

轻工制造行业 2019 年中报总结

## 2019H1 轻工制造行业业绩增速环比改善，关注家居板块渠道变革带来的新机遇

推荐（维持）

- **轻工制造行业目前约占全部 A 股总市值 1.20%**。我们选择轻工制造行业中 119 只有代表性股票作为分析样本，将轻工制造行业分为造纸、包装印刷、家具、珠宝首饰、文娱用品、其他家用轻工 6 个细分行业，按照 2019 年 9 月 5 日收盘价计算总市值为 7,302.88 亿元，占沪深两市 A 股总市值 1.20%。
- **营业收入：造纸占比约三成，整体营收增速放缓**。2019 年上半年样本合计营业总收入 2227 亿元，同比增长 4.46%。其中，主要收入贡献来自造纸、家具、包装印刷和珠宝首饰，2019 年上半年样本总收入中造纸/家具/包装印刷/珠宝首饰占比分别为 30.0%/20.9%/19.8%/17.7%，与 2018 年全年板块收入结构相比，造纸、包装印刷、家具占比均有所下降，珠宝首饰与文娱用品收入占比提升。营业总收入增速方面，2019H1 造纸、包装印刷、珠宝首饰、家具、其他家用轻工板块营收增速同比、环比均放缓，文娱用品板块收入增速提升；单季度来看，除珠宝首饰板块外，主要轻工制造子板块 Q2 单季度收入增速均出现放缓。
- **归母净利润：家具子板块占比约 27%，整体业绩增速环比改善**。2019 年上半年样本合计归母净利润 154.23 亿元，同比下滑 13.50%。其中，主要业绩贡献来自造纸、包装印刷和家具，2019 年上半年样本归母净利润中造纸/包装印刷/家具占比分别为 24.2%/22.9%/27.2%。业绩增速方面，2019H1 造纸、其他家用轻工板块业绩增速环比放缓，家具、文娱用品、珠宝首饰、包装印刷子板块业绩增速环比提升；单季度来看，除造纸子板块外，主要轻工制造子板块 Q2 单季度业绩增速均放缓。
- **盈利能力：造纸板块盈利能力持续下滑，家具板块盈利水平提升明显**。2019 年上半年样本整体毛利率同比-0.67pct 至 24.17%，其中造纸子板块毛利率 19.60%（同比-4.96pct），包装印刷毛利率 23.72%（同比+0.77pct），家具毛利率 36.13%（同比+1.54pct），珠宝首饰毛利率 13.68%（同比+0.87pct），文娱用品毛利率 27.98%（同比+1.24pct），其他家用轻工毛利率 32.23%（同比+0.93pct）。净利率方面，2019 年上半年样本整体净利率同比-1.49pct 至 7.14%，各子板块净利率有下滑，其中造纸子板块净利率 5.63%（同比-4.66pct），包装印刷净利率 8.19%（同比-1.14pct），家具净利率 9.12%（同比+0.71pct），珠宝首饰净利率 4.71%（同比+0.14pct），文娱用品净利率 9.29%（同比+0.08pct），其他家用轻工净利率 9.18%（同比+0.38pct）。
- **轻工行业投资策略：品牌家居白银时代到来，渠道优势成为龙头家居企业护城河**。我们认为随 2019 年中美贸易摩擦、地产调控等一系列宏观事件对于轻工行业影响逐渐显现，轻工各个子行业均呈现增速换挡的现象，行业投资逻辑从全行业的高速发展以及景气转移到细分行业中优秀企业运用自身的竞争优势扩张市场份额。我们认为家居细分行业值得重点关注，随着家居行业的增长方式逐渐从传统的渠道扩张向存量渠道竞争迁移，那些渠道管理能力优异，能够有效将整装等新流量整合进自身客户体系的公司将成为“白银时代”的赢家。
- **风险提示：房地产周期持续下行带来家具行业需求下降；中美贸易摩擦可能持续加剧，进而加大出口型企业接单压力和汇兑压力。**

华创证券研究所

证券分析师：郭庆龙

电话：010-63214658

邮箱：guoqinglong@hcyjs.com

执业编号：S0360518100001

证券分析师：陈梦

电话：010-66500831

邮箱：chenmeng1@hcyjs.com

执业编号：S0360518110002

联系人：葛文欣

电话：010-63215669

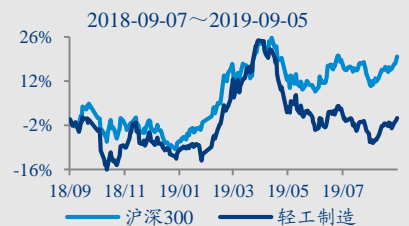
邮箱：gewenxin@hcyjs.com

### 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	58	3.92
总市值(亿元)	3,675.54	0.94
流通市值(亿元)	2,260.4	0.79

### 相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	5.25	-7.95	6.62
相对表现	-2.17	-11.43	-13.1



### 相关研究报告

《轻工制造行业周报(20190819-20190825)：造纸行业旺季来临，本轮涨价函预计落地情况良好，持续看好太阳纸业》

2019-08-25

《轻工制造行业周报(20190826-20190901)：“变”字当头：白银时代家居行业投资主线，持续推荐欧派家居》

2019-09-01

《轻工制造 2019 年秋季策略报告：“变”字当头：白银时代家居行业投资主线》

2019-09-02

# 目录

一、轻工制造行业总市值约占全部 A 股总市值 1.20%.....	4
二、2019 年中报总览：营收与业绩增速放缓，盈利能力短期承压.....	4
（一）营业收入：造纸占比约三成，整体营收增速放缓.....	4
（二）归母净利润：家具子板块占比约 27%，整体业绩增速环比改善.....	6
（三）盈利能力：造纸板块盈利能力持续下滑，家具板块盈利水平提升明显.....	7
（四）主要上市公司：细分子行业龙头优势相对明显.....	9
1、细分子行业龙头优势相对明显.....	9
2、家居类企业销售渠道变革加速.....	10
三、投资策略：品牌家居白银时代到来，渠道优势成为龙头家居企业护城河.....	12
1、家具与照明：格局分散、地产压力加大，渠道为王.....	12
2、造纸行业：造纸行业旺季来临，本轮涨价函预计落地情况良好.....	13
3、珠宝首饰行业：乘消费升级好风，龙头珠宝商渠道&品牌优势尽显.....	13
四、风险提示.....	13

# 图表目录

图表 1: 119 家可比公司, 共计 6 个细分行业, 2019-09-06 收盘价计算总市值为 7302.88 亿元.....	4
图表 2: 2018 年各子行业收入占比.....	5
图表 3: 2019H1 各子行业收入占比.....	5
图表 4: 2019H1 造纸、包装印刷、珠宝首饰、家具、其他家用轻工板块营收增速同比、环比均放缓.....	5
图表 5: 除珠宝首饰子板块外, 主要轻工制造子板块 Q2 单季度收入增速均出现放缓.....	6
图表 6: 2018 年各子行业业绩占比.....	6
图表 7: 2019H1 各子行业业绩占比.....	6
图表 8: 2019H1 家具、文娱用品、珠宝首饰、包装印刷子板块业绩增速环比提升.....	7
图表 9: 除造纸子板块外, 主要轻工制造子板块 Q2 单季度业绩增速均放缓.....	7
图表 10: 2019H1 家具子板块毛利率水平最高 (36.13%), 造纸子板块毛利率同比下滑最多 (同比-4.96pct).....	8
图表 11: 2019H1 文娱用品子板块净利率水平最高 (9.29%), 造纸子板块净利率同比下滑最多 (同比-4.66pct).....	8
图表 12: 轻工各子板块销售费用率变动.....	9
图表 13: 轻工各子板块管理与研发费用率变动.....	9
图表 14: 轻工各子板块财务费用率变动.....	9
图表 15: 主要轻工制造公司 2019H1 营收与业绩情况.....	10
图表 16: 主要家具和照明公司半年度收入增速呈下滑趋势.....	11
图表 17: 经销渠道收入占比.....	11
图表 18: 大宗业务收入占比.....	11
图表 19: 大宗业务收入规模 (万元).....	12

## 一、轻工制造行业总市值约占全部 A 股总市值 1.20%

我们选择轻工制造行业中 119 只有代表性股票作为分析样本，将轻工制造行业分为造纸、包装印刷、家具、珠宝首饰、文娱用品、其他家用轻工 6 个细分行业，按照 2019 年 9 月 5 日收盘价计算总市值为 7,302.88 亿元，占沪深两市 A 股总市值 1.20%。

图表 1: 119 家可比公司，共计 6 个细分行业，2019-09-06 收盘价计算总市值为 7302.88 亿元

板块名称	样本公司数量(个)	总市值(亿)	包含标的
造纸	21	1,416.87	晨鸣纸业、美利云、凯恩股份、景兴纸业、太阳纸业、安妮股份、中顺洁柔、齐峰新材、银鸽投资、青山纸业、民丰特纸、华泰股份、恒丰纸业、冠豪高新、山鹰纸业、宜宾纸业、岳阳林纸、博汇纸业、荣晟环保、集友股份、仙鹤股份
包装印刷	34	1,751.13	珠海中富、陕西金叶、永新股份、东港股份、劲嘉股份、合兴包装、鸿博股份、通产丽星、美盈森、浙江众成、顺灏股份、双星新材、盛通股份、奥瑞金、王子新材、昇兴股份、华源控股、环球印务、吉宏股份、裕同科技、新宏泽、英联股份、金时科技、万顺股份、海顺新材、康欣新材、紫江企业、界龙实业、东风股份、宝钢包装、新通联、永吉股份、翔港科技、京华激光
家具	29	2,089.51	欧派家居、索菲亚、尚品宅配、志邦股份、金牌厨柜、我乐家居、皮阿诺、好莱客、好太太、荣泰健康、曲美家居、顾家家居、中源家居、恒林股份、永艺股份、亚振家居、梦百合、菲林格尔、江山欧派、喜临门、宜华生活、美克家居、顶固集创、乐歌股份、德尔未来、浙江永强、威华股份、大亚圣象、永安林业
珠宝首饰	7	550.19	周大生、老凤祥、爱迪尔、萃华珠宝、明牌珠宝、潮宏基、飞亚达 A
文娱用品	12	810.87	晨光文具、齐心集团、高乐股份、群兴玩具、姚记扑克、珠江钢琴、实丰文化、英派斯、海伦钢琴、金陵体育、创源文化、邦宝益智
其他家用轻工	16	684.30	欧普照明、惠达卫浴、帝欧家居、海鸥住工、四通股份、松发股份、倍加洁、山东华鹏、丰林集团、瑞贝卡、德艺文创、文化长城、瑞尔特、哈尔斯、德力股份、蒙娜丽莎
样本总体	119	7,302.88	占全部 A 股总市值 1.20%

资料来源: Wind, 华创证券

## 二、2019 年中报总览: 营收与业绩增速放缓, 盈利能力短期承压

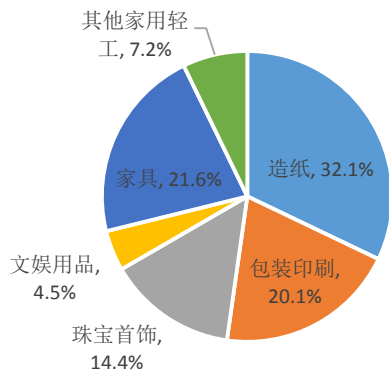
整体来看, 2019 年上半年轻工制造行业整体营收与业绩增速放缓, 盈利能力短期承压; 其中营业总收入增速方面, 2019H1 造纸、包装印刷、珠宝首饰、家具、其他家用轻工板块营收增速同比、环比均放缓, 文娱用品板块收入增速提升; 业绩增速方面, 2019H1 造纸、其他家用轻工板块业绩增速环比放缓, 家具、文娱用品、珠宝首饰、包装印刷子板块业绩增速环比提升。各子行业中龙头企业优势凸显, 在业绩增速方面好于子板块整体表现; 经营层面, 家居类企业渠道变革加速, 在地产压制与行业竞争加剧压力下, 家具与照明企业纷纷寻求渠道变革, 将获取流量的时间节点向前推移, 目前家具厂商产品出货以经销商渠道为主, 但大宗业务占比上升趋势明显。

### (一) 营业收入: 造纸占比约三成, 整体营收增速放缓

从选取的 119 家轻工制造上市公司数据来看, 2019 年上半年样本合计营业总收入 2227 亿元, 同比增长 4.46%。其中, 主要收入贡献来自造纸、家具、包装印刷和珠宝首饰, 2019 年上半年样本总收入中造纸板块收入占比 30.0%, 家具占比 20.9%、包装印刷占比 19.8%、珠宝首饰占比 17.7%, 与 2018 年全年板块收入结构相比, 造纸、包装印刷、家

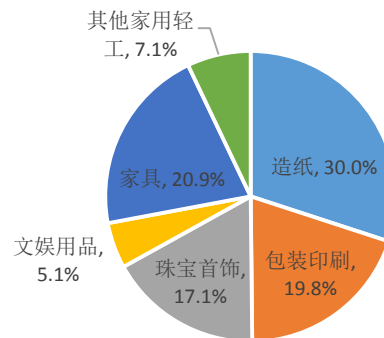
具占比均有所下降，珠宝首饰与文娱用品收入占比提升。

图表 2: 2018 年各子行业收入占比



资料来源: Wind, 华创证券

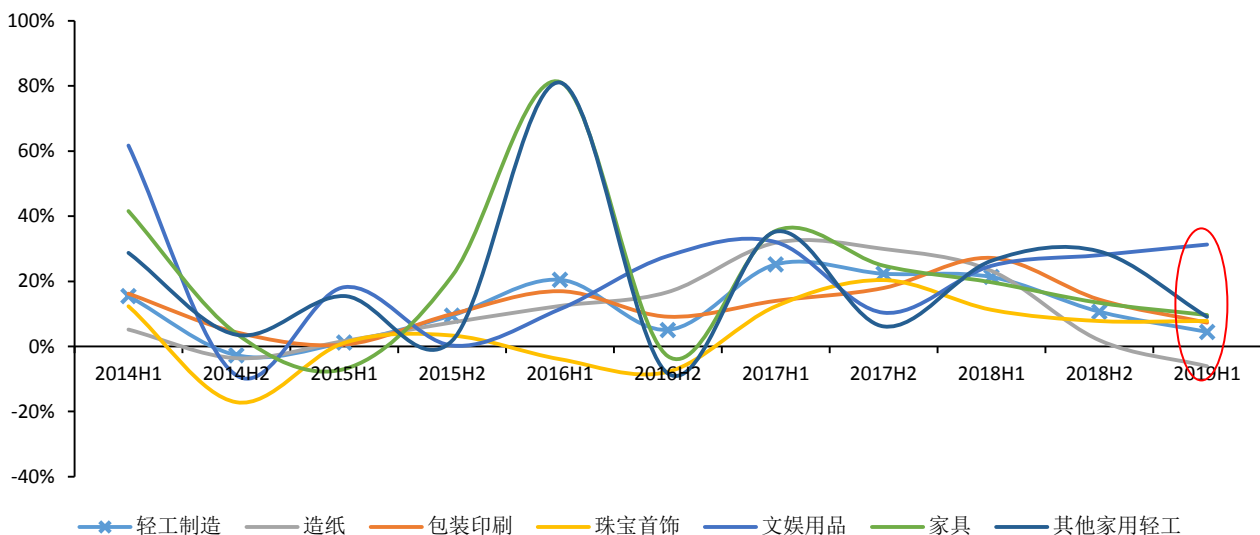
图表 3: 2019H1 各子行业收入占比



资料来源: Wind, 华创证券

营业总收入增速方面，2019H1 造纸、包装印刷、珠宝首饰、家具、其他家用轻工板块营收增速同比、环比均放缓，文娱用品板块收入增速提升。半年度数据显示，轻工制造样本企业整体 2019H1 营收增速+4.46%，而 2018 年上/下半年营收增速分别为+21.33%/+10.68%，其中造纸子板块 2019H1 营收增速-6.11%（2018 年上/下半年营收增速分别为+23.21%/+1.92%）；包装印刷子板块 2019H1 营收增速+7.29%（2018 年上/下半年营收增速分别为+27.18%/+14.38%）；家具子板块 2019H1 营收增速+9.64%（2018 年上/下半年营收增速分别为+19.70%/+13.39%）；珠宝首饰子板块 2019H1 营收增速+7.82%（2018 年上/下半年营收增速分别为+11.25%/+7.79%）；文娱用品子板块 2019H1 营收增速+31.29%（2018 年上/下半年营收增速分别为+24.75%/+28.03%）；其他家用轻工子板块 2019H1 营收增速+9.06%（2018 年上/下半年营收增速分别为+26.29%/+29.18%）。

图表 4: 2019H1 造纸、包装印刷、珠宝首饰、家具、其他家用轻工板块营收增速同比、环比均放缓

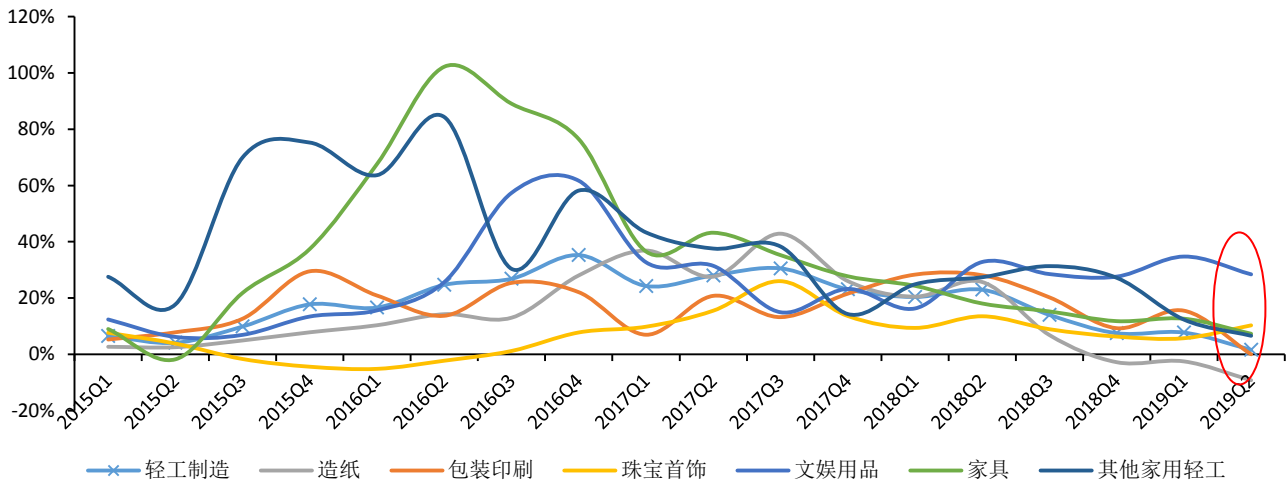


资料来源: Wind, 华创证券

单季度来看，除珠宝首饰子板块外，主要轻工制造子板块 Q2 单季度收入增速均出现放缓。其中，2019Q2 单季度轻工制造样本企业整体营收增速+1.58%（增速环比-6.13pct），造纸子板块营收增速-9.22%（增速环比-6.70pct），包装印刷子板块营收增速-0.01%（增速环比-15.51pct），文娱用品子板块营收增速+28.41%（增速环比-6.32pct），家具子板块营收增速+7.30%（增速环比-5.35pct），其他家用轻工子板块营收增速+6.57%（增速环比-5.76pct），珠宝首饰

子板块营收增速+10.28%（增速环比+4.57pct）。

图表 5：除珠宝首饰子板块外，主要轻工制造子板块 Q2 单季度收入增速均出现放缓

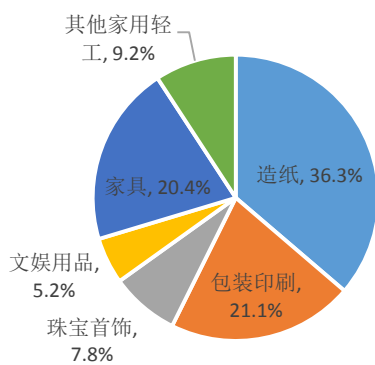


资料来源：Wind，华创证券

**（二）归母净利润：家具子板块占比约 27%，整体业绩增速环比改善**

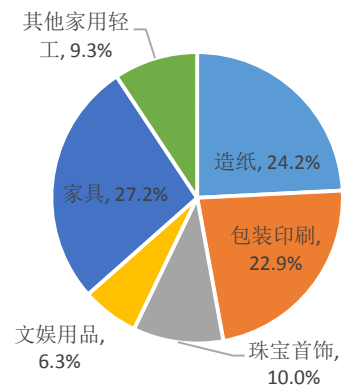
从选取的 119 家轻工制造上市公司数据来看，2019 年上半年样本合计归母净利润 154.23 亿元，同比下滑 13.50%。其中，主要业绩贡献来自造纸、包装印刷和家具，2019 年上半年样本归母净利润中造纸板块业绩占比 24.2%，包装印刷占比 22.9%、家具占比 27.2%。

图表 6：2018 年各子行业业绩占比



资料来源：Wind，华创证券

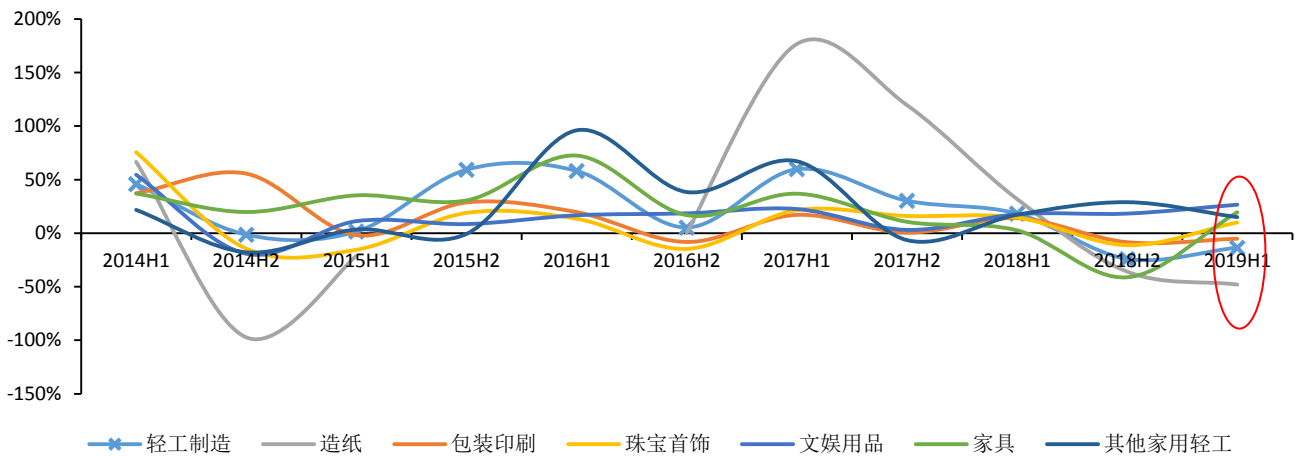
图表 7：2019H1 各子行业业绩占比



资料来源：Wind，华创证券

业绩增速方面，2019H1 造纸、其他家用轻工板块业绩增速环比放缓，家具、文娱用品、珠宝首饰、包装印刷子板块业绩增速环比提升。半年度数据显示，轻工制造样本企业整体 2019H1 业绩增速-13.50%，而 2018 年上/下半年业绩增速分别为+18.34%/-23.95%，其中造纸子板块 2019H1 业绩增速-47.94%（2018 年上/下半年业绩增速分别为+31.91%/-35.89%）；包装印刷子板块 2019H1 业绩增速-5.12%（2018 年上下半年业绩增速分别为+14.03%/-8.39%）；家具子板块 2019H1 业绩增速+19.61%（2018 年上/下半年业绩增速分别为+2.68%/-41.18%）；珠宝首饰子板块 2019H1 业绩增速+10.10%（2018 年上/下半年业绩增速分别为+14.60%/-11.18%）；文娱用品子板块 2019H1 业绩增速+26.64%（2018 年上/下半年业绩增速分别为+17.72%/+18.31%）；其他家用轻工子板块 2019H1 业绩增速+15.01%（2018 年上/下半年业绩增速分别为+17.16%/+28.95%）。

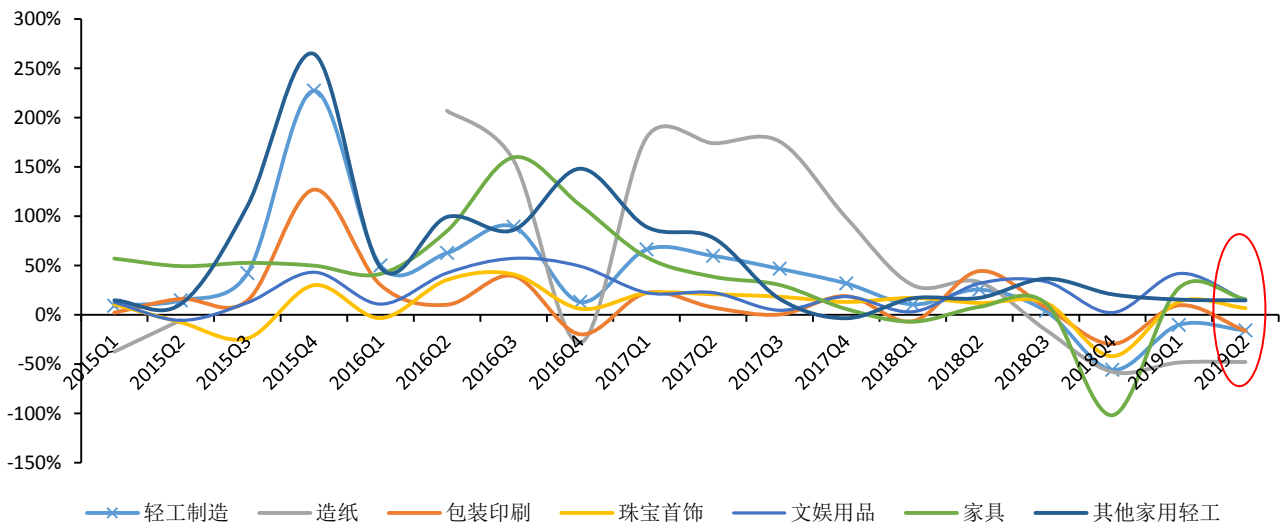
图表 8: 2019H1 家具、文娱用品、珠宝首饰、包装印刷子板块业绩增速环比提升



资料来源: Wind, 华创证券

单季度来看, 除造纸子板块外, 主要轻工制造子板块 Q2 单季度业绩增速均放缓。其中, 2019Q2 单季度轻工制造样本企业整体业绩增速-15.80% (增速环比-5.69pct), 造纸子板块业绩增速-47.71% (增速环比+0.54pct), 包装印刷子板块业绩增速-16.23% (增速环比-25.97pct), 珠宝首饰子板块业绩增速+6.89% (增速环比-6.44pct), 文娱用品子板块业绩增速+14.83% (增速环比-27.15pct), 家具子板块业绩增速+15.95% (增速环比-11.39pct), 其他家用轻工子板块业绩增速+14.76% (增速环比-0.80pct)。

图表 9: 除造纸子板块外, 主要轻工制造子板块 Q2 单季度业绩增速均放缓



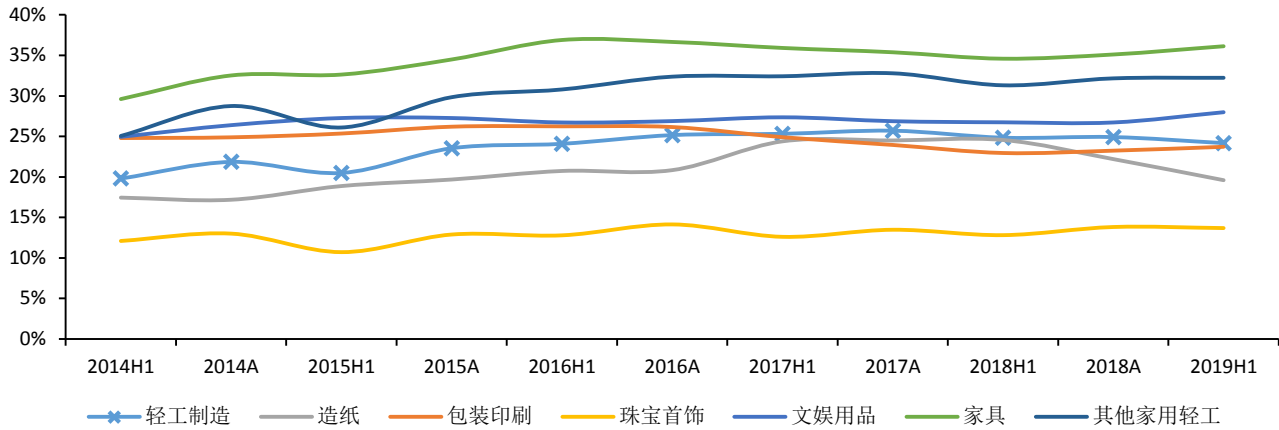
资料来源: Wind, 华创证券

### (三) 盈利能力: 造纸板块盈利能力持续下滑, 家具板块盈利水平提升明显

从选取的 119 家轻工制造上市公司数据来看, 2019 年上半年样本整体毛利率同比-0.67pct 至 24.17%, 其中造纸子板块毛利率 19.60% (同比-4.96pct), 包装印刷毛利率 23.72% (同比+0.77pct), 家具毛利率 36.13% (同比+1.54pct), 珠宝首饰毛利率 13.68% (同比+0.87pct), 文娱用品毛利率 27.98% (同比+1.24pct), 其他家用轻工毛利率 32.23%

(同比+0.93pct)。

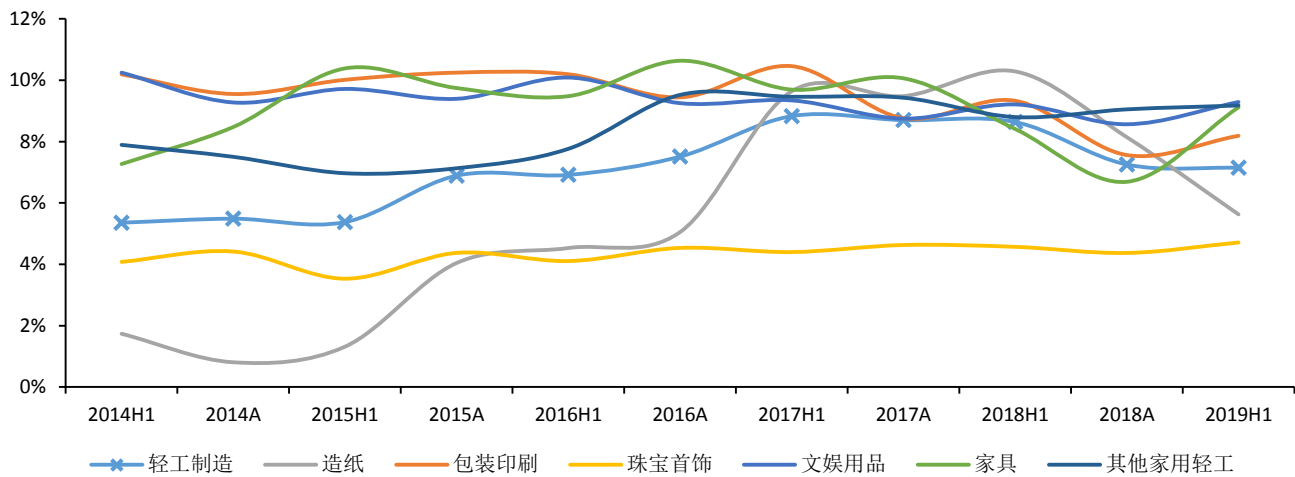
**图表 10: 2019H1 家具子板块毛利率水平最高 (36.13%)，造纸子板块毛利率同比下滑最多 (同比-4.96pct)**



资料来源: Wind, 华创证券

净利率方面, 2019 年上半年样本整体净利率同比-1.49pct 至 7.14%, 各子板块净利率有下滑, 其中造纸子板块净利率 5.63% (同比-4.66pct), 包装印刷净利率 8.19% (同比-1.14pct), 家具净利率 9.12% (同比+0.71pct), 珠宝首饰净利率 4.71% (同比+0.14pct), 文娱用品净利率 9.29% (同比+0.08pct), 其他家用轻工净利率 9.18% (同比+0.38pct)。

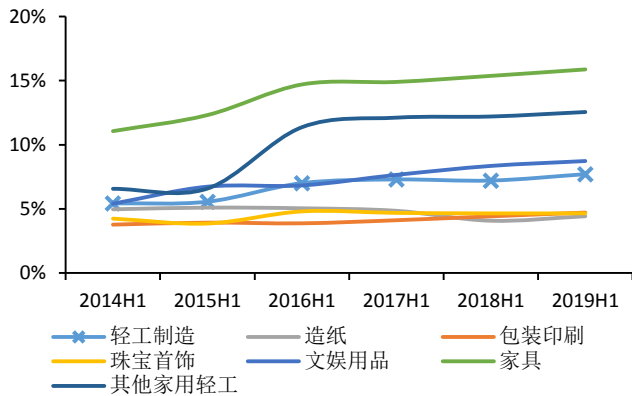
**图表 11: 2019H1 文娱用品子板块净利率水平最高 (9.29%)，造纸子板块净利率同比下滑最多 (同比-4.66pct)**



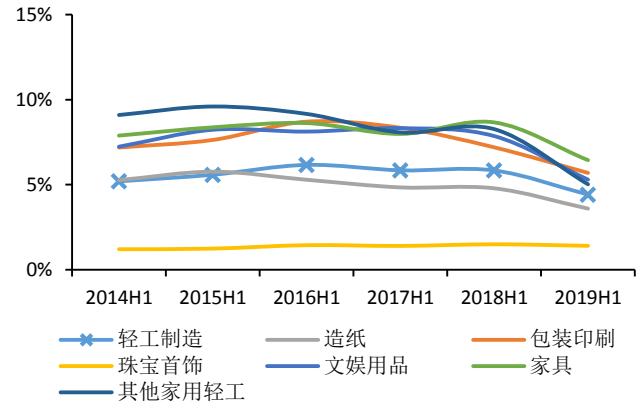
资料来源: Wind, 华创证券

期间费用率方面, 各子板块 2019H1 管理与研发费用率同比均有所下降, 其中家具子板块管理与研发费用率最高, 为 6.44% (同比-2.22pct); 而销售费用率同比均有所上涨, 其中家具子板块销售费用率最高, 为 15.88% (同比+0.50pct); 各子板块财务费用率同比变动不大。

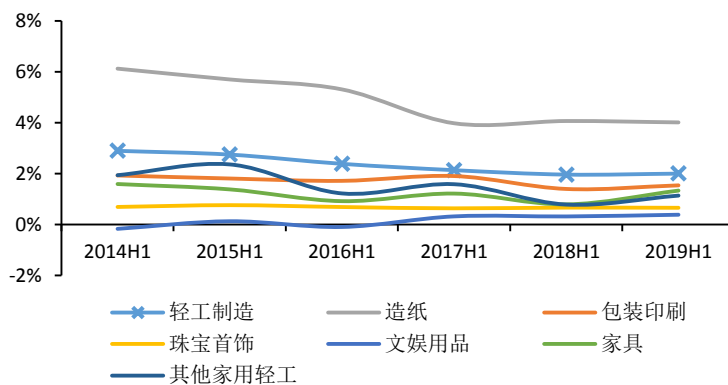


**图表 12: 轻工各子板块销售费用率变动**


资料来源: Wind, 华创证券

**图表 13: 轻工各子板块管理与研发费用率变动**


资料来源: Wind, 华创证券

**图表 14: 轻工各子板块财务费用率变动**


资料来源: Wind, 华创证券

#### (四) 主要上市公司: 细分子行业龙头优势相对明显

##### 1、细分子行业龙头优势相对明显

整体来看, 大部分子行业龙头公司表现较板块整体表现要好: (1) 造纸行业太阳纸业、山鹰纸业、华泰股份、中顺洁柔等业绩表现优于子板块整体, 未来我们依旧看好造纸龙头企业的成长性。(2) 包装印刷行业劲嘉股份、裕同科技表现优于子板块, 主要原因在于包装龙头“大包装”战略下多业务、多品类拓展顺利。(3) 家具板块中定制家具龙头受行业竞争加剧影响业绩增速略弱于板块整体, 而曲美家居受收购影响短期业绩承压, 未来我们关注前端导流能力强、终端运营效率高的公司。(4) 珠宝首饰中的周大生取得优于子行业的表现。(5) 其他家用轻工中帝欧家居整合成效明显, 业绩表现超预期; 欧普照明受行业竞争、渠道与产品短期调整影响业绩增速慢于板块整体, 长期有望持续受益于行业规模扩大与集中度提升。

图表 15: 主要轻工制造公司 2019H1 营收与业绩情况

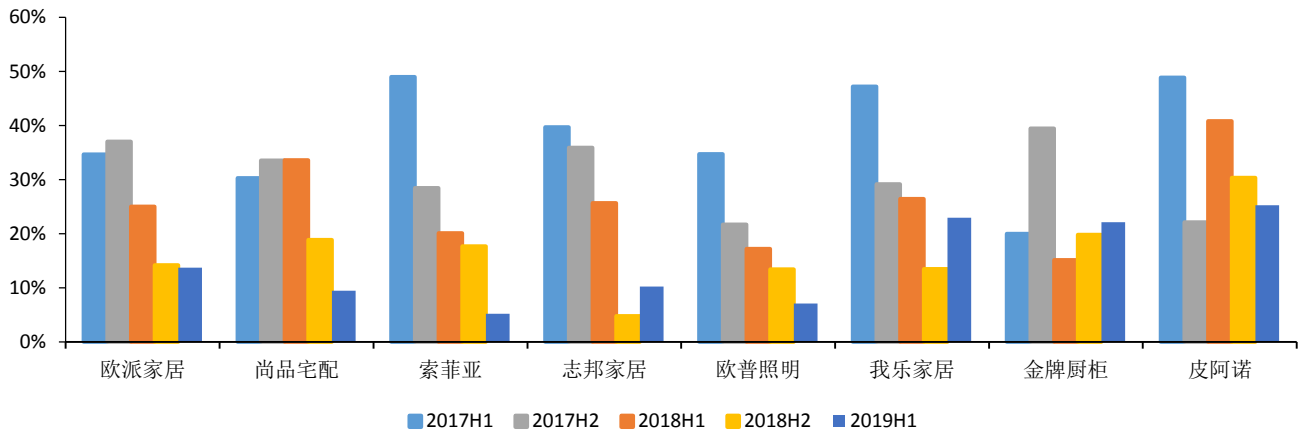
板块名称	公司名称	2019H1 总营收 (亿元)	营收增速	2019H1 归母净利润 (亿元)	归母净利润增速	毛利率%	毛利同比变动 pct	净利率%	净利率同比变动 pct
造纸	子板块整体	668.30	-6.1%	37.33	-47.9%	19.60	-4.96	5.63	-4.66
	太阳纸业	107.76	2.9%	8.87	-27.8%	23.45	-7.21	10.30	-4.55
	中顺洁柔	31.72	22.7%	2.75	37.6%	34.07	0.20	7.17	0.94
	晨鸣纸业	133.49	-14.2%	5.10	-71.4%	31.27	-7.10	8.88	-7.45
	山鹰纸业	111.70	-6.6%	9.25	-45.8%	23.05	-2.80	14.10	-6.11
	华泰股份	65.47	-11.8%	2.74	-26.3%	14.74	-3.44	4.88	-1.03
包装印刷	子板块整体	441.05	7.3%	35.33	-5.1%	23.72	0.77	8.19	-1.14
	裕同科技	36.84	12.1%	2.96	11.2%	28.50	3.43	11.41	-0.16
	劲嘉股份	18.65	15.9%	4.65	22.6%	43.66	-0.99	24.17	0.45
	合兴包装	54.85	13.8%	1.34	-67.3%	12.54	0.98	2.35	-6.42
家具	子板块整体	464.61	9.6%	41.95	19.6%	36.13	1.54	9.12	0.71
	欧派家居	55.10	13.7%	6.33	15.0%	38.38	0.39	13.66	0.13
	索菲亚	31.42	5.2%	3.91	6.0%	37.57	-1.02	13.19	0.38
	尚品宅配	31.37	9.4%	1.63	32.4%	43.68	-0.34	7.18	0.89
	金牌厨柜	7.85	22.2%	0.70	13.9%	39.00	-4.09	12.35	-0.67
	志邦家居	11.49	10.2%	1.10	16.1%	35.96	1.04	11.22	0.49
	我乐家居	5.26	22.9%	0.46	129.2%	37.40	7.89	9.41	4.02
	曲美家居	20.11	106.6%	0.72	1.7%	42.41	6.81	-1.96	-2.82
	顾家家居	50.10	23.7%	5.59	15.8%	36.37	-0.34	10.97	-0.80
	好莱客	9.38	3.9%	1.49	-17.9%	39.56	0.11	17.92	-4.63
	荣泰健康	10.97	-11.2%	1.37	-3.1%	34.07	-4.83	10.89	0.58
珠宝首饰	子板块整体	381.18	7.8%	15.47	10.1%	13.68	0.87	4.71	0.14
	周大生	23.90	12.5%	4.75	34.6%	34.00	3.15	16.55	3.27
文具用品	子板块整体	113.42	31.3%	9.76	26.6%	27.98	1.24	9.29	0.08
	晨光文具	48.39	27.8%	4.71	25.8%	25.83	0.60	9.47	-0.10
其他家用轻工	子板块整体	157.73	9.1%	14.38	15.0%	32.23	0.93	9.18	0.38
	惠达卫浴	14.82	7.0%	1.43	20.5%	28.35	4.54	8.94	0.81
	帝欧家居	24.98	30.1%	2.33	48.2%	35.00	1.15	8.72	1.13
	欧普照明	37.78	7.1%	4.05	13.1%	36.46	-1.36	11.24	0.57

资料来源: Wind, 华创证券

## 2、家居类企业销售渠道变革加速

从上市公司半年报数据来看, 主要家居类公司受地产影响加剧, 我们统计的数据显示, 从 2017 年至今, 主要家具与照明上市公司半年度收入增速逐步放缓, 尤其以欧派家居、尚品宅配、索菲亚、欧普照明为代表的龙头企业表现最为明显。

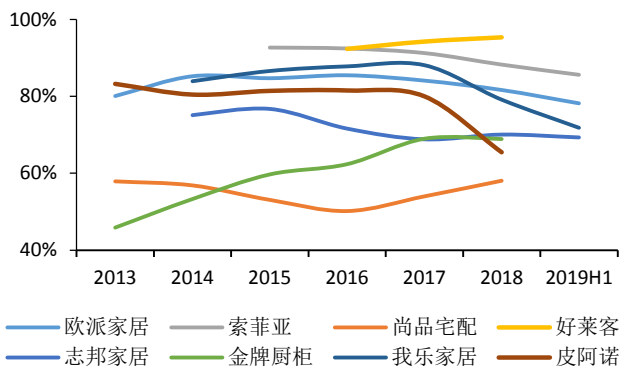
图表 16: 主要家具和照明公司半年度收入增速呈下滑趋势



资料来源: Wind, 华创证券

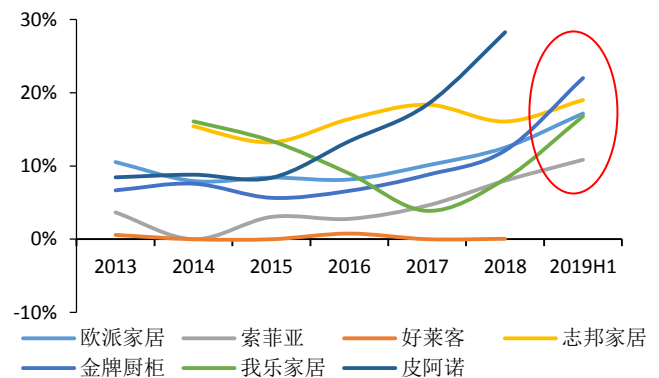
在地产压制与行业竞争加剧压力下, 家具与照明企业纷纷寻求渠道变革, 将获取流量的时间节点向前推移, 目前家具厂商产品出货以经销商渠道为主, 但大宗业务占比上升趋势明显。整体来看, 我国主要定制家具上市公司以经销为主, 经销商渠道收入占比在 50% 以上, 其中好莱客经销渠道收入占比在 90% 以上, 其次为索菲亚, 在 88%-93% 之间, 欧派家居在 80% 左右, 志邦家居和金牌厨柜在 70% 左右。近两年, 除好莱客以外, 主要定制家具公司大宗业务占比呈上升趋势, 2018 年皮阿诺大宗业务占比达到 28%, 其次为志邦家居, 大宗占比 16.06%, 欧派家居与金牌厨柜大宗收入占比也超过 10%, 分别达到 12.51% 和 12.10%。从公布半年报数据的公司来看, 2019 年上半年欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌厨柜、我乐家居大宗业务占比进一步提升, 分别达到 17.16%、10.84%、18.98%、21.99% 和 16.78%。

图表 17: 经销渠道收入占比



资料来源: 招股说明书, 公司年报, 华创证券

图表 18: 大宗业务收入占比



资料来源: 招股说明书, 公司年报, 华创证券

龙头企业在大宗业务方面规模领先。从近几年家具企业大宗业务收入规模绝对数来看, 龙头企业依托品牌力、供货能力等获取更多大宗业务订单, 收入规模也处于领先水平。2018 年, 欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌厨柜大宗业务收入分别为 14.18 亿、4.84 亿、3.91 亿和 2.03 亿。

**图表 19: 大宗业务收入规模 (万元)**

公司	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
欧派家居	41,845	37,561	46,636	57,227	96,411	141,762	92,935
索菲亚	6,303	-	9,220	10,909	23,687	48,424	27,625
志邦家居	-	15,702	15,103	24,771	39,590	39,075	21,133
金牌厨柜	3,745	5,200	4,425	7,259	12,373	20,253	17,269
我乐家居	-	8,368	7,768	6,056	3,543	8,907	8,831
皮阿诺	3,520	4,387	4,219	8,300	14,829	30,645	-

资料来源: 公司招股说明书, 公司年报, 公司半年报, 华创证券

### 三、投资策略: 品牌家居白银时代到来, 渠道优势成为龙头家居企业护城河

我们认为随着 2019 年中美贸易摩擦、地产调控等一系列宏观事件对于轻工行业影响逐渐显现, 轻工各个子行业均呈现增速换挡的现象, 行业投资逻辑从全行业的高速发展以及景气转移到细分行业中优秀企业运用自身的竞争优势扩张市场份额。我们认为家居细分行业值得重点关注, 随着家居行业的增长方式逐渐从传统的渠道扩张向存量渠道竞争迁移, 那些渠道管理能力优异, 能够有效将整装等新流量整合进自身客户体系的公司将成为“白银时代”的赢家。

#### 1、家具与照明: 格局分散、地产压力加大, 渠道为王

随着地产下行、定制家具品牌企业渠道下沉和加密, 行业跑马圈地时代渐近尾声, 获客成本逐渐抬升和流量红利逐渐流失, 竞争红海时代来临, 各定制家具公司纷纷谋求转型。企业在提升客单价、获取流量两个维度, 苦练内功和外部开拓。放眼整个家装产业链, 从产品端、营销端、门店端还有与家居卖场深度合作、向整装、工程的拓展展开竞争。

**苦练内功实现客单价提升和引流: 线上线下流量争夺激烈, 产品&渠道&营销齐发力。** (1) 产品端: 定制家具厂商推出套餐式组合促销让利 (主要为套餐报价和平米报价两种), 做大客单价; 特性化产品推陈出新, 原态板、智能厨房新概念产品层出不穷, 吸引消费者, 产品定价高。(2) 渠道端: 从单品类门店走向多品类融合店, 结合新零售打造生活体验区。目前上市公司在全国的门店种类主要有超市店/小区店、传统标准店、O 店、大家居店等多种形式, 分布于购物中心、建材城、写字楼等多种渠道。(3) 营销端: 除了机场、高铁投放广告、店庆等传统营销之外, 定制家具线上打造内容营销提升用户粘性, 线下跨界电影、体育、自媒体、工艺等多种新形式开展品牌营销。

**外部拓展整装&工程&家居卖场实现向上游延伸引流:** 家居产业链从毛坯房到竣工验收按照流量入口切入程度依次为房地产开发商→家装公司实体店或平台类互联网→家装公司→家居卖场或硬装材料商→定制家具厂商→软装材料商, 其中房地产开发商、家装公司和定制家具厂商为主要的三个流量切入口, 分别对应工程、整装和门店 (含卖场)。直接切入房地产开发商精装修项目可以从最源头攫取流量, 为最有效的一种方式。切入家装公司的整体装修项目仅次于精装修切入, 家装公司整体装修可直接“截断”流向主辅材、定制家具厂商的流量。与龙头家居卖场合作在其中开店实现引流。因此, 众多主辅材厂商和定制家具厂商向上游延伸流量抢夺市场。例如惠达卫浴、海鸥卫浴都切入了卫生间装修领域, 索菲亚与恒大地产成立恒大索菲亚切入华中地区的精装修房市场, 尚品宅配、欧派家居通过整装大家居切入家装公司流量领域。

**照明:** 我国 LED 照明行业均处于行业增速快, 格局分散的阶段。渠道掌控力强、产品力突出的企业有望脱颖而出。**照明行业处在变革期, LED 照明加速替代传统照明。** 在技术不断发展背景下, LED 照明正快速实现对传统照明产品的替代, 全球 LED 照明渗透率已经由 2009 年的 1.5% 快速提升至 2016 年的 31%。中国 LED 产业规模增速也在不断提升。CSA 数据显示, 2018 年中国半导体照明行业整体产值达到 7374 亿元 (同比+12.8%), 其中, 上游外延芯片、中游封装、下游应用环节产值分别为 240 亿、1054 亿和 6080 亿, 分别同比增长 3.4%、9.4%、13.8%。下游应用环

节又分为通用照明（2018 年产值 2679 亿元，同比+5.0%）和特殊照明（2018 年产值 3401 亿元，同比+21.8%）。我国通用照明市场分散，龙头企业欧普照明市占率约为 3-5%，行业集中度提升空间大。

## 2、造纸行业：造纸行业旺季来临，本轮涨价函预计落地情况良好

**木浆价格下跌周期完成：**本轮木浆自 18 年 Q4 见顶之后持续下跌，目前阔叶浆价格跌至国内自产自用企业的成本线，针叶浆 600 美元/吨也接近加拿大针叶浆造浆企业成本线，木浆价格支撑明显。从供需角度，本轮木浆下跌主要是国内需求疲弱的背景下，港口贸易商和海外厂商库存持续积累，我们预计 7 月底青岛港木浆库存为高点，5-7 月份订货的木浆量减少，港口木浆库存有望回落，随着造纸旺季来临，中国对木浆需求有望持续复苏。

**机制纸旺季来临，渠道低库存背景下预期改善：**本轮文化纸和铜版纸的下跌是自 2018 年 Q1 开始的，由于需求不振产销量下降带来的价格疲弱，经过较长时间的下跌企业库存和贸易商库存均有所调整。进入旺季之后，经济韧性凸显，预计需求端总体稳定，目前贸易商预期分化，部分贸易商开启旺季备货。

**关注太阳纸业行业低位的产能布局：**造纸行业未来产能扩张呈现大小企业分化的特点，一方面木浆系以太阳纸业为代表的行业龙头企业积极利用产业政策扩张产能，在海外例如老挝的低成本地域，以及国内例如广西的政策友好地域，未来全行业产能扩张将呈现分化态势，小企业扩产难度加大，大企业市占率有望持续提升。另一方面废纸系 2020 年禁止外废进口是大的政策导向，未来大型企业在海外扩张废纸浆以及研发半化学浆替代等成本优势将愈加凸显。

## 3、珠宝首饰行业：乘消费升级好风，龙头珠宝商渠道&品牌优势尽显

我国珠宝首饰零售规模超 5000 亿，过去 5 年复合增速约 13%。目前行业集中度较低，我国市场上的珠宝品牌商按照目标定位、地区覆盖率主要分为国外品牌、全国性品牌和区域性品牌。2015 年周大福、老凤祥、周大生、豫园股份、周生生五家上市公司合计占比约为 24.0%，其中周大福为上市公司第一，占比 8.5%。

从趋势上来看，1) 受到消费升级和年龄层裂变的影响，日常消费将成为珠宝消费的重要突破口。2) 我国已经成为全球第二大钻石市场，需求量占全球的 14.4%，仅次于美国 45% 的占比。千禧一代成为钻石镶嵌类消费主力军，未来钻石消费占比有望进一步提升。由于钻石镶嵌类毛利率相对更高，将会进一步拉动珠宝行业毛利率。3) 近年三线及以下城市珠宝市场增长率高达 45.3%，远远超过一线城市的同期 31.9% 的增长率。钻石镶嵌类在三线及以下城市渗透率相对较低，未来也有进一步下沉空间。4) 互联网珠宝零售冲击传统渠道。从行业竞争格局上来看，目前行业分为国外高端品牌、国内知名品牌和地方性品牌三大梯队。传统厂商体量较大、产品线完善。拓渠道、轻资产成新兴厂商主要成长路径。

珠宝首饰行业具有较强的消费属性，逐渐品牌化，且发展与整体经济水平发展休戚相关，看好珠宝首饰龙头周大生领先模式+先发渠道+品牌营销三驾马车拉动公司增长。

## 四、风险提示

房地产周期持续下行带来家具行业需求下降；中美贸易摩擦可能持续加剧，进而加大出口型企业接单压力和汇兑压力。

## 轻工组团队介绍

**组长、首席分析师：郭庆龙**

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018 年加入华创证券研究所。

**分析师：陈梦**

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。

**助理研究员：葛文欣**

南开大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyings@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500