

## 轻工制造行业

### 看好（维持）

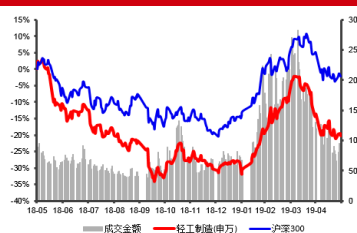
#### 市场数据（2019-5-30）

	行业指数涨幅
近一周	0.56%
近一月	-6.82%
近三月	-0.83%

#### 重点公司

公司名称	公司代码	投资评级
欧派家居	603833	推荐
顾家家居	603816	推荐
太阳纸业	002078	推荐
合兴包装	002228	推荐
劲嘉股份	002191	推荐

#### 行业指数走势图



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

#### 研究员

李媛媛

执业证书编号：S0070517090001

电话：010-83991735

邮箱：liyy@grzq.com

#### 相关报告

《造纸、定制家具景气延续，龙头公司优势凸显》2017-12-20

## 业绩增速放缓，关注细分行业龙头竞争优势

### ——轻工行业 2018 年报及 2019 年一季报点评

#### 投资要点

- 家具板块：受地产下行、竞争加剧影响，业绩增速放缓。**定制家具竞争加剧、下游需求疲软、精装整装挤压，营收增速放缓至 10-20%，降价促销导致销售费用率上升，净利润增速承压。软体家具和成品家具受益于二次翻新需求相对较大，受地产影响较定制小，软体家具竞争格局较好且主要原材料价格回落，预计 2019 年软体家具净利润环比改善，但软体家具公司出口占比相对较高，一定程度上受贸易战的影响。
- 造纸板块：纸价中枢下行，板块业绩承压。**宏观经济偏弱，下游需求疲软，纸价从 2018 年下半年开始下跌，板块业绩承压，在去年上半年高基数的情况下，2019Q1 业绩进一步下滑，行业库存有所上升，目前暂未看到周期明显修复的趋势，行业整体景气度不佳。
- 包装板块：集中度提升、原材料价格下行，板块表现稳健。**2016、2017 年纸价快速上涨，小包装企业原材料压力加大，订单流失严重，客户明显向大企业集中，行业集中度显著提升，2018 年上市包装企业的营收实现快速增长。2019Q1 受益于 2018 年底纸价回落带来的盈利弹性，净利润增速提升，预计 2019 年板块营收增速有所回落，净利润在原材料下行的趋势下修复。
- 投资建议：**家具板块逐步进入存量竞争阶段，建议关注渠道多元化布局、内功修炼扎实的龙头企业，重点推荐欧派家居、顾家家居；废纸进口趋严背景下，造纸板块景气下行、盈利承压，木浆替代逻辑有望演绎，利好原材料自供的企业，重点推荐太阳纸业；包装板块景气有望延续，供给侧改革推动订单向大企业集中，重点推荐主业稳健增长、PSCP 平台逐步放量的合兴包装，大包装布局持续推进的烟标龙头劲嘉股份。
- 风险因素：**宏观经济增速放缓的风险；地产景气度低于预期的风险；原材料价格上涨的风险。

## 目录

<b>1. 轻工行业：业绩整体承压，家具、造纸景气回落，包装板块稳健</b>	<b>4</b>
1.1 家具板块：受地产下行、竞争加剧影响，业绩增速放缓	4
1.1.1 定制家具：受地产影响大，业绩增速明显放缓	5
1.1.2 软体家具和成品家具：受地产影响相对较小，业绩增速有所放缓	6
1.2 造纸板块：纸价中枢下行，板块业绩承压	6
1.3 包装板块：集中度提升、原材料价格下行，板块表现稳健	7
<b>2. 投资建议：家具关注绩优龙头，包装景气有望延续</b>	<b>8</b>
2.1 家具板块：关注优质龙头企业的长期配置价值	8
2.2 造纸板块：纸企盈利承压，关注原材料自供的企业	9
2.3 包装板块：行业景气有望延续，关注业绩改善标的	9
<b>3. 风险提示</b>	<b>10</b>
3.1 宏观经济增速放缓的风险	10
3.2 地产景气度低于预期的风险	10
3.3 原材料价格上涨的风险	10

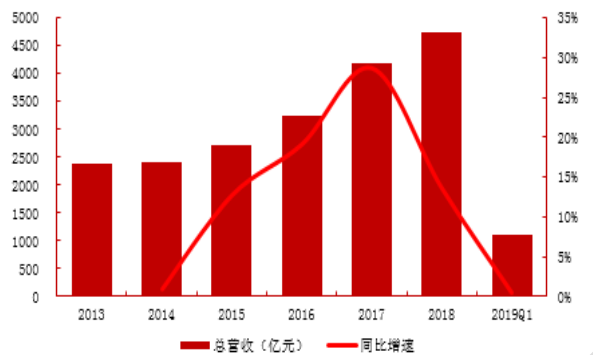
## 插图目录

图 1: 轻工板块收入增速放缓	4
图 2: 轻工板块净利润增速大幅回落	4
图 3: 轻工板块毛利率、净利率下滑	4
图 4: 轻工板块期间费用率上行	4
图 5: 家具板块收入增速放缓	5
图 6: 家具板块净利润增速回升	5
图 7: 主要定制家具企业收入增速放缓	5
图 8: 主要定制家具企业净利润增速放缓	5
图 9: 主要软体家具和成品家具企业收入增速有所放缓	6
图 10: 主要软体家具和成品家具企业净利润增速大幅下降	6
图 11: 造纸板块收入增速下降	6
图 12: 造纸板块净利润增速下降	6
图 13: 木浆系纸价下降	7
图 14: 废纸系纸价下降	7
图 15: 造纸板块毛利率、净利率下滑	7
图 16: 造纸板块存货金额上升、存货周转率下降	7
图 17: 包装板块收入增速下降	8
图 18: 包装板块净利润增速回升	8
图 19: 包装板块毛利率、净利率回升	8
图 20: 包装板块存货金额下降、存货周转率提升	8

## 1. 轻工行业：业绩整体承压，家具、造纸景气回落，包装板块稳健

2018年，轻工行业整体营收同比增长13.64%，2017年同比增速为28.68%，增速明显放缓，主要与下游需求疲软有关，归母净利润同比下降39.38%，大幅下滑的原因除收入放缓外，主要因成本、费用承压，毛利率、净利率同比下降。2019Q1，轻工行业整体营收同比增长0.52%，需求持续疲软，且去年同期基数较高，归母净利润同比下降25.91%，净利率环比上升，毛利率和期间费用率持续承压。

图1：轻工板块收入增速放缓



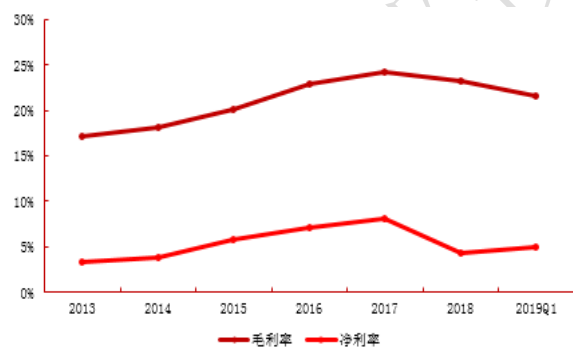
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图2：轻工板块净利润增速大幅回落



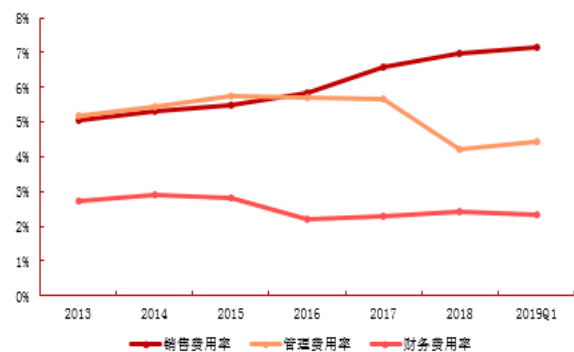
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图3：轻工板块毛利率、净利率下滑



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图4：轻工板块期间费用率上行

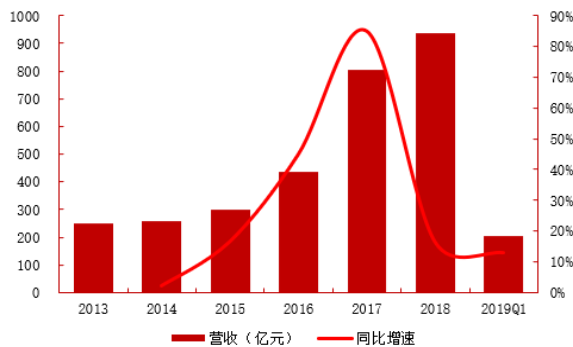


数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

### 1.1 家具板块：受地产下行、竞争加剧影响，业绩增速放缓

受房地产后周期影响，行业竞争加剧，家具板块增速回落，2018年板块营收增速降至16.60%，2019Q1进一步下降到13.07%。2018年板块归母净利润大幅下降，净利润增速为-22.68%，2019Q1净利润增速由负转正，净利润增速为30.40%。

图 5：家具板块收入增速放缓



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 6：家具板块净利润增速回升

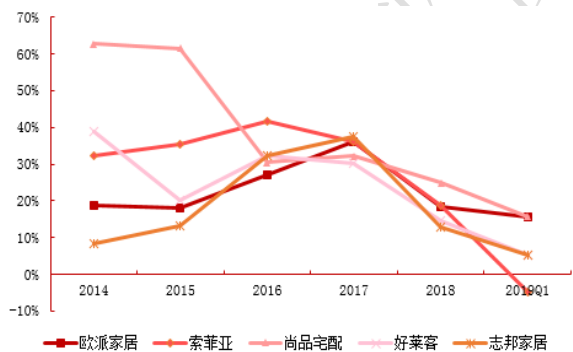


数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

### 1.1.1 定制家具：受地产影响大，业绩增速明显放缓

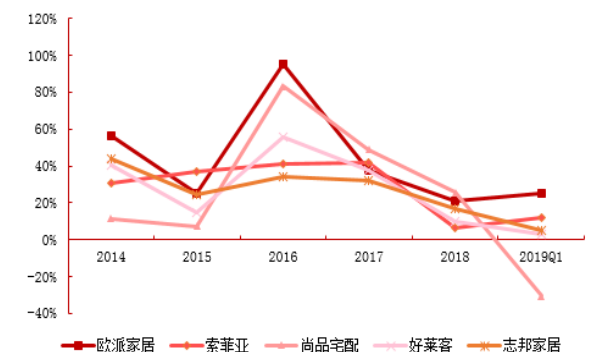
定制家具板块位于家具消费前端，受地产影响更大，2018 年地产竣工增速同比负增长，交房回落对下游家具消费影响较大，2018 年，定制家具企业营收增速明显放缓，普遍进入 10-20% 的增长区间。定制家具企业上市后大力扩产能、拓渠道，终端竞争加剧，各公司为抢占份额而加大促销与宣传力度，期间费用率特别是销售费用率上升，净利润增速承压。此外，精装房渗透率提升，整装逐渐成为风口，造成家居产品购买分流，对定制家具零售端形成挤压。2019Q1 以来，定制家具营收增速延续低迷趋势，但 3 月以来由于地产销售的好转，定制家具企业 3-4 月份订单明显好转，我们预计定制家具 2019Q1 业绩筑底，2019Q2 业绩增速有望环比改善。

图 7：主要定制家具企业收入增速放缓



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 8：主要定制家具企业净利润增速放缓



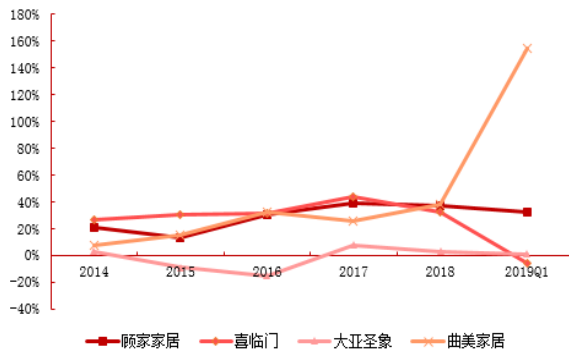
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

定制家具行业景气度回落，行业竞争加剧，定制家具企业出现分化，部分企业产品和服务难以达到足够领先和差异化，因而需采取降价促销策略以抢占份额，因此面临业绩下滑，而有的定制家具龙头进行商业模式的转型探索，并推动大家居迅速落地，实现稳健增长，例如欧派家居的衣柜、木门、卫浴等新品类快速增长，尚品宅配配套产品增速较高，而且欧派和尚品的整装渠道带来新的发展动力。

### 1.1.2 软体家具和成品家具：受地产影响相对较小，业绩增速有所放缓

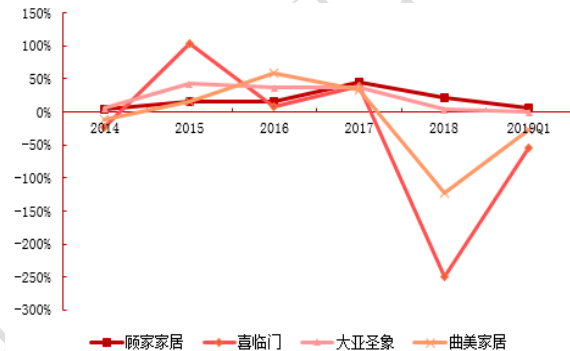
软体家具和成品家具的更新频率相对较高，二次翻新需求更大，受地产的影响相对较小，软体家具和成品家具的收入增速有所放缓，但好于定制家具。净利润方面，2018 年软体家具归母净利润大幅下降，成品家具整体出现亏损，主要是部分企业如曲美、喜临门由于前期并购步伐较大，计提部分商誉减值损失，或是产生一次性的并购费用，因而出现亏损。软体家具竞争格局较好，且软体家具主要原材料 TDI 和 MDI 的价格同比明显回落，预计 2019 年软体家具净利润环比改善，但软体家具公司出口占比相对较高，一定程度上受贸易战的影响。

图 9：主要软体家具和成品家具企业收入增速有所放缓



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 10：主要软体家具和成品家具企业净利润增速大幅下降

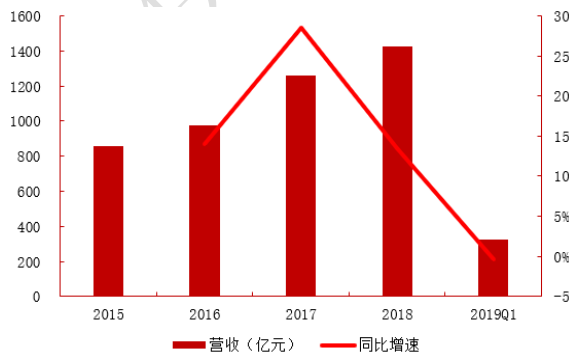


数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

### 1.2 造纸板块：纸价中枢下行，板块业绩承压

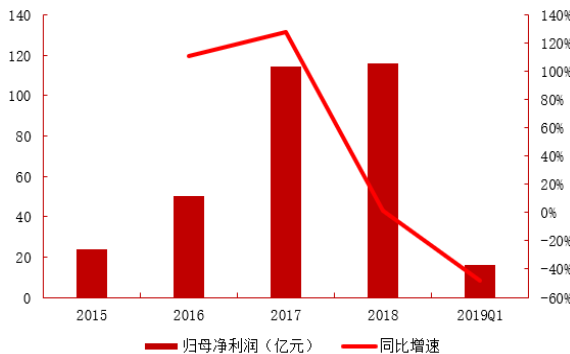
受益于供给侧改革，过剩产能出清，纸价从 2016 年开始一轮上涨周期，2016、2017 年纸企营收和净利润都取得高增长。2018 年，因宏观经济偏弱，下游需求疲软，纸价从 2018 年下半年开始下跌，板块业绩承压，2018 年营收增速降至 13.48%，净利润同比下降 1.50%。在 2018 年上半年高基数的情况下 2019Q1 业绩进一步下滑，营收同比下降 0.38%，净利润同比下降 47.99%。

图 11：造纸板块收入增速下降



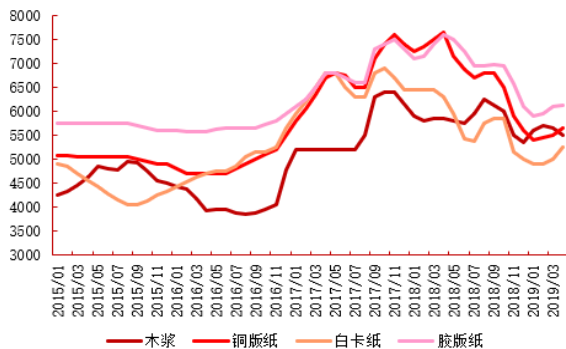
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 12：造纸板块净利润增速下降



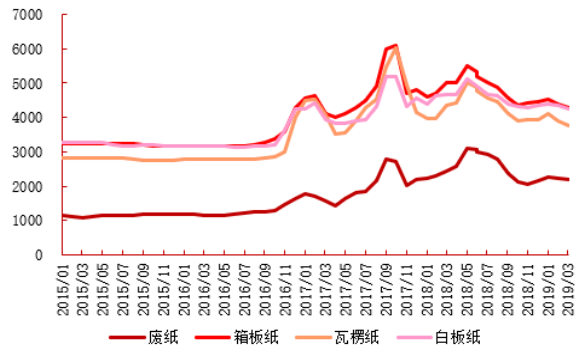
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 13: 木浆系纸价下降



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

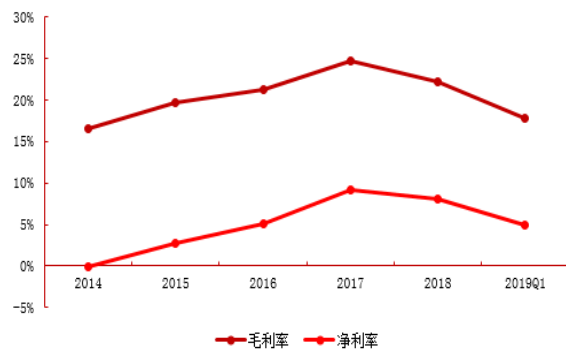
图 14: 废纸系纸价下降



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

纸价下行, 纸企盈利能力承压, 毛利率净利率均处下行通道, 2018 年毛利率同比下降 2.58pct 至 22.20%, 净利率下降 0.96pct 至 8.14%, 2019Q1 盈利水平继续回落, 毛利率同比下降 6.97pct 至 17.75%, 净利率下降 4.53pct 至 4.95%。造纸板块库存上升, 2018 年存货金额上升 18.11%, 2019Q1 存货金额上升 4.88%, 存货周转率 2018 年为 4.47, 同比下降 0.08, 2019Q1 存货周转率 4.06, 同比下降 0.09。目前暂未看到周期明显修复的趋势, 造纸行业整体景气度不佳, 造纸龙头太阳纸业、山鹰纸业等通过新产能投放、外延并购支撑业绩增长, 整体表现优于行业整体。

图 15: 造纸板块毛利率、净利率下滑



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 16: 造纸板块存货金额上升、存货周转率下降

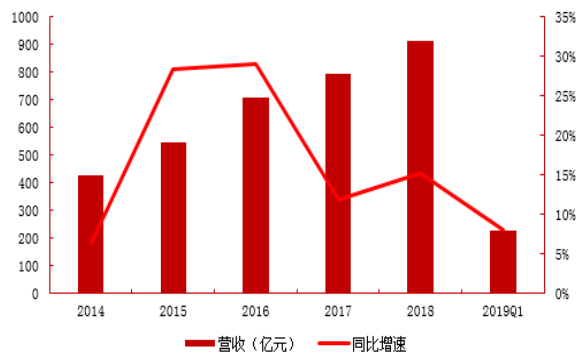


数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

### 1.3 包装板块: 集中度提升、原材料价格下行, 板块表现稳健

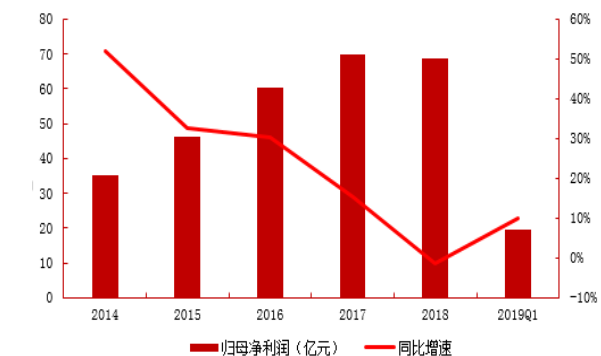
2016、2017 年纸价快速上涨, 小包装企业原材料压力加大, 订单流失严重, 客户明显向大企业集中, 行业集中度显著提升, 因此上市包装企业的营收实现快速增长, 2018 年营收增速为 15.23%。2018 年下半年, 纸价下行, 包装价格随之回落, 导致板块呈现量增价减的状态, 2019Q1 包装板块营收增速为 8.00%, 由于原材料纸价传导到包装价格有 1-2 个季度滞后期, 2019Q1 受益于 2018 年底纸价回落带来的盈利弹性, 净利润增速提升至 9.95%。全年来看, 预计 2019 年板块营收增速有所回落, 净利润在原材料下行的趋势下修复。

图 17: 包装板块收入增速下降



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

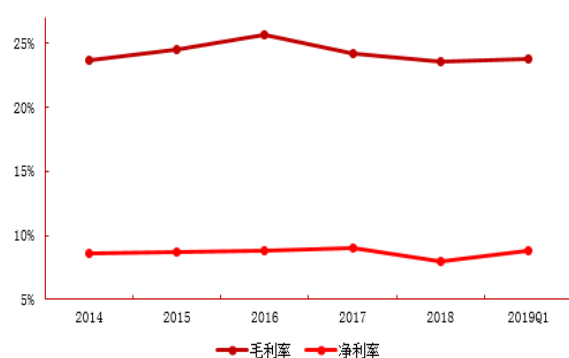
图 18: 包装板块净利润增速回升



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

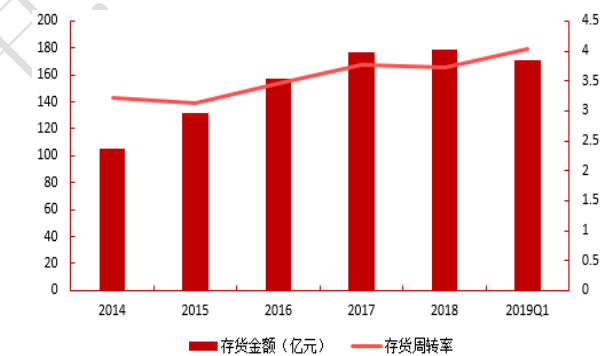
毛利率、净利率企稳回升。受 2017 年原材料涨价的影响, 包装板块 2018 年毛利率为 23.62%, 同比下滑 0.63pct, 净利率 7.9%, 同比下降 1.08pct, 随着 2018 年原材料价格下降, 前期纸价下降释放的盈利弹性开始显现, 包装板块 2019Q1 毛利率达 23.8%, 同比上升 0.16pct, 净利率为 8.8%, 同比上升 0.16pct。当前纸价仍处低位, 预计 2019 年包装板块的盈利能力恢复将持续。从板块库存看, 存货金额稳步下行, 周转率提升, 表明在集中度提升的逻辑下, 上市包装企业的表现较为稳健。

图 19: 包装板块毛利率、净利率回升



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 20: 包装板块存货金额下降、存货周转率提升



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

## 2. 投资建议: 家具关注绩优龙头, 包装景气有望延续

### 2.1 家具板块: 关注优质龙头企业的长期配置价值

定制家具行业进入存量竞争阶段, 行业增长中枢仍有下行压力, 定制行业在产品、渠道、管理、生产等各个方面会出现变革, 能够适应这种变革, 并且及时进行突破的公司将会在市场的洗牌中脱颖而出, 我们建议关注渠道布局多元化、内功修炼扎实的绩优龙头, 重点推荐欧派家居。软体家具板块, 短期出口疲软对软体家具企业业绩增长将带来一定压制, 但中长期来看行业仍处在集



中度提升的阶段，龙头企业可以通过加强渠道下沉，提升品牌建设力度，加大研发投入与促进行业整合等手段，进一步抢占市场份额，从而保持相对较高增长，重点推荐顾家家居。

欧派家居：大家居战略持续推进，橱柜、衣柜、木门、卫浴等多品类产品线已逐渐成熟，开始全面发力，推动客单价持续提升，且橱柜在购买顺序中靠前，能帮助其他品类引流，拥有流量入口优势；渠道布局完善，公司目前各品牌门店数 6300 多家，渠道布局的广泛性和下沉力度均为定制家具之最，推进整装、电商、国美、社区等多层次渠道建设；工程业务和电商表现亮眼，工程业务成为业绩增长重要驱动之一。

顾家家居：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；渠道方面，通过加密、下沉，保持稳步扩张的态势，结构上向大店、旗舰店、融合店倾斜，加快大店开店步伐，深耕三四级市场；产能方面，嘉兴王江泾年产 80 万标准套软体家具项目厂房建设已完成 60%，预计实现年产能 60 万标准套软体家具，华中基地年产 60 万套软体及 400 万方定制家居项目预计 2019 年底投产，东南西北中的产能布局稳步推进。

## 2.2 造纸板块：纸企盈利承压，关注原材料自供的企业

废纸进口趋严背景下，废纸及纸浆价格仍有支撑，而需求端支撑偏弱，成品纸价格中枢仍有下行压力，纸企盈利趋势性承压，我国将于 2020 年底全面停止进口废纸，考虑到国废供给有限，届时或将出现废纸供应缺口，木浆替代逻辑有望演绎，因此利好原材料自供的企业，重点推荐太阳纸业。

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；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。

## 2.3 包装板块：行业景气有望延续，关注业绩改善标的

包装行业供给侧改革有望带来产业链重构，主要原材料纸价中枢下行，行业景气有望延续。目前我国包装行业集中度低，龙头企业市占率较低，行业的集中度提升是大势所趋，对于龙头企业而言，其一体化经营程度高、客户开拓能力强、规模优势显著，将成为行业集中度提升与整合过程中的核心受益方。横向并购、下游客户集中度提高等多重因素将促进行业整合，订单将向龙头企业集中，龙头公司有望加速提升市场份额，业绩将稳健增长，重点推荐主业稳健增长、PSCP 平台逐步放量的合兴包装，大包装布局持续推进的烟标龙头劲嘉股份。

合兴包装：瓦楞纸箱行业长期整合空间大，上游原材料箱板瓦楞纸价格大幅震荡、环保压力、资金压力、下游订单需求压力，小产能被动退出，推动行业整合；持续推进大客户战略，同时通过自有产能利用率提升、收购兼并、PSCP

包装云平台放量，收入端实现较快增长；2019年受益于原材料价格回落，有望体现部分利润弹性。

劲嘉股份：烟标主业逐渐回暖升温，借助公司在设计端的优势，抓住细支烟、中支烟、爆珠烟和精品礼盒烟等放量机会，扩张市场份额，业绩企稳回升；以茅台酒为标杆，在名酒包装领域寻找持续增长机会，烟酒两大主业共同贡献增量；与小米生态链旗下公司战略合作，与云烟成立合资公司，在电子烟领域前瞻布局，目前产品研发储备已经获得突破，后续有望在渠道方面取得进展。

### 3. 风险提示

#### 3.1 宏观经济增速放缓的风险

若国内宏观经济增速发货所能较大波动，终端需求下滑幅度超预期，则家具行业、造纸行业、包装行业存在收入端大幅回落、盈利下滑的风险。

#### 3.2 地产景气度低于预期的风险

家具行业属于地产后周期行业，如果地产景气度低于预期，会影响家具企业的客流量、接单情况等，从而影响家具行业整体景气度。

#### 3.3 原材料价格上涨的风险

对于造纸、包装等制造行业，原材料价格的波动会导致企业经营成本上升，影响企业的盈利能力。

### 投资评级说明

证券投资评级：以报告日后的 6-12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准

行业投资评级：以报告日后的 6-12 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准

强烈推荐 (Buy)：相对强于市场表现 20%以上；  
推荐 (Outperform)：相对强于市场表现 5%~20%；  
中性 (Neutral)：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；  
谨慎 (Underperform)：相对弱于市场表现 5% 以下。

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；  
中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；  
看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

### 免责声明

国融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。本报告由国融证券股份有限公司制作。

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于本公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

国融证券股份有限公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向所有报告接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者不应将本报告视为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告的版权归国融证券股份有限公司所有。本公司对本报告保留一切权利，除非另有书面显示，否则本报告中所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。