



中性

轻工行业 2019 年中期策略

寻找需求稳健和改善标的

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
中顺洁柔	002511.SZ	12.28	买入
劲嘉股份	002191.SZ	12.41	增持
晨光文具	603899.SZ	43.97	买入
欧派家居	603833.SH	107.62	买入
帝欧家居	002798.SZ	18.31	买入

资料来源：万得，中银国际证券
以 2019 年 06 月 28 日当地货币收市价为标准

主要催化剂/事件

地产调控政策
废纸进口政策
新型烟草监管政策
中美贸易问题走势

相关研究报告

《轻工制造行业 18 年报和 19 年一季报综述：
关注轻工消费龙头和新型烟草相关标的》
20190507
《新型烟草专题报告：乘替代大势，候政策东风》
20190415
《轻工行业 2019 年年度策略报告：把握稳健需求，
重视成本逻辑》 20190103

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造

杨志威

(8621)20328510

zhiwei1.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300515060001

刘凯娜

(8621)20328284

kaina.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300118030026

上半年轻工板块表现一般，整体收入增速受需求压制放缓。在宏观景气下行，出口和消费需求不佳的情况下，下半年建议选择需求相对稳健、或存改善预期的行业和个股。我们看好家居的需求改善，以及新型烟草、生活用纸、文具的稳健成长机会。

支撑评级的要点

- **家居：Q1 呈底部调整，看好下半年需求回升。**19Q1 仍处于地产下行周期滞后影响内，行业处于估值和业绩双重低点。我们依据模型推算，地产竣工面积 19-20 年将有所回升，同时统计了 14 家头部房企的 19 年计划竣工面积，下半年需求改善确定性较高。在低基数下，预计下半年家居需求增长会有所恢复，头部房企的核心供应商确定受益。定制家具毛利率和净利率 Q1 的表现较为稳健，好于市场预期，非标特征导致价格战烈度较低，Q2 起的增值税率降低对于盈利能力提升有帮助，客单价的增长将支撑成长性。看好家居龙头欧派家居、顾家家居、索菲亚、尚品宅配、志邦家居，一二线房企客户占比高的帝欧家居。
- **造纸：高库存影响浆价，产能过剩压制景气度，看好生活用纸企业。**中国和欧洲的需求低于预期，造成生产商和中国港口库存处于历史高位，国内造纸行业面临需求不振、产能过剩加剧的压力，浆价后续仍有下行空间。文化纸企业盈利在不断改善，但纸价 Q3 面临淡季压力。生活用纸企业需求稳健上行，成本端一定程度上享受红利。看好渠道产品不断延伸的中顺洁柔。
- **文具用品：文具龙头表现出了稳健强劲的成长能力，消费升级、人口回升、阳光采购促使文具行业稳健增长，领军企业在渠道、产品等优势下持续长大，长线看好龙头晨光文具。**
- **新型烟草：IQOS 美国市场打开后，对于全球 HNB 市场渗透率具备促进作用；国内的电子烟市场在 3·15 曝光后，监管有望加速出台，中烟体系合作密切的公司有望受益。看好劲嘉股份，关注集友股份、盈趣科技。**

重点推荐

- **中顺洁柔：**公司产品矩阵丰富后，对于公司渠道扩张能力将有增益，产品结构的持续优化与国内消费升级趋势相匹配，有助于巩固公司在生活用纸第一梯队的追赶势头。公司进行 15 年和 18 年两期股权激励，员工积极性得以有效调动。作为必选消费品，行业在经济周期底部的坚韧将支撑估值，预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.39/0.48/0.58 元，同比增长 24.5%/22.5%/21.1%。
- **劲嘉股份：**公司烟标与彩盒业务增速向好，新型烟草业务卡位精准布局领先。在卷烟行业去库存效果显著情况下，公司烟标主业增速有望回升。新型烟草领域公司全产业链布局成型，公司已与多家中烟公司展开新型烟草领域合作，在今年 5 月推出 K、J 系列雾化电子烟，并计划于下半年推出 Q 系列低温不燃烧烟具。预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.60/0.69/0.79 元，同比增长 21.6%/15.3%/14.1%。
- **晨光文具：**公司渠道与品牌护城河稳固，优秀的管理团队帮扶支持下，传统渠道改造逐步进行，客单价保持增长，科力普 18 年成功入围中央政府、国税总局、深圳市政府及诸多央企客户的办公用品采购项目，杂物社的产品迭代速度很高，商业模式不断演化成熟，并已开启经销渠道，传统业务和新业务 19 年都有超预期可能。预计 2019-2021 年 EPS 为 1.13/1.37/1.61 元，同比增长 28.4%/21.4%/17.6%。
- **欧派家居：**公司产品矩阵丰富，管理能力行业领先，率先横向拓展步入大家居时代，并果断进行纵向延伸进入整装领域，2018 全年整装接单突破 3.5 亿元。公司不断夯实传统经销商渠道的数量与质量领先优势，同时开始发力工装业务。产品与渠道优势相结合，公司竞争力领跑全行业。预计公司 2019-2021 年每股收益为 4.32/4.99/5.75 元，同比增长 15.4%/15.7%/15.2%。
- **帝欧家居：**公司是建筑陶瓷龙头企业，与碧桂园、万科等龙头地产合作紧密，拥有经验丰富的自营工装服务团队，在维持老客户与开发新客户上优势明显，随着富力、雅居乐等新客户顺利开拓及加速放量，2019-2020 年地产竣工面积高增速将使其率先受益。公司 2019-2021 年 EPS 为 1.31/1.60/1.86 元，同比 +33%/22%/16%。

评级面临的主要风险

- 房地产调控进一步收紧；造纸新产能释放较多；宏观经济进一步下行，中美贸易摩擦反复；新型烟草政策低于预期。



目录

行情回顾：上半年表现一般，行业增速明显放缓	6
造纸：需求不振、产能扩张制约景气	8
包装：需求受经济景气压制，长期关注行业整合进展	17
家居：业绩估值双底部，地产交房量有望拐点向上	20
文具：龙头渠道壁垒强，办公直销景气高	38
新型烟草：海外发展迅猛，国内电子烟标准有望加速出台	40
风险提示	43



图表目录

图表 1. 轻工行业 19 年上半年反弹幅度排名靠后	6
图表 2. 包装、文娱用品表现较好	6
图表 3. 轻工行业基金持仓情况	6
图表 4. 造纸、家具遭机构减配	6
图表 5. 轻工板块合计收入同比增速状况	7
图表 6. 轻工各板块合计净利润同比增速状况	7
图表 7. 出口增速明显放缓	7
图表 8. 社零增速仍然呈现放缓趋势	7
图表 9. 箱板纸价格一路走低	8
图表 10. 瓦楞纸价格一路走低	8
图表 11. 铜版纸价格走势	8
图表 12. 双胶纸价格走势	8
图表 13. 白卡纸价格走势	8
图表 14. 白板纸价格走势	8
图表 15. 机制纸及纸板产量首次下滑	9
图表 16. 纸制品产量大幅下滑	9
图表 17. 造纸各纸种消费量 18 年变化	9
图表 18. 造纸固定资产投资额	10
图表 19. 造纸新产能统计	10
图表 20. 美废价格走势	10
图表 21. 国废价格走势	10
图表 22. 进口废纸额度逐年减少	11
图表 23. 废纸进口量减少	11
图表 24. 箱板纸一般企业吨毛利测算	11
图表 25. 国废黄板纸库存天数	11
图表 26. 瓦楞及箱板纸企库存天数	11
图表 27. 铜版纸企业毛利率模拟走势	12
图表 28. 双胶纸企业毛利率模拟走势	12
图表 29. 针叶浆进口量情况	12
图表 30. 阔叶浆进口量情况	12
图表 31. 木浆进口量同比增长放缓	12
图表 32. 中国用浆需求已经是全球第一	12
图表 33. 青岛港库存处于高位	13



图表 34. 常熟港浆库存较高.....	13
图表 35. 保定港库存有所回落.....	13
图表 36. 全球木浆生产商库存位于平均线之上.....	13
图表 37. 漂针浆外盘价格.....	13
图表 38. 漂阔浆外盘价格.....	13
图表 39. 纸浆内盘价格.....	14
图表 40. 纸浆期货价格.....	14
图表 41. 国际纸浆新增产能放缓.....	14
图表 42. 分浆种新增产能情况.....	14
图表 43. 中国生活用纸消费量与同比增速.....	15
图表 44. 生活用纸消费量对比.....	15
图表 45. 中顺洁柔毛利率与浆价走势.....	15
图表 46. 美国生活用纸价格与浆价走势关系不大.....	15
图表 47. 中顺洁柔营业收入增长稳健.....	16
图表 48. 中顺洁柔毛利率净利率走势.....	16
图表 49. 卫生巾新品牌朵蕾蜜.....	16
图表 50. 化妆棉巾新品新棉初白.....	16
图表 51. 包装行业分品类增长状况.....	17
图表 52. 包装行业分品类利润增长状况.....	17
图表 53. 包装行业各分类毛利率走势.....	17
图表 54. 包装行业分品类净利率走势.....	17
图表 55. 铝期货价格走势.....	18
图表 56. 马口铁价格走势.....	18
图表 57. PET 价格走势.....	18
图表 58. PP 价格走势.....	18
图表 59. 出口增速 19 年上半年明显下降.....	18
图表 60. 3C 产品产量下降.....	18
图表 61. 啤酒行业增长放缓.....	19
图表 62. 软饮料产量增长放缓.....	19
图表 63. 2015-2018 年家具上市企业营收增速情况.....	20
图表 64. 2017Q1-2019Q1 家具上市企业单季营收增速情况.....	20
图表 65. 2015-2018 年家具上市企业净利润增速情况.....	20
图表 66. 2017Q1-2019Q 家具上市企业单季净利润增速情况.....	20
图表 67. 定制家具企业营收增速放缓.....	21
图表 68. 其它家具企业营收增速放缓.....	21

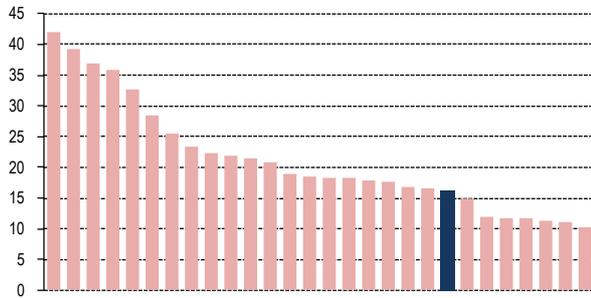


图表 69. 2019Q1 定制家具企业净利润增速环比改善.....	21
图表 70. 2019Q1 其它家具企业净利润增速环比改善.....	21
图表 71. 2019Q1 定制家具企业预收账款增速环比改善.....	21
图表 72. 2019Q1 其它家具企业预收账款增速环比下降.....	21
图表 73. 家具企业估值受地产销售影响.....	22
图表 74. 家具企业市盈率降至历史较低水平.....	22
图表 75. 18 年住宅新开工面积增速在高位.....	22
图表 76. 住宅竣工面积增速尚未回升.....	22
图表 77. 新建住宅交房量同比增速预测.....	23
图表 78. 14 大龙头地产商当年预计竣工面积 (万平方米).....	24
图表 79. 11 大龙头地产商当年实际竣工面积 (万平方米).....	25
图表 80. 2018 年家具板块毛利率同比下降 1.0%.....	25
图表 81. 2019Q1 家具板块毛利率同比提升 1.3%.....	25
图表 82. 2018 年橱柜毛利率整体呈提升趋势.....	26
图表 83. 2018 年衣柜毛利率整体呈提升趋势.....	26
图表 121. 全国幼儿园入学人数增长.....	38
图表 122. 全国小学入学人数增长.....	38
图表 129. 近年全球电子烟销售额增速开始放缓.....	40
图表 130. 全球加热不燃烧烟草制品销售额高速增长.....	40
图表 131. 菲莫国际 RRP (减害产品) 营收高增长.....	40
图表 132. 菲莫国际加热不燃烧烟草制品销量高增长.....	40
图表 133. 2019Q1 的 IQOS 全球用户数达 1040 万人.....	41
图表 134. 2019Q1 IQOS 在全球市场份额不断增加.....	41
图表 135. 2019-2021 年美国 IQOS 销售规模测算.....	41
图表 136. 中国电子烟消费人数持续增长.....	41
图表 137. 中国电子烟人均消费额持续攀升.....	41
附录图表 138. 报告中提及上市公司估值表.....	44

行情回顾：上半年表现一般，行业增速明显放缓

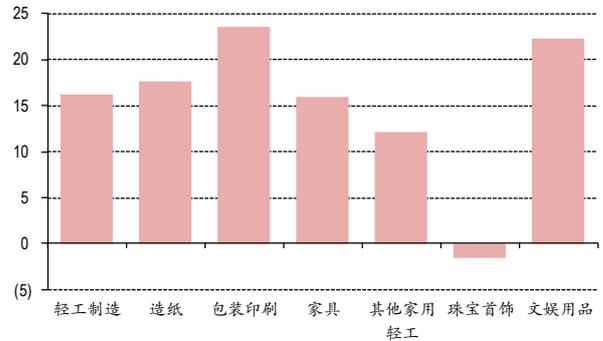
轻工行业 19 年上半年整体走势一般，整体平均涨幅 16.3%，在 28 个申万一级行业中排名 21。其中包装印刷和文娱用品平均涨幅分别为 23.5% 和 22.3%，表现相对较好，造纸和家具表现较弱，分别上涨 17.7% 和 16.0%。

图表 1. 轻工行业 19 年上半年反弹幅度排名靠后



资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. 包装、文娱用品表现较好



资料来源：万得，中银国际证券

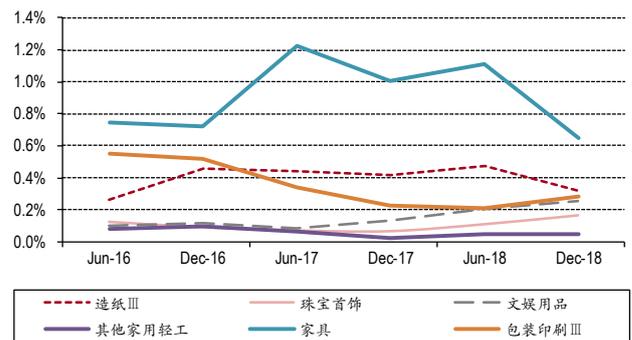
基金持仓方面，18 年底的持仓有所降低，轻工持仓比例达到 1.7%，整体仍处于超配状态。家具和造纸受机构减持力度较大，印刷包装和文娱用品的持仓市值占比有所提升。

图表 3. 轻工行业基金持仓情况



资料来源：万得，中银国际证券

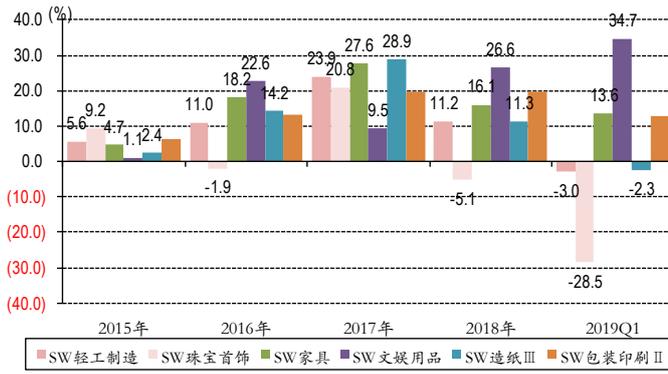
图表 4. 造纸、家具遭机构减配



资料来源：万得，中银国际证券

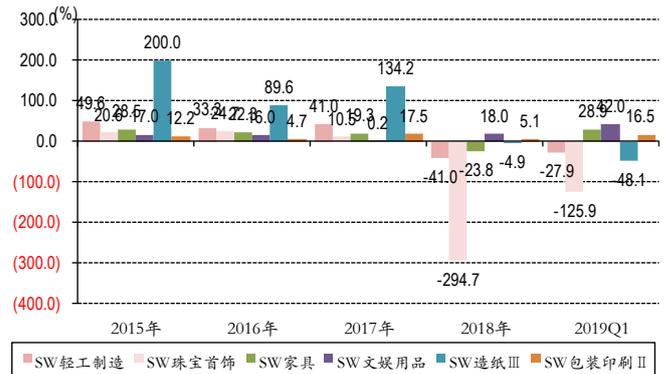
从业绩表现上看，行业 19 年 Q1 整体实现了营业收入 1113 亿元，同比减少 3%，归母净利润 55 亿元，同比减少 28%。收入增速明显放缓，主要受到造纸和包装印刷行业收入增速下降拖累，价格影响到行业收入增速。净利润增速有所好转，主要是由于家具、文娱用品、包装行业的带动。

图表 5. 轻工板块合计收入同比增速状况



资料来源：万得，中银国际证券

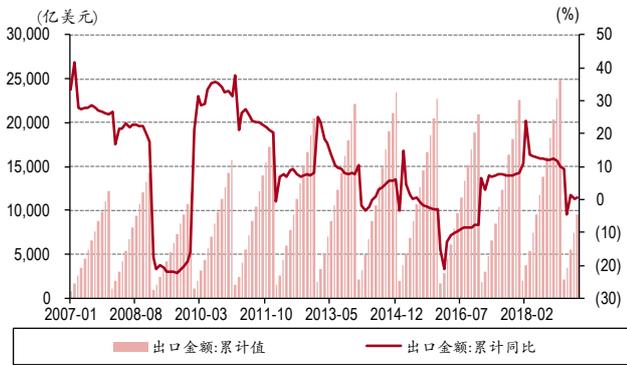
图表 6. 轻工各板块合计净利润同比增速状况



资料来源：万得，中银国际证券

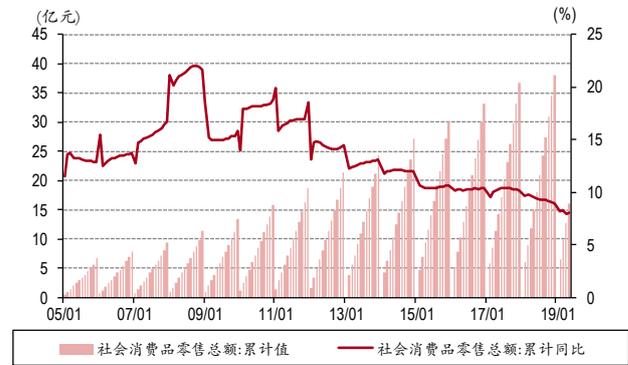
行业收入放缓的原因，主要还是经济下行导致的整体需求不足。无论是造纸还是家居，行业收入放缓的主因是经济下行导致的整体需求较弱，出口需求减弱影响了包装纸的需求，经济不景气影响装修需求。5月PMI49.4，再次回落到50荣枯线之下，经济复苏的趋势仍不明朗。出口受到贸易争端的明显影响，而表征国内消费状况的社零增速也仍然呈现放缓趋势，经济仍然处于下行周期。因此，我们希望寻找需求较为稳健，或者业绩有改善潜力的板块和公司。

图表 7. 出口增速明显放缓



资料来源：万得，中银国际证券

图表 8. 社零增速仍然呈现放缓趋势



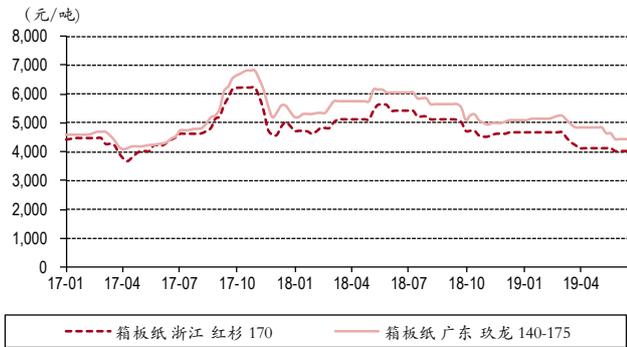
资料来源：万得，中银国际证券

造纸：需求不振、产能扩张制约景气

春节后废纸系和木浆系纸品的价格走出相反的趋势，铜版纸、文化纸迎来3-5月教辅材印刷的旺季需求，同时由于18年四季度纸厂已经普遍处于亏损状态，主流纸厂连续三次提升纸价，纸价走出旺季上涨行情，而且在6月份淡季来临后仍较为稳健。

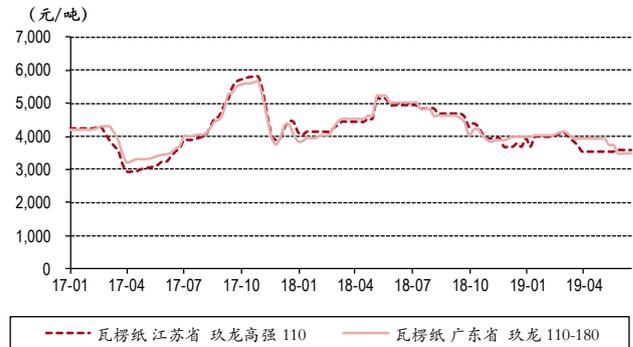
与之对比，箱板瓦楞纸在短暂的补库存行情后，由于上半年处于传统淡季，价格持续下跌。

图表 9. 箱板纸价格一路走低



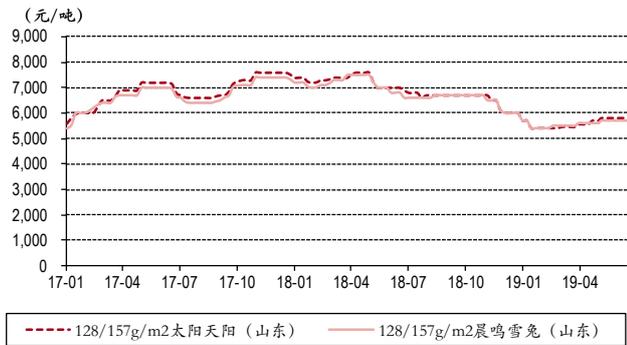
资料来源：卓创，中银国际证券

图表 10. 瓦楞纸价格一路走低



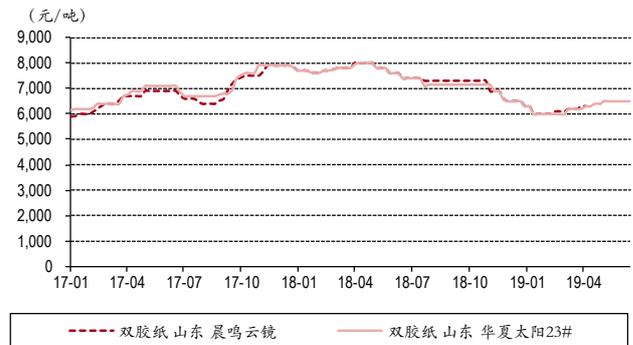
资料来源：卓创，中银国际证券

图表 11. 铜版纸价格走势



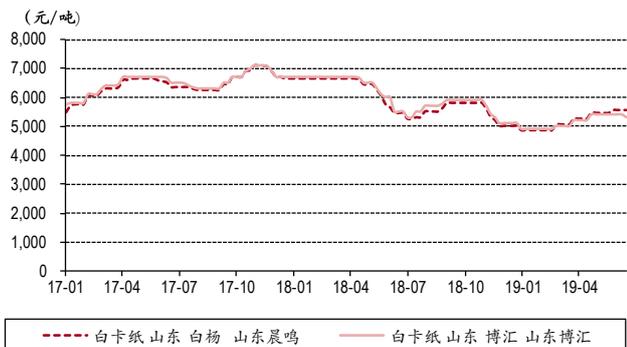
资料来源：卓创，中银国际证券

图表 12. 双胶纸价格走势



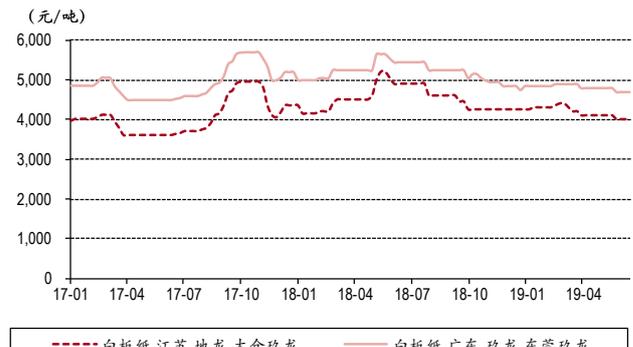
资料来源：卓创，中银国际证券

图表 13. 白卡纸价格走势



资料来源：卓创，中银国际证券

图表 14. 白板纸价格走势



资料来源：卓创，中银国际证券

纸价的走势疲软，关键的原因在于需求不振。由于宏观经济的不景气，据统计局的数据，2018年，全国纸及纸板生产量11660万吨，较上年减少1.5%，为近10年来首次下跌；纸制品18年产量5578万吨，同比增长2.4%，也为近10年来最差。造纸协会对于各纸种18年消费量的统计，除生活用纸和特种纸外，18年都出现了明显的下滑，箱板瓦楞纸的需求下降10%，铜版纸需求下降8%，严重低于市场预期。19年上半年机制纸产量前5月同比增长0.3%，实现了一定恢复增长。

铜版纸需求下降的主要原因，我们认为是宏观不景气导致的企业日常经营活动减少，对于宣传页等印刷资料的需求有所下降，同时电子媒体的兴起使箱板瓦楞纸的需求下降，中美贸易摩擦导致出口需求有所下降，箱板瓦楞纸的终端需求1/3与出口相关，部分出口型企业订单有明显下降。整体需求的复苏，有赖于宏观经济的回暖和贸易摩擦的缓解。

图表 15. 机制纸及纸板产量首次下滑



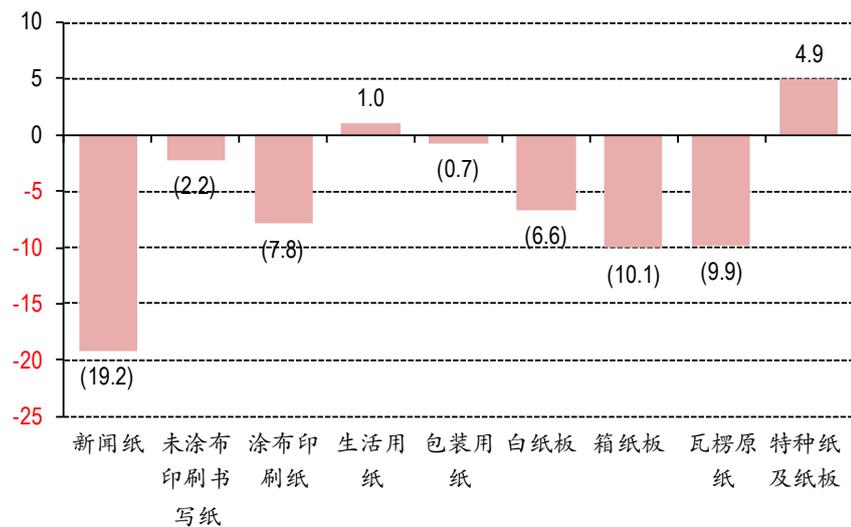
资料来源：万得，中银国际证券

图表 16. 纸制品产量大幅下滑



资料来源：万得，中银国际证券

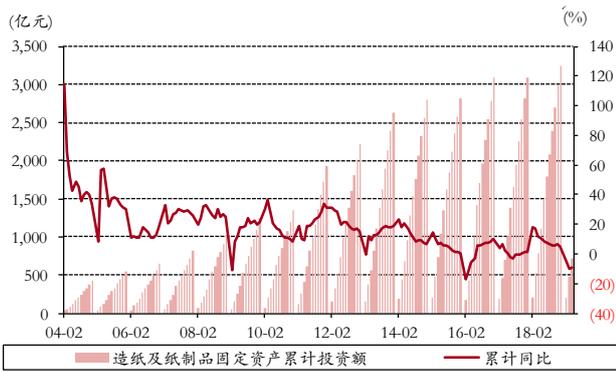
图表 17. 造纸各纸种消费量18年变化



资料来源：中国造纸协会，中银国际证券

下半年是造纸的传统旺季，无论文化纸还是箱板瓦楞纸，需求都会迎来一定回弹。但18年以来造纸产能的扩张，改变了供给侧改革以来的供给侧收缩趋势，对于供需格局的改观有很大的制约。经历了过去两年的盈利高位后，18年起行业固定资产投资明显增加。据不完全统计，19年新产能超过950万吨，其中箱板瓦楞纸新产能800万吨，增加最为明显。在需求不振的情况下，产能的增加将加剧供应过剩的格局，对纸价上行起到限制。

图表 18. 造纸固定资产投资额



资料来源：万得，中银国际证券

图表 19. 造纸新产能统计

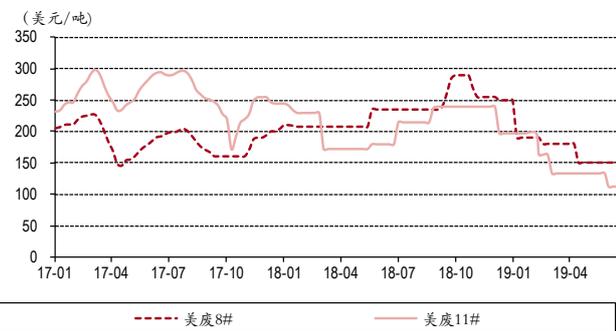


资料来源：卓创，中银国际证券

废纸系原料层面，进口废纸政策是过去两年中国造纸行业的关键变量，也是造纸有独立行情的关键原因。17年4月份中央深改领导小组制定了禁止洋垃圾入境的方针，根据国务院办公厅17年7月颁布《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》，要求2020年底实现完全禁止洋垃圾进口，废纸作为洋垃圾的一种，进口额度逐年减少。2018年进口废纸1703万吨，全年相较于17年减少870万吨。17年全年消耗废纸浆6300万吨，18年废纸进口的减少相当于减少了724万吨废纸浆，占总需求的11.5%，但是由于需求的下降，箱板瓦楞纸产量下降10%，基本抵充了废纸原材料的减少，预期中的原材料短缺情况并未出现，使得旺季纸价和废纸价格走势不达预期。

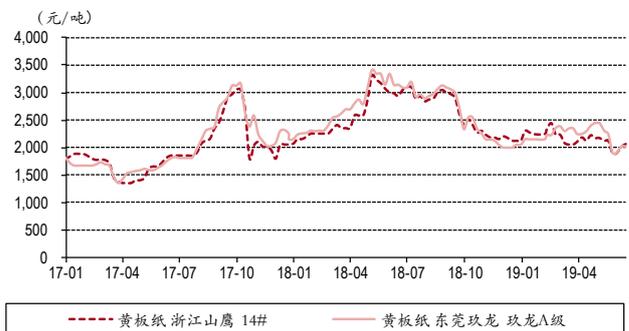
废纸价格受到需求不振和进口原料管控的双重影响，波动较纸价明显更大，上半年整体呈震荡下行趋势。19年前8批额度已经下发837万吨，根据2020年底禁止进口的时间表，今年是禁止进口的倒数第二年，下半年下发的额度预计将非常有限。前5月废纸进口502万吨，相对于去年减少了96万吨，减少尚不明显。如果下半年下放的节奏明显放缓，进口量将明显减少。国内废纸回收量提升空间有限，假设贸易战缓和，出口需求恢复情况下，废纸供需在Q3后期需求旺季到来时将有偏紧。废纸价格有望走强。

图表 20. 美废价格走势



资料来源：万得，中银国际证券

图表 21. 国废价格走势



资料来源：卓创，中银国际证券

图表 22. 进口废纸额度逐年减少



资料来源: 万得, 中银国际证券

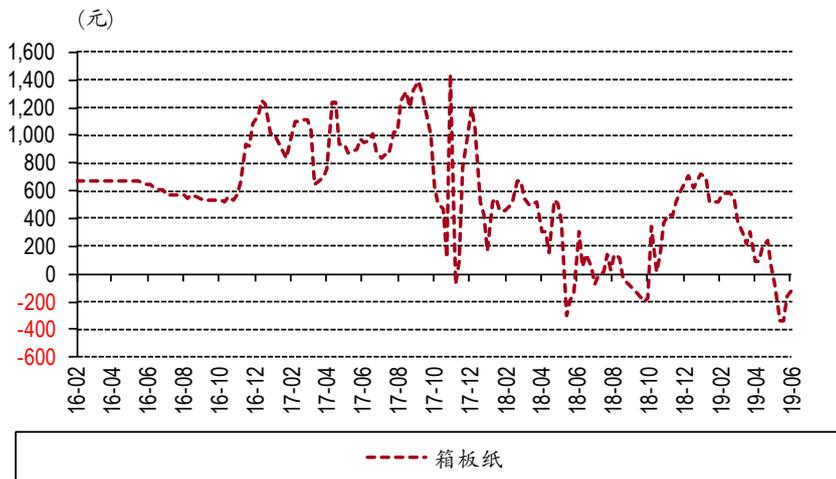
图表 23. 废纸进口量减少



资料来源: 卓创, 中银国际证券

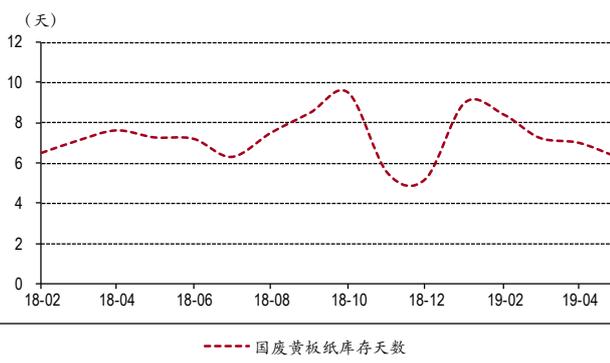
由于需求不振, 纸价下行, 原材料价格相对坚挺, 箱板纸企的吨毛利仍在下行。库存来看, 瓦楞箱板纸企业库存目前在相对高位, 对纸价有一定压力, 废纸库存天数在低位, 对于废纸价格有一定支撑, 同时, 行业新增产能的投放也会压制下半年包装纸企的盈利能力改善, **如果废纸价格攀升, 将对包装纸企盈利能力带来考验**。龙头纸企的海外布局也早已开始, 下半年海外基地将可以开始贡献一部分原材料, 但考虑到产能利用率提高需要过程, 预计提供盈利增量还需要一段时间。

图表 24. 箱板纸一般企业吨毛利测算



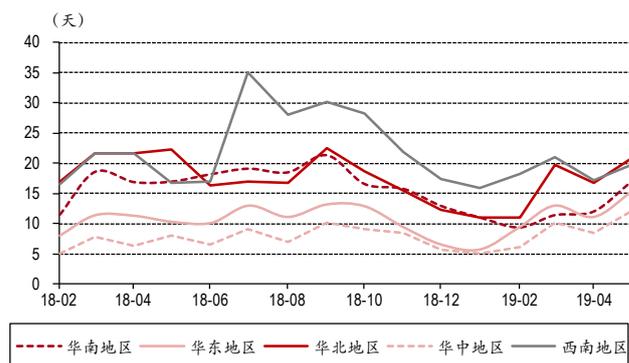
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 25. 国废黄板纸库存天数



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 26. 瓦楞及箱板纸企业库存天数



资料来源: 卓创, 中银国际证券

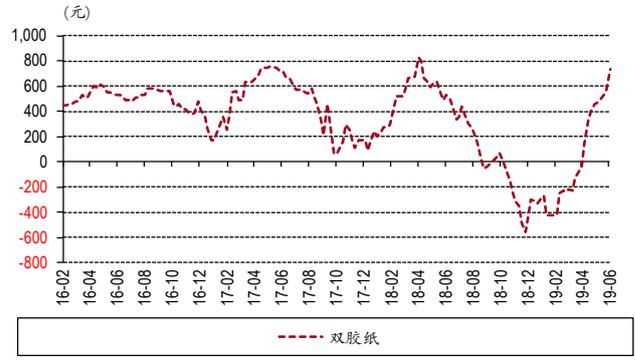
木浆系纸种，上半年价格与包装纸走出差异较大的行情，主要在于淡旺季的影响，由于上半年 3-5 月教辅材印刷带来的文化纸需求旺季，文化纸企在前期面临全线亏损情况下，Q2 进行了连续提价，又由于后期浆价的回落，目前的盈利能力恢复到了 16 年的水平。文化纸本身新增产能并不多，需求层面 19 年相对于 18 年会有一定恢复性增长，供需格局相对于 18 年有一定改善，Q2 在纸价上行、浆价下行的推动下，出现了盈利能力的明显修复，但 Q3 纸价仍要经受淡季考验。

图表 27. 铜版纸企业毛利率模拟走势



资料来源：万得，中银国际证券

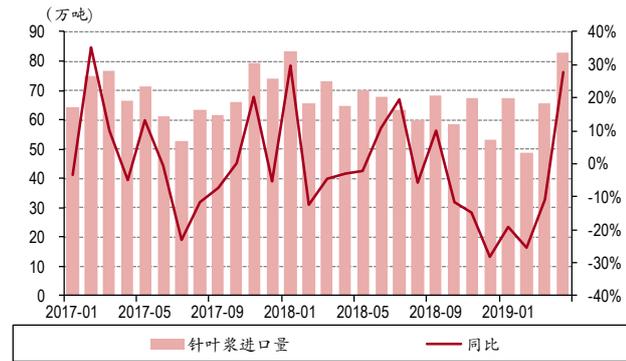
图表 28. 双胶纸企业毛利率模拟走势



资料来源：万得，中银国际证券

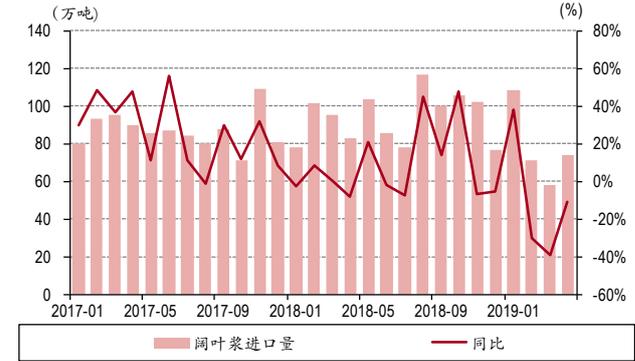
纸浆方面，有国内需求下行，中国木浆进口量 19 年上半年负增长 2.5%，作为世界第一大用浆国，中国需求的下行拉低了全球的浆需求。废纸进口收紧造成造纸原材料的短缺，但木浆对于废纸的替代有限，加之宏观经济不振，因此并没有体现到木浆进口量的增加。

图表 29. 针叶浆进口量情况



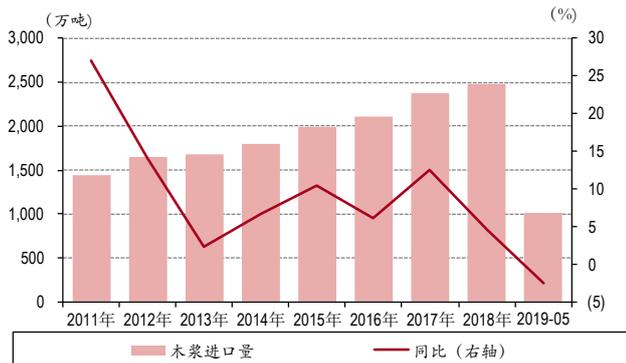
资料来源：万得，中银国际证券

图表 30. 阔叶浆进口量情况



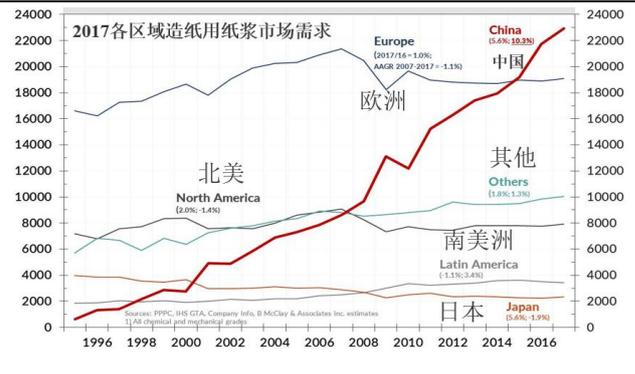
资料来源：万得，中银国际证券

图表 31. 木浆进口量同比增长放缓



资料来源：万得，中银国际证券

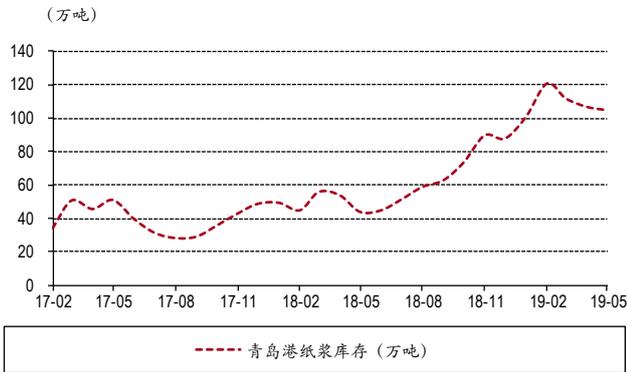
图表 32. 中国用浆需求已经是全球第一



资料来源：Biran Mcclay，中银国际证券

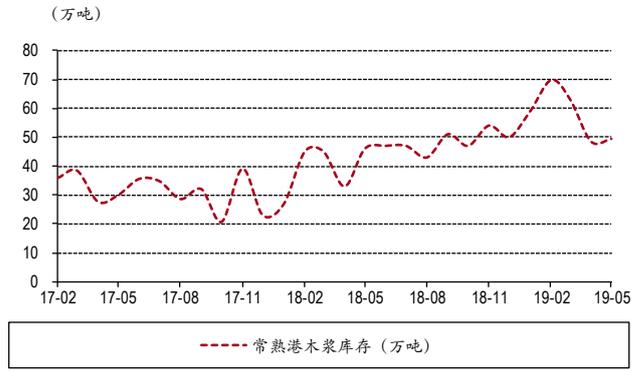
由于来自中国的需求超预期下降，导致港口库存和生产商库存都在攀升，目前青岛港和常熟港的库存都在历史较高位置，全球木浆生产商的库存也在历史最高位。5月份PPPC全球纸浆生产商库存天数51天，比4月份还要高一天，继续过去10年的最高位。

图表 33. 青岛港库存处于高位



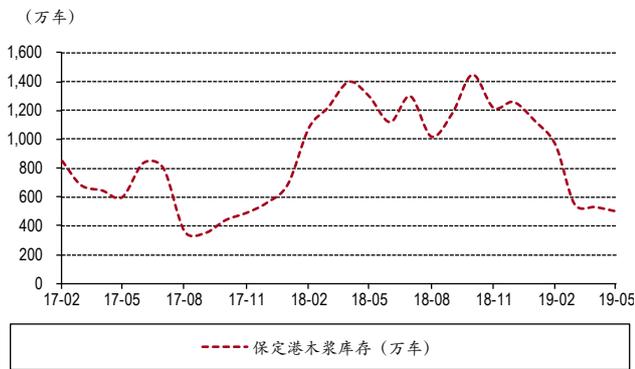
资料来源：卓创，中银国际证券

图表 34. 常熟港浆库存较高



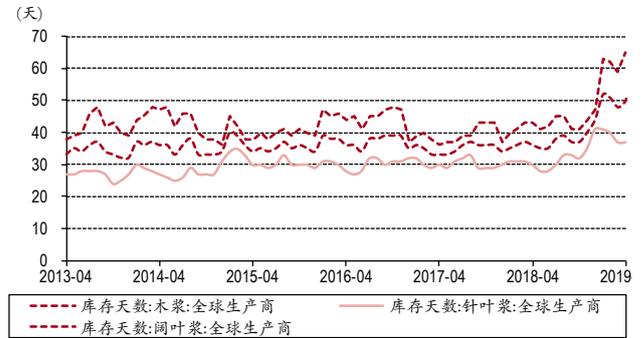
资料来源：卓创，中银国际证券

图表 35. 保定港库存有所回落



资料来源：卓创，中银国际证券

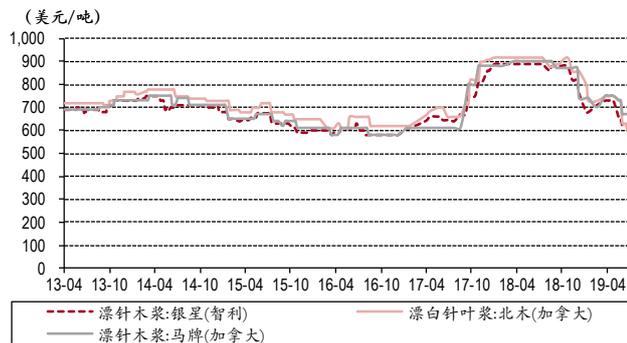
图表 36. 全球木浆生产商库存位于平均线之上



资料来源：万得，中银国际证券

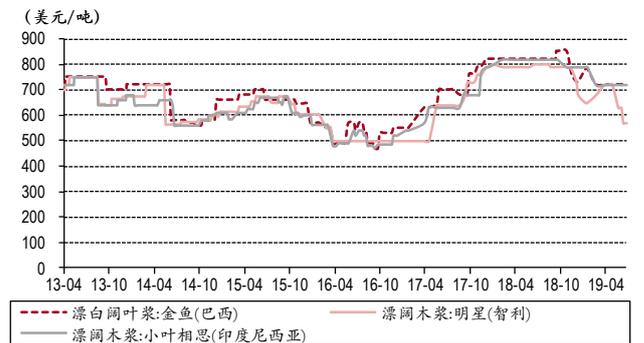
中国造纸纤维短缺预期，造成木浆进口量的增加，是过去两年浆价上涨的主要推动力，而中国需求不达预期，导致进口量增速放缓，将对于国际木浆价格造成压力。目前漂针浆外盘价格降到 600 美元左右，降到 2016 年水平，相对于历史极值 480 美元还有差异，漂阔浆价格部分报价降到 570 美元，相对于历史极值 400 美元还有很大空间。在生产商木浆库存历史高位，发运量低于预期的情况下，除非主流浆厂有明确的减产计划，否则预计短期仍将维持下跌趋势。

图表 37. 漂针浆外盘价格



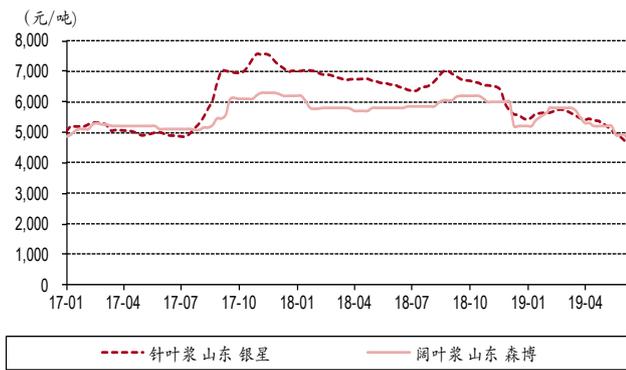
资料来源：卓创，中银国际证券

图表 38. 漂阔浆外盘价格



资料来源：卓创，中银国际证券

图表 39. 纸浆内盘价格



资料来源: 卓创, 中银国际证券

图表 40. 纸浆期货价格



资料来源: 万得, 中银国际证券

从长期层面, 木片资源呈趋紧状态, 经历了 17/18 年的扩产后, 19 年国际纸浆新产能增加放缓, 大型浆厂新产能明显减少, 阔叶浆没有新产能, 针叶浆和化机浆 19 年有约 110 万吨的新产能, 全球纸浆新产能增加供给有限。因此若需求能够逐渐走出 18 年的异常状态, 恢复到 17 年水平, 行业供需格局仍有改善。

图表 41. 国际纸浆新增产能放缓



资料来源: 卓创, 中银国际证券

图表 42. 分浆种新增产能情况



资料来源: 卓创, 中银国际证券

我们年初对于浆价走势判断为浅“V”型, 中国和欧元区的需求低于预期, 上半年浆价超预期下跌, 目前仍有一定下跌空间。Q3 是国内文化纸传统淡季, 中国需求处于阶段低点, 预计 Q3 需求和价格探底的可能较大, 下半年库存压力减小后浆价有望企稳回升。

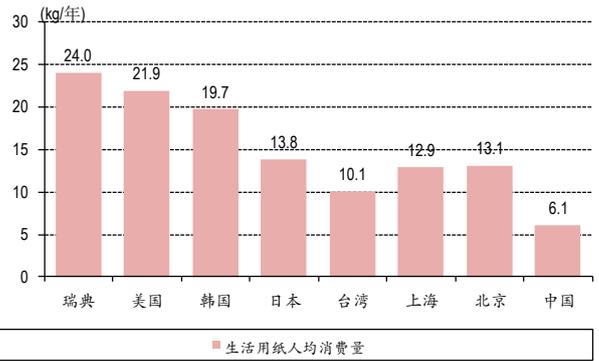
推荐中顺洁柔。需求层面来看, 生活用纸需求稳健, 过去 5 年中, 生活用纸消费量平均增长 8.6%, 18 年预计仍然维持 3% 左右, 是唯一保持增长的纸种。从长期空间上来看, 中国人均生活用纸消费量 17 年达到 6.1kg/年, 达到世界平均水平, 但与欧美 20kg 以上的年消费量仍有很大差距, 国内北京、上海等地达到 13kg/年, 但是中西部省份仍然只有 4kg/年左右的消费量, 随着二三线城市消费升级, 国内的生活用纸消费量还有很大潜力。

图表 43. 中国生活用纸消费量与同比增速



资料来源: 万得, 中银国际证券

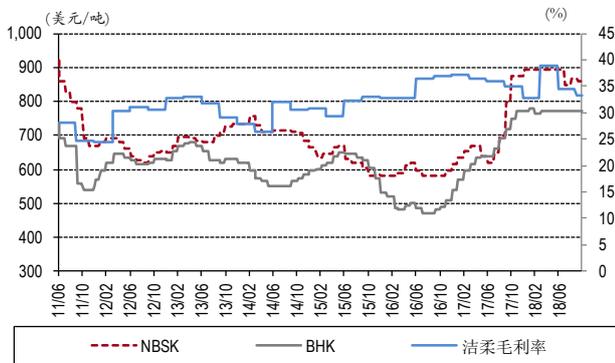
图表 44. 生活用纸消费量对比



资料来源: 万得, 中银国际证券

木浆在生活用纸成本中占比约 60%，以生活用纸 35% 的毛利率为例，浆价变动 10%，影响毛利率约 4%。欧美国家生活用纸集中度比较高，CR4 达到 65% 以上，生活用纸价格走势较为平稳，与浆价波动关系不大，盈利能力与木浆呈现明显的反向关系。国内生活用纸集中度 CR4 约 35%，价格走势波动也较小，以中顺洁柔为例，毛利率与木浆价格呈现一定的反向关系。

图表 45. 中顺洁柔毛利率与浆价走势



资料来源: 万得, 中银国际证券

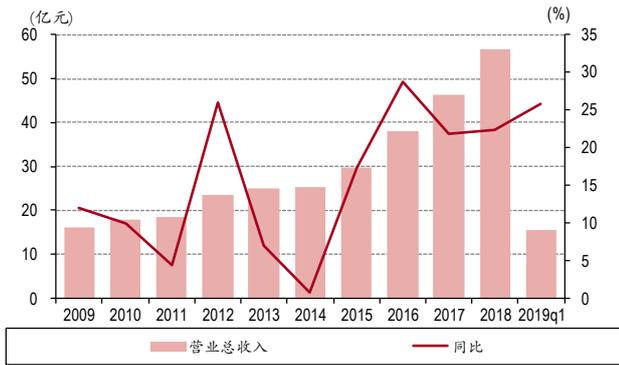
图表 46. 美国生活用纸价格与浆价走势关系不大



资料来源: Biran Mcclay, 中银国际证券

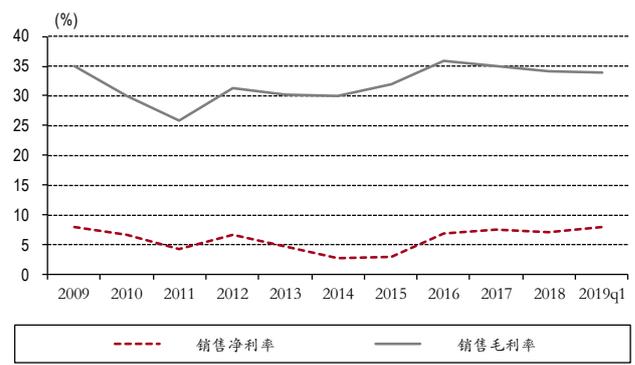
公司销售管理团队持续进行渠道细化和开拓，16-18 年连续三年营收增长维持在 20% 以上，19 年 Q1 继续保持高增速，产品结构不断优化升级，19 年 Q1 的 Face/Lotion/自然木等高毛利产品分别同比增长超 45%/100%/25%，占比达到 65%，相对于 18 年的 63.4% 继续提升，带动公司产品均价持续提高。产品品类也在不断丰富，18 年 6 月份推出了棉花柔巾，19 年京东 618 推出了女性护理用品，在线上开始推广。18 年公司推出了新一期股权激励目标，未来三年营收 CAGR 为 18%。经销商渠道，截至 18 年末已覆盖的县市区达到 1791 个，2019 年目标新增加 500 个县市区；商销渠道今年重点发力。随着品类的丰富和渠道的开拓，公司营收的增长中枢有望提升。

图表 47. 中顺洁柔营业收入增长稳健



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 48. 中顺洁柔毛利率净利率走势



资料来源: Biran Mcclay, 中银国际证券

图表 49. 卫生巾新品牌朵蕾蜜



资料来源: 百度, 中银国际证券

图表 50. 化妆棉巾新品新棉初白

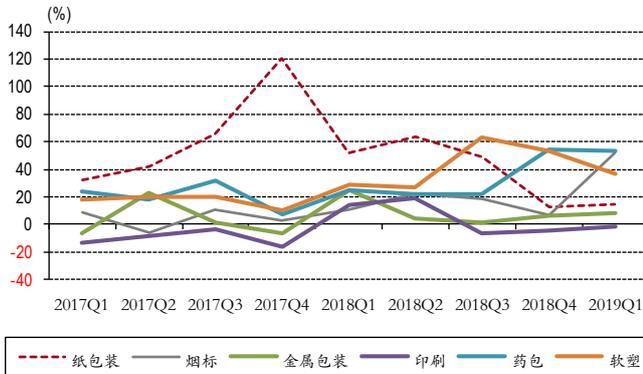


资料来源: 百度, 中银国际证券

包装：需求受经济景气压制，长期关注行业整合进展

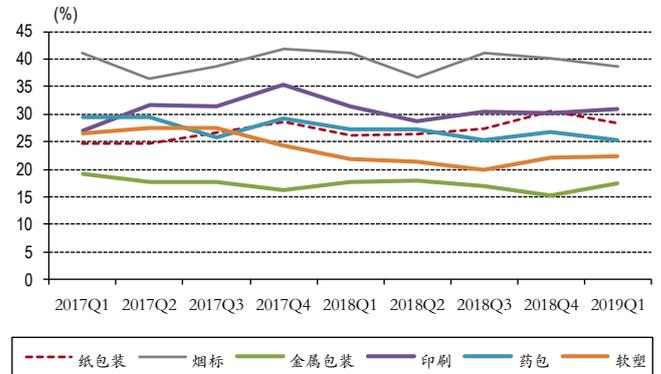
印刷包装 18 年实现 19.8% 的营收增长，净利润 5.1% 的增长，19Q1 实现营收增长 12.7%，净利润 16.5% 的增长，19 年 Q1 收入增速有所放缓，利润增速有所回升。分品类来看，受需求和价格制约，纸包装和印刷收入增速均有所下降，烟标和药包在企业并购下有所加快。受益于原材料价格下降和集中度提升，纸包装和金属包装毛利率稳中有升，烟标和药包行业平均毛利率有所下降。

图表 51. 包装行业分品类增长状况



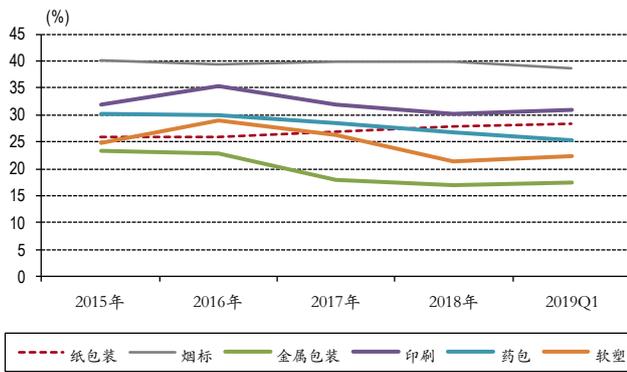
资料来源：万得，中银国际证券

图表 52. 包装行业分品类利润增长状况



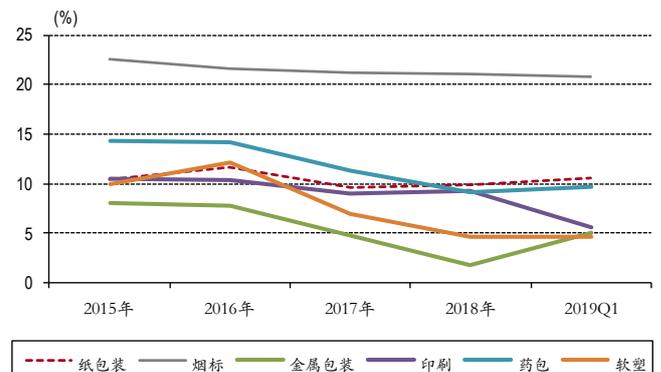
资料来源：万得，中银国际证券

图表 53. 包装行业各分类毛利率走势



资料来源：万得，中银国际证券

图表 54. 包装行业分品类净利率走势



资料来源：万得，中银国际证券

行业企业产品均为 2B 业务，包装产品多为成本加成模式，但不同的包装企业议价能力有所不同，价格传导需要一定时间，成本下降趋势下会有月度阶段性受益。宏观经济下行，塑料、铝、马口铁、白卡纸、箱板瓦楞纸等主要原材料均走出下降趋势，议价能力较强的包装企业能够享受短期的毛利率增厚。

图表 55. 铝期货价格走势



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 56. 马口铁价格走势



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 57. PET 价格走势



资料来源: 万得, 中银国际证券

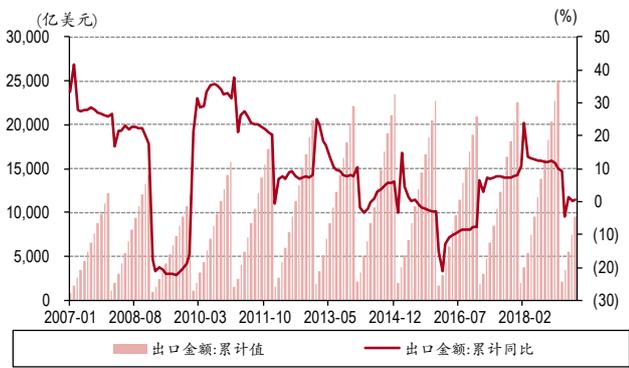
图表 58. PP 价格走势



资料来源: 万得, 中银国际证券

纸包装下游为食品饮料、家用电器、3C 用品等消费品领域, 其中 1/3 的终端需求与出口相关, 上半年需求受到贸易争端较大影响, 需求回暖有赖于宏观经济的回升, 以及中美贸易问题的解决。金属包装的需求一方面与啤酒、软饮料行业的产量相关, 上游行业的增速进入低速增长阶段, 另一方面, 也与行业的金属罐化率有关, 因此金属包装的需求维持增长。

图表 59. 出口增速 19 年上半年明显下降



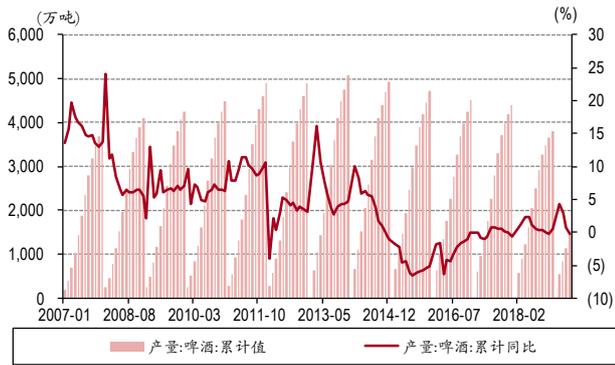
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 60. 3C 产品产量下降



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 61. 啤酒行业增长放缓



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 62. 软饮料产量增长放缓



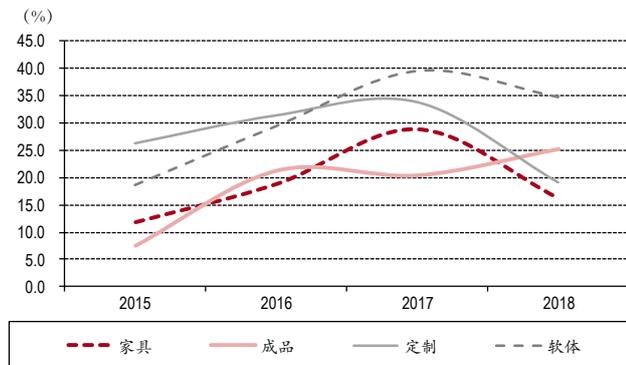
资料来源: 万得, 中银国际证券

纸包装和金属包装由于行业产能过剩, 毛利率一直处于较低状态, 但随着行业内部的并购整合, 集中度的不断提升, 行业龙头的议价能力有望逐渐走强, 纸包装方面, 合兴并购 IP 纸业国内业务, 金属包装, 奥瑞金和波尔的并购也在完成当中, 行业长线盈利能力提升趋势值得关注。

家居：业绩估值双底部，地产交房量有望拐点向上

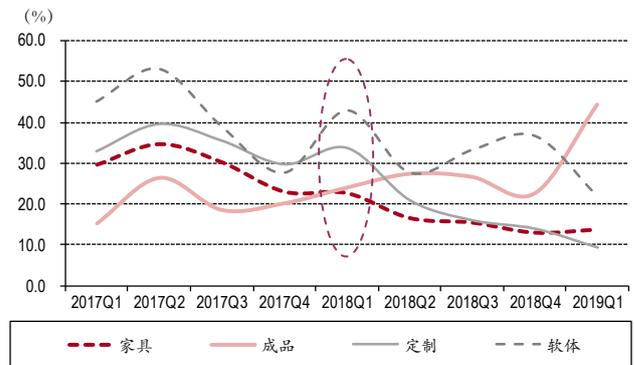
家具属地产产业链下游，市场需求受地产销售影响。前两年地产政策紧缩与经济增长趋缓致成交量下滑，家具企业受此后置效应影响，业绩增速出现不同程度放缓，19年上半年仍处于业绩的低点。截至2018年，家具企业营收同比增长16.2%，增速同比下降12.7%，净利润同比减少27.7%，增速同比下降55.4%。截至2019Q1，家具企业营收同比增长13.7%，增速同比下降8.9%，环比增加0.8%，净利润同比增长24.8%，增速同比提升29.1%，环比提升131.1%。

图表 63. 2015-2018 年家具上市企业营收增速情况



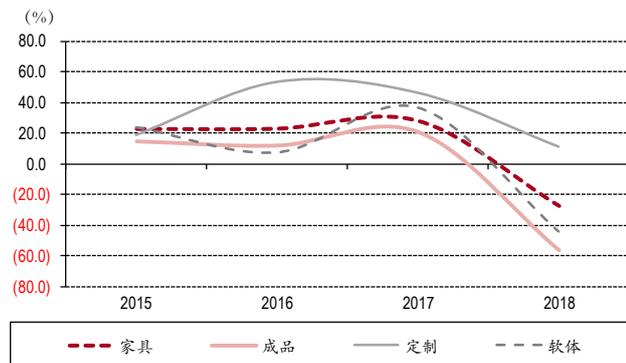
资料来源：万得，中银国际证券

图表 64. 2017Q1-2019Q1 家具上市企业单季营收增速情况



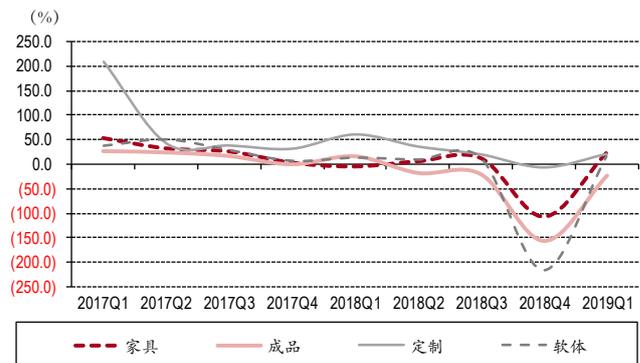
资料来源：万得，中银国际证券

图表 65. 2015-2018 年家具上市企业净利润增速情况



资料来源：万得，中银国际证券

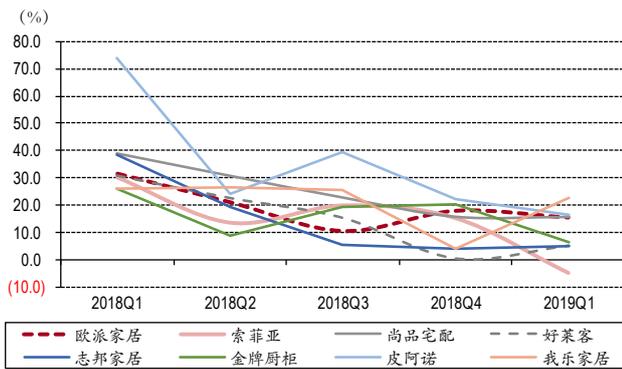
图表 66. 2017Q1-2019Q 家具上市企业单季净利润增速情况



资料来源：万得，中银国际证券

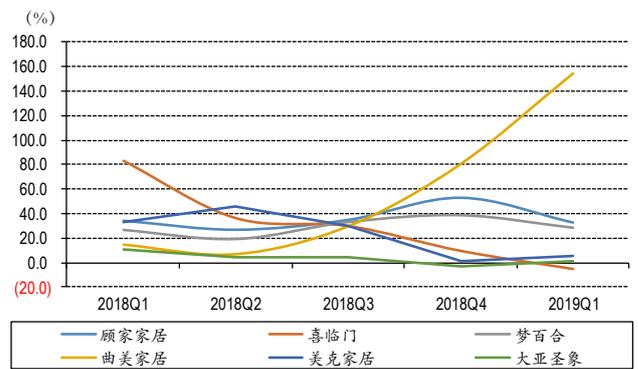
营收表现上，除成品家居在并购支撑下19年Q1营收增速(YoY+51%)环比18Q4(YoY+15%)明显提升，出口家具有所恢复外，其他品类皆呈下降趋势。定制家具的行业增速19Q1只有10%，为近三年以来最差水平。考虑到18Q1行业增速在高位，基数较大，Q2之后行业增长有望一定恢复。

图表 67. 定制家具企业营收增速放缓



资料来源：万得，中银国际证券

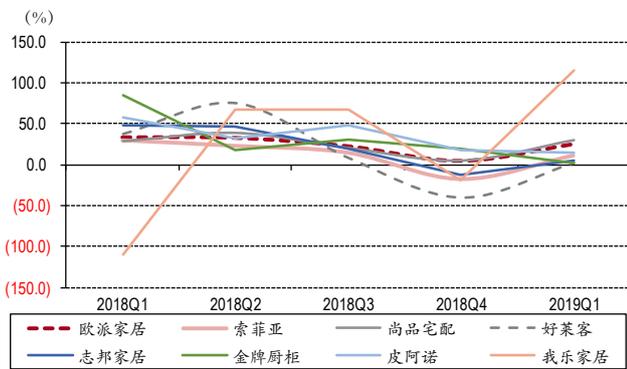
图表 68. 其它家具企业营收增速放缓



资料来源：万得，中银国际证券

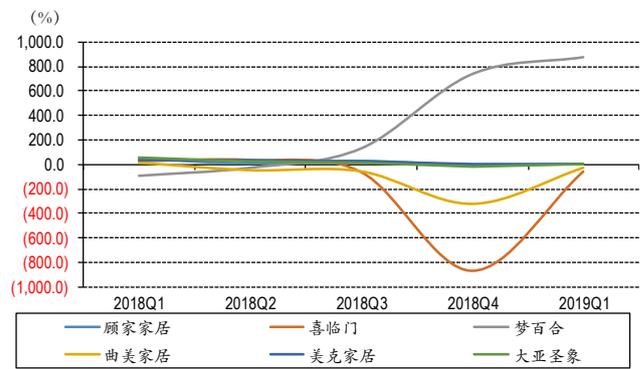
净利润方面，19Q1 除我乐家居、梦百合扭亏为盈实现高增长，曲美家居受并购 Ekornes 费用影响，同比减少 28.0%，尚品宅配增速同比+1.3%至 30.5%，其它公司增速较去年同期下滑，但整体来看，受成本下降影响，大部分家具企业 19Q1 净利润增速相较 18Q4 呈一定的环比改善趋势。

图表 69. 2019Q1 定制家具企业净利润增速环比改善



资料来源：万得，中银国际证券

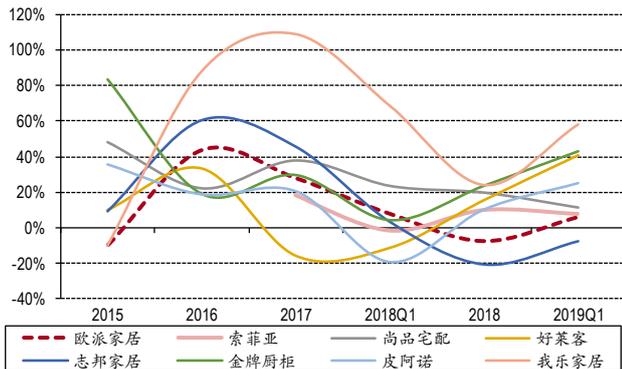
图表 70. 2019Q1 其它家具企业净利润增速环比改善



资料来源：万得，中银国际证券

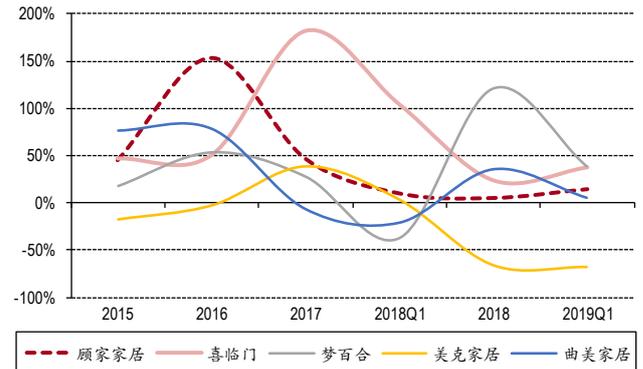
预收账款方面，除索菲亚、尚品宅配、梦百合，其余定制家具、软体家具企业 19Q1 增速环比 2018 全年呈改善趋势，其中好莱客、金牌厨柜、皮阿诺、梦百合增速分别为 40.6%、42.9%、25.2%、38.5%，同比 18Q1 增速提升明显，按照订单落实到营收约 3 个月时效来看，19Q2 营收增速有望改善。

图表 71. 2019Q1 定制家具企业预收账款增速环比改善



资料来源：万得，中银国际证券

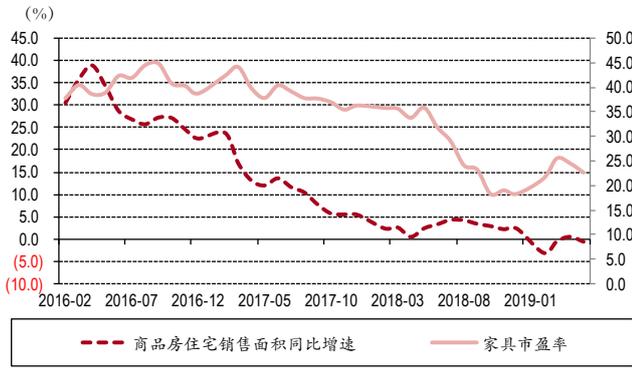
图表 72. 2019Q1 其它家具企业预收账款增速环比下降



资料来源：万得，中银国际证券

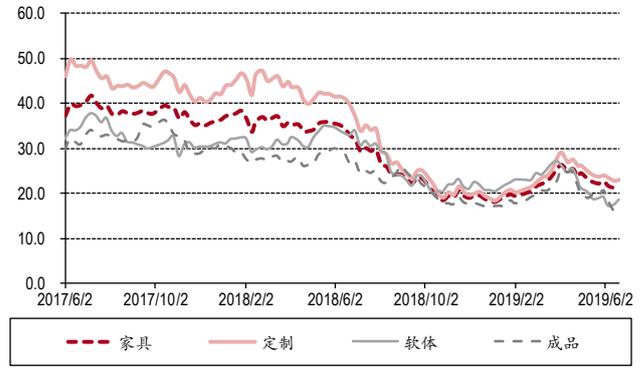
而估值也在历史低位，从历史数据来看，地产销售对投资者情绪影响较大，导致与家具企业估值相关性较强。由于地产交易面积低位徘徊，家具及其子板块估值降至 16-21 倍左右，已处历史低位。但由于房住不炒的政策执行坚决，房地产整体增速已经下了台阶，下半年自上而下的估值提升难度较大。

图表 73. 家具企业估值受地产销售影响



资料来源：万得，中银国际证券

图表 74. 家具企业市盈率降至历史较低水平

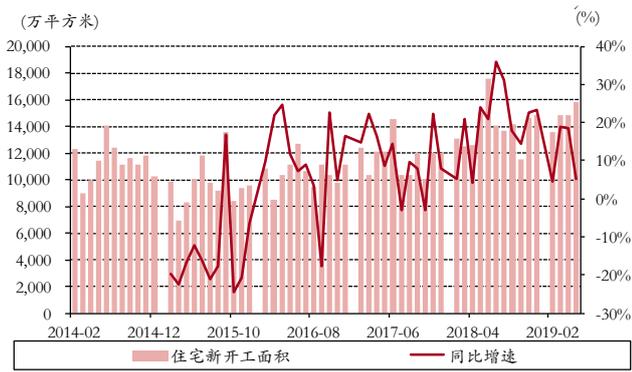


资料来源：万得，中银国际证券

地产交房量有望拐点向上

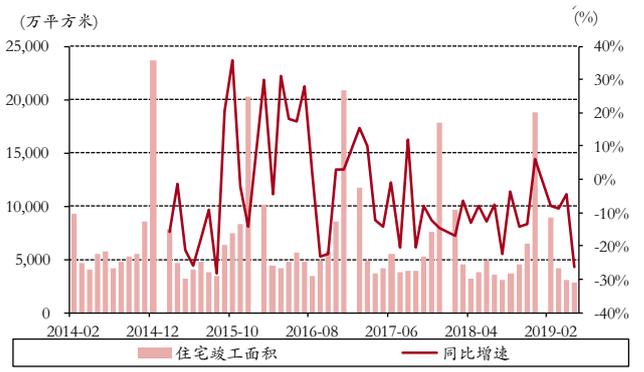
虽然竣工面积数据 5 月份仍不乐观，但我们构建了交房模型，并统计了 14 家头部房企的 19 年竣工面积预期，认为地产后周期的传导是确定性的，前期销售和新开工高涨的情况下，19-20 年是交房大年，对于下半年家居行业业绩增速将带来一定提振。

图表 75. 18 年住宅新开工面积增速在高位



资料来源：万得，中银国际证券

图表 76. 住宅竣工面积增速尚未回升



资料来源：万得，中银国际证券

模型推演 2019-2020 年有望成交房大年

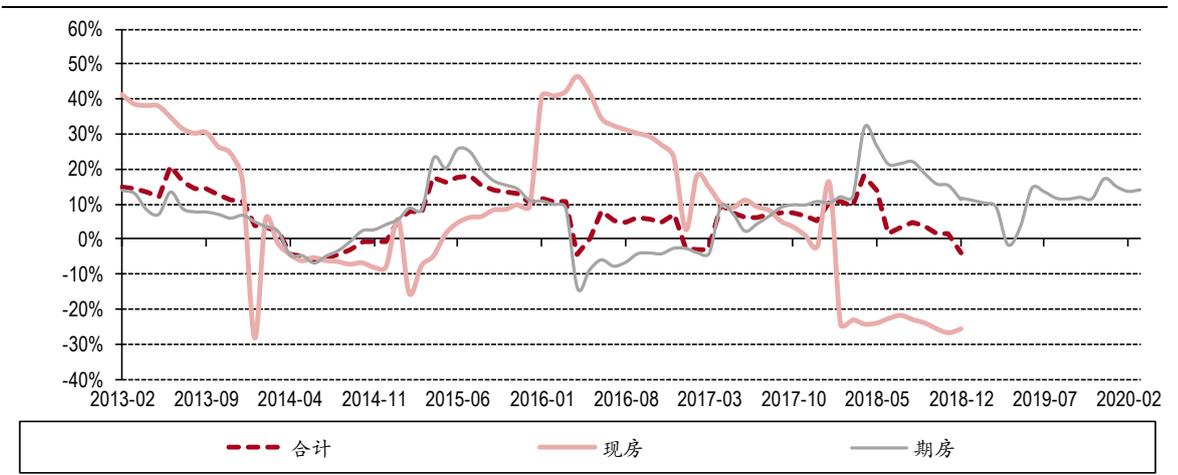
国家统计局统计的新房销售面积包含现房与期房两类，现房在销售后即可验收，期房从销售到交房验收一般跨越 1.5-2.5 年。家具市场需求主要受住宅交房量影响，为更好地掌握其市场动态，我们对新房交房面积进行建模预测，步骤如下：

- 1、根据《第一财经》公布的城市排名，及国家统计局已有城市数据，将所有城市划分为一线城市（北上广深）、新一线城市（重庆、成都、杭州等 15 个）、二线城市（昆明、大连、厦门等 30 个）、三线城市（三亚、西宁等 4 个）、其余城市。通常情况下，越是前沿城市，其对住宅预售要求的施工完成度越高，动工到预售时间跨度就越长，导致预售到交房验收时间跨度越短。因此，我们假设期房从销售到交房的平均周期分别为：一线城市 16 个月、新一线城市 18 个月、二线城市 24 个月、三线城市 24 个月、其它城市 28 个月。



- 2、将城市对应的期房销售面积滞后相应交房周期，再与当月现房销售面积相加，得出该城市的当月交房面积。
- 3、将所有城市交房面积汇总，得出全国交房面积及同比增速。

图表 77. 新建住宅交房量同比增速预测



资料来源：国家统计局，中银国际证券

模型结果显示，2018 年新建住宅交房面积增速持续下滑，其中，期房交房面积增速于 2019 年 4 月探底，5 月开始拐点上扬，2019 年全年期房交房面积同比增速预计达 17.4%，2020 年 1-3 月将维持 14.2% 的高增长。2019-2020 年作为交房大年，滞后 6-9 个月，今年末或明年上半年家具企业营收增速有望在低基数的基础上，恢复较高增长。

头部房企 2019 年计划竣工面积高企

随着地产集中度提升，头部房企数据代表性增强。根据各公司年报数据，我们在已上市的龙头地产企业中选取 14 家，统计其 2016-2019 年计划与实际竣工面积。

统计结果显示，2017-2019 年，14 大龙头地产商计划竣工面积分别为 9712、12323、17056 万平方米，同比增长 2.7%、26.9%、38.4%，2019 年增速提升明显，预示将成为竣工大年。



图表 78.14 大龙头地产商当年预计竣工面积 (万平方米)

地产企业	2016	2017	2018	2019
万科地产	2065	2,448.3	2,630.5	3,609.0
YOY(%)	22.8	18.6	7.4	37.2
保利地产	1,650.0	1,500.0	1,900.0	2,750.0
YOY(%)	10.0	(9.1)	26.7	44.7
华夏幸福	520.1	550.3	1,010.6	1,037.0
YOY(%)	38.5	5.8	83.6	2.6
富力地产	481.0	478.1	693.7	920.0
YOY(%)	20.0	(0.6)	45.1	32.6
龙湖地产	563.0	680.0	994.0	1,500.0
YOY(%)	(6.2)	20.8	46.2	50.9
招商蛇口	450.0	528.0	593.0	1,000.0
YOY(%)	28.6	17.3	12.3	68.6
新城控股	469.3	607.7	913.9	1,881.0
YOY(%)	—	29.5	50.4	105.8
世茂房地产	1,350.0	800.0	900.0	1,050.0
YOY(%)	92.9	(40.7)	12.5	16.7
金地集团	488.0	550.0	730.0	854.0
YOY(%)	11.2	12.7	32.7	17.0
首开股份	213.0	296.0	332.0	465.0
YOY(%)	0.5	39.0	12.2	40.3
路劲地产	138.4	131.0	171.1	290.0
YOY(%)	15.6	(5.3)	30.6	69.5
远洋集团	289.4	368.0	403.7	439.5
YOY(%)	(13.6)	27.1	9.7	8.9
蓝光发展	372.1	315.1	358.7	400.0
YOY(%)	24.5	(15.3)	13.8	11.5
荣盛发展	409.9	459.9	692.4	860.5
YOY(%)	(10.3)	12.2	50.6	24.3
合计	9,459.0	9,712.0	12,323.0	17,056.0
YOY(%)	—	2.7	26.9	38.4

资料来源: 各公司公告, 中银国际证券

为验证此数据预判行业的有效性, 我们进行了两方面检验:

- 1、**计划竣工面积与实际竣工面积的契合度。**在上述列表的 14 家地产企业中, 公告了实际竣工面积的有以下 11 家, 2018 年这 11 家企业的实际竣工面积占当年计划竣工面积的 98.8%, 属高度契合。剔除保利地产后, 剩余 10 家企业 2016-2018 年的实际竣工面积占当年计划竣工面积的比例分别为 94.0%、104.5%、93.6%, 契合度较高, 表明用这些企业的 2019 年计划竣工面积预判实际竣工面积有一定可靠性。
- 2、**14 家企业对地产行业的代表性。**据我们测算, 2018 年 11 大地产商实际竣工面积占全国住宅竣工面积的 12.7%, 假设该 11 大地产商实际竣工面积占 14 大地产商的份额等同于其计划竣工面积的份额 (69.1%), 则 2018 年 14 大地产商的实际竣工面积占全国的 17.9%, 具有一定代表性。

图表 79.11 大龙头地产商当年实际竣工面积 (万平方米)

地产企业	2016	2017	2018
保利地产	—	—	2217
富力地产	420.9	663.3	611
龙湖地产	576	765	950
招商蛇口	487.46	453.49	498.74
新城控股	401.45	725.13	979.82
世茂房地产	770	765	892
金地集团	640	670	672
首开股份	312.53	320.87	342.44
远洋集团	309	309	292
蓝光发展	329	273	337
荣盛发展	536	369	616
11 大地产商合计	—	—	8407
占计划竣工面积比例(%)	—	—	98.8
10 大地产商合计 (剔除保利地产)	4781	5313	6190
占计划竣工面积比例(%)	94.0	104.5	93.6
全国住宅竣工面积	77185.19	71815.12	66015.75
11 大地产商占全国比例(%)	—	—	12.7
10 大地产商占全国比例(%)	6.2	7.4	9.4
14 大地产商占全国比例(%)	—	—	17.9

资料来源: 各公司公告, 国家统计局, 中银国际证券 (注: 红色为推测数据)

综上所述, 2019-2020 年是交房大年的确定性较高, 推动下游家居市场需求释放, 有望迎来拐点向上。其中, 头部房企的计划竣工面积 19 年确定高增长, 随着精装渗透的不断提升, 其精装房供应商的增长今年也将维持高增速。

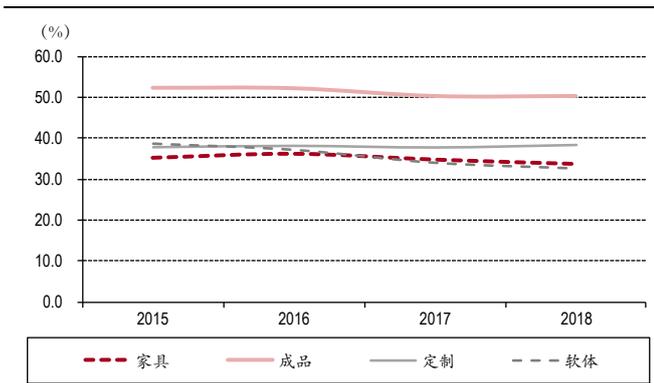
定制家具行业竞争未出现明显加剧

自地产萎缩带动家居市场需求增速下滑, 家居企业业绩增速回落后, “定制家居行业已进入价格战”的声音不绝于耳, 市场对于行业盈利能力的下降非常担忧, 但我们观察分析后发现, 行业价格竞争并未出现明显加剧, 主要体现在产品及渠道毛利率并未明显下降。对此结果, 难以比价的行业特性所起作用较大, 削弱了企业进行正面价格战的可操作性, 家居行业整合期间竞争的烈度会远低于家电行业整合过程。

毛利率稳中有升

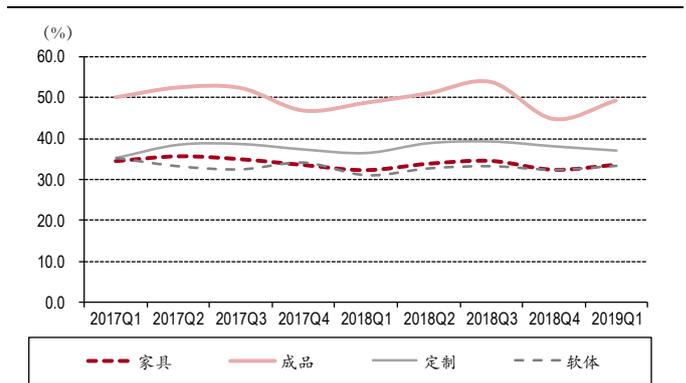
从下图可知, 2018 年家具板块毛利率同比下降 1.0% 至 33.8%, 细分板块中, 定制家具表现较好 (+0.6%), 软体家具略有下滑 (-1.4%); 19Q1 家具毛利率同比提升 1.3% 至 33.6%, 定制家具 (+0.6%)、成品家具 (+0.5%) 稳定提升, 软体家具改善明显 (+2.4%)。

图表 80. 2018 年家具板块毛利率同比下降 1.0%



资料来源: 万得, 中银国际证券

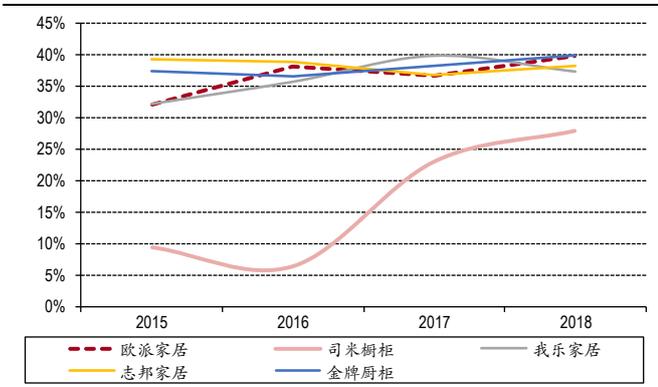
图表 81. 2019Q1 家具板块毛利率同比提升 1.3%



资料来源: 万得, 中银国际证券

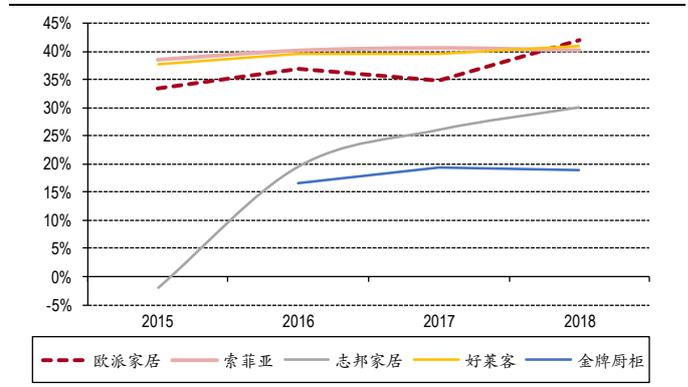
聚焦 2018 年定制家具不同品类可见：1) 橱柜业务中，除我乐家居受大宗业务营收占比提升影响，毛利率同比下滑 2.6%至 37.4%，另外四家企业毛利率出现 1.5%-5.0%的涨幅不等；2) 衣柜业务中，除索菲亚 (-0.4%)、金牌厨柜 (-0.5%) 毛利率略有下滑，好莱客、志邦家居、欧派家居毛利率分别同比提升 1.3%、4.0%、7.2%；3) 全屋定制业务中，尚品宅配因经销渠道营收占比提升，毛利率略有下滑 (-0.4%)，我乐家居毛利率同比提升 5.6%。大趋势上，定制家具各细分品类的企业毛利率稳中有升。

图表 82. 2018 年橱柜毛利率整体呈提升趋势



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 83. 2018 年衣柜毛利率整体呈提升趋势



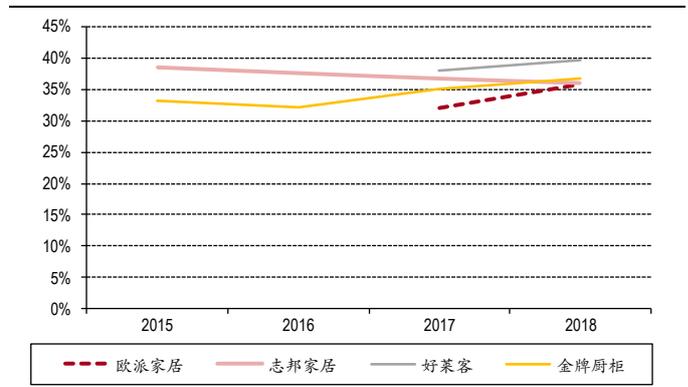
资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 84. 2018 年全屋定制毛利率一览



资料来源：公司公告，中银国际证券

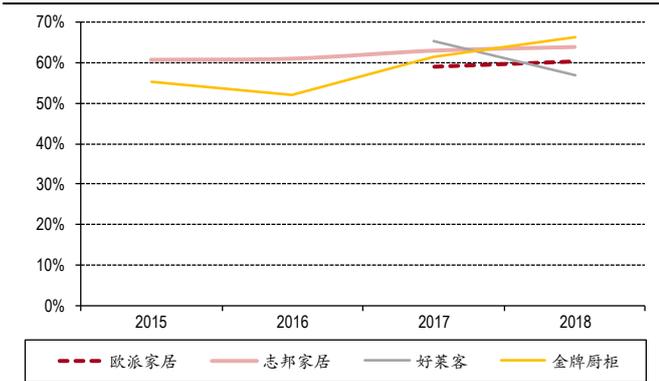
图表 85. 2018 年经销渠道毛利率整体呈提升趋势



资料来源：公司公告，中银国际证券

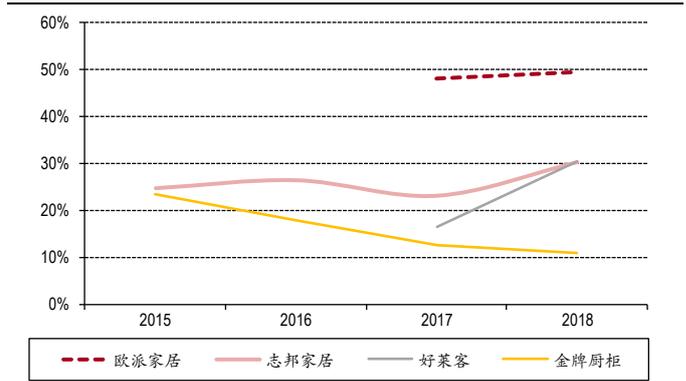
分渠道来看：1) 2018 年经销渠道中，欧派家居、金牌厨柜、好莱客毛利率分别同比提升 3.8%、1.8%、1.7%，志邦家居受毛利率更低的定制衣柜营收占比提升影响，毛利率同比下降 0.7%；2) 直营渠道中，金牌厨柜、欧派家居、志邦家居毛利率分别同比提升 4.7%、1.4%、0.9%，好莱客同比下降 8.4%，但其直营渠道营收占总营收比不足 5%，基数较小，毛利率易发生波动；3) 大宗渠道中，志邦家居、欧派家居毛利率分别同比提升 7.1%、1.5%，好莱客大宗营收基数较小 (130 万元)，毛利率提升幅度较大 (+13.9%)，金牌厨柜毛利率同比下降 1.5%。

图表 86. 2018 年直营渠道毛利率整体呈提升趋势



资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 87. 2018 年大宗渠道毛利率整体呈提升趋势



资料来源: 公司公告, 中银国际证券

总的来说, 定制家具无论是细分品类, 亦或细分渠道, 企业毛利率大部分呈稳中有升趋势, 并未见到价格战应带来的毛利率明显下降现象。

难以比价的行业特性削弱了正面价格战的可行性

我们认为, 定制家具并未明显进入价格战的一个主要原因, 是其产品非标、组件繁多、定价方式各异与重服务的特性使消费者无法直接比价, 导致价格战难以正面展开。

以下图为例, 定制家具报价单中, 包含柜板、层板、背板、顶柜见光板、门板、趟门等柜身基本配置, 挂衣通、格子架、垫板、抽屉、灯箱、保险柜、全身镜等功能配件, 及气压杆、拉手、阻尼缓冲系统等五金配件, 每一个组件的尺寸、工艺、品牌、材质、颜色、图案等差异都会导致价格差异, 现有的价格竞争主要集中在基本款上, 对于细分组件都需要另外计算, 而一个订单中包含大量组件, 叠加各企业的报价方式差异, 消费者很难进行不同品牌间的价格比对, 避免了企业间价格的正面冲突, 削弱了价格战的可行性。

图表 88. 定制家居企业报价单

序	名称	型号	颜色	标准规格	实际尺寸	单位	单价	件数	数量	金额
1、柜身基本配置										
1	单元柜体	YGU-A001	胡桃木	382x509x2070	1000x509x2070	个	1057.00	1	1.00	1,057.00
2	单元柜体	YGU-A001	胡桃木	382x509x2070	961x509x2070	个	706.00	1	1.00	706.00
3	顶柜见光板		胡桃木		600x530x18	平方米	278.00	1	0.32	88.96
4	外隔板		胡桃木		600x2070x18	块	329.00	2	2.00	658.00
合计										2,509.96
2、功能配件配置										
1	顶柜	YGD-A006	胡桃木	2010x620x700	1982x600x650	米	695.00	1	1.98	1,376.10
2	顶封板		胡桃木		1982x80x18	米	82.00	1	1.98	162.36
3	垫板		胡桃木		1964x90x18	米	35.00	1	1.96	68.60
4	L架带西裤抽-L	YG1-B005	胡桃木	863x195x926	982x195x926	个	869.00	1	1.00	869.00
5	Y挂式挂衣通	YG1-A003	胡桃木	764x28x28	582x20x65	个	91.00	1	1.00	91.00
6	挂式挂衣通	YG1-A003	胡桃木	564x20x65	982x20x65	个	91.00	1	1.00	91.00
7	三层格子架	YG1-B051	胡桃木	961x195x1568	961x195x1568	个	617.00	1	1.00	617.00
合计										3,275.06
3、趟门配件配置										
1	趟门		9mm板		1009.5x2012	平方米	661.00	2	4.06	2,663.66
2	趟门材料差价		皮革		1009.5x568	平方米	284.00	6	3.44	976.96
3	趟门中横条	ZL-115TS	胡桃木			条	66.00	4	4.00	264.00
合计										3,924.62
总金额:		9,709.64	折后金额:							

资料来源: 搜狐新闻, 中银国际证券

图表 89. 定制家居企业报价单

类型	门板价(元/平米)	柜体(元/米)	地柜	吊柜
防火板门板	420	1470	780	690
美纹板门板	420	1648	848	800
美国板门板(边框木框)	800	2000	1100	900
玻璃板门板	420	1648	848	800
单面烤漆门板	650	1900	1050	850
双面烤漆门板	850	2555	1395	1160
实木门板	900	2555	1395	1160
(此价为红箱木)				
百叶门	每扇门加收100元			
柜身板(防潮板)	160元/平方			
灯线、眉线	135元/米			
铝合金包边	31元/米 (按实际封边长度)			
高				
标准尺寸	地柜柜体	640	吊柜柜体	690
	吊柜柜体	690		800
非标高度柜体	地柜柜体价格=对应宽度标准柜体价格*总高度/690			
非标高度柜体	吊柜柜体价格=对应宽度标准柜体价格*总高度/800			
每套橱柜送3个三节导轨木抽屉(导轨和柜芯), 配送全部门铰、短拉手(224以内)、木踢脚线和塑料件				
不含见光板柜身标准配置颜色为白色, 其它颜色加收厨柜总造价的10%。				
类型	价格	单位	产地	
灯箱	600	元/米	上海	
三节导轨	70	元/个	深圳	
TO/TO锁高身骑马抽	185	元/个	杭州	含底板
TO/TO锁高身骑马抽	200	元/个	杭州	含底板
BLUM回档骑马抽	400	元/个	奥地利	含底板
BLUM回档高身骑马抽	500	元/个	奥地利	含底板
BLUM阻尼缓冲系统	135	元/个	奥地利	
凯信气压杆	50	元/个	顺德	
RAPRO气压杆	150	元/个	韩国	
长拉手(224以上)	25	元/个	深圳	
暗藏拉手	50	元/米	深圳	

资料来源: 搜狐新闻, 中银国际证券



与此同时，即使进行促销活动，不同品牌的促销内容也五花八门，各有侧重，缩小目标群体重合度的同时，加大消费者进行价格对比的难度。

以今年3·15大促为例，虽然索菲亚、欧派、尚品宅配、好莱客等都沿用了套餐促销模式，但与往年简单复制19999元/XX㎡不同的是，今年不同品牌套餐内容差异化拉大，且更加追求多品类协同提升客单价，如：索菲亚将衣柜、橱柜、窗帘、床垫、木门进行各种打包组合，并推出囊括了全屋定制柜、橱柜、木门、烟灶、床垫的29999全屋定制套餐；欧派丰富了赠品品类与品牌，加入了金可儿床垫、TCL电视、嵌入式洗碗机等产品，并充分利用自身品类齐全的优势，协同衣柜、橱柜、木门、卫浴业务，主推598整装产品；尚品宅配主推518全屋定制产品，套餐选择相对较少，且主要集中在配套家居与橱柜产品上；好莱客主推799定制柜，16800套餐重点突出新颖板等环保板材。

图表 90.定制家具企业 2019 年 3.15 促销活动一览

品牌	渠道	价格 (元)	套餐内容
索菲亚全屋定制	线上	500	<ul style="list-style-type: none"> 特权订金，到店消费可享： <ul style="list-style-type: none"> 线下门店消费满3万元减3150元，限量10名； 随机送价值499元床上用品四件套，限量60名； 消费满1万元可抵扣700元。
	线下	19998	<ul style="list-style-type: none"> 18㎡全屋定制柜，送8㎡衣柜+18㎡窗帘，+998元送全屋窗帘主布； 订金1000元返2000元； 3月16日，万元返315元。 全屋定制22㎡投影面积（超出部分按999/㎡计价），E0级环保板材，含： <ul style="list-style-type: none"> 入户柜、鞋柜、电视柜、酒柜、书柜、衣柜、衣帽间，不含榻榻米柜
	线上&线下	19999	<ul style="list-style-type: none"> 送22cm厚的独立袋装弹簧床垫。 全屋定制13㎡投影面积（超出部分按999元/㎡计价），E0级环保板材，含： <ul style="list-style-type: none"> 索菲亚全屋定制（入户柜、鞋柜、电视柜、阳台柜、酒柜、书柜、衣柜、衣帽间，不含榻榻米柜） 18mm实木颗粒板司米橱柜（3m地柜+3m台面+1m吊柜） 两卧一卫免漆耐磨木门
	线上&线下	29999	<ul style="list-style-type: none"> 送22cm厚的独立袋装弹簧床垫、司米烟机、司米灶具。 1.5m双人床、床头柜； E0级实木颗粒板整体衣柜。
司米橱柜	线上	2019	<ul style="list-style-type: none"> 秒杀活动，限量2套，含3m地柜+3m台面+1m吊柜，送抽屉+拉篮；
	线下	99	<ul style="list-style-type: none"> 买橱柜，+99元送蒸箱或烤箱；
	线上&线下	9999	<ul style="list-style-type: none"> 含3m地柜+3m台面+1m吊柜，送智能烟灶+星盆龙头+抽屉+拉篮。
欧派整装大家居	线上&线下	1198元/㎡	<ul style="list-style-type: none"> 整装（建筑面积，限100㎡以内），含主材（全屋品牌瓷砖/地板/吊顶/涂料/石材）、欧派橱柜（I/L型台面不限米+2m吊柜+烟灶+水盆）、欧派衣柜（1.6㎡投影面积鞋柜+10㎡投影面积卧室衣柜）、欧铂丽木门、欧派卫浴（浴室柜+龙头花洒+马桶各一套）。
		598元/㎡	<ul style="list-style-type: none"> 整装，含木门、卫浴（每60㎡含一套）、衣柜（建面的20%）、橱柜（不拆改户型情况下，I、L型皆可）； 线下门店消费满3万元减3150元，限量10名； +3.15元抢1.8m真皮软床或1.5m板床。
		45800-78800	<ul style="list-style-type: none"> 主材套餐，含： <ul style="list-style-type: none"> 欧派橱柜：3.5m地柜台面+1.5m吊柜+烟灶+水槽龙头 欧派衣柜：全屋投影面积18㎡ 欧铂丽木门：3樘（含门套五金） 欧派卫浴：浴室柜+龙头花洒+马桶各一套

资料来源：各公司官网，各公司天猫旗舰店，中银国际证券



续图表 91.定制家具企业 2019 年 3.15 促销活动一览

品牌	渠道	价格 (元)	套餐内容
欧派衣柜	线上	其它	<ul style="list-style-type: none"> 订购任意全屋定制套餐,可免费获赠 1.5m 欧派床垫,或+799 元抢购价值 7999 元 1.5m 金可儿床垫。 衣柜全屋套餐单值满 2 万元以上,免费赠 1.5m 床垫,或+799 元抢购价值 7999 元 1.5m 金可儿床垫;
	线下	其它	<ul style="list-style-type: none"> 全场正价衣柜主体或正价家配,每满 5000 元立减 1000 元; 预存 1/2/3 万元,可半价抢购板式床/半皮软床/沙发一套。
	线上&线下	19800	<ul style="list-style-type: none"> 现代畅销王套餐:含 22 m²投影面积,超出部分 1299 元/m²,含滑轮、门铰、拉手; 简欧人气王、主销品质王套餐:含 18 m²投影面积,超出部分 1399 元/m²,含滑轮。
	线上&线下	23800	<ul style="list-style-type: none"> 沙发三人位+贵妃位、茶几、餐厅一桌四椅、主卧 1.8m 软床、次卧 1.5m 软床; +99 元换购价值 6299 元 TCL55 寸 4K 电视机; +2999 元换购价值 7980 元 4 m²大衣柜一个。
欧派橱柜	线上	6999/7999	<ul style="list-style-type: none"> 含 3m 地柜+3m 石英石台面+1m 吊柜。
	线下	9999/10999 元	<ul style="list-style-type: none"> 含 3m 地柜+3m 石英石台面+1m 吊柜+烟灶; 全场正价橱柜和电器产品,每满 5000 元立减 1000 元。
	线上&线下	9999-32800	<ul style="list-style-type: none"> 15800/19800 元:3.6m 地柜+3.6m 石英石台面+1.5m 吊柜+烟灶+双水槽+百隆方杆抽; 25800/32800 元:7m 内(不含吊柜)橱柜、阳台柜、餐酒柜、餐边柜任意定制搭配+烟灶+双水槽或大单槽+百隆方杆抽或纳米拉篮二件套; 下定橱柜可加 999 元获赠价值 6980 元欧派嵌入式洗碗机一台。
尚品宅配	线上	其它	<ul style="list-style-type: none"> 订单满 1-5 万元,相应减 2000-10000 元; 预存 1-5 万元购买正价商品,享 9.5-9.1 折。
	线下	其它	<ul style="list-style-type: none"> 每满 8000 元减 800 元; 满减后满 1/3/5/8 万元,享 9.6/8.8/8.0/7.6 折。
	线上&线下	7708-9916	<ul style="list-style-type: none"> 9916 元起,含客厅十件套(餐桌椅、茶几、电视柜、沙发床、鞋柜、吊柜); 9999 元起,厨房七件套(地柜+石英石台面、吊柜、烟灶、龙头、双盆); 7708 元起,1.8m 床+1.6m 衣柜。
	线上&线下	518	<ul style="list-style-type: none"> 518 元/m²全屋定制套餐。
好莱客	线上	16800	<ul style="list-style-type: none"> 21 m² E0 颗粒板(不含榻榻米),或 15 m² 新颗粒板全屋定制柜。
	线上	9999	<ul style="list-style-type: none"> 8 m² 原态板定制柜。
	线上	其它	<ul style="list-style-type: none"> 下单送颗粒板抽屉; 买套餐送价值 527 元针织棉床垫。
	线下	16800	<ul style="list-style-type: none"> 18 m² E0 颗粒板(不含榻榻米),或 15 m² 新颗粒板,或 13 m² 原态板全屋定制柜。
线上&线下	6999	<ul style="list-style-type: none"> 3m 地柜+3m 台面+1m 吊柜,含基础五金,送水槽+龙头。 	
	799	<ul style="list-style-type: none"> 799 元/m²的柜类家具(榻榻米除外),18mmE0 颗粒板。 	

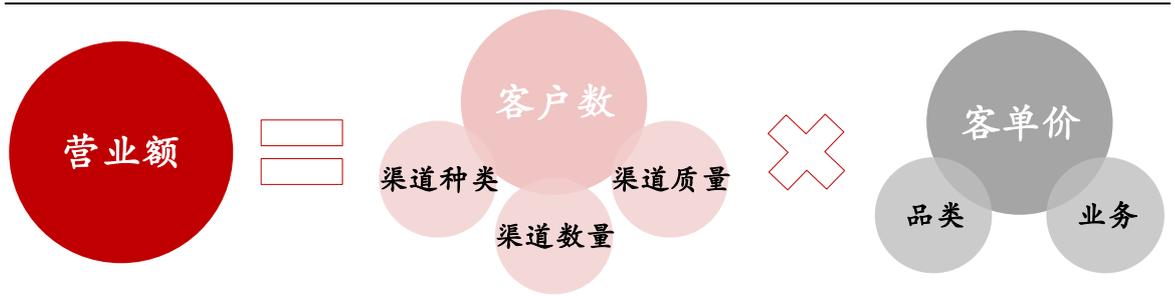
资料来源:各公司官网,各公司天猫旗舰店,中银国际证券

在地产低迷期间,经销商对于依靠价格战争夺客流的方式兴趣不大,更希望通过套餐模式做大客单价,因此套餐尽量避免直接价格竞争,而且设置了一定的门槛,如(18-22 m²总量的限制),如此一来,既避免了价格正面竞争,又通过引流套餐吸引客流后,用主推多品类大家居的方式让客户购买更多产品或功能组件,实现客户订单总价的提升。

定制家具企业仍具有品类和渠道拓展空间

定制家居企业营业额等于客户数乘以客单价,若不考虑市场行情,客户数主要受获客渠道影响,获客渠道种类越多,单一数量越多,质量越高,则客户数越高,客单价则会受产品品类及公司业务数量影响。

图表 92. 定制家具企业营收增长逻辑图



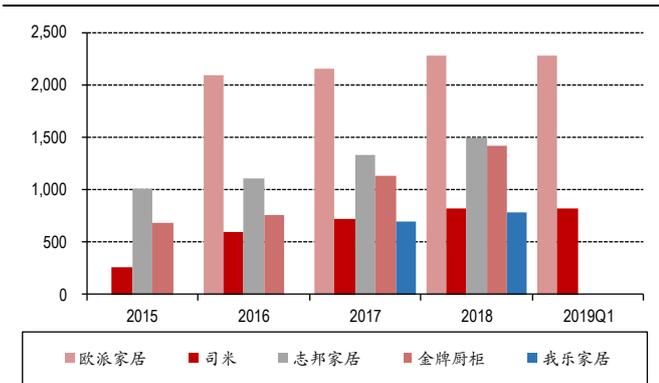
资料来源：中银国际证券

渠道数量、质量、种类开拓空间尚存

渠道数量方面，据公司公告数据可知，2018 年各定制家居企业的经销商专卖店开店速度趋缓，除欧派家居的橱柜店增速（5.9%，同比+2.9%）、好莱客的衣柜店增速（17.2%，同比+2.7%）高于 2017 年，其余企业的开店增速皆同比下滑。这一方面源自店面数已增长至较高基数，2018 年市场行情对店面扩张有一定抑制作用，另一方面源自渠道多样化与流量碎片化弱化了新开专卖店的战略地位。

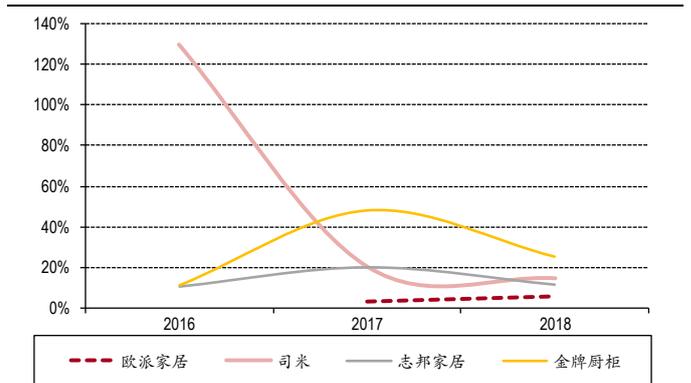
但是否能依此判断定制家具专卖店扩张已触碰到天花板呢？我们认为不尽然。根据市场需求调整扩张步伐是企业必备的战略能力，去年开店增速放缓属周期性调整，从长远来看，定制家具市场渗透率仍有较大提升空间，而较强的服务属性注定了定制家具线下实体店及服务团队的不可替代性，因此，随着定制家具持续渗透，专卖店必将随之下沉，进一步扩大市场覆盖范围。

图表 93. 橱柜经销商专卖店数量



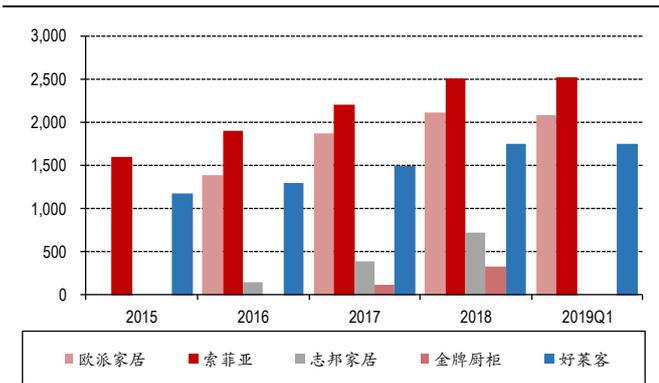
资料来源：公司公告，中银国际证券（注：欧派数据未包含欧铂丽品牌）

图表 94. 橱柜经销商专卖店增速



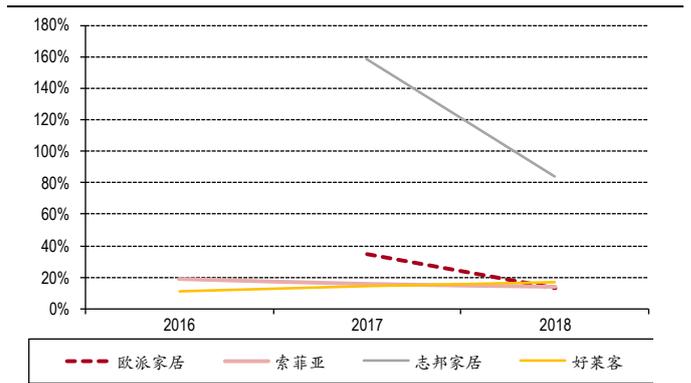
资料来源：公司公告，中银国际证券（注：欧派数据未包含欧铂丽品牌）

图表 95. 衣柜经销商专卖店数量



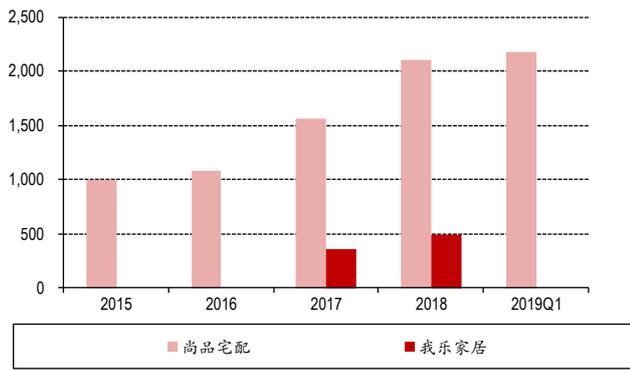
资料来源：公司公告，中银国际证券（注：欧派数据未包含欧铂丽品牌）

图表 96. 衣柜经销商专卖店增速



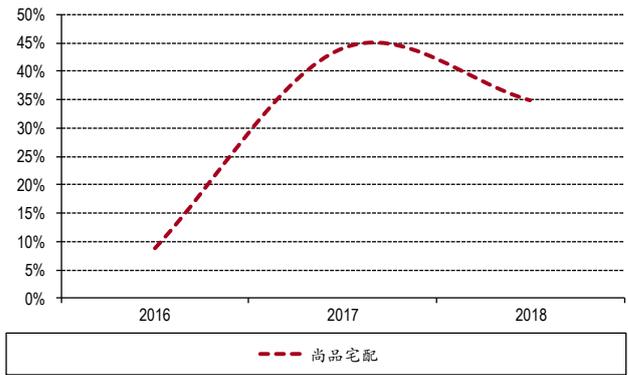
资料来源：公司公告，中银国际证券（注：欧派数据未包含欧铂丽品牌）

图表 97. 全屋定制经销商专卖店数量



资料来源：公司公告，中银国际证券

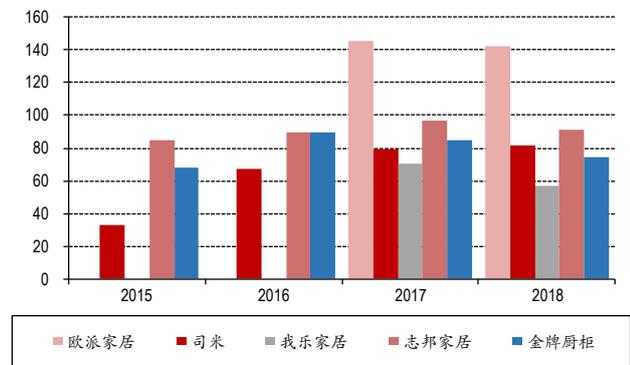
图表 98. 全屋定制经销商专卖店增速



资料来源：公司公告，中银国际证券

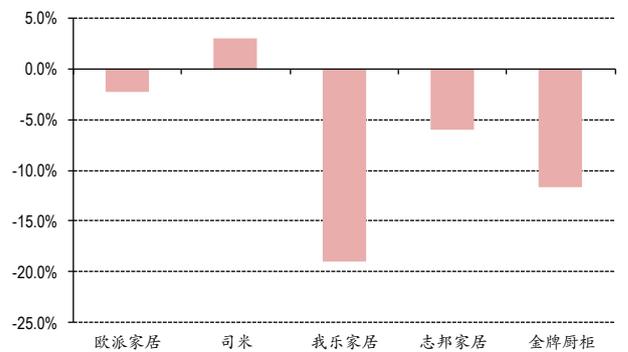
渠道质量方面，据我们测算，2018年经销商橱柜、衣柜、全屋定制专卖店单店提货额皆呈下滑趋势，仅司米橱柜、金牌衣柜受益于规模效应扩大，单店提货额分别同比增长3.0%、112.7%至82万元、29万元，欧派衣柜逆势增长9.1%至181万元。可见受行情走弱影响，整体客流量减少，单店获客难度加大。因此，后续要想提高单店提货额，重点在提升客单价，而这可通过丰富产品品类，增加业务范围实现。

图表 99. 橱柜经销商专卖店单店提货额



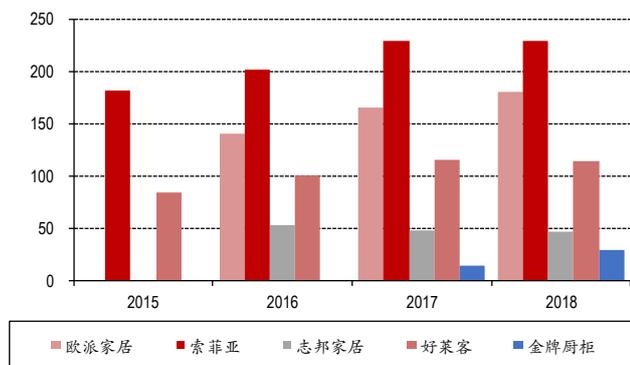
资料来源：公司公告，中银国际证券（注：欧派数据不含欧铂丽品牌）

图表 100. 2018年橱柜经销商专卖店单店提货额同比增速



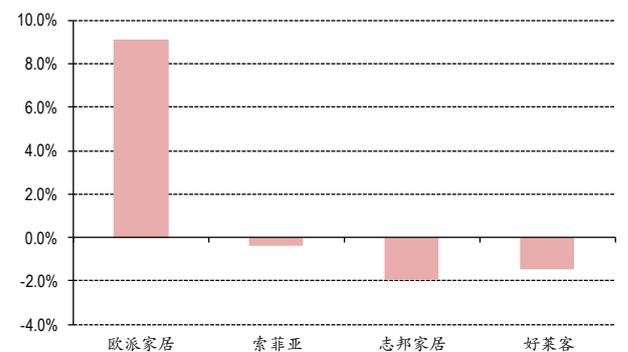
资料来源：公司公告，中银国际证券（注：欧派数据不含欧铂丽品牌）

图表 101. 衣柜经销商专卖店单店提货额



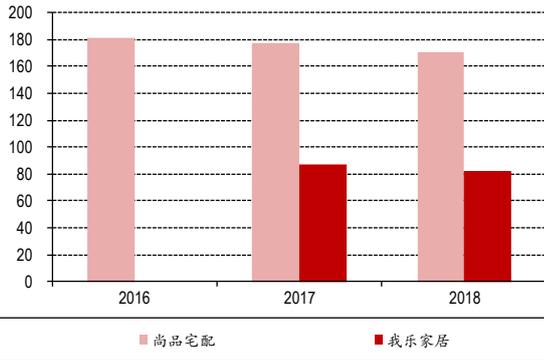
资料来源：公司公告，中银国际证券（注：欧派数据不含欧铂丽品牌）

图表 102. 2018年衣柜经销商专卖店单店提货额同比增速



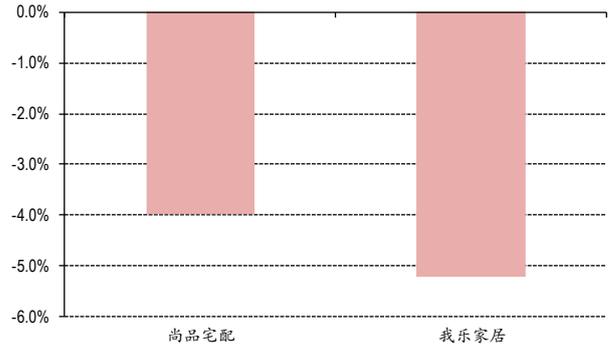
资料来源：公司公告，中银国际证券（注：欧派数据不含欧铂丽品牌）

图表 103. 全屋定制经销商专卖店单店提货额



资料来源：公司公告，中银国际证券

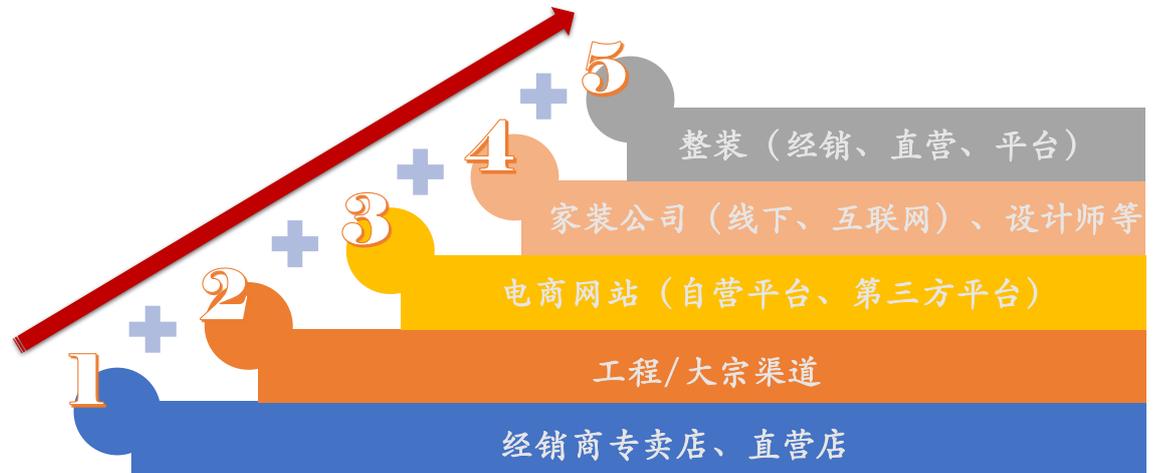
图表 104. 2018 年全屋定制经销商专卖店单店提货额同比增速



资料来源：公司公告，中银国际证券

渠道种类方面，渠道多元化与流量碎片化是近年定制家具行业一大变量。20 多年前，品牌定制家具企业的主要渠道是经销商专卖店及直营店。随着房地产崛起，工程渠道占比日渐提升。其后，互联网普及，网购高速增长，电商网站战略地位随之增强。至此，线下专卖店+线上电商引流成为定制家具企业渠道拓展主旋律。

图表 105. 定制家具企业渠道拓展路径



资料来源：中银国际证券

2017 年，家装、设计师等渠道正式走向主舞台，增长迅速。2018 年起，整装成为定制家具企业主战场，企业纷纷通过发展经销商、试水直营、与第三方平台合作等方式进入整装领域，致力于从装修前端截取流量入口。

图表 106. 整装成为定制家具企业新兴渠道

方式	举例
经销商	欧派通过挑选当地合适的龙头家装公司或有实力的传统经销商担任整装经销商，直接进入整装领域。
直营	尚品宅配在成都、广州、佛山三地开展直营整装业务，并通过整装云平台赋能家装公司，获取客户流量。
第三方平台	志邦家居通过与齐家网达成整装相关战略合作，丰富流量入口。

资料来源：各公司公告，中银国际证券

一路走来，定制家居企业持续进行渠道开拓，渠道种类愈发多元。目前，家装、整装等仍属新兴渠道，有很大拓展空间，随着其进一步成熟，未来有望成为客户数增长的主要驱动力。

业务横向与纵向延伸助客单价提升

定制家具企业可通过横向丰富产品品类，纵向延伸至产业链上下游的方式扩大业务覆盖范围，提升客单价。

目前，已上市的定制家具企业皆已完成从单一品类至全屋定制大家居模式的横向拓展，利用多品类间的协同效应与大家居满足消费者一站式采购需求的优势，持续助推客单价增长。

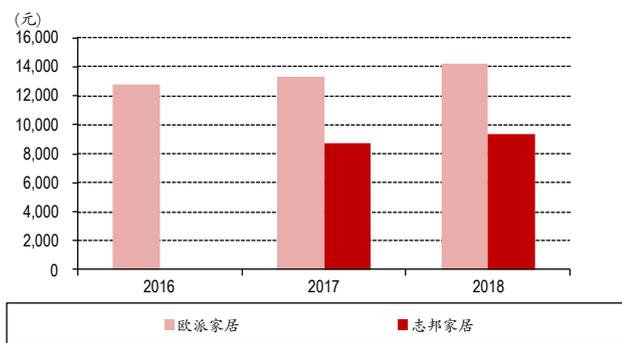
图表 107. 定制家具企业品类扩充时间线

公司	1994	1998	1999	2002	2003	2004	2005	2009	2010	2011	2014	2015	2016	2017	2018
欧派家居	橱柜				整体卫浴		衣柜		木门			大家居			整装
索菲亚					衣柜						橱柜			门窗、木门	大家居、整装
尚品宅配						全屋定制									整装
好莱客				衣柜											橱柜、门窗
志邦股份	橱柜												衣柜		木门
金牌厨柜		橱柜												衣柜	木门、整装
皮阿诺				橱柜			衣柜								全屋定制
我乐家居								橱柜		衣柜					全屋定制

资料来源：公司公告，中银国际证券

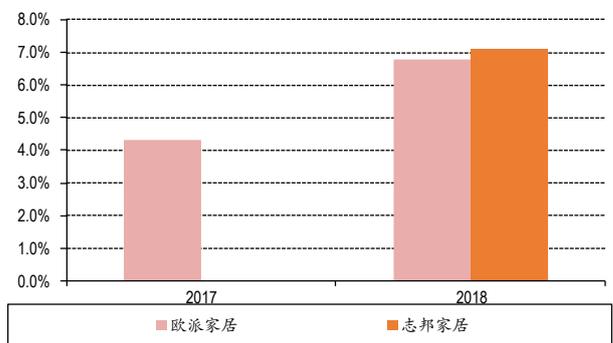
由以下图表可知，2018 年定制家具企业的橱柜、衣柜、全屋定制业务客单价皆呈提升趋势，品类拓展成效已现。

图表 108. 橱柜客单价呈提升趋势



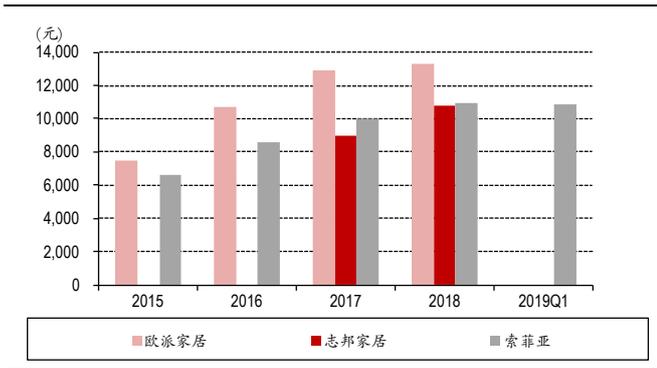
资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 109. 橱柜客单价同比增速



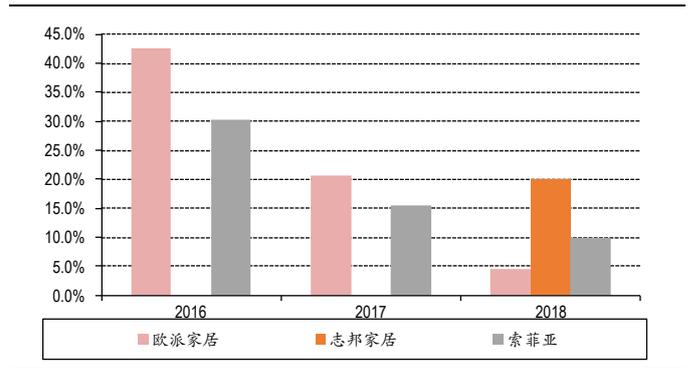
资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 110. 衣柜客单价呈提升趋势



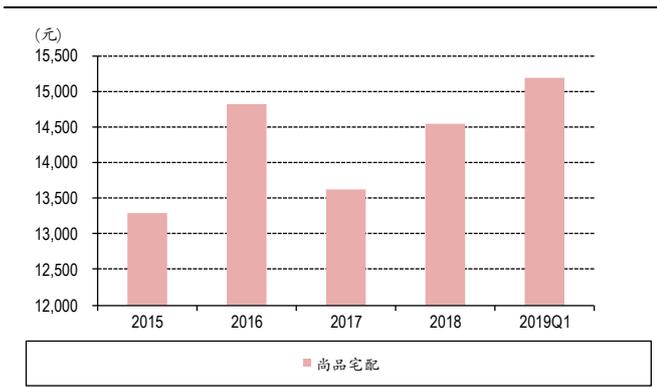
资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 111. 衣柜客单价同比增速



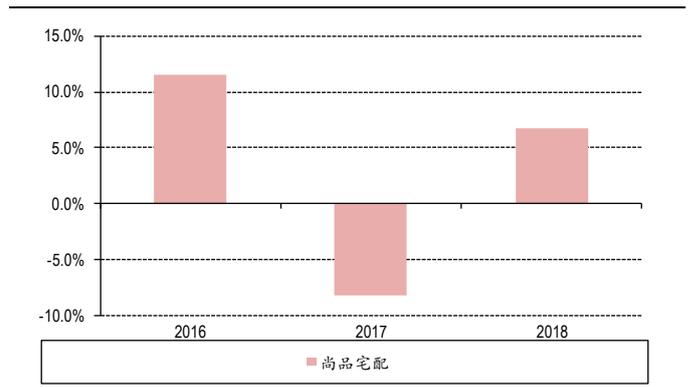
资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 112. 尚品宅配全屋定制客单价持续提升



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 113. 尚品宅配全屋定制客单价同比增速

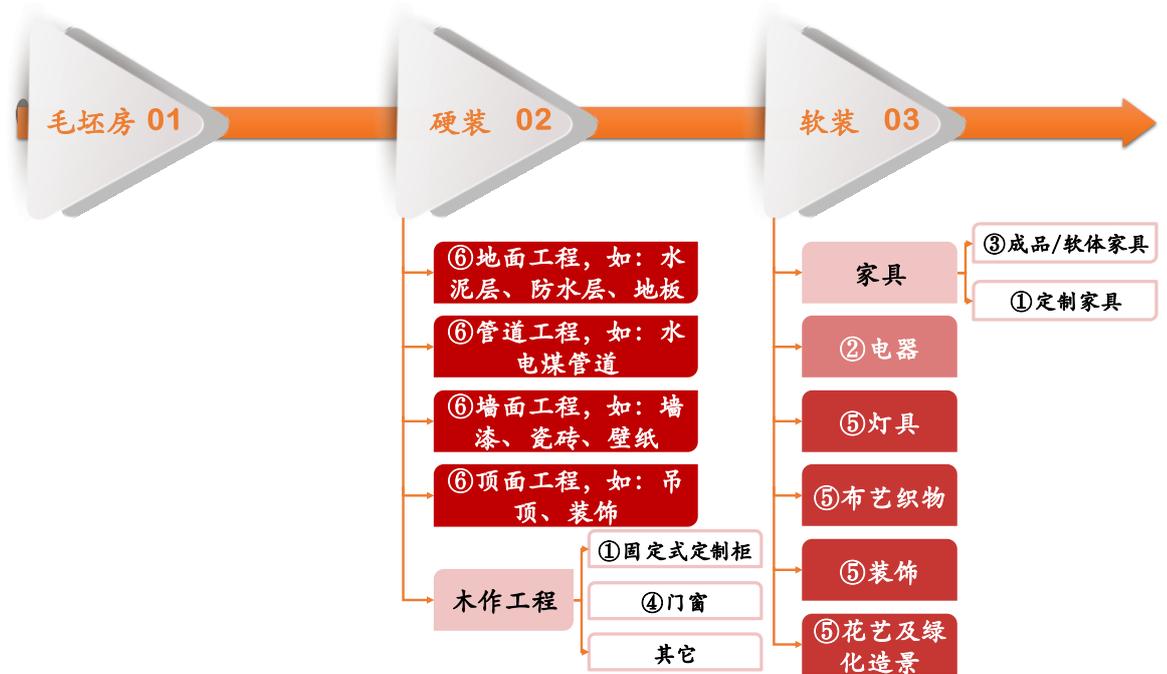


资料来源：公司公告，中银国际证券

向产业链上下游延伸是保持营收增长驱动力的有效方式。由下图可知，毛坯房要经过硬装与软装才能拎包入住，硬装主要包括地面工程、墙面工程、顶面工程、管道工程、木作工程，软装包括家具、电器、灯具、布艺织物、装饰、花艺及绿化造景等，不同环节由浅入深的背景色及序列号代表定制家具企业涉足的先后顺序。

最初，定制家具企业只销售定制橱柜或定制衣柜产品，其后开始配套定制橱柜所需的烟灶消等家用电器。随着大家居战略的实施，成品/软体家具、木门、窗帘、灯饰等品类被纳入全屋定制供应范畴。获客难度增加后，企业纷纷将目标瞄准装修前端，欧派家居、尚品宅配等企业开始涉足整装业务，整合上下游产业，追求业务范围的进一步扩大。

图表 114. 毛坯房装修环节一览



资料来源：搜狐家居，中银国际证券

图表 115. 定制家具企业开始涉足整装业务

企业	年份	简介
尚品宅配	2017	公司 2017 年推出整装云平台，并在广州、佛山、成都开展了自营整装业务，通过集采优势，节省中间商差价，以更优惠的价格向整装云会员企业提供主辅材。公司向整装云会员企业提供整装销售设计系统、BIM 虚拟装修系统、中央厨房式供应链管理系统、机场搭台式中央计划调度系统四大系统，整装云会员企业可通过平台向客户提供定制家具和配套产品，从而获得了提供整体化家装的能力。2018 年前三季度整装业务会员总数约 700 多个，实现营收约 1.3 亿元，进展顺利。
欧派家居	2018	2018 年 5 月，欧派整装大家居西南旗舰店在四川宜宾开业，昭示公司正式进入整装领域。2018H1，公司整装大家居开业 21 家，在筹备的 40 多家，整装大家居橱柜/衣柜业务营收同比增长 72%/123%，取得较好试水效果。
索菲亚	2018	开始探索与布局整装大家居业务，未来会在 2 个省座城市，50 个地级市布局大家居店面。
金牌厨柜	2018	2018 年 12 月，公司宣布拟出资 2,240 万元设立金牌桔家云整装公司，进军整装领域。
志邦家居	2019	和国内互联网家装平台齐家网达成战略合作，加强家装产业上下游粘结，为消费者及装修公司提供个性化定制整装服务。

资料来源：各公司公告，中银国际证券

如今，定制家具企业的大家居战略发展顺利，整装业务或摩拳擦掌或蓄势待发，行业天花板被随之拔高，拓展空间巨大，营收驱动力充足，持续增长可期。

综上所述，2018 年受地产紧缩影响，家具板块业绩增速下滑，估值和业绩均回落至历史低点，与此同时，我们的住宅交房模型及头部地产企业公布的 2019 年计划竣工面积数据显示，2019-2020 年将是地产交房大年，大概率带动下游家具需求增长，家具板块营收增速有望上扬，具备产品结构及渠道布局优势的龙头企业将率先受益。推荐细分板块龙头**欧派家居**、**顾家家居**，头部房企的核心供应商**帝欧家居**，关注定制领先企业**索菲亚**、**尚品宅配**、**志邦家居**，受益于贸易战缓和的床垫出口企业**梦百合**。

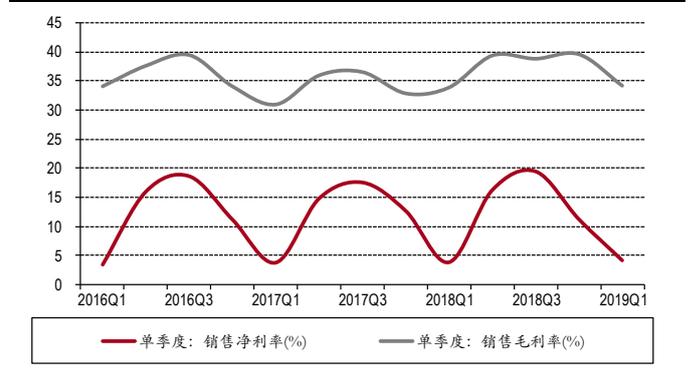
欧派家居：公司产品矩阵丰富，率先实现品类横向拓展步入大家居时代，并果断进行纵向延伸进入整装领域，2018 全年整装接单业绩突破 3.5 亿元，发展顺利，不断加码客单价提升。与此同时，公司渠道布局完善，一边夯实传统经销商渠道的数量与质量领先优势，一边积极拓展新兴渠道，丰富流量入口，助客户数增长。产品与渠道优势相结合，公司竞争力领跑全行业。

图表 116. 欧派家居营收增长稳健



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 117. 欧派家居盈利水平保持稳健



资料来源：公司公告，中银国际证券

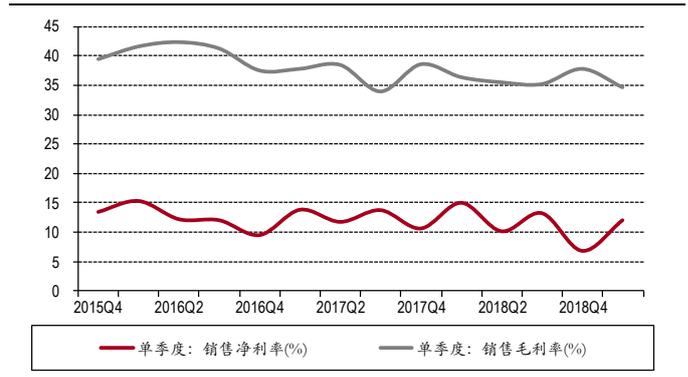
顾家家居：公司作为软体家具龙头企业，能够积极通过资本运作丰富产品与品牌矩阵，通过行业内最接近美的的管理能力，实现矩阵式管理变革。软体赛道，公司品牌、渠道与管理优势领先，竞争优势明显，看好其在市场疲软时的抗风险能力及市场回暖时的综合竞争力。

图表 118. 顾家家居营收增长稳健



资料来源：公司公告，中银国际证券

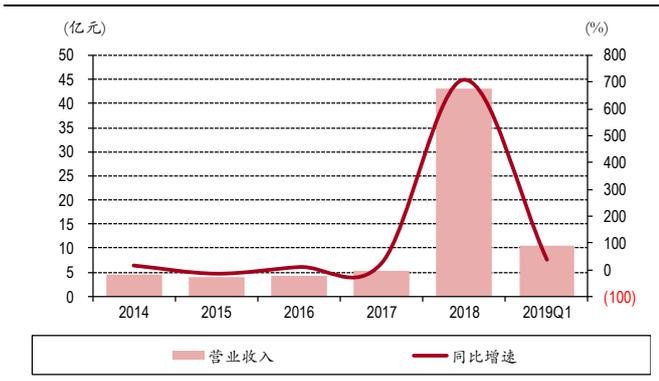
图表 119. 顾家家居盈利水平略有下滑



资料来源：公司公告，中银国际证券

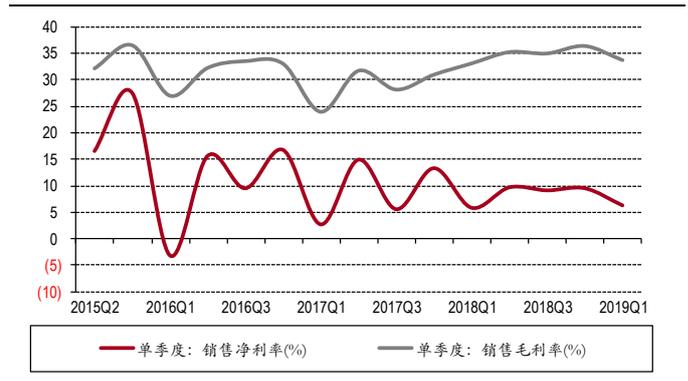
帝欧家居：公司是建筑陶瓷龙头企业，与碧桂园、万科等龙头地产合作紧密，拥有经验丰富的自营工装服务团队，在维持老客户与开发新客户上优势明显，随着富力、雅居乐等新客户的顺利开拓及加速放量，将成公司营收主要驱动力，且 2018 年公司工程业务营收占比超 70%，2019-2020 年地产竣工面积高增速将使其率先受益。另外，公司积极拓展经销商渠道，计划每年新开店 400 家左右，着重开发医院、学校、博物馆等小 B 客户，将成未来新兴营收增长点。

图表 120. 帝欧家居营收持续高增长



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 121. 帝欧家居盈利能力持续提升



资料来源：公司公告，中银国际证券

文具：龙头渠道壁垒强，办公直销景气高

过去几个季度里，文具龙头表现出了稳健强劲的成长能力，充分体现了作为必选消费品对于宏观周期的抗性。晨光文具 18Q4 和 19Q1 分别实现营收 29.3% 和 28.0% 的增长，净利润 27.1%、26.4% 的增长。我们认为来自于行业和公司自身的多方因素维持了公司的成长性。

首先，人口回升潮带动了幼儿园和小学入学人数的持续增加，保证了未来 5 年内的中小學生数量，成为学生文具行业增长的基石。

图表 122. 全国幼儿园入学人数增长



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 123. 全国小学入学人数增长



资料来源：公司公告，中银国际证券

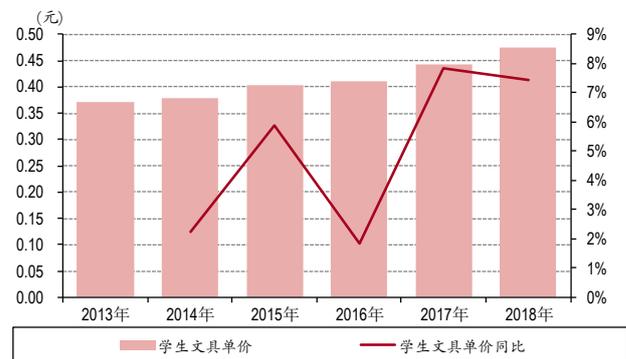
其次，在社会对教育的重视下，学生文具消费升级趋势明显，文具龙头的 SKU 不断丰富，客单价保持增长。目前学生人均文具年度消费额仅有 200 左右，还有很大的提升空间，随着晨光对于传统渠道的改造，更多的高价 SKU 进入销售渠道，学生文具零售未来 2-3 年仍将维持客单价的增长。

图表 124. 晨光笔单价保持增长



资料来源：公司公告，中银国际证券

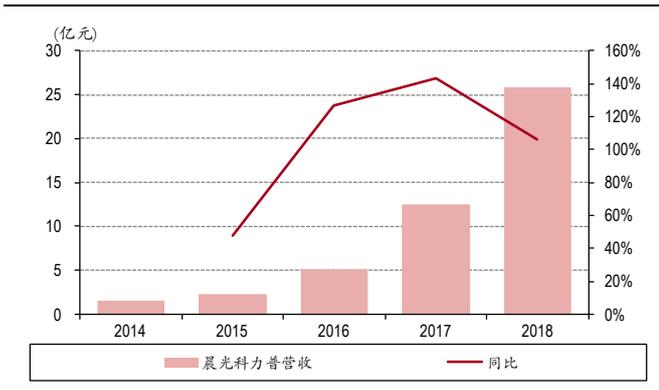
图表 125. 晨光文具学生文具单价保持高增速



资料来源：公司公告，中银国际证券

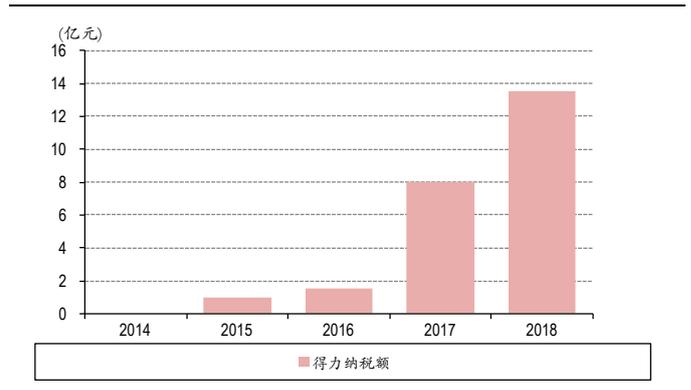
再者，在政府机关、央企阳光采购的趋势下，办公文具的直销市场也在高速增长，高达 3000 亿以上的办公文具市场，万亿级别的办公设备市场，直销领域主要只有晨光、得力、齐心、京东、苏宁等少数几家大的参与商，作为专业文具制造商的文具龙头，在高速发展的办公文具直销市场，将能够充分享受市场带来的高增长。

图表 126. 晨光科力普保持高增长



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 127. 得力集团纳税额保持高增长



资料来源：公司公告，中银国际证券

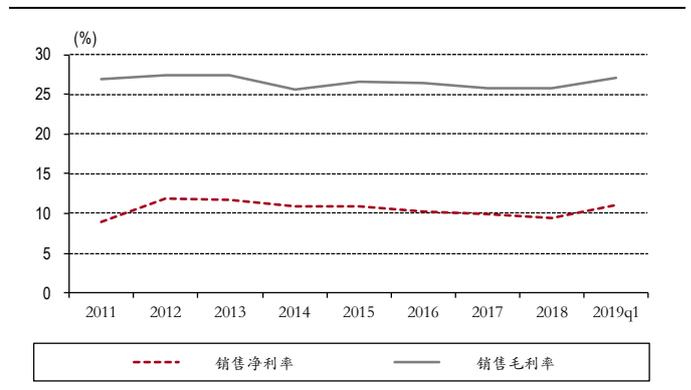
晨光文具：公司渠道与品牌护城河稳固，传统业务增长稳健，新业务扩张迅速，产品结构持续优化。优秀的管理团队帮扶支持下，传统渠道改造逐步进行，客单价保持增长，科力普 18 年成功入围中央政府、国税总局、深圳市政府以及诸多央企客户的办公用品采购项目，杂物社的产品迭代速度很高，商业模式不断演化成熟，并已经开启经销渠道，传统业务和新业务 19 年都有超预期可能。

图表 128. 晨光文具营收增长保持较高增速



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 129. 晨光文具盈利能力稳健

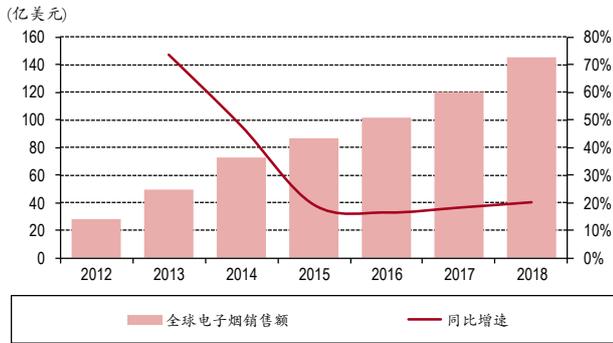


资料来源：公司公告，中银国际证券

新型烟草：海外发展迅猛，国内电子烟标准有望加速出台

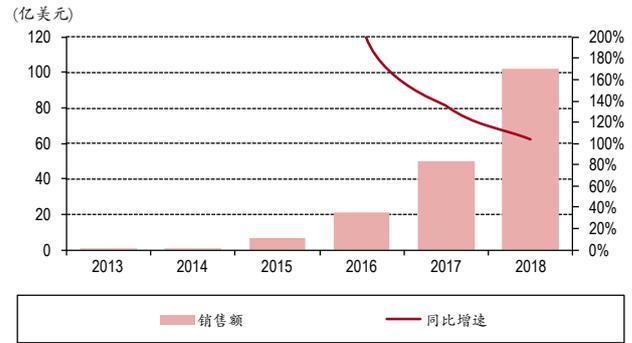
新型烟草销售持续高增长。为了应对逐渐下降的吸烟率，国际烟草公司推出了一系列主打“降焦减害”理念的新型烟草产品，以吸引新的吸烟人群。据欧睿国际数据显示，2018年新型烟草制品的消费者超过4000万人，至2022年有望增长到6400万人，可能替代卷烟约460万箱；2018年新型烟草制品销售额247亿美元，同比增长45.8%，其中以iQOS为代表的加热不燃烧烟草制品，2018年销售额约102亿美元，同比增长约1倍，是增长最快的新型烟草产品。

图表 130. 近年全球电子烟销售额增速开始放缓



资料来源：欧睿国际，中银国际证券

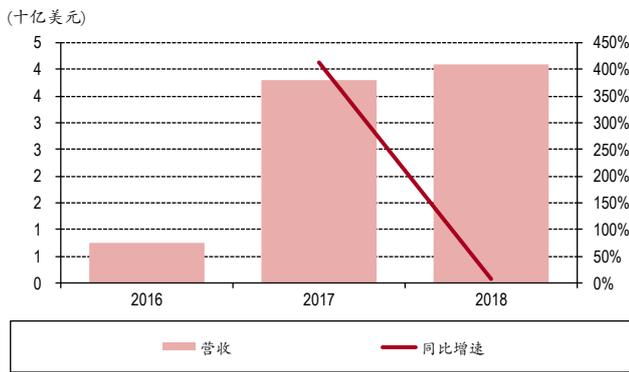
图表 131. 全球加热不燃烧烟草制品销售额高速增长



资料来源：欧睿国际，中银国际证券

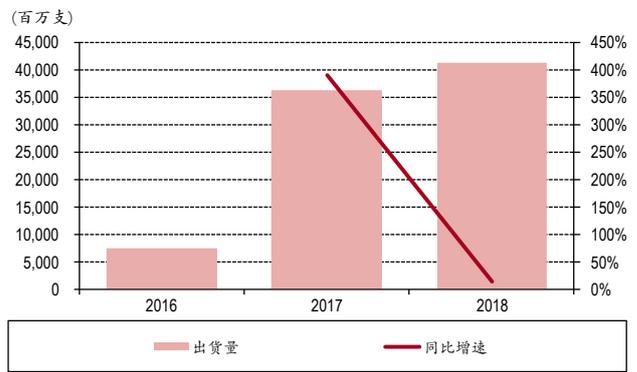
其中，菲莫国际 (PMI) 的 IQOS 作为全球首款知名的加热不燃烧烟草制品，借助先发优势迅速占领市场。PMI 减害产品营收 2017 年同比增长 414% 至 38 亿美元，2018 年同比增长 14.2% 至 41 亿美元，加热不燃烧烟草制品出货量 2017 年同比增长 340% 至 362 亿支，2018 年同比增长 7.9% 至 414 亿支。随着全球渗透率的不断提升，空白市场不断被打开，用户数保持增长。

图表 132. 菲莫国际 RRP (减害产品) 营收高增长



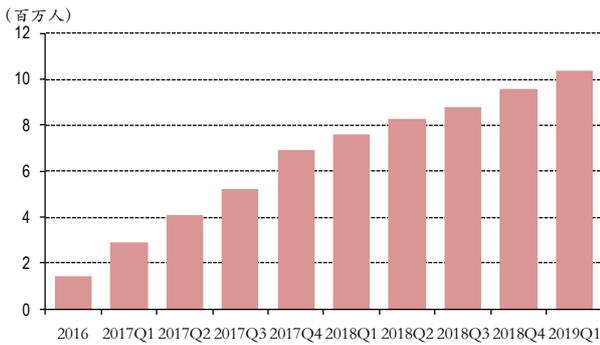
资料来源：PMI，中银国际证券

图表 133. 菲莫国际加热不燃烧烟草制品销量高增长



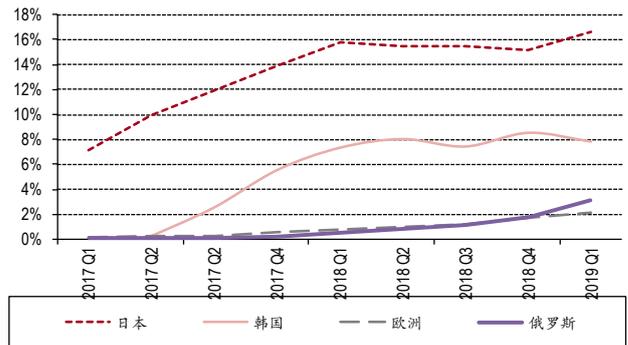
资料来源：PMI，中银国际证券

图表 134. 2019Q1 的 IQOS 全球用户数达 1040 万人



资料来源: PMI, 中银国际证券

图表 135. 2019Q1 IQOS 在全球市场份额不断增加



资料来源: PMI, 中银国际证券

PMI 数据显示, 截至 2019Q1, IQOS 已进入全球 47 个国家或地区, 用户数达 1,040 万 (完全转化用户预计占 70%), 较 2018 年末增加 80 万。2019 年 4 月 30 日, FDA 宣布正式批准 IQOS 的 PMTA (烟草产品上市前申请), 允许 IQOS 加热不燃烧烟草设备及相关烟草产品 (万宝路加热棒、万宝路丝滑薄荷加热棒和万宝路新鲜薄荷加热棒) 在美国市场销售。美国作为世界最大的电子烟市场, 有望发展成第三大 HNB 市场。PMI 作为全球最大的烟草集团, 拥有强大的渠道、品牌、营销实力, 此前已开始筹建美国 IQOS 线下销售渠道, 组建市场团队, 蓄势待发, 如今闸门已开, 有望快速渗透美国市场。我们测算 2019-2021 年 IQOS 在美国预计实现出货量 497/816/783 万台, 将有效拉动 IQOS 销量增长。

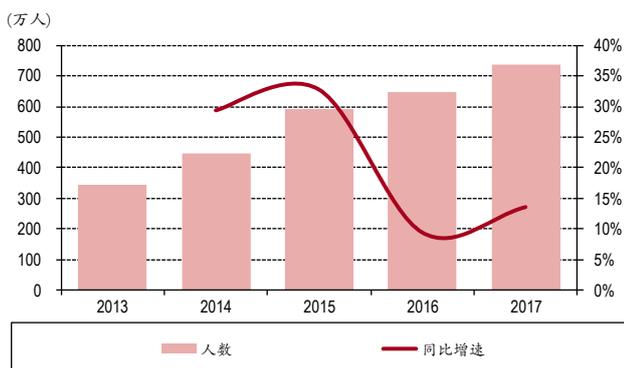
图表 136. 2019-2021 年美国 IQOS 销售规模测算

	2019E	2020E	2021E
总吸烟人数 (百万人)	34.68	33.99	33.31
美国 IQOS 烟民渗透率 (%)	5.0	15.0	20.0
美国 IQOS 用户数 (百万人)	1.73	5.10	6.66
美国 IQOS 烟弹市占率 (%)	4.0	9.0	15.0
IQOS 人均消费量 (百万台)	2.0	1.6	1.4
IQOS 销售量 (百万台)	3.47	8.16	9.33
IQOS 出货量 (百万台)	4.97	8.16	7.83

资料来源: 欧睿国际, 柳叶刀, PMI, 中银国际证券

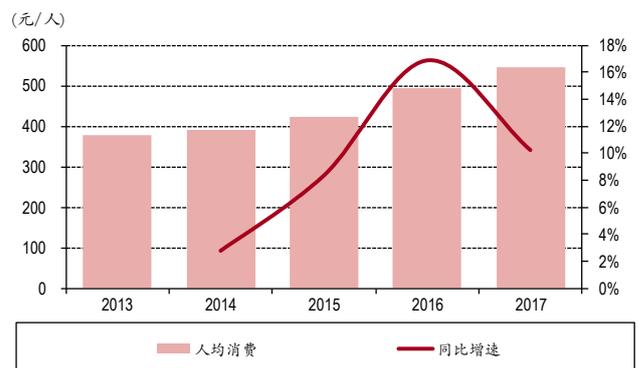
在海外市场如火如荼的同时, 国内新型烟草市场也迎来了雨后春笋般的发展。作为电子烟第一大生产国, 国内消费方面尚未打开, 新型烟草制品在我国渗透率较低, 发展较为缓慢。作为发展趋势的加热不燃烧烟草, 在国内属于烟草制品, 根据烟草专卖法归属烟草总局监管, 目前尚无成熟产品国内销售。蒸汽式电子烟不含烟丝, 尚不明确归属烟草总局管理, 监管缺乏下呈现百花齐放趋势。

图表 137. 中国电子烟消费人数持续增长



资料来源: 欧睿国际, 中银国际证券

图表 138. 中国电子烟人均消费额持续攀升

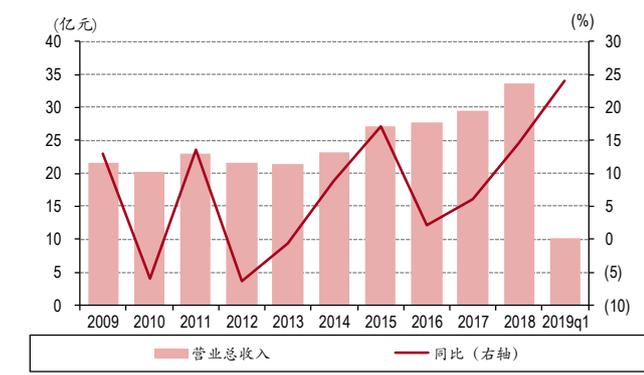


资料来源: 欧睿国际, 中银国际证券

3·15 事件曝光电子烟的健康危害后，新型烟草的监管有望加速出台，中国电子烟制造和监管国家标准有望在年内落地，该标准于 2017 年 10 月下达，目前项目状态已进入“正在批准”阶段，按标准的制订周期 24 个月及 12 个月内将由国标委批准通过并发布，项目正式结束时间剩下 4 个月左右。含尼古丁的电子烟有望正式纳入烟草总局监管范围，电子烟行业面临洗牌，与中烟公司长期合作的产业链企业有望在监管规范后受益。推荐长期与中烟合作，新型烟草领域积极布局的**劲嘉股份**。

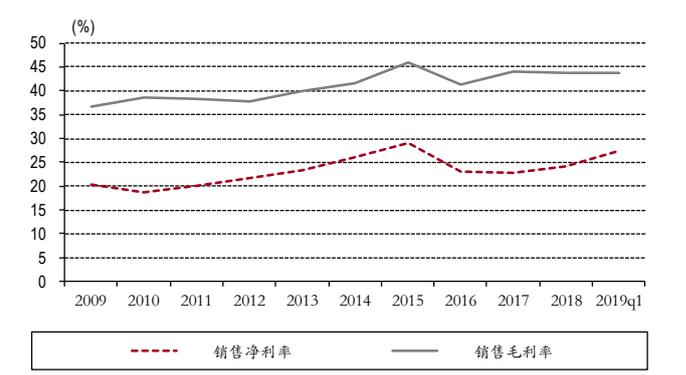
劲嘉股份：公司烟标与彩盒业务增速向好，新型烟草业务卡位精准布局领先。在卷烟行业去库存效果显著情况下，19 年行业实现恢复增长，公司烟标主业增速有望回升。公司已与云南、上海、河南、山东、广西、重庆中烟等就新型烟草展开合作，并与复星瑞哲、米物科技、华玉科技等设立了合资公司，目前，劲嘉科技与诸多中烟公司有研发合作关系，具备先发优势；嘉玉科技负责云南中烟新型烟草产品的生产；因味科技将借助米物科技在 2C 业务上的产品、渠道与营销优势，在今年 5 月推出 K、J 系列雾化电子烟，并于下半年推出 Q 系列低温不燃烧烟具。公司新型烟草全产业链布局成型，随着我国相关监管法规加速完善，未来放量可期。

图表 139. 劲嘉股份营收增长 19 年迎来高增速



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 140. 劲嘉股份盈利能力保持稳健



资料来源：公司公告，中银国际证券



风险提示

- 1、**房地产调控进一步收紧。**家居属地产下游产业，地产销售与竣工情况会影响家居市场需求，若地产调控进一步收紧，销量下滑，家居需求减弱，家居企业营收与估值都会受到直接影响。
- 2、**造纸新产能释放较多。**纸价受市场供需关系影响，在需求走弱的当下，若新增产能释放过多，供过于求，纸价将被持续压制，不利于造纸企业营收增长。
- 3、**宏观经济进一步下行，中美贸易摩擦反复。**中国是出口大国，美国又是中国最大出口国之一，若中美贸易摩擦反复甚至加剧，来自美国的订单锐减，出口型企业将受到较大冲击。
- 4、**新型烟草政策低于预期。**国内新型烟草市场缺乏行业标准与监管法规，不利于行业规范发展与良性竞争，又因加热不燃烧烟草制品在国内仍属禁售品，政策一日不放开，市场一日不可打开，相关产业链企业无法实现销售放量。



附录图表 138. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净 资产 (元/股)
					2018A	2019E	2018A	2019E	
002511.SZ	中顺洁柔	买入	12.28	160	0.31	0.39	39.4	31.7	2.61
002191.SZ	劲嘉股份	增持	12.41	182	0.50	0.60	25.1	20.6	4.31
603429.SH	集友股份	增持	25.60	63	0.47	0.72	54.9	35.4	2.52
603899.SH	晨光文具	买入	43.97	405	0.88	1.13	50.1	39.1	3.69
002925.SZ	盈趣科技	买入	39.01	179	1.78	2.25	22.0	17.3	7.44
603833.SH	欧派家居	买入	107.62	452	3.74	4.32	28.8	24.9	17.48
002798.SZ	帝欧家居	买入	18.31	70	0.99	1.31	18.5	13.9	8.31
002572.SZ	索菲亚	买入	18.56	171	1.04	1.17	17.9	15.8	4.36
300616.SZ	尚品宅配	买入	75.62	150	2.40	2.90	31.5	26.0	14.63
603801.SH	志邦家居	增持	19.76	44	1.22	1.98	16.2	10.0	7.76
603816.SH	顾家家居	买入	31.92	192	1.64	2.90	19.4	11.0	6.56

资料来源: 万得, 中银国际证券 (注: 股价截止日 20190628)

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371