

## 轻工行业周报:

### 定制家具年报深度解析: 六大变化三大趋势

#### 核心观点:

● **行业观点: 震荡期聚焦分子端, 关注增值税受益+全装修+造纸反转**

5月起市场有望进入震荡调整期, 分子端业绩超预期有望成为配置主线。轻工板块关注三条主线: (1) 增值税受益必选消费股: 4月1日起增值税下调落地, 定价能力较强且净利率较低的必选消费股盈利有望超预期扩张: 重点推荐中顺洁柔, 晨光文具; (2) 全装修: 全装链条确定性高弹性大, 估值低位预期低, Q2-Q3是年内结算高峰期, 重点推荐木门与橱柜工程单高占比公司; (3) 造纸迎来业绩估值双修复: 文化纸供需格局好成本有支撑, Q1业绩与ROE底部均已显现, 后续纸价与吨净利润逐步复苏带动估值从历史底部逐步回升, 继续推荐太阳纸业。

● **本周主题: 定制家具年报深度解析, 六大变化三大趋势**

本次年报深度分析通过对行业财务数据与经营数据的深度拆解, 总结行业正在发生的变化, 以及揭示行业未来发展的趋势: 2018年-2019年Q1行业的核心变化是从跑马圈地求速度到精细运营提质量, 最明显数据印证就是同店增速对收入贡献开始超过渠道增速, 新兴渠道重要性大幅提升; 2019年与以后的核心趋势是从工业生产思维转向零售消费思维, 思维的转变会在在产品研发, 渠道运营和管理架构上深度改造现有上市公司, 也会造成公司间的分化, 行业投资也将逐步从受地产景气度影响的beta投资逐步转向选择精选优胜龙头的alpha投资。

● **行业数据更新**

**家居:** 上游原材料中, 板材周度统涨, 五金材料和五金零部件价格震荡为主; 周度新房、二手房销售增速环比回落, 新房成交面积周环比上升4.7%, 其中一线城市环比上升12.7%, 二线城市环比上升0.2%, 三线城市环比上升7.9%; 13城二手房成交量环比增速大幅回落, 环比上升1%, 其中一线城市环比下滑10.2%, 二三线城市环比上升5.9%。

**造纸:** 文化纸规模纸厂集中发布涨价函, 包装纸市场维持稳定。文化印刷纸国内规模纸厂集中发布未涂布纸涨价函, 计划4月下旬或5月上调200元/吨, 规模纸厂订单相对饱满, 对涨价信心充足。纸浆需求方面, 下游纸品市场中, 除文化用纸原纸厂家后市预期良好以外, 其余纸种相对平淡。

**包装及文娱:** 包装下游部分消费品增长放缓。白酒累计产量同比增速由负转正, 啤酒、软饮料累计产量同比增长趋缓, 3C出货量同比下跌趋势未改。根据Wind数据, 2019Q1 PC产量为58.48百万部, 同比下滑3%。

● **风险提示**

数据存在滞后; 地产持续低迷, 家居竞争更激烈; 造纸需求下滑超预期, 供给大量释放; 包装成本下滑中小企业复苏, 经济下行外包量减少。

#### 行业评级

买入

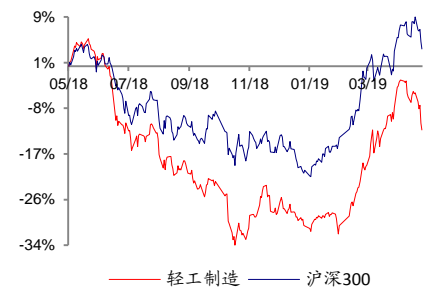
前次评级

买入

报告日期

2019-04-30

#### 相对市场表现



分析师:

赵中平



SAC 执证号: S0260516070005



SFC CE No. BND271



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

分析师:

汪达



SAC 执证号: S0260517120005



010-59136610



wangda@gf.com.cn

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

#### 相关研究:

轻工制造行业:Q1 行业基本面回顾与 Q2 核心变量展望	2019-04-22
轻工制造行业:去库尾声纸价否极泰来, 推荐文化纸龙头	2019-04-07
轻工制造行业:定制倒春寒后迎盛夏, 全装链条确定性更高	2019-03-31

联系人:

陆逸 021-60750604

gluyi@gf.com.cn

联系人:

徐成 0755-29953620

xucheng@gf.com.cn

**重点公司估值和财务分析表**

股票简称	股票代码	货币	收盘价	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			04-30	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
合兴包装	002228.SZ	人民币	5.27	2019/4/28	买入	6.54	0.28	0.38	18.4	13.9	14.3	11.2	11.0%	12.9%
太阳纸业	002078.SZ	人民币	7.16	2019/4/29	买入	8.90	0.89	0.97	8.0	7.4	5.8	4.8	15.6%	14.2%
皮阿诺	002853.SZ	人民币	20.15	2019/4/7	买入	25.8	1.17	1.48	19.1	15.1	13.74	10.95	15.1%	15.9%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

## 目录索引

一、行业观点：震荡期聚焦分子端，关注增值税受益+全装修+造纸反转 .....	7
二、定制家具年报深度解析，六大变化与三大趋势 .....	10
（一）定制行业财务数据深度解析 .....	11
（二）定制行业经营数据深度解析 .....	13
（三）定制行业运营质量（ROE）深度解析 .....	15
三、行业数据跟踪 .....	19
3.1 家居板块：板材价格统涨，周度商品房销售放缓 .....	19
3.1.1 上游原材料价格跟踪 .....	19
3.1.2 下游需求跟踪 .....	20
3.1.3 家具月度数据 .....	21
3.1.4 海内外家具公司估值对比 .....	21
3.2 造纸板块：文化纸规模纸厂集中发布涨价函，包装纸市场维持稳定 .....	22
3.2.1 上游价格跟踪 .....	22
3.2.2 主要纸品价格跟踪 .....	23
3.3 包装文娱板块：下游部分消费品增长放缓 .....	24
3.3.1 下游需求跟踪 .....	24
3.3.2 上游原材料价格跟踪 .....	27
3.3.3 文娱板块 .....	28
四、板块资本运作 .....	29
五、风险提示 .....	31

## 图表索引

图 1: 晨光文具与中顺洁柔 Q2 与 Q2-Q4 归母净利润对增值税的弹性测算 .....	7
图 2: 增值税下降轻工行业公司归母净利润弹性测算(以 2017 年为基准进行假设) .....	7
图 3: 全装修企业获取订单时点与收入确认流程.....	8
图 4: 我国全装修市场总体规模、渗透率情况 .....	8
图 5: 太阳纸业上市以来 PB 与 ROE 回顾.....	8
图 6: 太阳纸业 2019 年分季度盈利预测与 ROE 预测 .....	8
图 7: 2012 年后文化纸价格领先下游行业产成品存货 4 个月左右 .....	9
图 8: 2017 年鹦鹉和金鱼木浆出口量全球占比 16.15%.....	9
图 9: 19-20 年全球主要浆厂新增产能投放有限(万吨) .....	9
图 10: 2018 年二季度起定制家具公司增速放缓(单位: %) .....	11
图 11: 2018 年定制行业内上市公司毛利率相对平稳,费用率普遍上升(单位: %) .....	12
图 12: 2018 年定制行业内上市公司销售费用率及管理费用率均有提升(单位: %) .....	12
图 13: 大宗渠道收入占比提升 .....	13
图 14: 零售渠道销售收入占比下滑 .....	13
图 15: 定制家具企业 2018 年新增门店数量较 2017 年略有下滑(家) .....	13
图 16: 索菲亚橱柜业务单店提货额 2018H2 快速增长.....	14
图 17: 定制龙头企业衣柜单店提货额增速 2018Q4 走弱.....	14
图 18: 2018 年索菲亚衣柜单店提货额同比增速回落至 3%左右 .....	14
图 19: 主要定制家具上市公司橱柜及衣柜产能增速 .....	15
图 20: 主要定制家具上市公司 2018 年 ROE 均有所回落(%) .....	16
图 21: ROE 回落主要受总资产周转率(%)及权益乘数影响 .....	16
图 22: 总资产周转率主要受固定资产、存货、货币资金周转率下降影响 .....	17
图 23: 权益乘数回落主要受预收账款比例下降影响 .....	18
图 24: 销售利润率影响因素中 2018 年税负因素下降,利息负担上升(%) .....	18
图 25: 中纤板价格指数 .....	19
图 26: 刨花板价格指数 .....	19
图 27: 细木工板价格指数 .....	19
图 28: 指接板价格指数 .....	19
图 29: 五金材料价格指数 .....	20
图 30: 五金零部件价格指数.....	20
图 31: 4 大一线城市新房周成交 .....	20
图 32: 13 个二线城市新房周成交 .....	20
图 33: 23 个三线城市新房周成交 .....	20
图 34: 2 大一线城市二手房周成交 .....	20
图 35: 11 个二三线城市二手房周成交 .....	21
图 36: 13 城市二手房周成交 .....	21

图 37: 家具行业零售额及同比 .....	21
图 38: 商品房销售额及增速 .....	21
图 39: 国外家具公司 PE (TTM) (单位: 倍) .....	21
图 40: 国内家具公司 PE (TTM) (单位: 倍) .....	21
图 41: 国废价格先跌后涨 .....	22
图 42: 木浆国内现货市场价格小幅下行 .....	22
图 43: 木浆港口库存量高位回落 .....	22
图 44: 溶解浆价格底部企稳 .....	23
图 45: 箱板瓦楞纸市场价格低位企稳 (元/吨) .....	23
图 46: 3 月末箱板瓦楞纸库存量有所回升 .....	23
图 47: 双胶纸和铜版纸价格维持小幅上涨 (元/吨) .....	24
图 48: 生活用纸市场价格小幅下行 .....	24
图 49: 社会零售总额: 当月值 .....	25
图 50: 社会零售总额: 累计值 .....	25
图 51: 白酒产量 .....	25
图 52: 啤酒产量 .....	25
图 53: 软饮料产量 .....	25
图 54: 食品饮料总产量 (白酒+啤酒+软饮料) .....	25
图 55: 烟草产量 .....	26
图 56: 烟草销量结构占比 .....	26
图 57: 卷烟工商库存 .....	26
图 58: 卷烟商业库存 .....	26
图 59: 消费电子—智能手机 .....	26
图 60: 消费电子—平板电脑 .....	26
图 61: 消费电子—PC .....	27
图 62: 消费电子总出货量—3C .....	27
图 63: 家电—空调产量 .....	27
图 64: 家电—家用冰箱产量 .....	27
图 65: 包装原材料价格—纸类 .....	27
图 66: 包装原材料价格—塑料 .....	27
图 67: 包装原材料价格—金属 (镀锡板卷) .....	28
图 68: 包装原材料价格—玻璃 .....	28
图 69: 文具办公用品零售额累计值 .....	28
图 70: 文具办公用品零售额单月值 .....	28
表 1: 主要定制家具上市公司产能投放进度 .....	15
表 2: 公司股份回购 .....	29
表 3: 公司股权质押 .....	29
表 4: 公司股权解除质押 .....	29
表 5: 公司对外投资 .....	30

---

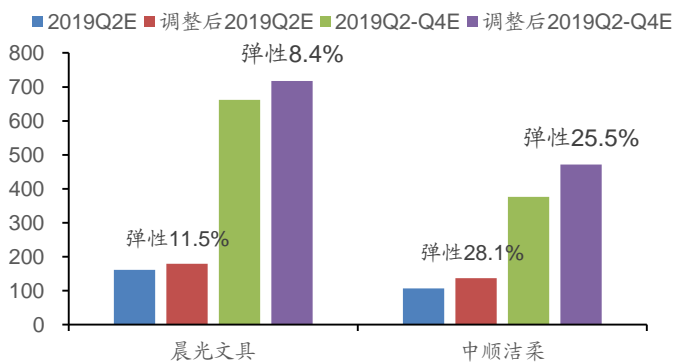
表 6: 公司终止对外投资 .....	31
表 7: 公司公告增、减持进度 .....	31

## 一、行业观点：震荡期聚焦分子端，关注增值税受益+全装修+造纸反转

5月起市场有望进入震荡调整期，分子端业绩超预期有望成为配置主线。轻工板块关注三条主线：（1）增值税受益必选消费股：4月1日起增值税下调落地，定价能力较强且净利率较低的必选消费股盈利有望超预期扩张：重点推荐中顺洁柔，晨光文具；（2）全装修：全装链条确定性高弹性大，估值低位预期低，Q2-Q3是年内结算高峰期，重点推荐木门与橱柜工程单高占比的上市公司；（3）造纸迎来业绩估值双修复：文化纸供需格局向好对成本有支撑，Q1业绩底部已显现，后续纸价与吨净利润逐步复苏带动估值从历史底部逐步回升，继续推荐太阳纸业。

**受益增值税下降，必选更能避险：**我们2019年1月6日外发报告《增值税减税对轻工企业影响几何？》测算了增值税下降3%左右对轻工行业公司的影响，若考虑定价传导能力，零售业务占比大净利率相对较低的公司更有望受益，利润弹性有望在Q2开始凸显，此外，必选消费品还具备大盘进入震荡期的避险属性。

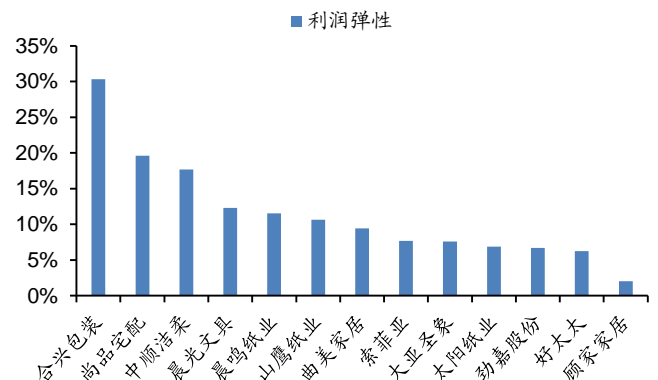
图1：晨光文具与中顺洁柔 Q2 与 Q2-Q4 归母净利润对增值税的弹性测算



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：晨光文具只考虑零售部分业务影响

图2：增值税下降轻工行业公司归母净利润弹性测算（以2017年为基准进行假设）

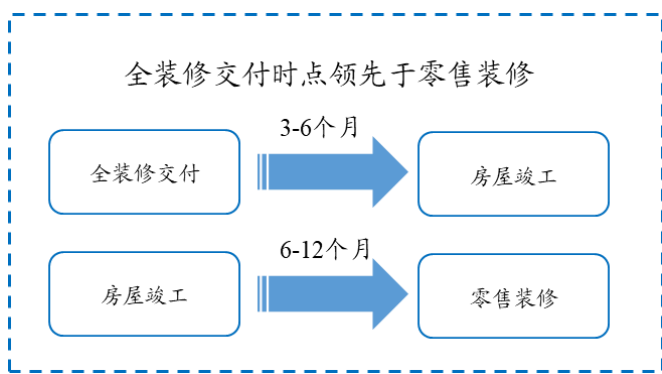


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

**全装修链条2019Q2-Q3迎来订单结算高峰。**全装修订单拐点普遍出现在2018Q4，从订单发放-订单生产-订单安装-回收地产商确认后确认收入规划，完整周期在1-2个季度，因此行业龙头公司有望在Q2-Q3迎来订单结算确认收入高峰，收入增速具备超预期可能性。因此全装修行业各个部品细分行业仍处于快速爆发期。

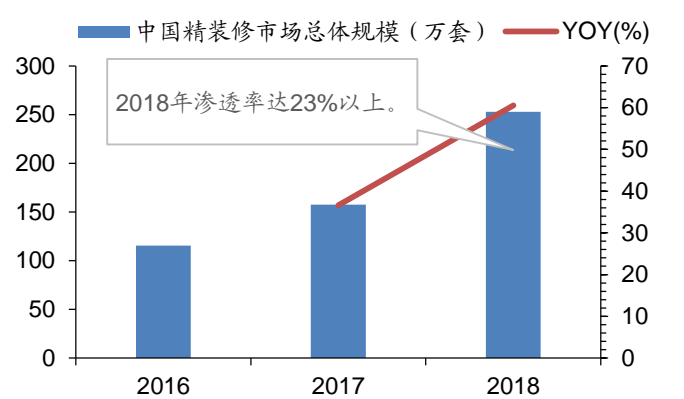


图 3: 全装修企业获取订单时点与收入确认流程



数据来源: Wind、广发地产组, 广发证券发展研究中心

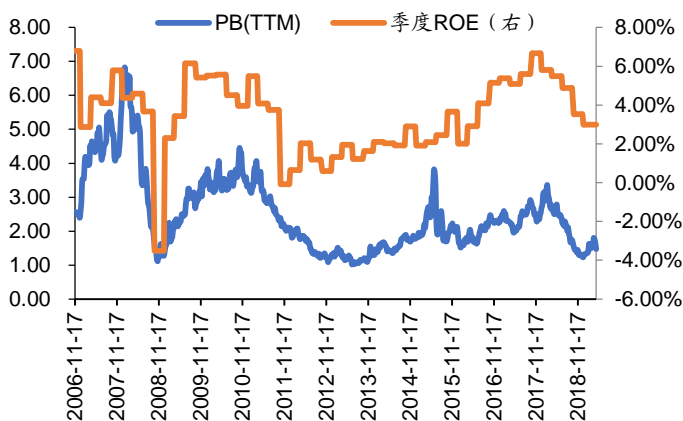
图 4: 我国全装修市场总体规模、渗透率情况



数据来源: Wind、奥维云网, 广发证券发展研究中心

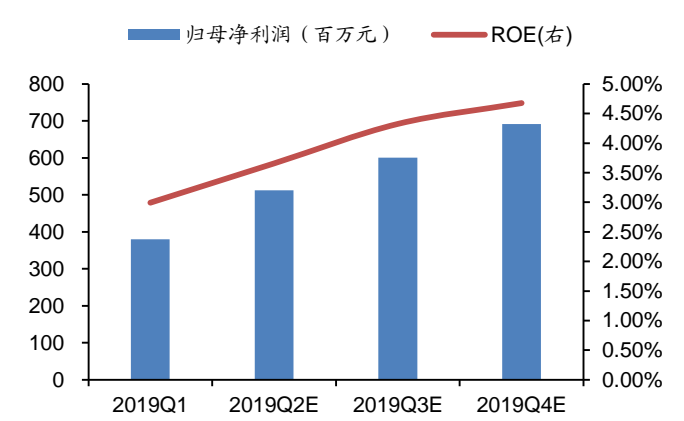
文化纸盈利底部已现, 吨净利润有望回升, 太阳纸业安全边际空间高。价格有望提前库存1个季度于Q2启动反弹, 太阳纸业当前PB位置具备较强安全边际。太阳纸业当前PB为1.5倍, 历史上三次大底PB为1XPB分别对应2008年恐慌下跌(太阳纸业ROE下降到8%), 2012-2013年造纸全行业持续低迷性亏损(太阳纸业ROE下降到5%), 次底在2015-2016年的1.6XPB(太阳纸业ROE为10-13%), 本次太阳纸业Q1对应的文化纸基本上处于微利状态, ROE为2.99%, 后续随着吨纸净利润逐季修复, 全年ROE有望回升至15%以上, 当前1.5XPB具备较强安全边际。

图 5: 太阳纸业上市以来 PB 与 ROE 回顾



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 6: 太阳纸业2019年分季度盈利预测与ROE预测

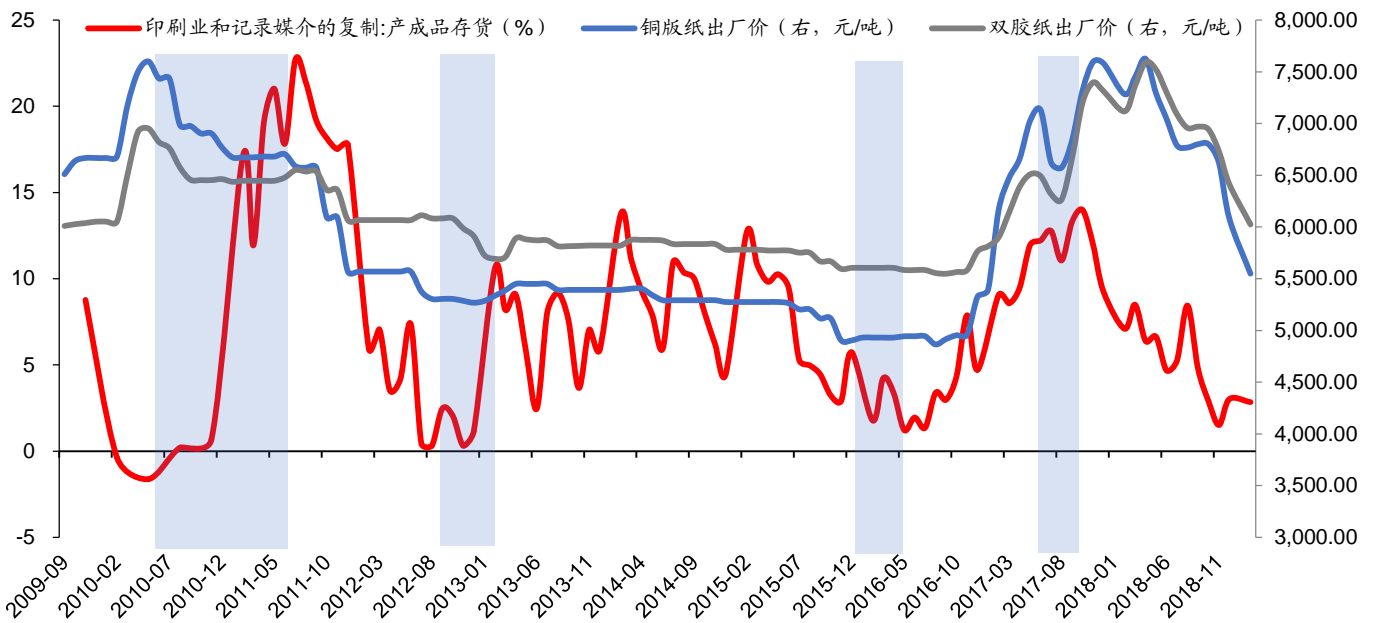


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

涨价函落地渐入佳境, 根源是下游去库存周期接近尾声, 纸浆价格有望长周期看涨。2012年后文化纸价格领先下游行业产成品存货4个月左右。受四万亿投资造纸产能集中释放预期影响, 2012年之前文化纸价格领先库存周期约一年左右下跌。随着落后行业产能逐步出清, 市场预期传导顺畅, 文化纸价格领先下游行业产成品存货4个月左右。



图7：2012年后文化纸价格领先下游行业产成品存货4个月左右

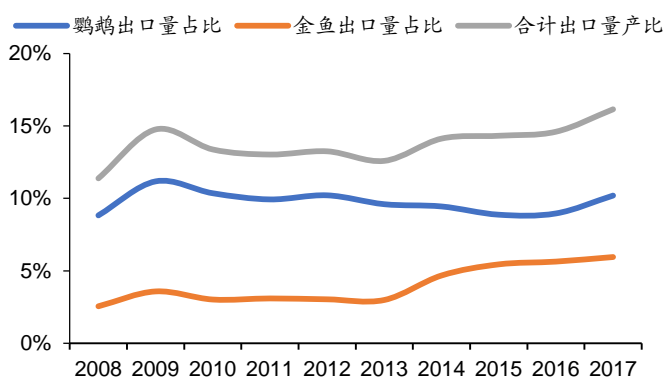


数据来源：Wind、卓创资讯、广发证券发展研究中心

全球商品浆市场集中度高，大厂掌握定价话语权。需求端涉及众多行业相对分散，对于越来越集中的供给端而言，在较长时间内需求端只能被动接受浆价波动。

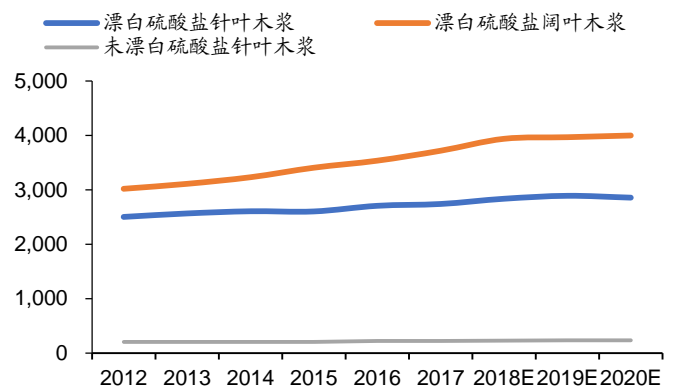
海外大厂中长期新增产能有限。根据RISI、Hswkins Wright数据，继印尼OKI浆厂2017年、巴西金鱼旗下Horizonte 2项目2018年投产外，2019-2020年全球主要浆厂几乎无新增产能投放，智利林业公司阿劳科的新纸浆工厂3号线预计将在2021年之前投产，3号浆线纸浆生产能力为156万吨。国内市场无新增商品浆规划产能，行业龙头集中度提升叠加新增产能有限，中长期木浆价格中枢或将持续上移。

图8：2017年鸚鵡和金鱼木浆出口量全球占比16.15%



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

图9：19-20年全球主要浆厂新增产能投放有限(万吨)



数据来源：RISI、Hswkins Wright、广发证券发展研究中心

## 二、定制家具年报深度解析，六大变化与三大趋势

以财务与经营数据为本，显行业变化与发展趋势。截止2019年4月28日，全部定制家具公司披露了2018年年报，其中大部分也披露了2019年Q1一季报。2018年定制家具全行业跌宕起伏，景气度从2018年Q1达到高峰后迎来增速的快速回落，收入端增速普遍在2019年Q1创下新低，但基数影响与地产交房回暖，在后续增速有望持续修复。本次年报深度分析也通过对行业财务数据与经营数据的深度拆解，总结行业正在发生的变化，以及揭示行业未来发展的趋势。

**核心结论：**2018年-2019年Q1行业的核心变化是从跑马圈地求速度到精细运营提质量，新兴渠道重要性大幅提升；2019年与以后的核心趋势是从工业生产思维转向零售消费思维，思维的转变会在在产品研发，渠道运营和管理架构上深度改造现有上市公司，也会造成公司间的分化，行业投资也将逐步从受地产景气度影响的beta投资逐步转向选择精选优胜龙头的alpha投资。

### 六大核心变化：

**(1) 房地产行业数据走弱导致2018Q2起主要定制家具企业增速放缓。**样本公司收入等权重平均增速由2017Q1的45.81%下滑至2019Q1的10.22%。龙头公司表现相对稳定，行业存集中度提升趋势。

**(2) 价格套餐竞争格局下，定制企业毛利率相对稳定，但费用率普遍上升。**在总体流量下滑背景下，价格套餐组合促销以容量更大的套餐做高客单值，2018年样本公司等权重期间费用率同比上升1.48pct至24.72%。

**(3) 大宗渠道收入快速崛起，零售渠道收入占比下滑。**

**(4) 定制龙头样本公司单店提货额自2018H2逐渐走弱。**分品类来看，衣柜业务同店收入增速2018Q4走弱，索菲亚橱柜业务2018H2快速增长，全年扭亏，2019Q1橱柜单店提货额与去年同期基本持平。

**(5) 橱柜产能投放增速高点已过，衣柜产能投放增速高峰即将来临，产能投放压力较大。**2019-2021年橱柜总产能同比增速持续回落，但衣柜总产能2019年仍将同比增长23.57%至459.43万套，2020年后产能增速回落至15%以下。

**(6) 受地产行业数据影响，2018年家具市场客流不及预期，主要定制家具上市公司2018年ROE均有所回落。**

**三大核心趋势：**工业生产思维向零售消费思维进行转型，转型需要付出短暂的代价。

**(1) 产品研发：**不再以工厂成本节约或总部设计部揣测市场潮流来制定产品系列，而是让终端接触客户的设计师与销售真正参与到产品研发中，并可以通过类似“众筹”等方式定量测算消费者愿意为差异化支付的溢价，尽管短期一定会迎来生产成本的提升和效率的降低；

**(2) 渠道运营：**消费者的流量在哪里，资源就要倾斜到哪里，并且要大幅度提升消费体验的流畅度以提高成单率，价格之外的服务其实更加重要，要具备为获取流量革新渠道管理的能力，尽管短期一定会付出渠道增速放缓甚至冲突的代价；

**(3) 管理架构:** 工业生产企业和零售消费企业的管理层架构天壤之别, 龙头企业应积极向其他稳定的消费零售龙头企业学习借鉴其管理架构, 以早日具备以零售思维开拓市场的高管层, 尽管管理架构调整短期可能导致资本市场听到不和谐的声音, 影响短期的估值。

### (一) 定制行业财务数据深度解析

**房地产行业数据走弱导致2018Q2起主要定制家具企业增速放缓。** 本小节我们选取索菲亚、尚品宅配、志邦家居、金牌橱柜、皮阿诺、我乐家居等8家定制上市企业为分析样本, 由于房地产竣工数据2017H2走弱, 家居行业滞后反应地产数据影响, 从单季度同比增速来看, 2018Q1行业达到景气度高峰后快速回落, 部分公司收入端2019Q1创下上市以来新低, 样本公司收入等权重平均增速由2017Q1的45.81%下滑至2019Q1的10.26%。从结构上来看龙头公司表现相对稳定, 收入端增速高于行业整体水平, 行业存集中度提升趋势。

**部分企业2018Q4归母净利润负增长。** 定制行业促销套餐引流为线下零售渠道获客重要途径, 2018年下半年尤其是四季度定制家具公司销售费用等期间费用快速增长, 但受地产下行影响收入规模不及预期导致盈利能力下降。样本公司归母净利润等权重平均增速由2017Q1的91.41%下滑至2018Q4的-4.95%, 2019Q1回升至26.05%。

图10: 2018年二季度起定制家具公司增速放缓 (单位: %)

营业收入 YOY	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
索菲亚	46.21	42.81	42.66	38.59	48.30	49.44	35.46	22.57	30.32	13.78	20.10	15.42	-4.67
欧派家居					20.49	44.89	40.54	33.50	31.58	21.15	10.66	18.02	15.57
尚品宅配					27.65	31.96	32.61	34.32	38.76	30.63	22.71	15.71	15.66
好莱客	22.21	28.47	33.38	39.36	35.19	35.53	25.61	27.97	30.89	22.68	15.38	0.48	5.22
志邦家居					37.59	40.89	30.69	41.51	38.28	19.10	5.53	4.00	5.20
金牌橱柜					42.77	9.64	34.95	22.15	26.19	8.57	19.16	20.43	6.18
皮阿诺					51.23	47.75	30.15	15.86	73.85	24.21	39.38	22.39	16.32
我乐家居					103.28	27.92	36.05	24.28	25.98	26.67	25.49	4.04	22.64
归母净利润 YOY	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
索菲亚	46.57	48.52	48.07	39.58	46.75	47.31	35.18	29.40	33.48	22.50	14.70	-19.26	3.69
欧派家居					33.31	33.43	31.21	51.37	32.48	32.89	22.57	4.51	25.14
尚品宅配					23.04	25.62	56.52	27.09	29.19	39.15	21.01	5.75	31.56
好莱客	170.62	25.21	50.85	72.79	86.09	48.60	36.37	26.55	38.41	76.07	9.16	-39.34	8.17
志邦家居					51.03	21.34	31.05	34.52	48.23	47.21	20.11	-12.67	4.91
金牌橱柜					114.53	106.14	147.42	35.85	84.33	18.09	30.49	19.53	2.68
皮阿诺					304.46	34.98	20.17	-22.39	58.55	34.11	51.85	21.16	16.07
我乐家居					72.11	102.44	7.11	3.48	-121.41	68.11	67.39	-19.29	116.22

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

**价格套餐竞争格局下, 定制企业毛利率相对稳定, 但费用率普遍上升。** 2017年后随着新上市定制家具企业借助资本杠杆快速扩张, 行业竞争加剧, 在总体流量下滑背景下, 价格套餐组合促销以容量更大的套餐做高客单值, 以更为宽泛的选择提升转化率, 以更为丰富高值实用赠品表现诚意, 2018年整体毛利率相对稳定, 由于费用投放不及预期, 期间费用率普遍上升, 2018年样本公司等权重期间费用率同比上升1.48pct至24.72%。

**图11: 2018年定制行业内上市公司毛利率相对平稳, 费用率普遍上升(单位: %)**

毛利率	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
索菲亚	33.62	34.90	37.05	37.36	37.80	36.57	38.17	37.57
欧派家居	26.86	28.84	29.86	28.23	31.65	36.55	34.52	38.38
尚品宅配		50.96	47.01	44.82	44.96	46.19	45.11	43.68
好莱客	33.41	36.27	37.60	37.34	38.17	39.98	38.34	39.56
志邦家居			38.94	38.12	37.74	36.80	34.90	35.96
金牌橱柜		47.73	45.52	40.91	41.20	38.11	39.14	39.00
皮阿诺		34.75	38.95	40.20	41.41	37.85	34.45	35.95
我乐家居		33.60	32.29	34.17	31.73	34.72	36.97	37.40
期间费用率	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
索菲亚	16.60	16.87	19.46	19.70	17.85	17.38	18.41	20.25
欧派家居	21.52	20.01	21.33	18.47	21.32	20.46	18.96	22.15
尚品宅配		37.49	34.39	36.15	39.09	37.24	36.57	36.53
好莱客	18.40	19.63	18.43	18.62	19.78	18.95	16.87	21.03
志邦家居			31.60	25.02	23.64	22.14	21.57	22.59
金牌橱柜		41.43	39.68	33.95	34.08	28.37	27.61	27.29
皮阿诺		23.88	23.10	25.95	25.78	21.43	21.09	21.98
我乐家居		23.51	19.99	23.59	19.72	21.80	24.89	25.97

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2018年定制行业内上市公司销售费用率及管理费用率均有提升。2018年样本公司等权重销售费用率同比上升0.80pct至15.88%。等权重管理费用率同比上升0.61pct至8.86%。

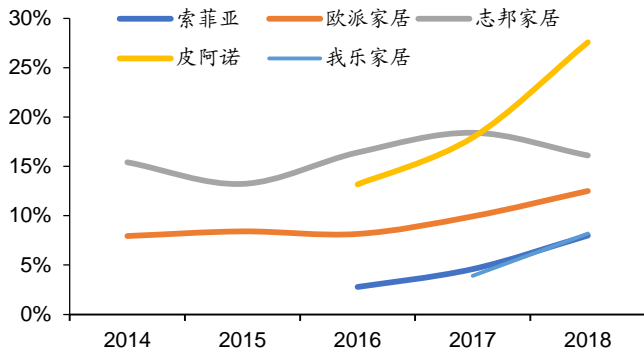
**图12: 2018年定制行业内上市公司销售费用率及管理费用率均有提升(单位: %)**

销售费用率	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
索菲亚	9.49	10.33	9.03	9.58	9.64	8.56	8.42	9.58
欧派家居	13.39	11.18	10.05	9.73	11.87	11.44	9.75	10.23
尚品宅配		25.26	23.19	25.59	29.96	27.93	27.81	29.49
好莱客	14.29	14.57	13.71	13.92	14.25	13.35	11.78	14.74
志邦家居			19.96	13.72	15.02	14.76	13.58	13.72
金牌橱柜		29.88	28.64	23.12	22.68	18.30	18.80	18.43
皮阿诺		17.07	16.18	17.76	18.38	15.10	14.40	13.73
我乐家居		14.63	13.36	12.97	10.27	12.91	16.13	17.10
管理费用率	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
索菲亚	9.19	9.18	11.92	10.75	8.60	8.92	9.83	10.35
欧派家居	7.56	7.78	10.65	8.45	9.45	9.15	9.18	12.20
尚品宅配		12.14	11.11	10.48	9.05	9.24	8.80	7.00
好莱客	3.89	5.09	4.75	4.88	5.72	5.75	5.23	6.55
志邦家居			11.32	11.47	9.44	8.44	7.95	9.58
金牌橱柜		10.24	10.55	10.41	10.76	9.91	8.96	9.04
皮阿诺		6.82	6.70	8.03	7.46	6.85	7.32	7.31
我乐家居		8.48	6.21	9.61	8.82	8.82	8.75	8.87

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

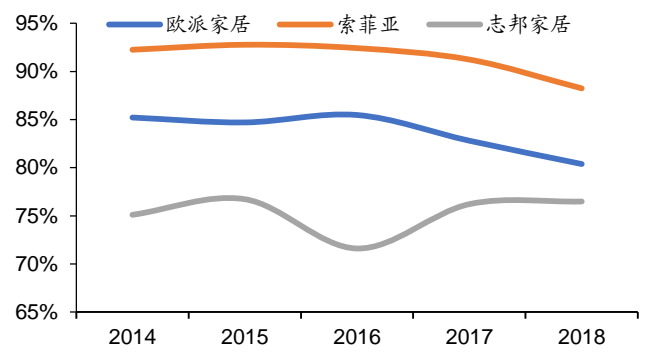
大宗渠道收入快速崛起, 零售渠道收入占比下滑。在行业 and 政策的引导下, 精装修房占比快速提升。精装产业供应链发生巨大变革, 精装修房占比从2016年12%提升至2018年27.5%, 奥维云网预计2019年精装修房渗透率有望达到32%。精装房占比提升, 整装公司、家装公司不断蚕食终端客流, 定制家具企业大宗渠道收入占比快速提升, 零售渠道收入规模基数较大且受终端客流下滑影响, 收入占比回落。

图13: 大宗渠道收入占比提升



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图14: 零售渠道销售收入占比下滑

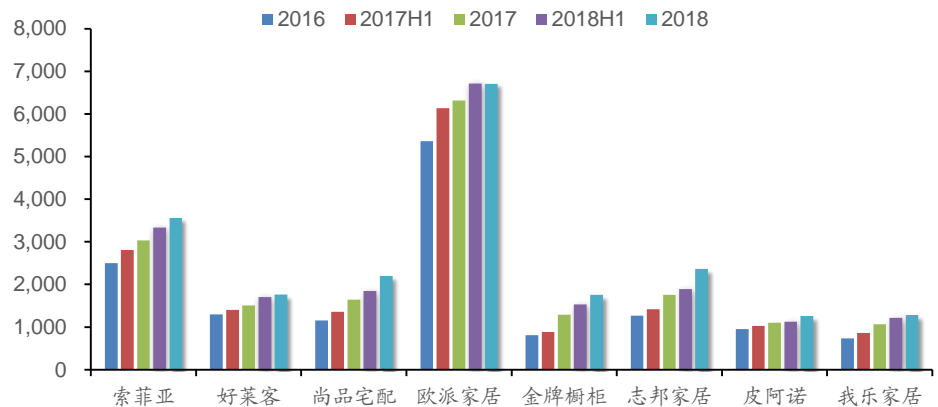


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## (二) 定制行业经营数据深度解析

定制家具企业门店数量持续增长, 样本企业2018年新增门店数量较2017年略有下滑。从2018年净增门店数量来看, 志邦家居、尚品宅配、索菲亚门店增量居前, 新品类拓展打开头部定制家具企业门店数量天花板。

图15: 定制家具企业2018年新增门店数量较2017年略有下滑(家)



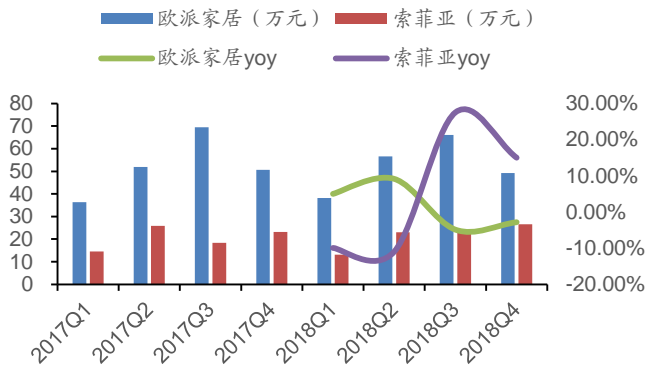
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 2017H1 皮阿诺无相关数据, 做平滑处理

定制龙头样本公司单店提货额自2018H2逐渐走弱。分品类来看, 衣柜业务同店收入增速2018Q4走弱, 全年索菲亚衣柜单店提货额超过250万元, 居全行业首位, 高单店提货额侧面印证公司品牌渠道竞争力。索菲亚橱柜业务2018H2快速增长, 全年扭亏, 2019Q1橱柜单店提货额与去年同期基本持平。



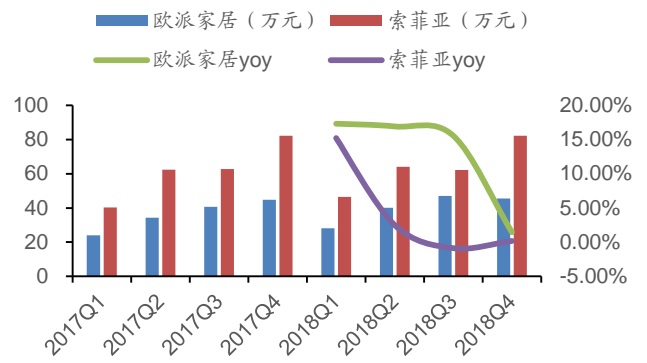
图16: 索菲亚橱柜业务单店提货额2018H2快速增长



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 大宗业务涉及多种定制产品, 测算中未考虑

图17: 定制龙头企业衣柜单店提货额增速2018Q4走弱

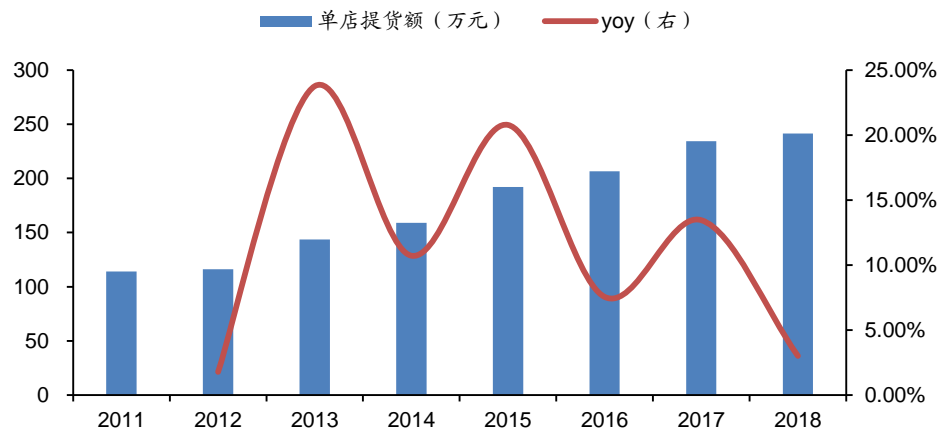


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 大宗业务涉及多种定制产品, 测算中未考虑

从索菲亚衣柜单店提货额历史数据来看, 强大的营销渠道和品牌优势构成了索菲亚衣柜的核心竞争力, 2018年单店提货额同比增速3%, 衣柜门店数量及单店提货额均领先行业内其他公司。

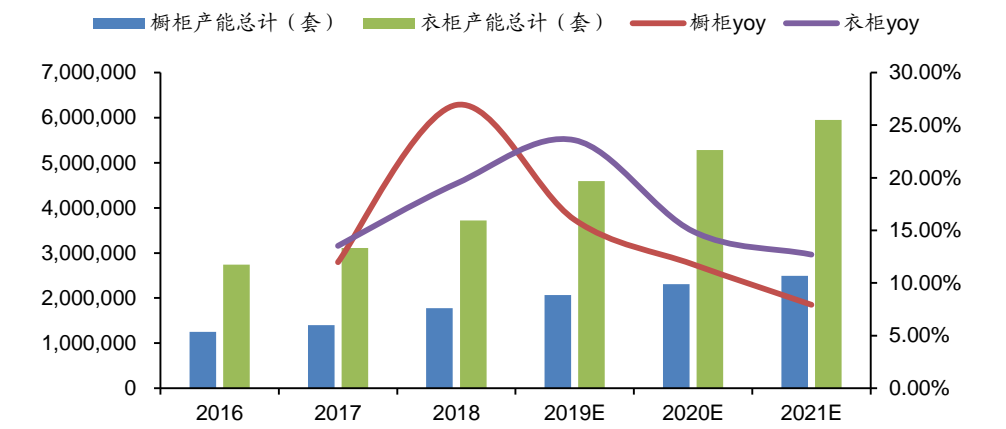
图18: 2018年索菲亚衣柜单店提货额同比增速回落至3%左右



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

橱柜产能投放增速高点已过, 衣柜产能投放增速高峰即将来临, 产能投放压力较大。我们统计主要八家定制家具上市公司橱柜及衣柜产能后发现, 由于2017年后定制家具企业募投项目逐步投产, 2018年龙头企业橱柜总产能177.92万套, 同比增长26.92%; 衣柜总产能371.79万套, 同比增长19.45%。2019-2021年橱柜总产能同比增速持续回落, 但衣柜总产能2019年仍将同比增长23.57%至459.43万套, 2020年后产能增速回落至15%以下。

图19: 主要定制家具上市公司橱柜及衣柜产能增速



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

借助资本市场力量定制橱柜及定制衣柜分别在2018及2019年迎来产能投放高峰，且随着新产能投放，定制家具企业产品多元化趋势愈发明显。从主要上市公司具体产能投放数据来看，上市时间相对较早的索菲亚等公司产能投放速度低于整体增速，2017年后上市企业产能投放速度较快，且存在向多品类延伸趋势，除衣柜向橱柜/橱柜向衣柜延伸外，木门、橱柜配套电器等产品产能快速增长。

表1: 主要定制家具上市公司产能投放进度

单位: 套	产品	2016	2017	2018A	2019E	2020E	2021E
欧派家居	橱柜	500,000	650,000	725,000	880,000	900,000	900,000
	衣柜	730,000	730,000	964,000	1,270,000	1,330,000	1,330,000
索菲亚	橱柜	136,266	136,266	136,266	218,266	218,266	218,266
	衣柜	1,130,000	1,330,000	1,430,000	1,750,000	1,918,000	2,270,000
尚品宅配	橱柜	142,974	142,974	142,974	154,074	184,074	268,074
	衣柜	428,922	428,922	428,922	462,222	552,222	804,222
好莱客	衣柜	375,000	500,000	625,000	750,000	937,500	937,500
	橱柜					70,000	100,000
志邦股份	橱柜	200,000	200,000	300,000	300,000	340,000	400,000
	衣柜	30,000	51,000	114,000	178,000	290,000	346,000
金牌厨柜	橱柜	135,000	135,000	225,000	225,000	225,000	225,000
我乐家居	橱柜	72,580	72,580	108,580	117,580	144,580	153,580
	衣柜	22,600	22,600	64,600	75,100	106,600	117,100
皮阿诺	橱柜	65,000	65,000	141,400	169,000	225,000	225,000
	衣柜	25,000	50,000	91,400	109,000	145,000	145,000
橱柜产能总计		1,251,820	1,401,820	1,779,220	2,063,920	2,306,920	2,489,920
yoy			11.98%	26.92%	16.00%	11.77%	7.93%
衣柜产能总计		2,741,522	3,112,522	3,717,922	4,594,322	5,279,322	5,949,822
yoy			13.53%	19.45%	23.57%	14.91%	12.70%

数据来源: 上市公司招股说明书及公司定期财务报告、广发证券发展研究中心; 注: 好莱客产能按 16 平米/套折算

### (三) 定制行业运营质量 (ROE) 深度解析

受地产行业数据影响，2018年家具市场客流不及预期，主要定制家具上市公



司2018年ROE均有所回落。样本定制家具企业2018年等权重ROE同比下降3.92pct至17.93%。

图20: 主要定制家具上市公司2018年ROE均有所回落 (%)

ROE	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
索菲亚	12.19	15.20	17.74	21.62	21.44	21.69	20.62
欧派家居	43.25	27.80	28.12	27.95	39.45	28.55	22.80
尚品宅配	33.89	41.31	32.03	25.79	35.36	22.01	16.84
好莱客	36.81	42.48	42.81	24.45	23.95	21.63	17.50
志邦家居		48.46	36.69	27.87	29.92	19.80	15.28
金牌橱柜	18.65	24.54	27.71	26.13	39.73	29.20	22.83
皮阿诺	35.63	56.14	35.06	24.70	25.29	15.95	14.65
我乐家居	35.34	49.18	31.51	29.42	25.15	15.99	12.96

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

ROE下滑主要由总资产周转率、权益乘数两因素影响导致。根据杜邦分析拆解ROE=销售利润率\*总资产周转率\*权益乘数,我们分别从销售利润率、总资产周转率、权益乘数三个维度进行分析。样本定制家具企业2018年等权重销售利润率下滑0.05pct至12.19%,等权重总资产周转率下滑0.15次至0.97次,等权重权益乘数下滑0.10至1.57。

总资产周转率对ROE下滑影响最大。考虑部分2017年上市的定制家具企业受募投项目投产周期以及转固后产能利用率爬坡等因素影响,导致固定资产周转率偏低,未来随着产能利用率提升,新产能集中投放影响减弱,ROE修复可能会随不同公司终端销量情况而出现分化。

图21: ROE回落主要受总资产周转率 (%) 及权益乘数影响

销售净利率	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
索菲亚	14.41	14.20	14.00	14.14	14.07	14.68	13.19
欧派家居	7.26	6.17	8.11	8.61	13.22	13.38	13.66
尚品宅配	10.25	9.94	6.81	4.52	6.35	7.14	7.18
好莱客	13.24	15.48	15.69	15.01	17.60	18.68	17.92
志邦家居		7.63	10.15	11.14	11.32	10.86	11.22
金牌橱柜	5.54	5.36	5.73	6.03	8.76	11.56	12.35
皮阿诺	8.45	13.08	12.76	13.38	13.89	12.49	12.58
我乐家居	8.52	8.60	7.19	9.75	10.15	9.14	9.41
平均值	9.67	10.06	10.05	10.32	11.92	12.24	12.19
总资产周转率	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
索菲亚	0.74	0.93	1.02	1.12	1.07	0.99	0.98
欧派家居	1.66	1.64	1.50	1.52	1.51	1.28	1.11
尚品宅配	1.86	2.16	2.09	2.26	2.15	1.59	1.34
好莱客	1.83	1.81	1.81	1.26	1.05	0.91	0.79
志邦家居		1.71	1.46	1.25	1.30	1.07	0.90
金牌橱柜	1.13	1.40	1.40	1.22	1.38	1.19	0.99
皮阿诺	1.60	1.64	1.41	1.13	1.09	0.83	0.76
我乐家居	1.43	2.00	1.69	1.59	1.53	1.11	0.89
平均值	1.46	1.66	1.55	1.42	1.38	1.12	0.97
权益乘数	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
索菲亚	1.16	1.19	1.25	1.34	1.37	1.48	1.60
欧派家居	3.87	2.83	2.31	2.12	1.97	1.67	1.51
尚品宅配		1.92	2.25	2.53	2.59	1.94	1.75
好莱客	1.52	1.52	1.51	1.29	1.30	1.27	1.23
志邦家居			2.48	1.99	2.04	1.70	1.51
金牌橱柜		3.20	3.38	3.55	3.28	2.11	1.87
皮阿诺		2.62	1.95	1.63	1.68	1.54	1.51
我乐家居		2.86	2.59	1.89	1.61	1.57	1.55
平均值	2.18	2.31	2.22	2.04	1.98	1.66	1.57

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

总资产周转率主要受固定资产、存货、货币资金周转率下降影响。样本公司等权重总资产周转率2018年同比下降0.15至0.97，其中固定资产周转率持续下降，随着上市企业新产能投放，2018年固定资产周转率同比下降0.16至4.34；存货周转率2018年同比下降0.32至17.62；货币资金周转率2018年同比下降0.35至4.36。应收账款周转率呈上升趋势，2018年等权重平均应收账款周转率提升30%。

图22：总资产周转率主要受固定资产、存货、货币资金周转率下降影响

总资产周转率	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
索菲亚	0.74	0.93	1.02	1.12	1.07	0.99	0.98
欧派家居	1.66	1.64	1.50	1.52	1.51	1.28	1.11
尚品宅配	1.86	2.16	2.09	2.26	2.15	1.59	1.34
好莱客	1.83	1.81	1.81	1.26	1.05	0.91	0.79
志邦家居		1.71	1.46	1.25	1.30	1.07	0.90
金牌橱柜	1.13	1.40	1.40	1.22	1.38	1.19	0.99
皮阿诺	1.60	1.64	1.41	1.13	1.09	0.83	0.76
我乐家居	1.43	2.00	1.69	1.59	1.53	1.11	0.89
平均值	1.46	1.66	1.55	1.42	1.38	1.12	0.97
固定资产周转率	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
索菲亚	4.64	4.55	5.10	4.34	4.22	3.68	3.19
欧派家居	5.31	6.16	5.69	4.96	5.04	4.82	3.87
尚品宅配	12.59	16.87	12.26	11.95	7.94	6.75	7.64
好莱客	3.60	4.76	5.32	3.55	3.27	3.94	4.08
志邦家居		4.85	5.07	3.96	4.15	4.41	3.98
金牌橱柜	6.20	6.15	5.25	4.11	3.66	3.63	3.37
皮阿诺	14.00	7.14	5.34	4.80	4.55	5.14	5.92
我乐家居	7.31	12.23	5.58	3.65	3.79	3.65	2.67
平均值	7.66	7.84	6.20	5.16	4.58	4.50	4.34
存货周转率	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
索菲亚	18.19	16.44	16.90	18.83	19.46	22.18	24.79
欧派家居	10.93	11.77	13.30	13.32	11.53	12.58	16.08
尚品宅配	11.20	7.78	8.87	11.17	13.22	15.26	13.75
好莱客	23.36	27.33	29.96	31.13	32.64	36.11	34.04
志邦家居		12.21	13.97	15.44	13.02	13.51	15.42
金牌橱柜	6.16	7.23	7.32	7.60	9.65	11.34	11.21
皮阿诺	9.19	12.24	15.08	15.16	15.06	11.36	8.64
我乐家居	7.30	11.70	10.95	12.77	18.61	21.16	17.01
平均值	12.33	13.34	14.54	15.68	16.65	17.94	17.62
货币资金周转率	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
索菲亚	1.09	1.62	2.02	2.93	3.80	3.85	3.68
欧派家居	15.75	8.89	5.65	5.95	6.97	4.45	4.01
尚品宅配	5.76	6.35	5.87	6.70	5.92	7.12	5.79
好莱客	5.96	4.16	3.67	2.67	3.63	5.09	4.56
志邦家居			5.12	4.06	4.39	3.79	3.37
金牌橱柜	4.31	5.47	6.16	5.41	6.21	6.01	5.09
皮阿诺	9.91	9.95	6.36	3.47	2.91	4.36	4.16
我乐家居	52.86	30.46	19.35	14.89	9.64	5.41	4.25
平均值	13.66	9.56	6.77	5.76	5.43	5.01	4.36

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

权益乘数回落主要受预收账款比例下降影响。样本公司等权重权益乘数2018年同比下降0.09至1.57，拆解主要影响因素后发现，预收账款比例等权重平均值2018年同比下降0.67至11.00，大宗业务收入占比提升挤压传统经销商渠道收入比例；应付票据及应付账款比例2018年同比小幅提升，表明即便在地产大环境不景气情况下，龙头定制家具企业仍具备上游话语权。

图23: 权益乘数回落主要受预收账款比例下降影响

权益乘数	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
索菲亚	1.16	1.19	1.25	1.34	1.37	1.48	1.60
欧派家居	3.87	2.83	2.31	2.12	1.97	1.67	1.51
尚品宅配		1.92	2.25	2.53	2.59	1.94	1.75
好莱客	1.52	1.52	1.51	1.29	1.30	1.27	1.23
志邦家居			2.48	1.99	2.04	1.70	1.51
金牌橱柜		3.20	3.38	3.55	3.28	2.11	1.87
皮阿诺		2.62	1.95	1.63	1.68	1.54	1.51
我乐家居		2.86	2.59	1.89	1.61	1.57	1.55
平均值	2.18	2.31	2.22	2.04	1.98	1.66	1.57
预收账款比例	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
索菲亚	1.86	2.58	2.90	3.78	7.69	6.88	6.85
欧派家居	28.68	19.96	23.97	19.12	19.46	14.28	11.48
尚品宅配	24.46	34.42	37.21	39.51	35.79	23.24	23.87
好莱客	8.57	16.35	13.66	7.18	7.07	3.73	3.76
志邦家居		27.35	21.27	19.95	23.20	18.09	13.52
金牌橱柜	13.46	14.63	12.78	16.51	17.77	12.14	12.77
皮阿诺	24.56	19.74	9.02	9.31	8.83	5.11	4.77
我乐家居	11.32	12.26	9.48	7.56	10.99	9.91	10.94
平均值	16.13	18.41	16.29	15.37	16.35	11.67	11.00

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

样本公司等权重销售利润率微降0.05pct, 基本不构成对ROE影响, 主要影响因素中2018年税负因素下降, 利息负担上升。税负因素(净利润/利润总额)同比上升0.35pct至84.20%, 利息负担(利润总额/EBIT)小幅下降0.83pct至100.69%, 经营利润率(EBIT/营业总收入)微降0.01pct至14.42%。

图24: 销售利润率影响因素中2018年税负因素下降, 利息负担上升(%)

税负因素:	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
索菲亚	83.68	82.84	82.44	74.60	76.73	76.57	78.34
欧派家居	84.56	77.09	85.69	84.54	84.09	84.77	85.96
尚品宅配	79.19	81.24	80.10	86.20	79.47	83.05	83.26
好莱客	84.51	85.36	86.50	85.04	85.52	85.39	82.80
志邦家居		91.48	83.04	86.07	84.07	84.71	85.41
金牌橱柜	76.55	83.31	80.98	87.11	84.81	90.09	88.04
皮阿诺	86.72	85.80	85.77	85.29	86.43	86.01	86.36
我乐家居	88.30	76.29	70.42	85.58	85.06	80.19	83.42
平均值	83.36	82.93	81.87	84.30	83.27	83.85	84.20
利息负担:	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
索菲亚	118.40	110.11	106.60	102.27	100.61	99.21	98.36
欧派家居	89.01	92.67	97.24	100.34	100.71	100.97	101.40
尚品宅配	99.31	99.26	100.41	100.55	100.58	102.33	100.55
好莱客	100.43	100.41	101.22	101.44	100.91	100.83	101.43
志邦家居		96.33	101.77	107.04	107.19	101.04	105.52
金牌橱柜	84.67	93.04	95.40	92.38	99.04	102.45	102.02
皮阿诺	100.03	98.63	99.23	100.65	103.50	104.75	95.47
我乐家居	96.03	96.38	93.08	96.08	99.85	100.61	100.79
平均值	98.27	98.36	99.37	100.09	101.55	101.52	100.69
经营利润率:	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
索菲亚	14.55	15.56	15.93	18.54	18.23	19.33	17.12
欧派家居	9.64	8.64	9.74	10.15	15.61	15.64	15.67
尚品宅配	13.03	12.33	8.46	5.21	7.94	8.40	8.58
好莱客	15.60	18.06	17.92	17.40	20.40	21.69	21.34
志邦家居		8.66	12.01	12.09	12.57	12.69	12.44
金牌橱柜	8.55	6.91	7.41	7.50	10.42	12.53	13.75
皮阿诺	9.74	15.46	15.00	15.59	15.52	13.86	15.26
我乐家居	10.04	11.69	10.97	11.86	11.96	11.33	11.19
平均值	11.59	12.16	12.18	12.29	14.08	14.43	14.42

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

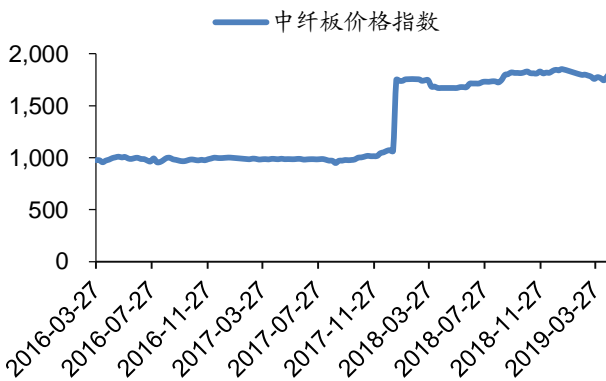
### 三、行业数据跟踪

#### 3.1 家居板块：板材价格统涨，周度商品房销售放缓

本周家居数据主要变化：上游原材料中，板材周度统涨，中纤板、刨花板、细木工板、指接板分别环比上涨 2%、0.1%、1.7%、2.2%。五金材料和五金零部件价格涨跌不一；周度新房、二手房销售增速环比回落，新房成交面积周环比上升 4.7%，其中一线城市环比上升 12.7%，二线城市环比上升 0.2%，三线城市环比上升 7.9%；13 城二手房成交量环比增速大幅回落，环比上升 1%，其中一线城市环比下滑 10.2%，二三线城市环比上升 5.9%。

##### 3.1.1 上游原材料价格跟踪

图25：中纤板价格指数



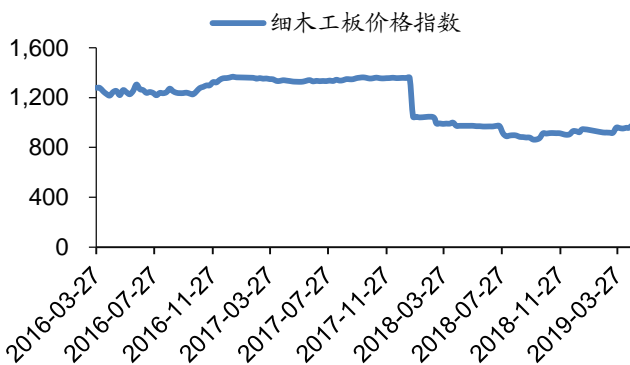
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图26：刨花板价格指数



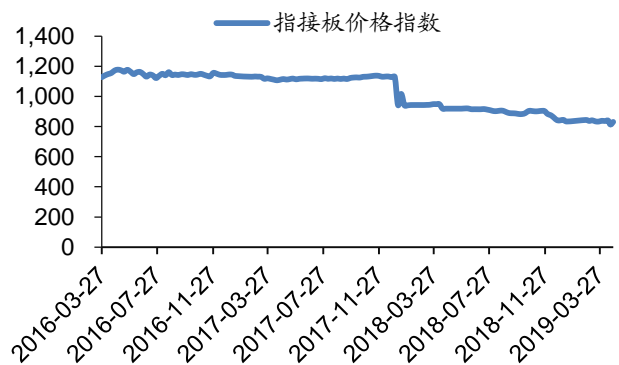
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图27：细木工板价格指数



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图28：指接板价格指数



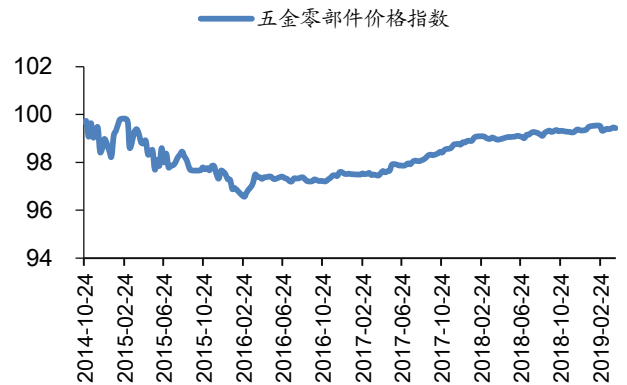
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图29: 五金材料价格指数



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

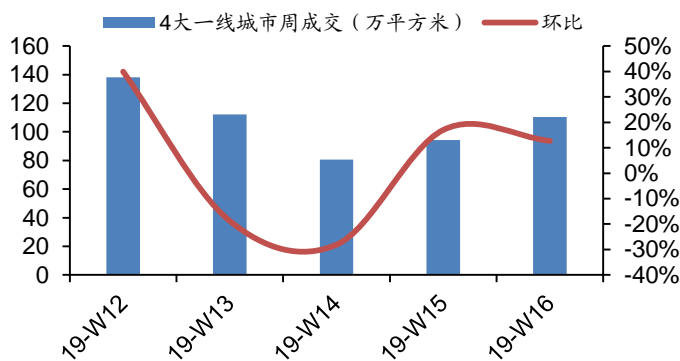
图30: 五金零部件价格指数



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

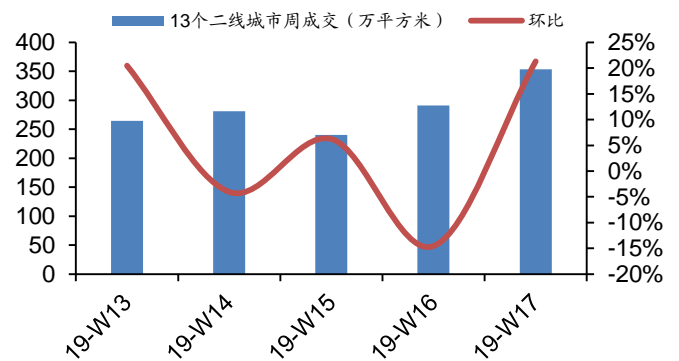
### 3.1.2 下游需求跟踪

图31: 4大一线城市新房周成交



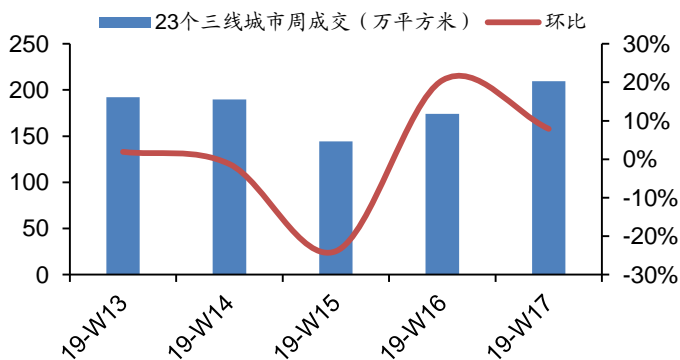
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图32: 13个二线城市新房周成交



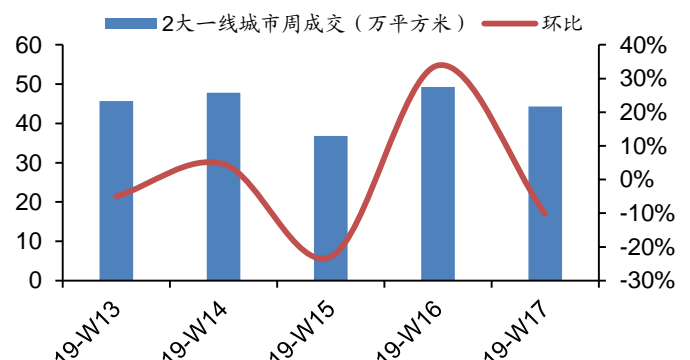
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图33: 23个三线城市新房周成交



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

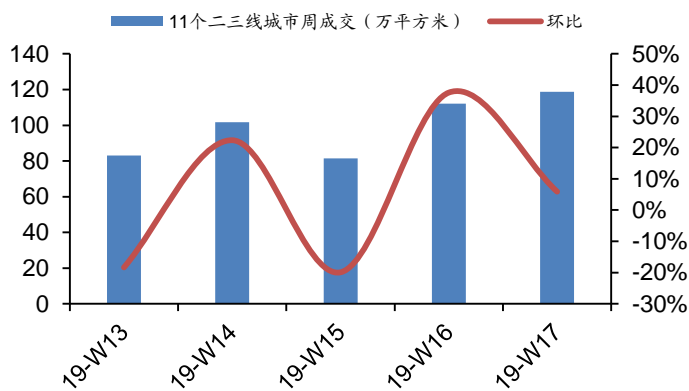
图34: 2大一线城市二手房周成交



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

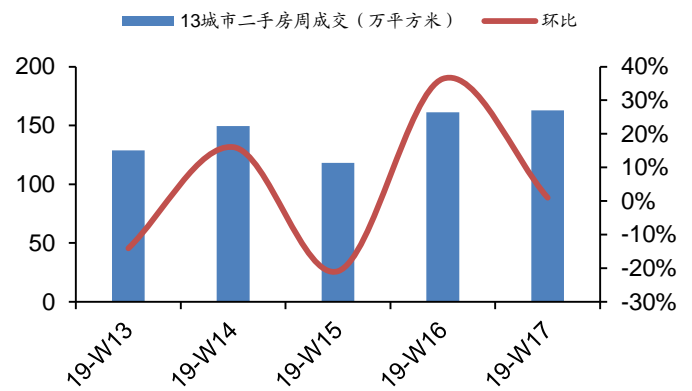


图35: 11个二三线城市二手房周成交



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

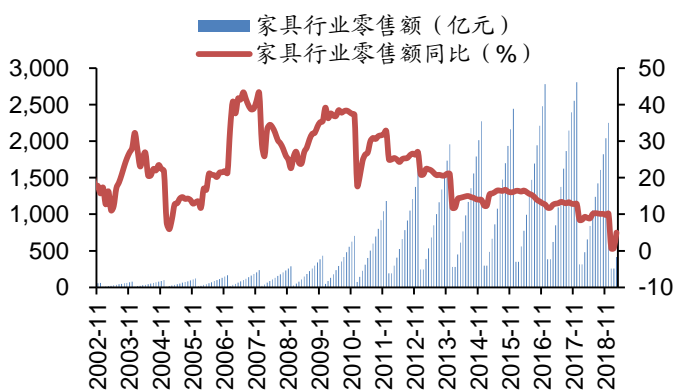
图36: 13城市二手房周成交



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

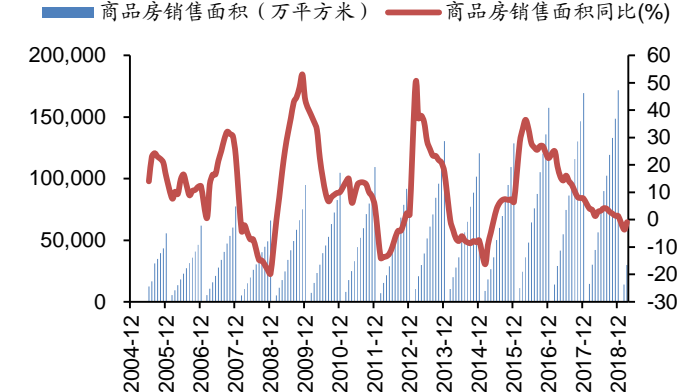
### 3.1.3家具月度数据

图37: 家具行业零售额及同比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

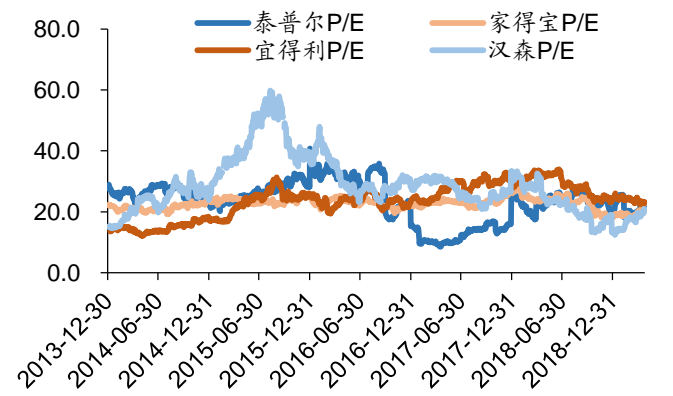
图38: 商品房销售额及增速



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

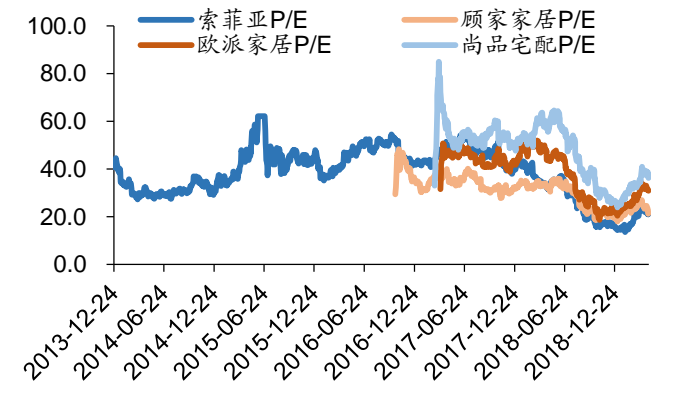
### 3.1.4海内外家具公司估值对比

图39: 国外家具公司PE (TTM) (单位: 倍)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图40: 国内家具公司PE (TTM) (单位: 倍)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

### 3.2 造纸板块：文化纸规模纸厂集中发布涨价函，包装纸市场维持稳定

**总体需求情况：**本周（章节内本周均指4月20日至26日）文化印刷纸国内规模纸厂集中发布未涂布纸涨价函，计划4月下旬或5月上调200元/吨，规模纸厂订单相对饱满，对涨价信心充足，经销商观望市场为主，大多表示终端销售平淡，在库存处理上相对谨慎；瓦楞及箱板纸市场整体维持稳定，交投无明显改善，部分纸厂存拉涨意愿，但受制于下游需求，涨价落地困难；生活用纸市场相对平稳，各地规模纸企观望为主，延续前期报价，四川地区部分纸企因库存高位，降价清库存；国废黄板纸价格小幅上涨，国废书本纸及报纸价格整体维持稳定；白板纸市场相对平稳，参与者观望情绪为主，下游刚需采购；纸浆需求方面，下游纸品市场中，除文化用纸原纸厂家后市预期良好以外，其余纸种及其他环节参与者相对谨慎。

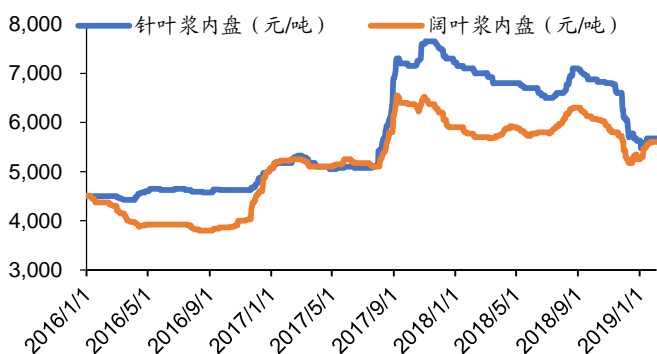
#### 3.2.1 上游价格跟踪

图41：国废价格先跌后涨



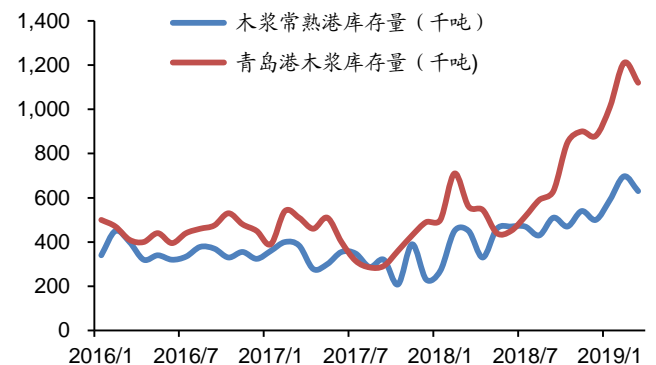
资料来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

图42：木浆国内现货市场价格小幅下行



数据来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

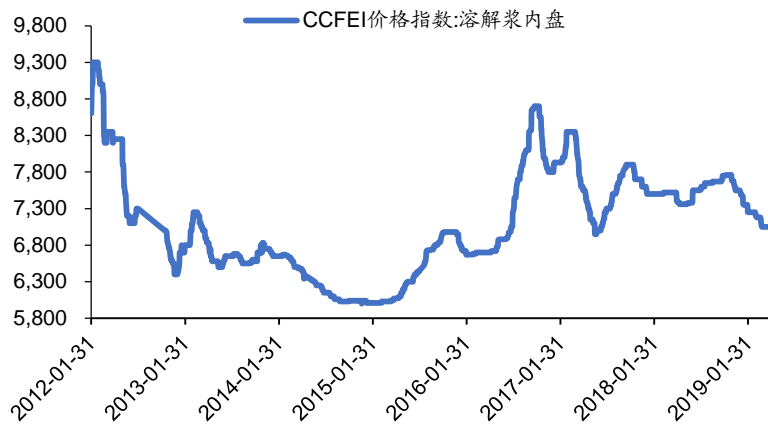
图43：木浆港口库存量高位回落



数据来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心



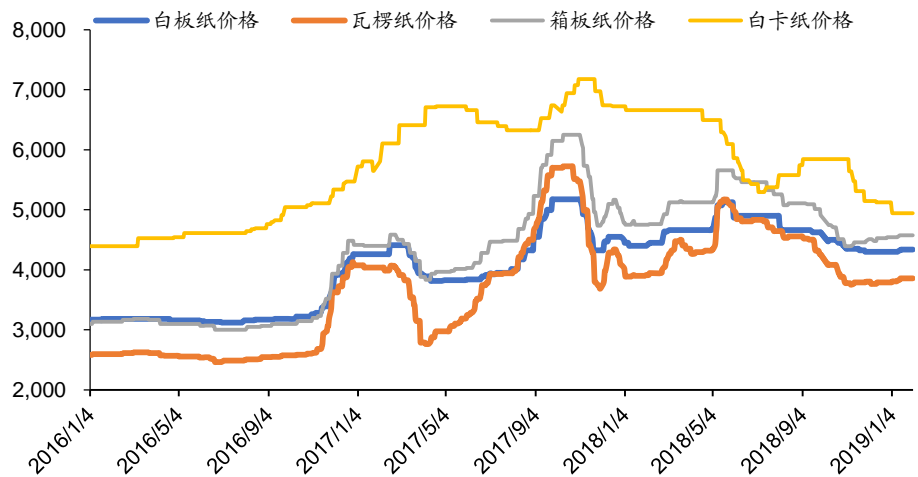
图44: 溶解浆价格底部企稳



资料来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

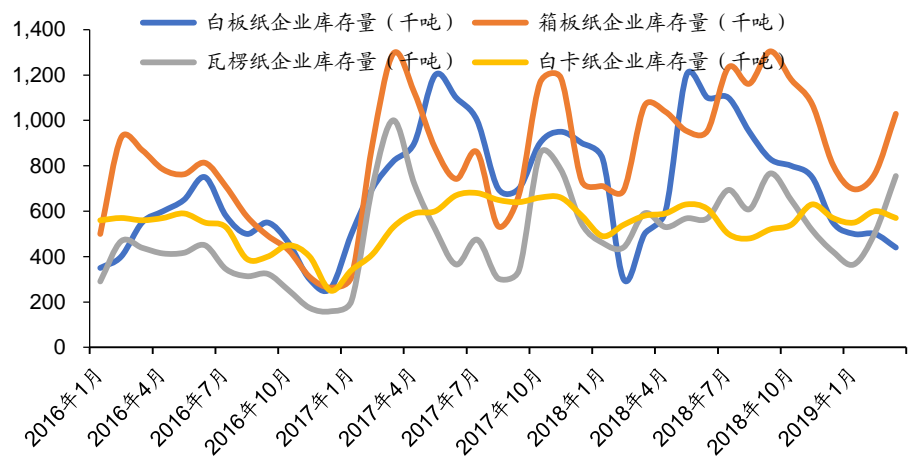
### 3.2.2 主要纸品价格跟踪

图45: 箱板瓦楞纸市场价格低位企稳 (元/吨)



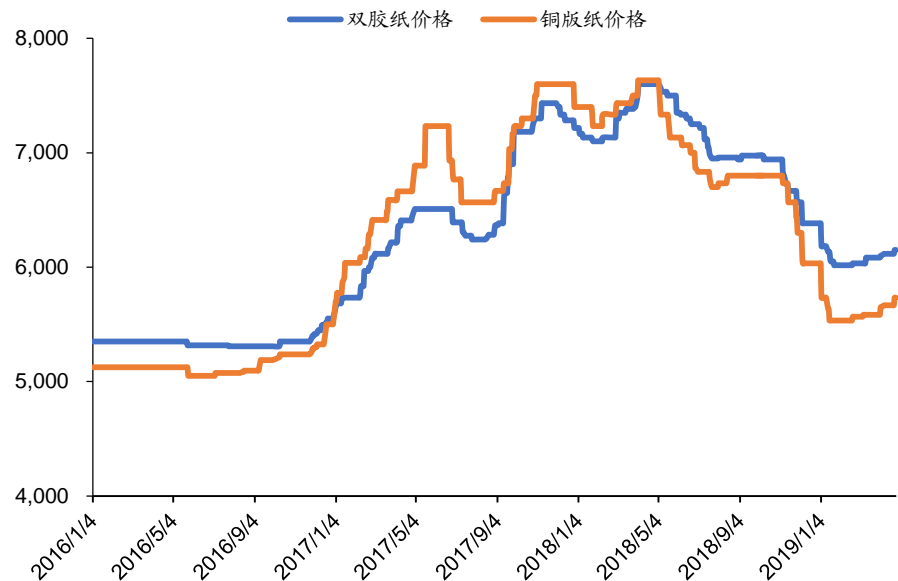
资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图46: 3月末箱板瓦楞纸库存量有所回升



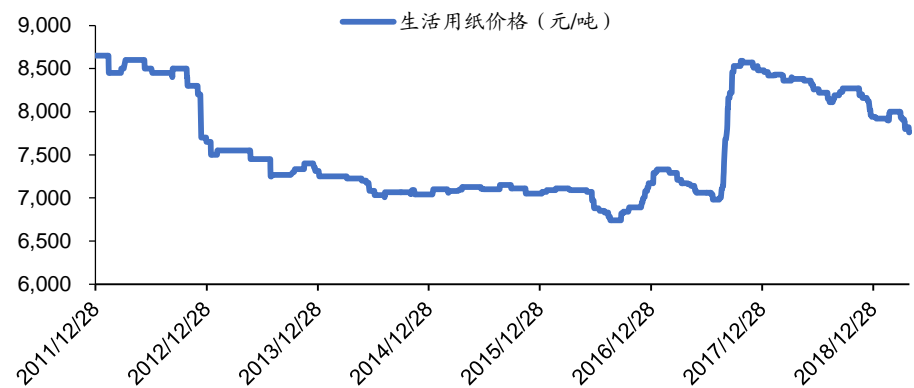
数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图47: 双胶纸和铜版纸价格维持小幅上涨 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图48: 生活用纸市场价格小幅下行



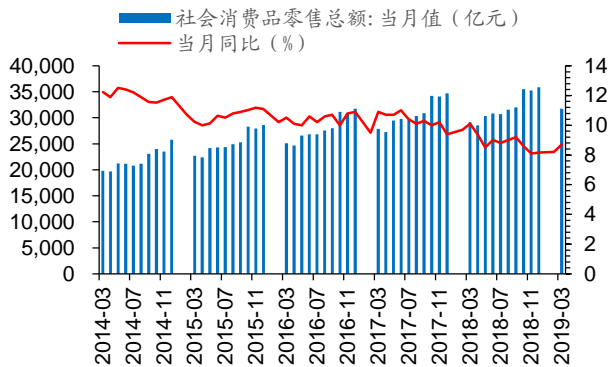
资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

### 3.3 包装文娱板块: 下游部分消费品增长放缓

据国家统计局数据, 包装下游部分消费品增长放缓。白酒累计产量同比增速由负转正, 啤酒、软饮料累计产量同比增长趋缓, 3C 出货量同比下跌趋势未改。2019年1-3月, 白酒产量为205.90万千升, 同比增长0.20%; 啤酒累计产量为846.70万千升, 同比增长3.00%; 软饮料累计产量为3545.90万千升, 同比增长5.90%。根据Wind数据, 2019Q1 PC产量为58.48百万部, 同比下滑3%。

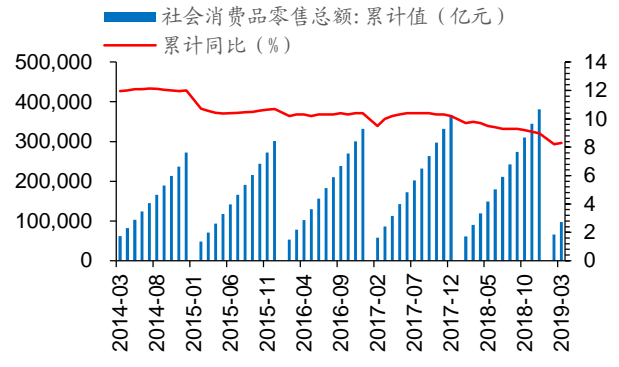
#### 3.3.1 下游需求跟踪

图49: 社会零售总额: 当月值



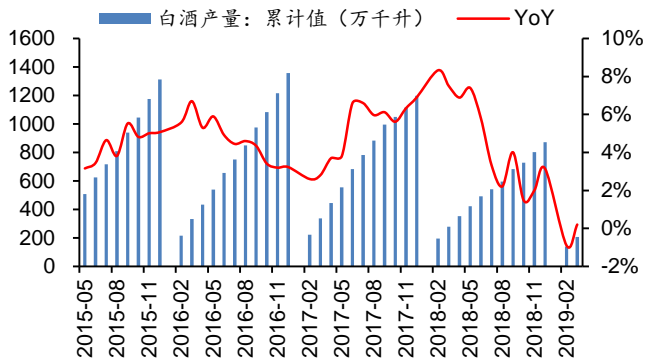
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图50: 社会零售总额: 累计值



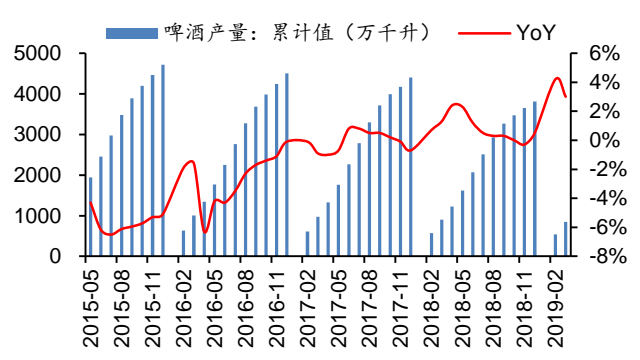
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图51: 白酒产量



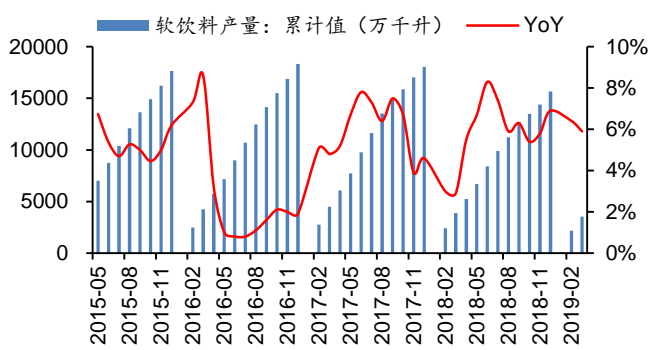
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图52: 啤酒产量



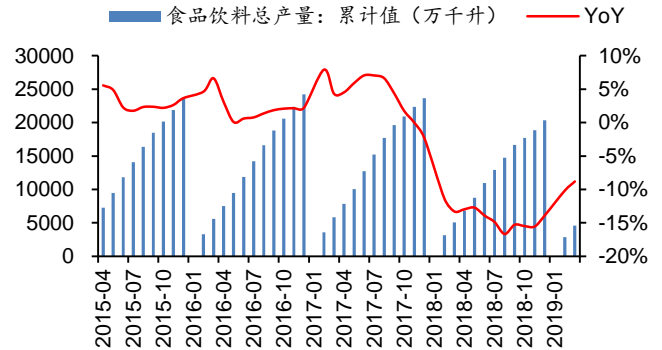
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图53: 软饮料产量



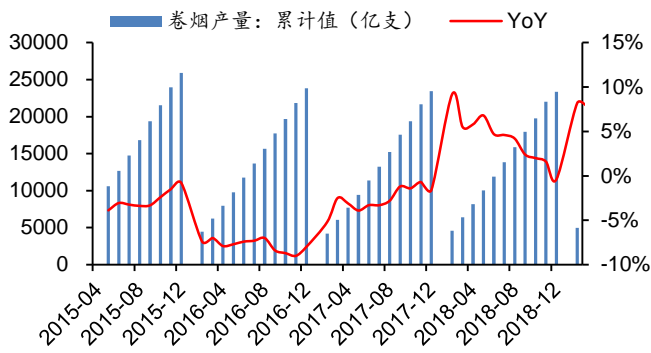
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图54: 食品饮料总产量（白酒+啤酒+软饮料）



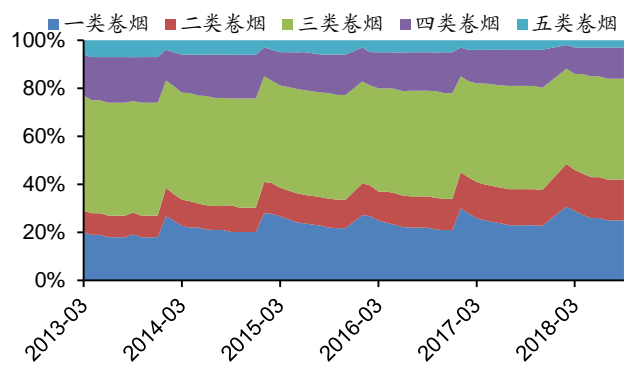
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图55: 烟草产量



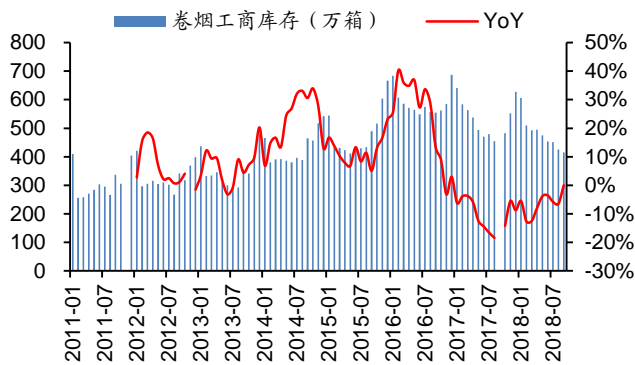
数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

图56: 烟草销量结构占比



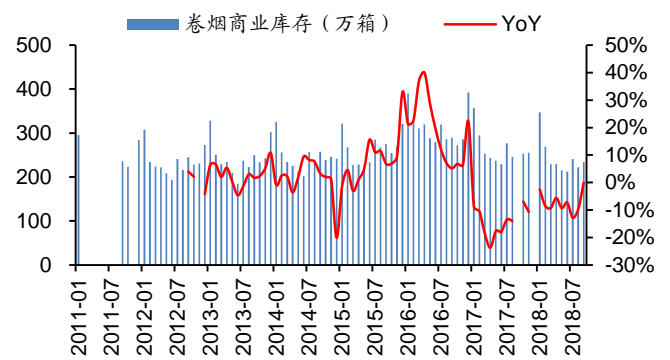
数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

图57: 卷烟工商库存



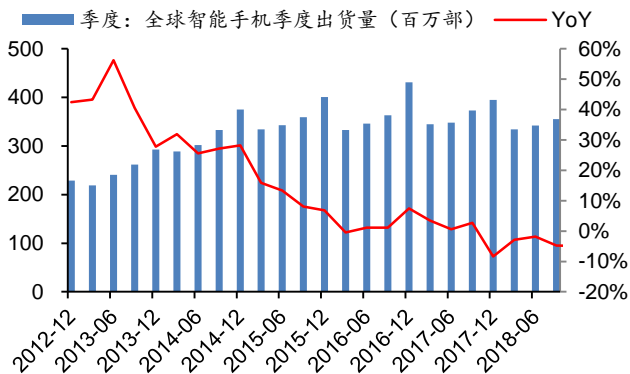
数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

图58: 卷烟商业库存



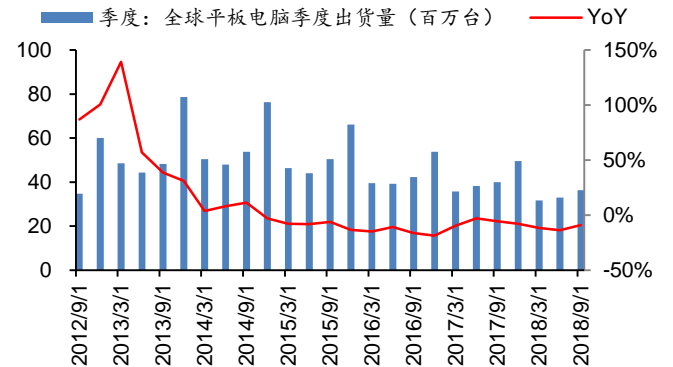
数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

图59: 消费电子—智能手机



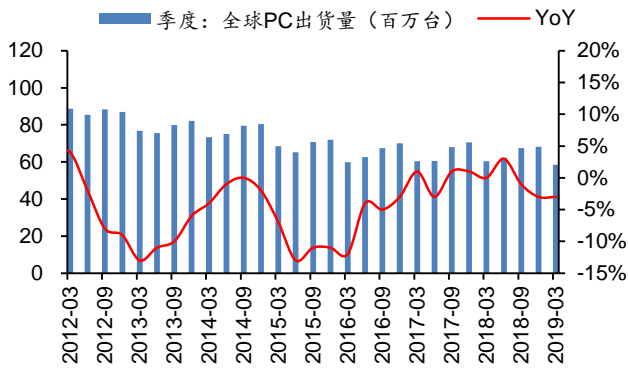
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图60: 消费电子—平板电脑



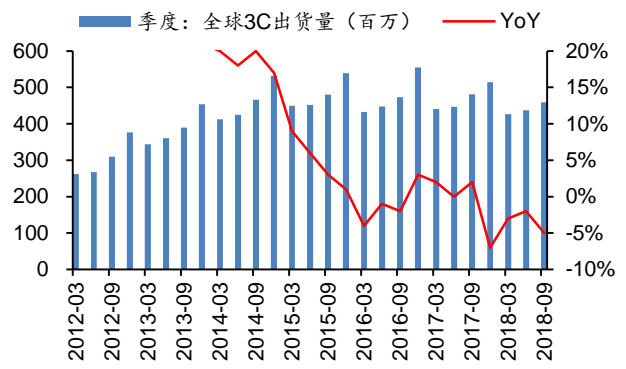
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图61: 消费电子—PC



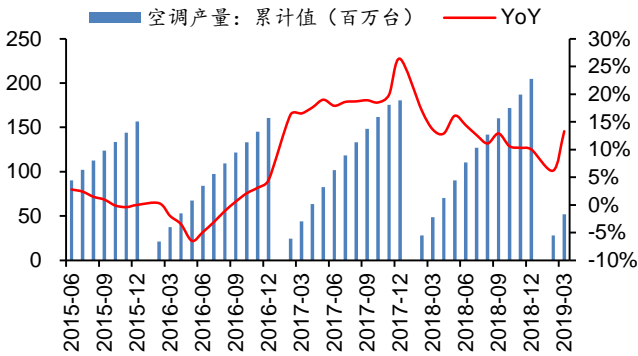
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图62: 消费电子总出货量—3C



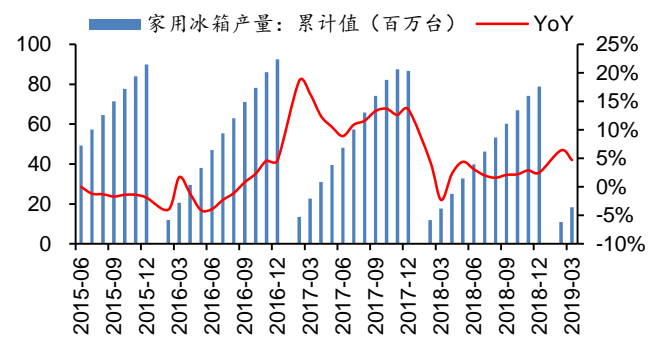
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图63: 家电—空调产量



数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

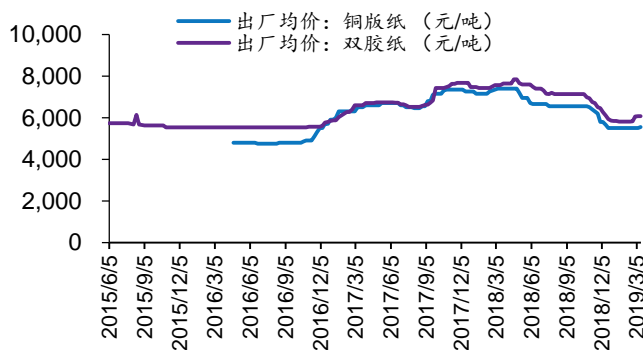
图64: 家电—家用冰箱产量



数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

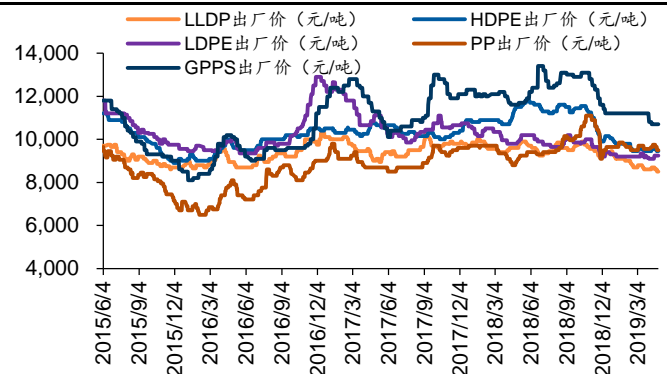
### 3.3.2 上游原材料价格跟踪

图65: 包装原材料价格——纸类



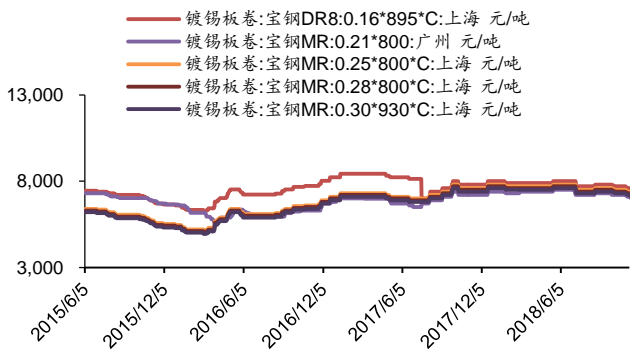
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图66: 包装原材料价格——塑料



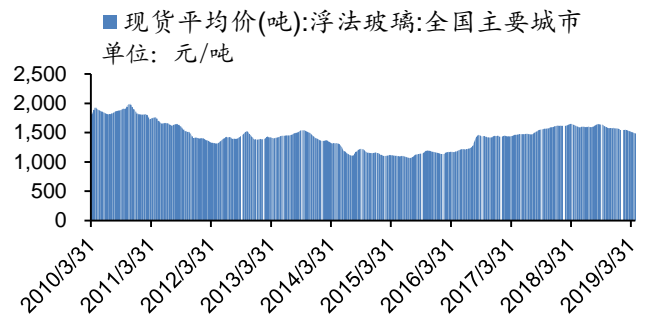
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图67: 包装原材料价格——金属(镀锡板卷)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

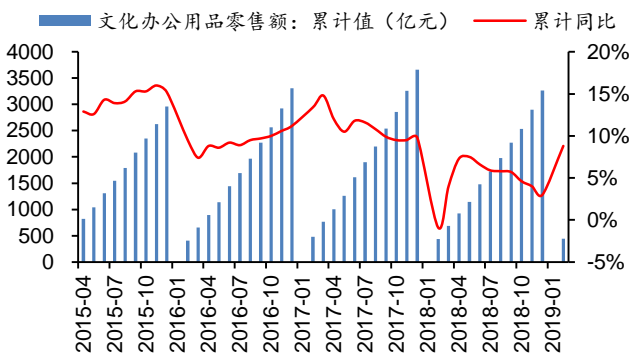
图68: 包装原材料价格——玻璃



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

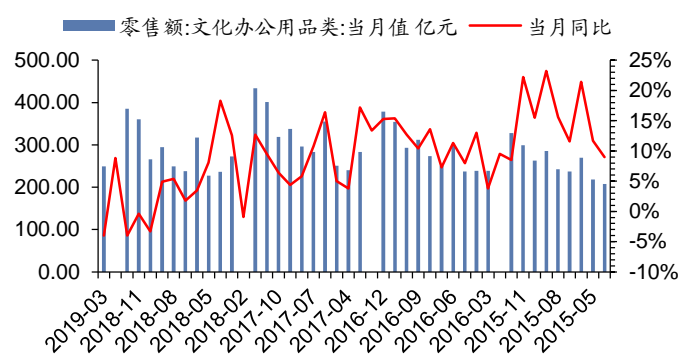
### 3.3.3 文娱板块

图69: 文具办公用品零售额累计值



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图70: 文具办公用品零售额单月值



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 四、板块资本运作

**表2: 公司股份回购**

代码	简称	公告日期	进度	预计回购数量(万股)	预计回购数量/总股本	已回购股数(万股)	已回购数量/预计回购数量	回购目的
002631.SZ	德尔未来	2019/4/23	董事会预案	16.8	0.025%	0.00	0.00%	股权激励注销
603801.SH	志邦家居	2019/4/25	实施	—	—	166.66	—	—
603499.SH	翔港科技	2019/4/25	完成	1.5	0.01%	1.5	100%	股权激励注销
603008.SH	喜临门	2019/4/26	董事会预案	372	9.42%	0.00	0.00%	股权激励

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

**表3: 公司股权质押**

公司名称	公告日期	股东名称	是否为第一大股东/一致行动人	质押股数(百万股)	质押到期日	质权人	本次质押占持股比例	备注
群兴玩具	2019/4/22	北京九连环	是	33.64	至办理解除质押登记之日止	湖州鲸毅投资管理合伙企业	100%	股权性投资
	2019/4/22	成都数字星河科技有限公司	一致行动人	33.64	至办理解除质押登记之日止	湖州鲸毅投资管理合伙企业	100%	股权性投资
	2019/4/22	深圳星河数据科技有限公司	一致行动人	50.47	至办理解除质押登记之日止	湖州鲸毅投资管理合伙企业	100%	股权性投资
	2019/4/22	北京九连环数据服务中心	一致行动人	33.64	至办理解除质押登记之日止	湖州鲸毅投资管理合伙企业	100%	股权性投资
易尚展示	2019/4/24	向开兵	否	5.00	2019/7/18	国海证券	47.69%	质押展期
	2019/4/24	刘梦龙	是	5.69	2019/10/14	民生证券	11.92%	—
帝欧家居	2019/4/24	黄建起	否	8.00	2020/4/22	中信证券	33.66%	—
喜临门	2019/4/25	陈阿裕	一致行动人	4.23	2019/8/8	湘财证券	1.07%	该比例为质押占总股本比例
银鸽投资	2019/4/26	银鸽集团	是	153.70	2020/2/5	国民信托	9.47%	该比例为质押占总股本比例
劲嘉股份	2019/4/27	劲嘉创投	是	20.00	至办理解除质押登记之日止	长江证券	4.32%	—
安妮股份	2019/4/27	杨超	持股5%以上的股东兼董事	15.50	2020/4/24	华创证券	46.40%	—

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

**表4: 公司股权解除质押**

公司名称	公告日期	股东名称	是否为第一大股东	质押股数	解除质押日期	质权人	本次质押占持	备注
------	------	------	----------	------	--------	-----	--------	----



			东/一致行动人	(百万股)				股比例	
四通股份	2019/4/23	蔡镇锋	持股 5%以上股 东	19.25	2019/4/19	海通证券	7.22%	该比例为质押 占总股本比例	
鸿博股份	2019/4/23	尤友鸾	是	2.50	2019/4/18	平安证券	0.50%	该比例为质押 占总股本比例	
盛通股份	2019/4/23	栗延秋	是	2.80	2019/4/18	国海证券	3.58%	---	
	2019/4/26	栗延秋	是	24.00	2019/4/22	华泰证券	30.67%	---	
顺灏股份	2019/4/23	王丹	是	20.00	2019/4/19	中邮证券	18.44%	---	
易尚展示	2019/4/24	刘梦龙	是	5.69	2019/4/16	民生证券	11.93%	---	
瑞贝卡	2019/4/26	河南瑞贝卡	是	30.95	2019/4/24	中原证券	2.73%	该比例为质押 占总股本比例	
萃华珠宝	2019/4/26	深圳翠艺	是	12.25	2019/4/23	广发证券	26.63%	---	
劲嘉股份	2019/4/27	劲嘉股份	是	17.00	2019/4/25	英大证券	3.67%	---	
安妮股份	2019/4/27	杨超	持股 5%以上的 股东兼董事	15.50	2019/4/24	华创证券	46.39%	---	
	2019/4/27	杨超	持股 5%以上的 股东兼董事	12.00	2019/4/26	华创证券	35.92%	---	

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表5: 公司对外投资

公司名称	公告日期	合作方	投资标的	投资标的经营范围	总投资额 (百万美元)	公司出资 (百万美元)	出资比例	公司出资方式
四通股份	2019/4/23	---	广东东唯新材料 有限公司	纳米材料、新型 装饰材料、建筑 材料、石材、特 种陶瓷等	10	10	100%	自有资金
珠江钢琴 子公司	2019/4/26	---	舒密尔中国	钢琴销售及售 后、维修服务等	50	50	100%	自有资金
景兴纸业 子公司	2019/4/27	上海正海资产 管理有限公 司、上海茗越 资产管理有限 公司、王钧	无锡锦钰	股权投资、投资 管理、资产管理	300	15	5%	自有资金
项固集创	2019/4/27	李国超	柏晖公司	工程和技术研究 和试验发展, 建 筑和安全用品 环保纸容器研 发; 纸容器及相 关纸制品	10	4	40%	自有资金
吉宏股份	2019/4/27	---	安徽维致	发; 纸容器及相 关纸制品	53.97	53.97	100%	---

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

**表6: 公司终止对外投资**

公司名称	公告日期	终止标的	出资方式	终止原因	终止影响
珠海中富	2019/4/25	富聚酯啤酒瓶等八家公司	股权出资	公司与质权人一直未能达成一致解除股权质押	不会对公司当期损益以及股东权益产生影响, 不会损害公司及股东的利益

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

**表7: 公司公告增、减持进度**

公司名称	公告日期	方案进度	变动方向	股东名称	股东身份	变动起止时间	变动数量(万股)	变动数量占总股本比例
英派斯	2019/4/23	完成	减持	殷富中国	持股 5%以上股东	2018/10/19-2019/3/27	180	1.50%
	2019/4/23	完成	减持	湖南文旅	一致行动人	2018/10/19-2019/3/11	60	0.50%
	2019/4/24	完成	减持	青岛拥湾	持股 5%以上股东	—	0.00	0.00%
	2019/4/26	预披露	减持	景林景途	持股 5%以上股东	—	0.00	0.00%
	2019/4/26	预披露	减持	景胜伟达	一致行动人	—	0.00	0.00%
	2019/4/26	预披露	减持	殷富中国	持股 5%以上股东	—	0.00	0.00%
	2019/4/26	预披露	减持	湖南文旅	一致行动人	—	0.00	0.00%
东方金钰	2019/4/23	尚未完成	被动减持	兴龙实业	持股 5%以上股东	—	780	0.58%
	2019/4/27	预披露	减持	宋孝刚	董事、监事、高级管理人员	—	0.00	0.00%
中顺洁柔	2019/4/24	尚未开始	减持	周启超	董事、董事会秘书、副总经理	—	0.00	0.00%
美盈森	2019/4/25	预披露	减持	红塔红土	持股 5%以上股东	—	0.00	0.00%
创源文化	2019/4/26	预披露	减持	江明中	监事会主席、股东	—	0.00	0.00%
志邦家居	2019/4/26	尚未完成	减持	尚志有限	5%以上股份非第一大股东	2019/4/24	320	4.26%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 五、风险提示

**数据跟踪:** 相关渠道披露的数据存在滞后性。

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

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

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

## 广发造纸轻工行业研究小组

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

## 广发证券—行业投资评级说明

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

## 广发证券—公司投资评级说明

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

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

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

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

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

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

## 重要声明

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

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

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

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

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

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

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

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

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

## 版权声明

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