

## 轻工制造

行业研究/深度报告

# 造纸、家具景气回落，包装成本端压力减轻

—2018 年年报及 2019 年一季报综述

深度研究报告/轻工制造

2019 年 5 月 8 日

### 报告摘要：

#### ● 年初以来轻工行业上涨 23.98%，跑输大盘 6.00pct

今年年初以来（截至 4 月 30 日收盘），沪深 300 指数上涨 29.98%，轻工行业上涨 23.98%，跑输大盘 6.00pct；子板块中，包装印刷板块表现相对较好，跑输大盘 0.93pct。

#### ● 造纸、家具景气回落，包装成本端压力减轻

**造纸：**受终端需求疲软拖累，造纸行业景气度下行。18 年造纸板块收入端保持增长，利润端出现下滑。板块全年实现营收、归母净利润 1463.10 亿元、112.77 亿元，分别同比增长 11.30%、-4.94%。2019Q1 行业景气度依旧较低，营收、归母净利润分别同比下降 2.33%、48.10%。

盈利能力方面，18 年毛利率同比下降 2.33pct 至 21.86%，净利率下降 1.35pct 至 7.90%；2019Q1 盈利水平继续下行，毛利率同比下降 6.88pct 至 17.48%，净利率下降 4.50pct 至 4.77%。

**家具：**2018 年家具板块收入 938.46 亿元，同比增长 16.00%；利润端承压，实现归母净利润 61.03 亿元，同比减少 24.06%。2019Q1 实现营收、归母净利润 203.38 亿元、13.77 亿元，分别同比增长 13.59%、28.87%，利润端增速有所回升。盈利能力方面，毛利率同比微降 0.18pct 至 35.13%，净利率下降 3.43pct 至 6.59%；2019Q1 毛利率同比提升 1.07pct 至 34.45%，净利率提升 0.59pct 至 6.70%。

**包装印刷：**18 年中以来包装纸价明显下行，包装企业成本端压力明显减轻。2018 年板块实现营业收入 895.18 亿元，同比增长 19.92%；实现归母净利润 65.55 亿元，同比增长 3.13%，增速有所放缓。2019Q1 包装印刷板块收入端增速放缓、利润端增速回升，实现营业收入、归母净利润 223.55 亿元、17.48 亿元，分别同比增长 15.50%、9.74%。

**文娱用品：**2018 年文娱用品板块业绩加速增长，实现营收、归母净利润 200.20 亿元、16.33 亿元，分别同比增长 26.59%、18.03%。2019Q1 板块业绩继续保持较快增速，实现营收、归母净利润 52.98 亿元、4.76 亿元，分别同比增长 34.74%、41.98%。

#### ● 投资建议：家具板块中推荐欧派家居、顾家家居，造纸板块推荐中顺洁柔，文娱用品板块推荐晨光文具。

#### ● 风险提示：原材料价格上涨、房地产销售增速下行、行业竞争加剧、需求疲软。

### 盈利预测与财务指标

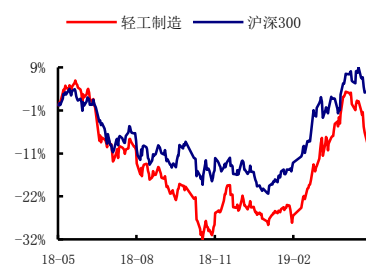
代码	重点公司	现价 5月7日	EPS			PE			评级
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
603833	欧派家居	114.00	3.77	4.48	5.30	30	25	22	推荐
603816	顾家家居	46.78	2.36	2.02	2.40	20	17	14	推荐
603899	晨光文具	36.50	0.88	1.10	1.38	41	33	26	推荐
002511	中顺洁柔	10.14	0.32	0.40	0.49	32	25	21	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

### 推荐

维持评级

#### 行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

#### 分析师：陈柏儒

执业证号：S0100512100003

电话：010-85127729

邮箱：chenbairu@mszq.com

#### 研究助理：聂贻哲

执业证号：S0100117110075

电话：13683294190

邮箱：nieyizhe@mszq.com

#### 相关研究

1. 民生轻工周报 20190429：19Q1 家具制造业利润总额同增 17.1%，国内木浆价格微跌

2. 民生轻工周报 20190422：Q1 住宅销售面积同降 0.6%，同期家具类零售额同增 5.0%

## 目录

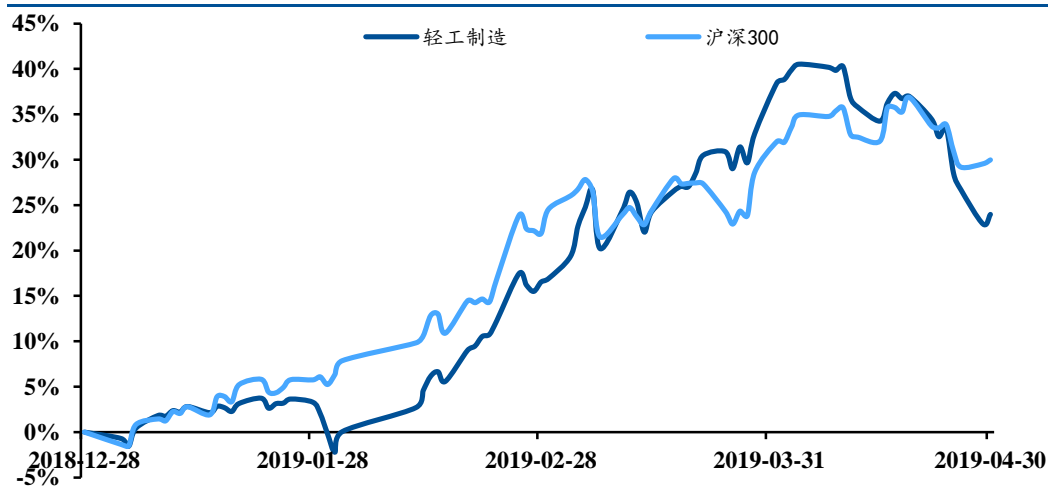
<b>一、轻工行业跑输大盘，业绩增速有所放缓</b>	<b>3</b>
(一) 年初以来轻工行业上涨 23.98%，跑输大盘 6.00PCT	3
(二) 2018 年轻工行业业绩增速放缓，盈利能力有所下降	3
(三) 2019Q1 行业业绩有所下滑，毛利率相对稳定	4
(四) 文娱用品板块业绩增速明显领先	5
<b>二、造纸、家具行业景气度回落，业绩有所承压</b>	<b>6</b>
(一) 造纸：行业景气度下行，终端纸价、原材料价格明显下跌	6
(二) 家具：产品由单品走向全屋，渠道重要性愈发凸显	10
(三) 包装：成本端压力减轻，收入端加速增长	15
(四) 文娱用品板块：业绩增长加速，盈利能力同比改善	19
<b>三、投资建议</b>	<b>20</b>
<b>四、风险提示</b>	<b>22</b>
<b>插图目录</b>	<b>24</b>
<b>表格目录</b>	<b>25</b>

## 一、轻工行业跑输大盘，业绩增速有所放缓

### (一) 年初以来轻工行业上涨 23.98%，跑输大盘 6.00pct

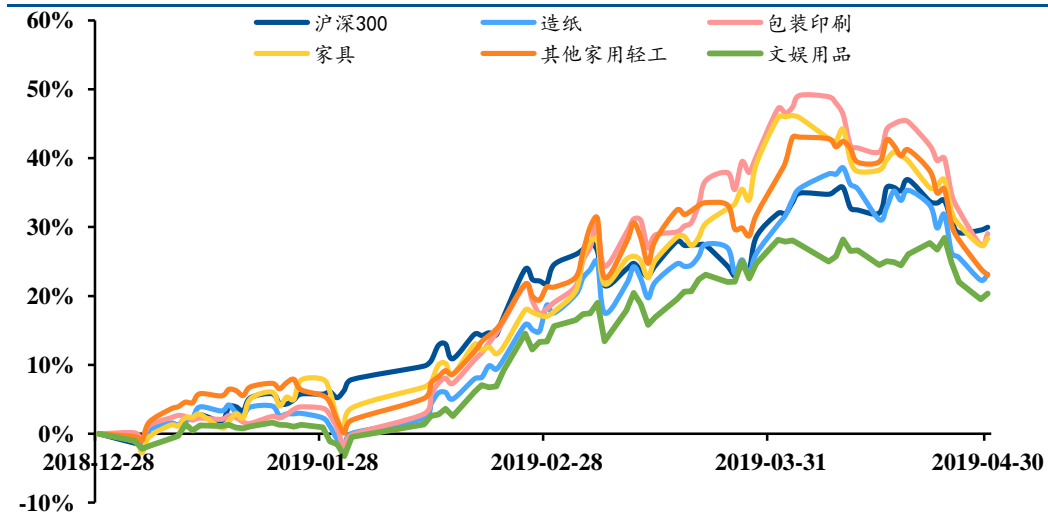
今年年初以来(截至4月30日收盘),沪深300指数上涨29.98%,轻工行业上涨23.98%,跑输大盘6.00pct;子板块中,包装印刷板块表现相对较好,跑输大盘0.93pct。

图1:轻工制造板块年初以来表现弱于大盘



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图2:年初以来包装印刷板块表现相对较好,跑输大盘0.93pct

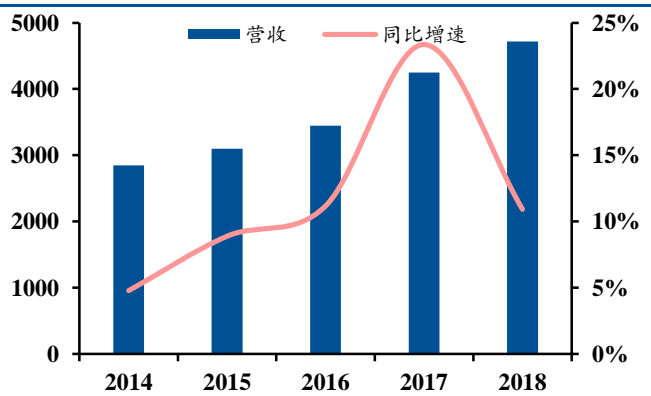


资料来源: Wind, 民生证券研究院

### (二) 2018年轻工行业业绩增速放缓, 盈利能力有所下降

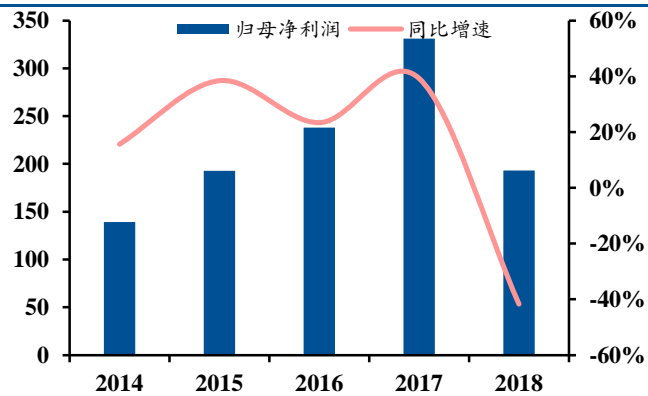
2018年轻工行业业绩增速放缓, 营收规模自2017年的4250.95亿元增长至4715.12亿元, 同比增长10.92%; 归母净利润自2017年的331.25亿元下滑至193.10亿元, 同比下降41.71%。

图 3：2018 年轻工行业营收增速放缓（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

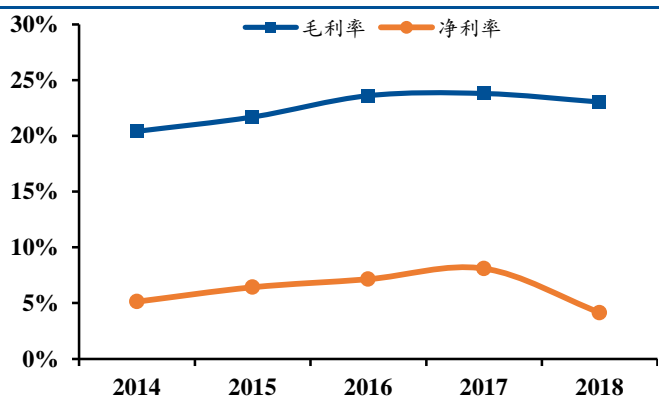
图 4：2018 年轻工行业实现归母净利润 193 亿（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

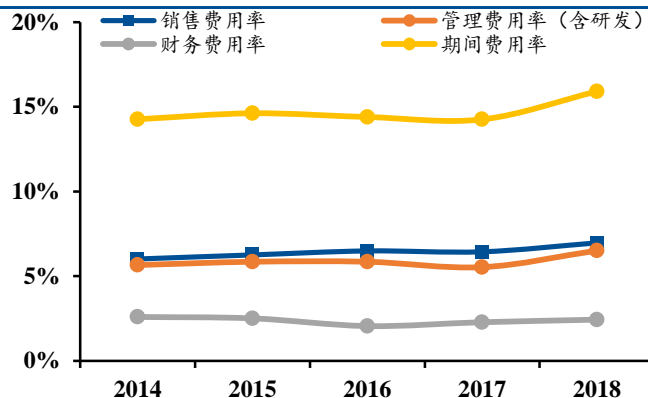
轻工行业整体毛利率和净利率在 2014-2017 年间持续上升，受景气度下行影响，2018 年毛利率同比下滑 0.76pct 至 23.03%，净利率下降 3.95pct 至 4.14%。板块整体销售费用率、管理费用率（含研发）及财务费用率均有小幅上升，期间费用率整体上升 1.66pct 至 15.91%。

图 5：2018 年轻工行业盈利水平有所下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：2018 年轻工行业三费率均有小幅上升

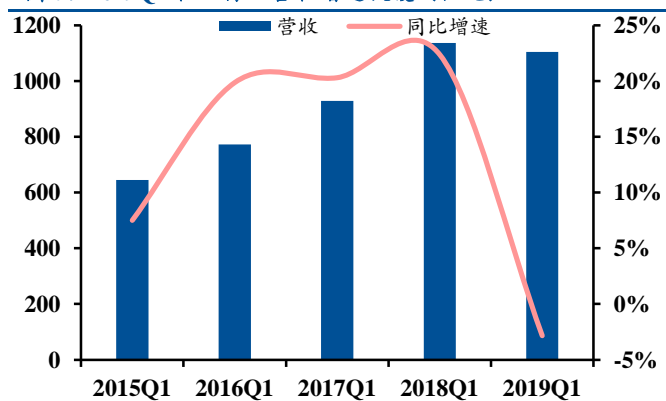


资料来源：Wind，民生证券研究院

### （三）2019Q1 行业业绩有所下滑，毛利率相对稳定

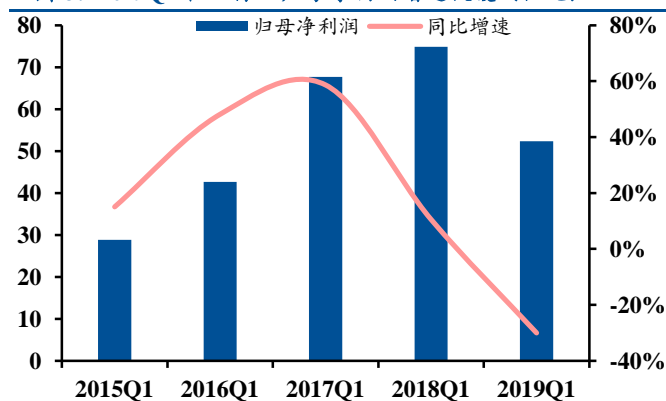
2019Q1 轻工行业业绩有所下滑，报告期内实现营收、归母净利润 1104.45 亿元、52.36 亿元，同比分别下降 2.84%、30.02%。盈利能力方面，行业整体毛利率保持相对稳定，小幅下降 0.50pct 至 21.37%，叠加期间费用率增长 2.08pct 至 15.91%，净利率下降 2.06pct 至 4.80%。

图 7：2019Q1 轻工行业营收增速放缓（亿元）



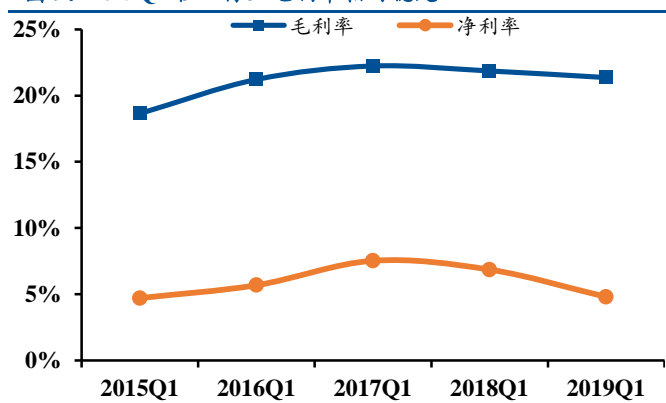
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：2019Q1 轻工行业归母净利润增速放缓（亿元）



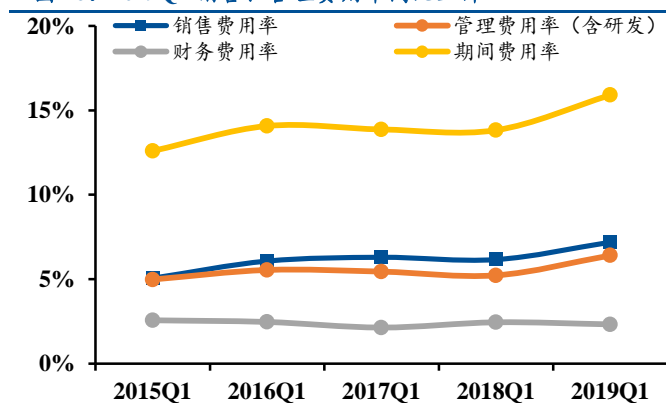
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 9：2019Q1 轻工行业毛利率相对稳定



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 10：2019Q1 销售、管理费用率同比上升

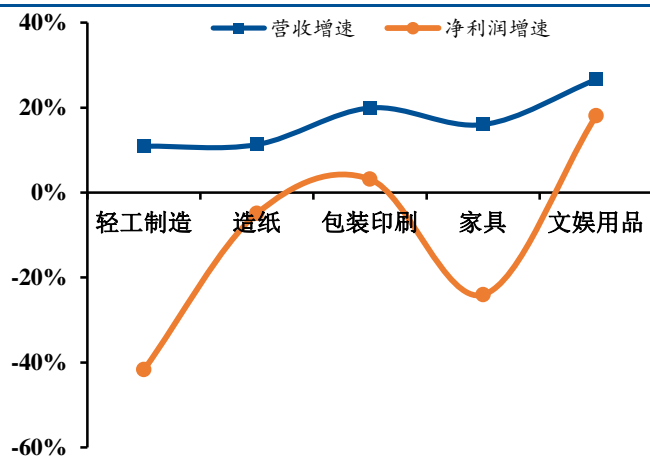


资料来源：Wind，民生证券研究院

#### （四）文娱用品板块业绩增速明显领先

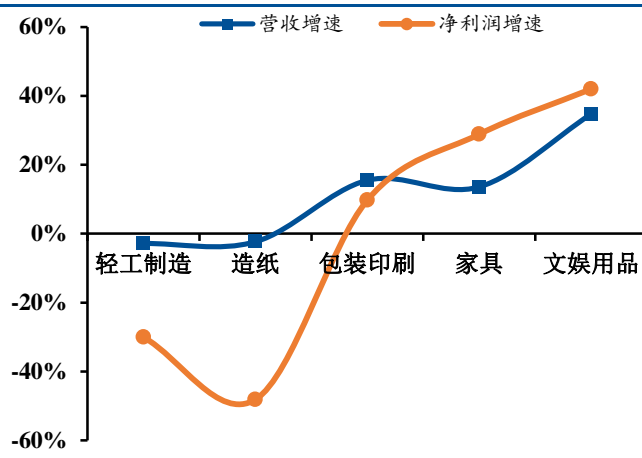
分板块来看，收入端方面，2018 年文娱用品板块(+26.59%)、包装印刷板块(+19.92%)和家具板块(+16.00%) 营收增速明显高于轻工行业整体增速(+10.92%)；利润端方面，文娱用品板块(+18.03%)、包装印刷板块(+3.13%) 归母净利润增速明显快于整体(-41.71%)。2019Q1 文娱用品板块、家具板块和包装印刷板块营收增速分别为+34.74%、+13.59%和+15.50%，归母净利润增速分别为+41.98%、+28.87%和+9.74%，均显著高于板块整体营收(-2.84%)和归母净利润(-30.02%)增速。

图 11: 2018 年文娱用品板块业绩增速较快



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 12: 2019Q1 文娱用品、家具板块业绩增速较快



资料来源: Wind, 民生证券研究院

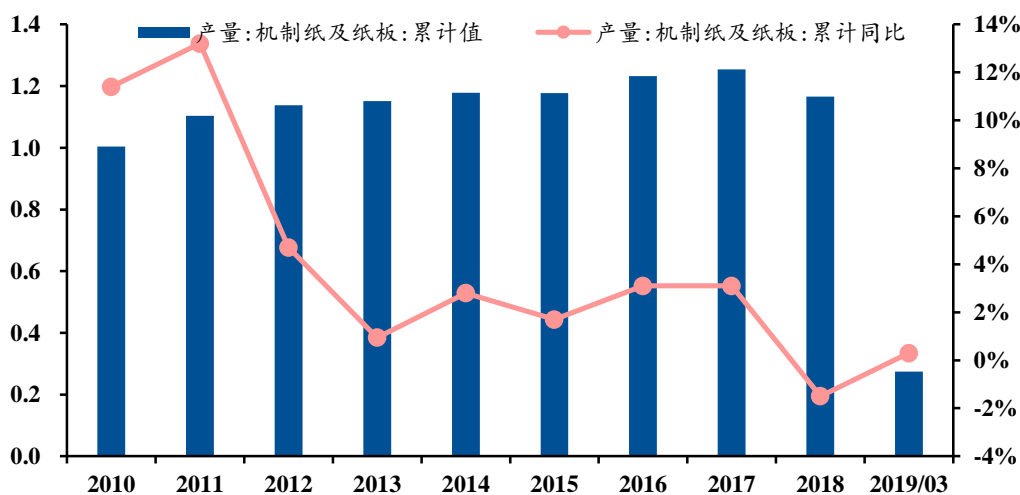
## 二、造纸、家具行业景气度回落，业绩有所承压

### (一) 造纸：行业景气度下行，终端纸价、原材料价格明显下跌

#### 1、行业需求疲软，终端纸价、原材料价格明显下跌

行业需求较为疲软。去年机制纸及纸板产量下降 1.5%，行业十年来首次出现产量下滑；进入到 19Q1，需求不振情况有所改善，2019Q1 机制纸及纸板产量为 2746 万吨，同比增长 0.3%，增速回到正值水平但仍然较低。

图 13: 18 年机制纸及纸板产量下降 1.5% (亿吨)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

需求不振导致 18 年终端纸价、原材料价格明显下跌。其中白板纸从年中高点的约 5150 元/吨跌至约 4300 元/吨；白卡纸从年中高点的约 65000 元/吨跌至约 5000 元/吨；箱板纸从年中高点的约 5650 元/吨跌至约 4500 元/吨；瓦楞纸从年中高点的约 5200 元/吨跌至约 3800 元/吨；双铜纸从年中高点的 7650 元/吨跌至 6050 元/吨；双胶纸从年中高点的 7600 元/吨跌至 6400 元/吨。传导至原材料端，木浆、废纸价格均出现较大下跌，其中国内木浆价格从年中高点约 6500

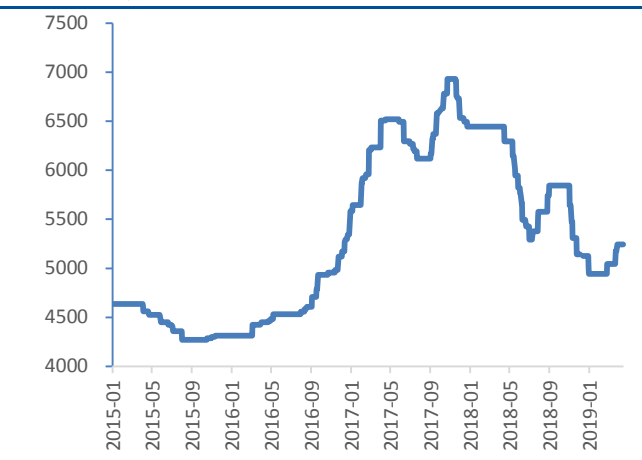
元/吨跌至约 5300 元/吨；国废价格从约 3000 元/吨跌至约 2150 元/吨。

图 14：18 年白板纸价明显下跌（元/吨）



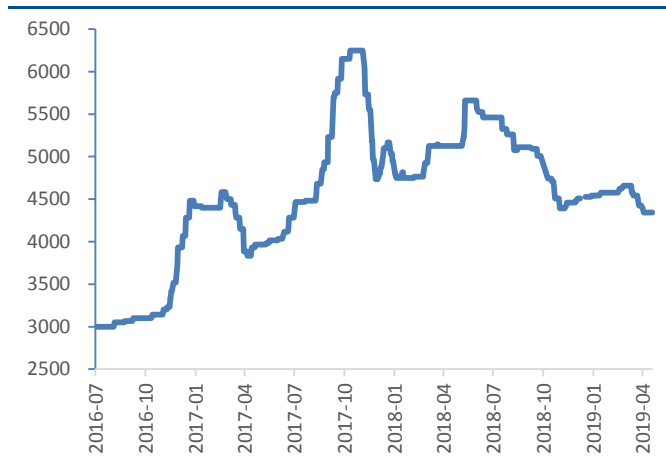
资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

图 15：18 年白卡纸价明显下跌（元/吨）



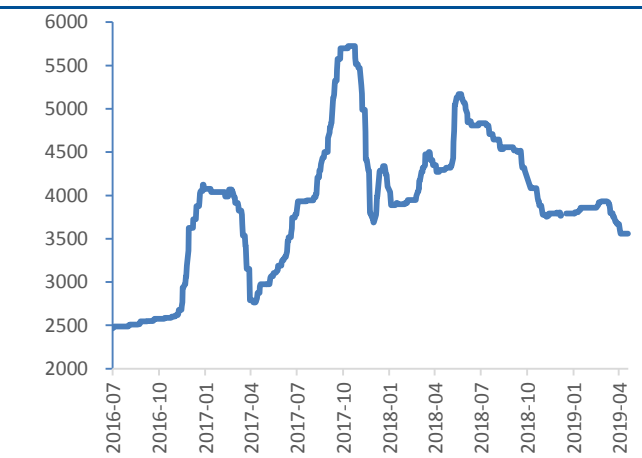
资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

图 16：18 年箱板纸价明显下跌（元/吨）



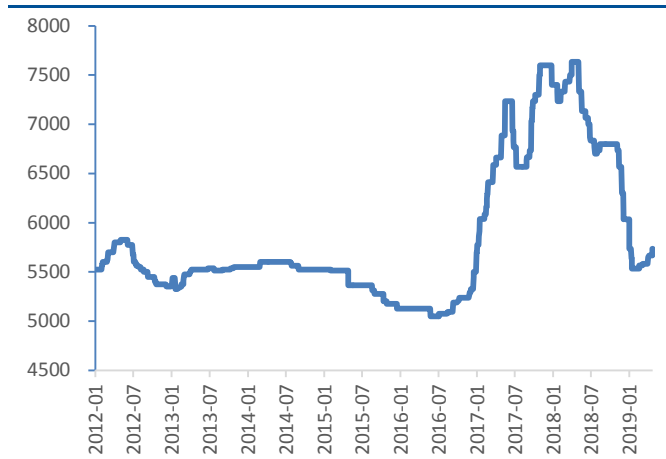
资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

图 17：18 年瓦楞纸价明显下跌（元/吨）



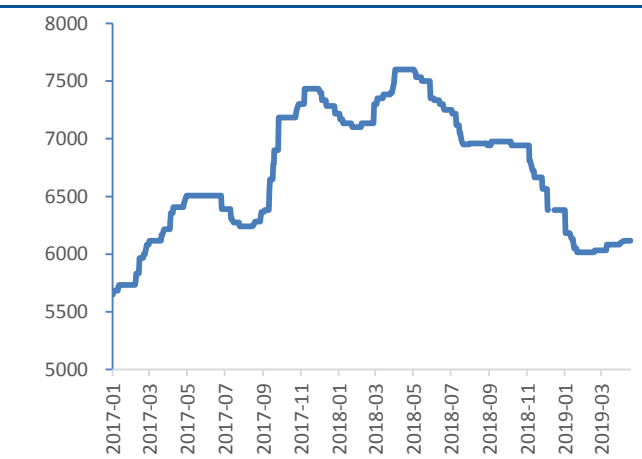
资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

图 18：18 年双铜纸价明显下跌（元/吨）



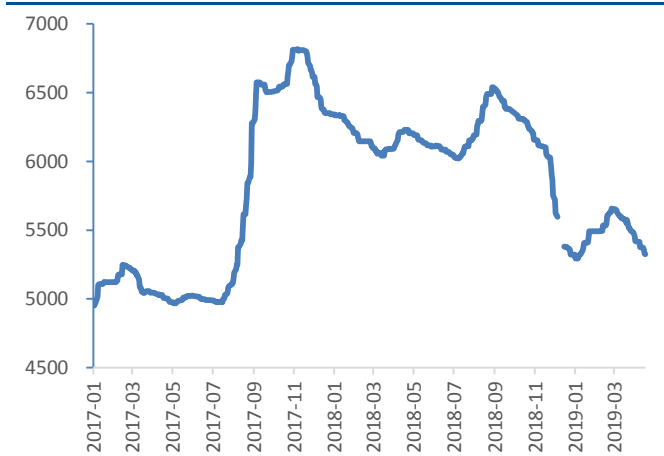
资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

图 19：18 年双胶纸价明显下跌（元/吨）



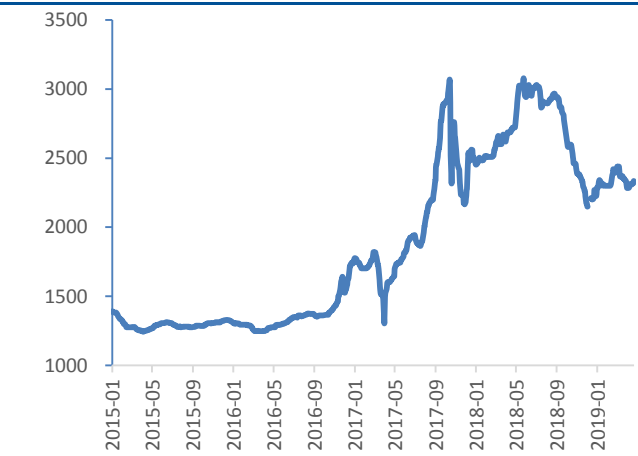
资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

图 20: 18 年国内废纸价格明显下跌 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 民生证券研究院

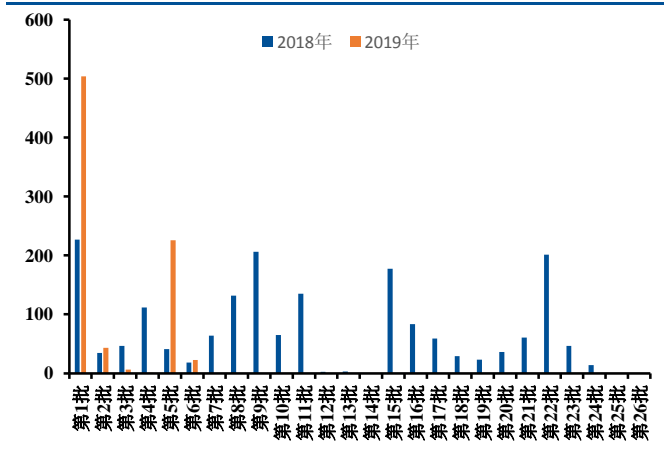
图 21: 18 年国内木浆价格明显下跌 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 民生证券研究院

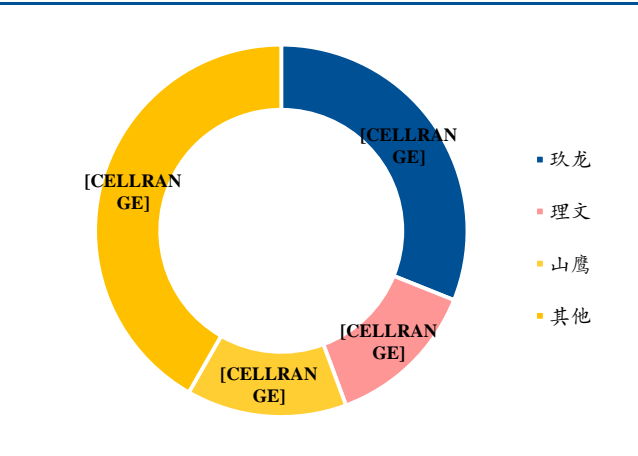
外废配额发放同比明显下滑, 额度多集中于大厂。目前生态环境部已发放 2019 年第六批废纸进口配额, 共批复 802 万吨, 与去年同期相比, 今年配额减少 26%。其中玖龙获批 249 万吨, 理文 106 万吨, 山鹰及联盛 112 万吨, 共占总配的 58%。

图 22: 18 年外废共批复 1816 万吨



资料来源: 生态环境部, 民生证券研究院

图 23: 玖龙理文山鹰三者合计获批额度接近 60%



资料来源: 生态环境部, 民生证券研究院

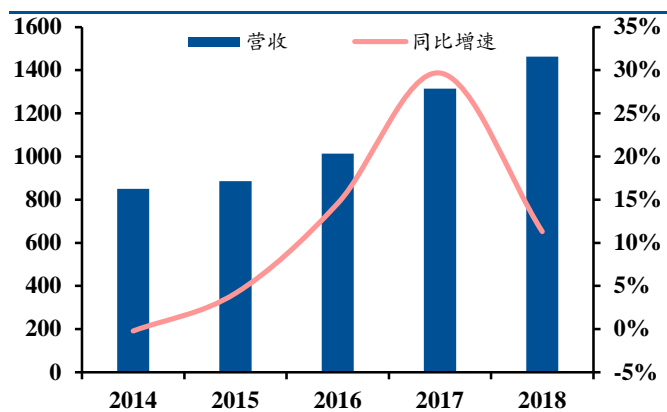
## 2、业绩承压, 盈利水平同比下滑

2018 年造纸板块收入端保持增长, 利润端出现下滑。板块全年实现营收、归母净利润 1463.10 亿元、112.77 亿元, 分别同比增长 11.30%、-4.94%。2019Q1 行业景气度依旧较低, 营收、归母净利润分别同比下降 2.33%、48.10%。

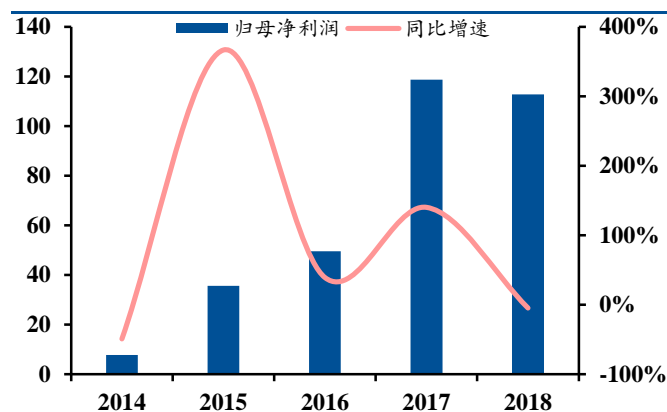
图 24: 2018 年造纸板块营收增速放缓 (亿元)

图 25: 2018 年造纸板块利润端承压 (亿元)



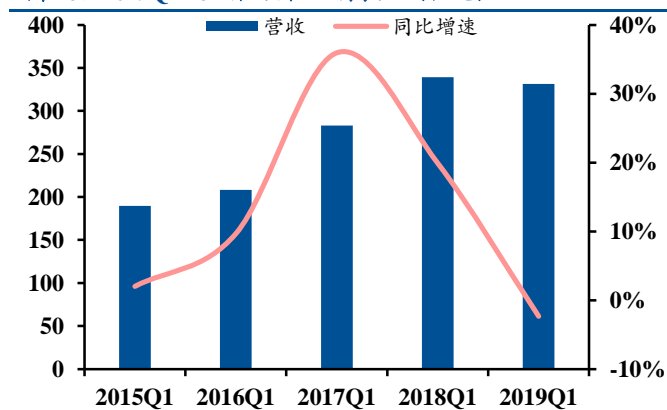


资料来源: Wind, 民生证券研究院



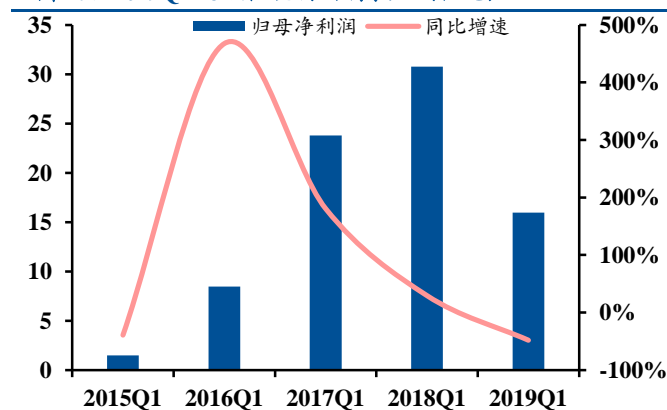
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 26: 2019Q1 造纸板块收入端承压 (亿元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

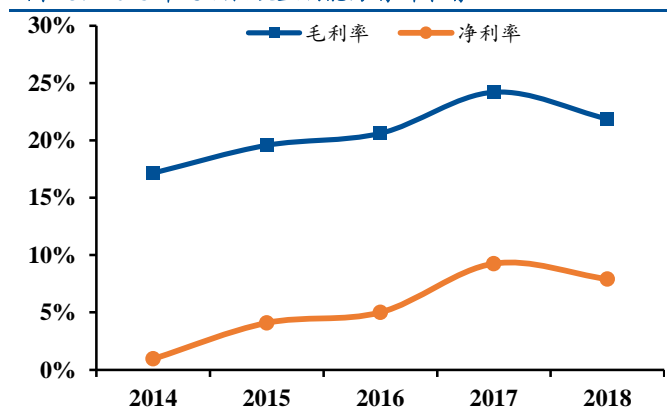
图 27: 2019Q1 造纸板块利润端承压 (亿元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

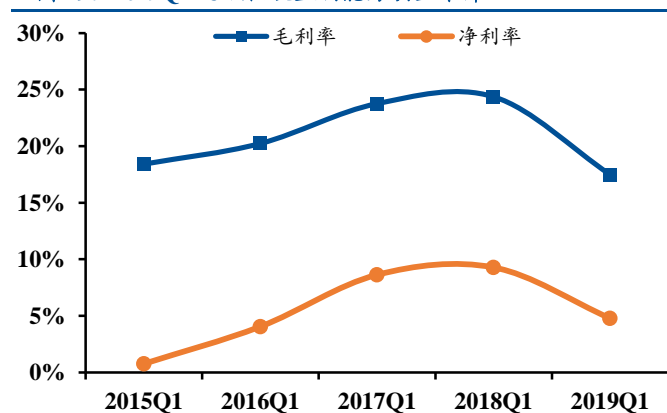
盈利能力方面,造纸板块毛利率与净利率在2014-2017年间持续上升,2018年开始下滑,毛利率同比下降2.33pct至21.86%,净利率下降1.35pct至7.90%;2019Q1盈利水平继续回落,毛利率同比下降6.88pct至17.48%,净利率下降4.50pct至4.77%。

图 28: 2018 年造纸板块盈利能力有所下滑



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 29: 2019Q1 造纸板块盈利能力明显下降



资料来源: Wind, 民生证券研究院

### 3、品牌企业产能释放推动业绩增长

太阳纸业 10 万吨木屑浆和 40 万吨半化学浆生产线在 2019 年进入稳定生产期, 20 万

吨本色高得率生物质纤维项目预计将于 2019 年下半年投产，有效降低废纸采购量，进一步加强成本端优势；此外，老挝 30 万吨化学浆（转产溶解浆）、邹城 80 万吨包装纸项目将在 19 年稳定产出，贡献业绩增量。

晨鸣纸业海鸣矿业菱镁矿项目一期已于 2018 年 1 月份成功投运；寿光美伦 51 万吨高档文化纸项目已于 2018 年 8 月底投产；黄冈晨鸣 30 万吨化学木浆项目已于 2018 年 11 月中旬投产；寿光美伦 40 万吨化学木浆项目也进入生产调试阶段。上述产能有望于 19 年放量，增厚业绩的同时进一步提升木浆自给率。此外，19 年 1 月公司公告称将与长城国瑞证券战略合作剥离融资租赁业务。公司估值因融资租赁业务受到压制，剥离后公司进一步聚焦主业，估值亦有望得到修复。

中顺洁柔 KA/GT/AFH/EC 等渠道全面发力，同时不断研发推出 Face、Lotion、自然木、新棉初白等新品（销售占比达 60% 以上）推动业绩快速增长。未来公司将持续强化渠道，通过车铺车销、一日一店一改善，以及门店陈列与库存进行抢、占、挤、压等具体动作执行进一步提升渠道竞争力。此外，公司成本端亦将受益浆价下跌。

山鹰纸业推进国际化业务布局，海外方面，北欧纸业具备 26 万吨纸产能及 24 万吨浆产能，公司通过收购北欧纸业进入食品级包装纸市场；美国凤凰纸业具备 30 万吨文化纸及 36 万吨纸浆产能，改造后公司将在美国拥有 36 万吨高端牛卡纸产能。国内方面，华中基地一、二期顺利推进，项目有望于今年完工，达产后年产能可达 127 万吨，新增产能有望增厚公司业绩。

表 1：2018 年山鹰纸业业绩保持高速增长

公司名称	营业收入 (亿元)	营收同比 增速	归母净利 (亿元)	归母净利润 同比增速	毛利率	毛利率 同比变化	净利率	净利率 同比变化
太阳纸业	217.68	15.21%	22.38	10.54%	23.45%	-2.58%	10.30%	-1.61%
晨鸣纸业	288.76	-2.02%	25.10	-33.41%	31.27%	-1.79%	8.88%	-3.87%
中顺洁柔	56.79	22.43%	4.07	16.60%	34.07%	-0.86%	7.17%	-0.36%
山鹰纸业	243.67	39.48%	32.04	59.04%	23.05%	0.04%	14.10%	2.54%

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 2：2019Q1 中顺洁柔业绩实现较快增长

公司名称	营业收入 (亿元)	营收同比 增速	归母净利 (亿元)	归母净利润 同比增速	毛利率	毛利率 同比变化	净利率	净利率 同比变化
太阳纸业	54.51	8.13%	3.80	-38.34%	17.70%	-9.83%	6.99%	-6.65%
晨鸣纸业	61.60	-14.94%	0.38	-95.12%	23.03%	-12.17%	0.63%	-10.14%
中顺洁柔	15.41	25.78%	1.23	25.18%	34.01%	-4.83%	8.01%	-0.04%
山鹰纸业	52.16	-3.74%	4.58	-24.33%	19.78%	-1.49%	8.63%	-2.54%

资料来源：Wind，民生证券研究院

## （二）家具：产品由单品走向全屋，渠道重要性愈发凸显

### 1、产品由单品走向全屋，渠道重要性愈发凸显

产品由单品走向全屋。我国定制家具行业萌芽于上世纪 90 年代，经过十余年的发展，

如今的一线企业在 2000 年初逐渐完成单品类布局。2014 年前后各品牌开始发力品类延伸，2017 年一线定制家具企业集中上市，开始加强品类协同，行业开启全屋定制时代。

表 3: 主要公司业务延伸路径

公司	业务延伸路径	2018 年各品类业绩情况
欧派家居	厨柜→卫浴→衣柜→木门	厨柜收入 57.65 亿元，同比增长 7.67% 衣柜收入 41.48 亿元，同比增长 25.86% 卫浴收入 4.53 亿元，同比增长 49.51% 木门收入 4.75 亿元，同比增长 47.69%
索菲亚	衣柜→厨柜→木门→家具家品	衣柜收入 60.61 亿元，同比增长 17.52% 橱柜收入 7.09 亿元，同比增长 20.05% 家具家品收入 3.33 亿元，同比增长 16.07% 木门收入 1.58 亿元，同比增长 116.47%
尚品宅配	全屋→配套→整装	定制家具收入 50.18 亿元，同比增长 17.22% 配套家具收入 11.19 亿元，同比增长 42.47% 整装业务收入 1.94 亿元，同比增长 8401.91%
好莱客	衣柜→厨柜→木门→成品配套	衣柜收入 19.86 亿元，同比增长 10.76% 橱柜收入 2470 万元，木门实现收入 708 万元 成品配套收入 7199 万元，同比增长 89.11%
志邦家居	厨柜→衣柜→木门	厨柜收入 19.28 亿元，同比增长 2.74% 衣柜收入 4.30 亿元，同比增长 91.62% 木门收入 779 万元
金牌厨柜	厨柜→衣柜→木门	厨柜收入 15.36 亿元，同比增长 10.77% 衣柜收入 1.38 亿元，同比增长 484.04% 木门收入 35 万元
顾家家居	沙发→功能沙发→床类产品→定制家具	沙发收入 51.44 亿元，同比增长 39.31% 床类产品收入 11.32 亿元，同比增长 27.80% 定制家具收入 2.12 亿元，同比增长 145.77%

资料来源：各公司年报、公告，民生证券研究院

**行业进入流量争夺时代。**一方面，地产增速下行影响家具购买需求，进而影响进店客流。另一方面，部分家装公司如东易日盛、金螳螂也相继推出自有定制家具品牌，行业流量竞争压力逐渐加大。在此背景下，企业也越发重视引流方面的布局，目前零售业务中主要有三种方式。第一，线上电商引流+线下门店扩张+营销套餐。年轻一代更倾向于在网上浏览、比对、选购商品，同时家具消费具备体验及服务属性，需要客户到店消费，因此线上引流+线下渠道扩张能有效拓宽客户接触面，而营销套餐也更能引人注意，达到引流效果。第二，各品类间互相引流。定制橱柜位于衣柜更前端，由橱柜向衣柜引流更为顺畅，如定制衣柜企业索菲亚、好莱客相继发力橱柜业务实现品类间互相引流。此外，成品家具如沙发、地板等品类的选购时间大致和衣柜同步，因此顾家家居、德尔未来分别收购班尔奇定制、百得胜衣柜，加强成品和定制的相互引流。第三，家装向家具引流。如各品牌门店和家装公司合作，或者品牌自身布局前端开展整装业务，典型代表是尚品宅配，以整装云和自营整装卡位前置流量。

**家具企业加速拓展渠道，扩大客户接触面。**17 年定制家具企业集中上市，同时也借助资本力量加大门店布局力度，新铺店面在 18 年逐步经营成熟，有望迎来收获期。18 年定制家具

上市公司继续加速渠道布局，如索菲亚各品类开店速度均有所提升，欧派家居、志邦家居、好莱客均计划加速开设衣柜专卖店，尚品宅配加速推进经销门店建设。加速开店是各品牌对流量争夺的一种表现，但短期来看门店数较少的品类开店红利仍然存在。

表 4：定制家具企业今年加盟渠道开店速度均有所加快

公司	2017 年门店	2018 年门店	2018 年净增门店
欧派家居	欧派橱柜 2150 家，欧派衣柜 1842 家，欧铂丽 839 家，欧派大家居 65 家，欧派卫浴 443 家，木门 634 家，墙饰 373 家	欧派橱柜 2276 家，欧派衣柜 2113 家，欧铂丽 935 家，欧派卫浴 559 家，木门 825 家（未披露大家居店、墙饰店）	欧派橱柜净增 126 家，欧派衣柜净增 271 家，欧铂丽净增 96 家，卫浴净增 116 家，木门净增 191 家
索菲亚	索菲亚专卖店 2200 家，司米 720 家，米兰纳 95 家，大家居融合店 20 家	索菲亚专卖店 2510 家，司米 822 家，米兰纳 128 家，大家居融合店 98 家	索菲亚专卖店净增 310 家，司米净增 102 家，米兰纳净增 33 家，大家居融合店净增 78 家
尚品宅配	加盟店 1557 家，直营店 85 家	加盟店 2100 家，直营店 101 家	加盟店净增 543 家，直营店净增 16 家
志邦家居	橱柜 1335 家，衣柜 395 家，IK 全屋定制 29 家	橱柜 1487 家，衣柜 726 家，木门 117 家，IK 全屋定制 33 家	橱柜净增 152 家，衣柜净增 331 家，木门净增 117 家，IK 全屋定制净增 4 家
金牌厨柜	橱柜专卖店 1130 家，桔家衣柜专卖店 120 家	橱柜专卖店 1413 家，桔家衣柜专卖店 337 家，桔家木门专卖店 9 家	橱柜专卖店净增 283 家，桔家衣柜专卖店净增 217 家，桔家木门专卖店净增 9 家
好莱客	经销店 1489 家，直营店 22 家	经销店 1745 家，直营店 21 家（橱柜完成 500 家店面上样，木门接受逾 300 家店面上样申请）	经销店净增 256 家，直营店净减 1 家
皮阿诺	橱柜经销店 716 家，衣柜经销店 387 家	橱柜、衣柜经销店共 1256 家	合计净增 153 家
我乐家居	橱柜专卖店 700 家，全屋专卖店 362 家	橱柜专卖店 787 家，全屋专卖店 496 家	橱柜专卖店净增 87 家，全屋专卖店净增 134 家

资料来源：各公司 2018 年年报、投资者关系活动记录表，民生证券研究院

## 2、18 年业绩承压，19Q1 利润端增速回升

2018 年家具板块收入端保持增长，实现营业收入 938.46 亿元，同比增长 16.00%；利润端承压，实现归母净利润 61.03 亿元，同比减少 24.06%。2019Q1 实现营收、归母净利润 203.38 亿元、13.77 亿元，分别同比增长 13.59%、28.87%，利润端增速有所回升。

图 30：2018 年家具板块营收增速放缓（亿元）

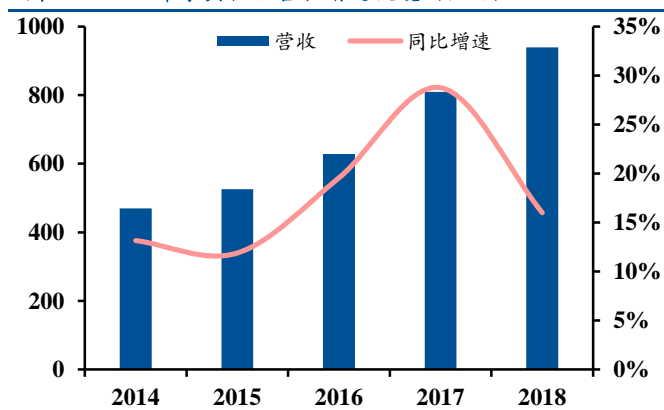
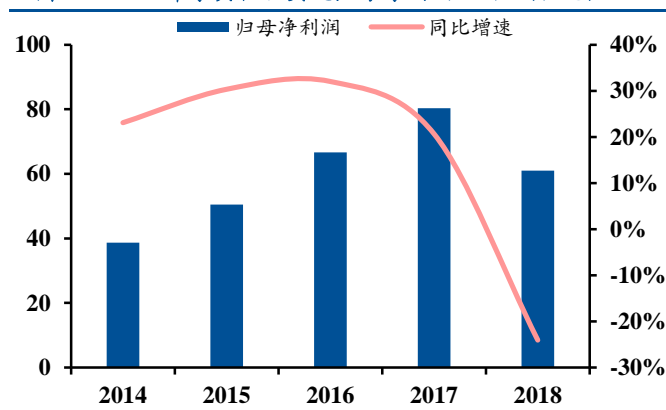
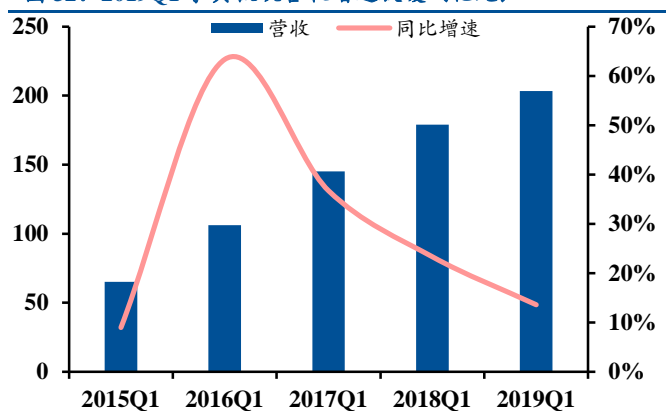


图 31：2018 年家具板块实现归母净利润 61 亿（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

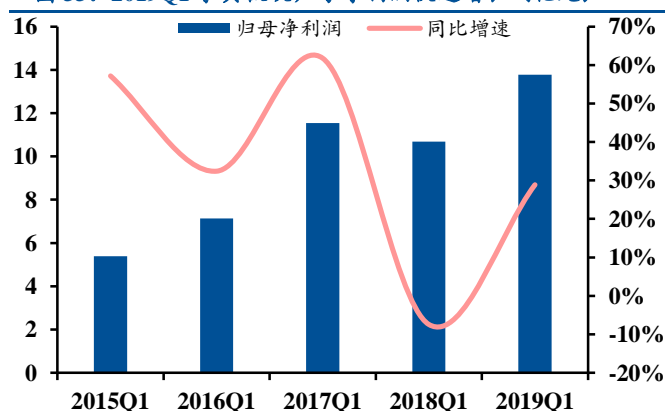
图 32：2019Q1 家具板块营收增速放缓（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

资料来源：Wind，民生证券研究院

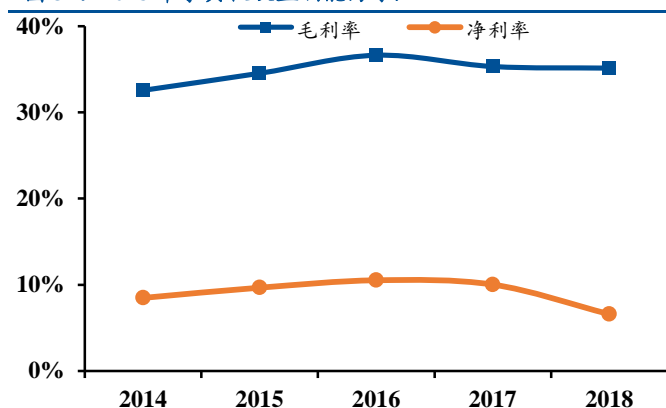
图 33：2019Q1 家具板块归母净利润快速增长（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

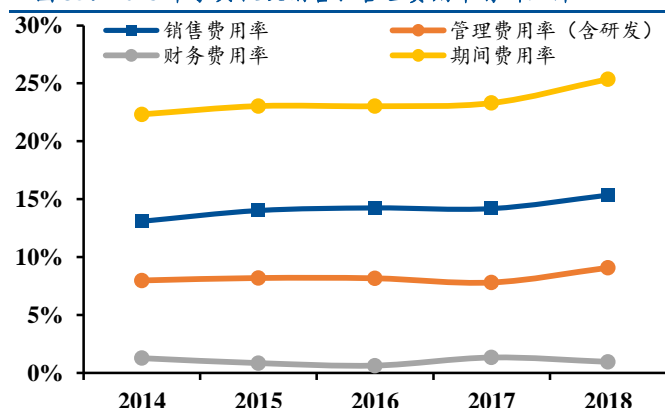
盈利能力方面，2018 年家具板块毛利率保持相对稳定，同比微降 0.18pct 至 35.13%，期间费用率同比上升 2.06pct 至 25.36% 使净利率下降 3.43pct 至 6.59%。

图 34：2018 年家具板块盈利能力承压



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 35：2018 年家具板块销售、管理费用率有所上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

2019Q1 家具板块销售、管理费用率（含研发）分别上升 0.91pct、0.57pct 至 16.62%、9.79%，财务费用率下降 0.65pct 至 1.10%，期间费用率整体小幅上升 0.82pct 至 27.51%。盈利水平方面，毛利率同比提升 1.07pct 至 34.45%，净利率提升 0.59pct 至 6.70%。

图 36：2019Q1 家具板块盈利能力有所改善

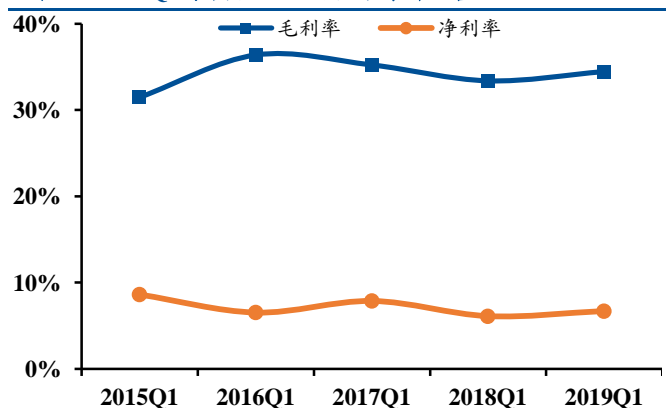
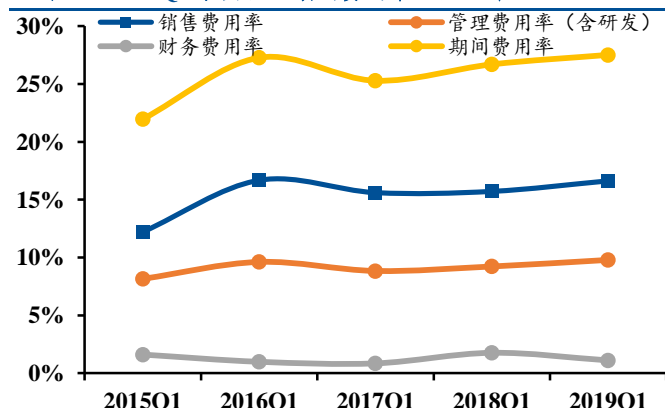


图 37：2019Q1 家具板块期间费用率小幅上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

资料来源：Wind，民生证券研究院

### 3、品牌家具企业业绩保持稳健增长

**欧派家居**快速推进整装、电商、国美、社区等多层次渠道建设。线下渠道方面，橱柜、衣柜、卫浴、木门分别净增 126、271、116、191 家至 2276、2113、559、825 家；欧铂丽经销商进行优化调整，门店优化率达 13%，全年净增 96 家至 935 家，国美店、社区店试点也初见成效。线上方面，电商渠道引流有效赋能零售终端，其中橱柜电商引流业绩销售占比达 20%，木门电商引流接单业绩达 1.13 亿，同比增长 159%。

**索菲亚** 2018 年衣柜收入 60.61 亿元，规模行业第一，且衣柜毛利率保持较高水平，2018 年高达 40.03%；司米橱柜 2017 年实现收入 7.09 亿元，规模快速扩大实现扭亏为盈，未来有望成为公司新的利润增长点。

**尚品宅配**各项业务稳步推进，定制家具全年实现收入 50.18 亿元，同比增长 17.22%，其中橱柜与老板方太深度合作，推出 9999 厨房套餐带动全年销售，橱柜收入增长约 26%；衣柜、全屋柜不断推出新品，全年收入分别同比增长 19%、15%。配套家具持续更新迭代，通过买手模式拓展软装饰品，目前配套业务已形成大配套、新配套、微商城三大战略布局。全年实现收入 11.19 亿元，同比增长 42.47%，营收占比提升 2.1pct 至 16.8%。O2O 引流服务实现收入 1.54 亿元，同比增长 41.49%；整装业务有序推进，全年实现收入 1.94 亿元，同比增长 8402%。

**顾家家居**外销国家战略与大客户战略效果显著，18 年公司外销收入 35.00 亿元，同比增长 56.71%，占比提升 9pct 至 38%。内销方面，公司深耕三四线市场，通过融合店及定制+软体拎包入住店创新营销模式，LAZBOY 业务与定制业务亦取得良性发展，18 年内销实现收入 52.10 亿元，同比增长 29.07%。渠道方面，报告期内公司自主品牌直营店净增 19 家至 207 家，经销店净增 937 家至 4015 家；其他品牌门店净增 185 家至 1854 家；总共净增 1141 家至 6076 家。产能方面，嘉兴王江泾年产 80 万标准套软体家具项目（一期）项目主体建设已基本接近尾声，预计 2021 年底前达产，达产后预计实现年收入 28.8 亿元。华中（黄冈）基地年产 60 万标准套软体及 400 万方定制家居产品项目已启动基建建设，计划 19 年底完工，预计 2022 年底前达产，预计实现年产值 30 亿元。

**好莱客**积极推进多元化渠道。经销渠道方面，公司积极给予经销商产品折扣、建店装修补贴、广告对投、新零售拓展等支持，经销渠道贡献收入 19.92 亿元，同比增长 15.5%；其中同店增长约 13%，客单值增加约 10%，客户数量基本持平。店面数净增 256 家至 1745 家。分区域看，公司在 ABC 类城市门店数量分别占比分别为 15%、38%和 47%，贡献收入比例分别为 23%、43%和 34%，分别同比增长 15.9%、12.2%和 15.4%，A 类门店增速较快得益于 17 年以来针对性的优化调整策略。（2）直营渠道收入有所下滑，实现收入 0.96 亿元，同比下降 8.7%，店面数净减 1 家至 21 家。（3）大宗业务快速发展，实现收入 129.82 万元，同比增长 3271.6%，毛利率同比提升 13.92pct 至 30.38%。此外，公司亦与齐家网达成战略合作，有望借助齐家网流量进一步升级营销体系、赋能线下门店。

**志邦家居**持续推进渠道拓展、产能扩张、信息化建设。渠道方面，公司全年净增 604

家门店至 2363 家，其中橱柜净增 152 家至 1487 家，衣柜净增 331 家至 726 家，木门净增 117 家（其中品类融合店 88 家），IK 全屋定制净增 4 家至 33 家。19 年公司将继续推进渠道下沉，计划新开橱柜 150 家、木门 100 家、全屋定制 350 家。产能方面，随着“橱柜一期数字化工厂”及“180 衣柜一期数字化工厂”顺利投产，公司已实现整体橱柜年产能 32 万套、全屋定制年产能 20 万套。信息化方面，公司推进信息化与工业化融合，2018 年各生产线生产周期减少 20%-50%，板材利用率达 86%，生产效益得到进一步提升。

**金牌厨柜**全年净增门店 509 家至 1759 家，其中橱柜净增 283 家至 1413 家，衣柜净增 217 家至 337 家，木门净增 9 家。今年公司将加快渠道拓展及创新，加强布局国美、百安居等新渠道同时探索存量房旧厨换新市场。产能方面，公司拟发行可转债募集不超过 3.92 亿元建设同安四期项目及江苏金牌二期项目，扩充橱衣木门产能，达产后预计新增年收入 11.6 亿元。

表 5：2018 年品牌家具企业营收实现稳健增长

公司名称	营业收入 (亿元)	营收同比 增速	归母净利 (亿元)	归母净利润 同比增速	毛利率	毛利率 同比变化	净利率	净利率 同比变化
欧派家居	115.09	18.53%	15.72	20.90%	38.38%	3.85%	13.66%	0.28%
索菲亚	73.11	18.66%	9.59	5.77%	37.57%	-0.59%	13.19%	-1.49%
尚品宅配	66.45	24.83%	4.77	25.53%	43.68%	-1.43%	7.18%	0.04%
顾家家居	91.72	37.61%	9.89	20.29%	36.37%	-0.89%	10.97%	-1.49%
曲美家居	28.92	37.88%	-0.59	-124.04%	42.41%	3.54%	-1.96%	-13.67%
好莱客	21.33	14.46%	3.82	9.84%	39.56%	1.22%	17.92%	-0.75%
志邦家居	24.33	12.80%	2.73	16.51%	35.96%	1.05%	11.22%	0.36%
金牌厨柜	17.02	18.01%	2.10	26.05%	39.00%	-0.14%	12.35%	0.78%

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 6：2019Q1 欧派家居、顾家家居业绩实现较快增长

公司名称	营业收入 (亿元)	营收同比 增速	归母净利 (亿元)	归母净利润 同比增速	毛利率	毛利率 同比变化	净利率	净利率 同比变化
欧派家居	22.03	15.57%	0.92	25.14%	34.22%	0.31%	4.18%	0.32%
索菲亚	11.85	-4.67%	1.07	3.69%	34.39%	-0.36%	8.09%	1.19%
尚品宅配	12.74	15.66%	-0.23	-31.56%	41.59%	-0.55%	-1.80%	1.19%
顾家家居	24.60	32.79%	2.95	10.04%	34.73%	-1.72%	12.10%	-2.96%
曲美家居	10.05	154.79%	0.12	-57.91%	46.71%	10.43%	2.00%	-5.08%
好莱客	3.62	5.22%	0.38	8.17%	39.31%	0.57%	10.11%	-0.20%
志邦家居	4.14	5.20%	0.32	4.91%	37.92%	1.11%	7.64%	-0.02%
金牌厨柜	2.78	6.18%	0.19	2.68%	34.64%	-4.95%	6.83%	-0.26%

资料来源：Wind，民生证券研究院

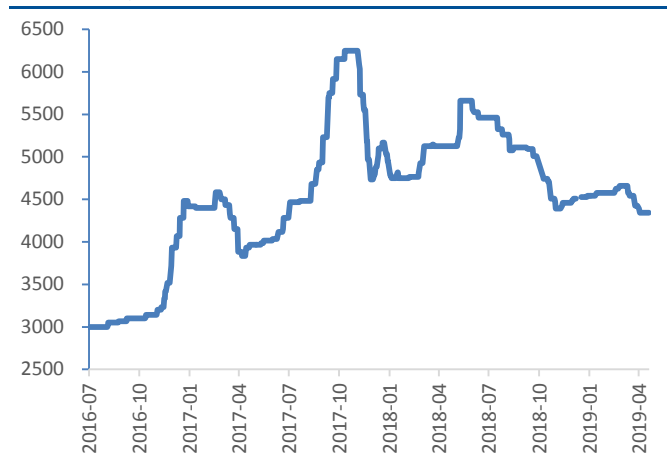
### （三）包装：成本端压力减轻，收入端加速增长

#### 1、包装：成本端压力减轻，收入端加速增长

**纸包装：**经历 17 年包装纸价大幅上涨后，18 年纸价明显回落，其中箱板纸从年中高点的约 5650 元/吨跌至约 4500 元/吨，瓦楞纸从年中高点的约 5200 元/吨跌至约 3800 元/

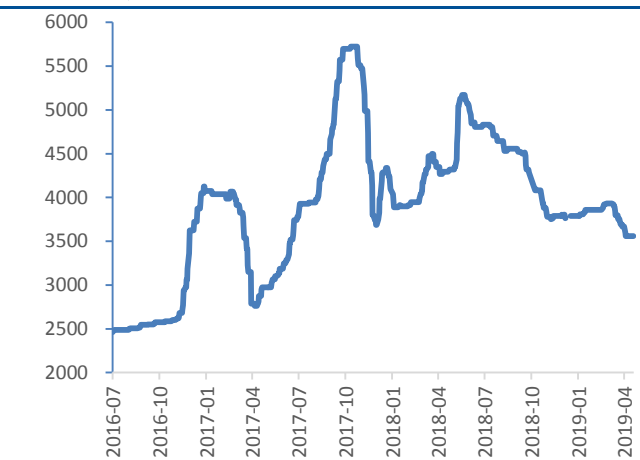
吨，包装企业成本端压力减轻。

图 38：18 年箱板纸价明显下跌（元/吨）



资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

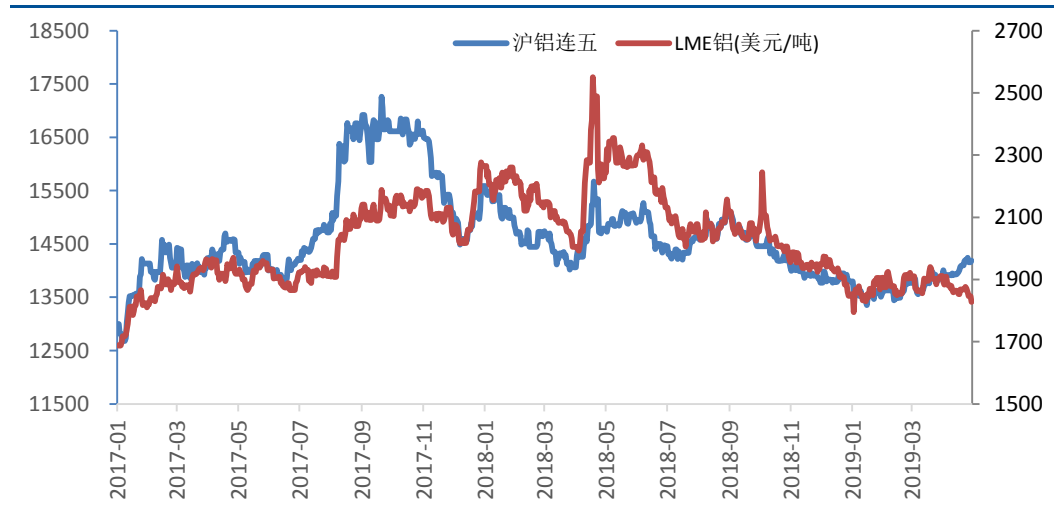
图 39：18 年瓦楞纸价明显下跌（元/吨）



资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

**金属包装：**竞争格局方面，18 年奥瑞金收购波尔进一步提升行业集中度，目前奥瑞金+波尔、中粮、昇兴、宝钢、皇冠合计占据约 70% 市场份额。成本端方面，18 年中以来沪铝、伦铝价格持续下跌，其中沪铝连五价格由高点的约 15000 元/吨降至约 13000 元/吨，伦铝由高点的约 2400 美元/吨降至约 1800 美元/吨，制罐企业成本端压力减轻。

图 40：18 年中以来沪铝、伦铝价格持续下跌



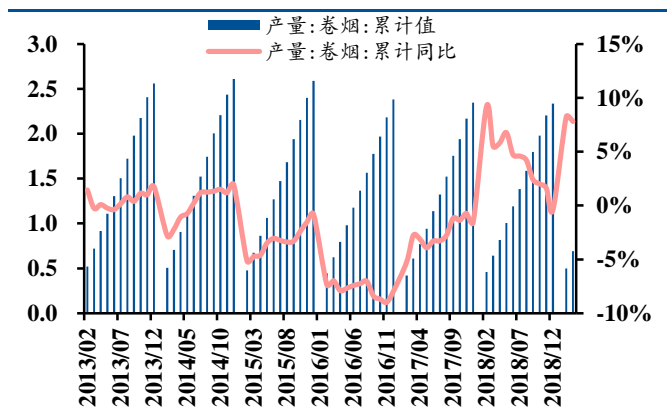
资料来源：Wind，民生证券研究院

**烟标：**18 年以后烟草行业库存持续去化，库存增速中枢相较 11-15 年明显下移。产量方面，18 年烟草产量恢复正增长。19Q1 产量 6911 亿支，同比增长 7.8%；同期行业去库效果明显，库存较年初下降 11.2%。19 年库存压力趋缓，产量有望保持持续增长。

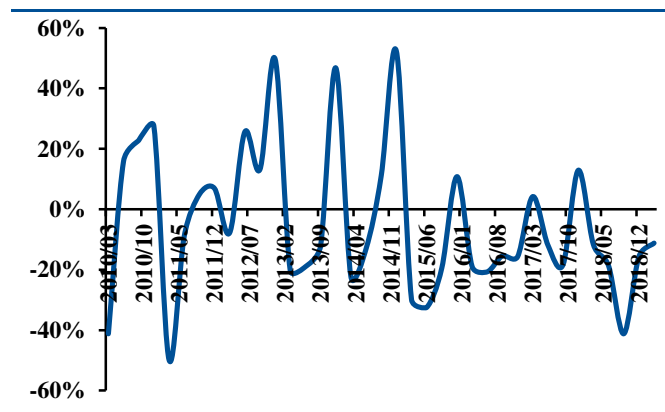
图 41：18 年以来烟草产量恢复增长

图 42：2018 年以来烟草库存持续去化





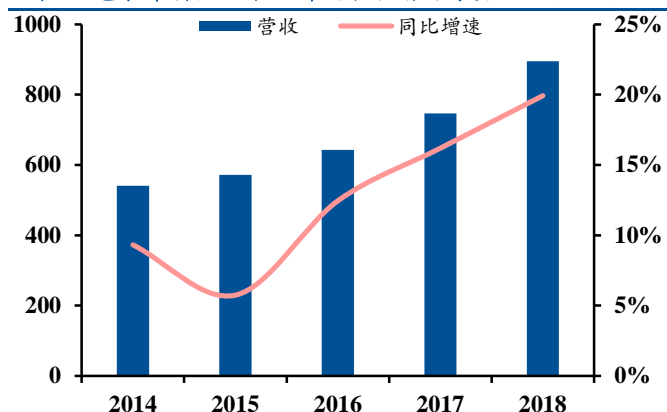
资料来源：Wind，民生证券研究院



资料来源：Wind，民生证券研究院

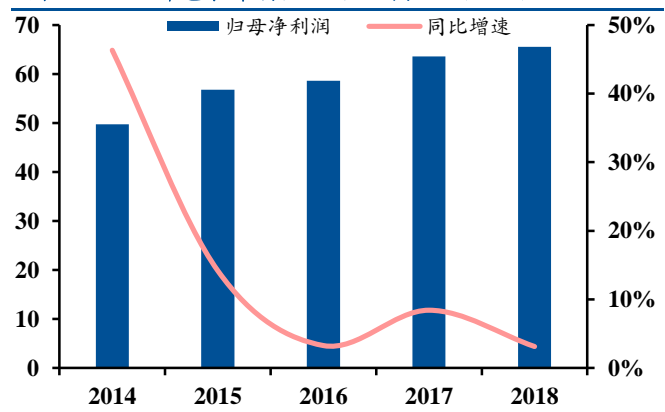
包装印刷板块自 2015 年起营收增速持续加快，2018 年实现营业收入 895.18 亿元，同比增长 19.92%；实现归母净利润 65.55 亿元，同比增长 3.13%，增速有所放缓。2019Q1 包装印刷板块收入端增速放缓、利润端增速回升，实现营业收入、归母净利润 223.55 亿元、17.48 亿元，分别同比增长 15.50%、9.74%。

图 43: 包装印刷板块自 15 年起营收增速持续加快 (亿元)



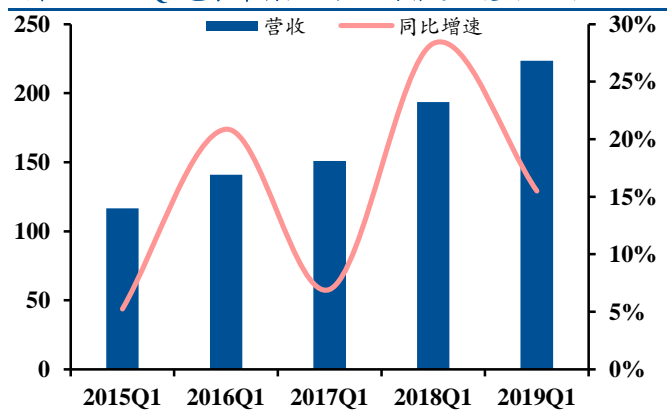
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 44: 2018 年包装印刷板块利润端承压 (亿元)



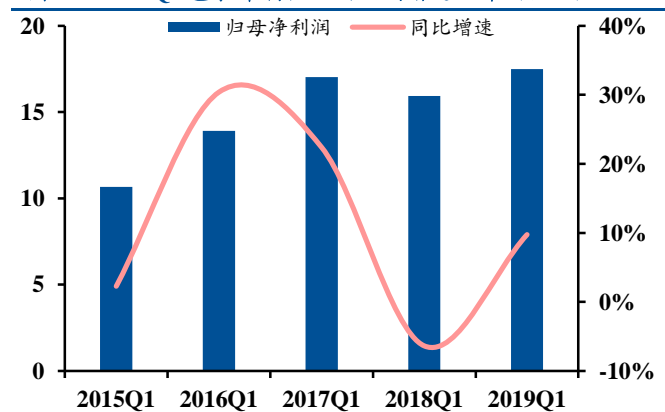
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 45: 2019Q1 包装印刷板块收入端增速放缓 (亿元)



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 46: 2019Q1 包装印刷板块利润端增速回升 (亿元)

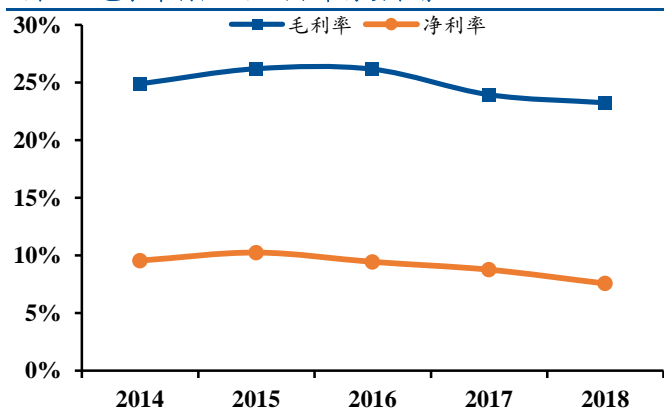


资料来源：Wind，民生证券研究院

盈利能力看方面，包装印刷板块近 4 年盈利水平持续下滑，2018 年毛利率同比下滑 0.70pct 至 23.24%，净利率下降 1.20pct 至 7.56%。2019Q1 毛利率下滑 0.27pct 至 23.11%，

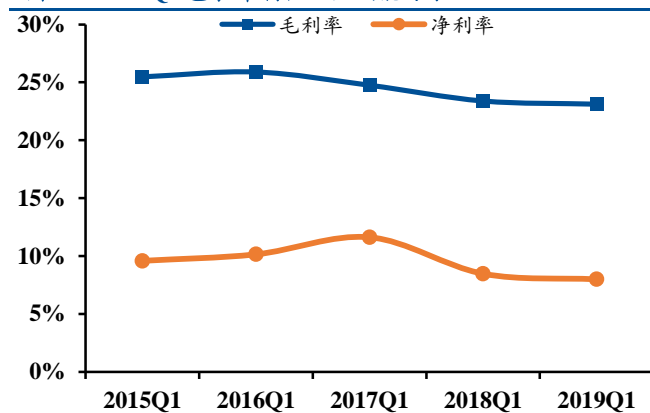
净利率下滑 0.48pct 至 7.99%。

图 47: 包装印刷板块盈利水平持续下滑



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 48: 2019Q1 包装印刷板块盈利能力承压



资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 2、积极拓展新客户驱动收入增长

**合兴包装**持续推进大客户战略,同时 PSCP 包装云平台继续发力,收入端实现较快增长;此外,之前公司收购合众创亚(亚洲)有望加强在华东、华北、西南等区域布局,订单协同、生产协同有望进一步提升双方经营效率。

**裕同科技**外延进入塑包及烟标领域,客户结构逐步多元化。2018 年公司多项外延并购落地,收购武汉艾特切入烟标业务、拟收购江苏德晋 70% 股权进入塑包领域,同时投入不超过人民币 6 亿元拓展宜宾环保纸塑项目。此外,公司加大对智能硬件、烟酒、大健康等市场的开发力度,拓展茅台、五粮液、四川中烟等优质大客户,部分订单逐渐落地放量。2018 年前五大客户收入同比下降 13.4pct 至 40.6%,客户结构逐步多元化。

**劲嘉股份**与四川宜宾丽彩集团签署战略合作协议,与四川宜宾五粮液精美印务共同出资设立嘉美包装,酒包装印后深加工业务将优先交由合资公司或劲嘉智能包装完成。此外,公司发布三年发展战略规划纲要聚焦大包装及新型烟草产业。公司于去年 8 月与云南中烟建立战略合作伙伴关系,同时与小米合资成立因味科技,在电子烟领域前瞻布局。

**奥瑞金**通过收购波尔亚太提升二片罐行业集中度,改善竞争格局,啤酒罐化率稳步提升亦给二片罐行业带来稳定需求。同时 18 年中以来铝、沪铝价格明显下跌,公司成本端有望受益。

表 7: 2018 年合兴包装、劲嘉股份业绩实现较快增长

公司名称	营业收入 (亿元)	营收同比增速	归母净利 (亿元)	归母净利润同比增速	毛利率	毛利率同比变化	净利率	净利率同比变化
合兴包装	121.66	39.08%	2.33	64.49%	12.54%	-1.79%	2.35%	0.17%
裕同科技	85.78	23.47%	9.46	1.47%	28.50%	-3.04%	11.41%	-2.01%
劲嘉股份	33.74	14.56%	7.25	26.27%	43.66%	-0.45%	24.17%	1.33%
奥瑞金	81.75	11.35%	2.25	-67.98%	25.79%	-1.80%	2.74%	-6.66%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

表 8: 2019Q1 合兴包装、劲嘉股份业绩增速较快

公司名称	营业收入 (亿元)	营收同比 增速	归母净利 (亿元)	归母净利润 同比增速	毛利率	毛利率 同比变化	净利率	净利率 同比变化
合兴包装	28.76	42.24%	0.68	38.92%	12.30%	0.55%	2.61%	-0.39%
裕同科技	17.85	10.54%	1.54	10.69%	27.09%	1.90%	8.98%	0.26%
劲嘉股份	10.10	24.08%	2.59	21.81%	43.81%	-3.33%	27.45%	-1.34%
奥瑞金	20.51	2.90%	2.37	10.98%	26.71%	-0.16%	11.54%	1.01%

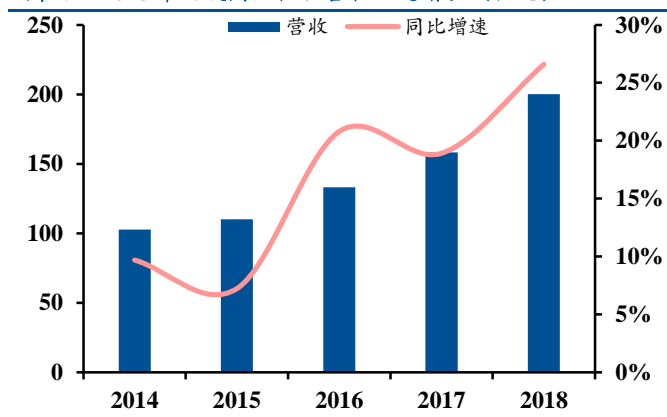
资料来源: Wind, 民生证券研究院

## (四) 文娱用品: 业绩增长加速, 盈利能力同比改善

### 1、业绩增长加速, 19Q1 盈利能力同比改善

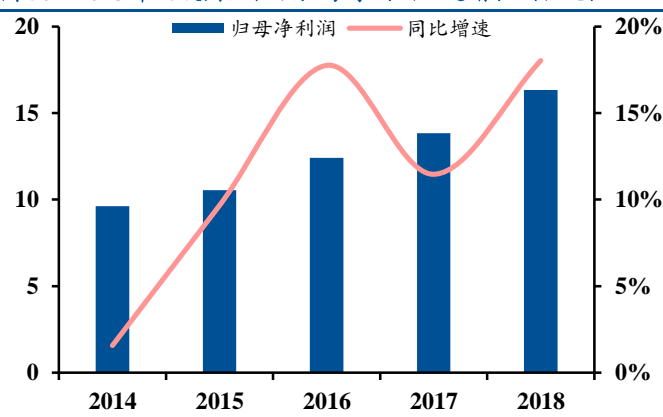
2018 年文娱用品板块业绩加速增长, 实现营收、归母净利润 200.20 亿元、16.33 亿元, 分别同比增长 26.59%、18.03%。2019Q1 板块业绩继续保持较快增速, 实现营收、归母净利润 52.98 亿元、4.76 亿元, 分别同比增长 34.74%、41.98%。

图 49: 2018 年文娱用品板块营收加速增长 (亿元)



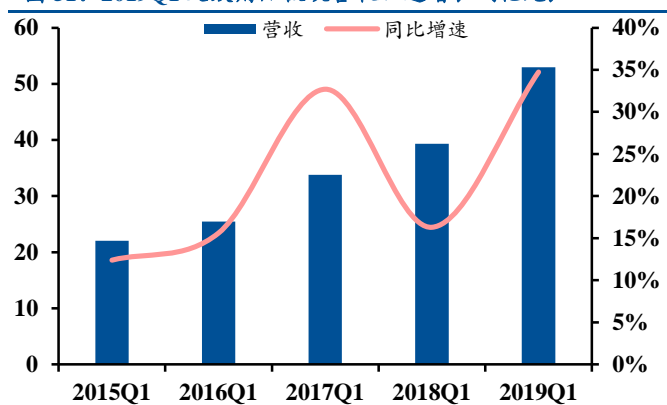
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 50: 2018 年文娱用品板块归母净利润加速增长 (亿元)



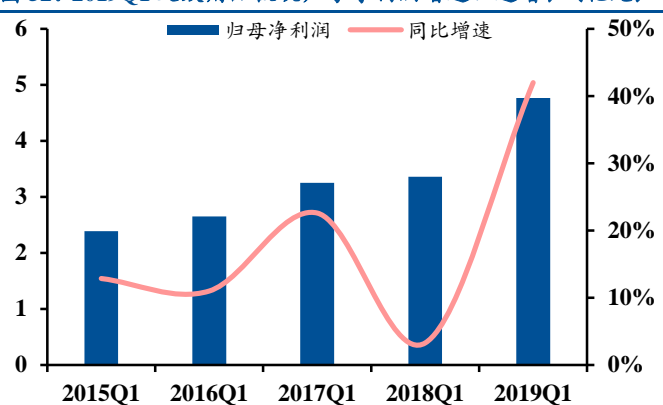
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 51: 2019Q1 文娱用品板块营收加速增长 (亿元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

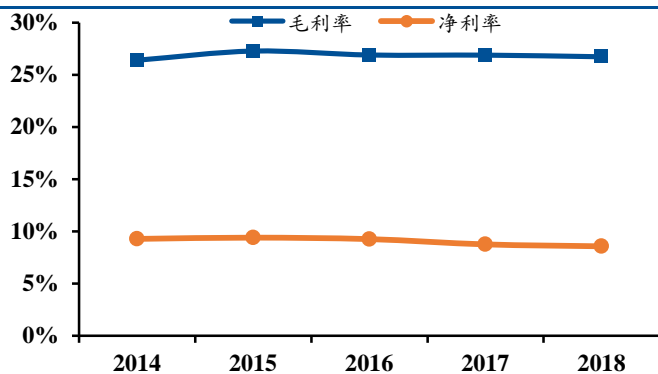
图 52: 2019Q1 文娱用品板块归母净利润增速加速增长 (亿元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

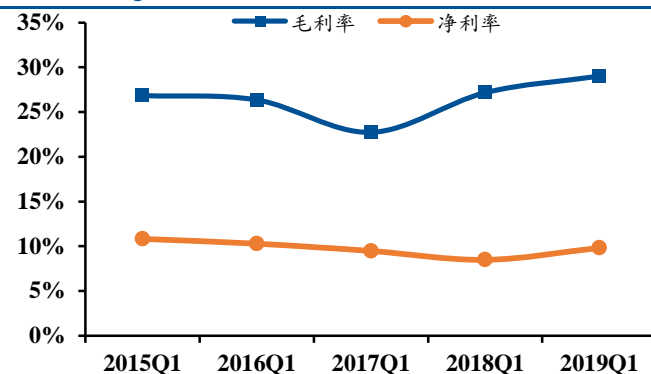
盈利能力方面, 近年文娱用品板块毛利率、净利率保持相对稳定, 2018 年分别同比微降 0.16pct、0.18pct 至 26.72%、8.57%。2019Q1 盈利能力同比改善, 毛利率提升 1.85pct 至 29.01%, 净利率提升 1.34pct 至 9.81%。

图 53: 近年文娱用品板块盈利水平相对稳定



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 54: 2019Q1 文娱用品板块盈利能力同比改善



资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 2、渠道优化与升级助力公司成长

晨光文具一方面推进营销网络和渠道的优化与升级,截至 2018 年底公司在全国拥有 35 家一级(省级)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,较 2017 年底净增加约 1000 家,全年传统业务实现 16% 增长。另一方面公司积极发展晨光生活馆、九木杂物社、晨光科力普、晨光科技等新业务模式,其中科力普全国供应链体系初见成效、大客户订单不断落地,全年实现收入 25.86 亿元,同比增长 106%。晨光生活馆(含九木)快速发展, Q3 开放加盟, 2018 年净增门店 78 家至 255 家,目前已进驻 32 个城市,实现收入 3.06 亿元,同比增长 49%;实现净利润-3030 万元,相比去年减亏 1085 万元。

表 9: 2018 年、2019Q1 晨光文具业绩快速增长

时间	公司名称	营业收入 (亿元)	营收同比 增速	归母净利润 (亿元)	归母净利润 同比增速	毛利率	毛利率 同比变化	净利率	净利率 同比变化
2018 年	晨光文具	85.35	34.26%	8.07	27.25%	25.83%	0.10%	9.47%	-0.40%
2019Q1	晨光文具	23.56	28.00%	2.59	26.42%	27.07%	-0.12%	11.02%	0.16%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 三、投资建议

### 1、欧派家居: 品类布局完善, 渠道拓展与信息化建设助力公司成长

品类布局最为完善,多品类多点开花。公司是国内定制家居领军企业,旗下有橱柜、衣柜、卫浴、木门、壁纸等品类,在行业中品类布局较为完善。分品牌看,18 年欧派实现收入 103.94 亿元,同比增长 16.9%;欧铂丽完成代理商调整、深化套餐营销,通过搭建天猫平台为全国门店引流,全年实现收入 4.62 亿元,同比增长 32.0%;欧铂尼木门打通橱柜衣柜花色,加强对经销商帮扶,实现收入 4.75 亿元,同比增长 47.7%。分产品看,橱柜推出整装、旧厨改造等新模式,实现收入 57.65 亿元,同比增长 7.67%,其中整装接单业绩突破 3.5 亿;衣柜持续优化 19800 套餐,增加送床垫、保险柜等活动,实现收入 41.48 亿元,同比增长 25.86%;淋浴房、智能马桶等单品快速增长,全卫空间定制解决方案日趋完善,卫浴实现收入 4.53 亿元,同比增长 49.51%。

**经销商渠道拓展与信息化建设持续推进, 夯实增长基础。**渠道方面, 公司快速推进整装、电商、国美、社区等多层次渠道建设。18 年橱柜、衣柜、卫浴、木门分别净增 126、271、116、191 家至 2276、2113、559、825 家; 欧铂丽经销商进行优化调整, 门店优化率达 13%, 全年净增 96 家至 935 家, 国美店、社区店试点也初见成效。线上方面, 电商渠道引流有效赋能零售终端, 其中橱柜电商引流业绩销售占比达 20%, 木门电商引流接单业绩达 1.13 亿, 同比增长 159%。信息化方面, 公司全新规划综合橱、衣、木、卫四大定制品类的统一订单 3D 设计平台、订单拆单管理平台、订单销售管理平台、订单运营管理平台、订单制造执行管理平台及订单物流管理平台, 有望进一步提升经营效率, 夯实增长基础。

**整装大家居有望再添增长动力。**公司积极推进整装大家居, 要求所有地级以上城市经销商拓展整装渠道, 总部也在产品、价格上做出调整, 以便于当地经销商和家装公司合作。此外, 公司和全国性及区域性的整装公司如生活家、靓家居达成战略框架协议, 以整装大家居的形式切入。目前整装大家居已在 20 多个城市开始试点, 取得良好效果, 整装大家居有望再添公司发展动力。

公司是定制家具行业的领军企业, 我们看好大家居对全品类的整合以及整装大家居对业绩的推动, 预计公司 2019、2020、2021 年能够实现基本每股收益 4.48 元、5.30 元、6.17 元, 对应 PE 分别为 25X、22X、18X。维持公司“推荐”评级。

## 2、顾家家居: 品类扩张效果显著, 对外资本运作加强竞争力

**品类扩张顺利, 配套产品、软床和床垫快速增长成为公司的重要业绩增长点。**2018 年沙发实现收入 51.44 亿元, 同比增长 39%; 床类产品实现收入 11.32 亿元, 同比增长 28%; 配套品实现收入 12.92 亿元, 同比增长 32%; 定制家具、红木家具分别实现收入 2.12 亿元、1.58 亿元, 分别同比增长 146%、40%。公司品类延伸效果显著, 多品类发力助力公司成长。

**加强对外资本运作, 提升公司竞争力。**(1) 2 月 26 日, 公司公告称其拟以自有资金 1.98 亿元投资居然之家 0.5447% 的股权, 加强 C 端渠道布局。(2) 2 月 28 日全资子公司顾家投资以 4156.5 万欧元收购德国软体家具企业 Rolf Benz 99.92% 股权, 进一步提升公司竞争力。(3) 3 月 22 日公司以 6500 万欧元收购意大利软体家具企业 Natuzzi 51% 股权, 公司通过与 Natuzzi 建立合资公司, 有望增加高端及中高端两个品牌系列 (Natuzzi Italia 和 Natuzzi Editions), 进一步丰富产品矩阵。(4) 3 月 26 日顾家投资以 7727.63 万澳元收购澳大利亚零售家具企业 Nick Scali 13.63% 股权, 扩大公司在澳洲的销售渠道。公司对外扩张加速, 在丰富产品线的同时也逐步完善国际化布局, 公司竞争力得到提升。

**渠道加速扩张, 产能建设持续推进。**渠道方面, 报告期内公司自主品牌直营店净增 19 家至 207 家, 经销店净增 937 家至 4015 家; 其他品牌门店净增 185 家至 1854 家; 总共净增 1141 家至 6076 家。产能方面, 嘉兴王江泾年产 80 万标准套软体家具项目 (一期) 项目主体建设已基本接近尾声, 预计 2021 年底前达产, 达产后预计实现年收入 28.8 亿元。华中 (黄冈) 基地年产 60 万标准套软体及 400 万方定制家居产品项目已启动基建建设, 计划 19 年底完工, 预计 2022 年底前达产, 预计实现年产值 30 亿元。

我们看好公司在沙发、寝具、定制家具等业务领域的持续布局，同时门店优化、产能扩张和大宗业务有望助力公司成长，预计公司 2019、2020、2021 年能够实现基本每股收益 2.02 元、2.40 元、2.79 元，对应 PE 分别为 17X、14X、12X。维持公司“推荐”评级。

### 3、晨光文具：传统业务稳健发展，科力普等新业务渐入佳境

**传统业务稳健发展，18 年同比增长 16%。**一方面，公司持续拓展经销渠道，目前已有“晨光系”零售终端超过 7.6 万家；另一方面，公司推动终端门店升级提升单店运营质量，提升精品文创占比改善产品结构，同时对新品提价，盈利能力有望稳中有升。

**新业务渐入佳境，18 年晨光科力普、晨光科技、晨光生活馆新业务保持同比增长 106% 的高增速。**（1）科力普全国供应链体系初见成效、大客户订单不断落地，全年实现收入 25.86 亿元，同比增长 106%。（2）晨光生活馆（含九木）快速发展，Q3 开放加盟，2018 年净增门店 78 家至 255 家，目前已进驻 32 个城市，实现收入 3.06 亿元，同比增长 49%。实现净利润-3030 万元，相比去年减亏 1085 万元。

**收购上海安硕拓展木杆铅笔业务，有望发挥协同效应。**上海安硕是木杆铅笔行业领先品牌，产品出口至全球超过 80 个国家和地区。2017 年安硕实现收入 7.36 亿元，净利润 881.46 万元，净利率 1.20%。2018 年前三季度亏损 6136 万元，但核心客户并未流失。公司通过收购安硕拓展木杆铅笔业务，在获得全球领先的木杆铅笔供应链资源的同时，安硕内销业务也有望借助公司的渠道及运营体系产生协同效应。

我们认为公司传统核心业务具备品牌和渠道护城河，看好科力普平台及生活馆模式的发展潜力，预计 2019、2020、2021 年实现基本每股收益 1.10、1.38、1.71 元，对应 PE 分别为 33X、26X、21X。维持公司“推荐”评级。

### 4、中顺洁柔：浆价下跌带来成本端改善，产品结构优化、渠道建设助力公司成长

**行业层面：**国内年人均用纸量为 5.6kg，对比发达国家 10-20kg 的水平仍有较大提升空间。此外，木浆价格高企迫使中小产能因成本端压力退出，行业竞争格局持续改善。

**公司层面：**（1）渠道：持续推进渠道下沉，目前已拥有经销商 2000 余家，覆盖全国 1100 余个区县市，但对比恒安 3000 家的规模仍有提升空间；（2）产品：不断研发推出 Face、Lotion、自然木、新棉初白等新品，销售占比已达 60% 以上。（3）成本：19Q1 公司毛利率环比提升 3.05pct，主因 18Q4 以来浆价大幅下跌以及 1 个季度左右浆库存影响。截至 3 月底青岛港、常熟港木浆库存分别为 110 万吨、63 万吨，分别同比上涨 96%、40%，尽管环比有所下降，但仍在历史高位，短期上涨存在压力；同时参考木浆期货价格已经趋向稳定，预计 19 年木浆价格中枢将相较 18 年明显下移，公司毛利率有望持续改善。

产品结构优化、产能释放、渠道不断下沉有望驱动公司成长，预计公司 2019、2020、2021 年实现基本每股收益 0.40、0.49、0.59 元，对应 PE 分别为 25X、21X、17X。维持公司“推荐”评级。

## 四、风险提示

原材料价格上涨、房地产销售增速下行、行业竞争加剧、终端需求不振。

## 插图目录

图 1: 轻工制造板块年初以来表现弱于大盘 .....	3
图 2: 年初以来包装印刷板块表现相对较好, 跑输大盘 0.93pct .....	3
图 3: 2018 年轻工行业营收增速放缓 (亿元) .....	4
图 4: 2018 年轻工行业实现归母净利润 193 亿 (亿元) .....	4
图 5: 2018 年轻工行业盈利水平有所下滑 .....	4
图 6: 2018 年轻工行业三费率均有小幅上升 .....	4
图 7: 2019Q1 轻工行业营收增速放缓 (亿元) .....	5
图 8: 2019Q1 轻工行业归母净利润增速放缓 (亿元) .....	5
图 9: 2019Q1 轻工行业毛利率相对稳定 .....	5
图 10: 2019Q1 销售、管理费用率同比上升 .....	5
图 11: 2018 年文娱用品板块业绩增速较快 .....	6
图 12: 2019Q1 文娱用品、家具板块业绩增速较快 .....	6
图 13: 18 年机制纸及纸板产量下降 1.5% (亿吨) .....	6
图 14: 18 年白板纸价明显下跌 (元/吨) .....	7
图 15: 18 年白卡纸价明显下跌 (元/吨) .....	7
图 16: 18 年箱板纸价明显下跌 (元/吨) .....	7
图 17: 18 年瓦楞纸价明显下跌 (元/吨) .....	7
图 18: 18 年双铜纸价明显下跌 (元/吨) .....	7
图 19: 18 年双胶纸价明显下跌 (元/吨) .....	7
图 20: 18 年国内废纸价格明显下跌 (元/吨) .....	8
图 21: 18 年国内木浆价格明显下跌 (元/吨) .....	8
图 22: 18 年外废共批复 1816 万吨 .....	8
图 23: 玖龙理文山鹰三者合计获批额度接近 60% .....	8
图 24: 2018 年造纸板块营收增速放缓 (亿元) .....	8
图 25: 2018 年造纸板块利润端承压 (亿元) .....	8
图 26: 2019Q1 造纸板块收入端承压 (亿元) .....	9
图 27: 2019Q1 造纸板块利润端承压 (亿元) .....	9
图 28: 2018 年造纸板块盈利能力有所下滑 .....	9
图 29: 2019Q1 造纸板块盈利能力明显下降 .....	9
图 30: 2018 年家具板块营收增速放缓 (亿元) .....	12
图 31: 2018 年家具板块实现归母净利润 61 亿 (亿元) .....	12
图 32: 2019Q1 家具板块营收增速放缓 (亿元) .....	13
图 33: 2019Q1 家具板块归母净利润快速增长 (亿元) .....	13
图 34: 2018 年家具板块盈利能力承压 .....	13
图 35: 2018 年家具板块销售、管理费用率有所上升 .....	13
图 36: 2019Q1 家具板块盈利能力有所改善 .....	13
图 37: 2019Q1 家具板块期间费用率小幅上升 .....	13
图 38: 18 年箱板纸价明显下跌 (元/吨) .....	16
图 39: 18 年瓦楞纸价明显下跌 (元/吨) .....	16
图 40: 18 年中以来沪铝、伦铝价格持续下跌 .....	16
图 41: 18 年以来烟草产量恢复增长 .....	16
图 42: 2018 年以来烟草库存持续去化 .....	16
图 43: 包装印刷板块自 15 年起营收增速持续加快 (亿元) .....	17
图 44: 2018 年包装印刷板块利润端承压 (亿元) .....	17



图 45: 2019Q1 包装印刷板块收入端增速放缓 (亿元)	17
图 46: 2019Q1 包装印刷板块利润端增速回升 (亿元)	17
图 47: 包装印刷板块盈利水平持续下滑	18
图 48: 2019Q1 包装印刷板块盈利能力承压	18
图 49: 2018 年文娱用品板块营收加速增长 (亿元)	19
图 50: 2018 年文娱用品板块归母净利润加速增长 (亿元)	19
图 51: 2019Q1 文娱用品板块营收加速增长 (亿元)	19
图 52: 2019Q1 文娱用品板块归母净利润增速加速增长 (亿元)	19
图 53: 近年文娱用品板块盈利水平相对稳定	20
图 54: 2019Q1 文娱用品板块盈利能力同比改善	20

## 表格目录

表 1: 2018 年山鹰纸业业绩保持高速增长	10
表 2: 2019Q1 中顺洁柔业绩实现较快增长	10
表 3: 主要公司业务延伸路径	11
表 4: 定制家具企业今年加盟渠道开店速度均有所加快	12
表 5: 2018 年品牌家具企业营收实现稳健增长	15
表 6: 2019Q1 欧派家居、顾家家居业绩实现较快增长	15
表 7: 2018 年合兴包装、劲嘉股份业绩实现较快增长	18
表 8: 2019Q1 合兴包装、劲嘉股份业绩增速较快	18
表 9: 2018 年、2019Q1 晨光文具业绩快速增长	20

## 分析师与研究助理简介

**陈柏儒**，北京交通大学技术经济学硕士，2012年加盟民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

**聂贻哲**，浙江大学工学硕士，2017年加入民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。