

## 轻工制造行业 2019 年中期投资策略

推荐 (维持)

## 品牌家居的白银时代，渠道能力取胜内核

- 我们 2019 年度轻工行业投资策略是：品牌家居白银时代到来，渠道优势成为龙头家居企业护城河。我们认为随着轻工各个子行业均呈现增速换挡，行业投资逻辑从全行业的高速发展以及景气转移到细分行业中优秀企业运用自身的竞争优势扩张市场份额。家居细分行业值得重点关注，随着家居行业的增长方式逐渐从传统的渠道扩张向存量渠道竞争迁移，那些渠道管理能力优异，能够有效将整装等新流量整合进自身客户体系的公司将成为“白银时代”的赢家。
- 定制家具：渠道为王，传统渠道&工程渠道&整装渠道流量入口优势凸显。随着地产持续下行、定制家具品牌企业渠道下沉和加密，行业跑马圈地时代渐近尾声，获客成本逐渐抬升和流量红利逐渐流失，竞争红海时代来临，各定制家具公司纷纷谋求转型。企业在提升客单价、获取流量两个维度，苦练内功和外部开拓。放眼整个家装产业链，从产品端、营销端、门店端还有与家居卖场深度合作、向整装、工程的拓展展开竞争。我们认为定制家具行业市场前景广阔，全屋定制时代到来，拥有渠道优势和布局全屋定制的龙头企业有望进一步提高市场占有率，看好布局全屋整装的龙头企业。
- 在 LED 照明行业竞争中，企业的渠道掌控能力愈发关键。龙头企业欧普照明在国内采用“经销为主、直销为辅”的销售模式，以渠道下沉拓展销售触角，以整体方案体现增值服务，以多元渠道打通线上线下。2015 年时公司拥有经销商终端网点数量 40162 家，主要分布在华南地区；经过渠道下沉与拓展，目前公司拥有超过 4000 家专卖店以及超过 10 万家流通网点，覆盖我国 90% 以上的省市及地级市。在渠道管理方面，公司针对不同业务进行差异化管理。家居业务，零售渠道重点培养经销商“坐商”转“行商”能力，提升终端运营效率，而流通渠道侧重网点质量提升和覆盖率提升；
- 造纸行业：海外原材料布局成为核心关键点。2018 年造纸行业低迷的核心原因是需求疲弱，需求复苏是行业核心观察点。目前造纸行业进入新常态，新增产能并未大规模出现，原材料成为关键。废纸新政推动，原料持续紧缺，对纸品价格构成支撑。短期行业受益宏观经济复苏带来需求转暖，长期看造纸中的优质资产价值，特别是那些在海外有前瞻布局的龙头企业。
- 文娱珠宝：持续受益消费升级。文娱珠宝行业具有较强的消费属性，消费趋势逐渐品牌化，且发展与整体经济水平发展休戚相关，看好传统业务发展稳固，科力普与精品文创逐步发力的文具龙头晨光文具和“领先模式+先发渠道+品牌营销”的珠宝首饰龙头周大生。
- 风险提示：地产下行影响行业需求，中美贸易摩擦可能持续加剧。

## 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			PB	评级
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
欧派家居	116.35	3.74	4.5	5.27	31.11	25.86	22.08	6.47	强推
索菲亚	21.89	1.04	1.16	1.33	21.05	18.87	16.46	4.18	强推
尚品宅配	88.5	2.4	3.02	3.7	36.88	29.3	23.92	5.77	强推
志邦家居	32.48	1.71	2.06	2.47	18.99	15.77	13.15	2.78	推荐
顾家家居	50.23	2.3	2.8	3.38	21.84	17.94	14.86	4.62	强推
美凯龙	12.09	1.26	1.54	1.69	9.6	7.85	7.15	1.03	强推
太阳纸业	7.02	0.86	0.75	0.9	8.16	9.36	7.8	1.45	强推
中顺洁柔	10.85	0.31	0.39	0.46	35.0	27.82	23.59	4.28	强推
华泰股份	5.07	0.72	0.83	0.9	7.04	6.11	5.63	0.77	强推
周大生	34.42	1.65	2.01	2.36	20.86	17.12	14.58	4.26	强推
欧普照明	34.38	1.19	1.39	1.58	28.89	24.73	21.76	5.99	强推

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2019 年 04 月 29 日收盘价

## 华创证券研究所

证券分析师：郭庆龙

电话：010-63214658

邮箱：guoqinglong@hcyjs.com

执业编号：S0360518100001

证券分析师：陈梦

电话：010-66500831

邮箱：chenmeng1@hcyjs.com

执业编号：S0360518110002

联系人：葛文欣

电话：010-63215669

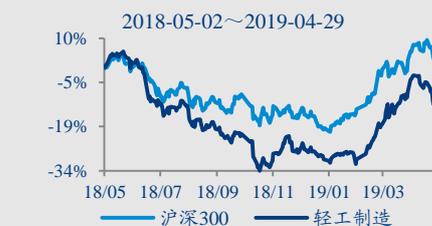
邮箱：gewenxin@hcyjs.com

## 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	124	3.43
总市值(亿元)	7,837.87	1.27
流通市值(亿元)	5,349.13	1.19

## 相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-2.3	29.35	-7.65
相对表现	-6.91	6.46	-11.47



## 相关研究报告

《轻工制造行业周报(20190401-20190407)：PMI 回暖，造纸行业核心资产价值凸显，关注太阳纸业、华泰股份、晨鸣纸业》

2019-04-07

《轻工制造行业周报(20190408-20190414)：聚焦欧派家居年报超预期，长期关注家居核心资产价值》

2019-04-14

《轻工制造行业周报(20190415-20190421)：持续关注家居行业龙头企业投资机会；3 月底港口木浆库存仍保持高位震荡》

2019-04-21

# 目 录

<b>一、2019 年一季度轻工行业表现回顾：3 月以来明显强于大盘</b> .....	<b>8</b>
(一) 分行业 2019 年一季度走势回溯：各子板块估值低于历史平均水平 .....	8
(二) 2018 年年报&2019 年一季报重点公司业绩回顾 .....	10
1、各子板块主要上市公司 2018 年&2019Q1 收入、利润增速放缓 .....	10
2、各子板块主要上市公司 2018 年报&2019Q1 盈利情况 .....	10
(三) 投资观点：品牌家居白银时代到来，渠道优势成为龙头家居企业护城河 .....	11
1、定制家具：渠道为王，传统渠道&工程渠道&整装渠道流量入口优势凸显 .....	11
2、照明行业：格局分散，发展空间广阔 .....	12
3、软体家具：原材料降价缓解企业成本压力，行业竞争格局稳定龙头优势凸显 .....	12
4、造纸行业：原材料紧缺成行业主线，海外原材料布局成核心竞争优势 .....	13
5、珠宝首饰行业：乘消费升级好风，龙头珠宝商渠道&品牌优势尽显 .....	13
<b>二、轻工制造 2019 年：品牌家居的白银时代，渠道能力成取胜内核</b> .....	<b>14</b>
(一) 定制家具：海外经验指示品牌家居成长方向，渠道变革成行业主线 .....	14
1、透过日本迷雾看中国：品牌家居企业大有可为 .....	14
2、透过中国厨电行业发展看橱柜：中国千亿橱柜市场有望诞生千亿市值公司 .....	19
(二) LED 照明行业：格局分散，发展空间广阔 .....	23
(三) 软体家具：竞争格局为先，大软体融合为行业趋势 .....	25
1、国内沙发行业市场规模约为 520 亿元，中国是软体家具主要出口国 .....	25
2、我国软体家具市场集中度低，CR4 仅为 12.09%，对标美国沙发龙头 CR4 超 50% .....	26
3、海绵原材料价格处于相对低位，软体家具企业成本压力有望缓解 .....	27
(四) 造纸行业：新增产能并未大规模出现，原材料海外布局成为核心竞争力 .....	28
1、2016 年下半年-2017 年上半年：原材料充足，供给侧改革和环保推动供需结构改善是行业主线 .....	28
2、环保导致大规模产能扩张并未出现，行业固定资产投资低迷 .....	29
3、废纸新政推动，原料持续紧缺，对纸品价格构成支撑 .....	29
4、原材料紧俏背景下，自主造浆+海外布局价值凸显 .....	31
(五) 珠宝首饰：乘消费升级好风，龙头珠宝商渠道&品牌优势尽显 .....	32
1、珠宝市场规模逾 5000 亿，黄金、钻石交易活跃 .....	32
2、消费升级驱动珠宝消费，钻石镶嵌类异军突起 .....	33
3、行业厂商三级次分布，拓渠道、轻资产成重要成长路径 .....	35
<b>三、2019 年：行业内部分化成为主线，关注竞争力明晰的细分品类龙头企业</b> .....	<b>37</b>
(一) 家居卖场：龙头企业优势明晰，多业态改革渐次展开 .....	37
1、美凯龙：龙头地位稳固，多元化与智慧零售转型持续 .....	37

（二）定制家具：关注渠道完善、竞争优势明显的龙头企业，看好欧派家居、尚品宅配、索菲亚、金牌厨柜、我乐家居.....	38
1、欧派家居：流量竞争下龙头优势凸显，整装大家居业务前景广阔.....	38
2、尚品宅配：加盟渠道快速扩张，整装业务前景广阔.....	39
3、索菲亚：全屋定制“大家居”战略持续推进，渠道优化积聚竞争实力.....	40
4、志邦家居：“志邦全屋时代”全面起航，业务结构持续优化.....	41
5、金牌橱柜：厨衣协同发展，渠道拓展助竞争力提升.....	42
（三）软体领域关注竞争优势明显龙头及细分领域优质龙头，看好顾家家居、敏华控股.....	43
1、顾家家居：国内软体家居龙头，优秀管理奠基.....	43
2、敏华控股：功能沙发市场王者，生产、品牌、渠道优势尽享.....	44
（四）造纸行业看好拥有自造浆能力的龙头企业，看好太阳纸业、山鹰纸业、华泰股份.....	45
1、太阳纸业：强势木浆奠基行业景气，新增产能助力太阳闪耀.....	45
2、华泰股份：提前产能布局未雨绸缪，把握环保机遇业绩腾飞，造纸化工双轮驱动业绩稳步增长.....	45
3、山鹰纸业：主营业务具备竞争优势，海外布局奠定长远发展基石.....	46
4、中顺洁柔：生活用纸快速增长，渠道深耕与产能投放助力公司稳健增长.....	47
（五）珠宝文娱类企业受地产周期影响小，持续受益消费升级.....	48
1、周大生：全国中高端主流市场钻石珠宝领先品牌，领先模式+先发渠道+品牌营销拉动公司增长.....	48
2、晨光文具：传统业务稳固发展，新业务持续增长强劲.....	49
（六）照明：关注产品渠道优势明显企业，持续看好欧普照明.....	50
1、欧普照明：照明行业龙头享行业发展红利，精细化管理助力龙头优势扩大.....	50
<b>四、风险提示.....</b>	<b>51</b>

# 图表目录

图表 1	2019 年一季度轻工制造行业表现.....	8
图表 2	轻工子板块股价表现（2019 年初至 4 月 15 日）.....	8
图表 3	造纸板块表现弱于市场.....	8
图表 4	造纸板块估值低于历史平均.....	8
图表 5	包装印刷板块表现略强于市场.....	9
图表 6	包装印刷板块估值略低于历史平均.....	9
图表 7	家具板块三季度表现强于大盘.....	9
图表 8	家具板块估值低于历史平均.....	9
图表 9	文娱板块表现弱于市场.....	9
图表 10	文娱板块估值低于历史平均.....	9
图表 11	重点轻工公司收入和归母净利润情况（截止 2019-04-25）.....	10
图表 12	重点轻工公司毛利率、净利率情况（截止 2019-04-25）.....	11
图表 13	90 年代日本与当下中国对比，宏观上的“同”和行业环境的“异”.....	14
图表 14	1991-2018 年日本家具销售额持续下降.....	15
图表 15	日本家具销售与房地产销售波动一致.....	15
图表 16	家具零售渠道的销售额持续下滑.....	16
图表 17	日本 90 年代家具企业总数整体呈下降趋势.....	16
图表 18	日本 90 年代大量中小型家具企业倒闭.....	16
图表 19	日本消费特点时代变迁.....	16
图表 20	日本 90 年代地泡沫破裂后宜得利与大塚家具保持高于行业增速发展.....	17
图表 21	宜得利营业收入持续增长.....	18
图表 22	宜得利归母净利润持续增长.....	18
图表 23	大塚家具营业收入（百万日元）及增速.....	18
图表 24	大塚家具卖场面积与店铺数变动.....	18
图表 25	非连锁模式占商场渠道份额下降.....	19
图表 26	连锁模式占商场渠道份额提升.....	19
图表 27	中国橱柜与油烟机行业发展的异同之处.....	20
图表 28	家具主营业务收入与商品房交房数据相关高.....	21
图表 29	油烟机销量与商品房交房数据相关度高.....	21
图表 30	橱柜生产企业分布（上市公司）.....	21
图表 31	厨电生产企业分布（上市公司）.....	21
图表 32	2017 年橱柜市场份额.....	22
图表 33	2017 年油烟机零售额份额.....	22

图表 34	2018 年主要橱柜和油烟机企业销售收入结构-分渠道	22
图表 35	家居装饰及家具行业销售渠道体量拆分（2016 年）	23
图表 36	照明行业技术变迁历史	23
图表 37	全球 LED 照明市场规模持续增长	24
图表 38	全球 LED 照明渗透率快速提升	24
图表 39	我国 LED 照明产业各环节产业规模（亿元）	24
图表 40	2018 年我国半导体照明应用领域分布	24
图表 41	不同照明企业营销模式比较	24
图表 42	沙发销售量增长趋势与软体相似	26
图表 43	沙发主要出口对象为美国	26
图表 44	功能沙发市场规模测算	26
图表 45	中国沙发行业 CR4 不足 15%	27
图表 46	美国沙发行业 CR4 占比超过 50%	27
图表 47	海绵原材料 MDI 价格 2018 年呈下降趋势	27
图表 48	海绵原材料 TDI 价格 2018 年呈下降趋势	27
图表 49	海绵原材料聚醚价格 2018 年呈下降趋势	28
图表 50	海绵原材料 TDI 价格还未下降至历史低点	28
图表 51	2014 年-2015 年纸企亏损总额处于历史峰值	28
图表 52	纸企数量自 2014 年逐渐减少	28
图表 53	2014 年-2016 年上半年纸企固定资产投资停滞	29
图表 54	纸及纸板消费量自 2012 年以后缓幅上升	29
图表 55	2018 年下半年以来造纸固定资产投资低迷	29
图表 56	大纸企各纸种新增产能统计	29
图表 57	废纸新规出台，国废价格一路上涨	30
图表 58	2017 年下半年以来废纸审批量大幅下滑	30
图表 59	预计 2018 年进口废纸量大幅降低	30
图表 60	预计 2018 年木浆进口量仍维持稳定增长	31
图表 61	太阳纸业、晨鸣纸业新建浆纸产能	31
图表 62	太阳纸业老挝基地布局	32
图表 63	历年限额以上金银珠宝类零售额及同比	33
图表 64	可选消费占比随人均 GDP 增加而增加	34
图表 65	消费者购买珠宝结构占比	34
图表 66	中国千禧一代钻石持有率提升	34
图表 67	千禧一代是钻石消费主力军	34

图表 68	2016 年金饰和钻石饰品持有率 .....	35
图表 69	线下门店是培养消费者感知的重要来源 .....	35
图表 70	我国珠宝首饰市场主要参与者构成 .....	36
图表 71	2015 年珠宝行业市占率 .....	36
图表 72	国内上市公司产品种类及生产模式 .....	36
图表 73	珠宝行业公司营业收入对比（单位：亿元） .....	37
图表 74	珠宝行业公司净利润对比（单位：百万元） .....	37
图表 75	2018 年美凯龙营业收入增长 29.93% .....	38
图表 76	2018 年美凯龙归母净利润增速 9.8% .....	38
图表 77	2018 欧派家居营业收入同比增长 18.5% .....	39
图表 78	2018 欧派家居归母净利润同比增长 20.9% .....	39
图表 79	尚品宅配营业收入稳步上涨 .....	40
图表 80	2018 年尚品宅配营业收入构成 .....	40
图表 81	2018 索菲亚营业收入同比增长 18.7% .....	40
图表 82	2018 索菲亚归母净利润同比增长 5.8% .....	40
图表 83	2014-2018 索菲亚各业务占比 .....	41
图表 84	2014-2018 索菲亚各项业务毛利率 .....	41
图表 85	2013-2018 志邦家居营业收入及增速 .....	42
图表 86	2013-2018 志邦家居归母净利润及增速 .....	42
图表 87	2013-2018 金牌厨柜营业收入及增速 .....	42
图表 88	2013-2018 金牌厨柜归母净利润及增速 .....	42
图表 89	顾家家居上市后收入持续快增长 .....	43
图表 90	顾家家居归母净利润稳定提升 .....	43
图表 91	敏华控股营业收入稳步上涨（港币） .....	44
图表 92	2018 财年敏华控股各地区收入占比 .....	44
图表 93	华泰股份 2013-2018 营业收入情况 .....	46
图表 94	华泰股份 2013-2018 归母净利润情况 .....	46
图表 95	山鹰纸业 2013-2018 营业收入情况 .....	47
图表 96	山鹰纸业 2014-2018 归母净利润 .....	47
图表 97	我国生活用纸市场规模及人均消费量 .....	48
图表 98	非厕用纸占比不断上升 .....	48
图表 99	周大生 2013-2018 年营业收入及增速 .....	49
图表 100	周大生 2013-2018 年归母净利润及增速 .....	49
图表 101	文教办公用品行业主营业务收入 .....	50

图表 102 晨光文具收入结构.....	50
图表 103 欧普照明 2018 营业收入增长 15.1%.....	51
图表 104 2018 年欧普照明归母净利润增速 32.5%.....	51

## 一、2019 年一季度轻工行业表现回顾：3 月以来明显强于大盘

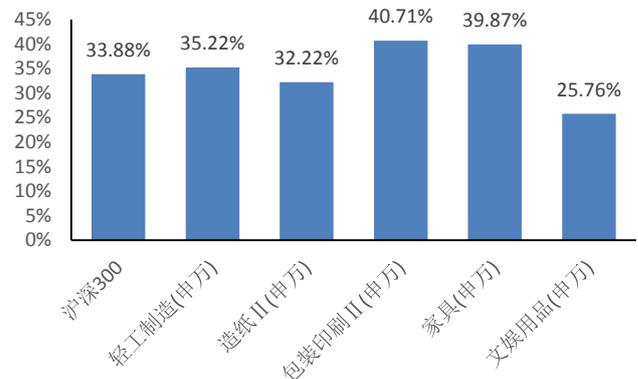
2019 年年初至 3 月上旬，轻工制造业表现弱于市场平均，3 月中旬开始强于大盘，截至 4 月 15 日上涨 35.22%，涨幅大于沪深 300 指数 1.34pct。各子板块中，包装印刷板块上半年涨幅最大，上涨 40.71%，造纸、家具和文娱板块年初至 4 月 15 日分别上涨了 35.22%、39.87% 和 25.76%。

图表 1 2019 年一季度轻工制造行业表现



资料来源：Wind，华创证券

图表 2 轻工子板块股价表现（2019 年初至 4 月 15 日）

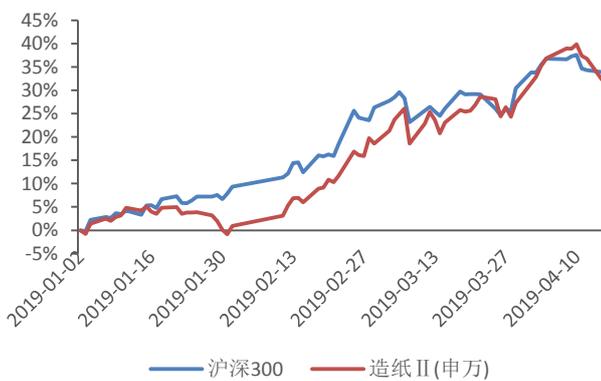


资料来源：Wind，华创证券

### （一）分行业 2019 年一季度走势回溯：各子板块估值低于历史平均水平

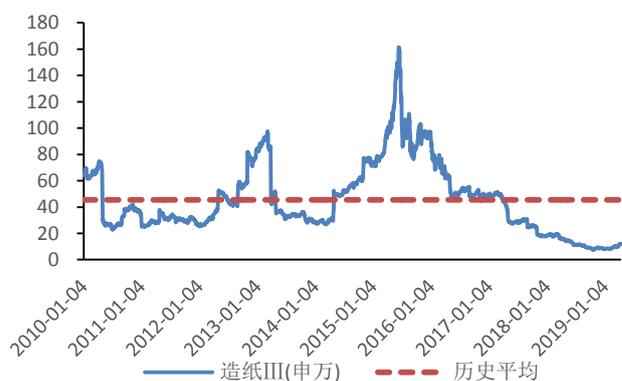
2019 年一季度，造纸板块表现弱于市场走势，年初至 4 月 15 日，造纸板块上涨 32.22%，涨幅与轻工制造板块基本持平，19 年 4 月 15 日平均市盈率（TTM）为 11.64，明显低于历史平均水平 45.55。

图表 3 造纸板块表现弱于市场



资料来源：Wind，华创证券

图表 4 造纸板块估值低于历史平均



资料来源：Wind，华创证券

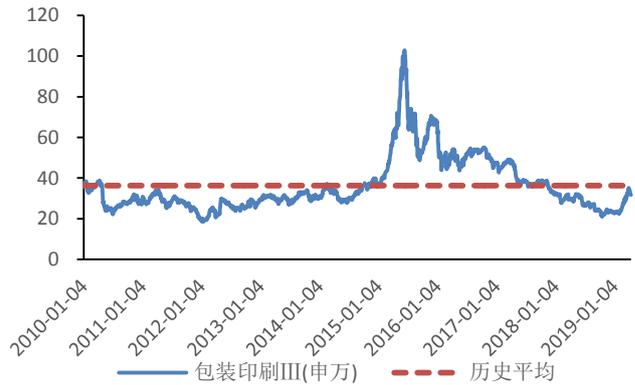
包装印刷板块 1-3 月上旬表现略弱于市场，3 月中旬开始表现强于大盘。年初至 4 月 15 日，包装印刷板块整体上涨 41.71%，涨幅高于轻工制造板块，19 年 4 月 15 日平均市盈率（TTM）为 31.78，估值略低于历史平均水平 36.28。

图表 5 包装印刷板块表现略强于市场



资料来源: Wind, 华创证券

图表 6 包装印刷板块估值略低于历史平均



资料来源: Wind, 华创证券

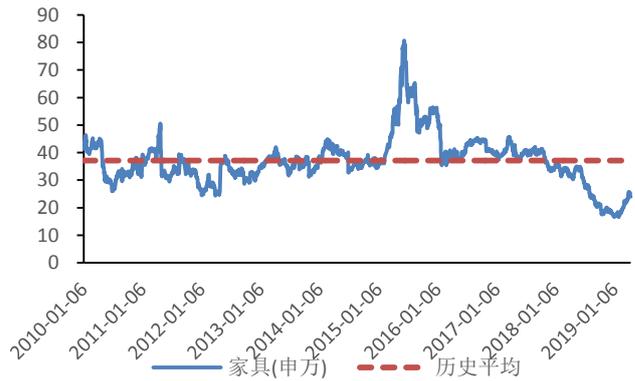
家具板块 1-3 月上旬表现与大盘一致, 从 3 月中旬开始表现强于大盘。截至 4 月 15 日, 家具板块上涨 39.87%, 涨幅高于轻工制造平均水平。19 年 4 月 15 日平均市盈率 (TTM) 为 24.00, 估值低于历史市盈率水平 37.09。

图表 7 家具板块三季度表现强于大盘



资料来源: Wind, 华创证券

图表 8 家具板块估值低于历史平均



资料来源: Wind, 华创证券

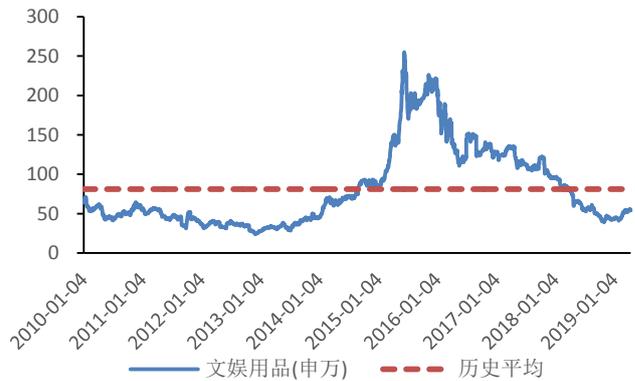
文娱板块今年 1-3 月表现弱于市场平均。截至 4 月 15 日, 文娱板块上涨 25.76%, 涨幅低于轻工制造平均水平。19 年 4 月 15 日平均市盈率 (TTM) 为 54.05, 估值低于历史平均水平 81.11。

图表 9 文娱板块表现弱于市场



资料来源: Wind, 华创证券

图表 10 文娱板块估值低于历史平均



资料来源: Wind, 华创证券

## (二) 2018 年年报&2019 年一季报重点公司业绩回顾

### 1、各子板块主要上市公司 2018 年&2019Q1 收入、利润增速放缓

从已经发布年报一季报公司数据来看,受房地产影响,2018 年及 2019 年一季度家具子行业收入业绩增速整体放缓。2018 年前三季度纸价高企,造纸行业业绩优异,2018 年 9 月以来,纸价疲软,造纸行业景气度下降。包装印刷行业 2018 前三季度受原材料成本影响,业绩受挫,2018 年四季度以来拐点已现。文娱业具有较强的消费属性,业绩稳定增长。

图表 11 重点轻工公司收入和归母净利润情况(截止 2019-04-25)

公司	股票代码	市值(亿元)	收入(亿元)				归母净利润(亿元)			
			18A	YOY	19Q1	YOY	18A	YOY	19Q1	YOY
<b>家居</b>										
欧派家居	603833	489.31	115.1	19%	-	-	15.7	21%	-	-
索菲亚	002572	201.68	73.1	19%	11.8	-5%	9.6	6%	1.1	4%
尚品宅配	300616	179.94	66.5	25%	12.7	16%	4.8	26%	-0.2	32%
志邦家居	603801	54.38	24.3	13%	-	-	2.7	17%	-	-
金牌厨柜	603180	46.36	17.0	18%	2.8	6%	2.1	26%	0.2	3%
顾家家居	603816	216.59	91.7	38%	24.6	33%	9.9	20%	3.0	10%
好莱客	603898	58.62	21.3	14%	3.6	5%	3.8	10%	0.4	8%
我乐家居	603326	25.76	10.8	18%	-	-	1.0	22%	-	-
意达卫浴	603385	38.23	29.0	6%	-	-	2.4	5%	-	-
帝欧家居	002798	85.06	43.1	707%	10.4	38%	3.8	598%	0.7	49%
荣泰健康	603579	46.24	23.0	20%	5.1	-15%	2.5	15%	0.6	-1%
<b>造纸</b>										
太阳纸业	002078	182.96	217.7	15%	-	-	22.4	11%	-	-
中顺洁柔	002511	138.48	56.8	22%	15.4	26%	4.1	17%	1.2	25%
晨鸣纸业	000488	146.61	288.8	-2%	-	-	25.1	-33%	-	-
山鹰纸业	600567	170.55	243.7	39%	52.2	-4%	32.0	59%	4.6	-24%
华泰股份	600308	60.71	147.6	8%	-	-	7.2	7%	-	-
<b>印刷包装</b>										
裕同科技	002831	209.61	85.8	23%	-	-	9.5	1%	-	-
劲嘉股份	002191	201.86	33.7	15%	10.1	24%	7.3	26%	2.6	22%
合兴包装	002228	62.57	121.7	39%	-	-	2.3	64%	-	-
<b>文娱照明类</b>										
晨光文具	603899	345.09	85.3	34%	-	-	8.1	27%	-	-
周大生	002867	167.05	48.7	28%	-	-	8.1	36%	-	-
欧普照明	603515	254.66	80.0	15%	16.6	12%	9.0	32%	0.9	23%

资料来源: Wind, 华创证券

### 2、各子板块主要上市公司 2018 年报&2019Q1 盈利情况

从已经发布年报公司数据来看,家居企业 2018 年度毛利率相对稳定,净利率承压,其中欧派家居毛利率同比+3.9pct,净利率同比+0.3pct,表现优于其他家具公司。造纸行业、印刷包装行业、文娱照明业 2018 年毛利率净利率普遍同比下降,其中造纸行业太阳纸业毛利率-2.6pct,净利率-1.6pct;印刷包装行业裕同科技毛利率-3.pct,净利率-2.0pct,劲嘉股份毛利率同比-0.5pct,净利率+1.3pct;周大生毛利率+1.6pct,净利率+1.0pct,欧普照明毛利率-4.1pct,净利率+1.4pct。

图表 12 重点轻工公司毛利率、净利率情况（截止 2019-04-25）

公司	股票代码	毛利率				净利率			
		2018A	YOY (pct)	2019Q1	YOY (pct)	2018A	YOY (pct)	2019Q1	YOY (pct)
<b>家居</b>									
欧派家居	603833	38.4%	3.9	-	-	13.7%	0.3	-	-
索菲亚	002572	37.6%	-0.6	34.4%	-0.4	13.2%	-1.5	8.1%	1.2
尚品宅配	300616	43.7%	-1.4	41.6%	-0.5	7.2%	0.0	-1.8%	1.2
志邦家居	603801	36.0%	1.1	-	-	11.2%	0.4	-	-
金牌厨柜	603180	39.0%	-0.1	34.6%	-4.9	12.3%	0.8	6.8%	-0.3
顾家家居	603816	36.4%	-0.9	34.7%	-1.7	11.0%	-1.5	12.1%	-3.0
好莱客	603898	39.6%	1.2	39.3%	0.6	17.9%	-0.8	10.1%	-0.2
我乐家居	603326	37.4%	0.4	-	-	9.4%	0.3	-	-
惠达卫浴	603385	28.4%	0.5	-	-	8.9%	-0.3	-	-
帝欧家居	002798	35.0%	5.6	33.6%	0.6	8.7%	-1.5	6.2%	0.4
荣泰健康	603579	34.1%	-4.2	29.1%	-6.1	10.9%	-0.9	10.6%	0.3
<b>造纸</b>									
太阳纸业	002078	23.5%	-2.6	-	-	10.3%	-1.6	-	-
中顺洁柔	002511	34.1%	-0.9	34.0%	-4.8	7.2%	-0.4	8.0%	0.0
晨鸣纸业	000488	31.3%	-1.8	-	-	8.9%	-3.9	-	-
山鹰纸业	600567	23.1%	0.0	19.8%	-1.5	14.1%	2.5	8.6%	-2.5
华泰股份	600308	14.7%	-1.3	-	-	4.9%	-0.1	-	-
<b>印刷包装</b>									
裕同科技	002831	28.5%	-3.0	-	-	11.4%	-2.0	-	-
劲嘉股份	002191	43.7%	-0.5	43.8%	-3.3	24.2%	1.3	27.4%	-1.3
合兴包装	002228	12.5%	-1.8	-	-	2.3%	0.2	-	-
<b>文娱照明类</b>									
晨光文具	603899	25.8%	0.1	-	-	9.5%	-0.4	-	-
周大生	002867	34.0%	1.6	-	-	16.6%	1.0	-	-
欧普照明	603515	36.5%	-4.1	36.3%	-1.5	11.2%	1.4	5.2%	0.4

资料来源: Wind, 华创证券

### （三）投资观点：品牌家居白银时代到来，渠道优势成为龙头家居企业护城河

我们认为随着 2019 年中美贸易摩擦、地产调控等一系列宏观事件对于轻工行业影响逐渐显现，轻工各个子行业均呈现增速换挡的现象，行业投资逻辑从全行业的高速发展以及景气转移到细分行业中优秀企业运用自身的竞争优势扩张市场份额。我们认为家居细分行业值得重点关注，随着家居行业的增长方式逐渐从传统的渠道扩张向存量渠道竞争迁移，那些渠道管理能力优异，能够有效将整装等新流量整合进自身客户体系的公司将成为“白银时代”的赢家。

#### 1、定制家具：渠道为王，传统渠道&工程渠道&整装渠道流量入口优势凸显

站在国际视角，我们以 90 年代日本为镜，中国家居行业消费环境与 90 年代日本存在明显差异，中国未来十年不会大范围出现日本的极简消费局面。以欧派家居、索菲亚、尚品宅配等为代表的中国优秀的品牌家居企业凭借自身渠道和管理上的优势持续提升自身的市场份额。站在行业视角，我们以地产后周期中油烟机行业发展为对照，分析认为中国橱柜行业较烟灶等厨电行业有更高的行业天花板，竞争格局分散，随着橱柜品类持续向衣柜、全屋、木门、卫浴等细分品类延伸，龙头企业有望借助渠道开拓能力与流量获取能力成长为千亿市值公司，长期投资价值凸显。

具体来看，随着地产下行、定制家具品牌企业渠道下沉和加密，行业跑马圈地时代渐近尾声，获客成本逐渐抬升和流量红利逐渐流失，竞争红海时代来临，各定制家具公司纷纷谋求转型。企业在提升客单价、获取流量两个维度，苦练内功和外部开拓。放眼整个家装产业链，从产品端、营销端、门店端还有与家居卖场深度合作、向整装、工程的拓展展开竞争。

**苦练内功实现客单价提升和引流：线上线下流量争夺激烈，产品&渠道&营销齐发力。**（1）产品端：定制家具厂商推出套餐式组合促销让利（主要为套餐报价和平米报价两种），做大客单价；特性化产品推陈出新，原态板、智能厨房新概念产品层出不穷，吸引消费者，产品定价高。（2）渠道端：从单品类门店走向多品类融合店，结合新零售打造生活体验区。目前上市公司在全国的门店种类主要有超市店/小区店、传统标准店、O 店、大家居店等多种形式，分布于购物中心、建材城、写字楼等多种渠道。（3）营销端：除了机场、高铁投放广告、店庆等传统营销之外，定制家具线上打造内容营销提升用户粘性，线下跨界电影、体育、自媒体、工艺等多种新形式开展品牌营销。

**外部拓展整装&工程&家居卖场实现向上游延伸引流：**家居产业链从毛坯房到竣工验收按照流量入口切入程度依次为房地产开发商→家装公司实体门店或平台类互联网→家装公司→家居卖场或硬装材料商→定制家具厂商→软装材料商，其中房地产开发商、家装公司和定制家具厂商为主要的三个流量切入口，分别对应工程、整装和门店（含卖场）。直接切入房地产开发商精装修项目可以从最源头攫取流量，为最有效的一种方式。切入家装公司的整体装修项目仅次于精装修切入，家装公司整体装修可直接“截断”流向主辅材、定制家具厂商的流量。与龙头家居卖场合作在其中开店实现引流。因此，众多主辅材厂商和定制家具厂商向上游延伸流量抢夺市场。例如惠达卫浴、海鸥卫浴都切入了卫生间装修领域，索菲亚与恒大地产成立恒大索菲亚切入华中地区的精装修房市场，尚品宅配、欧派家居通过整装大家居切入家装公司流量领域。

## 2、照明行业：格局分散，发展空间广阔

我国 LED 照明行业均处于行业增速快，格局分散的阶段。渠道掌控力强、产品力突出的企业有望脱颖而出。照明行业处在变革期，LED 照明加速替代传统照明。在技术不断发展背景下，LED 照明正快速实现对传统照明产品的替代，全球 LED 照明渗透率已经由 2009 年的 1.5% 快速提升至 2016 年的 31%。中国 LED 产业规模增速也在不断提升。CSA 数据显示，2018 年中国半导体照明行业整体产值达到 7374 亿元（同比+12.8%），其中，上游外延芯片、中游封装、下游应用环节产值分别为 240 亿、1054 亿和 6080 亿，分别同比增长 3.4%、9.4%、13.8%。下游应用环节又分为通用照明（2018 年产值 2679 亿元，同比+5.0%）和特殊照明（2018 年产值 3401 亿元，同比+21.8%）。我国通用照明市场分散，龙头企业欧普照明市占率约为 3-5%，行业集中度提升空间大。

## 3、软体家具：原材料降价缓解企业成本压力，行业竞争格局稳定龙头优势凸显

### （1）国内沙发行业市场规模约为 520 亿元，集中度较低

软体家具行业规模可观，商品房销售与置换需要拉动需求；软体家具龙头品牌各有侧重，形成差异化竞争格局。中国是世界上最大的软体家居生产国和消费国，2015 年，中国软体家具总产值为 317.33 亿美元，产值约占全球的 46.96%，中国软体家具消费量为 192.03 亿美元。房地产市场总体呈现上升趋势，商品房销售与家具置换带来软体家具需求。相比发达国家，我国软体家具市场集中度较低，CR4 为 12.09%（美国 CR4 为 50%），以顾家为代表的软体家具企业存在很大的增长空间。行业内龙头企业擅长领域不一样，存在着差异化的竞争格局。敏华主打功能沙发，顾家家居主打的是休闲沙发，包括皮艺和布艺沙发。

### （2）海绵原材料价格处于相对低位，软体家具企业成本压力有望缓解

从 2018 年一季度开始，海绵原材料 MDI、聚醚价格均实现一定幅度下行，下行趋势一直延续到四季度，进入 2019 年 MDI 价格有小幅上升，截至 2019 年 4 月 25 日 MDI 最新价格为 18000 元/吨，聚醚最新价格为 10670 元/吨，TDI 最新价格为 17100 元/吨，三种原材料价格基本处在 2017 年大幅上涨前的价格水平。原材料价格水平的下降将带动

海绵价格降低，从而缓解相关公司的成本压力，进一步修复利润表现，主要受益标的有顾家家居、喜临门、梦百合。

#### 4、造纸行业：原材料紧缺成行业主线，海外原材料布局成核心竞争优势

**废纸进口政策推动造纸行业新变，核心逻辑从供给侧改革推演到原材料推涨：**我们认为 2016 年下半年以来的造纸行情主要是由环保趋严和供给侧改革导致行业供需结构改善；2017 年行业的边际变化发生在原材料端，随着进口废纸政策趋严，一方面国废价格飙升，另一方面因为替代作用导致木浆需求紧俏，原材料在行业中的重要性凸显。造纸行业的新逻辑不是简单供需结构再变化，而是基于供需结构紧平衡延续下原材料的紧俏，那些具有原材料海外布局，能够持续获得成本优势的企业价值将越发显现。

**造纸行业研究新逻辑（2017 年下半年至今）：供需紧平衡，原材料紧缺成行业新主线。**环保持续限制新增产能投放，行业供需状态持续偏紧，2017 年下半年以来随着废纸进口政策的逐渐加码，原材料成为行业核心关键因素：由于废纸新政和环保限制，行业原材料端发生变化：**（1）废纸材料紧缺：**外废进口量大幅下降，无法通过大量提升国废回收量进行补充，废纸原材料紧张；**（2）木浆替代效应凸显：**外废进口量缩减，2017 年全年生产箱板纸耗用的木浆量为 280 万吨，较 2016 年增加 140 万吨。纸企因废纸紧缺转而使用部分木浆替代，木浆需求量较大增加，从而废纸、木浆原材料价格双双上涨。**未来在原材料长期紧缺背景下，行业企业积极拓展海外布局，成本优势成行业主线。**

**大型纸企自主造浆+海外布局价值凸显，我们坚定看好太阳纸业，华泰股份，重点关注玖龙纸业、山鹰纸业等行业龙头企业：**我们认为，在供需紧平衡结构延续、上游原材料紧缺、价格强势的背景下，大型纸企通过自建浆线或海外布局，一方面减弱原材料紧缺瓶颈，提升扩产能力；另一方面降低原材料成本，扩大吨纸盈利空间。目前，太阳纸业老挝基地已投产 50 万吨化学浆，根据前期公司规划预计 2019 年二季度将在老挝投产 40 万吨再生浆，我们预计届时太阳纸业邹城基地牛皮箱板纸二期（160 万吨）对国废需求量将降至 50-60 万吨。

#### 5、珠宝首饰行业：乘消费升级好风，龙头珠宝商渠道&品牌优势尽显

我国珠宝首饰零售规模超 5000 亿，过去 5 年复合增速约 13%。目前行业集中度较低，我国市场上的珠宝品牌商按照目标定位、地区覆盖率主要分为国外品牌、全国性品牌和区域性品牌。2015 年周大福、老凤祥、周大生、豫园股份、周生生五家上市公司合计占比约为 24.0%，其中周大福为上市公司第一，占比 8.5%。

从趋势上来看，1) 受到消费升级和年龄层裂变的影响，日常消费将成为珠宝消费的重要突破口。2) 我国已经成为全球第二大钻石市场，需求量占全球的 14.4%，仅次于美国 45% 的占比。千禧一代成为钻石镶嵌类消费主力军，未来钻石消费占比有望进一步提升。由于钻石镶嵌类毛利率相对更高，将会进一步拉动珠宝行业毛利率。3) 近年三线及以下城市珠宝市场增长率高达 45.3%，远远超过一线城市的同期 31.9% 的增长率。钻石镶嵌类在三线及以下城市渗透率相对较低，未来也有进一步下沉空间。4) 互联网珠宝零售冲击传统渠道。从行业竞争格局上来看，目前行业分为国外高端品牌、国内知名品牌和地方性品牌三大梯队。传统厂商体量较大、产品线完善。拓渠道、轻资产成新兴厂商主要成长路径。

**珠宝首饰行业具有较强的消费属性，逐渐品牌化，且发展与整体经济水平发展休戚相关，看好珠宝首饰龙头周大生领先模式+先发渠道+品牌营销三驾马车拉动公司增长。**

## 二、轻工制造 2019 年：品牌家居的白银时代，渠道能力成取胜内核

我们 2019 年轻工行业投资策略是：品牌家居的白银时代，渠道能力成取胜内核，我们看好中国家居行业各细分赛道龙头企业的发展，渠道能力成为行业新趋势下核心竞争力。2019 年以来，受交房预期回暖、估值切换等因素影响，轻工板块估值有所回升，行业优质龙头标的投资价值凸显。（1）定制家具行业市场前景广阔，全屋定制时代到来，拥有渠道优势和布局全屋定制的龙头企业有望进一步提高市场占有率，看好布局全屋整装的企业。（2）国内照明行业处于变革期，LED 照明加速替代传统照明，渠道掌控力强、产品力优势明显的龙头企业有望受益行业快速增长与市场集中度提升。（3）软体家具，短期来看受原材料价格下降影响，成本端压力减小，长期来看软体家具市场广阔，市场集中度有望提升，行业龙头企业竞争优势明晰。（4）造纸行业：2018 年造纸行业低迷的核心原因是需求疲弱，需求复苏是行业核心观察点。目前造纸行业进入新常态，新增产能并未大规模出现，原材料成为关键。废纸新政推动，原料持续紧缺，对纸品价格构成支撑。短期行业受益宏观经济复苏带来需求转暖，长期看造纸中的优质资产静待花开。（5）珠宝首饰行业具有较强的消费属性，逐渐品牌化，且发展与整体经济水平发展休戚相关，看好珠宝首饰龙头企业发展。

### （一）定制家具：海外经验指示品牌家居成长方向，渠道变革成行业主线

站在国际视角，我们以 90 年代日本为镜，中国家居行业消费环境与 90 年代日本存在明显差异，中国未来十年不会大范围出现日本的极简消费局面。以欧派家居、索菲亚、尚品宅配等为代表的中国优秀的品牌家居企业凭借自身渠道和管理上的优势持续提升自身的市场份额。站在行业视角，我们以地产后周期中油烟机行业发展为对照，分析认为中国橱柜行业较烟灶等厨电行业有更高的行业天花板，竞争格局分散，随着橱柜品类持续向衣柜、全屋、木门、卫浴等细分品类延伸，龙头企业有望借助渠道开拓能力与流量获取能力成长为千亿市值公司，长期投资价值凸显。

### 1、透过日本迷雾看中国：品牌家居企业大有可为

华创轻工在 2018 年一季度推出“品牌家居的白银时代”系列报告，坚定看好中国的家居消费品牌化过程以及优秀的品牌家居企业的发展。第一篇以 90 年代日本为镜，中国家居行业消费环境与 90 年代日本存在明显差异，中国未来十年不会大范围出现日本的极简消费局面。以欧派家居、索菲亚、尚品宅配等为代表的中国优秀的品牌家居企业凭借自身渠道和管理上的优势持续提升自身的市场份额，一方面红星和居然未来随着龙头家居卖场份额持续提升，龙头企业依靠于头部卖场的绑定关系持续提升传统渠道优势；另一方面顺应整装等新渠道崛起，龙头企业受益于消费者一体化采购趋势。

**他山之石：90 年代的日本与当下中国比较。宏观环境的同：**90 年代的日本与当前阶段的中国在宏观发展环境方面有相似之处：（1）经济总量增速放缓（2）居民消费增速放缓。行业环境的异：90 年代的日本与当前阶段的中国家具行业发展环境存有差异：（1）房地产，日本地产开工数自 90 年代初开始呈下滑趋势，当下中国地产销售增速放缓，但总量仍在增加。（2）城镇化率，1990 年日本城镇化率 77.34%，2017 年达到 94.32%，而中国城镇化率虽保持较快增长，但与日本仍有差距，2017 年中国城镇化率达到 58.52%，仅相当于上世纪 60 年代日本城镇化率水平。（3）人口结构，中国目前老龄化程度与上世纪 90 年代的日本相似，但日本老龄化速度快于中国。中国 2017 年 65 岁及以上人口占比 10.64%，该占比与 1986 年日本 65 岁及以上人口占比(10.81%)相当。从老龄化速度方面，日本老龄化速度明显快于中国，日本 65 岁以上人口占比从 5.73%提升至 12.08%用了 30 年时间，而中国 65 岁以上人口占比从 4%提升至 10.64%用了将近 60 年。

图表 13 90 年代日本与当下中国对比，宏观上的“同”和行业环境的“异”

		20 世纪 90 年代前后的日本	当前时点的中国
宏观环境的“同”	经济总量及杠杆率	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 日本 1990 年 GDP 增速 5.57%，整个 90 年代 GDP 增速中枢较 80 年代下移 2.74pct；</li> <li>➢ 1990 年日本基于购买力平价的人均 GDP 为</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 中国 2017 年 GDP 增速 6.90%，2010-2017 年 GDP 增速中枢较 2000-2009 年增速中枢下移 2.4pct；</li> </ul>

		20 世纪 90 年代前后的日本	当前时点的中国
		19229.67 国际元; ➢ 日本非金融企业杠杆率在上世纪 90 年代达到顶峰, 1990 年日本非金融企业部门杠杆率分别为 141.6%。	➢ 2017 年中国基于购买力平价的人均 GDP 为 16806.74 国际元; ➢ 中国非金融企业部门 2017 年杠杆率提升到 156.9%, 也处在杠杆率较高水平。
	居民消费	➢ 1990-1999 年日本人均可支配收入复合增速 1.6%, 较 80 年代增速下降 3.2pct; ➢ 日本整个 90 年代 CPI 增速中枢 1.2%, 较 80 年代的 2.5% 降低 1.3pct。	➢ 2000-2015 年中国城镇居民人均可支配收入复合增速 8.9%, 较 2000-2009 年的 10.6% 下降 1.7pct; ➢ 中国 2010 年 CPI 增速 3.3%, 2017 年降至 1.6%。
行业环境的“异”	房地产	从日本新屋开工户数与开工建筑面积数据来看, 日本自 1996 年新屋开工户数与开工建筑面积达到高点之后, 开始呈现逐年下滑趋势。销售端来看, 日本首都圈和近畿圈新屋签约数在 1990 年前后达到最低点, 之后随着房价下调, 新屋签约数出现回升。需求价格弹性强。	中国目前虽然商品房销售增速有波动, 但整体商品房销售量仍处在逐年上升阶段, 商品房销售均价仍在上涨, 居民对商品房购买的需求价格弹性比 90 年代的日本弱
	城镇化	1990 年日本城镇化率 77.34%	2017 年中国城镇化率 58.52%
	人口结构	日本 65 岁以上人口占比从 1960 年的 5.73% 提升至 1990 年的 12.08% 用了 30 年时间	中国 65 岁以上人口占比从 1960 年的 4% 提升至 2017 年 10.64% 用了 57 年时间

资料来源: 日本统计局, Wind, 华创证券

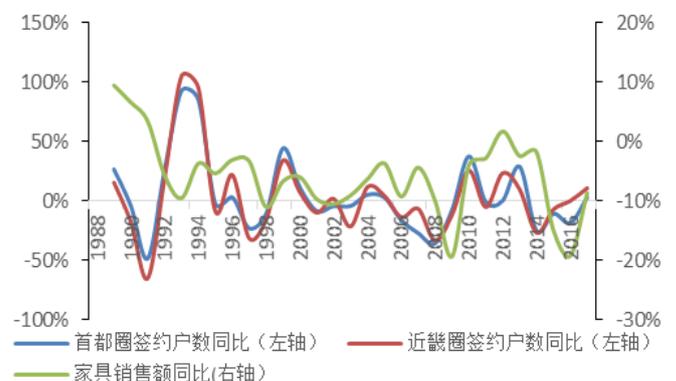
**桑田碧海须臾改: 日本家居行业的剧烈变化。** (1) 行业总量: 日本家具行业销售额总量随地产萎靡持续下滑, 日本家具零售额从 1980 年的 5259 亿日元增长到 1991 年的 7812 亿日元, 复合增速 3.35%, 家具零售额达到历史顶峰, 但是之后开始一路下滑。(2) 渠道变化: 家具零售渠道中百货商店渠道销售占比下降而超市渠道占比提升。(3) 行业格局: 家具生产企业总数下降, 从 1991 年的 585 家下降到了 1999 年的 469 家, 复合增速 -2.4%, 其中中小规模企业数量下降尤为明显, 大型企业数量变化不大, 但大型企业销售额行业占比在提升。(4) 需求结构: 日本消费倾向发生变化。地产泡沫破裂后, 日本家庭的土地资产规模急剧缩水, 财富效应随之消失, 日本人的消费倾向极简消费演化。

图表 14 1991-2018 年日本家具销售额持续下降



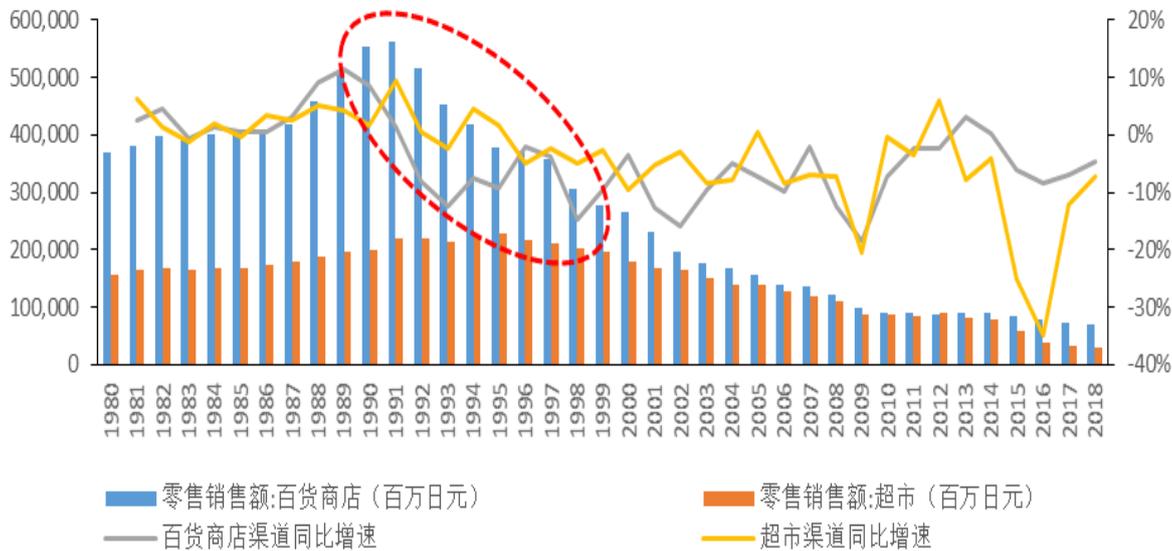
资料来源: Wind, 华创证券

图表 15 日本家具销售与房地产销售波动一致



资料来源: Wind, 华创证券

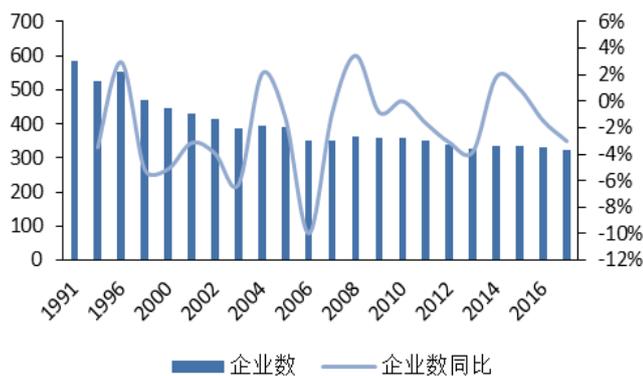
图表 16 家具零售渠道的销售额持续下滑



资料来源: Wind, 华创证券

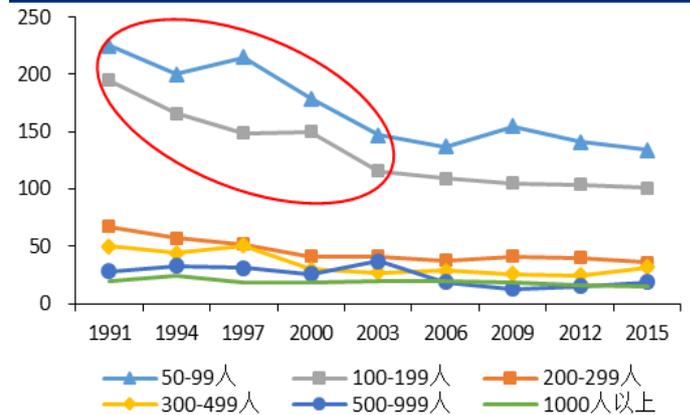
1991 年开始, 日本家具行业的企业总数开始下降, 从 1991 年的 585 家下降到了 1999 年的 469 家, 复合增速-2.4%。结构上来看, 大量中小型家具企业倒闭, 数据显示企业人员规模在 50-99 人和 100-199 人阶段企业数量下滑最为明显, 分别从 1991 年的 225 家和 195 家, 下降到 2000 年的 179 家和 150 家, 而大型家具企业的数量变动较小, 其中 1000 人以上的家具企业从 1991 年的 20 家下降到 2000 年的 19 家, 仅减少了 1 家。

图表 17 日本 90 年代家具企业总数整体呈下降趋势



资料来源: 日本经济产业省, 华创证券

图表 18 日本 90 年代大量中小型家具企业倒闭



资料来源: 日本经济产业省, 华创证券

日本消费倾向发生变化。地产泡沫破裂后, 日本家庭的土地资产规模急剧缩水, 财富效应随之消失, 日本人的消费倾向发生变化。在 90 年代初, 日本呈现的消费特征为享乐主义和理想主义同时出现, 对品牌和个性化侧重, 随着整个经济调整, 90 年代之后日本逐渐进入极简主义消费阶段, 重视性价比, “朴素化、休闲化”等消费观念渐次崛起。

图表 19 日本消费特点时代变迁

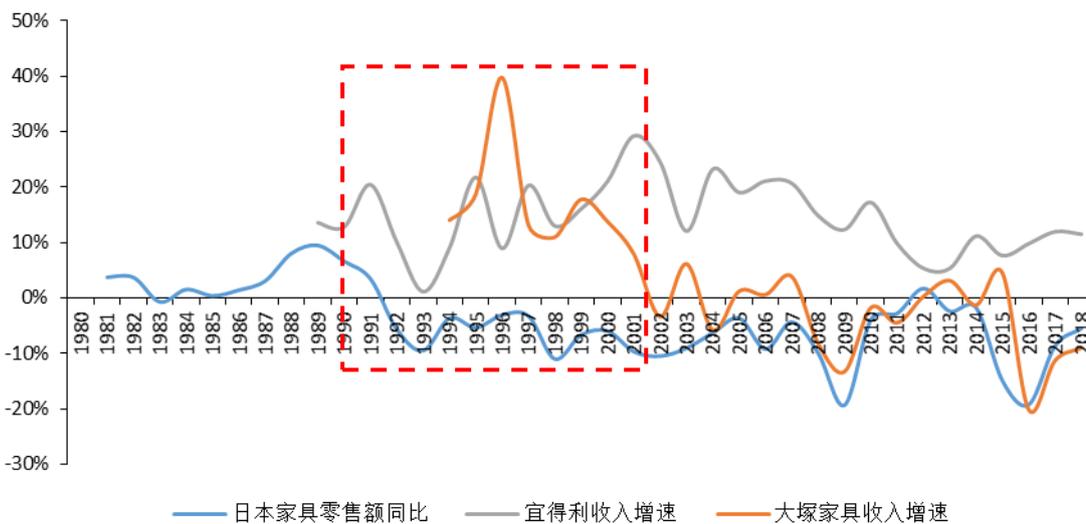
时间	时代背景	主要特点
第一消费社会 (1912-1941)	日俄战争到二战	东京、大阪中产阶级兴起, 在“脱亚入欧”大时代下, 日本整个社会掀起西洋化的消费浪潮, 消费主体偏向时尚文化

时间	时代背景	主要特点
第二消费社会（1945-1974）	二战结束到石油危机爆发	工作和消费成为二战后日本人的两大身份认同。日本社会消费群体以标准的四口之家为主，奉行“消费即美德”、“越大越好”、追随美国潮流的消费观念，私人住宅和私家车是当时最主流消费商品。
第三消费社会（1975-2004）	经济泡沫泛起到破灭	日本的消费观念转向“个性化、多样化、差别化、品牌化”，呈现出对欧洲潮流的亦步亦趋，单身人群为这一时期消费主力，过度消费特点明显，比如家庭的每个房间都有一台电视、一部空调。
第四消费社会（2005-2034）	全球经济危机和大地震爆发	社会老龄化加剧、不婚族继续膨胀，整个日本社会主流消费观再次发生裂变，转向“朴素化、休闲化、本土化、日本审美”，对消费品也从大量独占转向分享、租赁。

资料来源：三浦展《第四消费时代》，华创证券

**阴霾下的沙漠之花：行业衰退期崛起的日本家具企业。**在家具行业萎缩的大背景下，行业中的头部家居企业收入走势分化，宜得利和大塚家具两家企业通过调整公司策略分别穿越日本 90 年代地产下行期。其中，宜得利秉持“高品质、低价格”的商品开发理念，独自设计物流体系，压缩成本迎来了快速增长，而大塚家具定位高端家具，凭借优质的服务和奢华的家具保持业绩的增长，赢得了消费者的喜爱。

图表 20 日本 90 年代地泡沫破裂后宜得利与大塚家具保持高于行业增速发展



资料来源：Wind，宜得利官网，大塚家具官网，华创证券

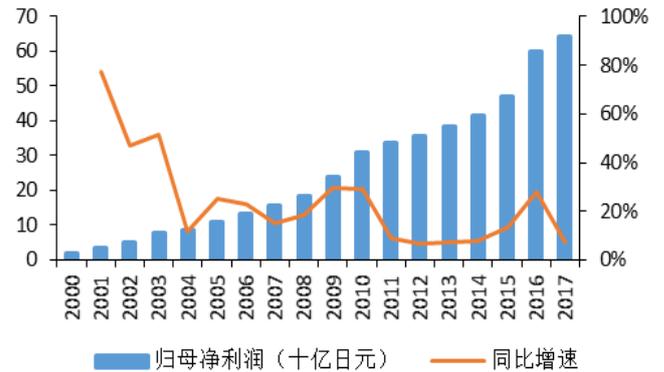
宜得利（Nitori）1967 年成立于日本北海道，由一家地方性小家具店发展为目前日本最大的连锁家居用品企业，以“高质量、低价格”的产品著称，业务覆盖家居产品的设计、制造、销售和配送全产业链。在 90 年代日本地产泡沫之后，日本经济持续低迷、传统零售业增速放缓、家具行业萎缩的背景下，宜得利却得以逆势而上，我们认为主要原因在于一方面公司及时把握市场特点在产品品类布局和渠道开拓上均注重化低频消费为高频消费；另一方面生产及高效的物流仓储体系有效压缩公司成本。

图表 21 宜得利营业收入持续增长



资料来源：公司年报，Bloomberg，华创证券

图表 22 宜得利归母净利润持续增长



资料来源：公司年报，Bloomberg，华创证券

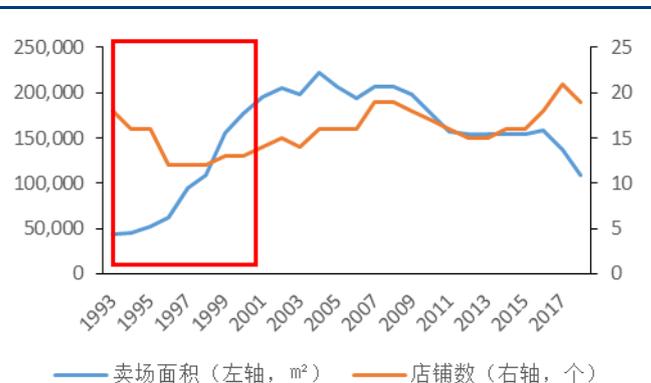
大塚家具成立于 1969 年，是日本知名的家具品牌之一。在 90 年代地产泡沫破裂后的 10 年，公司也保持了逆势增长，到 2003 年销售额达到最高峰 730.52 亿日元。公司在 90 年代采取的应对行业下行的策略与宜得利不同，公司主要走偏高端化服务策略。1993 年大塚家具推出了会员制，客户在每次购物时填写表格并办理登记手续，每位到店顾客都有专属营业员服务，大塚家具因此吸引了很多高端客户，凭借着良好的口碑、优质的服务和奢华的产品，公司以高价位路线保持着业绩的增长，在该系统推出后的三年内，收入几乎翻了一番，2003 年销售额达到 730.52 亿日元峰值；在此期间，公司并没有大规模增加店面数量，而是通过精减店铺数并扩大了卖场面积来吸引客流。

图表 23 大塚家具营业收入 (百万日元) 及增速



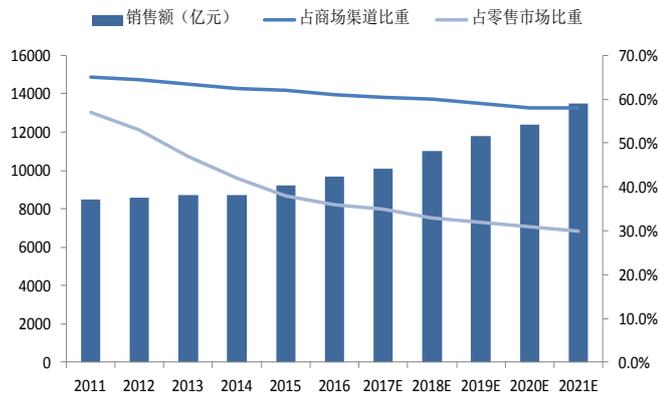
资料来源：公司官网，华创证券

图表 24 大塚家具卖场面积与店铺数变动

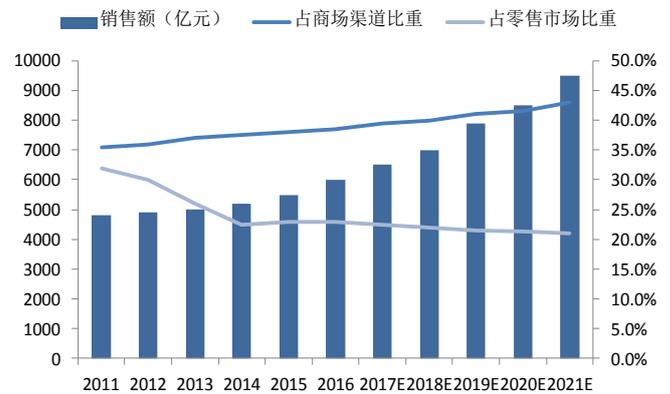


资料来源：公司官网，华创证券

**透过日本迷雾看中国：品牌家居企业大有可为。**中国家具行业渠道端零售消费占比超六成，连锁家居卖场份额持续提升；各细分品类品牌竞争格局分散，以定制家具为例，2017 年橱柜 CR6 17.1%，衣柜 CR5 25.1%，集中度提升空间大。未来无论是宜得利通过小额高频消费拉动低频定制家具的消费提高客户粘性模式，还是大塚家具高端化服务模式在中国品牌家具发展过程中均大有可为。

**图表 25 非连锁模式占商场渠道份额下降**


资料来源：弗若斯特沙利文，美凯龙招股说明书，华创证券

**图表 26 连锁模式占商场渠道份额提升**


资料来源：弗若斯特沙利文，美凯龙招股说明书，华创证券

## 2、透过中国厨电行业发展看橱柜：中国千亿橱柜市场有望诞生千亿市值公司

“品牌家居的白银时代”系列报告第二篇，试图通过比较我国地产后周期中橱柜与油烟机为代表的厨电发展，来分析橱柜行业未来发展的趋势和投资机会。我们认为，中国橱柜行业较烟灶等厨电行业有更高的行业天花板，竞争格局分散，随着橱柜品类持续向衣柜、全屋、木门、卫浴等细分品类延伸，龙头企业有望借助渠道开拓能力与流量获取能力成长为千亿市值公司，长期投资价值凸显，建议紧握时间玫瑰，长期关注橱柜行业的龙头公司的成长。

**图表 27 中国橱柜与油烟机行业发展的异同之处**

		橱柜	油烟机
路径之 “同”	产业链	<ul style="list-style-type: none"> <li>20 世纪 80 年代末 90 年代初期间，国家建设部明确提出了“厨房革命”的概念，现代厨房概念开始传入我国，至 90 年代我国橱柜业已经初具规模。</li> <li>具有较强的装修属性，受地产销售影响明显，面向的客户包括商品房购买者、旧房二次装修的消费者以及推出商品房精装修的房地产企业。</li> <li>上游行业主要为木材制造业、人造板制造行业（以中纤板、刨花板为主）、五金配件行业等，上游企业数量众多。</li> <li>橱柜生产企业主要集中在我国东部、东南和南部沿海地区。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>20 世纪 80 年代中期从国外引进吸油烟机技术后，排气扇迅速被吸油烟机所取代。</li> <li>具有较强的装修属性，受地产销售影响明显，面向的客户包括商品房购买者、旧房二次装修的消费者以及推出商品房精装修的房地产企业。</li> <li>上游产业主要为不锈钢、冷轧板、铝、铜、玻璃等大宗原材料行业以及电机等零部件行业，上游企业数量众多。</li> <li>厨电生产企业主要集中在以广东省中山市为代表的珠江三角洲和以浙江省永康市为代表的长江三角洲。</li> </ul>
	成本结构	原材料成本占营业成本比重超过 80%。	原材料成本占营业成本比重超过 85%。
节奏之 “异”	行业规模	经测算，2022 年我国橱柜终端销售规模有望达到 2262 亿。	经测算，到 2022 年油烟机规模有望达到 414 亿元。
	竞争格局	<ul style="list-style-type: none"> <li>橱柜行业集中度低，从销售额角度看橱柜 CR6 仅约为 17%，而油烟机 CR6 已经接近 77%，top1 欧派品牌橱柜占比 8.8%。</li> <li>橱柜企业生产端规模经济不显著。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>油烟机行业集中度持续提升，从销售额角度看 2017 年油烟机 CR6 已经接近 77%，top1 老板品牌油烟机占比 26.5%。</li> <li>油烟机企业生产时规模效应明显。</li> </ul>
	销售模式	<ul style="list-style-type: none"> <li>橱柜企业经销为主，其中欧派收入结构中经销渠道占比约为 82%，大宗占比约为 13%。</li> <li>橱柜企业更早切入装修环节，橱柜企业配套销售厨电，我们推测欧派与志邦橱柜油烟机配套率大于 30%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>厨电以经销/代理为主，其中老板收入结构中代理占比约为 50%，工程渠道占比约为 8%。</li> <li>厨电企业配套销售橱柜的规模有限。一些传统的家电销售渠道如苏宁、国美开始增设橱柜业务。</li> </ul>

资料来源：国家统计局，中怡康，华创证券

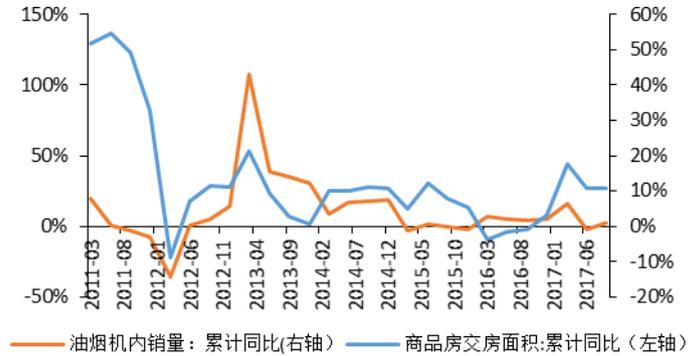
**中国橱柜与厨电行业发展路径之“同”：橱柜与厨电同时代起步，地产后周期属性清晰。**我们选取橱柜与油烟机为代表的厨电进行比较，主要原因在于两行业均起步于上世纪 80 年代，发展路径相似：从产业链属性来看，橱柜与油烟机为代表的厨电具有较强的装修属性，受地产销售影响明显，其中橱柜与油烟机面向的客户高度重合，均包括商品房购买者、旧房二次装修的消费者以及推出商品房精装修的房地产企业；从对上游议价能力来看，橱柜与集成灶上游原料/部件供应商众多，且技术壁垒低，橱柜企业与油烟机企业对上游企业的议价能力均较强；从区域集聚角度看，广东、江浙一带为橱柜、厨电生产企业主要聚集区；从生产来看，两行业制造业属性强，原材料占营业成本的比重均超过 80%。

图表 28 家具主营业务收入与商品房交房数据相关高



资料来源: Wind, 华创证券

图表 29 油烟机销量与商品房交房数据相关度高



资料来源: Wind, 华创证券

注: 假设油烟机产量等于销量, 则油烟机内销量数据等于产量减去同期出口量

图表 30 橱柜生产企业分布 (上市公司)



资料来源: Wind, 华创证券

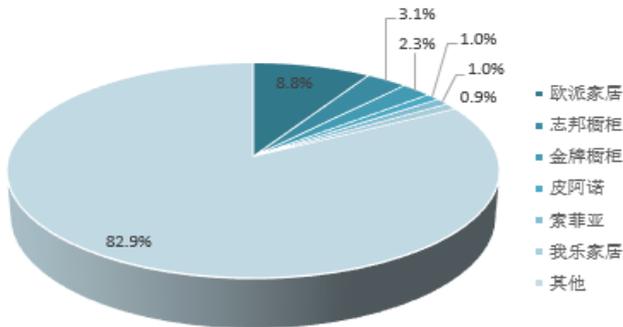
图表 31 厨电生产企业分布 (上市公司)



资料来源: Wind, 华创证券

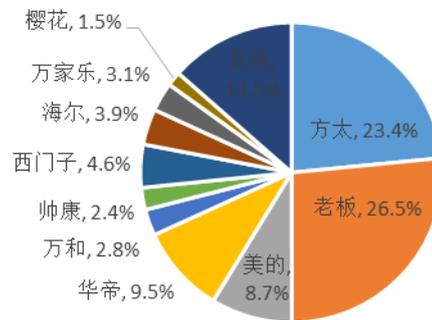
**节奏之“异”：橱柜与厨电行业发展节奏分化，橱柜龙头企业发展正当时。**我国橱柜行业与油烟机行业虽然起步时间相似，但是到目前两个行业发展规模、竞争格局与销售模式均存在差异。经我们测算，我国橱柜终端零售市场规模远大于油烟机市场规模，即橱柜行业拥有更高的行业发展天花板；橱柜行业集中度低，从销售额角度看橱柜 CR6 仅约为 17%，而油烟机 CR6 已经接近 77%。

图表 32 2017 年橱柜市场份额



资料来源：公司年报，华创证券

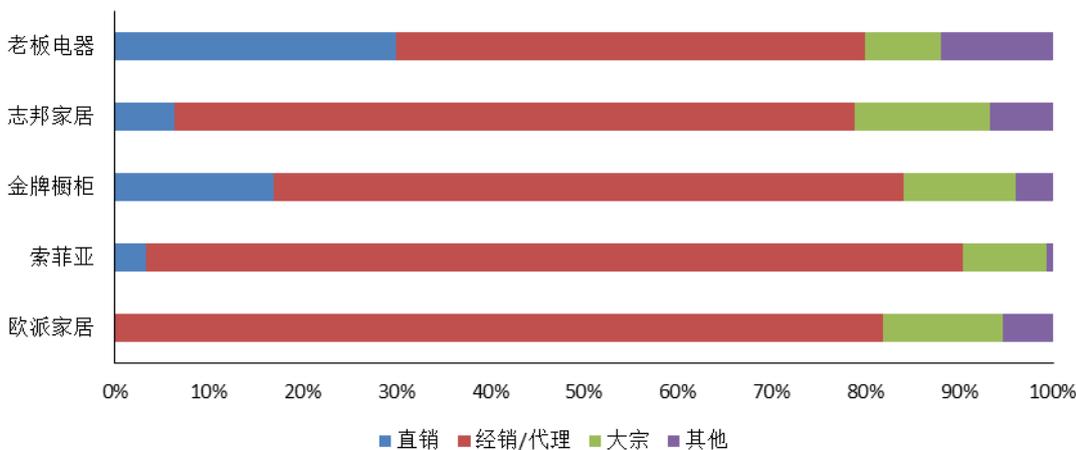
图表 33 2017 年油烟机零售额份额



资料来源：中怡康，华创证券

整体来看，橱柜与油烟机企业销售过程中，均以经销为主直营为辅，且都一定程度涉及工程业务，但从比例来看，橱柜企业经销和工程渠道占比高于油烟机企业。我们分析认为，造成橱柜与油烟机销售渠道结构差异的主要原因在于产品属性的不同，橱柜定制化非标属性更强，而油烟机相对标准化；其次，油烟机线上自营销售收入占比较橱柜高，而橱柜线上渠道主要起到向线下引流的作用。

图表 34 2018 年主要橱柜和油烟机企业销售收入结构-分渠道

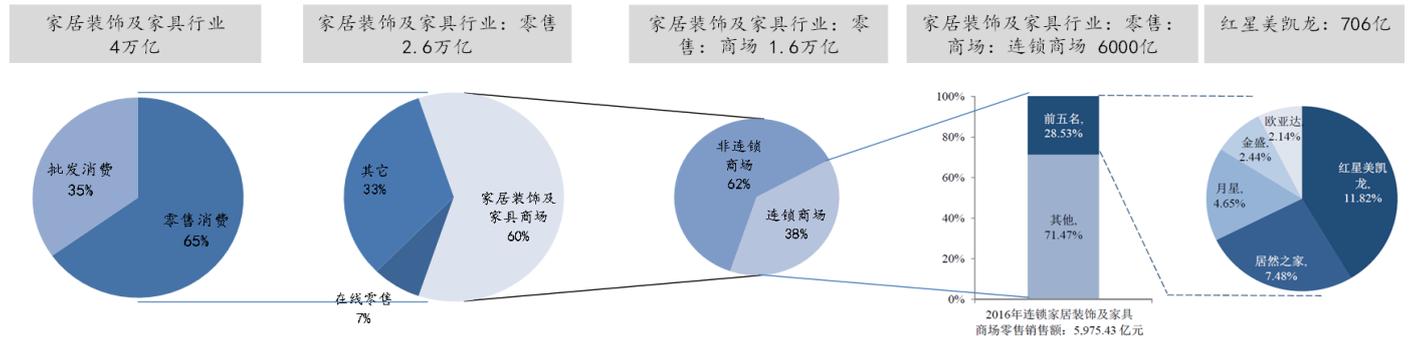


资料来源：公司公告，华创证券

注：欧派家居、索菲亚、金牌橱柜、志邦家居数据为 2018 年前三季度数据，老板电器为 2018 上半年数据

中国家居装饰及家具市场中零售消费占比超六成，连锁商场中红星美凯龙与居然之家为主。2016 年我国家居装饰及家具行业销售额为 3.99 万亿元，从消费方式看，可划分为零售消费和批发消费，零售消费占 2016 年整个家居装饰及家具市场销售额的 65.15%，主要包括家庭及个人为满足自己的需求而购买的家居装饰及家具产品。目前的分销渠道主要有连锁家具商场（占比 23%），非连锁家具商场（占比 37.39%），线上零售（占比 7.21%），其他分销渠道（占比 32.4%）。2016 年，连锁家居装饰及家具商场零售销售额为 5975.43 亿元，前五大商场市场份额为 28.53%。其中，红星美凯龙占比 11.82%，居然之家占比 7.48%，月星集团占比 4.65%，金盛集团占比 2.44%，欧亚达占比 2.14%。受线上分流影响，油烟机线下零售渠道占比约 50%，其中主体 KA 加专卖店占零售渠道 80%以上。

图表 35 家居装饰及家具行业销售渠道体量拆分 (2016 年)



资料来源：美凯龙招股说明书，华创证券

**静待花开：中国橱柜行业有望诞生千亿市值公司。**通过比较中国橱柜与以油烟机为代表的厨电行业，我们认为中国橱柜行业整体终端零售体量远高于油烟机行业，且市场集中度高度分散，未来集中度有望提升。与厨电行业不同，橱柜行业的竞争更多的在于渠道端流量的获取与终端运营，生产制造端的差距难以形成持续竞争优势。我们更看好积极布局整装多形式探索流量获取的欧派家居、尚品宅配、索菲亚、金牌橱柜、志邦家居、我乐家居等龙头企业未来发展。

(二) LED 照明行业：格局分散，发展空间广阔

**照明行业：LED 照明替代传统照明正当时，渠道力成企业弯道超车关键。**照明行业处在变革期，全球 LED 照明加速替代传统照明，在技术不断发展背景下，LED 照明正快速实现对传统照明产品的替代，全球 LED 照明渗透率已经由 2009 年的 1.5% 快速提升至 2016 年的 31%。

图表 36 照明行业技术变迁历史

时间	发展概况	代表性产品
19 世纪末	1879 年美国爱迪生发明了碳丝白炽灯，人类进入电气照明时代	碳丝白炽灯
20 世纪 30 年代	欧洲和美国研制出荧光灯，荧光灯发光效率和寿命均为白炽灯的 3 倍以上；光源进入低压气体放电时代。	荧光灯
20 世纪 80 年代	出现细管径紧凑型节能荧光灯、小功率高压钠灯和小功率金属卤化物灯，电光源逐步进入小型化、节能化和电子化的新时期。	金属卤素灯、节能荧光灯
20 世纪末至今	出现超亮度的氮化镓 LED，随即又制造出能产生高强度的绿光和蓝光铟氮镓 LED，奠定了现代 LED 进入通用照明领域的基础。	LED 灯

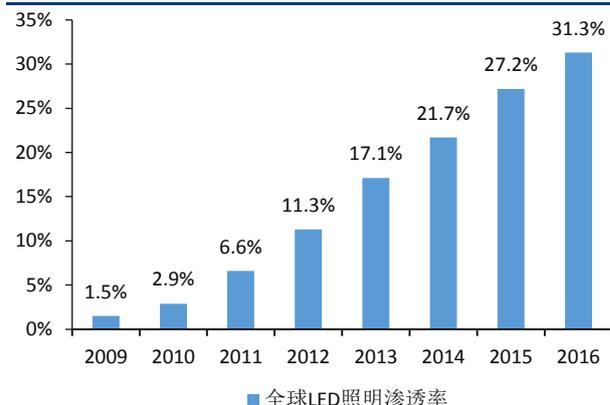
资料来源：欧普照明招股书，华创证券

图表 37 全球 LED 照明市场规模持续增长



资料来源: Digitimes, 华创证券

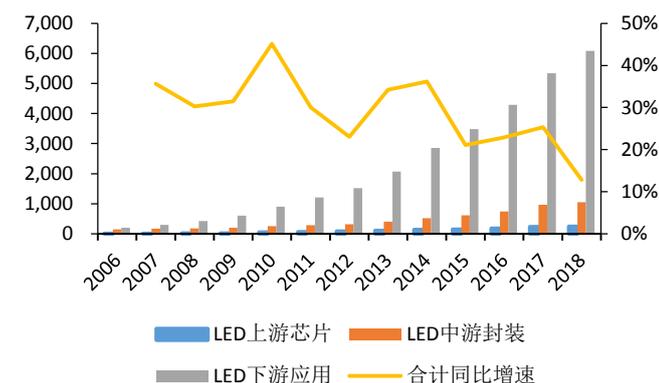
图表 38 全球 LED 照明渗透率快速提升



资料来源: Digitimes, 华创证券

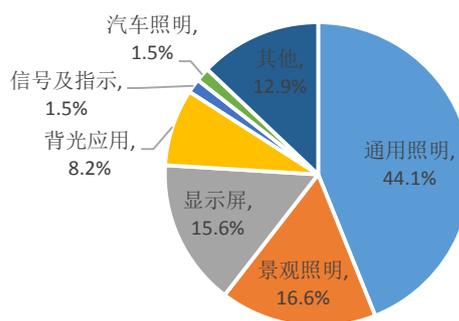
中国 LED 产业规模增速也在不断提升。CSA 数据显示, 2018 年中国半导体照明行业整体产值达到 7374 亿元 (同比 +12.8%), 其中, 上游外延芯片、中游封装、下游应用环节产值分别为 240 亿、1054 亿和 6080 亿, 分别同比增长 3.4%、9.4%、13.8%。下游应用环节又分为通用照明 (2018 年产值 2679 亿元, 同比+5.0%) 和特殊照明 (2018 年产值 3401 亿元, 同比+21.8%)。我国通用照明市场分散, 龙头企业欧普照明市占率 3-5%, 行业集中度提升空间大。

图表 39 我国 LED 照明产业各环节产业规模 (亿元)



资料来源: CSA Research, 华创证券

图表 40 2018 年我国半导体照明应用领域分布



资料来源: CSA Research, 华创证券

在 LED 照明行业竞争中, 企业的渠道掌控能力愈发关键。其中, 龙头企业欧普照明在国内采用“经销为主、直销为辅”的销售模式, 以渠道下沉拓展销售触角, 以整体方案体现增值服务, 以多元渠道打通线上线下。2015 年时公司拥有经销商终端网点数量 40162 家, 主要分布在华南地区; 经过渠道下沉与拓展, 目前公司拥有超过 4000 家专卖店以及超过 10 万家流通网点, 覆盖我国 90% 以上的省市及地级市。前五十大大主要境内经销商中, 90% 以上合作时间在 3 年以上, 忠诚度相对高。在渠道管理方面, 公司针对不同业务进行差异化管理。家居业务, 零售渠道重点培养经销商“坐商”转“行商”能力, 提升终端运营效率, 而流通渠道侧重网点质量提升和覆盖率提升; 电商业务, 侧重品类拓展和仓储配送服务升级; 商用业务, 公司不断加强分销渠道和项目渠道建设, 并在设计师渠道建立欧普商照的品牌形象。出口为经销模式, 采用自主品牌本地化运营策略, 不断开拓海外市场, 竞争实力凸显。

图表 41 不同照明企业营销模式比较

公司简称	内销		出口		2017 年总营收	出口占比
	销售模式	网点数量	销售模式	主销区域		
欧普照明	经销为主、直销为辅	拥有超过 4000 家专卖店以及超过 10 万	经销	中东、南亚、东亚及东南亚、欧洲及中亚、非洲、美洲大	69.57 亿	8.76%

公司简称	内销		出口		2017 年总	出口占比
		家网点		洋洲等		
三雄极光	经销为主	350 家经销商、3000 多家销售终端	---	---	22.66 亿	0.59%
得邦照明	经销为主	---	直销	美国等 60 余个国家和地区	40.31 亿	79.76%
光莆股份	直销	---	直销	欧洲、北美等地	4.95 亿	66.43%
阳光照明	经销为主	2000 多家分销商，1500 多家店专卖店	代工和自营	比利时、德国、美国、澳大利亚、香港等	50.38 亿	84.14%
飞乐音响	---	---	---	美国、加拿大、新西兰、法国、匈牙利等 54 个国家	54.44 亿	49.76%
佛山照明	代理商为主	2000 多家销售网点	代理商为主	美国等 110 多个国家和地区	38.00 亿	39.18%
勤上股份	工程直营、经销、互联网销售相结合	---	工程直营、经销、互联网销售相结合	欧美发达国家及东南亚、非洲、南美洲等	16.09 亿	24.94%
雪莱特	经销为主	---	经销为主	亚洲、欧洲、美洲等数十个国家和地区	10.26 亿	30.33%
金莱特	代理商为主	---	独家销售、合作销售、开放式销售相结合	全球 100 多个国家和地区	9.87 亿	71.63%
雷士照明	直销为主，经销为辅	---	---	印尼、中东、巴西、非洲等	40.63 亿	30.84%

资料来源：上市公司招股说明书，2017 年报，华创证券

### （三）软体家具：竞争格局为先，大软体融合为行业趋势

#### 1、国内沙发行业市场规模约为 520 亿元，中国是软体家具主要出口国

2016 年我国沙发销售额为 478 亿元，预计 2017 年市场约为 520 亿元。2016 年我国沙发销售额为 478.11 亿元，同比增长 5%，与软体家具行业销售额的增长率相差无几。我国沙发的主要出口对象是美国，占沙发出口总量的 41.9%，紧随其后的分别为应该（7.22%）、日本（6.3%）、韩国（5.23%）、澳大利亚（5.09%）。

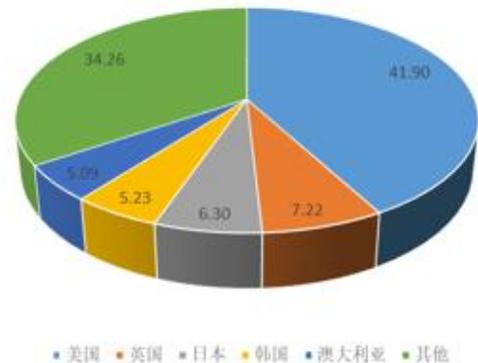
我们对中国软体沙发的市场规模进行测算，预计 2017 年沙发行业的市场规模能够达到 520 亿元，2022 年预期可以达到 860 亿元。我们假设沙发行业市场规模由房地产市场新增住房套数和存量住房套数（按每年 1% 的存量房装修计算）决定，按照每套房 100 平方米计，通过住宅销售面积确定新房销售套数。软体沙发的渗透率 2017 年为 80%，之后以 1% 的增速增长，并假设每家装修需要一套软体沙发，每套出厂单价为 0.3 万元，由此得出沙发市场规模。

图表 42 沙发销售量增长趋势与软体相似



资料来源: CSIL, 华创证券

图表 43 沙发主要出口对象为美国



资料来源: 产业信息网, 华创证券

图表 44 功能沙发市场规模测算

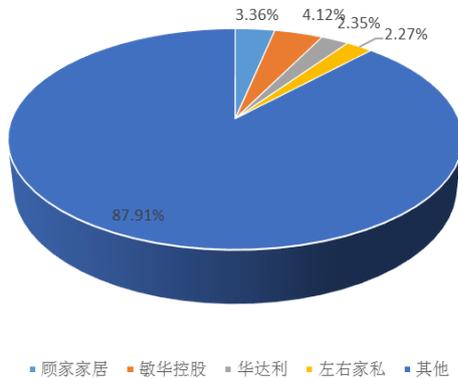
	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
住宅销售面积 (万平方米)	169408.00	157549.44	162275.92	167144.20	172158.53	177323.28
住宅销售增速		-7%	3%	3%	3%	3%
商品房销售套数 (万套)	1694.08	1575.49	1622.76	1671.44	1721.59	1773.23
二手房销售套数 (万套)	236.33	302.79	387.95	497.06	636.86	815.98
新增购房销售套数 (万套)	1930.41	1878.29	2010.71	2168.51	2358.45	2589.21
存量房套数 (万套)	24312	24798.24	25294.20	25800.09	26316.09	26842.41
存量房增速		2%	2%	2%	2%	2%
二次装修套数 (1%, 万套)	243.12	247.98	252.94	258.00	263.16	268.42
总体装修房套数 (万套)	2173.53	2126.27	2263.65	2426.51	2621.61	2857.64
软体沙发						
软体沙发渗透率	80%	81.00%	82%	83%	84%	85%
沙发单价 (元/套)	3000	3150.00	3244.50	3341.84	3442.09	3545.35
沙发行业市场规模 (亿元)	521.65	542.52	602.24	673.05	758.00	861.16
yoy		4.00%	11.01%	11.76%	12.62%	13.61%

资料来源: Wind, 华创证券测算

## 2、我国软体家具市场集中度低，CR4 仅为 12.09%，对标美国沙发龙头 CR4 超 50%

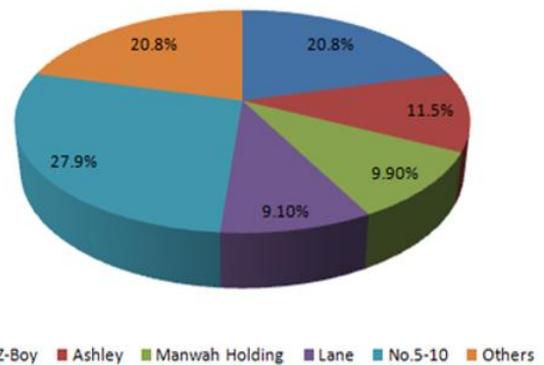
相比发达国家，我国软体家具市场集中度较低，CR4 为 12.09%，不足 15%。我国沙发市场总规模约为 520 亿元，敏华控股/顾家家居/华达利/左右家私作为龙头企业所占沙发市场份额分别为 4.12%/3.36%/2.35%/2.27%，其他品牌的沙发占总体的 87.91%。区域性品牌、中小企业居多，且大多定位国内低端市场，产品同质化严重，具有品牌影响力和规模化优势的大型企业主要定位中高端市场。

图表 45 中国沙发行业 CR4 不足 15%



资料来源：公司公告，Wind，华创证券

图表 46 美国沙发行业 CR4 占比超过 50%



资料来源：中国产业信息网，华创证券

### 3、海绵原材料价格处于相对低位，软体家具企业成本压力有望缓解

从 2018 年一季度开始，海绵原材料 MDI、聚醚价格均实现一定幅度下行，下行趋势一直延续到四季度，进入 2019 年 MDI 价格有小幅上升，截至 2019 年 4 月 25 日 MDI 最新价格为 18000 元/吨，聚醚最新价格为 10670 元/吨，TDI 最新价格为 17100 元/吨，三种原材料价格基本处在 2017 年大幅上涨前的价格水平。原材料价格水平的下降将带动海绵价格降低，从而缓解相关公司的成本压力，进一步修复利润表现，主要受益标的有顾家家居、喜临门、梦百合。

图表 47 海绵原材料 MDI 价格 2018 年呈下降趋势



资料来源：Wind，华创证券

图表 48 海绵原材料 TDI 价格 2018 年呈下降趋势



资料来源：Wind，华创证券

图表 49 海绵原材料聚醚价格 2018 年呈下降趋势



——现货价:PPG(软泡聚醚):国内 (元/吨)

资料来源: Wind, 华创证券

图表 50 海绵原材料 TDI 价格还未下降至历史低点



——现货价:TDI:国内

资料来源: Wind, 华创证券

#### (四) 造纸行业: 新增产能并未大规模出现, 原材料海外布局成为核心竞争力

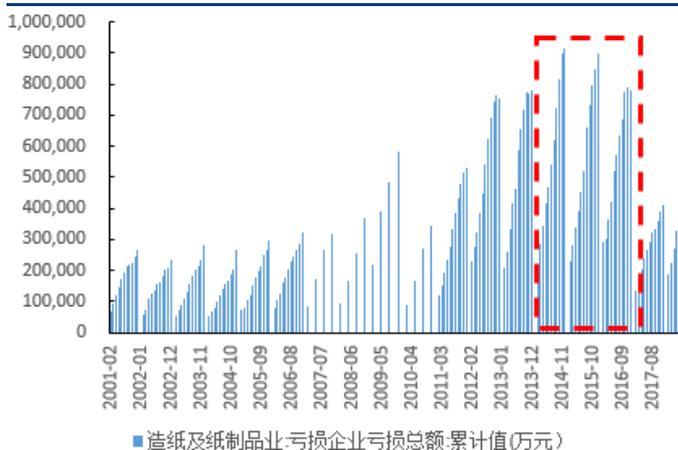
2017 年下半年以来造纸行业出现新的变化, 2016 年下半年-2017 年上半年造纸原材料充足可得, 纸价上涨主因系供给侧改革和行业经济化去产能, 带来全行业受益。2017 年下半年以来进口废纸、环保政策趋严, 行业供需紧平衡延续, 纸价高位主因系原材料紧缺, 成本上涨推动纸价跟涨。

##### 1、2016 年下半年-2017 年上半年: 原材料充足, 供给侧改革和环保推动供需结构改善是行业主线

2016 年下半年开始的本轮造纸业行情主因为行业产能出清, 供需结构改善拉动: (1) 2011-2016 年长期产能严重过剩造纸经济性低迷, 亏损纸企不断退出, 经济性原因致使产能出清; (2) 持续供给侧改革和环保整治, 关闭高污染、落后产能纸企, 行业到达供需紧平衡状态。

**供给端:** 我国纸企经历了 2011 年-2015 年长期低迷期, 造成纸企亏损情况严重, 2011 年-2014 年我国纸企亏损总额不断增长, 2014 年-2015 年纸企亏损总额达到历史峰值, 行业经济化逐步去库存。叠加 2015 年 11 月国家推出供给侧改革, 淘汰造纸业落后产能, 我国纸企数量自 2014 年以后逐渐减少, 2015 年底造纸单位剩余 6737 家。

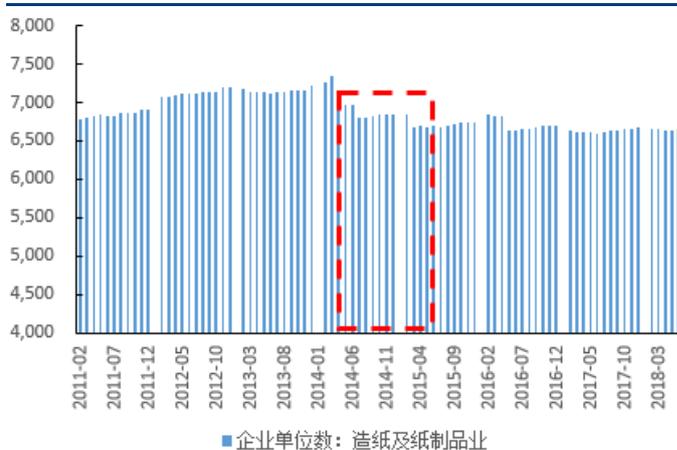
图表 51 2014 年-2015 年纸企亏损总额处于历史峰值



■造纸及纸制品业:亏损企业亏损总额-累计值(万元)

资料来源: Wind, 华创证券

图表 52 纸企数量自 2014 年逐渐减少

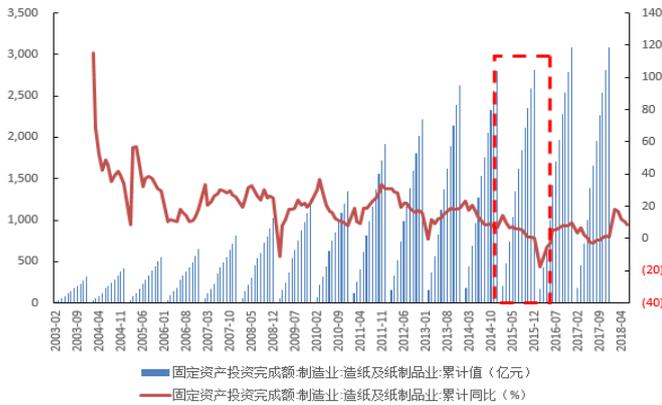


■企业单位数:造纸及纸制品业

资料来源: Wind, 华创证券

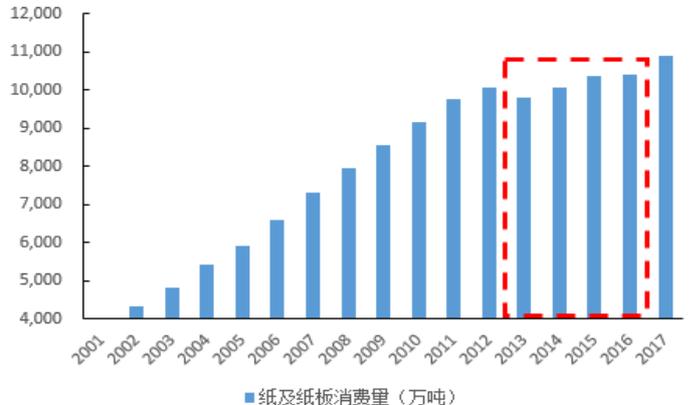
纸企固定资产投资增速放缓, 特别是 2014 年-2016 年上半年固定资产投资增速为负值。行业新增产能总体情况得到抑制并逐渐出清。

图表 53 2014 年-2016 年上半年纸企固定资产投资停滞



资料来源: Wind, 华创证券

图表 54 纸及纸板消费量自 2012 年以后缓幅上升

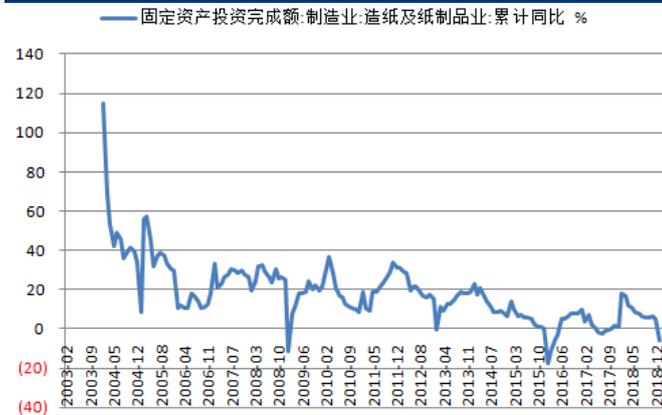


资料来源: Wind, 华创证券

## 2、环保导致大规模产能扩张并未出现，行业固定资产投资低迷

**政策限制导致供给扩张缓慢:** 随着环保排污许可证制度、自备电厂趋严、落后产能淘汰、持续环保督察等一系列政策收紧，行业产能扩张动力受到抑制。2017 年，造纸行业固定资产投资额为 3090.96 亿元，同比增加 1.2%，增长幅度小；新增产能集中于大型纸企，计划双胶纸、铜版纸、白卡纸、箱板瓦楞纸新增产能分别为 81 万吨、20 万吨、75 万吨和 725 万吨，考虑行业退出产能和投产时间，行业整体新增产能并不大。2018 年下半年以来全行业固定资产投资低迷，由于环保限制行业并未出现大幅度的固定资产投资驱动新增产能投产。

图表 55 2018 年下半年以来造纸固定资产投资低迷



资料来源: Wind, 华创证券

图表 56 大纸企各纸种新增产能统计

纸种	公司名称	新增产能 (万吨)	地点
铜版纸	太阳纸业	20	山东
白卡纸	博汇纸业	75	山东
双胶纸	晨鸣纸业	51	山东
	晨鸣纸业	30	新闻纸特产
箱板瓦楞纸	玖龙纸业	200	泉州 35 万吨, 重庆 55 万吨, 河北永新 50 万吨, 濮阳 60 万吨
	山鹰纸业	127	湖北
	山鹰纸业	88	联盛纸业位于官山工业区的老基地
	阳光纸业	60	-
	意通能达	50	湖北老河口市
	金庄科技	15	利用金庄公司原有厂区及新征 78 亩土地进行建设。
	一帆纸业	60	-
	外贸平通包装印刷	15	-
	新嘉源纸业	10	-
	茂丰纸业	10	潮州市潮安区铁铺镇工业园区
龙兴纸业	50	目前已完成建设用地的收购和设备订购, 建筑面积 4 万平方米的高档箱板纸生产车间已开工建设, 旧厂房改造工作已全面启动	
太阳纸业	40	山东省聊城市太平工业园区造纸产业园	

资料来源: 各公司公告, 各公司官网, 华创证券

## 3、废纸新政推动，原料持续紧缺，对纸品价格构成支撑

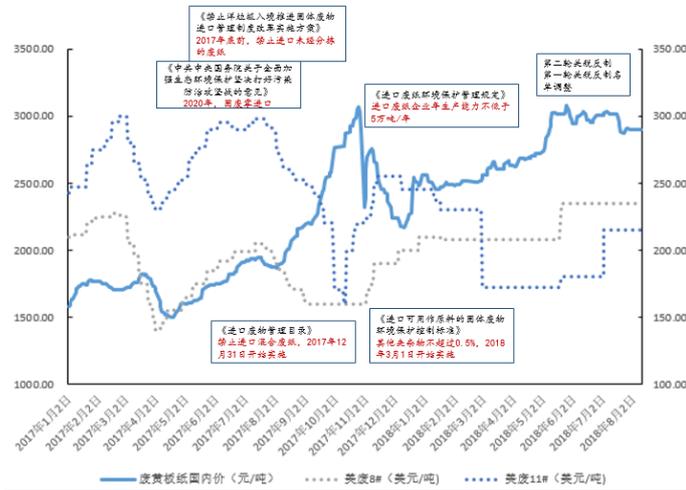
2017 年下半年伊始，随着国内环保持续趋严、自备电厂审批受限的背景下，造纸行业新增产能受限，需求稳定，供需维持紧平衡状态。行业的边际变量在于废纸进口政策趋严导致废纸原材料紧缺，木浆供需紧平衡，原材料价格持续上涨，在行业供需维持紧平衡背景下，旺季纸价推涨。在此背景下，拥有原材料生产能力和海外布局的企业具备产能和成本优势，太阳纸业在老挝的木浆和废纸浆的布局价值持续凸显。

### (1) 2017 年下半年以来废纸进口限制政策动作频频

2017 年下半年以来废纸政策持续严格，出台新规不断，主要包括：(1) 2017 年年底禁止进口混合废纸；(2) 限制进口废纸企业资质；(3) 2018 年 3 月规定进口废纸其他夹杂物含量不超过 0.5%；(4) 2018 年 8 月应对中美贸易

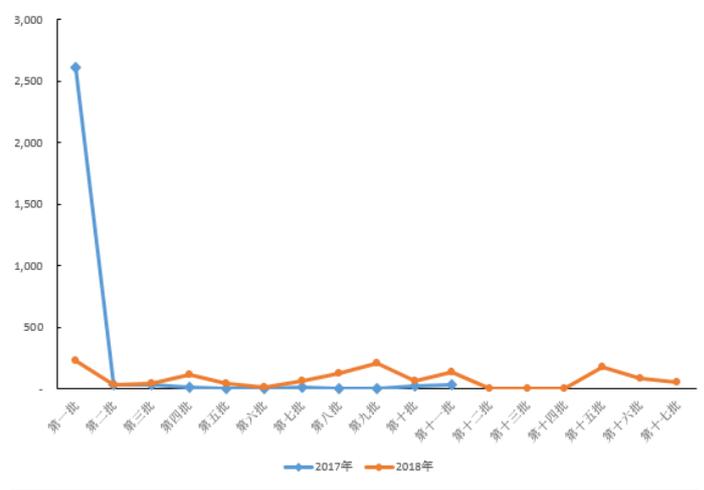
战宣布对废纸浆加征关税 20%、所有进口废纸加征关税 25%。废纸原料受政策影响持续紧张。就废纸审批而言，在环保部 2017 年 12 月公布的首批 2018 年废纸审批量（历年首批为全年最大审批量的批次）大大缩减，为 227 万吨，而 2017 年首批废纸审批量为 2613 万吨，废纸政策执行严格，导致国内废纸价格飙升，内外废价差持续扩大。

图表 57 废纸新规出台，国废价格一路上涨



资料来源：卓创资讯，华创证券

图表 58 2017 年下半年以来废纸审批量大幅下滑



资料来源：固废管理中心，华创证券

**(2) 废纸进口限制严格，加剧原材料紧张形势**

**废纸进口限制造成废纸紧缺：**2017 年，我国废纸进口量大幅下滑，为 2571.94 万吨，同比减少 9.8%，进口依赖度逐年下滑，2017 年为 35.6%，预计 2018 年实际进口废纸量在 1550 万吨左右。同时，由于废纸需求量转为国内，而国内专业废纸回收体系尚未健全，短期内国内尚无法大量回收废纸补充原料缺口，造成造纸行业所需废纸整体原料持续紧缺，国内外废价差扩大。

图表 59 预计 2018 年进口废纸量大幅降低

	国产废纸量 (万吨)	进口废纸量 (万吨)	预计废纸消耗量 (万吨)
2006	2263	1962	4225
2007	2765	2256	5021
2008	3128	2421	5549
2009	3676	2750	6426
2010	4016	2435	6451
2011	4348	2728	7076
2012	4473	3007	7480
2013	4451	2924	7375
2014	4841	2752	7593
2015	4841	2928	7769
2016	4964	2850	7814
2017	5286	2572	7858
2018E	5150	1550	6700

资料来源：中国造纸协会官网，Wind，华创证券

**木浆替代效应凸显：**供给方面，国内环保趋严，我国国内木浆产能扩张受限，2017 年国内木浆产能 1041.00 万吨，同比下降 7.8%，对外依存度从 2016 年的 65.1% 上升至 67.1%。需求端，由于废纸进口限制，木浆对废纸的替代效应凸显，废纸系对木浆的需求量提升。其中 2017 年，箱板瓦楞纸耗用木浆量 280 万吨，较 2016 年增加 140 万吨。同时，环保限制使草浆类非木浆原料也逐渐被木浆替代以及下游纸需求量缓幅增长，2017 年以来木浆需求量大幅增长。木浆持续供需紧平衡局面出现，2017 年产能利用率到极限位置 99%，预计 2018 年剔除溶解浆后木浆进口量在 2220 万吨。

**图表 60 预计 2018 年木浆进口量仍维持稳定增长**

	纸浆进口量(万吨) (含溶解浆)	同比变化	溶解浆进口量 (万吨)	纸浆进口量(万吨) (剔除溶解浆)	同比变化
2009	1368	44%	110	1258	32.1%
2010	1137	-17%	96	1041	-17.2%
2011	1445	27%	115	1330	27.8%
2012	1646	14%	158	1488	11.9%
2013	1685	2%	180	1505	1.1%
2014	1796	7%	209	1587	5.5%
2015	1984	10%	227	1757	10.7%
2016	2107	6.2%	225	1882	7.1%
2017	2372	12.6%	260	2112	12.2%
2018E	2500	5.4%	280	2220	5.1%

资料来源：中国造纸协会官网，Wind，华创证券

#### 4、原材料紧俏背景下，自主造浆+海外布局价值凸显

2017 年之前中国大型造纸企业的发展依赖的是中国的巨大纸品消费市场，原材料端依赖进口废纸和木浆供给。2017 年下半年以来，

在原材料价格强势的条件下，拥有自主造浆能力、提前进行海外布局的大纸企将拥有产能和成本优势。一方面，原材料紧张一定程度上限制了纸厂的扩产能力，自给率高的纸厂受限制程度较小；另一方面，原材料持续紧缺加剧成本上行，缺少自主造浆能力的纸企利润受挫，大纸企可通过在海外收购废纸制浆或自主造浆，享受纸价上涨带来的吨毛利扩大收益。

**图表 61 太阳纸业、晨鸣纸业新建浆纸产能**

公司名称	项目名称	投资金额	预计投产时间
太阳纸业	20 万吨高档特种纸	6 亿元	2018Q1
	80 万吨高档板纸改建及配套工程项目	21 亿元	2018Q3
	老挝 50 万吨化学浆项目	12.7 亿元	2018Q2
	老挝 40 万吨废纸浆项目和 80 万吨包装纸项目	63,664.40 万美元	2019Q2 末、2020 年
晨鸣纸业	黄冈晨鸣林浆一体化项目	34.85 亿元	2018H2
	寿光 40 万吨化学浆项目	43 亿元	2018H2
	寿光美伦 51 万吨高档文化纸项目	21.2 亿元	2018H2

资料来源：公司公告，华创证券整理

图表 62 太阳纸业老挝基地布局



资料来源：谷歌地图，公司公告，华创证券

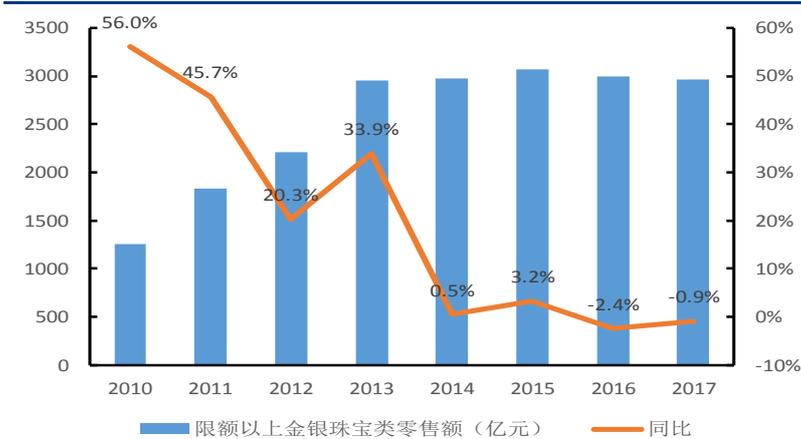
木浆产能方面，目前晨鸣纸业拥有自主木浆产能 155 万吨，太阳纸业于今年上半年投产 50 万吨废木浆。在进口废纸 2020 年归零预期下，太阳老挝布局凸显成本优势：该项目主要以进口美国废纸和欧洲废纸为原料，建设 40 万吨再生纤维浆板生产线（以浆板形式运回国内作为生产箱板纸原材料）和 80 万吨高档包装纸生产线（在老挝以美废和欧废为原材料生产），公司以老挝项目提供战略支点，持续在低成本区域进行扩张。

从 PB 角度看估值：短期安全边际明显，长期参照 08 年 H1 及 15 年 H1：2018 年下半年以来随着全行业需求疲弱和纸价调整，造纸板块估值持续调整，我们认为目前从 PB 角度看造纸股仍处于历史上较低位置，为造纸股提供安全边际。短期行业受益宏观经济复苏带来需求转暖，长期看造纸中的优质资产静待花开，建议关注太阳纸业、华泰股份、晨鸣纸业。

**（五）珠宝首饰：乘消费升级好风，龙头珠宝商渠道&品牌优势尽显**

**1、珠宝市场规模逾 5000 亿，黄金、钻石交易活跃**

根据中宝协统计，我国珠宝首饰零售规模超 5000 亿，过去 5 年复合增速约 13%，是规模增长最为迅速的可选消费品类之一。2010-2017 年期间，我国限额以上珠宝类零售额 CAGR 为 13.0%，其中 2017 年限额以上珠宝零售额为 2969.50 亿元，同比降低 0.9%。受到金价下跌和反腐败的影响，限额以上珠宝类零售额自 2013 年以后增速放缓。虽然黄金价格下跌，但是在 2010-2017 年期间黄金消费量和黄金首饰消费量基本保持逐年增长的状态，两者 CAGR 分别为 9.6% 和 10.0%；其中 2017 年黄金消费量为 1089.07 吨，黄金饰品消费量为 696.50 吨，分别同比增长 11.7% 和 14.0%。

**图表 63 历年限额以上金银珠宝类零售额及同比**


资料来源：国家统计局，华创证券

2010-2017 年期间我国的钻石市场同样活跃。根据上海钻石交易所的披露，2010-2017 年期间我国在钻交所钻石交易金额 CAGR 为 9.2%，其中 2017 年钻交所钻石交易金额达到 53.44 亿美元，同比增长 20.1%。我国的钻石进口金额基本保持逐年增长的状态，从 2010 年 39.98 亿美元增长到 79.42 亿美元，CAGR 为 10.3%，其中 2017 年钻石进口金额达到 79.42 亿美元，同比增长 3.3%。

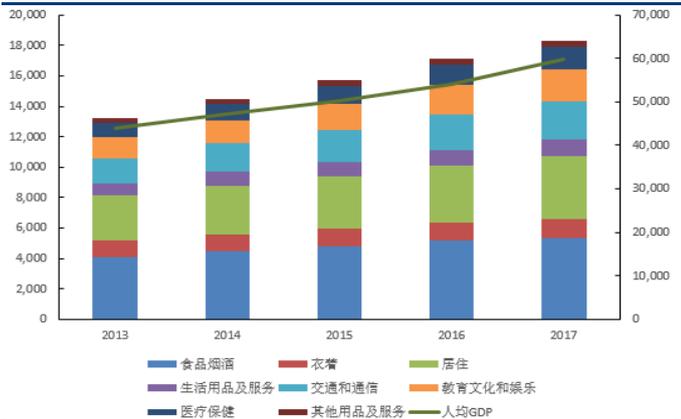
## 2、消费升级驱动珠宝消费，钻石镶嵌类异军突起

### (1) 日常消费成珠宝消费新动力

对于消费者而言，购买珠宝的主要用途包括婚庆、投资、收藏、日常装饰等，其中婚庆仍然是最主要的用途，占比约 46%。由于珠宝具有稳定性和稀缺性，使得其成为重要的保值增值工具，因此投资是珠宝的第二大用途，占比约 32%。珠宝作为工艺品，加以精雕细琢，得以成为具有收藏价值的物品，占比约 14%。

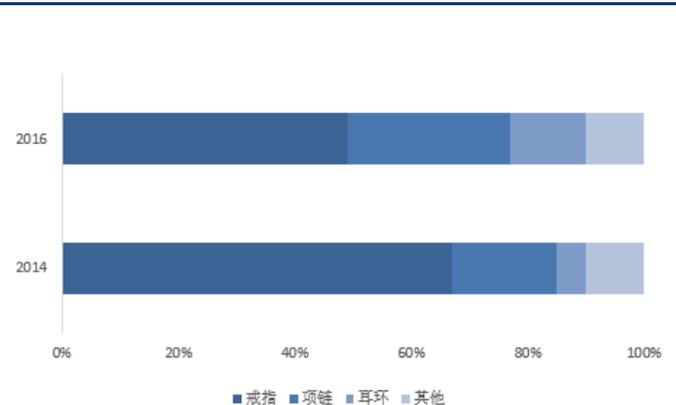
**日常消费将成为珠宝消费的重要突破口**，主要受到消费升级和年龄层裂变的影响。随着我国适婚人群对于婚姻看法的转变，近年来我国婚姻登记人数呈现较缓幅度地下降。2010-2017 年期间，我国人均 GDP 从 30876 元增长至 59660 元，CAGR 为 9.9%。其中，在 2013 年，人均 GDP 超过 40000 元，食品衣着占比 39.0%，可选消费占比 61.0%；在 2015 年，人均 GDP 超过 50000 元，食品衣着占比 38.0%，可选消费占比 62.0%；在 2017 年，人均 GDP 接近 60000 元，食品衣着占比进一步下降到 36.1%，可选消费占比 63.9%。当可支配收入不断增加，消费者更倾向于注重精神娱乐和产品品质因素，而不只是价格。消费升级将成为珠宝消费特别是珠宝日常消费的主要驱动力。根据 Debeer 的数据，2014 年，我国消费者对于珠宝首饰的选择比较单一，有 67% 的消费者购买戒指，而 2016 年，我国消费者购买戒指的比例下降到了 49%。这说明消费者对于珠宝首饰的购买更加多元化，不再拘泥于以婚戒为形式的传统婚庆，对于日常装饰的购买意愿提高。

图表 64 可选消费占比随人均 GDP 增加而增加



资料来源: Wind, 华创证券

图表 65 消费者购买珠宝结构占比

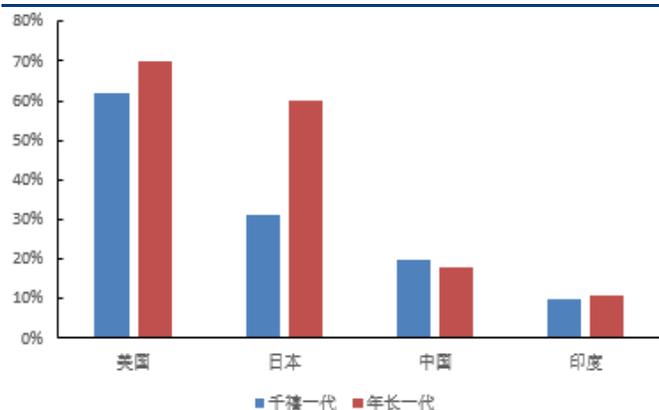


资料来源: Debeers Group, 华创证券

### (2) 钻石引领新潮流, 提高行业毛利

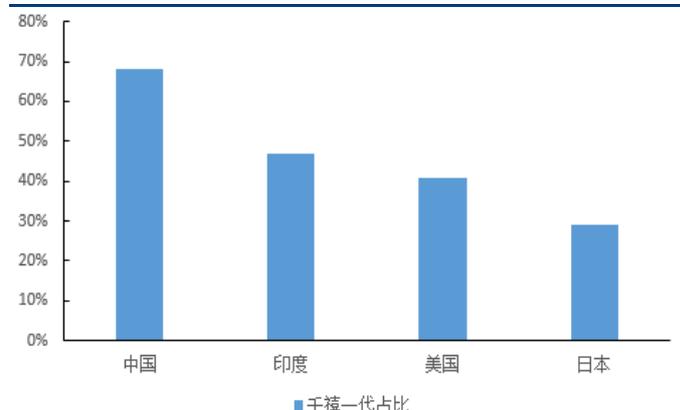
千禧一代成为钻石镶嵌类消费主力军。根据中国宝石杂志的披露, 我国已经成为全球第二大钻石市场, 需求量占全球的 14.4%, 仅次于美国 45% 的占比。根据 Debeers Group 《2016 年钻石行业分析报告》, 我国的千禧一代对于钻石镶嵌类的消费要高于年长一代, 20% 的千禧一代持有钻石镶嵌类饰品, 高于年长一代 18% 的持有率。千禧一代对于钻石镶嵌类“情有独钟”, 占到钻石镶嵌类消费的 68% 的比例, 是我国钻石镶嵌类珠宝消费的主力军, 显著高于印度、美国、日本。

图表 66 中国千禧一代钻石持有率提升



资料来源: Debeers Group, 华创证券

图表 67 千禧一代是钻石消费主力军



资料来源: Debeers Group, 华创证券

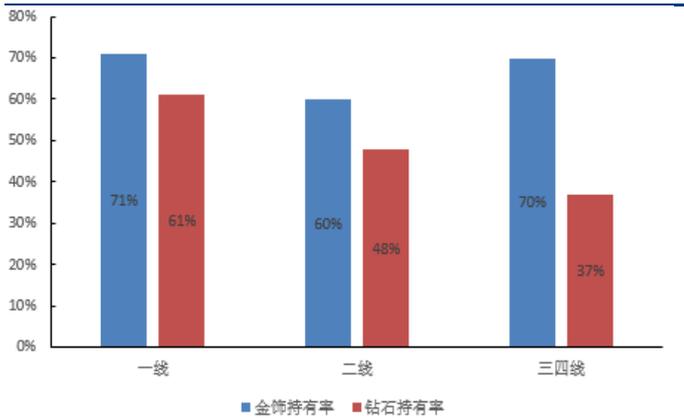
钻石定价不透明, 毛利相对较高。一般而言, 钻石的价格主要看 4C (重量、颜色、净度和切工), 钻石行业缺乏公开透明的权威报价体系, 价格被上游钻石生产商控制, 并且钻石切割将会影响价值, 导致钻石相对于黄金 (价格为重量\*单位报价+工费) 来说更不具有标准性, 加上不同钻石饰品零售商会考虑营销成本、市场定位和品牌价值等, 价格会差别较大。因此钻石饰品相较于黄金更具有价格操作的空间, 因而钻石镶嵌类流通环节毛利率约为 50% 左右, 而素金类首饰流通环节毛利率在 20%-25%, 明显低于钻石镶嵌类饰品。

### (3) 三四线城市成未来主要增长点

在珠宝首饰领域, Frost&Sullivan 预测, 2010-2015 年二线城市珠宝市场复合年增长率将达到 37.3%, 而三线及以下城市珠宝市场增长率则更是高达 45.3%, 远远超过一线城市的同期 31.9% 的增长率。目前, 周大福、老凤祥等国内领先珠宝首饰企业在加强一线城市品牌建设的同时, 已开始战略布局二三线城市。

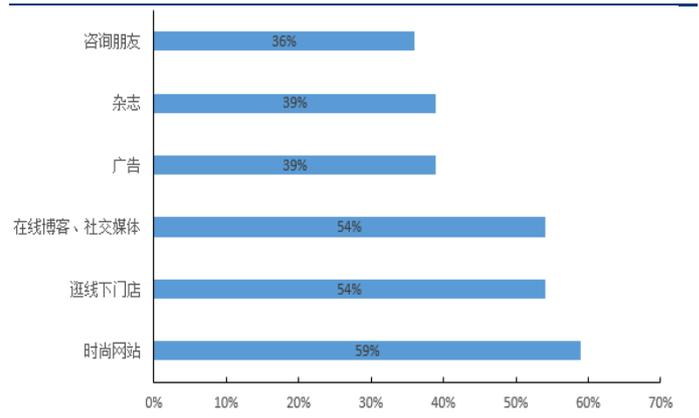
钻石镶嵌类渠道下沉存在广泛空间，三四线城市成未来增长点。2016 年，我国的一、二、三四线钻石渗透率分别为 61%、48% 和 37%，远低于金饰的 71%、67% 和 70%，特别是三四线城市相差较大。相较于金饰成熟的渗透率对比，我国钻石饰品在三四线城市存在广泛的下沉空间。在目前二三线城市珠宝首饰品牌渗透率的相对较低的现状下，随着城乡居民可支配收入的持续快速增长，三四线珠宝首饰市场的增长速度将持续高于一、二线城市。根据世界黄金协会的调查，分别有 59%、54% 和 54% 的消费者通过时尚网站、逛线下门店、社交媒体或在线博客来感知体验珠宝首饰，位列途径前三。线下门店是培养消费者品牌意识、打造产品体验的重要途径。

图表 68 2016 年金饰和钻石饰品持有率



资料来源：世界黄金协会，华创证券

图表 69 线下门店是培养消费者感知的重要来源



资料来源：世界黄金协会，华创证券

#### (4) 互联网珠宝零售异军突起

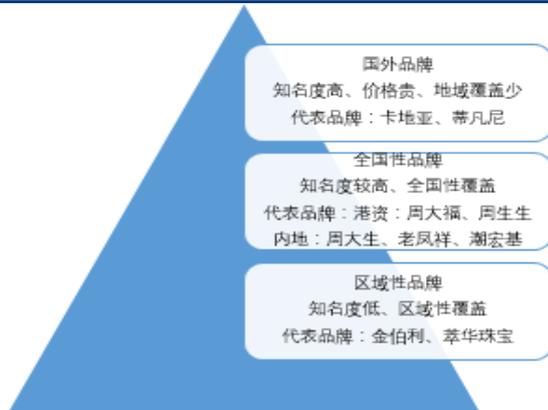
**互联网珠宝零售冲击传统渠道。**近年来，以钻石小鸟、珂兰钻石为代表的互联网品牌崛起，各类传统珠宝制造厂商也开始发力电商渠道。传统珠宝厂商的电商渠道主要为公司官网、京东和天猫旗舰店。新型互联网品牌主要是以线上官网为主要渠道，同时在全国开设有少许的体验店来带动线上消费。与传统珠宝厂商不同，电商品牌主要是起到零售商的作用，消费者直接在官网上选择裸钻尺寸、钻拖等一系列选项，由电商品牌在国内或国外购买成品钻，且不在线下布置店铺或专柜，因而价格只有市场同行的一半得以抢占市场。总的来说电商渠道成为营收的重要增长点。以 2017 年天猫双 11 数据为例，周大福一小时内成交价破 5000 万元，连续五年蝉联第一；电商品牌珂兰钻石位列前十。

### 3、行业厂商三级次分布，拓渠道、轻资产成重要成长路径

#### (1) 行业厂商三级次分布，集中度较低

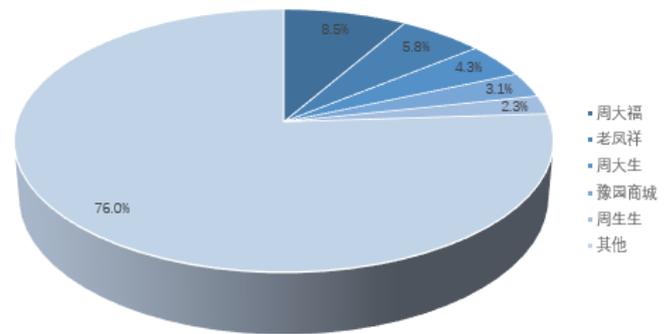
我国市场上的珠宝品牌商按照目标定位、地区覆盖率主要分为国外品牌、全国性品牌和区域性品牌。国外品牌如卡地亚、蒂凡尼定位高端人群，知名度高，定价高，营销终端较少；内地全国性品牌主要分为港资品牌和内地品牌两种，知名度较高，在全国范围内建立有大量的营销终端，例如周大福、周生生、老凤祥、周大生等；区域性品牌市场集中于当地区域，知名度较低，例如萃华珠宝、金伯利等。珠宝行业集中程度中等，2015 年周大福、老凤祥、周大生、豫园股份、周生生五家上市公司合计占比约为 24.0%，其中周大福为上市公司第一，占比 8.5%。

图表 70 我国珠宝首饰市场主要参与者构成



资料来源：华创证券整理

图表 71 2015 年珠宝行业市占率



资料来源：水贝中国指数网，华创证券

我国珠宝行业上市公司主要自主生产黄金类饰品。成立时间较早、营收规模总量较大的厂商基本具有黄金、珠宝镶嵌类和铂金 K 金三大业务产品线。收入体量上，素金类周大福、老凤祥居首，钻石镶嵌类周大福居首，周大生和通灵珠宝较为接近。由于珠宝产业链中开采切割和零售两个环节毛利率最高，而开采切割具有垄断性和准入限制，因此重点拓展渠道、轻资产运营成为我国部分厂商的成长路径。现阶段，各类珠宝厂商逐渐从一二线城市向三四线城市扩展。除此之外，电商渠道也越来越成为重要的营收增长点。

**(2) 产品线对比：传统黄金饰品为主类，钻石镶嵌类崛起**

从产品线角度看，珠宝类上市公司主要集中在黄金饰品类，主要有周大福、周生生、六福珠宝、老凤祥、豫园股份、明牌珠宝；周大生和通灵珠宝业务侧重于珠宝镶嵌类饰品；潮宏基业务中心在足金 K 金饰品。从产品线的定位来看，港资品牌的产品线定位普遍高于内地品牌的产品线定位。拥有产品线属于贵金属类的上市公司基本采用自主生产和委外加工的方式，而产品线以珠宝镶嵌类为主的上市公司基本采用委外加工或指定供应商的方式。

图表 72 国内上市公司产品种类及生产模式

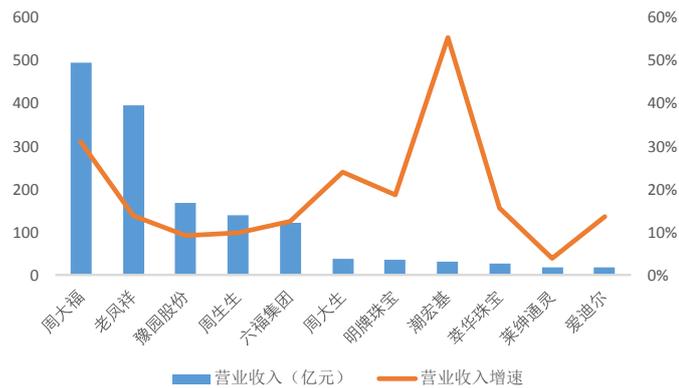
	厂商	产品种类	生产模式
港资	周大福	珠宝镶嵌类、黄金、铂金/K 金三大类，以黄金饰品为主	自主生产
	周生生	珠宝镶嵌类、黄金、铂金三大类，以黄金饰品为主	自主生产&委外加工
	六福珠宝	以黄金、铂金为主	自主生产&委外加工
内地	老凤祥	黄金、铂金	自主生产&委外加工
	周大生	以珠宝镶嵌类为主	委外加工&指定供应商
	豫园股份	黄金、铂金	自主生产&委外加工
	明牌珠宝	以黄金为主	自主生产&委外加工
	通灵珠宝	以珠宝镶嵌类为主	委外加工
	潮宏基	以足金 K 金饰品为主	自主生产

资料来源：公司年报，华创证券

### (3) 收入体量对比：素金类营业收入较高，钻石镶嵌类收入增速较高

从公司总营收来看，周大福和老凤祥为第一梯队，在 400 亿以上，豫园股份、周生生、六福珠宝为第二梯队，约 100 亿-200 亿元；周大生、明牌珠宝、潮宏基、萃华珠宝等约 30-40 亿元。莱绅通灵约 19 亿元。营业收入增速基本在 10%-30% 之间。从内地归母净利润来看，周大福遥遥领先，约 34 亿。老凤祥、六福珠宝约 11 亿，为第二梯队。周生生、豫园股份、周大生为第三梯队，约 6-7 亿左右，莱绅通灵、潮宏基约 3 亿元，明牌珠宝、萃华珠宝、爱迪尔则不足 1 亿。

图表 73 珠宝行业公司营业收入对比 (单位: 亿元)



资料来源: 公司年报, 华创证券

图表 74 珠宝行业公司净利润对比 (单位: 百万元)



资料来源: 公司年报, 华创证券

### (4) 拓渠道、轻资产成重要成长路径

**重点拓展渠道、轻资产运营成为我国部分厂商的成长路径。**现阶段，各类珠宝厂商逐渐从一二线城市向三四线城市扩展。轻资产、重运营，通过广开门店在全国范围内迅速建立起营销终端模式成为了厂商的成长路径之一，例如周大生、金一文化等。而传统的珠宝生产制造商也发力渠道建设，逐渐从一二线向三四线城市渗透以实现营收扩张，例如周大福、六福集团等。

珠宝首饰行业不受房地产调控影响，具有较强的消费属性，逐渐品牌化，且发展与整体经济水平发展休戚相关，看好珠宝首饰龙头周大生领先模式+先发渠道+品牌营销三驾马车拉动公司增长。

## 三、2019 年：行业内部分化成为主线，关注竞争力明晰的细分品类龙头企业

### (一) 家居卖场：龙头企业优势明晰，多业态改革渐次展开

#### 1、美凯龙：龙头地位稳固，多元化与智慧零售转型持续

**收入表现符合预期，Q4 单季度业绩受投资性房地产影响下滑。**公司 2018 全年营收增速 29.93%，其中单 Q4 收入增速 31.2%，收入表现符合预期。业绩方面，2018 全年归母净利润同比增长 9.80%，其中单 Q4 归母净利润同比下降 74.38%，主要原因在于受投资性房地产影响公司单季度公允价值变动净收益大幅变动，2017 年 Q4 公司公允价值变动净收益 7.41 亿，2018 年 Q4 为 0.69 亿。我们预计随着地产回暖，公司 2019 年投资性房地产带来的收益有望回升。

**图表 75 2018 年美凯龙营业收入增长 29.93%**


资料来源: Wind, 华创证券

**图表 76 2018 年美凯龙归母净利润增速 9.8%**


资料来源: Wind, 华创证券

**家居装饰及家具零售行业市占率居首，收入稳定增长。**据弗若斯特沙利文数据，2018 年公司零售额占中国连锁家居装饰及家具商场行业的市场份额为 15.2%，占家居装饰及家具商场行业（包括连锁及非连锁）的市场份额为 6.0%，在行业中占有最大的市场份额。报告期末，公司经营了 80 家自营商场，228 家委管商场。全年租赁及管理业务收入 71.68 亿（同比+12.10%），增长主要源于成熟商场的稳定增长及新开商场的收入贡献；委管商场收入 41.77 亿（同比+15.10%）；商品销售及家装 4.66 亿（同比+58.5%），其他主营业务 24.29 亿（同比+380.64%），其中工程施工建设收入 14.80 亿，同比增加 14.23 亿元，主要系由于 2018 年开始产业延伸，利用自身丰富经验优势，积极承接部分委管商场业主或者外部商业物业业主的商场建筑安装以及装饰施工业务所致。

**多元化与互联网导流持续，看好公司智慧商场布局。**公司持续推进多元化战略不断拓展业务布局，2018 年公司引入腾讯进行互联网导流，同时公司内部投资 IMP 全球家居智慧营销平台进行内部导流，使互联网化和商场内部形成闭环，由家居平台商转型综合服务商。

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.26/1.54/1.69 元，对应当前市值 PE 分别为 9/8/7 倍，维持“强推”评级。

**风险提示：**宏观经济不振导致需求下滑，家居行业格局发生重大改变。

**（二）定制家具：关注渠道完善、竞争优势明显的龙头企业，看好欧派家居、尚品宅配、索菲亚、金牌厨柜、我乐家居**

### 1、欧派家居：流量竞争下龙头优势凸显，整装大家居业务前景广阔

**业绩稳步增长，木门卫浴业务快速增长。**2018 年全年实现营业总收入 115.09 亿，同比增长 18.53%；实现归母净利润 15.72 亿元，同比增长 20.90%。公司单 Q4 收入 33.12 亿元，同比+18.02%（单 Q3 收入同比+10.66%），归母净利润 3.72 亿，同比+4.51%（单 Q3 归母净利润同比+22.57%），单 Q4 公司业绩增速放缓主要原因在于前期地产成交量下行与精装房政策对家具行业滞后影响，公司整体业绩表现符合我们之前的预期。分业务来看卫浴木门业务快速增长，报告期内公司厨柜/衣柜/卫浴/木门业务分别实现营收 57.65/41.48/4.53/4.75 亿元，同比增速分别为 +7.67%/+25.86%/+49.51%/+47.69%。公司是最早将整体橱柜引入国内的家居企业，在其发展历程中率先进行品牌化，目前在同行中规模有明显领先优势，龙头地位稳固。

**图表 77 2018 欧派家居营业收入同比增长 18.5%**


资料来源：公司公告，华创证券

**图表 78 2018 欧派家居归母净利润同比增长 20.9%**


资料来源：公司公告，华创证券

**渠道拓展持续，助力长期发展。**截至 2018 年底，公司拥有橱柜经销商（含橱衣综合）1618 家（较年初增 62 家），衣柜经销商 973 家（较年初增 130 家），欧铂丽家居定制 892 家（较年初增 84 家），欧派卫浴 488 家（较年初增 120 家），欧铂尼木门 808 家（较年初增 125 家）；店面方面，公司期末拥有橱柜（含橱衣综合）店面 2276 家（较年初净增 126 家），衣柜门店 2113 家（较年初净增 241 家），欧铂丽家居 935 家（较年初净增 96 家），卫浴 559 家（较年初净增 116 家），木门门店 825 家（较年初净增 191 家），助力公司营收稳增。

随着定制家具行业流量竞争日趋激烈，装修公司作为重要的流量入口势必成为家具公司争夺焦点。我们看好整装欧派大家居业务未来发展前景以及公司管控提效能力。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 3.74/4.5/5.27 元，对应当前市值 PE 分别为 31/26/22 倍，维持“强推”评级。

**风险提示：**渠道拓展竞争加剧风险，信息系统开发不及预期风险，房地产市场大幅波动风险。

## 2、尚品宅配：加盟渠道快速扩张，整装业务前景广阔

**尚品宅配系全屋定制模式开创者。**公司 1999 年以圆方设计软件起家，2004 年转型为家具企业并率先提出了“全屋定制”的概念，以圆方软件的信息化技术为驱动，依托新居网 O2O 互联网营销服务平台，以及佛山维尚大规模定制柔性化生产工艺，实现了“尚品宅配”和“维意定制”全屋板式家具定制个性化设计、规模化生产的“C2B+O2O”商业模式。

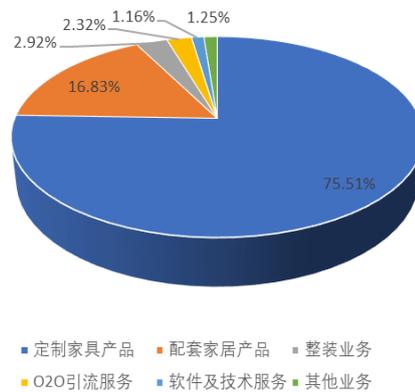
**单季度增速放缓，2019 年一季度开局良好。**2018 年全年营业收入 66.45 亿元，同比增长 24.83%；实现归母净利润 4.77 亿元，同比增长 25.53%。公司 2019Q1 营收增速在去年较高基数（同比+38.76%）上仍保持 15.66% 的增速，增速表现亮眼。我们认为原因在于一是产品端公司定制家具新产品和大家居配套产品不断推出；二是渠道端直营与加盟渠道快速扩张；三是公司三地自营整装业务加速开展、Homkoo 整装云全国布局快速推进。公司 2019Q1 归母净利润亏损 0.23 亿，同比减亏 31.56%，单季度业绩亏损规模缩小，趋势向好。我们认为造成公司一季度业绩亏损的原因在于公司收入和成本费用季节性因素：受家具销售淡季影响，公司 Q 营收占全年营收比重较低；而在营业成本费用方面，由于公司直营业务占比较大，销售费用中的店铺租金、销售人员薪酬等刚性费用各季度支出较为平均，出现收入与费用季节性不尽匹配，引起公司一季度业绩亏损。长期来看，公司业绩表现有望持续向好。

图表 79 尚品宅配营业收入稳步上涨



资料来源: Wind, 华创证券

图表 80 2018 年尚品宅配营业收入构成



资料来源: Wind, 华创证券

**加盟业务保持快速增长, 客户数稳定提升。**分销售模式来看, 公司 2018 年加盟收入约 36 亿, 同比增长约 30%, 直营收入约 26 亿, 同比增长约 13%。终端门店数量方面, 截至 2018 年 12 月底, 公司加盟店总数 2100 家 (含在装修店面), 同比净增 543 家; 直营店 101 家, 同比净增 16 家。客户数量方面, 2018 年公司客户数约 42.2 万, 同比增长约 13% (其中加盟渠道增长约 17%, 直营渠道增长约 13%)。我们预计公司渠道的快速扩张将为公司未来收入稳定增长奠定基础。

**自营整装业务有序开展, Homkoo 整装云全国布局加速推进。**2018 年公司持续强化成都、广州、佛山三地新居整装业务, 全年自营整装工地交付 849 个。同时, 公司 Homkoo 整装云战略稳步推进, 截至 2018 年底, 整装云会员数已经超过 1200 家。公司全年整装业务收入规模已经由 2017 年的 228 万, 快速提升至 1.94 亿。长期来看, 随着整装云业务由广州、佛山等地推广至全国, 公司整装业务收入有望持续加速增长, 并带动公司整体收入增长。

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 2.4/3.02/3.7 元, 对应当前市值 PE 分别为 37/29/24 倍。维持“强推”评级。

**风险提示:** 宏观下行家居消费不振, 定制家具格局发生重大变化。

### 3、索菲亚: 全屋定制“大家居”战略持续推进, 渠道优化积聚竞争实力

**单季度收入增速放缓, 未来有望改善。**2018 年全年实现营业总收入 73.11 亿, 同比增长 18.66%; 实现归母净利润 9.59 亿元, 同比增长 5.77%。Q4 单季度公司营收 22.05 亿, 同比增长 15.4%, 较三季度单季度增速 (+20.10%) 有所放缓; Q4 单季度归母净利润 2.67 亿, 同比下降 19.3%。地产滞后影响与行业竞争加剧导致收入端增速放缓;

图表 81 2018 索菲亚营业收入同比增长 18.7%



资料来源: 公司公告, 华创证券

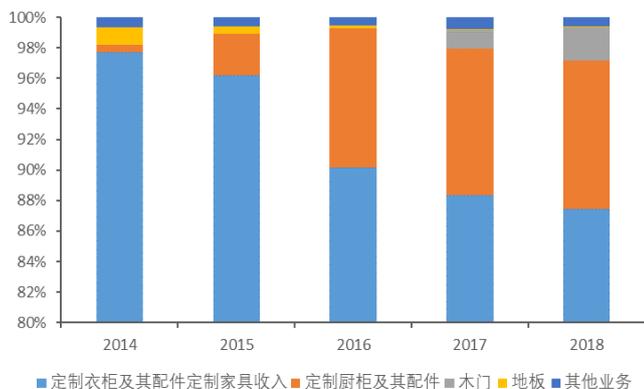
图表 82 2018 索菲亚归母净利润同比增长 5.8%



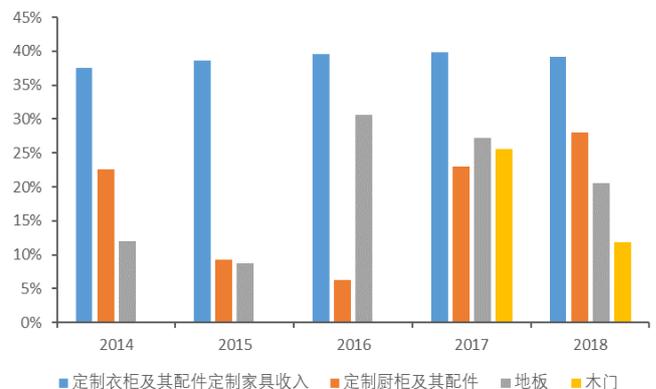
资料来源: 公司公告, 华创证券

降价促销、新拓门店及结构调整引起毛利率同比下滑；公司加大对经销商扶持力度和广告投放力度，引起销售费用同比增加。

**促销、渠道开拓以及结构调整致盈利能力承压。**公司 2018 年毛利率 37.57%，同比下降 0.6pct，净利率 13.19% 同比下降 1.49pct，其中，单 Q4 毛利率 36.87%（同比-1.95pct），净利率 12.59%（同比-4.86pct）。公司于 2018Q2 开始促销下调出厂价以及“爱家季活动”优惠期延长，对全年毛利率带来压力；同时 2018 年公司加速开拓市场，衣柜和橱柜业务 2018 年新开门店和重装店合计超过 1000 家，公司对新开店上样产品折扣力度较大，也引起毛利率下降；较低毛利率水平的工程业务持续增长，结构性导致整体毛利率下降。期间费用率方面，由于公司继续大力开拓市场，导致销售费用率同比+1.16pct 至 9.58%；总部宁西基地的办公楼和宿舍及各生产基地立体仓等投入使用，折旧费用、长期待摊费用上升导致管理费用率同比+0.52pct 至 10.35%；公司为加快资金回笼，对于工程项目形成的应收票据进行贴现等操作，导致财务费用率同比+0.16pct 至 10.35%。

**图表 83 2014-2018 索菲亚各业务占比**


资料来源：公司公告，华创证券

**图表 84 2014-2018 索菲亚各项业务毛利率**


资料来源：公司公告，华创证券

**渠道持续拓展，客单价稳步提升。**截止 2018 年 12 月 31 日，索菲亚全屋定制拥有专卖店 2510 家（较年初增 310 家），大家居店面 98 家（较年初增 78 家）；司米橱柜经销商 722 家（较年初增 222 家），专卖店 822 家（较年初增 102 家）；米兰纳木门经销商超 500 家（较年初增 300 多家），专卖店 181 家（较年初增 86 家），渠道持续扩张为公司较快发展奠定基础。客单价方面，1-9 月公司定制衣柜及其他配套柜类客单价同比增长 9.89% 至 10945 元/单（出厂口径价格，不含司米橱柜）保持稳步提升。

考虑地产行业压力，我们预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.04/1.16/1.33 元，对应当前市值 PE 分别为 21/19/16 倍，维持“强推”评级。

**风险提示：**宏观经济下行导致需求不振，定制家具行业格局发生重大变化。

#### 4、志邦家居：“志邦全屋时代”全面起航，业务结构持续优化

**整体厨柜领先企业，拓展衣柜木门领域。**志邦家居为我国整体厨柜领先企业，2017 年 6 月 30 日，志邦股份在上交所 A 股成功上市。公司在整体厨柜形成一定市场规模后，公司凭借在定制家具行业较高的品牌知名度、强大的营销网络建设能力和丰富的定制化产品生产经验，2015 年开展定制衣柜业务，培育公司新的利润增长点；2017 年 IKHOUSE 开始独立运营，切入整装定制领域；2018 年木门业务顺利拓展，“志邦全屋时代”正式开启。

**2018 年业绩稳定增长，衣柜业务快速发展。**2018 年全年实现营业总收入 24.33 亿，同比增长 12.80%；实现归母净利润 2.73 亿元，同比增长 16.51%。分业务来看，公司衣柜业务规模快速扩大：2018 年整体厨柜收入 19.28 亿元（同比+2.74%），衣柜收入 4.30 亿（同比+91.62%），新拓展木门业务实现收入 778.51 万元。

**图表 85 2013-2018 志邦家居营业收入及增速**


资料来源：公司公告，华创证券

**图表 86 2013-2018 志邦家居归母净利润及增速**


资料来源：公司公告，华创证券

**积极扩产缓解生产端压力，多品牌立体营销切入整装定制。**生产端，公司以销定产，采取自行生产为主，外协和 OEM 外包生产为辅的制造模式。公司上市前 3 年(2014-2016)整体厨柜产品产能利用率分别为 105.59%、97.09%和 108.64%，产能不能满足消费者日益增长的需求，公司积极扩展产能以缓解生产的压力，巩固志邦家居市场领先地位。在营销端，公司销售渠道以加盟为主，直营为辅，同时大力开展国内外大宗业务，截至 2018 年 12 月 31 日，公司拥有橱柜经销商 1220 多位，衣柜经销 595 家；店面方面，公司拥有志邦厨柜店面 1487 家（较年初净增 152 家），志邦衣柜门店 726 家（较年初净增 331 家），志邦木门门店 117 家（全部为新增），IK 全屋定制门店 33 家（较年初净增 4 家），2019 年公司计划分别新增厨柜、衣柜、木门门店 150 家、350 家和 100 家。在品牌建设方面，公司形成志邦、法兰菲、IK 多品牌组合体系，覆盖不同的消费群体。运用持续的明星矩阵加促销品牌化策略，通过央视新闻综艺双频道全年的高质量曝光、数字媒体内容化立体传播、深入终端的日常品牌塑造，打造差异化品牌形象。

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.71/2.06/2.47 元，对应当前市值 PE 分别为 19/16/13 倍，维持“推荐”评级。

**风险提示：**渠道拓展竞争加剧风险，房地产市场大幅波动风险，产能拓展不及预期风险。

## 5、金牌橱柜：厨衣协同发展，渠道拓展助竞争力提升

**品类顺利拓展，衣柜业务高速增长。**公司以厨柜为核心向衣柜、木门延伸，逐步构建全屋定制能力。2018 年公司实现厨柜收入 15.36 亿元，同比+10.77%；实现衣柜收入 1.38 亿元，同比+480.20%；2018 年上半年公司成立桔家木门事业部，并不断完善产品系列与渠道拓展，2018 年公司实现木门收入 34.92 万元。

**图表 87 2013-2018 金牌厨柜营业收入及增速**


资料来源：公司公告，华创证券

**图表 88 2013-2018 金牌厨柜归母净利润及增速**


资料来源：公司公告，华创证券

**渠道拓展加速，竞争力持续提升。**截至 2018 年 12 月 31 日，公司专卖店总数达到 1759 家，其中金牌厨柜专卖店较年初增加 283 家至 1413 家（含在建），桔家衣柜专卖店较年初增加 217 家至 337 家（含在建），新开桔家木门专卖店 9 家（含在建）。大宗业务方面，公司持续拓展业务来源，报告期内大宗业务收入 2.03 亿，同比+63.68%；公司积极拓展海外渠道，2018 年海外收入 0.5 亿元，同比+13.86%，竞争实力持续提升。

**看好“金牌”+“桔家”双品牌运营，直营+经销+工程+海外多渠道布局。**公司作为定制橱柜领域龙头企业之一，在行业内拥有很强的品牌影响力；积极扩展衣柜新业务，桔家衣柜开拓期持续推进，品类扩张有望抵御房产压力。渠道端，一方面，厨柜和衣柜渠道持续向三四线城市下沉，门店加密；另一方面，积极布局工程和海外渠道。产能端，增加厨衣柜产能及其他配套产品生产建设，优化公司资源配置，突破产能瓶颈。此外，公司打造智慧门店，对终端门店进行数字化升级改造，提升门店精细化运营能力；切入智能家居，推动产品迭代升级。

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 3.11/3.74/4.33 元，对应当前市值 PE 分别为 20/17/14 倍，维持“推荐”评级。

**风险提示：**宏观经济下行导致需求不振，产能拓展不及预期风险。

### （三）软体领域关注竞争优势明显龙头及细分领域优质龙头，看好顾家家居、敏华控股

#### 1、顾家家居：国内软体家居龙头，优秀管理奠基

**顾家家居是国内软体家居龙头，优秀管理奠基行业龙头地位彰显。**顾家家居从事客厅及卧室中高档软体家具产品的研发、设计、生产与销售。管理团队为职业经理人团队，采取事业部制，团队高级管理人员行业管理、销售经验丰富。其中公司总裁李东来，历任广东美的电器股份有限公司副总裁、ATM 集团首席执行官。公司坐拥沙发行业龙头地位，持续扩张其他软体家具行业市场。

**2018 单 Q4 收入增速提升，业绩增速放缓。**公司 2018 年全年实现营业总收入 91.72 亿，同比+37.61%；实现归母净利润 9.89 亿元，同比+20.29%。2018 单 Q4 收入 27.79 亿元，同比+52.91%，较单 Q3 增速（+34.95%）进一步提升；归母净利润 2.04 亿元，同比+0.68%，较单 Q3 增速（+30.61%）放缓。我们认为公司四季度收入增速进一步提升的原因一是公司店效提升与渠道拓展成效显著，二是 Natuzzi, Benz, 班尔奇等四家公司并表；公司单 Q4 业绩增速不及收入增速主要原因或在于公司营销费用投放增加与股权激励费用增加所致。我们预计未来随公司各品牌协同效应逐渐显现，业绩增速有望提升。

图表 89 顾家家居上市后收入持续快增长



资料来源：Wind，华创证券

图表 90 顾家家居归母净利润稳定提升



资料来源：Wind，华创证券

**毛利率微降，未来有望改善。**公司 2018 年毛利率为 36.37%，同比-0.89pct，我们认为主要原因一是产品结构变化，二是新并表的四个公司总体上毛利率相对较低。期间费用率方面，受收入快速增加影响销售费用率同比-1.46pct 至 19.50%，股权激励增加致管理费用率同比+1.10pct 至 4.15%，汇率波动与利息支出致财务费用率同比-0.44pct 至 0.28%。

综合影响下公司 2018 年净利率同比-1.50pct 至 10.97%。我们认为随着公司业务结构持续优化、生产端效率提升与资源投入显成效，公司盈利能力有望实现稳步提升。

**内生外延拓展多品类，渠道拓展持续。**公司目前已经形成沙发、软床、床垫、配套、餐椅、全屋定制等多品类布局。2018 年沙发收入 51.44 亿（同比+39.31%），床类收入 11.32 亿（同比+27.80%），餐椅收入 3.18 亿（同比+20.54%），配套收入 12.92 亿（同比+32.09%），定制家具收入 2.12 亿（同比+145.77%），红木家具收入 1.58 亿（同比+40.07%）。公司持续推进渠道拓展，2018 年年公司在全球拥有超过 6000 家品牌专卖店（含并购品牌），其中自主品牌门店 4222 家（经销店 4015 家，直营店 207 家），其他品牌店 1854 家，我们认为公司渠道拓展为公司零售端运营战略奠定基础，助力未来发展。

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 2.3/2.8/3.38 元，对应当前市值 PE 分别为 22/18/15 倍，维持“强推”评级。

**风险提示：**渠道拓展竞争加剧风险，房地产市场大幅波动风险，新业务拓展不及预期风险。

## 2、敏华控股：功能沙发市场王者，生产、品牌、渠道优势尽享

**敏华控股系功能沙发市场王者。**敏华控股是一家从事沙发、床垫、板式家具、海绵、家具配件等产品的研发、制造、销售和服务的家具企业，其中功能沙发是公司主要的产品，芝华仕是公司旗下重要的品牌。敏华控股产能、遍布华南、华中、华北、西南的生产基地布局以及中国功能沙发市场第一市占率（44.8%）为功能沙发翘楚。

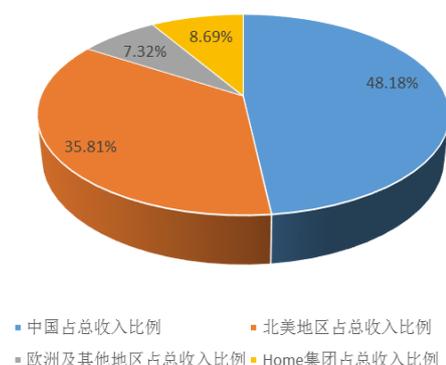
**内销品类与渠道共增长，外销北美/欧洲渠道拓展顺利。**18H1 实现营收 54.88 亿港元，同比增长 18.61%；归母净利润 6.65 亿港元，同比下降 16.14%，18H1 公司中国市场收入（含江苏钰龙）为 25.9 亿港元，同比增长 24.1%；我们预计扣除江苏玉龙并表以及直营转经销的影响后，公司国内销售维持 15% 增长。北美市场收入 21.11 亿港元，同比增长 19.1%；欧洲及其他海外市场收入 3.9 亿港元，同比增长 4.0%；HomeGroup 业务收入 3.96 亿港元，同比增长 1.1%。公司现有沙发年产能 188.6 万套，18H1 销量 58.5 万套。18H1 敏华控股成功拓展中国市场门店 117 间，其中包含芝华仕贵族系列门店、芝华仕时尚门店、芝华仕都市系列门店等。内销的产品端公司积极拓展除了功能沙发以外的床垫、非功能沙发品类；在一二线城市开设直营店，树立品牌形象，在三四五线城市下沉渠道，通过每年 200-300 家的经销店提升品牌覆盖面和收入；营销端，公司为功能沙发市场的绝对龙头，在国内国外市场功能沙发领域的市场份额高，具有良好的品牌效应，此外公司芝华仕沙发的“头等舱”营销理念深入人心。外销主要以 ODM 为主，针对北美及欧洲经济尚处于恢复期的情况，产品端公司积极调整产品结构，非真皮沙发出口比例上升；渠道端公司大力发展大型零售商客户，积极参与家具展会。

图表 91 敏华控股营业收入稳步上涨（港币）



资料来源：Wind，华创证券

图表 92 2018 财年敏华控股各地区收入占比



资料来源：Wind，华创证券

**垂直一体化生产带来低成本优势，功能沙发龙头再创辉煌。**敏华在广东、江苏、天津以及重庆拥有五大生产基地，产能布局遍布华南、华北、华东、西南等重点经济区域。截止 2018 年 3 月，敏华控股的产能已经达到的 156.6 万套，

为亚洲重要的沙发生产基地。直接材料成本（如皮革、布料、钢材等）占总体成本的七成左右。公司具有很大的垂直一体化成本优势，向上延伸产业链，沙发生产所涉及到的海绵、钢材等公司大部分都可以自产。

**海内外全方位开拓市场：**敏华控股积极拓展中国及海外市场。在中国市场引进欧美高端品牌，拓展门店网络和网上销售渠道，进一步完善国内供应链体系。同时，加大营销推广力度，巩固功能沙发领导地位并提升床垫和固定款沙发市场份额。为拓展海外市场，公司加强家具研发提升核心竞争力、拓展新客户、拓宽产品线并扩大越南工厂产能，公司在越南新建厂房 24.3 万平方米，在越南的工厂有助于公司对冲中美贸易战影响。

我们看好敏华控股作为行业龙头的成本和渠道优势，预计 FY2018-FY2020EPS 为 0.40/0.47/0.55 港元，对应当前市值 PE 分别为 9.0/7.8/6.7 倍，随着功能沙发国内渗透率提升，维持“强推”评级。

**风险提示：**宏观经济不振导致需求下滑，软体家具行业格局发生重大改变。

#### （四）造纸行业看好拥有自造浆能力的龙头企业，看好太阳纸业、山鹰纸业、华泰股份

##### 1、太阳纸业：强势木浆奠基行业景气，新增产能助力太阳闪耀

**前期布局开花结果，新产能集中释放期来临。**太阳纸业通过自建浆线和老挝布局，减弱原料紧缺掣肘，布局长线竞争优势。经过 30 余年的发展，太阳已经形成了机制纸、生物质新材料、快速消费品三大领域共 452 万吨浆、纸产能。2018 年公司前期布局开花结果，20 万吨高档特种纸、老挝 30 万吨化学浆、80 万吨高档板纸已投产，18 年公司纸、浆产能将达 602 万吨。根据前期公司规划预计 2019 年二季度将在老挝投产 40 万吨再生浆，我们预计届时太阳纸业邹城基地牛皮箱板纸二期（160 万吨）对国废需求量将降至 50-60 万吨。

**产能扩张受限叠加木浆价格强势助力行业持续景气。**（1）木浆价格高位是造纸产业链的定海神针：2018 年，中国国产木浆产能扩张停滞；受益木浆系纸需求增长、进口废纸受限带来的替代需求、草浆等非木浆的替代需求，国内木浆需求持续强势，新增需求完全依赖国际进口补足，新增木浆进口需求消化全球新增产能。（2）内盘浆部分，3 月底青岛港木浆库存，木浆价格企稳回升，整条产业链有望维持高景气。（3）供给端持续限制：排污许可证、自备电厂总量限制和严格监管制度都强力限制产能扩张，同时落后产能淘汰在各省份持续推进，边际上供给端限制仍有加码空间。

**下游需求疲软导致纸价走低，库存高企，收入、利润增速放缓，下半年利润下滑：**公司上半年保持较高增长速度，营业收入同比增长 20.4%，归母净利润同比增长 40.4%，Q4 营业收入同比增长 9.1%，归母净利润同比下降 32.9%。系 18 年下半年各类纸价持续走低，至 12 月底各类纸价较高点下跌约 10%-20%。分业务看，纸制品营业收入 158.8 亿元，同比增长 12.15%；浆产品营业收入 49.7 亿元，同比增长 27.76%。纸制品产量、销量和库存分别为 300 万吨、297 万吨、13 万吨，较去年分别增加 7.14%、6.45%、30.00%；浆产品产量、销量和库存分别为 108 万吨、103 万吨、11 万吨，较去年分别增加 27.06%、27.16%、83.33%。由于销量的增加一定程度上弥补了纸价下跌的影响，营业收入依然保持增长。

**浆纸产能渐次展开，原料紧俏背景下自建浆线&海外布局价值凸显：**公司本部 20 万吨高档特种纸项目、老挝 30 万吨化学浆项目、邹城 80 万吨高档板纸改建及其配套工程项目，均在 2018 年内顺利建成投产。在原料结构调整方面，公司新型纤维原料项目，10 万吨木屑浆生产线和 40 万吨半化学浆生产线也顺利投产，预计于 2019 年进入稳定生产期，有效保障公司 160 万吨包装纸的原料供给。20 万吨本色高得率生物质纤维项目预计于 2019 年下半年投产，将大幅降低废纸购买量。有效降低成本。

我们预测太阳纸业 2018-2020 年年 EPS 为 0.86/0.75/0.9 元，对应当前股价 PE 分别为 8/9/8 倍，维持“强推”评级。

**风险提示：**宏观经济下行导致需求不振，造纸行业竞争加剧。

##### 2、华泰股份：提前产能布局未雨绸缪，把握环保机遇业绩腾飞，造纸化工双轮驱动业绩稳步增长

**提前谋篇布局，掌握雄厚产能。**“十五”期间公司先后增上了四条高档新闻纸生产线，一举建成了全球最大的新闻纸生产基地。“十一五”期间，公司积极实施“走出去”发展战略，完成了黄河、长江、珠江三角洲“三点一线”的战

略布局，全面投资建设了本部 45 万吨铜版纸项目、化工 50 万吨离子膜烧碱项目、安徽华泰林浆纸一体化项目、广东华泰 40 万吨新闻纸项目；重组了世界造纸巨头挪威诺斯克的河北工厂，目前公司是全球最大的新闻纸生产基地和全国最大的氯碱盐化工基地，其中，新闻纸市场占有率达到 30% 以上，化工也逐步成为公司第二大支柱产业，公司在同行业具有较强的规模优势。

**图表 93 华泰股份 2013-2018 营业收入情况**


资料来源：公司公告，华创证券

**图表 94 华泰股份 2013-2018 归母净利润情况**


资料来源：公司公告，华创证券

**纸价下跌对 2018 年 Q4 业绩产生较大影响，产销两降，库存高企，纸制品产品升级效果显现，化工产业收入增长迅速：**公司前三季度保持较高增长速度，营业收入同比增长 12.46%，归母净利润同比增长 34.55%，Q4 营业收入同比下降 3.42%，归母净利润同比下降 63.65%。系 18 年下半年各类纸价持续走低，至 12 月底各类纸价较高点下跌约 10%-20%。分业务看，纸制品营业收入 110.8 亿元，同比增长 9.88%。新闻纸、文化纸、铜版纸和浆产品销售量同比减少 4.55%、2.77%、14.49%、31.04%，包装纸销量同比增加 13.49%，部分纸产品销量下滑，由于纸价 2018 年仍保持较高的水平同时公司对纸产品进行升级改造和产品结构优化，营业收入依然保持较高的增速。新闻纸、文化纸、包装纸营业收入同比上升 10.92%、11.50%、25.97%。新闻纸、铜版纸库存同比增长 121%、115%。化工产品方面保持高速增长，18 年实现营业收入 30.08 亿元，同比增长 22.22%，销量同比增加 5.28%。公司的产 25 万吨离子膜烧碱搬迁改造项目，年产 10 万吨苯胺项目和华泰清河年产 5 万吨丁苯胶乳项目等一批产业延伸项目顺利投产，日照华泰精细化工项目稳步推进。

**响应环保要求，提高产能质量。**近年来，随着中国人民生活水平的提高，国家对环保的重视程度越来越高，造纸业作为重污染行业，成为国家关注的重点，一向关注环保的华泰股份有望从趋严的环保政策中获益。“十五”以来，公司先后新上了 4 条国际一流的现代化新闻纸造纸生产线，淘汰了 6 条草浆生产线，同时，利用当今新闻纸产能过剩的情况，将两条先进的新闻纸生产线改造成为高档文化纸生产线，并关停淘汰了多条落后的文化纸生产线（主要是根据国家要求，淘汰了多条落后的草浆生产线），既降低了成本的同时，又大幅减少了污染物的产生和排放。随着国家环保力度加强和标准提高，大批的中小造纸企业将会退出市场，这将有利于缓和市场竞争，扩大公司的市场空间。

**转型高档包装抵御风险，精细化工谱系渐次丰富：**公司近年来为应对无纸化冲击，逐渐将新闻纸机转产为高档文化纸以及购置包装纸机实现纸品转型，向附加值高、市场销路好的高档文化纸、精制系列牛皮纸、白牛皮方向发展；化工产业将充分利用黄河三角洲地区丰富的盐矿资源，公司在投资化工 50 万吨离子膜烧碱项目基础上，公司逐渐发展附加值高的精细化工产品，定增第二次修改版拟投资有机合成中间体，其中对氨基苯酚提供给医药生产企业，间苯二胺提供给轮胎生产企业和芳纶生产企业。

我们预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.72/0.83/0.9 元，对应当前市值 PE 分别为 7/6/6 倍，看好公司造纸化工双轮驱动增长潜力，市场份额持续扩张，维持“强推”评级。

**风险提示：**宏观经济下行导致纸品需求疲软，液氯处理成本显著上升。

### 3、山鹰纸业：主营业务具备竞争优势，海外布局奠定长远发展基石

**北欧纸业&联盛纸业并表，公司业务平稳发展：**2018 年公司并表北欧纸业和联盛纸业，全年北欧纸业贡献净利润 2.45 亿元，联盛纸业贡献净利润 3.99 亿元，扣除并表因素净利润 20.33 亿元，同比增长约 1%。公司 2018 年全年获得政

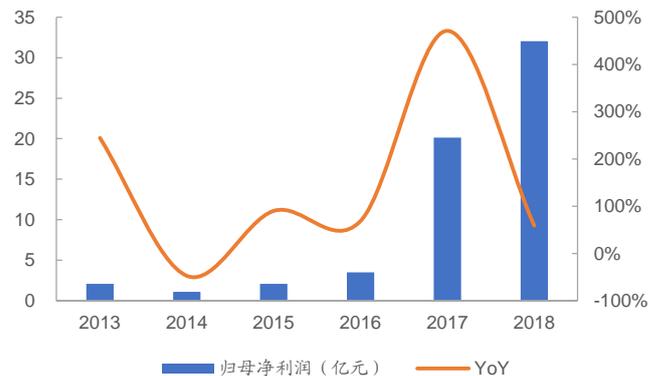
府补贴 2.4 亿元，较 2017 年增加 2.06 亿元。截至 2018 年底，公司在海内外拥有 9 家造纸基地，国内基地分别位于安徽马鞍山、浙江嘉兴海盐、湖北荆州公安（尚在建设中）和福建漳州，海外基地分别是瑞典（Saffle、Backhammar、Amotfors）、挪威 Greaker 的特种纸生产基地以及美国肯塔基州的集造纸和制浆一体化的凤凰纸业。公司原纸年产量高达 460 万吨，是国内工业包装用纸龙头企业。公司投资新建的华中造纸基地，预计 2019 年一、二期项目完工后年产能可达到 127 万吨，届时公司年规划产能规模将接近 600 万吨，行业领先地位将得到进一步巩固。

**图表 95 山鹰纸业 2013-2018 营业收入情况**



资料来源：公司公告，华创证券

**图表 96 山鹰纸业 2014-2018 归母净利润**



资料来源：公司公告，华创证券

**2020 年禁止外废进口政策预期下，收购海外废纸渠道储备原材料：**公司收购美国凤凰纸业和荷兰 WPT 公司，稳步推进全球化战略布局，在产业链的上下游进行延伸。凤凰纸业可为国内提供纸浆，作为国内造纸基地的原料来源的进一步补充；WPT 是欧洲一家废纸、废塑料及其他非危险性废旧物资贸易的公司，是欧洲地区最大的废纸贸易商之一，WPT 的收购提升了公司海外废纸的掌控能力，同时有助于进一步稳定公司的废纸采购量和采购价格。

**公司形成完整基地布局，塑造行业领先的箱板纸企业：**公司在海内外拥有 9 家造纸基地，分别位于安徽马鞍山、浙江嘉兴海盐、湖北荆州公安（尚在建设中）和福建漳州，海外基地分别是瑞典（Saffle、Backhammar、Amotfors）、挪威 Greaker 的特种纸生产基地以及美国肯塔基州的集造纸和制浆一体化的凤凰纸业。公司原纸年产量高达 460 万吨，是国内工业包装用纸龙头企业。公司投资新建的华中造纸基地，预计 2019 年一、二期项目完工后年产能可达到 127 万吨，届时公司年规划产能规模将接近 600 万吨。

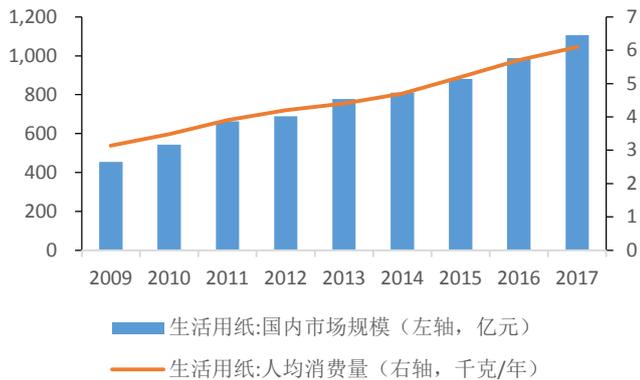
我们预计公司 2018-2020 年 EPS 为 0.70/0.71/0.76 元，对应当前市值 PE 分别为 4.1/5.7/5.3 倍，维持“强推”评级。

**风险提示：**宏观经济下行导致需求不振，造纸行业格局发生重大变化。

**4、中顺洁柔：生活用纸快速增长，渠道深耕与产能投放助力公司稳健增长**

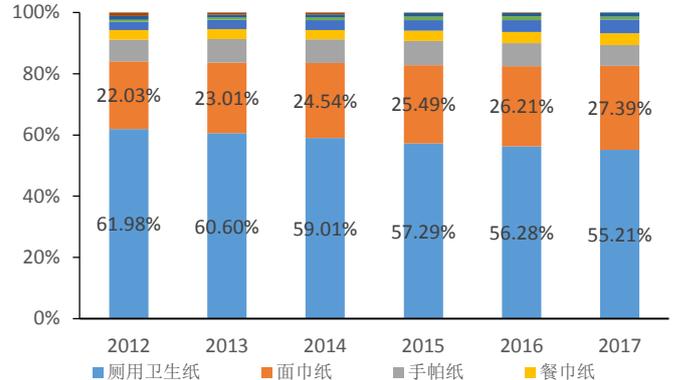
**生活用纸市场规模快速增长，人均用纸增长空间大。**我国生活用纸市场规模从 2009 年的 453.7 亿增长至 2017 年的 1106.4 亿，年均复合增长率 11.79%。人均生活用纸量逐年提升，2017 年为 6.1 千克/年，但对标发达国家有较大提升空间。结构上看，非厕用纸占比逐年提升。

图表 97 我国生活用纸市场规模及人均消费量



资料来源: Wind, 华创证券

图表 98 非厕用卫生纸占比不断上升



资料来源: Wind, 华创证券

**业绩稳步增长, 高端产品发展迅速:** 2018 年实现营业收入 56.79 亿元, 同比增长 22.43%; 实现归母净利润 4.07 亿元, 同比增长 16.6%。公司加大了高端、高毛利产品新棉初白、Face、Lotion 和自然木等重点品的销售力度, 提高各渠道的占有率。Face、Lotion 及自然木系列产品的销售收入占比达到 63.4%, 较 17 年提高 22.2pct。随着重点品占比的提高, 公司的生活用纸毛利率达到 34.56%, 位居国内生活用纸行业第一。

**渠道产能齐头并进, 营销激励效果初显。** 1) **产品:** 公司产品定位高端, 拥有“洁柔”和“太阳”两大品牌, 主打 Face、Lotion、自然木系列产品, 同时研发投入逐年增加, 专利数量居行业领先地位。2) **渠道:** 通过三年的渠道建设, 公司 KA/GT/AFH/EC 等渠道全面发力, 销售网点不断扩展下沉。四大渠道收入占比依次为 GT/EC/KA/AFH, 其中电商全年增速达到 65% 以上, 传统经销商增速也达到 11% 以上。产品覆盖到的县市区达到 1791 个, 经销商数量新增 256 个, 2019 年计划新增县市区覆盖 500 个。通过车铺车销、一日一店一改善, 门店陈列与库存进行抢、占、挤、压等具体措施, 公司正式进入“渠道强化”年。3) **产能:** 新建产能集中在中部和北部, 将逐步巩固公司生产基地全国性布局, 2019 年公司湖北和唐山将分别有 10 万吨和 5 万吨产能投产, 料将有效提升公司华中、华北区域市场份额, 总产能预期将达到 81 万吨。4) **营销团队:** 公司 2015 年引进金红叶原营销团队, 积极改善“弱销售”局面, 营销投入效果逐步显现, 2017 年销售人员人均产出回升。5) **股权激励:** 公司实行股权激励和员工持股计划彰显信心, 深度绑定公司与高管的利益, 并准备实施经销商持股计划, 将激发团队积极性、持续提升公司盈利能力。

**浆价高涨叠加环保趋严小厂渐次退出, 深耕渠道稳步扩展市场份额:** 随着国际木浆价格持续上涨, 成本压力加大, 环保标准逐渐严格小型生活用纸生产能力生存空间持续压缩。中顺通过深耕 GT、KA、电商和商销四大渠道, 实现了 GT 渠道持续加深, KA 渠道广度覆盖, 电商和商销渠道快速发展, 稳步提升市场份额。

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.31/0.39/0.46 元, 对应当前市值 PE 分别为 35/28/24 倍, 维持“强推”评级。

**风险提示:** 宏观下行消费不振, 原材料价格大幅上涨, 汇率大幅波动。

**(五) 珠宝文娱类企业受地产周期影响小, 持续受益消费升级**

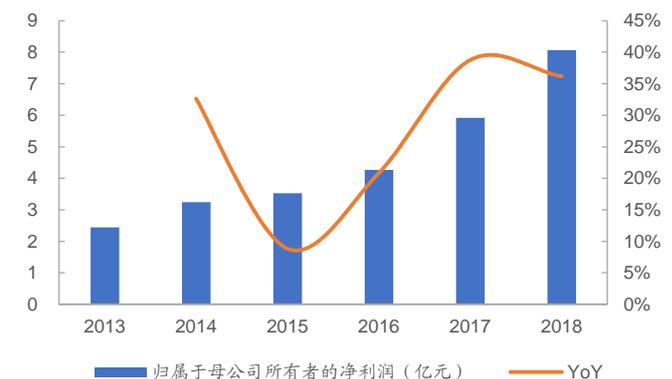
**1、周大生: 全国中高端主流市场钻石珠宝领先品牌, 领先模式+先发渠道+品牌营销拉动公司增长**

周大生是全国中高端主流市场钻石珠宝领先品牌。公司不从事生产活动, 主要从事“周大生 CHOWTAISENG”珠宝首饰品牌的研发设计、品牌推广、供应链整合和连锁经营管理。是国内最具规模的珠宝品牌运营商之一。“周大生”是全国中高端主流市场钻石珠宝领先品牌, 主要产品包括钻石镶嵌首饰、素金首饰。公司以钻石为主力产品, 比利时新一代 LOVE100 切工钻石为核心产品, 黄金为人气产品, 铂金、K 金、翡翠、珍珠、彩宝为配套产品, 不断丰富和完善产品线。

**2018 年 Q4 单季度业绩增速放缓，整体表现亮眼。**公司 2018 年全年营业收入 48.70 亿元，同比增长 27.97%；实现归母净利润 8.06 亿元，同比增长 36.16%。2018Q4 单季度收入规模 13.29 亿，同比增长 21.6%；Q4 单季度归母净利润约为 2.11 亿，同比增长 19.9%，增速较前三季度增速（收入+30.57%，归母净利润+42.99%）有所放缓。主要系四季度为珠宝销售传统淡季。2018 年国内珠宝首饰行业竞争整合及品牌化进程有所加快。公司以提升营运效率为目标导向，市场份额稳步提高。公司不断丰富完善产品线，满足市场多样化需求；“LOVE100 星座极光”、“百魅、百姿”情景风格珠宝等系列产品持续获得消费者的广泛认可。公司品牌、渠道、产品、加盟商经营能力及员工积极性等核心竞争力稳步提升。

**图表 99 周大生 2013-2018 年营业收入及增速**


资料来源: Wind, 华创证券

**图表 100 周大生 2013-2018 年归母净利润及增速**


资料来源: Wind, 华创证券

**领先的经营模式提高公司盈利效率。**珠宝行业产业链涉及原材料勘探、原材料开采、冶炼、生产加工、流通五个环节，其中开采切割和零售环节是产业链中贡献附加值最大的环节，毛利率最高。公司采用了独特的委外加工+指定供应商生产模式和自营+加盟销售模式，使公司深耕供应链整合、研发设计、品牌推广等高附加值环节，加速实现规模扩张，提高盈利水平。

**市场拓展持续发力，销售网络持续扩张：**公司市场拓展持续发力，市场份额稳步提高，镶嵌产品销售继续保持快速增长，加盟模式销售持续扩增。截至 2018 年 12 月 31 日，公司门店总数为 3375 家，其中自营门店 302 家，加盟门店 3073 家，2018 年累计净增门店 651 家，其中自营店 26 家，加盟店 625 家。四季度净增加门店 185 家，其中自营店净增加 10 家，加盟店净增加 175 家。公司全年渠道的快速扩张，为公司未来收入稳定增长奠定基础。公司门店三四线城市各方面优势明显，渠道下沉前景可期。经过我们在三四线城市的草根调研发现，周大生优势明显，门店硬件情况（面积、人员、装修等）及产品设置情况（产品更新、铺货等）、门店客流量情况都超过同行，行业领先。

**品牌价值行业领先，宣传营销成果显著。**“周大生”品牌市场竞争力突出，已成为中国境内珠宝首饰市场最具竞争力的品牌之一。自 2011 年起，公司连续五年获得世界品牌实验室（WorldBrandLab）“中国 500 最具价值品牌”，品牌价值从 2011 年的 75.25 亿元上升到 2016 年的 301.58 亿元，位居大陆地区珠宝品牌前三位。公司构建了全方位、立体式品牌整合营销战略，通过优选品牌形象代言人，强化品牌识别；选择电视、纸媒、网络、户外等各种媒介，实行全国、省、城市、店面四级广告联动；举办全国珠宝首饰设计大赛，参加全国性行业展会等。同时公司注重互动式营销推广，通过微信、微博、门店会员活动，和终端消费者进行零距离互动交流，宣传品牌文化和增强客户粘性。

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.65/2.01/2.36 元；对应的 PE 分别为 21/17/15 倍，维持“强推”评级。

**风险提示：**宏观经济下行导致消费需求不振，渠道下沉不达预期。

## 2、晨光文具：传统业务稳固发展，新业务持续增长强劲

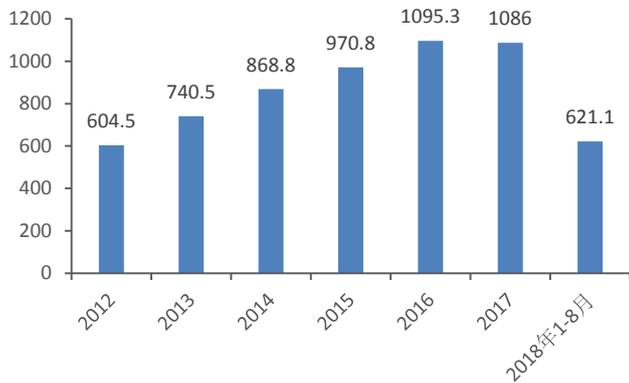
**公司渠道布局与产品力行业领先。**公司作为文具用品龙头，在渠道与产品布局上均具有领先优势。**渠道端**，截至 2018

年 12 月 31 日，公司在全国拥有 35 家一级合作伙伴、近 1200 个城市的二、三级合作伙伴，“晨光系”零售终端超过 7.6 万家。产品端，公司拥有“4 大类，50 多个品项，超过 5000 款品种”文具产品系列，广度和深度位居国内前列。

**深耕渠道，传统核心业务稳步增长，较去年同期增长 16%。**书写文具实现营业收入 19.46 亿元，同比增长 8.82%，学生文具（不含代理产品）16.4 亿元，同比增长 12.2%，办公文具（不含代理产品）20.6 亿元，同比增长 27.7%。公司不断提升头部产品上柜率，提升重点商圈占比，扩大市场份额。截至报告期末，公司在全国拥有 35 家一级合作伙伴、近 1200 个城市的二、三级合作伙伴，“晨光系”零售终端超过 7.6 万家。

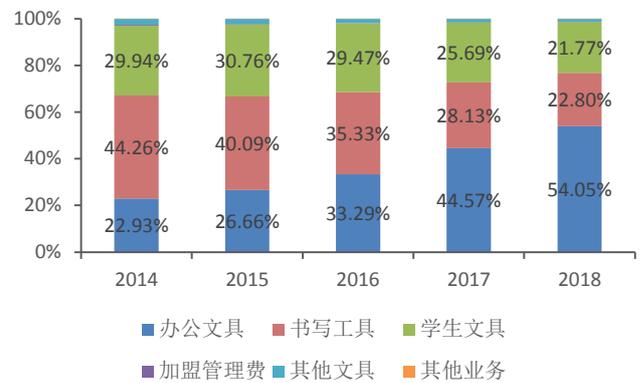
**新业务连续高速发展，晨光科力普、晨光科技、晨光生活馆较去年同期增长 90%。**科力普保持高速增长，实现营业收入 25.9 亿元，同比增长 106.03%，在政府、央企、金融企业客户方面均有突破。全国已投入运营 5 个中心仓，覆盖华北、华南、华东、华西、华中五大区域，提高了配送效率，并开始对华南和华中区域精耕细作。晨光生活馆（含九木杂物社）实现收入 3.06 亿元，同比增长 49.15%。截至报告期末，公司在全国拥有 255 家零售大店。2018 年 3 季度开始开放加盟，从江浙沪向全国拓展，进驻 32 个城市。晨光科技实现营业收入 2.3 亿元，同比增长 24.12%。线上渠道淘系、京东及其他平台有效授权店铺超过 1,000 家，拓展了销售渠道，进一步提升了市场占有率。

图表 101 文教办公用品行业主营业务收入



资料来源：工信部，华创证券

图表 102 晨光文具收入结构



资料来源：Wind，华创证券

**行业规模大，公司行业地位稳固。**传统文具行业具备穿越地产周期、贸易摩擦、通胀等风险的能力。我国文教办公用品行业收入从 2012 年的 605 亿增长至 2017 年的 1086 亿，年均复合增长率 12.43%。公司作为文具用品龙头，传统业务稳步推进的同时，新渠道不断拓展：（1）传统文具稳扎稳打：样板店、加盟店广泛覆盖全国，享有营销终端品牌优势，同时持续更新开发产品，升级原有店面，提高产品销量。（2）新渠道不断拓展：直销办公政府采购、大客户销售持续拓展；精品文创打造大消费类精品一站式采购；晨光科技迎合时下热点电商业务持续拓展。

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.88/1.10/1.31 元，对应当前市值 PE 分别为 42/34/28 倍，维持“强推”评级。

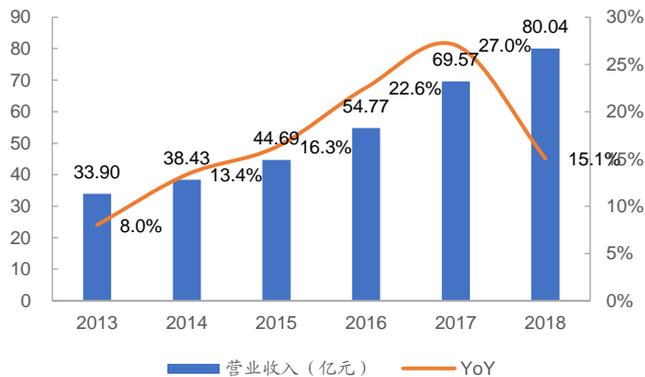
**风险提示：**宏观下行消费不振，文具行业格局发生重大变化。

**（六）照明：关注产品渠道优势明显企业，持续看好欧普照明**

**1、欧普照明：照明行业龙头享行业发展红利，精细化管理助力龙头优势扩大**

**照明行业变革期，全球 LED 照明加速替代传统照明。**在技术不断发展背景下，LED 照明正快速实现对传统照明产品的替代，全球 LED 照明渗透率已经由 2009 年的 1.5% 快速提升至 2016 年的 31%。中国 LED 产业规模增速也在不断提升。CSA 数据显示，2018 年中国半导体照明行业整体产值达到 7374 亿元（同比+12.8%），其中，上游外延芯片、中游封装、下游应用环节产值分别为 240 亿、1054 亿和 6080 亿，分别同比增长 3.4%、9.4%、13.8%。下游应用环节又分为通用照明（2018 年产值 2679 亿元，同比+5.0%）和特殊照明（2018 年产值 3401 亿元，同比+21.8%）。

我国通用照明市场分散，龙头企业欧普照明市占率 3-5%，行业集中度提升空间大。2018 年全年欧普照明实现营业收入 80.04 亿，同比+15.05%；实现归母净利润 8.99 亿元，同比+32.03%。2019 年一季度实现营收 16.63 亿元，同比+12.17%；实现归母净利润 0.86 亿元，同比+22.76%。

**图表 103 欧普照明 2018 营业收入增长 15.1%**


资料来源: Wind, 华创证券

**图表 104 2018 年欧普照明归母净利润增速 32.5%**


资料来源: Wind, 华创证券

**欧普照明业务结构优化调整、布局清晰助力公司稳健发展:** 欧普照明为我国通用照明领域龙头企业，业务涵盖 LED 及传统光源、灯具、电工电器、厨卫吊顶产品等领域。目前收入结构以家居照明为主，商照和照明控制及其他收入占比快速提升。受地产滞后影响，公司家居业务 2018 年上半年增速较 2017 年增速明显下降，但商照和照明控制业务仍保持快速增长，一定程度缓解公司受到的地产下行冲击。公司不同业务发展战略清晰：家居业务注重品类拓展与服务升级；商照业务聚焦地产、零售、工业、办公、市政五大细分行业；集成家装业务截留前序家装用户，提升一站式服务能力。未来公司有望在多业务协同发展情况下，实现收入业绩稳增。

**差异化渠道管理，海外业务快速发展。** (1) 内销：不断推进渠道下沉，零售渠道全面赋能经销商由“坐商”向“行商”、“卖产品”向“卖方案”的经营模式转型；流通渠道进一步完善管理体系建设，截至 2018 年底，公司拥有超过 10 万家流通网点；同时，公司强化供应链、物流、配送等服务能力；商用业务不断拓展。(2) 外销：公司于 2014 年开始加大力度开拓海外业务，起步时间较晚，但是规模快速增长，2018 年外销收入 8.53 亿元，同比增长高达 39.86%。公司境外销售为经销模式，并坚持自主品牌运营，长期发展实力强劲。

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.19/1.39/1.58/元，对应当前市值 PE 分别为 29/25/22 倍，维持“强推”评级。

**风险提示:** 经济下行致需求不振风险；市场竞争加剧风险；技术升级不及预期。

#### 四、风险提示

房地产周期持续下行带来家具行业需求下降风险；中美贸易摩擦可能持续加剧，进而加大出口型企业接单压力和汇兑压力。

## 轻工组团队介绍

### 组长、首席分析师：郭庆龙

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018 年加入华创证券研究所。

### 分析师：陈梦

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：葛文欣

南开大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500