

轻工制造跟踪周报

2019年08月04日

他山之石，深度复盘汉森的成长之路
增持（维持）

证券分析师 史凡可

执业证号：S0600517070002

021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

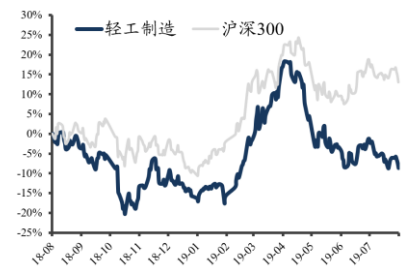
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

投资要点

- **他山之石：深度复盘汉森的成长之路。**韩国房地产市场自2016年以来已经进入严控下滑阶段，且近20年来新房成交维稳，家居市场增长主要依靠翻新零售需求驱动。韩国家具市场集中度高，CR10由2000年的30%提高至2015年的50%，我们预计汉森的市占率在15-20%，且在橱柜细分市场份额高达43%，龙头地位牢固。2010-2016汉森收入、利润CAGR达21%、28%，远高于同期家具行业增长。复盘汉森的发展历程，我们认为公司其取得成功核心在于：（1）基于橱柜优势单品成功品类扩张进入大家居领域；（2）在传统渠道下沉的同时开拓整装模式合作家装公司、2B大宗合作地产商以及线上对线下的引流。纵观国内定制龙头，我们认为欧派家居有较为明确的成长路径，在品类、渠道、管理层执行力、供应链等多方面均具备综合优势，看好其长期成长，持续推荐！
- **新型烟草：期待政策落地利好行业规范，择机布局中烟系优质标的。**7月22日国家卫健委表示计划通过立法的方式对电子烟进行监管，此举的目的在于提高行业门槛、规范产业发展，客观上必会加速行业洗牌和竞争格局优化，利好龙头品牌。随着国内HNB产业链持续推进，我们认为与中烟合作密切、新型烟草布局深入的龙头具有比较优势。**劲嘉股份**在自有品牌良好的基础上，合作小米生态链进军C端，5月推出的新品牌FOOGO J、K系列（烟油式电子烟）在618期间销售火热，Q系列（加热不燃烧烟）预计下半年上市；同时合作云烟华玉服务B端，目前新品Webacco Mate1.2已开始由嘉玉科技进行生产和销售。**集友股份**7月陆续公告旗下子公司集友广誉与江苏中烟全资子公司南通烟滤嘴和重庆中烟技术中心共同推进新型烟草制品发展；合作安徽中烟建立联合工程中心共同研发新型烟草，目前安徽中烟已推出加热不燃烧产品“巔”。我们持续看好龙头深化与中烟新型烟草合作，持续推荐优质产业链标的**劲嘉股份**，建议关注**集友股份**！
- **必选消费：关注中期业绩兑现，持续推进中顺洁柔、晨光文具、齐心集团。**生活用纸首选**中顺洁柔**：短期关注浆价变化对其利好影响，长期而言产品结构升级及品类扩张。办公集采发展推动，看好**晨光文具**、**齐心集团**稳步成长。7月初以来**晨光文具**的股价回调幅度较大，我们预计公司中报基本面稳健，长期成长逻辑通顺，坚定推荐；**齐心集团**卡位大办公直销及云视频蓝海，收入和利润表现均出现向上拐点，持续关注！
- **造纸包装：白卡旺季已至，持续看好纸浆系龙头太阳纸业。**7月26日，太阳纸业、晨鸣纸业与APP（中国）相继发布涨价函抱团提价200元/吨。同日根据博汇纸业公告，APP（中国）已通过全资子公司宁波亚洲纸管纸箱有限公司间接持有博汇纸业10%股权，同业竞争格局持续改善。我们认为，纸浆价格持续走弱、原纸价格好于此前预期，持续看好龙头太阳纸业。**太阳纸业**多元纸种和上游纸浆的布局完善，新增产能投放进行顺利。公司前期公告计划投建广西林浆纸一体化项目并扩张老挝建设，考虑广西北海和老挝具有较强的资源和地理优势，逆势扩张利好长期发展，目前股价尚处底部区域，持续给予“买入”评级！
- **风险提示：贸易环境持续恶化，地产调控超预期，纸价涨幅低于预期**

行业走势



相关研究

- 1、《轻工制造跟踪周报：纸浆价格持续走弱，白卡提价有望落地》2019-07-28
- 2、《轻工制造行业：新型烟草监管政策持续推进，择机布局中烟系优质标的》2019-07-23
- 3、《轻工制造跟踪周报：持续推荐中期兑现，底部关注造纸、家居优质资产》2019-07-18

轻工制造跟踪周报

表 1: 公司估值

所属板块	代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
					2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
	002078.SZ	太阳纸业	182.96	7.06	0.86	0.70	0.81	8.18	10.13	8.72	买入
	600567.SH	山鹰纸业	147.17	3.21	0.70	0.65	0.73	4.59	4.91	4.40	买入
造纸	000488.SZ	晨鸣纸业	151.04	5.20	0.51	0.58	0.65	6.02	7.44	6.78	增持
	2689.HK	玖龙纸业	250.00	5.33	1.68	1.09	1.20	3.19	4.91	4.44	增持
	2314.HK	理文造纸	197.54	4.51	1.11	0.86	0.85	4.05	5.25	5.33	增持
	002572.SZ	索菲亚	165.29	17.90	1.04	1.16	1.31	17.23	15.30	13.66	买入
定制家具	603833.SH	欧派家居	417.17	99.28	3.74	4.49	5.32	26.54	22.13	18.67	买入
	300616.SZ	尚品宅配	159.44	80.25	2.40	3.02	3.67	33.42	26.57	21.87	买入
	603801.SH	志邦家居	42.17	18.88	1.71	2.02	2.43	15.45	13.05	10.84	买入
	603898.SH	好莱客	48.82	15.77	1.19	1.34	1.49	12.77	11.57	10.45	买入
软体家具	603816.SH	顾家家居	182.57	30.32	2.30	2.80	3.26	18.45	15.19	13.02	买入
	1999.HK	敏华控股	134.58	3.52	0.40	0.40	0.53	9.87	8.85	7.23	—
	603008.SH	喜临门	43.75	11.08	-1.11	0.60	0.74	-9.98	18.32	14.77	—
成品家具	600337.SH	美克家居	70.31	3.97	0.25	0.29	0.34	15.58	13.55	11.78	买入
	603818.SH	曲美家居	34.21	7.00	-0.12	0.53	0.80	-57.93	13.06	8.68	增持
	002831.SZ	裕同科技	171.12	19.51	2.36	1.37	1.74	18.10	14.20	11.21	买入
	002228.SZ	合兴包装	50.87	4.35	0.20	0.29	0.38	21.83	14.88	11.64	—
包装	002191.SZ	劲嘉股份	174.61	11.92	0.49	0.62	0.74	24.07	19.38	16.20	买入
	002701.SZ	奥瑞金	106.46	4.52	0.10	0.38	0.45	47.23	12.01	10.05	—
	002014.SZ	永新股份	35.25	7.00	0.45	0.52	0.60	15.65	13.40	11.63	买入
	002303.SZ	美盈森	65.08	4.25	0.26	0.33	0.39	16.22	12.86	10.73	—
	601515.SH	东风股份	103.15	7.73	0.67	0.62	0.69	13.79	12.39	11.14	—
	603899.SH	晨光文具	357.05	38.81	0.88	1.08	1.40	44.25	35.88	27.72	买入
	1044.HK	恒安国际	605.58	50.90	3.15	3.77	4.28	15.94	13.50	11.90	买入
	002511.SZ	中顺洁柔	169.70	12.99	0.32	0.44	0.54	41.70	28.37	23.44	买入
	601828.SH	美凯龙	395.83	11.15	1.26	1.45	1.62	8.84	7.70	6.84	—
其他	00910.SZ	大亚圣象	57.45	10.37	1.31	1.47	1.60	7.93	7.04	6.48	买入
	603848.SH	好太太	73.18	18.25	0.65	0.79	0.96	28.08	23.30	19.33	—
	603600.SH	永艺股份	28.21	9.32	0.34	0.58	0.78	27.15	16.42	12.08	—
	300729.SZ	乐歌股份	19.35	22.15	0.66	0.81	1.08	33.59	26.32	20.26	—
	000902.SZ	新洋丰	144.02	11.04	0.63	0.76	0.92	17.59	14.52	12.00	买入

注：收盘价为 8 月 2 日数据，标红为 Wind 一致预测，敏华控股、理文造纸单位港币。

资料来源：Wind，东吴证券研究所

内容目录

1. 持续推荐中报兑现的必选消费，复盘汉森探究家居龙头成长	6
1.1. 家居家品：深度复盘韩国地产 vs 汉森发展.....	6
1.2. 必选消费：持续推荐新型烟草，以及中期兑现的优质资产	11
1.3. 造纸包装：白卡旺季已至，持续看好纸浆系龙头太阳纸业	14
2. 重点公司公告	15
2.1. 包装印刷&造纸产业	15
2.2. 家居家具&其他可选	15
3. 市场回顾：大盘下行，造纸板块表现较好	16
4. 行业上下游数据跟踪	18
4.1. 造纸产业：文化纸价与纸浆价格下行	18
4.1.1. 价格数据：文化纸价与纸浆价格下行	18
4.1.2. 进出口数据：废纸6月进口量同降12.50%；纸浆6月进口量上升25.51%.....	21
4.1.3. 固定资产投资：造纸业6月固定资产投资完成额累计增速-7.70%.....	21
4.2. 家具产业：19年6月家具零售额896亿，同比增长5.70%	22
4.2.1. 产销量：6月家具零售额896亿，同比增长5.70%	22
4.2.2. 原材料市场：TDI与MDI价格上升.....	23
4.2.3. 房地产市场：6月房屋新开工面积25,725.07万平方米，同比增加21.17%	23
4.3. 文娱行业：19年6月办公用品零售额321亿，同比上升6.50%	24
4.4. 塑料包装：BRENT原油价格下行，WTI原油价格上行.....	25
4.5. 金银珠宝业：黄金与白银价格下行	26
4.6. 卷烟：6月卷烟产量累计同比上升3.8%	27
4.7. 软饮料：6月软饮料产量累计同比上升3.30%	27
5. 下周公司股东大会、限售股解禁情况一览	28
6. 风险提示	28

图表目录

图 1: 韩国房地产发展历程一览	6
图 2: 韩国住宅普及情况 (供应率)	6
图 3: 韩国竣工住宅数量 (万套)	6
图 4: 韩国房屋成交量 (万套)	6
图 5: 韩国家居及其他制造业总产值	7
图 6: 韩国家居日常维修费用支出	7
图 7: 2016 年韩国橱柜市场公司占有率	7
图 8: 韩国家具市场 CR10 集中度	7
图 9: 韩国汉森发展历程	8
图 10: 韩国汉森股价复盘一览	8
图 11: 汉森各业务占比变动	9
图 12: 汉森 IK 橱柜销售占比持续提高	9
图 13: 汉森直营旗舰店收入表现	10
图 14: 汉森经销店收入表现	10
图 15: 汉森线上渠道收入表现	10
图 16: 汉森大宗渠道 (工程项目) 收入表现	10
图 17: 欧派家居财务数据一览	11
图 18: 美团经营范围增加电子烟	12
图 19: 我国两项电子烟国家标准计划详情	12
图 20: 劲嘉股份季度数据一览	12
图 21: 集友股份季度数据一览	12
图 22: 中顺洁柔卫生巾新品朵蕾蜜	13
图 23: 中顺洁柔卫生巾新品朵蕾蜜 (迷你巾)	13
图 24: 晨光文具业务拆分一览	14
图 25: 齐心集团业务拆分一览	14
图 26: 本周市场涨跌幅 (%)	17
图 27: 板块单周涨跌幅前十的股票 (%)	17
图 28: 板块单月涨跌幅前十的股票 (%)	17
图 29: 板块年度涨跌幅前十的股票 (%)	18
图 30: 箱板纸价格走势 (元/吨)	19
图 31: 瓦楞纸价格走势 (元/吨)	19
图 32: 白板纸出厂价格 (元/吨)	19
图 33: 白卡纸出厂价格 (元/吨)	19
图 34: 铜板纸价格走势 (元/吨)	19
图 35: 双胶纸最近价格走势 (元/吨)	19
图 36: 国废价格走势 (元/吨)	20
图 37: 美废 13# 价格走势 (美元/吨)	20
图 38: 欧废、日废价格走势 (美元/吨)	20
图 39: 国际针叶浆、阔叶浆历史价格 (美元/吨)	20
图 40: 溶解浆内盘价格指数 (元/吨)	20
图 41: 国内主要地区煤炭平均价格 (元/吨)	20
图 42: 粘胶纤维市场价 (元/吨)	20

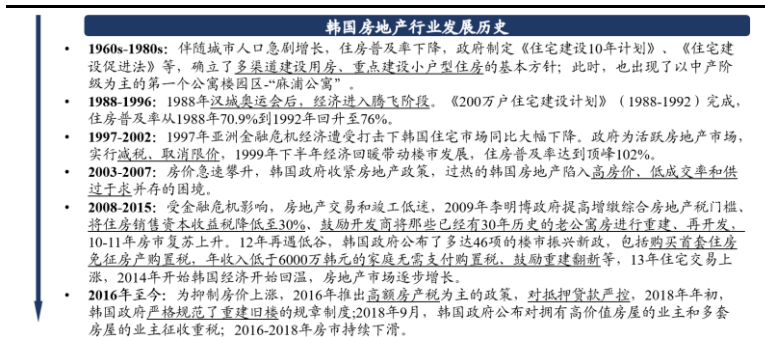
图 43: 化机浆、内盘浆平均价格 (元/吨)	20
图 44: 废纸月度进口量及同比 (万吨, %)	21
图 45: 纸浆月度进口量及同比 (万吨, %)	21
图 46: 瓦楞纸月度进口量及同比 (万吨, %)	21
图 47: 箱板纸月度进口量及同比 (万吨, %)	21
图 48: 造纸及纸制品制造业固定资产投资完成额累计及同比(亿元, %)	22
图 49: 建材家居卖场累计销售额与同比(亿元, %)	22
图 50: 建材家居卖场当月销售额与同比(亿元, %)	22
图 51: 全国家具零售额及同比 (亿元, %)	22
图 52: 家具及零部件出口销售额累计(万美元, %)	22
图 53: 软体家具上游价格变化趋势 (元/吨)	23
图 54: 定制家具上游价格指数变化趋势	23
图 55: 房屋新开工面积累计值及同比 (万平, %)	23
图 56: 商品房销售面积累计值及同比 (万平, %)	23
图 57: 30 大中城市商品房月度成交套数环比 (%)	24
图 58: 30 大中城市商品房月度成交面积同比 (%)	24
图 59: 办公用品当月零售额及同比 (亿元, %)	24
图 60: 文教、工美、体育和娱乐用品 (亿元, %)	24
图 61: 玩具出口金额和累计同比 (亿美元, %)	25
图 62: 彩票销售额及其同比 (亿元, %)	25
图 63: 福利彩票销售额及其同比 (亿元, %)	25
图 64: 体育彩票销售额及其同比 (亿元, %)	25
图 65: 国际原油价格走势 (美元/桶)	25
图 66: 黄金价格走势 (美元/盎司)	26
图 67: 白银价格走势 (美元/盎司)	26
图 68: 产量:卷烟:当月值及同比 (亿支, %)	27
图 69: 产量:卷烟:累计值及同比 (亿支, %)	27
图 70: 产量:软饮料:当月值及同比 (万吨, %)	27
图 71: 产量:软饮料:累计值及同比 (万吨, %)	27
表 1: 公司估值	2
表 2: 韩国汉森历史经营表现一览	8
表 3: 汉森各渠道坪效拆分	10
表 4: 细分纸种价格一览	14
表 5: 太阳纸业产能投放 (单位: 万吨)	15
表 6: 下周股东大会一览	28
表 7: 公司估值 (8 月 2 日收盘价)	29

1. 持续推荐中报兑现的必选消费，复盘汉森探究家居龙头成长

1.1. 家居家品：深度复盘韩国地产 vs 汉森发展

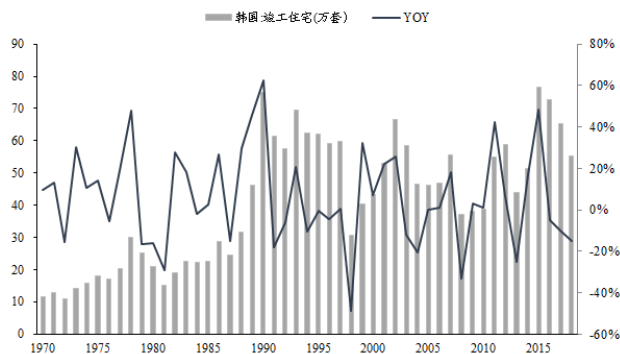
韩国地产发展历程复盘：(1) **起步阶段 (1960s-1980s)：**伴随城市人口急剧增长、住房普及率下降，政府推行多渠道建设用房、重点建设小户型住房，在此期间公寓房逐步发展起来；(2) **黄金发展阶段 (1981-1996 年)：**1988 年汉城奥运会后，韩国经济进入腾飞阶段，大量资金涌入房市，年竣工套数由 1981 年 15 万套增长至 1996 年接近 60 万套；(3) **政策刺激增长阶段 (1997-2015 年)：**1997 年亚洲金融危机遭受打击下韩国住宅市场同比大幅下降，政府为活跃房地产市场，实行低利率政策、减税、取消限价，2002 年住房普及率达到顶峰 102%；其后在 08 年金融危机影响下房地产交易和竣工低迷，09 年韩国政府提高增缴综合房地产税门槛、将住房销售资本收益税降低至 30%、鼓励开发商将那些已经有 30 年历史的老公寓房进行重建、再开发；10-11 年地产复苏上升，12 年再遇低谷后韩国政府再次公布了多达 46 项的楼市振兴新政，包括购买首套住房免征房产购置税，年收入低于 6000 万韩元的家庭无需支付购置税、鼓励重建翻新等，房地产市场得以逐步增长；(4) **严控下滑阶段 (2016 年至今)：**为抑制房价上涨，2016 年推出高额房产税为主的政策，对抵押贷款严控，2018 年年初，韩国政府严格规范了重建旧楼的规章制度；2018 年 9 月，韩国政府公布对拥有高价值房屋的业主和多套房屋的业主征收重税；16-18 年房地产成交和竣工均呈现下滑趋势。

图 1：韩国房地产发展历程一览



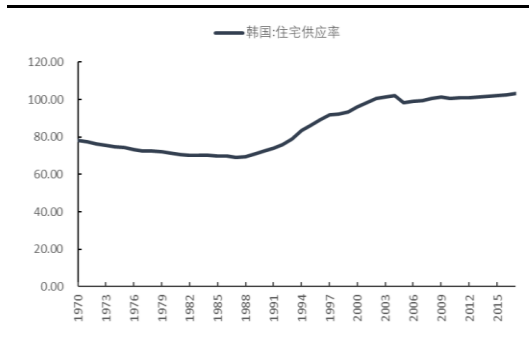
数据来源：汉森年报，韩国国土海洋部，东吴证券研究所

图 3：韩国竣工住宅数量（万套）



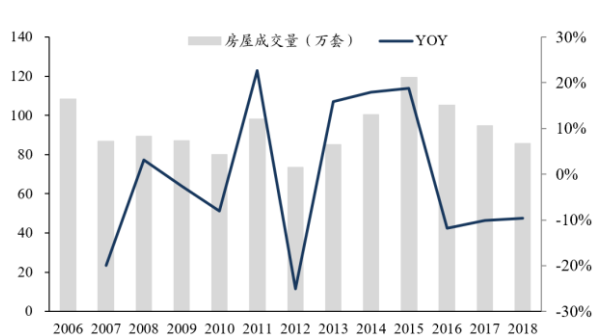
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：韩国住宅普及情况（供应率）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

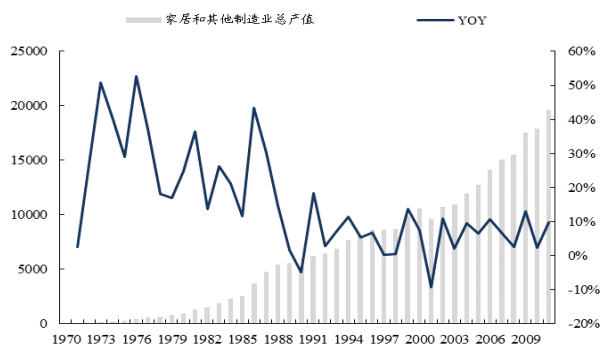
图 4：韩国房屋成交量（万套）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

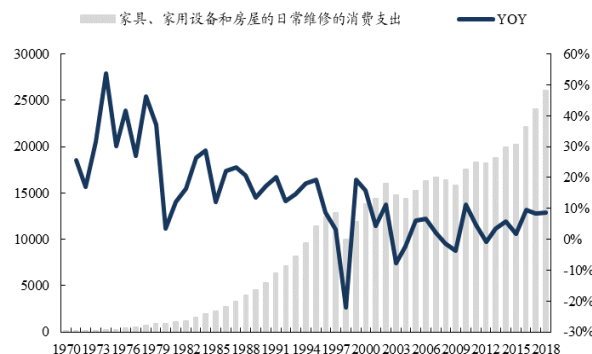
翻新零售需求驱动韩国家居市场近 20 年增长。韩国新房的精装修发展较早，渗透率早已接近 100%、基本无毛坯房。从家居需求客户结构来看，韩国竣工住宅套数近 20 年以来在 60 万套左右波动，而 1998-2011 年韩国家居和其他制造业总产值复合增速达 6.48%，1998-2018 年韩国家居日常维修费支出复合增速达 4.92%。基于此我们判断韩国近 20 年来家居需求增量主要来自存量房翻新需求的崛起。

图 5：韩国家居及其他制造业总产值



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：韩国家居日常维修费用支出



数据来源：韩国国土海洋部，东吴证券研究所

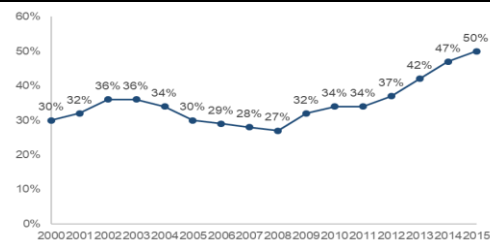
韩国家具市场集中度高，汉森龙头地位牢固。根据 Bloomberg，2000 年以来韩国家具市场集中度持续提高，CR10 由 30% 提高至 2015 年的 50%，我们预计其中汉森的市占率在 15-20%。根据韩国橱柜企业 Enex 年报，2016 年韩国橱柜市场总规模 2.2 万亿韩元（约合人民币 130 亿元），其中汉森橱柜销售额为 9437 亿韩元（约合人民币 55.5 亿元），市场份额高达 43%，且大幅领先第二名 Enex 的 14.5%，龙头地位牢固。

图 7：2016 年韩国橱柜市场公司占有率

十亿韩元	Enex	汉森	Livart	其他品牌	无品牌	合计
销售额	318.2	943.7	273.7	94.4	570	2200
占有率	14.5%	42.9%	12.4%	4.3%	25.9%	100.0%

数据来源：Enex 年报，东吴证券研究所

图 8：韩国家具市场 CR10 集中度



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

依赖于多元化品类和渠道布局，汉森实现逆势增长。韩国汉森成立于 1970 年，专营厨房家具起家，伴随韩国地产黄金期成长，1986 年起成为韩国橱柜细分赛道份额第一大龙头。1997 年在金融危机、地产受挫下，公司开辟多元化经营思路，成立 Interiors 进军室内大家居市场，将橱柜的领先制造经验拓展至卧室、书房、儿童房等家具，2001 年起占据韩国室内家居领导地位。2006 年以来，公司推出多品牌覆盖客群更加全面，并拓展整装、线上、大宗等多元渠道，实现逆势增长：2010-2016 汉森收入、利润 CAGR 达 21%、28%，远高于同期家具行业增长。2016 年以来在韩国地产不景气拖累下，公司增速下滑，2018FY 公司实现营收 19284 亿韩元（¥118 亿），同比下滑 6.5%，归母净利

润 899.7 亿韩元 (¥5.51 亿)，同比下滑 6.23%。盈利能力来看，公司历年毛利率约在 25-30% 区间波动，净利率水平在 5% 左右。

表 2：韩国汉森历史经营表现一览

十亿韩元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1
营业收入	623.90	712.84	783.24	1006.95	1325.04	1710.54	1934.55	2062.51	1928.40	425.00
YOY		14.26%	9.88%	28.56%	31.59%	29.09%	13.10%	6.61%	-6.50%	-9.00%
国内	593.1	676.2	728.6	960.8	1266.6	1637.7	1865.2	1988.9	1872.9	-
占比	95.06%	94.87%	93.03%	95.42%	95.59%	95.74%	96.42%	96.43%	97.12%	-
橱柜业务	168.6	228.2	276.1	363.2	484.7	720.9	813.8	869.8	773.3	156.2
橱柜零售店 (包括Kitchen&Bach等)	102.5	134.6	173.3	217.7	272.0	402.8	451.5	458.6	415.3	94.5
Rehaus Network (原IK)	66.1	93.6	102.8	145.5	212.7	318.1	362.3	411.2	358.0	61.7
室内家居 (衣柜、衣帽间等)	225.5	290.7	297.7	371.3	461.4	559.4	649.4	669.2	575.4	158.5
旗舰店	80.9	103.8	123.0	146.0	184.9	233.2	270.1	240.4	214.3	45.6
加盟店	104.3	114.6	96.2	131.4	177.3	204.2	215.3	228.3	176.6	60.9
在线商城	40.3	72.3	78.5	93.9	99.2	122.0	164.0	200.5	184.5	52.0
建筑材料	50.6	43.7	52.4	78.3	102.3	127.4	212.8	215.4	183.1	46.5
工程项目	112.6	86.9	80.0	115.0	190.5	181.4	179.0	219.4	316.1	63.8
其他	35.8	26.7	22.4	33.0	27.7	48.6	10.2	15.1	25.0	-
海外	30.8	36.6	54.6	46.1	58.4	72.8	69.3	73.6	55.5	-
占比	4.94%	5.13%	6.97%	4.58%	4.41%	4.26%	3.58%	3.57%	2.88%	-
中国	7.8	15.8	31.0	25.9	29.8	43.4	38.9	43.6	29.0	-
美国	23.0	20.8	23.6	20.2	28.6	29.4	30.4	30.0	26.5	-
毛利率	26.31%	29.15%	31.25%	30.37%	30.79%	30.72%	30.95%	29.01%	26.54%	-
净利润	29.33	39.31	39.47	61.24	86.66	114.66	127.53	95.95	89.97	-
YOY		34.05%	0.41%	55.14%	41.57%	32.33%	11.17%	-24.77%	-6.23%	-
净利率	4.70%	5.51%	5.04%	6.08%	6.54%	6.71%	6.59%	4.65%	4.66%	-

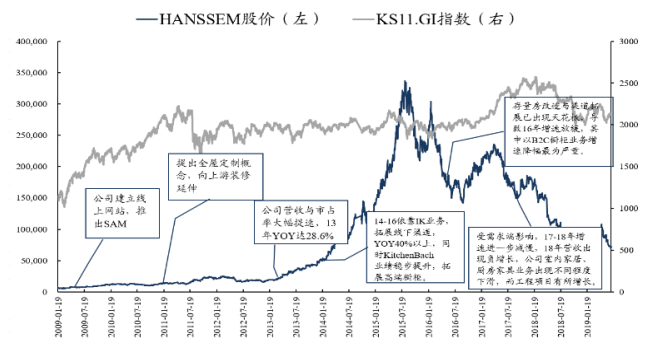
数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

图 9：韩国汉森发展历程



数据来源：公司年报、官网，东吴证券研究所

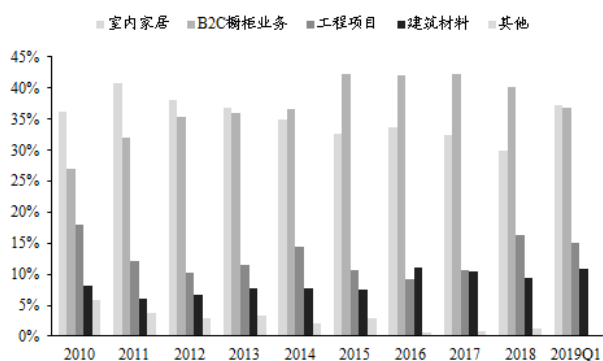
图 10：韩国汉森股价复盘一览



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

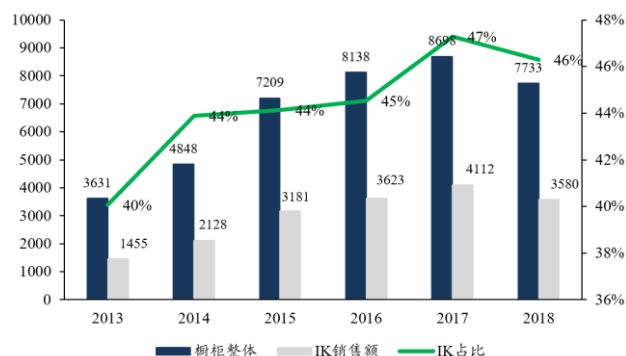
产品端：多品类+多品牌落地大家居模式。公司奠定橱柜霸主地位后，1997年进军定制衣柜、定制衣帽间等室内家居产品，2018年室内家居销售 5754 亿韩元 (约 35 亿人民币)，占比 29.84%；在工程开拓的同时兼售建材，2018 年建材材料收入 1831 亿韩元 (约 11 亿人民币)，占比 9.5%。同时，公司在橱柜和卫浴领域分别推出中低端品牌 IK + MILAN、高端品牌 KITCHENBACH + Euro、奢侈品牌 MAISTRI + HIBATH，覆盖客群更为全面，其中 IK 品牌的推出使得汉森得以在经济下行时期提供高性价比产品，扩大市场份额，2013-2018 年 IK 在橱柜中的收入占比由 40% 提高至 46%，贡献了主要增长。我们认为，1997 年以后公司捕捉到了韩国存量房翻新带来的家具零售市场机遇，在品类扩张和品牌延伸建设上发力拓展大家居布局，驱动公司业绩快速增长。

图 11：汉森各业务占比变动



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 12：汉森 IK 橱柜销售占比持续提高



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

渠道端：全渠道打通，整装合作提供范式。为应对客户需求及消费习惯的变化，线上线下渠道布局完善，并积极开拓家装公司的 B2B2C 合作以及地产商的 2B 合作，基本实现了全渠道贯穿：

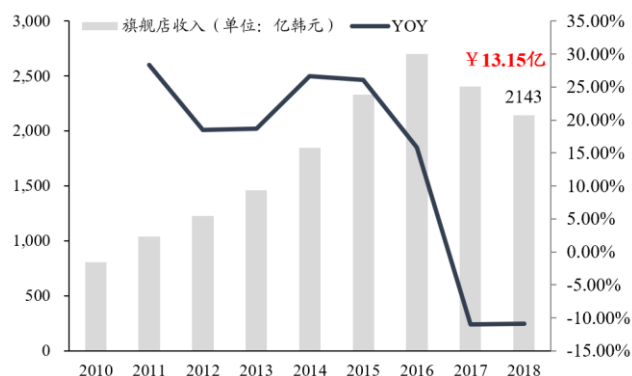
(1) 直营旗舰店强化品牌效应。公司以经销代理业务起家，2013 年以来依托中小型店铺持续做渠道下沉，截止 2018 年在全国拥有 100 多家 Rehaus 加盟店、230 多家橱柜零售商店 (kitchen bach)、100 多家室内装修专门代理店，2018 年经销收入 9499 亿韩元 (约 ¥ 58.28 亿元)。同时公司开拓直营旗舰店模式提供直观体验、强化品牌力，于 1997 年开设第一家室内家居旗舰店，目前有旗舰店 12 家，2018 年直营店收入 2143 亿韩元 (约 ¥ 13.15 亿)，10-18 年 CAGR 为 12.95%，单店面积超过 1 万平，单店收入约在 1.1 亿元人民币，坪效约 1.1 万人民币。

(2) 合作家装公司落地整装大家居模式。公司 2015 年开始通过与家装公司合作，开设装修加盟店，销售橱柜/收纳家具/建筑材料等，实现向产业链前段的延伸。

(3) O2O 引流成为增长新驱动：汉森在线商城于 2008 年开始上线进行 O2O 交互，引流客户到旗舰店消费。2017 年在线上力推 DIY 产品以及小型家具、生活用品等家居空间，成长为具有家庭装饰全品类的网站。2018 年收入 1845 亿韩元 (约 ¥ 11.32 亿)，10-18 年 CAGR 为 20.95%。

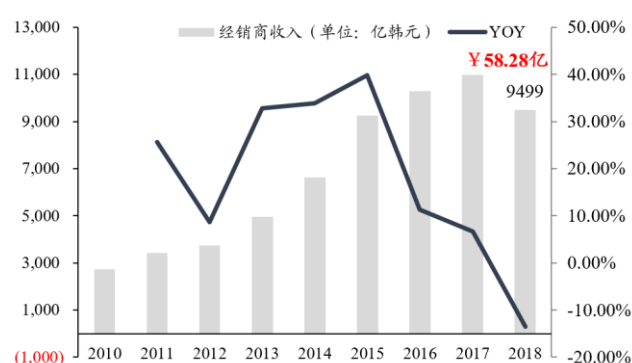
(4) B 端工程业务奠基销量增长。公司为公寓及住宅等 B 端客户提供厨房家具，橱柜，及相关产品和设备并进行装修整修服务以及全屋定制服务。2018 年销售额 3161 亿韩元 (约 ¥ 19.39 亿)，占比为 16.39% (2013 年为 11%)。

图 13: 汉森直营旗舰店收入表现



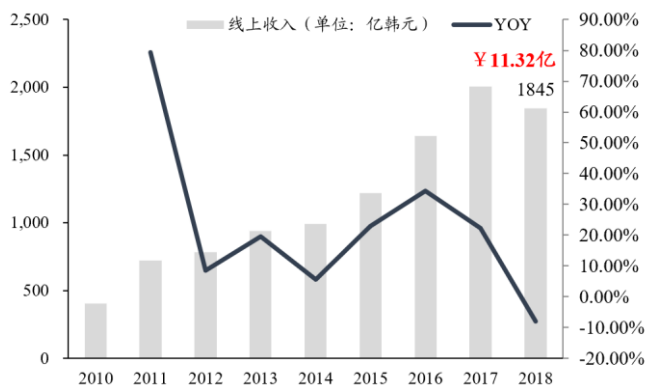
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 14: 汉森经销店收入表现



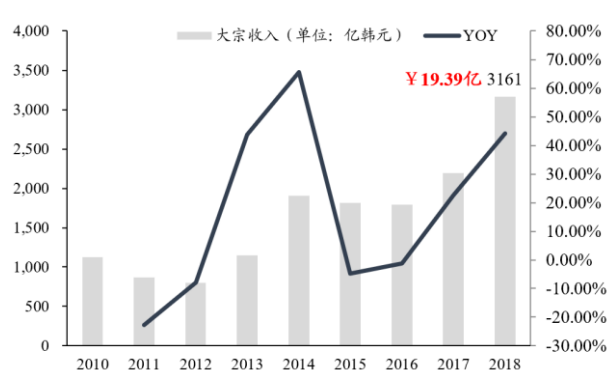
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 15: 汉森线上渠道收入表现



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 16: 汉森大宗渠道（工程项目）收入表现



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

表 3: 汉森各渠道坪效拆分

单位: 亿韩元	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
室内家居业务								
旗舰店: 数量	5	5	6	6	7	9	9	12
旗舰店: 单店营收 (亿/家)	207.60	246.00	243.33	308.17	333.14	300.11	267.11	178.58
旗舰店: 单店面积 (千平)	8.3	7	6.6	6.6	9.24	10.00	10.00	10.00
旗舰店: 坪效 (亿/千平)	25.01	35.14	36.87	46.69	36.05	30.01	26.71	17.86
加盟店								
加盟店单店营收 (亿/家)	13.17	12.03	16.43	22.16	25.53	23.92	22.83	17.66
在线商城访问量 (万/月)	120.00	120.00	130.00	300.00	300.00	300.00	450.00	300.00
在线商城访问量转化率 (亿/万人次)	5.02	5.45	6.02	2.76	3.39	4.56	3.71	5.13
橱柜零售业务								
橱柜零售店	220	220	230	220	220	270	220	230+
橱柜零售店单店营收 (亿/家)	6.12	7.88	9.47	12.36	18.31	16.72	20.85	18.06

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所整理

国内龙头**欧派家居**与**汉森**成长路径最为相似。总结汉森成长模式，我们认为其核心在于基于橱柜优势单品成功品类扩张进入大家居领域，并在传统渠道下沉的同时开拓整装模式合作家装公司、2B 大宗合作地产商以及线上对线下的引流。纵观国内定制龙头，我们认为**欧派家居**有较为明确的成长路径：(1) 公司整装大家居模式将优势家装公司整合进自身经销渠道，进入放量阶段；(2) 多品类开拓顺利，橱衣木卫融合丰富产品矩阵；(3) 大宗业务 18 年占比达到 12%，增长接近 50%，且未拖累公司盈利和现金流；(4) 传统经销渠道把控力强，有助于渡过行业低谷；(5) 积极补足信息化短板，提升供应链管理能力和生产效率。本周由于媒体报道欧派家居在包头的衣柜代理商存在因现金流问题无法取得联系、代工陶瓷产品的质检不合格等问题，公司股价波动较大。目前公司已经公告澄清，我们认为上述情形属于个案。我们认为欧派家居在品类、渠道、管理层执行力、供应链等多方面均具备综合优势，看好其长期成长，持续推荐！

图 17：欧派家居财务数据一览

百万元	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入	2219.92	2878.74	3995.22	4751.08	5607.09	7134.13	9710.18	11509.39
YOY		29.68%	38.78%	18.92%	18.02%	27.23%	36.11%	18.53%
整体橱柜	1638.93	2218.65	2968.36	3429.21	3845.01	4369.40	5354.44	5765.22
占比	73.83%	77.07%	74.30%	72.18%	68.57%	61.25%	55.14%	50.09%
毛利率	25.86%	24.98%	28.10%	33.49%	34.59%	35.27%	36.14%	36.03%
整体衣柜	433.96	479.36	749.53	992.49	1337.04	2022.03	3295.57	4147.96
占比	19.55%	16.65%	18.76%	20.89%	23.85%	28.34%	33.94%	36.04%
毛利率	30.47%	29.49%	31.15%	28.71%	33.41%	36.83%	34.74%	41.97%
定制木门	0.38	14.83	52.08	85.29	121.37	208.43	321.40	474.67
占比	0.02%	0.52%	1.30%	1.80%	2.16%	2.92%	3.31%	4.12%
毛利率	-	-	-	3.96%	16.29%	16.97%	15.87%	13.58%
整体卫浴	108.91	118.30	143.53	139.94	148.19	241.65	303.23	453.35
占比	4.91%	4.11%	3.59%	2.95%	2.64%	3.39%	3.12%	3.94%
毛利率	15.42%	16.72%	18.55%	13.86%	17.01%	19.36%	19.27%	26.48%
毛利率	26.86%	28.84%	29.86%	28.23%	31.65%	36.55%	34.52%	38.38%
销售费用率	13.39%	11.18%	10.05%	9.73%	11.87%	11.44%	9.75%	10.23%
管理费用率	7.56%	7.78%	10.65%	8.45%	9.45%	9.15%	9.18%	6.71%
财务费用率	0.57%	1.06%	0.63%	0.29%	0.00%	-0.13%	0.03%	-0.28%
归母净利润	81.28	193.83	239.50	385.32	488.49	949.56	1300.13	1571.86
YOY		138.49%	23.56%	60.89%	26.78%	94.39%	36.92%	20.90%
净利率	3.66%	6.73%	5.99%	8.11%	8.71%	13.31%	13.39%	13.66%
总资产	1471.26	1997.50	2873.49	3466.48	3927.67	5548.43	9670.37	11120.50
应收账款	83.23	81.81	100.48	71.60	73.97	129.46	148.62	278.11
预收账款	523.28	572.94	573.42	831.07	750.94	1079.79	1381.00	1276.75
经营性现金流净额	243.02	384.50	736.11	906.25	624.92	1496.77	1877.86	2018.21
资本开支	450.97	454.86	385.54	438.95	568.68	1222.08	1783.99	2292.09
ROE	23.14%	35.56%	20.34%	24.65%	25.28%	32.95%	20.88%	20.79%
ROIC	12.12%	28.20%	20.51%	23.38%	24.42%	36.33%	27.58%	22.08%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 必选消费：持续推荐新型烟草，以及中期兑现的优质资产

新型烟草：期待政策落地利好行业规范

卫健委拟立法监管电子烟，国内产业有望迎来规范发展。7月22日国家卫健委表示计划通过立法的方式对电子烟进行监管，同时正会同有关部门研究烟草税价调整可能性，叠加我国两项电子烟国家标准计划完成审查并进入“正在批准”阶段、预计10月出台，我们认为此举的目的在于提高行业门槛、规范产业发展，客观上必会加速行业洗牌和竞争格局优化，利好品牌企业。据天眼查数据显示，7月26日美团运营主体北京三

快科技有限公司经营范围发生变更，新增零售烟草（含电子烟）等业务，目前在美团中已可搜索到部分电子烟产品购买链接，利好电子烟的电商零售。

图 18：美团经营范围增加电子烟

序号	变更日期	变更前	变更后
1	2019-07-26	第二类增值电信业务中的信息服务业务（仅限互联网信息服务）（互联网信息服务不含新闻、出版、教育、医疗保健、药品、医疗器械、含电子公告服务）（增值电信业务经营许可证有效期至2022年11月23日）；销售食品；广播电视节目制作；从事互联网文化活动；技术开发、技术服务、技术转让、技术咨询；经济信息咨询；基础软件服务、应用软件服务；设计、制作、发布广告；网上销售日用百货、服饰用品（服装鞋帽除外）、通讯设备、五金、交电、文化用品、体育用品、机械配件、电子产品、计算机软硬件及辅助设备、百货、家用电器、家具、汽车摩托车零配件、针纺织品、服装、化妆品及卫生用品、花草及观赏植物、工艺品、钟表、眼镜、玩具、不再分装的包装种子、化肥、农药、陶瓷制品、橡胶及塑料制品、仪器仪表、卫生洁具、医疗器械类；网上销售预包装食品、保健食品、酒类、药品（药品类除外）、医疗器械、建筑材料、皮草、药品经营；网上销售代理、火车票销售代理；酒店订房服务；计算机信息系统集成；企业依法自主选择经营项目，开展经营活动；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。	第二类增值电信业务中的信息服务业务（仅限互联网信息服务）（互联网信息服务不含新闻、出版、教育、医疗保健、药品、医疗器械、含电子公告服务）（增值电信业务经营许可证有效期至2022年11月23日）；销售食品；广播电视节目制作；从事互联网文化活动；技术开发、技术服务、技术转让、技术咨询；经济信息咨询；基础软件服务、应用软件服务；设计、制作、发布广告；网上销售日用百货、服饰用品（服装鞋帽除外）、通讯设备、五金、交电、文化用品、体育用品、机械配件、电子产品、计算机软硬件及辅助设备、百货、家用电器、家具、汽车摩托车零配件、针纺织品、服装、化妆品及卫生用品、花草及观赏植物、工艺品、钟表、眼镜、玩具、不再分装的包装种子、化肥、农药、陶瓷制品、橡胶及塑料制品、仪器仪表、卫生洁具、医疗器械类；网上销售预包装食品、保健食品、酒类、药品（药品类除外）、医疗器械、建筑材料、皮草、药品经营；网上销售代理、火车票销售代理；酒店订房服务；计算机信息系统集成；企业依法自主选择经营项目，开展经营活动；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。

数据来源：天眼查，东吴证券研究所

图 19：我国两项电子烟国家标准计划详情

国家标准	下达时间	主要起草单位	主要技术内容
《电子烟》（强制性）	2017年10月	上海新型烟草制品研究院、中国烟草总公司郑州烟草研究院、中国烟草标准化研究中心、国家烟草质量监督检验中心等。	1、烟液：烟液中烟碱限量要求及评估方案；电子烟添加剂技术要求及评估方案；污染物评估方案及相关技术要求。 2、器具：接触材料（口腔、烟液）技术指标及风险评估方案，包括电子烟具材料分析研究、迁移物分析研究等 3、释放物：电子烟抽吸行为研究及电子烟产品稳定性表征。 4、包装标识：电子烟烟液和烟具的包装、标识研究方案。 5、贮藏及运输：电子烟烟液和烟具在贮藏及运输过程中的技术要求研究。
《电子烟烟碱、丙二醇和丙三醇的测定 气相色谱法》	2017年12月	中国烟草总公司郑州烟草研究院、广东中烟工业有限责任公司	电子烟液中烟碱、丙二醇和丙三醇的测定

数据来源：国家标准化委员会官网，东吴证券研究所

中烟系优质标的有望率先受益，看好贡献业绩增量。从 IQOS 二季度超预期的表现（Q2 销量+37%）来看，我们认为国际 HNB 产业链持续高景气，国内目前仍处于研发和试产阶段，与中烟合作密切、新型烟草布局深入的龙头具有比较优势，有望率先受益。

劲嘉股份本周发布 19H1 业绩预告，期内实现营收 18.65 亿元（+15.9%），归母净利润 4.66 亿元（+22.86%），其中烟标业务增长稳健（同比增长 6.55%）、彩盒业务业绩爆发（同比增长 80.64%），此外公司新型烟草业务取得突破性进展：在自有品牌良好的基础上，公司合作小米生态链进军 C 端，5 月推出的新品牌 FOOGO J、K 系列（烟油式电子烟）在 618 期间销售火热，Q 系列（加热不燃烧烟）预计下半年上市；同时合作云烟华玉服务 B 端，目前新品 Webacco Mate1.2 已开始由嘉玉科技进行生产和销售。集友股份 7 月陆续公告旗下子公司集友广誉与江苏中烟全资子公司南通烟滤嘴和重庆中烟技术中心签订《关于开展新型烟草均质化薄片研发合作协议》，共同推进新型烟草制品发展；合作安徽中烟建立联合工程中心共同研发新型烟草，目前安徽中烟已推出加热不燃烧产品“巅”。

图 20：劲嘉股份季度数据一览

单位：百万元	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
营业收入	752.81	669.09	677.63	845.76	813.62	795.18	768.04	997.16	1,009.54
YOY	19.23%	-0.12%	13.93%	-3.99%	8.08%	18.84%	13.34%	17.90%	24.08%
归母净利润	175.65	127.43	132.34	138.99	212.69	166.32	166.48	179.81	259.08
YOY	-26.12%	11.47%	48.97%	7.07%	21.09%	30.52%	25.80%	29.37%	21.81%
毛利率	43.73%	45.86%	44.53%	42.74%	47.14%	40.88%	43.53%	43.13%	43.81%
期间费用率	13.49%	15.88%	16.75%	17.77%	14.23%	13.56%	14.73%	18.50%	11.86%
其中：销售费用率	2.50%	3.39%	3.60%	4.63%	3.32%	3.23%	3.41%	3.84%	2.96%
管理+研发费用率	10.73%	11.84%	12.45%	13.27%	11.97%	11.67%	12.14%	12.67%	9.33%
财务费用率	0.26%	0.66%	0.70%	-0.13%	-1.07%	-1.34%	-0.83%	1.99%	-0.43%
归母净利率	23.33%	19.05%	19.53%	16.43%	26.14%	20.92%	21.68%	18.03%	25.66%
存货	493.60	503.10	607.37	712.18	760.32	699.74	769.79	782.45	620.72
较上年同期增减	-28.61	59.61	73.93	77.37	212.72	196.64	162.42	70.27	-85.60
应收账款	783.52	809.10	665.84	668.68	764.42	729.98	664.59	760.22	1,017.71
较上年同期增减	-133.72	-221.13	-339.83	-144.80	-19.10	-79.12	-1.25	91.54	253.29
应付账款及应付票据	640.45	746.73	739.93	831.32	927.98	813.37	842.60	796.10	886.61
较上年同期增减	-144.12	91.03	-15.69	-84.96	287.53	66.64	102.67	-35.21	-41.37
预收账款	8.60	9.57	10.51	10.05	9.79	9.44	12.36	10.19	16.61
较上年同期增减	-2.51	-1.03	0.15	0.78	1.19	-0.13	1.85	0.14	6.82
经营现金流净额	111.65	267.71	223.27	217.20	205.81	209.35	187.56	249.93	19.07
较上年同期增减	-42.19	115.02	94.47	-265.66	94.17	-58.36	35.71	32.73	-186.74
筹资现金流净额	-52.49	-199.14	-11.61	1222.82	-136.81	-93.21	-466.73	-69.29	-27.09
较上年同期增减	-34.32	-282.87	194.41	1303.50	-84.33	105.93	-455.12	-1292.11	109.73
资本开支	109.28	58.58	81.77	117.99	75.90	67.46	107.95	83.31	74.13
较上年同期增减	10.79	-1.27	32.18	-38.12	-33.38	8.88	26.18	-34.68	-1.77
ROE	3.80%	2.74%	2.87%	2.50%	3.26%	2.59%	2.64%	2.80%	3.91%
YOY (±)	-1.77%	0.09%	0.80%	-0.44%	-0.54%	-0.15%	-0.22%	0.30%	0.65%
资产负债率	20.62%	24.82%	23.26%	17.64%	17.18%	20.61%	16.43%	17.45%	15.13%
YOY (±)	-0.55%	-3.03%	-1.29%	-10.34%	-3.44%	-4.21%	-6.83%	-0.19%	-2.05%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 21：集友股份季度数据一览

单位：百万元	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
营业收入	48.93	54.79	57.32	72.84	96.44	88.08	104.01	169.87	153.40
YOY	10.68%	71.15%	13.57%	20.39%	97.09%	60.75%	81.46%	133.21%	59.06%
归母净利润	19.95	18.25	32.47	28.49	30.51	23.73	21.28	39.88	41.99
YOY	57.54%	146.14%	145.29%	46.17%	52.99%	30.04%	-34.45%	39.97%	37.61%
毛利率	55.82%	53.05%	54.32%	58.22%	52.62%	44.67%	47.33%	45.52%	47.81%
期间费用率	21.98%	18.44%	21.07%	18.89%	13.86%	15.60%	19.08%	18.06%	16.97%
其中：销售费用率	4.56%	1.77%	3.25%	2.17%	1.72%	2.19%	3.55%	3.17%	2.48%
管理+研发费用率	17.72%	17.85%	17.87%	16.74%	12.20%	13.50%	15.52%	14.98%	14.52%
财务费用率	-0.30%	-1.18%	-0.05%	-0.03%	-0.06%	-0.10%	0.02%	-0.09%	-0.03%
归母净利率	40.76%	33.31%	56.65%	39.12%	31.64%	26.94%	20.46%	23.48%	27.37%
存货	37.75	34.73	40.19	49.18	72.10	63.67	86.72	117.34	103.06
较上年同期增减	-2.35	34.73	2.26	10.26	34.35	28.94	46.53	68.15	30.95
应收账款	37.55	47.92	51.14	56.62	113.74	76.70	99.76	147.46	138.54
较上年同期增减	2.56	47.92	0.39	29.10	76.19	28.78	48.62	90.84	24.80
应付账款及应付票据	65.55	90.70	150.87	196.26	236.42	169.54	200.79	310.27	332.15
较上年同期增减	-22.91	90.70	84.65	127.97	170.88	78.84	49.92	114.01	95.73
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
较上年同期增减	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
经营现金流净额	12.63	14.47	42.62	29.80	19.11	55.17	34.72	6.54	88.12
较上年同期增减	-10.95	24.78	27.80	-15.16	6.48	40.70	-7.90	-23.26	69.01
筹资现金流净额	224.00	-0.06	0.00	-18.00	0.00	-25.16	11.13	15.01	-3.43
较上年同期增减	259.44	-15.57	-0.53	-18.47	-224.00	-25.10	11.13	33.01	-3.43
资本开支	1.97	3.56	2.60	47.20	45.23	77.87	73.65	-1.72	48.29
较上年同期增减	-2.53	5.69	-7.90	43.27	43.26	74.32	71.06	-48.92	3.06
ROE	6.08%	3.95%	6.67%	5.50%	5.58%	4.23%	3.74%	6.65%	6.55%
YOY (±)	-2.02%	-0.61%	-0.55%	-4.58%	-0.50%	0.28%	-2.93%	1.14%	0.97%
资产负债率	19.50%	22.46%	28.60%	29.61%	34.02%	27.19%	30.01%	38.33%	37.24%
YOY (±)	-22.82%	22.46%	-10.43%	-7.41%	14.52%	4.73%	1.41%	8.72%	3.22%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

生活用纸：持续看好中顺洁柔

生活用纸首选**中顺洁柔**：短期关注浆价变化对其利好影响，长期而言产品结构升级及品类扩张。本周纸浆价格持续走弱，截止8月2日针叶浆/阔叶浆价格分别为618/541美元/吨，较年初分别下滑26%/28%，利好生活纸龙头盈利弹性。根据我们的测算，假设19年全年美元兑人民币稳定在6.9区间，木浆价格同比下滑10%，则**中顺洁柔**的毛利率将同比提升3个百分点，具有较大的向上弹性，持续看好。长期来看，6月6日**中顺洁柔**的卫生巾新品**朵蕾蜜**于京东首发，个护产品梯队持续丰富。作为产品、渠道、管理三优的生活纸龙头企业，长期公司有望通过优化产品结构（18年高毛利产品Face/Lotion/自然木占比提高至65%以上）、渠道精细化拆分管理、增加电商渠道建设投入，获得超越市场的成长！

图 22：中顺洁柔卫生巾新品朵蕾蜜



数据来源：京东，东吴证券研究所

图 23：中顺洁柔卫生巾新品朵蕾蜜（迷你巾）



数据来源：京东，东吴证券研究所

文具：办公集采看好晨光文具、齐心集团

办公集采发展推动，看好优质标的稳步成长。办公文具直销市场近年受益于政策推动集采模式快速发展，5月29日，国务院转发发改委的《深化公共资源交易平台整合共享指导意见的通知》再次明确推进办公直销发展，利好齐心集团、晨光科力普高速增长。7月初以来**晨光文具**的股价回调幅度较大，我们预计公司中报基本面稳健，长期成长逻辑通顺，坚定推荐：（1）传统2C业务护城河深厚，高ROE高现金流，量价齐升；（2）科力普受益于行业景气，运营效率仍有提升空间；（3）九木杂物社&生活馆逐渐理顺，后期有望贡献增量；（4）外延思路清晰，收购欧迪&安硕补强业务协同。**齐心集团**卡位大办公直销及云视频蓝海，收入和利润表现均出现向上拐点，持续关注！

图 24：晨光文具业务拆分一览

(亿元)	16H1	16H2	2016	17H1	17H2	2017	18H1	18H2	2018	
总收入	21.80	24.83	46.62	27.85	35.72	63.57	37.87	47.48	85.35	
yoy	17.97%	30.57%	24.36%	27.80%	43.85%	36.35%	35.95%	32.94%	34.26%	
净利润	2.51	2.42	4.93	2.89	3.45	6.34	3.75	4.32	8.07	
yoy	20.81%	12.60%	16.63%	15.36%	42.36%	28.63%	29.61%	25.28%	27.25%	
净利率	11.50%	9.76%	10.57%	10.38%	9.66%	9.97%	9.89%	9.10%	9.45%	
按品类拆分										
书写工具	8.58	7.89	16.47	9.25	8.64	17.88	10.20	9.26	19.46	
yoy	8.29%	11.04%	9.59%	7.72%	9.48%	8.56%	10.30%	7.23%	8.82%	
学生文具	6.50	7.24	13.74	7.11	9.22	16.33	8.30	10.28	18.6	
yoy	20.59%	17.85%	19.13%	9.38%	27.39%	18.87%	16.80%	11.46%	13.79%	
办公文具	6.44	9.08	15.52	11.18	17.15	28.33	18.90	27.23	46.13	
yoy	33.15%	76.00%	55.28%	73.71%	88.82%	82.55%	69.00%	58.79%	62.82%	
按业务拆分										
科力普	收入	1.77	3.38	5.16	3.58	8.97	12.55	9.62	16.24	25.86
yoy	106.97%	138.88%	126.85%	101.99%	165.01%	143.34%	168.60%	81.04%	106.03%	
净利率	-0.07	0.12	0.05	-0.05	0.26	0.21	0.10	0.22	0.32	
收入/亿	-3.89%	3.42%	0.91%	-1.28%	2.86%	1.68%	1.34%	1.24%	-	
净利率	0.52	0.99	1.51	0.85	1.20	2.05	1.18	1.88	3.06	
九木&生活馆	收入	115.71%	208.47%	168.77%	63.30%	20.85%	35.43%	39.00%	56.33%	49.15%
yoy	-0.10	-0.14	-0.24	-0.16	-0.25	-0.41	-0.08	-0.22	-0.30	
净利率	-19.15%	-14.47%	-16.07%	-18.90%	-20.88%	-20.06%	-6.74%	-11.89%	-9.90%	
门店数	168	175	175	170	177	177	200	255	255	
其中：九木生活馆	168	173	173	-	152	152	145	145	110	
单店收入/万	30.97	56.81	86.54	49.98	67.88	115.88	59.05	73.65	119.97	
收入/亿	-	-	39.16	22.76	23.88	46.63	26.40	27.69	54.08	
yoy	-	-	13.01%	-	19.08%	16.00%	15.95%	15.97%	-	
净利率/亿	2.61	2.44	5.05	3.01	3.36	6.37	3.71	4.26	7.97	
净利率	-	-	12.89%	13.22%	14.06%	13.65%	14.06%	15.39%	14.74%	
单店收入/万	-	-	5.24	3.12	3.18	6.22	3.47	3.64	7.12	
零售终端合计	72813	74766	74766	73000	75000	75000	76000	76000	76000	
晨光科技	收入	-	-	0.79	0.67	1.19	1.85	0.67	1.68	2.35
yoy	-	-	-	-	-	135%	0.08%	41.54%	26.65%	
净利率	0.01	-0.02	-0.01	0.02	0.11	0.13	0.02	0.08	0.10	
净利率	-	-	-1.06%	2.77%	9.63%	7.18%	2.91%	4.58%	4.10%	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 25：齐心集团业务拆分一览

单位：亿元	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
齐心集团	营收	11.29	14.64	16.78	16.13	15.82	28.65	31.81	42.41
yoy	23.95%	29.65%	14.61%	-2.67%	-3.11%	81.11%	11.05%	33.30%	
毛利率	22.69%	20.86%	17.38%	18.17%	17.64%	17.42%	19.20%	18.23%	
归母净利润	0.66	0.70	0.28	0.29	0.20	1.05	1.40	1.92	
yoy	30.91%	5.91%	-60.00%	5.32%	-32.21%	432.22%	33.54%	36.91%	
按业务拆分									
办公用品	收入	7.61	11.05	9.19	9.53	7.83	9.84	11.81	22.66
yoy	14.78%	45.20%	-16.83%	3.70%	-17.84%	25.61%	20.02%	91.87%	
毛利率	67.40%	75.80%	54.77%	59.08%	49.89%	54.35%	57.13%	53.43%	
文具管理用品	收入	25.76%	22.54%	22.43%	22.32%	20.94%	23.51%	21.85%	17.80%
yoy	4.58	4.43	3.52	3.62	-	-	-	-	
毛利率	0.44%	-3.28%	-20.53%	2.84%	-	-	-	-	
办公用品其他	收入	40.97%	30.20%	20.98%	22.44%	-	-	-	
yoy	30.81%	32.70%	31.00%	29.23%	-	-	-	-	
毛利率	8.02	6.63	5.67	5.02	-	-	-	-	
占比	43.89%	119.54%	-11.40%	4.41%	-	-	-	-	
毛利率	26.75%	45.29%	33.79%	36.70%	-	-	-	-	
占比	18.11%	15.75%	17.08%	18.10%	-	-	-	-	
办公设备	收入	1.97	3.58	7.41	6.46	7.47	16.28	16.00	15.52
yoy	0.00%	81.73%	106.98%	-12.80%	15.63%	119.94%	-1.17%	-13.84%	
毛利率	17.45%	24.45%	44.16%	40.05%	47.22%	56.82%	50.58%	36.00%	
占比	25.90%	16.06%	11.00%	12.18%	9.30%	5.10%	5.61%	5.95%	
净利率	0.64	0.70	0.28	0.29	0.01	0.99	0.31	0.95	
净利率	5.67%	4.78%	1.67%	1.80%	0.07%	0.34%	1.11%	2.49%	
按业务拆分									
SAAS软件服务	收入	-	-	-	0.28	2.28	3.43	3.52	
占比	-	-	-	-	0.00%	7.16%	10.44%	7.81%	
毛利率	-	-	-	-	1.78%	7.90%	10.78%	121.00%	
净利率	-	-	-	-	0.00%	55.00%	103.00%	65.61%	
收入	-	-	-	-	0.28	0.63	0.81	0.68	
yoy	-	-	-	-	-	125.00%	28.57%	-16.05%	
净利率	-	-	-	-	67.86%	60.33%	59.36%	47.06%	
收入	-	-	-	-	0.19	0.38	0.48	0.32	
yoy	-	-	-	-	-	1.65	2.7	2.93	
净利率	-	-	-	-	-	63.64%	8.32%	23.53%	
净利率	-	-	-	-	-	35.15%	23.96%	23.53%	
净利率	-	-	-	-	-	0.38	0.62	0.66	
净利率	-	-	-	-	-	0.19	0.96	1.1	
净利率	-	-	-	-	-	67.86%	42.11%	32.07%	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 造纸包装：白卡旺季已至，持续看好纸浆系龙头太阳纸业

纸浆价格持续走弱，包装纸旺季已至。7月26日，太阳纸业、晨鸣纸业与APP（中国）进入旺季相继发布涨价函，欲抱团提价200元/吨。同日根据博汇纸业公告，APP（中国）已通过全资子公司宁波亚洲纸管纸箱有限公司间接持有博汇纸业10%股权，同业竞争格局持续改善。我们认为，纸浆价格持续走弱、原纸价格好于此前预期，持续看好龙头太阳纸业。

表 4：细分纸种价格一览

	铜版纸	双胶纸	白卡纸	化机浆	针叶浆	阔叶浆	溶解浆
18Q1	7377.28	7222.57	6445.00	4416.52	900.54	784.89	7506.10
19Q1	5602.63	6080.64	4984.25	3964.92	725.92	718.10	7260.00
19Q1同比	-24.06%	-15.81%	-22.66%	-10.23%	-19.39%	-8.51%	-3.28%
19Q1环比	-13.60%	-9.01%	-8.58%	-6.83%	-16.02%	-6.71%	-5.43%
18Q2	7310.32	7468.81	6033.33	4365.00	905.00	789.42	7418.23
19Q2	5771.69	6169.46	5394.31	4038.89	693.87	697.44	6838.71
19Q2同比	-21.05%	-17.40%	-10.59%	-7.47%	-23.33%	-11.65%	-7.81%
19Q2环比	3.02%	1.46%	8.23%	1.87%	-4.41%	-2.88%	-5.80%
截至8月2日	5833	6192	5260	3700	618	541	6150

注：针叶浆、阔叶浆与美废#13以美元计价，其他以人民币计价

数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

太阳纸业：成长路径明确，有望逐季向上。太阳纸业多元纸种和上游纸浆的布局完善，新增产能投放进行顺利。盈利拆分来看：1) 老挝40万吨再生浆板项目已于5月下旬试生产、预计7月满产；20万吨本色高得率生物质纤维项目将于19年四季度初投产；两个项目均用于提升箱板纸原料自给，下半年箱板纸吨净利有望提升。2) 文化纸价格淡季维稳，预期随着纸浆成本下降吨净利仍有上行空间。3) 溶解浆较竞争对手技术优势，吨净利企稳。此外公司前期公告计划投建广西林浆纸一体化项目并扩张老挝建设，考虑广西北海和老挝具有较强的资源和地理优势，逆势扩张利好长期发展。公司股价尚

处底部区域，持续给予太阳纸业“买入”评级！

表 5：太阳纸业产能投放（单位：万吨）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
双胶纸	95	90	90	120	120	120	120	120
铜版纸	80	80	80	80	80	100	100	100
生活用纸	-	6	12	12	12	12	12	12
淋膜原纸	-	20	20	20	20	20	20	20
牛皮箱板纸	-	-	-	80	80	160	160	240
化机浆	60	60	70	70	70	80	80	120
化学浆	-	-	-	-	10	10	70	110
溶解浆	30	30	30	50	50	80	80	50

注：老灶80万吨包装纸20Q3投产，老灶40万吨再生浆19年5月已投产（全部自用），新城20万吨本色高得率生物基纤维19Q4初投产。

数据来源：太阳纸业债券评级报告，东吴证券研究所

2. 重点公司公告

2.1. 包装印刷&造纸产业

山鹰纸业：截至 2019 年 7 月 31 日，公司累计回购股份数量为 66,303,302 股，占公司 2019 年 7 月 31 日总股本的比例为 1.45%，已支付人民币 2.30 亿元。

易尚展示：截至 2019 年 7 月 31 日，公司回购股份数量为 648,000 股，占公司总股本的 0.42%，支付金额 0.15 亿元。

冠豪高新：截至 2019 年 7 月 31 日，累计回购股份数量为 12,716,762 股，占公司总股本的比例达 1.0003%，支付金额 0.47 亿元。

晨鸣纸业：2019 年度第六期超短期融资券于 2019 年 7 月 31 日在全国银行间债券市场公开发行，发行金额为 3 亿元人民币，期限为 270 天，每张面值为 100 元人民币，由上海浦东发展银行股份有限公司主承销。

易尚展示：公司持股 5% 以上股东向开兵先生减持计划期限届满。

中顺洁柔：董事周启超先生因个人资金需求拟减持公司股票 22.12 万股，占公司总股本 0.0169%。

东风股份：自 4 月 9 日披露减持公告（6 个月内减持不超过股本的 2%，截止时间还有不到 3 个月）起，至今大股东减持数量仍为 0。

2.2. 家居家具&其他可选

欧派家居：针对近日媒体报道包头市欧派衣柜代理商失联、客户售后、产品代工等相关情况，公司已向包头市当地公安机关报案。包头欧派衣柜原经销商涉嫌合同诈骗，现已被刑事拘留。截至本公告日，涉事消费者的损失情况已登记完成，并与消费者协商解决了解决方案。

新洋丰：截至 2019 年 7 月 31 日，公司回购公司股份 14,542,659 股，占公司总股本的 1.11%，支付金额 1.33 亿元。

顾家家居：1 月至今累计收到政府补助资金 1.31 亿元，其中 458.71 万元作为其他收益，1.27 亿元作为营业外收入，均计入当期损益。预计对 2019 年损益影响 1.31 亿元。

广东甘化：公司于 2018 年 12 月 25 日向上海立天唐人控股有限公司转让全资子公司广东江门生物技术开发中心有限公司 55% 股权，至今已收到全部款项。

青岛金王：发布 2019 年中报业绩预告，预期业绩增长，营业总收入 26.45 亿元，同比减少 3.49%；营业利润 3.85 亿元，同比增长 91.81%；利润总额 3.86 亿元，同比增长 93.47%。主要原因为 2019 年上半年出售资产所致；新能联合及其一致行动人合计持有本公司股本 8.07%，计划在本公告披露之日起 15 个交易日后的 6 个月内以集中竞价、大宗交易等方式减持不超过公司股本的 6%。

金一文化：公司自 2019 年 4 月 24 日至 2019 年 6 月 18 日公司下属子公司获得政府补助 613 万元，占公司 2018 年归属于上市公司股东净利润绝对值的 11.24%；6 月份公司旗下珠宝品牌新增直营门店 4 家。其中 3 家在哈尔滨，投资金额共 1400 万元；1 家在兰州，投资金额 800 万元。

好莱客：发布公开发行可转债网上路演公告，已获批发行 6.3 亿元可转换公司债。

美克美家：为控股子公司 VFR 公司 400 万美元贷款提供担保。

晨光文具：发布关于收购安硕文教用品 56% 股份的补充公告。懿琳投资、倍林投资及 Highton Limited 确认，针对标的公司截至交割日的审计调整和相关承诺，转让方向公司支付调整款人民币 776.19 万元。

潮宏基：在 6 月新增济南、天津、合肥共 4 家直营店，合计投资 1325.86 万元。

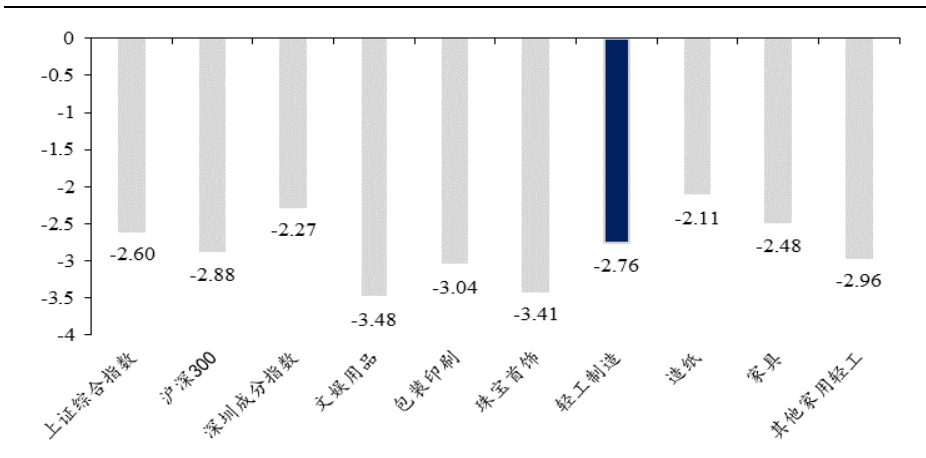
3. 市场回顾：大盘下行，造纸板块表现较好

板块表现来看，本周上证综指跌 2.60% 收于 2867.84 点；深证成指跌 2.27% 收于 9136.46 点；沪深 300 跌 2.88% 收于 3747.44 点；轻工制造周内下跌 2.76%，跑输大盘。轻工制造细分行业中，造纸（-2.11%）表现最好，其次为家具（-2.48%）、其他家用轻工（-2.96%）、包装印刷（-3.04%）、珠宝首饰（-3.41%），最差的为文娱用品（-3.48%）。

从个股表现来看，本周涨幅居前的公司包括银鸽投资（+30.1%）、美利云（+8.4%）、集友股份（+6.6%）、威华股份（+4.4%）、哈尔斯（+3.8%）、尚品宅配（+3.7%）、大亚圣象（+2.9%）、新宏泽（+2.8%）、松发股份（+2.7%）、喜临门（+2.3%）；浙江众成（-10.9%）

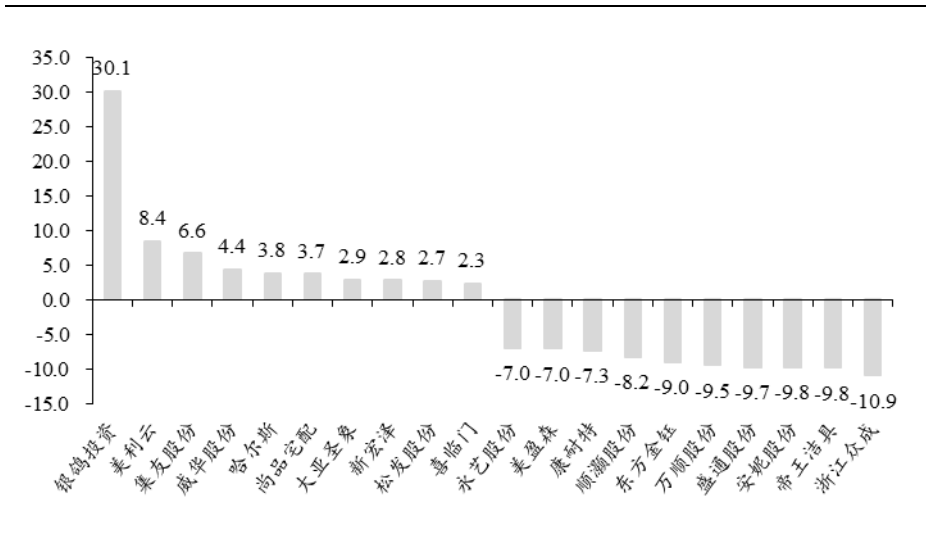
为本周最大跌幅公司。

图 26：本周市场涨跌幅（%）



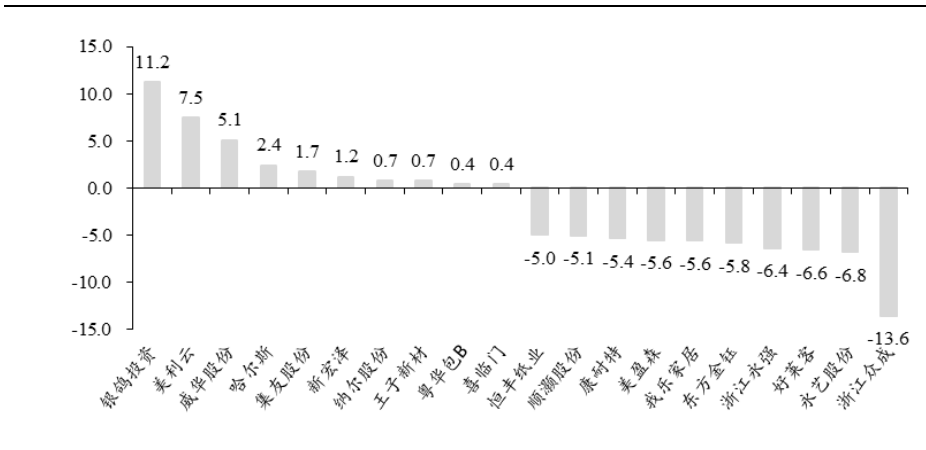
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 27：板块单周涨跌幅前十的股票（%）



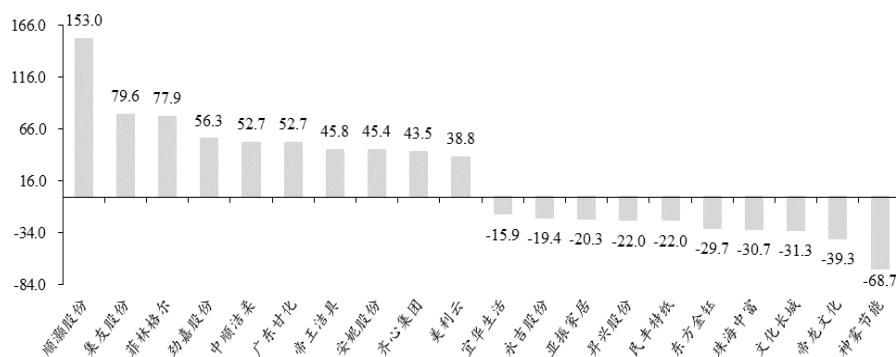
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 28：板块单月涨跌幅前十的股票（%）



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 29：板块年度涨跌幅前十的股票（%）



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

4. 行业上下游数据跟踪

4.1. 造纸产业：文化纸价与纸浆价格下行

4.1.1. 价格数据：文化纸价与纸浆价格下行

截止 8 月 2 日原纸价格：箱板纸市场价 3877 元/吨（周变化-26 元/吨，月变化-169 元/吨）；瓦楞纸 3233 元/吨（周变化-7 元/吨，月变化-87 元/吨）；白板纸 4000 元/吨（周变化 0 元/吨，月变化-138 元/吨）；白卡纸 5833 元/吨（周变化 0 元/吨，月变化 0 元/吨）；双胶纸 6192 元/吨（周变化 0 元/吨，月变化 0 元/吨）；铜版纸 5260 元/吨（周变化-57 元/吨，月变化-150 元/吨）。

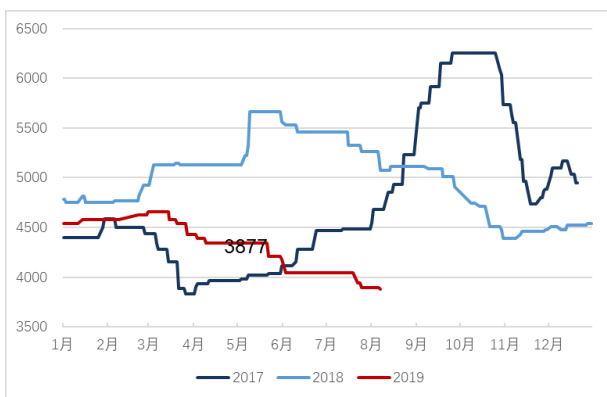
截止 8 月 2 日的废纸价格：国内各地废纸到厂平均价格 2086 元/吨（周变化-3 元/吨，月变化-61 元/吨）。截止 8 月 2 日的外废价格：美废 13#外商平均价 132 美元/吨（本周变化 0 美元/吨，过去一个月变-5 美元/吨）；欧废平均价 163 美元/吨（本周变化 0 美元/吨，过去一个月变化+5 美元/吨）；日废平均价 169 美元/吨（本周变化+25 美元/吨，过去一个月变化+31 美元/吨）。

截止 8 月 2 日的纸浆价格：国际方面阔叶浆外商平均价 541 美元/吨（本周变化-9 美元/吨，过去一个月变化-114 元/吨）；针叶浆外商平均价 618 美元/吨（本周变化 0 美元/吨，过去一个月变化+1 美元/吨）；内盘浆平均价 4183 元/吨（本周变化-85 元/吨，过去一个月变化-129 元/吨）。纸浆期货方面，纸浆 1906（SP1906）8 月 2 日收 4500（周变化 0，涨幅 0.00%），目前为全年最低点。

截止 8 月 2 日的煤炭价格：国内主要地区煤炭平均价格 576 元/吨（本周变化-2 元/吨，过去一个月变化-12 元/吨，过去一年变化-12 元/吨）。

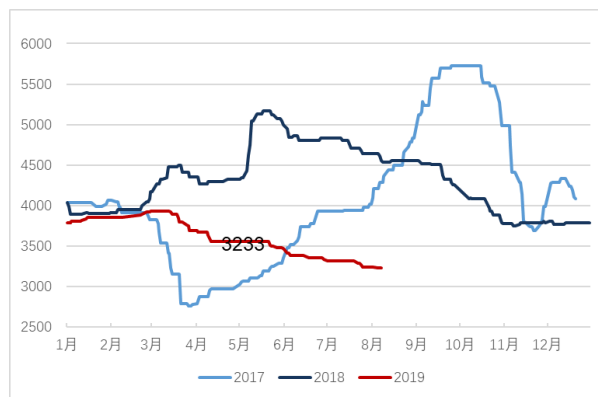
截止 8 月 2 日的溶解浆价格：溶解浆内盘价格 6150 元/吨（本周变化-50 元/吨，过去一个月变化-350 元/吨，过去一年变化-1450 元/吨）；粘胶短纤 11500 元/吨（本周变化-100 元/吨，过去一个月变化-200 元/吨，过去一年变化-2550 元/吨）；粘胶长丝 37800 元/吨（本周变化 0 元/吨，过去一个月变化 0 元/吨，过去一年变化+50 元/吨）。

图 30：箱板纸价格走势（元/吨）



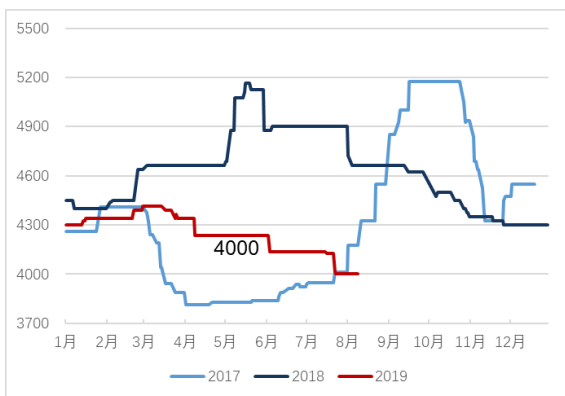
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 31：瓦楞纸价格走势（元/吨）



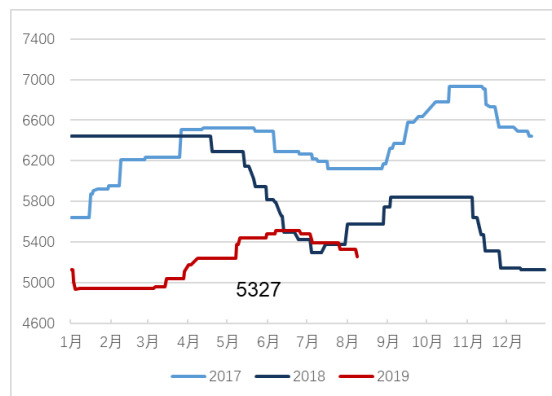
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 32：白板纸出厂价格（元/吨）



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 33：白卡纸出厂价格（元/吨）



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 34：铜板纸价格走势（元/吨）

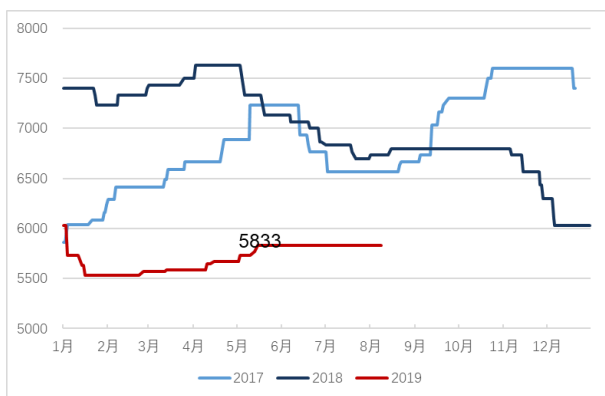
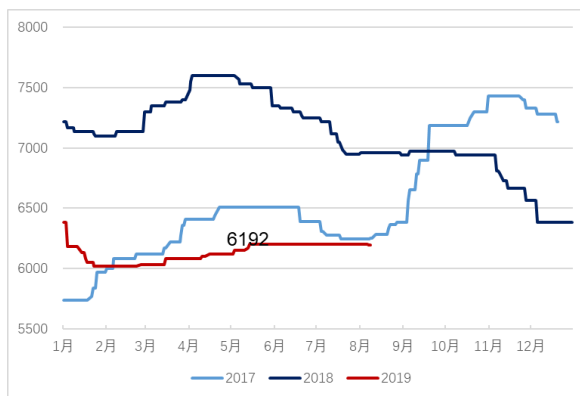


图 35：双胶纸最近价格走势（元/吨）



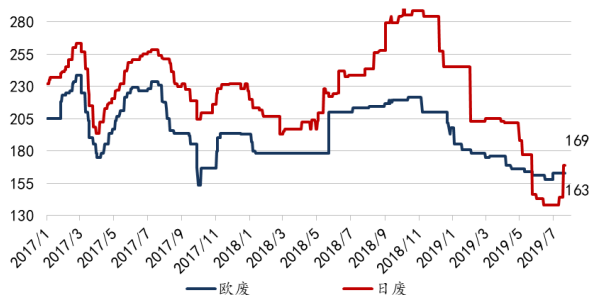
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 36：国废价格走势（元/吨）



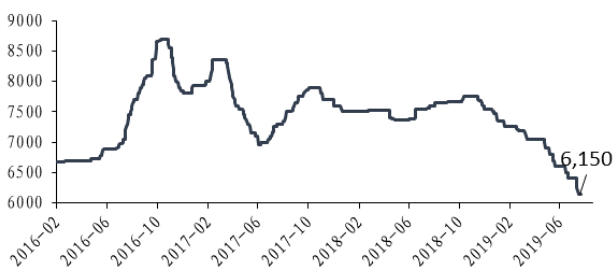
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 38：欧废、日废价格走势（美元/吨）



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 40：溶解浆内盘价格指数（元/吨）

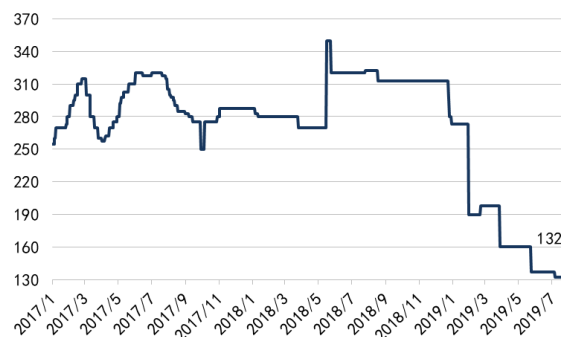


数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 42：粘胶纤维市场价（元/吨）

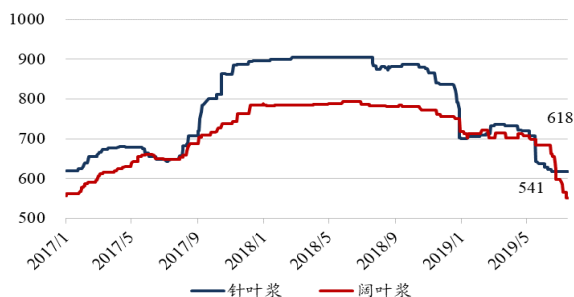
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 37：美废 13#价格走势（美元/吨）



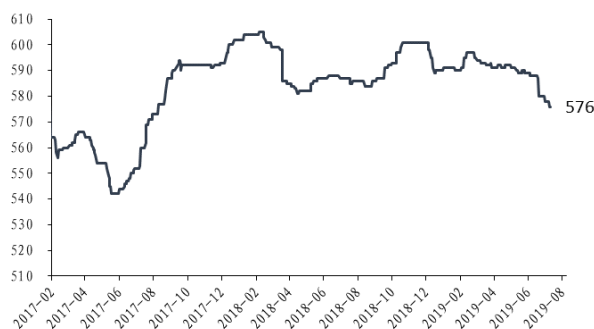
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 39：国际针叶浆、阔叶浆历史价格（美元/吨）



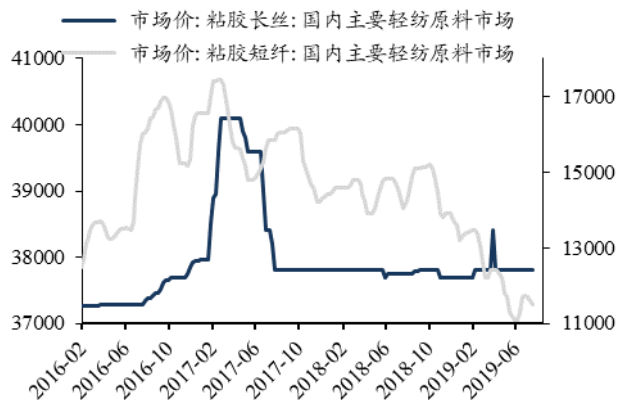
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 41：国内主要地区煤炭平均价格（元/吨）

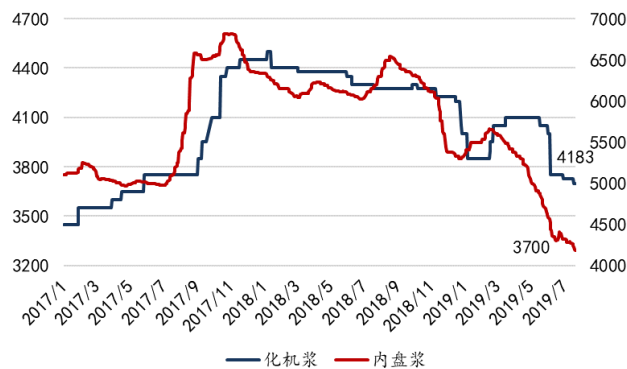


数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 43：化机浆、内盘浆平均价格（元/吨）



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



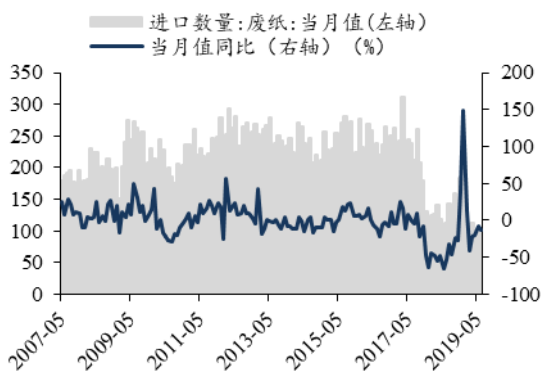
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4.1.2. 进出口数据: 废纸 6 月进口量同降 12.50%; 纸浆 6 月进口量上升 25.51%

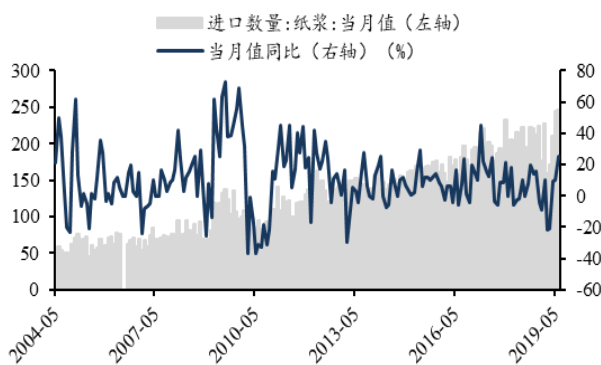
原材料方面废纸进口量有所下降。19 年 6 月进口废纸 98 万吨, 同比下降 12.50%; 19 年 6 月进口纸浆 246.00 万吨, 同比上升 25.51%。

图 44: 废纸月度进口量及同比 (万吨, %)

图 45: 纸浆月度进口量及同比 (万吨, %)



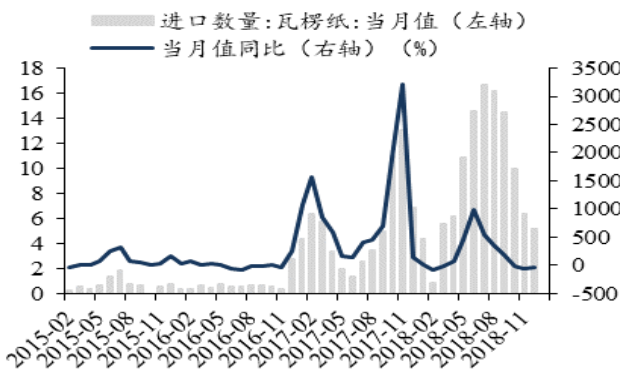
数据来源: Wind, 东吴证券研究所



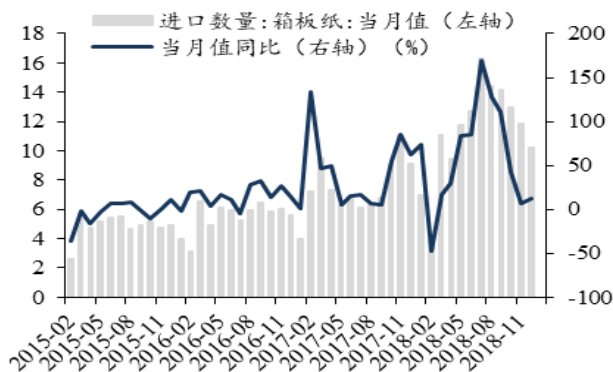
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 46: 瓦楞纸月度进口量及同比 (万吨, %)

图 47: 箱板纸月度进口量及同比 (万吨, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

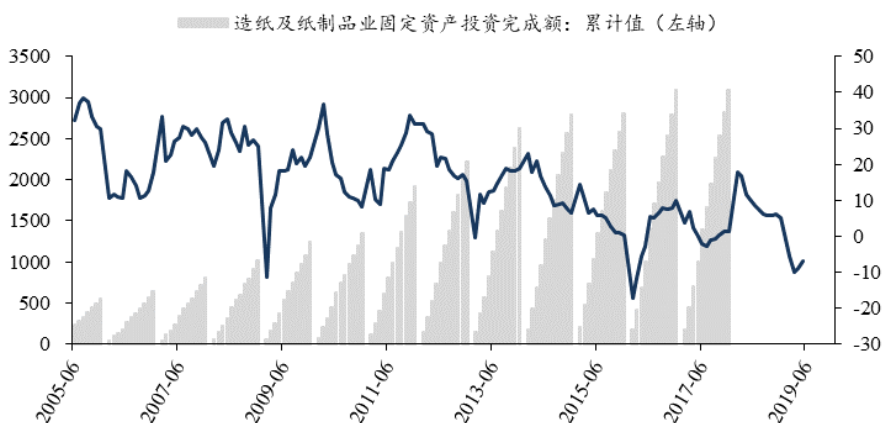


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4.1.3. 固定资产投资: 造纸业 6 月固定资产投资完成额累计增速-7.70%

19年6月造纸及纸制品制造业固定资产投资完成额的累计增速-7.70%。

图 48: 造纸及纸制品制造业固定资产投资完成额累计及同比(亿元, %)



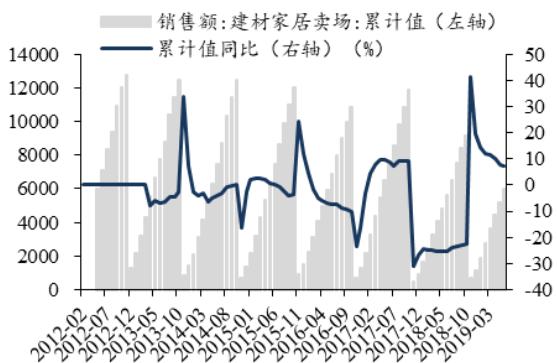
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4.2. 家具产业: 19年6月家具零售额 896 亿, 同比增长 5.70%

4.2.1. 产销量: 6月家具零售额 896 亿, 同比增长 5.70%

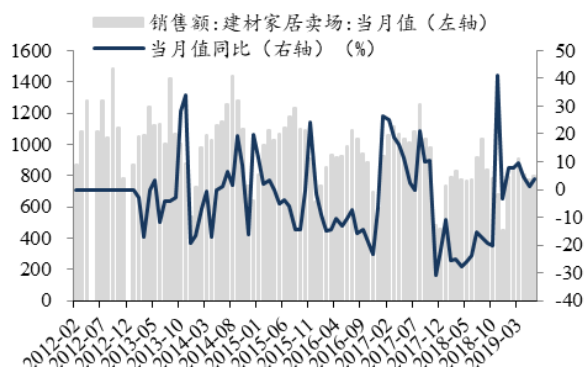
19年6月我国家具及零件累计出口销售额 264.07 亿美元, 累计同比增长 2.20%; 6月家具零售额 896 亿, 累计同比增长 5.70%; 6月建材家居卖场销售额 858.40 亿元, 同比增加 12.97%。

图 49: 建材家居卖场累计销售额与同比(亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

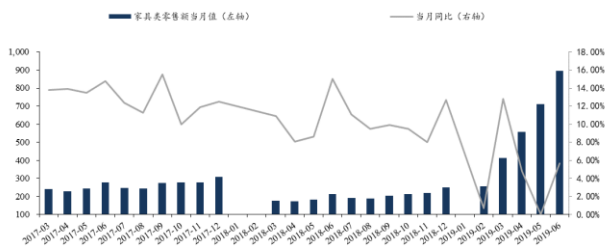
图 50: 建材家居卖场当月销售额与同比(亿元, %)



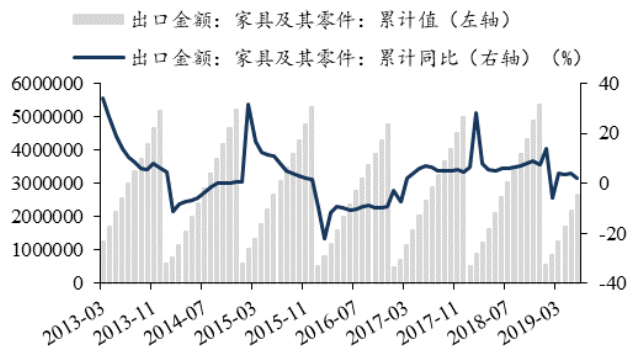
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 51: 全国家具零售额及同比 (亿元, %)

图 52: 家具及零部件出口销售额累计(万美元, %)



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

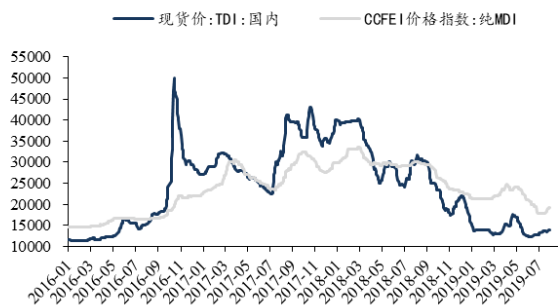
4.2.2. 原材料市场：TDI 与 MDI 价格上升

截至 8 月 2 日，软体家具上游 TDI 国内现货价 13900 元/吨（周涨跌幅+350 元）；纯 MDI 现货价 19300 元/吨（周涨跌幅+800 元）。

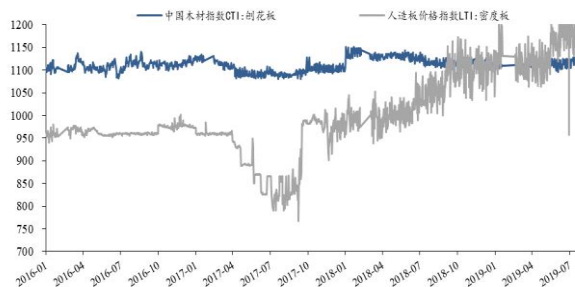
截至 8 月 1 日，CIT 刨花板指数为 1,122.12（周涨跌幅+0.10%），人造板密度板指数 1,152.76（周涨跌幅-3.23%）。

图 53：软体家具上游价格变化趋势（元/吨）

图 54：定制家具上游价格指数变化趋势



数据来源：Wind，东吴证券研究所



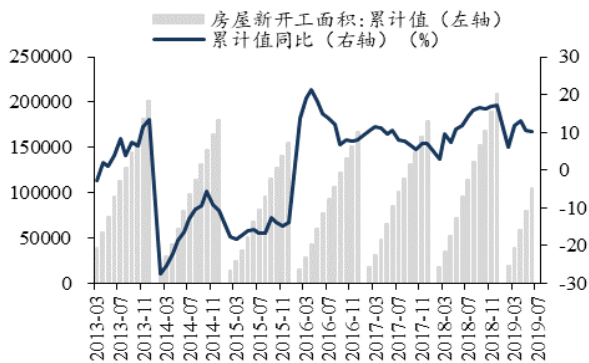
数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.2.3. 房地产市场：6 月房屋新开工面积 25,725.07 万平方米，同比增加 21.17%

截至 19 年 6 月，30 大中城市中**一线城市**（北京、上海、广州、深圳）成交 30977 套，**同比上升 14.04%**，环比上升 6.93%；成交面积 327.12 万平，同比上升 18.61%，环比上升 6.28%。**二线城市**（天津、杭州、南京、武汉、成都、青岛、苏州、南昌、福州、厦门、长沙、哈尔滨、长春）成交 71157 套，**同比下降 0.08%**；成交面积 788.11 万平，同比上升 2.62%。**三线城市**（无锡、东莞、昆明、石家庄、惠州、包头、扬州、安庆、岳阳、韶关、南宁、兰州、江阴）成交 55860 套，**同比上升 16.03%**；成交面积 545.01 万平，同比上升 15.28%。

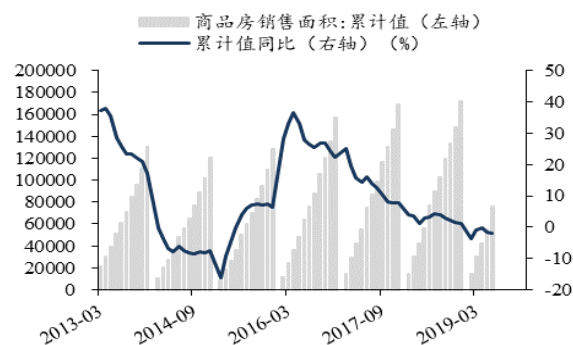
图 55：房屋新开工面积累计值及同比（万平，%）

图 56：商品房销售面积累计值及同比（万平，%）



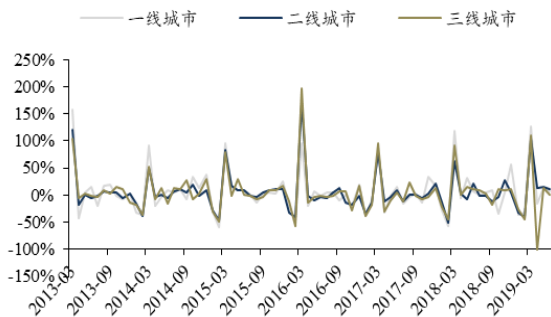
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 57: 30 大中城市商品房月度成交套数环比 (%)



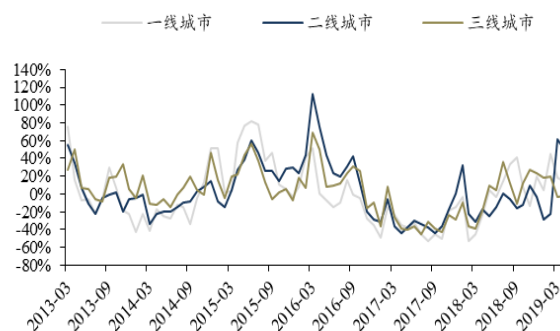
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 58: 30 大中城市商品房月度成交面积同比 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 59: 办公用品当月零售额及同比 (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 60: 文教、工美、体育和娱乐用品 (亿元, %)

4.3. 文娱行业: 19 年 6 月办公用品零售额 321 亿, 同比上升 6.50%

2019 年 6 月办公用品零售额 321 亿, 同比上升 6.50%。2019 年 6 月玩具出口金额 26.24 亿美元, 出口金额同比上升 23.87%; 累计出口金额为 121.71 亿美元, 累计同比上升 23.70%。2019 年 6 月, 体育彩票销售额 188.49 亿元, 同比下降 52.34%; 福利彩票销售额 159.18 亿元, 同比下降 16.58%; 彩票销售总额 347.67 亿元, 同比下降 40.70%。

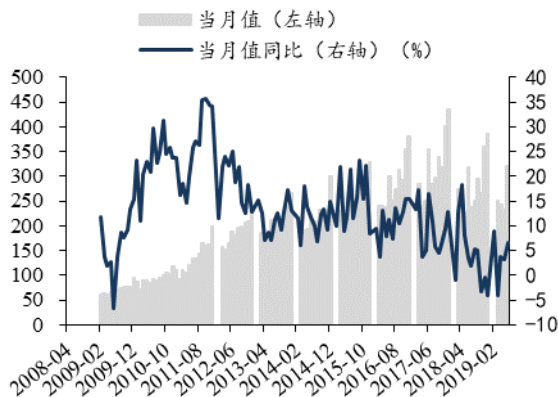


图 59: 办公用品当月零售额及同比 (亿元, %)

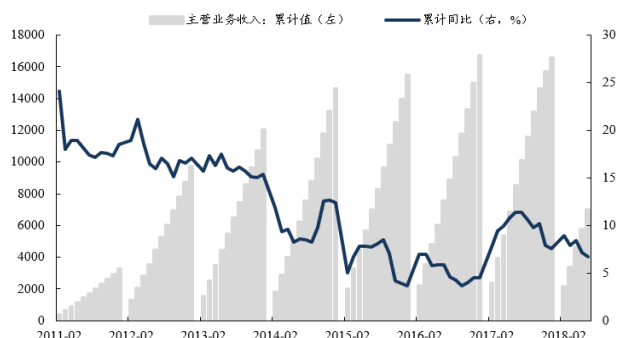
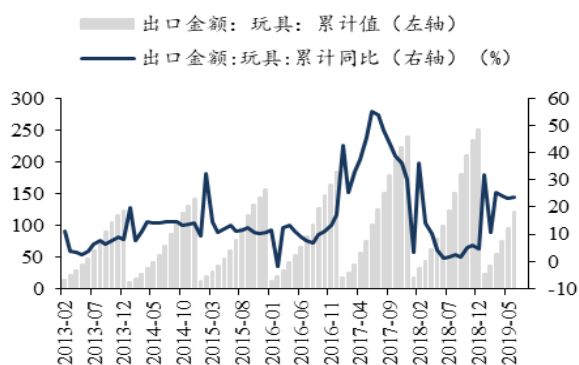


图 60: 文教、工美、体育和娱乐用品 (亿元, %)

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 61：玩具出口金额和累计同比（亿美元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

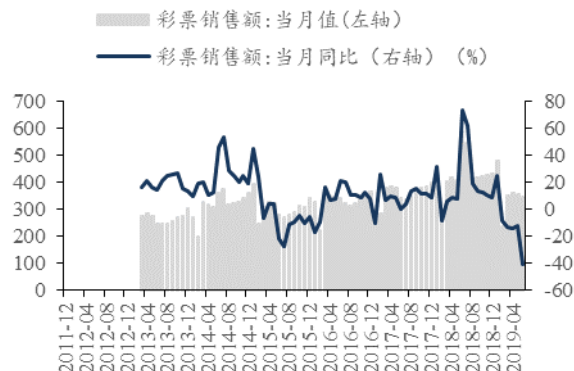
图 63：福利彩票销售额及其同比（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

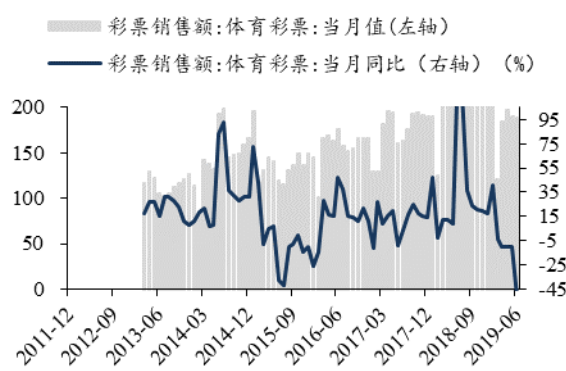
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 62：彩票销售额及其同比（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 64：体育彩票销售额及其同比（亿元，%）

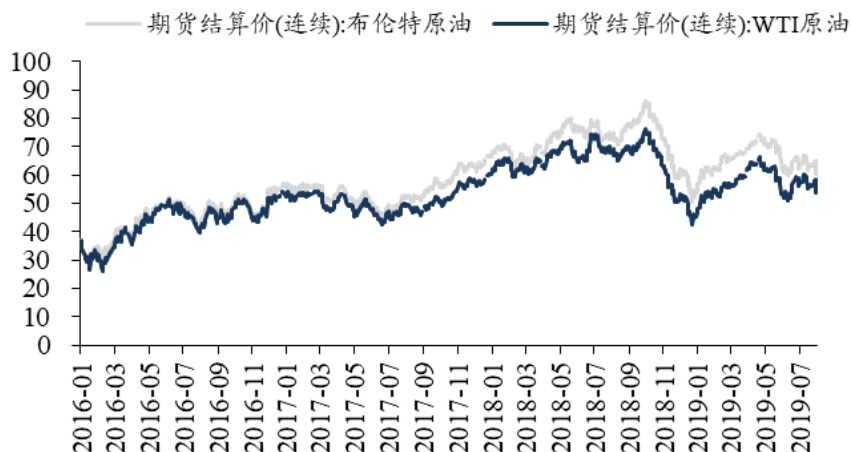


数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.4. 塑料包装：BRENT 原油价格下行， WTI 原油价格上行

英国 BRENT 原油本周均价为 62.92 美元/桶（上周均价为 63.42 美元/桶，-0.79%），WTI 本周均价为 56.28 美元/桶（上周均价为 56.23 元/桶，+0.11%）；期货结算价(连续)：聚氯乙烯(PVC)：本周均价 6975 元/吨（上周 6975 元/吨，0%）；期货结算价(连续)：线型低密度聚乙烯(LLDPE)：本周均价 7462 元/吨（上周 7677 元/吨，-2.80%）。

图 65：国际原油价格走势（美元/桶）

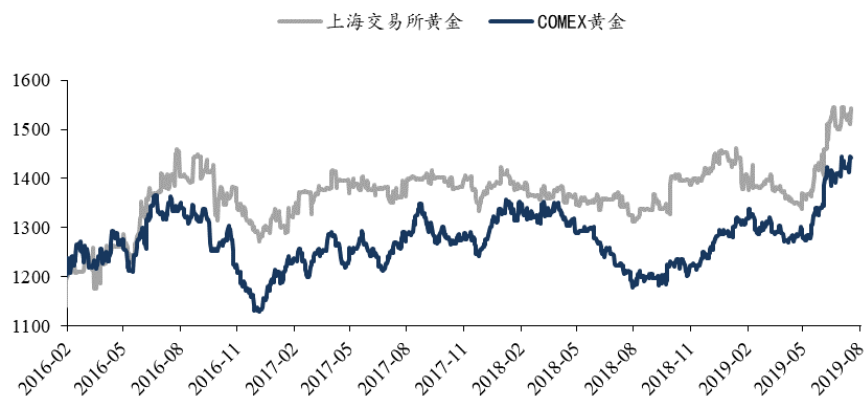


数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.5. 金银珠宝业：黄金与白银价格下行

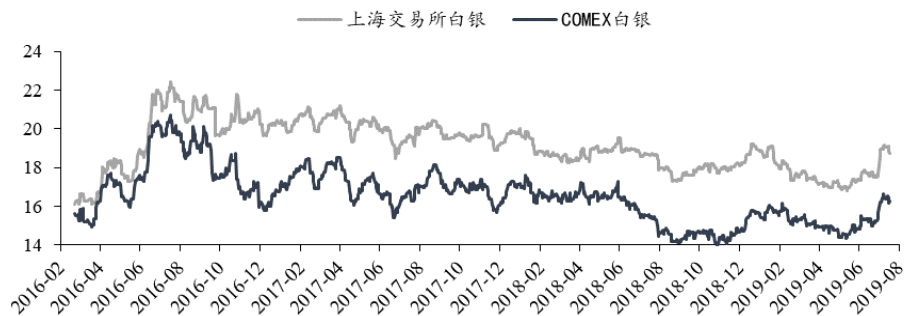
本周（截至 8 月 2 日），上交所黄金均价 1542.28 元/千克（-0.12%）、COMEX 黄金均价 1429.94 美元/盎司（+0.55%）；上交所白银均价（截止 8 月 2 日）18.96 元/千克（-0.49%）、COMEX 白银均价 16.37 美元/盎司（-0.57%）。

图 66：黄金价格走势（美元/盎司）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 67：白银价格走势（美元/盎司）

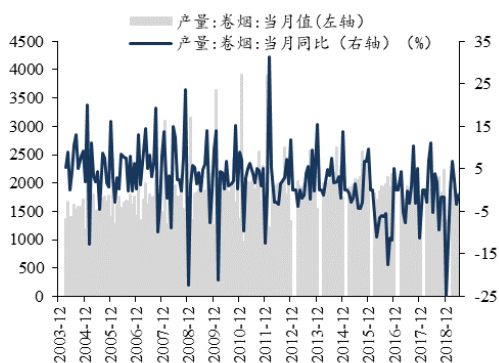


数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.6. 卷烟：6月卷烟产量累计同比上升3.8%

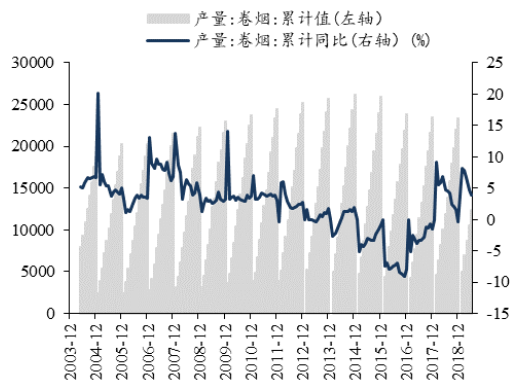
2019年6月卷烟累计产量为12348.80万支，累计同比上升3.8%。

图 68：产量:卷烟:当月值及同比（亿支，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 69：产量:卷烟:累计值及同比（亿支，%）

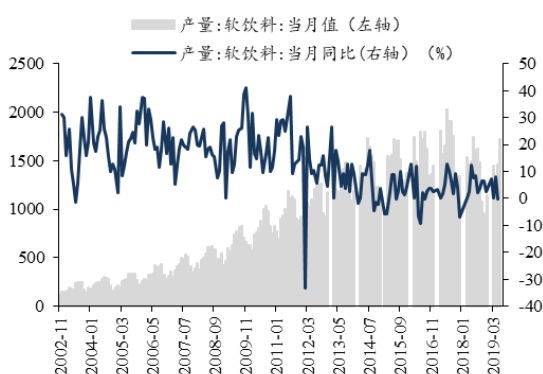


数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.7. 软饮料：6月软饮料产量累计同比上升3.30%

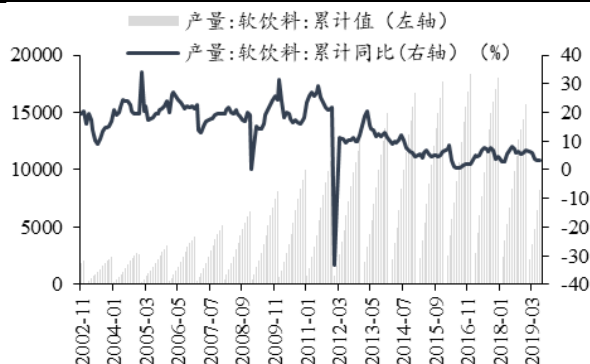
2019年6月软饮料累计产量为8240.90万吨，同比增加3.30%。

图 70：产量:软饮料:当月值及同比（万吨，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 71：产量:软饮料:累计值及同比（万吨，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 下周公司股东大会、限售股解禁情况一览

表 6: 下周股东大会一览

代码	名称	会议日期	会议类型
603268.SH	松发股份	2019-08-07	临时股东大会
600069.SH	银鸽投资	2019-08-05	临时股东大会
603165.SH	荣晟环保	2019-08-05	临时股东大会

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

6. 风险提示

纸价涨幅低于预期, 地产调控超预期, 环保不及预期。

表 7: 公司估值 (8 月 2 日收盘价)

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	周涨跌 幅%	月涨跌 幅%	年涨跌 幅%	总市值 亿元	2018 年 净利润 (百万)	PE (2018)	预测 2019 年 净利润 (百万)	预测 2019 年 净利润 yoy	预测 PE (2019e)	预测 2020 年 净利润 (百万)	预测 2020 年 净利润 yoy	预测 PE (2020e)
白马蓝筹														
家具														
002572.SZ	索菲亚	17.90	-4.79	-7.83	-37.57	165.29	959.1	17.23	1080.0	11.9%	15.30	1210.0	12.0%	13.66
603833.SH	欧派家居	99.28	-4.46	-11.97	-11.48	417.17	1571.9	26.54	1885.0	19.9%	22.13	2234.0	18.5%	18.67
603816.SH	顾家家居	30.32	-4.05	-9.84	-33.51	182.57	989.4	18.45	1202.0	21.5%	15.19	1402.0	16.6%	13.02
300616.SZ	尚品宅配	80.25	3.72	4.64	-20.44	159.44	477.1	33.42	600.0	25.7%	26.57	729.0	21.5%	21.87
600337.SH	美克家居	3.97	0.76	-3.87	-20.61	70.31	451.2	15.58	519.0	14.9%	13.55	597.0	15.0%	11.78
603818.SH	曲美家居	7.00	-1.13	-8.97	-32.24	34.21	-59.1	-57.93	262.0	544.1%	13.06	394.0	50.4%	8.68
603008.SH	喜临门	11.08	2.31	-1.16	-41.03	43.75	-438.3	-9.98	238.8	-154.5%	18.32	296.2	24.1%	14.77
603898.SH	好莱客	15.77	-3.31	-6.47	-32.73	48.82	382.2	12.77	422.0	10.3%	11.57	467.0	10.7%	10.45
603801.SH	志邦股份	18.88	0.69	-7.22	-32.57	42.17	272.9	15.45	323.0	18.2%	13.05	389.0	20.4%	10.84
603180.SH	金牌橱柜	51.21	-3.43	-11.42	-33.82	34.42	210.2	16.38	251.4	19.6%	13.69	298.1	18.6%	11.55
000910.SZ	大亚圣象	10.37	2.88	-9.35	-23.91	57.45	724.8	7.93	816.0	12.5%	7.04	887.0	8.7%	6.48
600978.SH	宜华生活	3.42	-3.93	-9.95	-47.59	50.71	386.8	13.11	458.3	18.5%	11.07	505.6	10.3%	10.03
002853.SZ	皮阿诺	17.28	-2.21	-7.79	-19.20	26.84	142.1	18.89	182.0	28.1%	14.75	230.0	26.4%	11.67
603208.SH	江山欧派	33.52	-3.29	-2.73	31.04	27.09	152.7	17.74	203.4	33.2%	13.32	252.9	24.3%	10.71
002043.SZ	兔宝宝	5.69	-1.73	-6.72	-20.91	44.08	330.9	13.32	381.2	15.2%	11.56	431.2	13.1%	10.22
002713.SZ	东易日盛	8.71	-3.65	-15.27	-27.41	36.60	252.6	14.49	318.0	25.9%	11.51	384.8	21.0%	9.51
002084.SZ	海鸥卫浴	4.79	-4.01	-1.24	-3.04	24.26	41.9	57.82	114.2	172.2%	21.24	136.7	19.7%	17.74
603600.SH	永艺股份	9.32	-6.99	-5.86	14.56	28.21	103.9	27.15	171.8	65.3%	16.42	233.6	36.0%	12.08
603848.SH	好太太	18.25	-14.16	18.28	-8.94	73.18	260.6	28.08	314.1	20.5%	23.30	378.7	20.6%	19.33
601828.SH	美凯龙	11.15	-4.70	-8.38	-21.21	395.83	4477.4	8.84	5141.4	14.8%	7.70	5790.2	12.6%	6.84
300729.SZ	乐歌股份	22.15	-2.85	-5.06	-21.12	19.35	57.6	33.59	73.5	27.6%	26.32	95.5	29.9%	20.26
文具														
603899.SH	晨光文具	38.81	-5.13	-10.78	35.64	357.05	806.8	44.25	995.0	24.1%	35.88	1288.0	29.4%	27.72
002301.SZ	齐心集团	11.79	-2.08	1.11	15.51	75.67	191.8	39.46	279.6	45.8%	27.06	376.7	34.7%	20.09
造纸														
000488.SZ	晨鸣纸业	5.20	-1.70	-3.88	-34.40	151.04	2509.8	6.02	2030.0	1.3%	7.44	2227.0	9.7%	6.78
002078.SZ	太阳纸业	7.06	-1.94	-2.08	-23.51	182.96	2237.6	8.18	1807.0	-19.2%	10.13	2099.0	16.2%	8.72
600966.SH	博汇纸业	3.89	-6.04	0.00	-3.58	52.00	255.9	20.32						
600567.SH	山鹰纸业	3.21	-2.13	-6.69	-18.53	147.17	3203.9	4.59	2998.0	-6.4%	4.91	3347.0	11.6%	4.40
002511.SZ	中顺洁柔	12.99	-4.56	7.98	37.57	169.70	407.0	41.70	598.2	47.0%	28.37	723.9	21.0%	23.44
002521.SZ	齐峰新材	5.37	-3.07	-0.37	-15.13	26.56	58.4	45.52						
600308.SH	华泰股份	4.29	-3.60	-5.71	-6.83	50.09	719.1	6.97	964.9	34.2%	5.19	1288.9	33.6%	3.89
600103.SH	青山纸业	2.23	-1.76	-6.30	-5.01	51.42	154.8	33.22						
包装														
002831.SZ	裕同科技	19.51	1.51	-2.98	-14.46	171.12	945.6	18.10	1205.0	27.4%	14.20	1527.0	26.7%	11.21
002191.SZ	劲嘉股份	11.92	-1.89	-10.98	60.79	174.61	725.3	24.07	901.0	25.0%	19.38	1078.0	19.6%	16.20
601515.SH	东风股份	7.73	-4.21	-9.48	25.18	103.15	747.9	13.79	832.3	11.3%	12.39	926.1	11.3%	11.14

002303.SZ	美盈森	4.25	-7.00	-15.51	-20.94	65.08	401.2	16.22	506.2	26.2%	12.86	606.5	19.8%	10.73
002228.SZ	合兴包装	4.35	-4.61	-15.37	-19.56	50.87	233.1	21.83	341.9	46.7%	14.88	437.0	27.8%	11.64
002701.SZ	奥瑞金	4.52	-0.88	-3.83	-15.67	106.46	225.4	47.23	886.5	293.3%	12.01	1059.1	19.5%	10.05
002014.SZ	永新股份	7.00	-0.85	-17.36	11.38	35.25	225.3	15.65	263.0	16.9%	13.40	303.0	15.2%	11.63
珠宝首饰日化														
600612.SH	老凤祥	43.70	-3.66	-1.33	32.71	228.60	1204.5	18.98	1365.9	13.4%	16.74	1544.4	13.1%	14.80
002094.SZ	青岛金王	4.87	-3.37	-9.31	-43.50	33.73	104.4	32.30	323.5	209.8%	10.43	150.0	-53.6%	22.48
000026.SZ	飞亚达 A	7.22	-4.75	-8.95	-12.17	31.98	183.8	17.40	216.0	17.5%	14.81	256.7	18.9%	12.46
002345.SZ	潮宏基	4.15	-0.24	-9.78	-49.02	37.57	71.0	52.89	282.3	297.3%	13.31	322.0	14.1%	11.67
002740.SZ	爱迪尔	5.83	-4.43	-15.25	-14.38	26.47	28.1	94.04						
002721.SZ	金一文化	5.49	-1.08	-11.17	-31.20	45.83	-54.6	-83.96						
600439.SH	瑞贝卡	3.29	-2.95	-1.78	-0.61	37.24	234.2	15.90						
主题类														
互联网彩票														
600433.SH	冠豪高新	3.51	-3.84	-8.36	-19.79	44.62	109.2	40.86						
000829.SZ	天音控股	5.47	-0.36	-7.91	-36.10	56.74	-230.7	-24.60						
002229.SZ	鸿博股份	6.71	-4.82	-14.19	-14.62	33.53	5.1	652.00	49.0	852.7%	68.44	169.0	244.9%	19.84
002235.SZ	安妮股份	7.49	-9.76	-13.81	5.79	44.77	75.5	59.27						
电子发票														
002117.SZ	东港股份	10.55	-1.12	-2.94	11.36	57.57	256.8	22.42	318.5	24.0%	18.07	375.4	17.9%	15.33
600271.SH	航天信息	22.06	-3.84	-7.12	-18.61	410.87	1618.0	25.39	2015.8	24.6%	20.38	2457.4	21.9%	16.72
教育														
300329.SZ	海伦钢琴	7.23	-1.77	-7.66	-13.61	18.34	54.5	33.64	69.0	26.6%	26.58	87.0	26.1%	21.08
002678.SZ	珠江钢琴	7.19	-0.96	-6.38	12.21	97.66	176.3	55.41	208.0	18.0%	46.95	237.0	13.9%	41.21
002348.SZ	高乐股份	3.15	-5.97	-11.52	-0.63	29.84	11.3	264.45						
002599.SZ	盛通股份	5.03	-9.72	-17.59	-18.46	27.59	124.2	22.22	152.2	22.6%	18.12	187.7	23.3%	14.70
603398.SH	邦宝益智	9.92	-0.90	-13.80	-10.70	29.40	42.1	69.78						
小市值														
600189.SH	吉林森工	3.76	-8.07	-14.55	-20.17	26.95	42.0	64.21						
002243.SZ	通产丽星	12.75	-6.59	-19.86	44.70	46.53	82.1	56.67						
其他														
600076.SH	康欣新材	4.20	-2.10	-10.64	-11.39	43.44	467.6	9.29						
002565.SZ	上海绿新	6.38	-8.20	-21.33	93.09	67.64	101.4	66.72	120.8	19.1%	56.01	147.2	21.9%	45.95
002735.SZ	王子新材	15.40	-3.14	-7.12	-14.81	21.98	49.8	44.16	60.0	20.6%	36.63	75.0	25.0%	29.30
000902.SZ	新洋丰	11.04	4.55	4.74	31.14	144.02	818.8	17.59	992.0	21.20%	14.52	1200.0	20.97%	12.00
港股、美股(单位原始货币)														
1999.HK	敏华控股	3.52	-8.81	-1.89	-35.94	134.58	1363.8	9.87	1520.3	11.5%	8.85	1861.8	22.5%	7.23
2689.HK	玖龙纸业	5.33	-0.65	-4.38	-33.89	250.00	7848.1	3.19	5094.0	-35.1%	4.91	5632.0	10.6%	4.44
2314.HK	理文造纸	4.51	-10.16	-19.89	-41.31	197.54	4880.2	4.05	3764.0	-22.9%	5.25	3706.0	-1.5%	5.33
3331.HK	维达国际	14.98	-5.43	13.66	7.97	179.01	649.3	27.57	702.42	8.2%	25.48	1,062.83	51.3%	16.84
1044.HK	恒安国际	50.90	-3.83	-3.11	-14.93	605.58	3799.8	15.94	4485.0	18.0%	13.50	5091.0	13.5%	11.90
0906.HK	中粮包装	2.91	-5.52	-4.59	-12.52	33.78	255.1	13.25	303.0	18.8%	11.15	362.0	19.5%	9.33
2083.HK	大自然家居	1.16	0.00	-0.85	-28.40	16.00	156.8	10.21						

1371.HK	华彩控股	0.26	-5.56	-20.31	-80.08	2.56	-169.5	-1.51						
WBALN	500彩票网	11.00	-0.72	2.61	-21.26	4.70	-451.7	-1.04						
0555.HK	御泰中彩 控股	0.02	0.00	0.00	0.00	3.16								
家电														
白电														
000651.SZ	格力电器	53.43	-3.66	-8.78	25.79	3,214.21	26202.8	12.27	28812.4	10.0%	11.16	32539.8	12.9%	9.88
000333.SZ	美的集团	52.75	-1.27	-3.76	17.00	3,660.27	20230.8	18.09	23146.4	14.4%	15.81	26146.1	13.0%	14.00
600690.SH	青岛海尔	16.18	-3.86	-10.01	-2.47	1,030.42	7440.2	13.85	8387.5	12.7%	12.29	9484.7	13.1%	10.86
000418.SZ	小天鹅A	57.39	0.00	0.00	16.19	362.98	1862.5	19.49	2112.3	13.4%	17.18	2373.4	12.4%	15.29
黑电														
000100.SZ	TCL集团	3.34	-3.75	-3.75	18.16	452.56	3468.2	13.05	4143.9	19.5%	10.92	4734.3	14.2%	9.56
600060.SH	海信电器	8.35	-0.71	-5.54	-23.53	109.26	392.4	27.84	777.0	98.0%	14.06	966.3	24.4%	11.31
002429.SZ	兆驰股份	2.76	-5.80	-5.48	11.74	124.94	445.4	28.05	604.2	35.7%	20.68	680.3	12.6%	18.37
000810.SZ	创维数字	8.40	-7.49	-9.97	-9.09	88.95	327.9	27.12	460.0	40.3%	19.34	630.0	37.0%	14.12
厨电小家电														
002508.SZ	老板电器	23.40	-10.10	-17.14	-12.60	222.07	1473.6	15.07	1633.1	10.8%	13.60	1837.9	12.5%	12.08
002035.SZ	华帝股份	10.42	-10.94	-16.91	-12.09	91.87	676.9	13.57	794.1	17.3%	11.57	929.9	17.1%	9.88
002242.SZ	九阳股份	20.77	1.37	-4.51	25.34	159.38	754.3	21.13	842.3	11.7%	18.92	969.2	15.1%	16.44
002032.SZ	苏泊尔	67.53	-4.65	-12.89	33.15	554.50	1669.9	33.21	1977.7	18.4%	28.04	2330.7	17.8%	23.79

数据来源：Wind，东吴证券研究所(未标红数据为 Wind 一致预期)

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

