	102.84	-157.57	-148.57
青山纸业	109.24	40.00	55.00
冠豪高新	-56.57	115.55	115.55
山鹰纸业	462.91	68.00	68.00
宜宾纸业	2,809.30	82.00	91.00
岳阳林纸	1,131.86	2.38	11.58
博汇纸业	307.71	-67.29	-67.29
荣晟环保	209.78	-47.83	-47.83

来源: 公司公告, 国金证券研究所

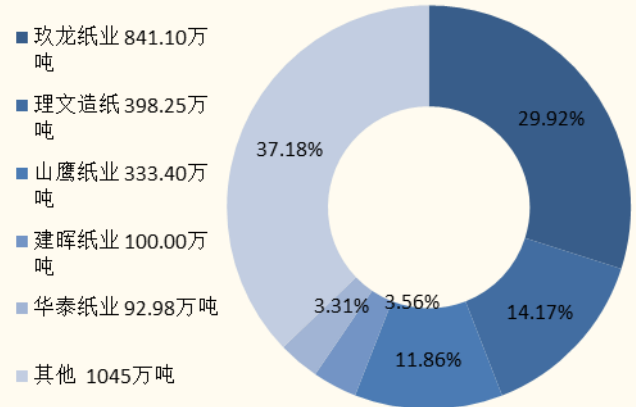
- **外废配额审批大幅收紧, 且持续向大厂集中。**2017 年 12 月底, 环保部出台《进口废纸环境保护管理规定》, 并于 2018 年内开始实施。2018 年, 环保部共批复 26 批次外废配额, 累计批复总额 1815.56 万吨, 较 2017 年 11 批次外废配总量减少 35% 左右。从获批企业上看, 2017 年约有 139 家企业获得外废配额, 而 2018 年仅有 65 家, 且获批配额向大厂集中趋势日趋明显。2017 年配额或批量排名前五的企业, 其配额占比为 62.82%, 而 2018 年前五名企业占比达到 72.21%, 其中玖龙、理文、山鹰的外废获批配额在总配额中占比, 分别提升 4.32pct、0.69pct 和 1.69pct。进入 2019 年, 该趋势仍未发生变化, 虽然目前已批复的前四批配额总量多于 2018 年前四批, 但配额或批量排名前五的企业, 其配额占比超过 75%。而正是在这种趋势之下, 国废价格于去年 Q4 开始触底反弹, 且在今年春节后出现一轮相对较大的涨幅。

图表 54: 2018 年外废配额集中度



来源: 纸业联讯, 国金证券研究所

图表 55: 2017 年外废配额集中度



来源: 纸业联讯, 国金证券研究所

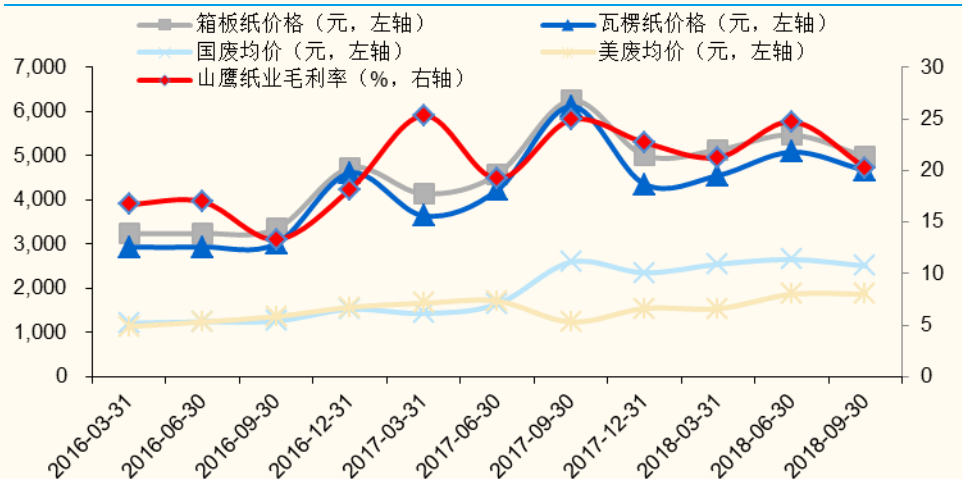
图表 56: 废黄板纸价格走势



来源: 纸业联讯, 国金证券研究所

- **龙头纸企海外布局废纸回收体系, 后续成本优势可能将逐步体现。**为应对外废配额批复收紧推动国废价格上涨, 玖龙、山鹰等龙头包装纸企业均开始在海外进行废纸回收体系, 利用完备的回收体系将废纸制成浆后再运输回国进行生产。短期来看, 该种模式之下将导致造纸企业制造成本增加。18 年 Q3 期内, 国废均价下跌 4.59%, 美废下跌 1.61%, 但箱板瓦楞纸价格均下跌超过 8%。从而导致 Q3 单季山鹰纸业的毛利率由 2017 年 Q3 的 24.91% 降至 20.26%, 且玖龙、理文两家龙头公司今年内毛利率水平同环比均有所下降。但伴随海外产能的逐步释放, 海外废纸浆制造成本存在下降的空间。另一方面, 今年 Q1 春节后复工叠加人民币阶段性升值, 预计包装纸企一季报盈利将较去年下半年有所恢复。

图表 57：山鹰纸业单季毛利率变化与纸价、成本的关系



来源：wind，纸业联讯，国金证券研究所

- 总结：**我们认为，2018 年轻工制造行业整体收入与业绩增速，较 2017 年将出现明显放缓。而在三大子行业中，包装印刷尤其是纸包装板块可能是增长最好的领域，主要系由于触发了与造纸行业的跷跷板效应。同时，我们认为，业务多元化的包装公司增长确定性更强，推荐**合兴包装、劲嘉股份和吉宏股份**。家用轻工板块受地产后周期效应减弱、商誉减值等因素的影响，2018 年 Q4 和全年净利润恐将延续下滑趋势。对于定制家居板块我们认为今年价格战将深化建议关注具备成本优势的个股**欧派家居、我乐家居、索菲亚和尚品宅配**。造纸板块由于行业景气度降低，导致相关企业在 2018 年内业绩增长波动较大，在今明两年新产能投放预期之下，纸价上涨存在难度。因此，推荐业绩增长相对稳定，以及有较强消费品属性的**中顺洁柔**。

行业内重点公司简析

合兴包装：外延式并购增厚营收，经营效率已开始改善

- **剔除并表影响收入端依旧高增。**公司于今年 6 月完成对合众创亚 100% 股权的折价收购，剔除并表影响，前三季公司收入端增速超过 70%，Q3 单季增速也超过 30%，基本维持高速增长态势。同时受益 Q3 期内原材料价格下调，综合毛利率环比增加 0.97pct. 达到 12.59%。我们认为在环保高压的背景下，中小包装企业生产受限，供货能力下降，被迫退出大客户供应商名单，为公司在存量客户中带来增量业务，将持续推动收入端保持相对良好增长。
- **IPS/PSCP 项目运营日益成熟，成为公司收入增速核心贡献力。**在公司持续推进下，IPS 项目已和捷普、好孩子等多家客户签约，投入包装生产线 10 余条，PSCP 平台目前也已拥有客户 1,200 多家，两大项目运营日益成熟。上半年，公司 PSCP 平台实现销售收入近 12 亿元，与去年同期相比增长近 6 倍。伴随 PSCP 平台业务量的不断扩大，后续将能够和 IPS 项目互相协作，全面增强公司的包装服务和供应能力。
- **并购导致应收款大幅增加，但经营效率在改善。**前三季，公司应收款 28.66 亿元，同比增长 97.71%，主要系并购合众创亚所致。公司 Q3 季度新增应收款仅 1.43 亿元，较 Q2 应收款绝对额增量明显收窄，且应收账款周转率达到 3.57% 与去年同期持平，较上半年改善明显。此外，从账龄上看，公司上半年的半年期内应收款占比为 26.78 亿元，占比 98.34%，整体回款能力还是较强。存货较上半年也有所下降，存货周转率也有较明显提升达到 6.61%。综合来看，短期由于并购对经营效率的拖累，目前已处改善状态。

图表 58：合兴包装公司基本情况

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3,542	6,323	10,473	14,832	20,364
增长率（YoY, %）	24	79	66	42	37
净利润（百万元）	103	154	285	389	507
增长率（YoY, %）	(10)	50	85	36	30
每股收益（全面摊薄，元/股）	0.10	0.13	0.24	0.33	0.43
净资产收益率（%）	6.3	6.8	10.6	13.2	15.5
PE (X)	53	33	22	16	12
PB(X)	3.4	2.2	2.3	2.1	1.9

来源：wind，国金证券研究所

劲嘉股份：非烟标业务增长强劲，大健康布局再下一城

- **烟标主业强中有进。**上半年国内烟草行业发展形势总体向好，完成卷烟产量 2350.7 万箱，同比增长 4.52%，商业销售额 8267.09 亿元，同比增长 6.99%。借由烟草行业的稳定发展基础，公司烟标主业持续做大做强，2018 年上半年录得营收 12.57 亿元，同比增长 8.19%。公司一直是烟标领域的龙头企业，烟标收入的稳健增长成为公司业绩持续向好的基石。
- **高端包装业务保持高速增长。**公司近年来持续拓展烟酒、电子产品、药品等产品的彩盒高端包装业务。公司自 2017 年与茅台技开司合资成立申仁包装后，在包装上充分享受高端白酒持续增长的红利，并拓展其他高端包装品业务，增厚公司业绩。2018 年上半年，公司合计对申仁包装增资 1.04 亿元，用以厂房建设、生产经营和后续发展，并深化了与茅台技开司的战略合作。2018 年上半年公司彩盒产品收入达到 1.86 亿元，同比增长 65.56%，在总营收中占比提升 3.66pct。未来在公司持续的资本投入与重点关注之下，高端包装业务将成为公司重要的业绩增长点。
- **新型烟草版图拓展，大健康领域再下一城。**《国家烟草专卖局 2018 年全面深化改革工作要点》中明确指出，将在产业链端继续深化新型烟草制品创新改革。而公司一直以来都重视对于电子烟等新型烟草的研发布局。2017 年公司通过引入战投复星集团布局大健康产业后，又于今年上半年成功牵手小米集团，与其旗下生态链企业米物科技成立合资子公司，以加深在新型烟草及健康科技领域的合作与探索。凭借小米集团的渠道优势，公司未来有望积极把握新型烟草市场的爆发性与成长性，公司发展将迈上新的台阶。

图表 59：劲嘉股份公司基本情况

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	2,777	2,945	3,395	3,911	4,869
增长率（YoY, %）	2	6	15	15	24
净利润（百万元）	571	574	725	886	1,160
增长率（YoY, %）	(21)	1	26	22	31
每股收益（全面摊薄，元/股）	0.43	0.38	0.48	0.59	0.78
净资产收益率（%）	12.7	8.9	10.6	12.0	14.3
PE (X)	24	24	20	16	12
PB(X)	3.0	2.1	2.1	1.9	1.8

来源：wind，国金证券研究所

吉宏股份：坚守创意本源，一体三面协同发展

- **公司简介：**吉宏股份成立于 2003 年，以快消品纸包装为主营业务。公司前身是从事创意设计 & 广告策划的厦门正奇。上市后，公司内生外延并举，快速壮大包装业务，同时依托创意设计本源，切入精准营销和跨境电商业务。
- **纸包装：传统产业有新动向、跨境电商：万亿级规模仍快速发展。**纸包装行业高度分散，近年来在环保高压下集中度逐步提升。伴随限塑令深化执行和低克高强趋势兴起，纸包装行业出现新的发展方向；互联网流量红利衰退，精准营销需求抬头，技术和内容成为决定性因素；2017 年，中国出口跨境电商交易规模达到 6.3 万亿元，同比增长 14.5%，B2C 市场交易规模为 1.2 万亿元，同比增长 21.2%。东南亚、中东、非洲和拉丁美洲是电子商务快速崛起的新兴市场，将成为未来我国跨境电商的重要方向。
- **包装创意设计先锋，三大业务全面融合大发展。**公司在包装箱与包装盒业务头部优势明显。通过收购安徽维致切入快餐功能性包装领域，设立思塔克，进一步将创意设计与包装相结合，实现包装一体化；收购龙域之星，进军精准营销市场，成为三大业务融合的基础；公司跨境电商业务基于精准营销，专攻小语种国家和地区，凭借突出的选品能力以及第三方物流平台的协助，增长强劲；三大业务有望实现融合发展：精准营销广告业务结合包装印刷实现线上线下完全打通，并借助精准营销持续为跨境电商导流，最终利用突出的包装设计能力提升产品附加值。

图表 60：吉宏股份公司基本情况

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	570	1,133	2,234	3,272	4,489
增长率（YoY, %）	9	99	97	46	37
净利润（百万元）	43	80	207	330	431
增长率（YoY, %）	15	86	158	60	31
每股收益（全面摊薄，元/股）	0.37	0.69	1.05	1.67	2.19
净资产收益率（%）	9.8	15.9	24.0	30.5	31.5
PE (X)	140	65	17	11	8
PB(X)	13.8	10.4	4.1	3.3	2.6

来源：wind，国金证券研究所

欧派家居：Q4 增长有加速可能，全国产能布局尤为可期

- **Q3 增长略显疲软，Q4 可能有改善可能。**Q3 公司实现营收 33.52 亿元，同比增长 10.66%，增速同环比分别下降 29.88pct./10.49pct.，单季增长情况略显疲软。但公司前三季整理盈利能力仍保持提升态势，综合毛利率同比提升 2.69pct.达 37.88%，净利率提升 0.97pct.达 14.64%。展望 Q4 我们认为，收入端增速存在提升可能。一方面公司 Q3 预收款与去年同期基本持平，为下一季增长奠定基础。另一方面，公司于去年推进工程业务，预计 Q4 将进入结算期，有利于收入增厚。
- **各项业务稳健发展。****橱柜：**今年公司再度全面升级“橱柜+”战略，重塑橱柜产品体系，将产品划分为乐活、乐享、乐仕三大系列，促使橱柜业务能够更好满足不同阶层消费者的需求。**衣柜：**公司实现“产品生态体系”升级及产品价值提升，并推出全屋 22 m² 19800 套餐”，应对终端客流下滑，维持业务较快速成长。**欧铂丽：**公司持续推进品牌和产品体系建设，虽然目前体量较小，但增速较好预计明后年将逐步发力，有望成为公司高速增长的新引擎。**木门：**欧铂尼木门全面升级品牌为欧铂尼木门+，结合全屋发展方向，公司在上半年提出了“1+5”全屋套餐，该套餐以木门为流量入口，通过服务和配套产品强化客户引流，并带动客单价提升。
- **发行转债募集资金，加强全国产能布局。**公司 5 月公告可转债发行预案，拟募集 18 亿元，用于清远、无锡和成都工厂建设，目前证监会已受理转债发行申请。我们认为，公司自上市以后致力于推进全国五大产区建设，其主要目的在于扩大产能覆盖面积，缩短运输距离，提高竞争壁垒加速出清产能覆盖范围内的中小定制品牌。

图表 61：欧派家居公司基本情况

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	7,134	9,710	11,650	14,570	18,499
增长率（YoY, %）	27	36	20	25	27
净利润（百万元）	950	1,300	1,631	2,032	2,581
增长率（YoY, %）	94	37	25	25	27
每股收益（全面摊薄，元/股）	2.54	3.09	3.88	4.83	6.14
净资产收益率（%）	32.9	20.9	21.6	22.8	24.3
PE (X)	N/A	38	25	20	15
PB(X)	N/A	8.0	5.3	4.5	3.8

来源：wind，国金证券研究所

我乐家居：收入延续稳增长，净利润增幅扩大

- **收入端延续稳增长态势，利润端增长加速。**前三季，公司收入端增速基本延续年初以来 25% 以上的稳增长态势，在已披露三季报定制家居公司 Q3 收入增速放缓明显的情况下，公司 Q3 单季收入增速仍维持 25.5%。公司各项费用前三季基本没有大幅波动甚至略有下降，导致公司利润端实现高速增长。Q3 单季扣非后净利润增速为 55.90%，环比增幅扩大。
- **设计溢价应对客流增长放缓，开店提速夯实明年增长基础。**全屋定制自 2016 年后，成为公司经营的重点方向。根据我们跟踪的数据来看，公司上半年该业务终端客单价基本已接近 4 万元，同比增长约 25%。凭借独特的产品原创设计实现设计溢价，应对了今年后周期效应减弱对客流增长的影响，为全屋业务良好增长奠定基础。上半年公司全屋业务新增门店 87 家，开店速度相对较慢，结合全年开店指引测算，预计 Q3 门店新增数至少在 50 家以上，门店环比增速有较大提升。全屋定制由于门店展示品类较多，相比橱柜和衣柜门店，其创收周期也相对较长，因此我们判断下半年新增门店将会成为公司明年全屋业务增长的动力。
- **多渠道发展，直营与大宗迅速崛起。**自去年中报以来公司直营渠道持续高速增长，前三季依旧延续了这一趋势，且并未大幅新增门店，因此可以认为公司直营门店的经营品质正逐步改善。去年下半年公司开始恢复对大宗业务的拓展，上半年实现收入 2,434 万元，增长 94.88%，恒大端口工程业务放量，推高前三季应收款同比增长 127.74%。

图表 62：我乐家居公司基本情况

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	676	915	1,356	1,920	2,641
增长率（YoY，%）	17	35	48	42	38
净利润（百万元）	69	83	117	169	250
增长率（YoY，%）	22	21	40	45	48
每股收益（全面摊薄，元/股）	0.57	0.52	0.52	0.75	1.11
净资产收益率（%）	22.6	11.2	14.2	18.1	22.6
PE (X)	0	38	22	15	10
PB(X)	0.0	4.2	3.1	2.7	2.3

来源：wind，国金证券研究所

索菲亚：开启以价格谋增长之路，橱柜年内盈亏平衡

- **地产大周期向下预期之下，恐开行业价格战之先河。** Q3 公司收入 21.18 亿元，同比增长 20.10%，归母净利润 3.23 亿元，增长 14.70%，基本为上市后首次出现单季净利润增速低于收入增速的情况。公司 Q3 加大对产品降价的力度，包括 799/899 套餐降价，导致毛利率下降 2pct.。同时加大销售费用投放，提高经销商开店补贴导致净利率下降 0.66pct.。公司 Q3 单季财务状况，基本符合空调行业价格战期间，由于销售费用大幅提升所导致的利润增速低于收入增速，净利率降幅大于毛利率降幅的表象。也就是说，公司很有可能已成行业内第一家，通过价格手段谋求增长的企业。
- **量价增速虽有放缓，但定制衣柜业务增长相对良性。** 前三季公司定制衣柜以及成品配套产品实现收入 42.61 亿元，同比增长 18.62%，其中客户数量增长 8% 以上达到 41 万户左右，客单价增长 9.33% 达到 10,734 元/单。分渠道来看，上半年大宗业务增长 160%，为增速最快的渠道。前三季衣柜业务同比新增门店 299 家，同比增长 13.78%，预期老店同店增长在 8% 左右。门店布局上，县级市新增门店占比 54%，贡献收入 16.85 亿元，为公司增长最快的区域。
- **橱柜毛利率改善明显，年内实现盈亏平衡难度小。** 橱柜前三季客单价增长 8.68%，客户数增长 10.11%，实现相关业务收入 4.9 亿元，增长 19.51%，较上半年增速已有明显改善。前三季橱柜业务同比新增门店 122 家，增长 17.43%，老店同店基本与去年同期持平有小幅增长。公司由于早期投入较大，产能利用率提升缓慢，致使橱柜业务实现盈亏平衡难度较大。而目前来看，公司橱柜业务毛利率前三季已达到 30%，较去年大幅提升，且今年 6 月后每月均已经实现盈利，预计今年橱柜业务实现盈亏平衡难度不大。

图表 63：索菲亚公司基本情况

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4,530	6,161	7,632	9,516	11,666
增长率（YoY，%）	42	36	24	25	23
净利润（百万元）	664	907	1,098	1,381	1,738
增长率（YoY，%）	45	37	21	26	26
每股收益（全面摊薄，元/股）	1.44	0.98	1.19	1.50	1.88
净资产收益率（%）	17.1	20.3	21.1	23.4	24.6
PE (X)	38	37	16	13	10
PB(X)	6.4	7.6	3.3	2.9	2.4

来源：wind，国金证券研究所

尚品宅配：引流效应有减弱，加盟店经营相对良好

- **引流红利略有下降，配套品略缓但仍高增。**Q3 单季公司营收实现 22.71% 的增长，相比上半年公司引流红利略有下降。加盟商渠道实现客流增长 25% 较上半年有所降低，客单价依旧保持 10% 的增长。分产品上，公司整体橱柜增长 27%，衣柜增长 28%，系统柜增长 16%，配套家具品虽然依旧收获 60% 以上高速增长，但较上半年增速有所下降。
- **新增加盟店贡献三季度大部分客流。**截至 9 月末，公司总门店数 2058 家，其中直营 100 家，新增 20 家，加盟店 1958 家，新增 593 家。与上半年门店扩张相比，Q3 单季公司加盟门店净增加 203 家，开店速度大幅领先 Q1 和 Q2，由此判断 Q3 客流增长大部分来自新店开设的贡献。目前来看，公司加盟渠道经营品质略优于直营渠道。前三季，加盟渠道收入增速 38%，净增门店贡献不足 30% 的增速，老店同店增长接近 10%。反观直营门店，收入增速仅 6%，净增门店贡献增速 15% 左右，老店同店处下滑状态。
- **紧抓行业趋势，整装业务推进有条不紊。**伴随消费主力转化，购房后家装家居一站式一体化消费趋势愈发明显。在此趋势之下，公司于去年下半年开始推进整装业务，目前分为自营整装和整装云两大部分。前三季，公司整装业务约实现收入 1.2 亿元，其中 Q3 单季创收 7500 万元，环比大幅提升 50% 以上。整体来看，公司整装业务推进稳健，现有整装云会员数量略超我们此前草根调研的预期。在行业确定趋势之下，整装业务对收入贡献将持续扩大，并打造全屋定制业务的全新流量入口。

图表 64：尚品宅配公司基本情况

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4,026	5,323	7,140	9,554	12,750
增长率（YoY，%）	30	32	34	34	33
净利润（百万元）	256	380	522	724	1,020
增长率（YoY，%）	83	49	37	39	41
每股收益（全面摊薄，元/股）	3.15	3.44	2.63	3.65	5.14
净资产收益率（%）	30.6	14.5	17.6	21.3	25.0
PE (X)	0	46	30	22	16
PB(X)	0.0	6.7	5.4	4.7	3.9

来源：wind，国金证券研究所

中顺洁柔：高盈利新品推广顺利，“全渠道发展”红利释放

- **公司简介：**中顺洁柔成立于 2003 年，主营中高档生活用纸生产，拥有“洁柔”、“太阳”两大知名品牌。近年来，公司的产品品类不断丰富拓展，并且搭建起全渠道的营销网络。2018 年前三季，公司实现营业收入和归母净利润分别为 40.81/3.13 亿元，同比分别增长 21.74/26.85%。
- **生活用纸行业集中度企稳向上，业内加码品类拓展。**近年来中国生活用纸需求稳健增长，2017 年总消费量同比增长 8.1%，高于世界平均增速。经过 2010 至 2015 年由中小企业产能释放与国外品牌入场导致的低集中度时期后，行业集中度于 2016 年开始回升，且各梯队企业实力差距逐渐加大。伴随消费结构升级，传统卷纸已经开始被其他居家内用纸取代，其他居家内用纸在 2012-2017 年间占比提升 5.41pct。除此之外，婴儿纸尿裤、成人纸尿裤、女性卫生巾等个人护理产品的市场需求持续快速增长，为生活用纸行业带来新的增长点，并吸引行业内龙头公司涉足个人护理业务。
- **高端生活用纸供应商，渠道改善驱动业绩高增。**产品上公司针对不同的细分市场制定了差异化的产品策略，2017 年通过推出高定位、高定价“自然木”系列，成功抢占快速增长的低白度细分市场，并辅以 15% 的向上调价有效对冲了原材料价格上涨的压力，3Q2018 毛利率为 35.28%，与去年同期持平。渠道上公司制定了“经销商、直营、电商和商销”四架马车并驾齐驱的发展战略，通过加强扩展空白网点、与重点卖场建立战略联盟关系、增加直营卖场的比例并建立专门的电商和商销团队管理线上平台和拓展商用业务，从而全方位提高市场占有率。同时，截至 2017 年底，公司拥有产能 65 万吨，今年内还有 12 万吨产能投放，产能的加速投放一方面缩小公司与其他龙头企业的产能差距，另一方面也为公司的渠道下沉提供有力支撑，巩固公司全国性产业龙头的地位。

图表 65：中顺洁柔公司基本情况

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3,809	4,638	5,673	6,946	8,523
增长率（YoY, %）	29	22	22	22	23
净利润（百万元）	260	349	433	569	749
增长率（YoY, %）	195	34	24	32	32
每股收益（全面摊薄，元/股）	0.52	0.46	0.34	0.44	0.58
净资产收益率（%）	9.7	11.5	12.2	14.5	16.9
PE (X)	39	35	26	20	15
PB(X)	3.7	4.1	3.1	2.8	2.5

来源：wind，国金证券研究所

风险提示

人民币汇率剧烈波动的风险

- 轻工制造行业中，不少家具、玩具以及包装企业的产品出口收入占比较高。如果人民币汇率的剧烈波动，将对产品出口收入产生极大影响，也将导致企业汇兑损益。家用轻工方面，若人民币持续升值将导致家具、玩具和文具产品的出口收入大幅缩减。造纸方面，人民币若持续升值，将使得进口木浆和进口废纸的到港价降低，而在原材料价格下跌的情况下，成品纸将失去提价的理由。

房地产销售持续大幅下滑的风险

- 定制家居属于地产后周期行业，尽管当前存量房地产市场如二手房、旧房翻新的贡献占比逐渐提升，但是定制家居市场仍以新房为主导。今年前 10 月，住宅商品房销售面积增速仅 2.8%，增速同环比分别下降 2.8pct. 和 0.5pct.。我们认为，现阶段国家难有提振房地产行业的相关政策出台，后续地产周期还将持续向下，销售存在负增长可能，势必对定制家居行业增长形成极大压力。

上市公司通过价格竞争后，市占率提升不及预期的风险

- 我们认为，价格战对于行业集中度的提升有积极作用。但若在行业价格战全面爆发后，上市公司虽然降低了产品出厂价，且毛利率也处下降，但市占率仍未得到良好提升。那么即便在产品降价以及销售费用投放的叠加作用之下，收入增速得以提高，但增长的可持续性仍将承压，且会对企业的盈利以及利润增速造成持续拖累。

国内卷烟产销大幅下降的风险

- 卷烟生产和销售受相关政策的直接影响。烟草税收制度变化、烟控力度强弱等因素，都可能造成国内卷烟产销的下滑；

侵犯 IQOS 专利保护的风险

- IQOS 作为新型烟草领域的先行者和领跑者，在烟具和烟弹的诸多领域都已注册了全球专利。虽然国内相关公司在新型烟草研发过程中都采取了规避措施，但不排除有个别方面仍可能侵犯到 IQOS 的专利保护；

国内新型烟草相关政策推进不达预期的风险

- 新型烟草的推广依赖于国内相关政策的松绑甚至推进。虽然我们相信相关政策的取向是逐步放松，但是由于涉及诸多利益方和考虑因素，有关政策的推进有可能不达预期。

环保政策松动，被关停产能复产的风险

- 对造纸和包装印刷行业来说，由于环保政策的持续高压，近两年有很多产能被关停和查封，在一定程度上加速了各自行业集中度的提升。尤其是对于造纸行业由于关停的影响，造成结构性供给缩减，使得成品纸价近两年大幅波动。如果未来环保政策有任何松动，导致目前被关停的产能获得复产。那么将直接导致造纸和包装印刷行业的整体产能供给急剧提升，致使成品纸价暴跌影响造纸企业利润，减弱现留存的包装印刷企业的订单量，拖累企业收入的增长。

职业经理人、核心技术人员或核心销售人员流失的风险

- 管理层的管理能力、决策能力和战略高度，对企业的长远发展有着极其重要的意义。而核心的技术人员和核心销售人员，则是贯彻落实管理层经营决策的主力军。我们推荐的标的中，有部分公司采用职业经理人模式，或者引进很多的优秀管理团队、销售团队等。若这类关键人员流失，将对企业的经营和发展造成不利影响。

商誉减值的风险

- 虽然轻工制造行业整体商誉并不高，但家用轻工为发生间并购的集中领域。喜临门、金洲慈航等公司计提商誉导致企业 2018 年业绩亏损，而目前来看家用轻工板块中仍有像顾家家居、曲美家居一类高商誉企业，若发生减值将大幅影响企业业绩稳定性。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH