

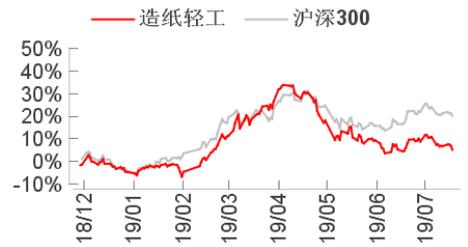
## 变革下的分化，掘金细分行业龙头

——2020 年轻工造纸行业投资策略

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区	中国
行业	造纸轻工行业
报告发布日期	2019年11月28日

## 行业表现



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师	李雪君
	021-63325888*6069
	lixuejun@orientsec.com.cn
	执业证书编号: S0860517020001

联系人	吴瑾
	021-63325888-6088
	wujin@orientsec.com.cn

## 核心观点

- **2020 年轻工行业正迎来变革时代的关键节点，预计行业分化态势持续，龙头企业更可能依托竞争优势在变革期内实现市场份额扩张。**轻工行业内“变革”下的“分化”已悄然发生，2016 年以来造纸、家具龙头企业“ROE”指标整体领先于中小企业，行业盈利正逐步向龙头集中。其中造纸板块表现尤为突出，龙头纸企占行业营收比重约 15%，盈利占比则达 40%-50%，呈逐步提升趋势。预计 2020 年轻工行业分化持续，行业盈利有望进一步向龙头集中，且造纸包装板块强者恒强趋势或将表现的更为明显，龙头企业投资价值持续凸显。
- **造纸：外废政策对于造纸板块带来的投资机会值得关注，看好具备原材料优势的龙头纸企盈利弹性空间。**我们认为，2020 年造纸板块的核心驱动要素在于原材料环节——龙头纸企相较于中小纸企，在原材料布局方面更具优势；而行业内原材料结构分化带来的盈利分化，将在外废政策执行、推升原材料价格上涨的过程中充分演绎，龙头纸企依托原材料布局构筑的成本优势，盈利弹性有望充分凸显。考虑到当前龙头纸企估值整体处于 20%历史分位以下、安全边际充足，具备原材料布局优势的龙头纸企性价比突出。
- **包装：原材料价格低位提供毛利率改善空间，看好下游需求景气回暖的中高端纸包装龙头。**原材料价格处于相对低位，为企业提供盈利改善空间，看好终端需求景气回暖的中高端纸包装板块，在集中度整体较低的背景下（CR5 仅 11%），龙头企业依托较强的资源整合能力、市场份额有望进一步提升。
- **家具：行业竞争或将部分抵消竣工回暖带来的需求改善，宜自下而上甄选优质龙头标的。**家具板块当前估值已充分反映悲观预期，预计 2020 年行业竞争态势延续，或将部分抵消竣工回暖带来的需求改善，宜自下而上优选具备渠道、品牌、产品竞争优势的家具龙头企业，把握相对确定性；中长期角度，借鉴日本家具龙头逆周期崛起之路，龙头家具企业更有可能依托扩品类、扩渠道等方式转型升级为对标宜家、NITORI 的家具零售巨头，进而打开中长期成长空间。
- **消费轻工：必选消费防御属性突出，看好业绩确定性较高的文具龙头。**外部环境不确定性加剧，必选消费抵御周期波动能力较强，晨光文具作为轻工行业中稀缺的必选消费龙头标的，业绩确定性较高，投资价值凸显，建议关注。

## 投资建议与投资标的

- 2020 年轻工行业变革下的分化持续，龙头企业更有可能依托竞争优势在变革期内扩张市场份额，行业盈利有望进一步向龙头集中：
  - (1) 造纸：外废政策执行、推升原材料价格上涨，具备原材料优势的龙头纸企投资机会凸显，重点推荐**太阳纸业**，建议关注**理文造纸、玖龙纸业、山鹰纸业、晨鸣纸业**，以及短期内受益于浆价低位的生活用纸龙头企业**中顺洁柔**。
  - (2) 包装：原材料价格处于相对低位提供盈利改善空间，建议关注下游需求景气回暖的中高端纸包装板块纸龙头企业**裕同科技**。
  - (3) 家具：2020 年行业竞争仍将较为激烈，预计将部分抵消竣工回暖带来的需求改善，宜自下而上优选质地较好、竞争优势突出的龙头企业，建议关注**欧派家居、顾家家居**，同时关注**尚品宅配、索菲亚、志邦家居**。
  - (4) 消费轻工：建议关注业绩确定性较高的文具龙头企业**晨光文具**。

## 风险提示

- 宏观经济增速放缓、终端需求下滑超预期的风险；地产销售、竣工不及预期的风险

## 相关报告

造纸逐季改善如期兑现，家具收入、利润增速放缓延续：——轻工造纸行业 2019 年三季报总结	2019-11-04
纸企成本端相对浆价波动存在滞后期，发运船期及库存周期为主因：——基于企业存货计价方法比较的视角	2019-09-30
造纸行业分化趋势逐步显现，龙头纸企竞争优势稳步提升：	2019-09-29

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

1 2019 年轻工行业整体回顾：行业内部分化，细分行业龙头企业回报可观 .... 6	
1.1 行业基本面回顾：造纸逐季改善，家具基本面寻底，行业内部分化态势明显 ..... 6	
1.2 二级市场表现：文娱用品跑赢大盘，细分行业龙头超额收益显著 ..... 8	
1.3 估值、机构持仓均处于历史相对低位，安全边际较为充足 ..... 10	
2 2020 年轻工行业投资策略：变革时代，龙头企业有望突围，优选高性价比的 细分行业龙头 ..... 12	
2.1 板块估值逻辑正从短期业绩波动向中长期业绩稳定性切换，龙头企业依托竞争优势带来的 投资价值凸显 ..... 12	
2.2 预计 2020 年行业分化态势持续，行业盈利或将进一步向龙头集中，强者恒强 ..... 13	
3 造纸包装：把握原材料主线，看好龙头企业盈利弹性空间 ..... 14	
3.1 造纸：废纸政策演绎正当时，看好依托原材料优势、构筑成本优势的龙头纸企的投资机 会 ..... 14	
外废零进口已“箭在弦上”，关注造纸行业原材料价格上涨带来的投资机会 ..... 15	
具备原材料优势的龙头纸企将享有较为充足的盈利弹性空间，性价比突出 ..... 17	
3.2 包装：原材料价格低位提供毛利率改善空间，建议关注下游需求景气回暖的中高端纸包 装龙头 ..... 19	
4 家具及消费轻工：渠道为王，自下而上甄选优质龙头标的 ..... 20	
4.1 家具：地产“白银时代”，看好国内家具龙头企业转型升级 ..... 20	
行业竞争或将部分抵消竣工回暖带来的需求边际改善，宜自下而上优选个股 ..... 20	
国内龙头家具企业有望依托扩品类、扩渠道打开中长期成长空间 ..... 22	
关注龙头家具企业经营策略的主动求变，看好国内家具龙头企业转型升级 ..... 26	
4.2 消费轻工：必选消费抵御周期波动能力较强，看好业绩确定性较高的文具龙头 ..... 26	
5 投资建议：优选细分行业龙头企业 ..... 27	
太阳纸业：行业内原材料布局方面最具优势的综合性龙头纸企 ..... 28	
裕同科技：多元化布局、客户资源优质的高端纸包装龙头 ..... 29	
欧派家居：定制家具龙头，积极推进全渠道建设 ..... 30	
晨光文具：从文具到文创生活，稳健成长的文具龙头 ..... 31	
风险提示 ..... 33	

## 图表目录

图 1: 现阶段木浆原材料价格整体处于历史相对低位.....	6
图 2: 当前木浆系纸品价格整体仍处于历史相对低位.....	6
图 3: 当前废纸原材料价格处于历史相对低位 .....	7
图 4: 当前箱板瓦楞纸价格处于历史较低水平 .....	7
图 5: 2018 年以来家具收入增速整体放缓, 定制家具略好于成品 .....	7
图 6: 2018 年以来家具利润增速整体放缓 .....	7
图 7: 2016 年以来造纸行业龙头纸企“ROE”整体高于行业内其他纸企.....	8
图 8: 2016 年以来家具行业龙头企业“ROE”略领先于行业内其他企业.....	8
图 9: 2019 年初至今, 轻工制造板块跑输沪深 300 指数 18pct .....	9
图 10: 2019 年初至今, 轻工制造板块表现在 A 股中排名位居中后位.....	9
图 11: 2019 年初至今, 轻工制造各子板块按涨幅高低排名分别为: 文娱用品、造纸、家具、包装印刷 .....	9
图 12: 2019 年年初至今, 轻工板块细分行业龙头企业录得较为可观的超额收益.....	10
图 13: 2019Q3 基金重仓轻工股配置比例环比下降 0.05pct 至 0.93%, 超配比例环比下降 0.02pct 至-0.06%.....	10
图 14: 2019 年以来, 轻工各子板块配置比例整体下降, 其中家具板块回落最为明显.....	10
图 15: 龙头纸企 PE 估值整体处于历史 20%分位以下 .....	11
图 16: 龙头纸企 PB 估值整体处于历史 20%分位以下 .....	11
图 17: 龙头纸企 2019Q3 最新年化 ROE 整体位于历史平均水平以上.....	11
图 18: 2018 年年中以来地产销售增速下行, 家具板块估值整体回落, 当前处于历史较低水平 .....	12
图 19: 2018 年年中以来家具龙头企业估值整体回落, 当前处于历史较低水平 .....	12
图 20: 2016 年之前, 轻工行业 PE 估值与短期 EPS 变化基本同步或略有领先; 2016 年以来二者相关性有所下降, PE 估值波动率小于 EPS 波动 .....	13
图 21: 造纸行业, 龙头纸企营业收入占行业营收的比重约 10%-20%, 利润总额占行业利润总额的比重约 40%-50% .....	14
图 22: 家具行业龙头企业营业收入占行业营收的比重约 10%-25%, 利润总额占行业利润总额的比重约 20%-25%.....	14
图 23: 废纸浆占中国纸浆消耗量比重约 60%, 进口废纸担任了重要角色(以 2018 年为例) ..	15
图 24: 2018-2020 年进口废纸将逐年减量, 直至 2020 年底基本实现零进口 .....	15
图 25: 未来 1-2 年, 固废需求或将触碰其供给边界, 固废价格有望上涨 .....	16
图 26: 进口成品纸、废纸浆、木浆或成未来填补废纸缺口的三种途径.....	17
图 27: 未来文化纸供需关系相对稳定, 箱板纸供需关系不佳或延续 .....	17

图 28: 行业原材料结构分化, 龙头纸企替代国废的原材料占比整体高于行业内其他企业 .....	18
图 29: 包装纸价格当前整体处于历史较低分位.....	19
图 30: 5G 换机需求有望推动智能手机产量增速回暖 .....	19
图 31: 2018 年中国纸包装行业 CR5 仅为 11%, 行业集中度较低 .....	20
图 32: 与欧美相比, 中国纸包装行业集中度仍有较大提升空间 .....	20
图 33: 2018 年以来住宅销售与竣工增速持续形成较为明显的剪刀差.....	21
图 34: 家具收入增速拐点基本与竣工向上拐点同步, 或仅略微滞后 .....	21
图 35: 以橱柜为例, 2018 年定制家具企业橱柜专卖店单店销售额增长明显放缓.....	22
图 36: 以衣柜为例, 2018 年定制家具企业衣柜专卖店单店销售额增长明显放缓.....	22
图 37: 90 年代起日本家具行业持续萎缩, NITORI 逆势崛起 .....	23
图 38: NITORI 日本市占率持续提升, 2018 年达 15% .....	23
图 39: 2008 年以来 NITORI 营业收入年均复合增速达 10% .....	23
图 40: 2008 年以来 NITORI 归母净利润年均复合增速达 14%.....	23
图 41: NITORI 开店策略较为积极, 近年门店数同比增速达 10% .....	24
图 42: NITORI 计划于 2020 年 2 月底将全球门店数扩张至 627 家.....	24
图 43: NITORI 开店策略积极, 近年门店数同比增速达 10% .....	24
图 44: NITORI 营收结构中, 家居饰品占比已达近 60%.....	24
图 45: NITORI 采取“制造-物流-零售”于一体的 SPA 模式 .....	25
图 46: NITORI 盈利能力持续提升.....	25
图 47: 2014 年至 2018 年上半年 NITORI 实现显著超额收益.....	25
图 48: NITORI 估值中枢 2013 年起逐步上移至 25-30 倍 PE .....	25
图 49: 文娱用品板块收入稳定增长, 在轻工各子板块中表现突出.....	27
图 50: 文娱用品板块净利润稳健增长, 在轻工各子板块中表现突出 .....	27
图 51: 2011 年以来晨光文具营业收入年均复合增速达 29% .....	27
图 52: 2011 年以来晨光文具归母净利润年均复合增速达 30%.....	27
图 53: 2018 年末太阳纸业造纸产能达 412 万吨 .....	29
图 54: 太阳纸业母公司太阳控股集团 2018 年造纸产量位列行业第四位 .....	29
图 55: 太阳纸业箱板纸原材料中对于国废的依赖比例逐年降低, 未来将远低于行业平均水平 ..	29
图 56: 太阳纸业木浆系纸品自制浆比例整体高于行业平均, 未来有望持续提升至 60%.....	29
图 57: 裕同科技以精品盒为主的营业收入稳健增长 .....	30
图 58: 2018 年裕同科技前五大客户收入占比已下降至 40%, 客户结构持续优化.....	30
图 59: 欧派家居多品类布局助推收入稳健增长 .....	31
图 60: 欧派家居 ROE 水平行业领先 .....	31
图 61: 欧派家居以经销渠道为主, 积极布局大宗、整装业务(以 2019 年前三季度为例) .....	31
图 62: 欧派家居大宗业务收入快速增长 .....	31
图 63: 晨光文具是国内综合文具供应商, 传统与新兴业务推动品牌持续升级 .....	32

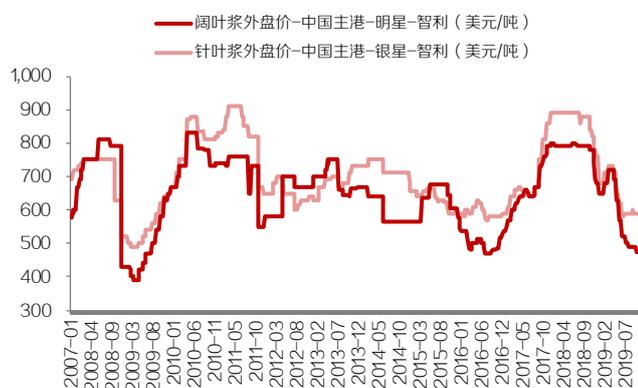
图 64：现阶段公司传统业务仍为营业收入的主要来源（以 2019 年上半年为例） .....	32
图 65：晨光生活馆（含九木杂物社）收入规模增长较快 .....	33
图 66：晨光科力普收入规模快速扩张.....	33

## 1 2019 年轻工行业整体回顾：行业内部分化，细分行业龙头企业回报可观

### 1.1 行业基本面回顾：造纸逐季改善，家具基本面寻底，行业内部分化态势明显

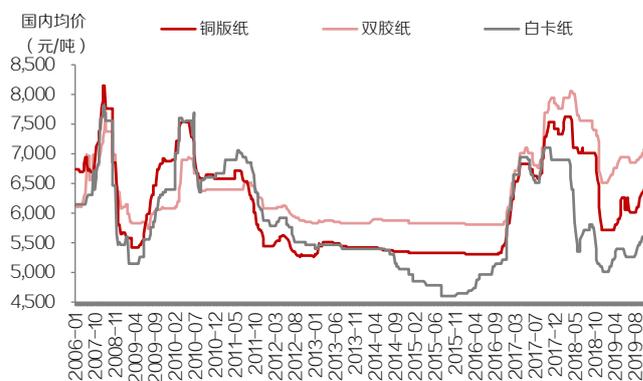
造纸板块，产业链价格整体处于历史低位，本轮周期最差时刻已经过去。造纸行业本轮周期启动于 2016 年下半年，环保政策逐步收紧造成行业供给端收缩，供需格局优化，行业景气度提升；废纸进口政策调整影响下原材料价格上涨，进一步助推纸价上涨。行业景气转折点发生于 2018 年年中，2018 年下半年需求下滑超预期，产业链价格整体回落，现阶段木浆系、废纸系产业链价格仍处于历史相对低位。2019 年以来，木浆原材料价格整体向下，当前价格已低于 25% 历史分位；文化纸由于供需相对稳定，旺季价格顺利提涨，当前价格处于历史中部位置（双胶纸近 58% 分位，铜版纸约 40% 分位），白卡纸价格仍处于历史低位（约 30% 分位）。废纸系，国废原材料价格处于历史中部位置（55%），外废价格已处于历史低位（5%-20% 分位）；箱板瓦楞纸供需双困格局持续，纸价相对低迷，当前处于历史较低位置（约 30% 分位）。整体来看，2018 年 12 月至 2019 年 2 月为本轮周期行业最差的时刻，此后成品纸价格上涨、原材料成本下降，行业盈利逐步改善。我们认为，2019 年造纸行业盈利触底已成事实，未来盈利有望持续提升。

图 1：现阶段木浆原材料价格整体处于历史相对低位

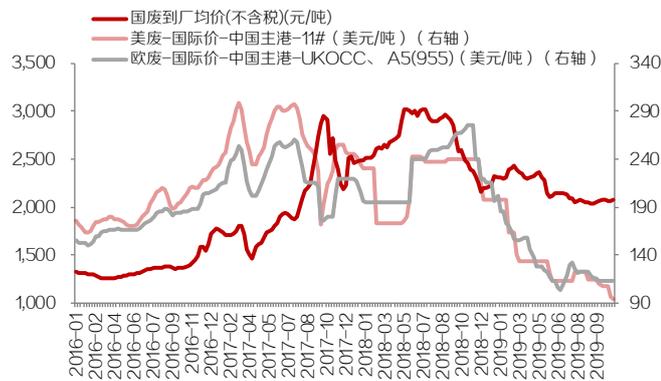


资料来源：卓创资讯，Wind，东方证券研究所

图 2：当前木浆系纸品价格整体仍处于历史相对低位



资料来源：卓创资讯，Wind，东方证券研究所

**图 3：当前废纸原材料价格处于历史相对低位**


资料来源：卓创资讯，Wind，东方证券研究所

**图 4：当前箱板瓦楞纸价格处于历史较低水平**


资料来源：卓创资讯，Wind，东方证券研究所

地产红利消退，2018 年以来家具板块收入、利润增速整体放缓，短期基本面寻底。2019 年地产增速持续放缓，家具行业收入端同比增速逐季下滑的趋势尚未改善，2019Q1、Q2、Q3 单季度营收增速分别为 13.42%、8.24%、7.80%，整体而言，家具行业前期依托于房地产市场单边快速上涨带来的显性红利正逐步消退，行业未来发展的驱动要素愈发多元。

**图 5：2018 年以来家具收入增速整体放缓，定制家具略好于成品**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 6：2018 年以来家具利润增速整体放缓**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

与此同时，轻工行业的内部分化已经悄然开启，且造纸板块强者恒强趋势较家具表现的更为明显。我们以轻工行业两大子板块——造纸、家具为例，基于财务指标的角度，针对龙头企业与行业内其他中小企业的经营情况展开对比分析。依据国家统计局公布的造纸及纸制品行业、家具制造业相关财务指标，以及上市公司披露的财务数据，我们将企业分为 A 股、H 股上市的龙头公司（即“大企业”）和行业内其他公司（即“中小企业”）两大类，可以看到——2016 年以来造纸、家具行业

龙头企业与中小企业分化趋势明显，龙头企业“ROE”（利润总额/净资产）整体领先于行业内其他企业，其中造纸行业表现尤为突出，强者恒强趋势持续。

图 7：2016 年以来造纸行业龙头纸企“ROE”整体高于行业内其他纸企



资料来源：公司公告，国家统计局，东方证券研究所

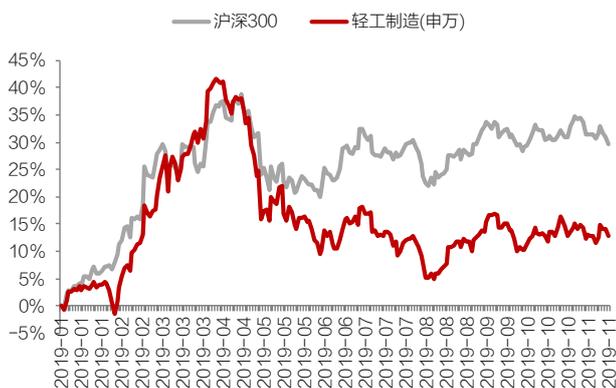
图 8：2016 年以来家具行业龙头企业“ROE”略领先于行业内其他企业



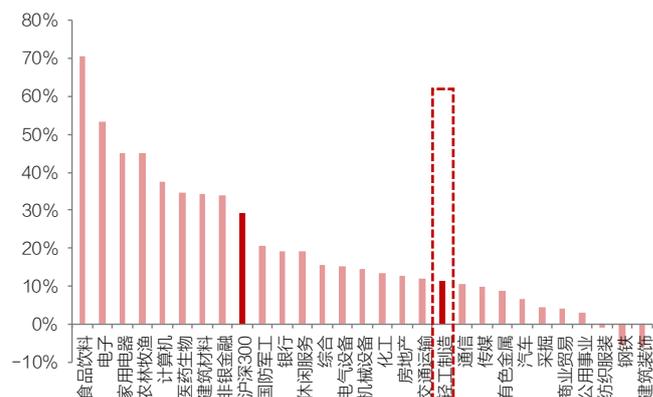
资料来源：公司公告，国家统计局，东方证券研究所

## 1.2 二级市场表现：文娱用品跑赢大盘，细分行业龙头超额收益显著

2019 年轻工制造板块整体表现较弱，各子板块中仅业绩确定性较高的文娱用品跑赢大盘。2019 年年初至今（截止 2019 年 11 月 26 日），轻工制造（申万）指数累计上涨 11.38%，跑输沪深 300 指数 17.88pct；在 A 股 28 个行业排名第 18 位，排名相对靠后。轻工制造各子板块按涨幅高低排名分别为：文娱用品、造纸、家具、包装印刷，分别上涨 36.41%、15.04%、12.43%、7.63%，其中文娱用品板块表现较为亮眼，年初至今跑赢沪深 300 指数 7.14pct。

**图 9：2019 年初至今，轻工制造板块跑输沪深 300 指数 18pct**


资料来源：Wind，东方证券研究所

**图 10：2019 年初至今，轻工制造板块表现在 A 股中排名位居中后位**


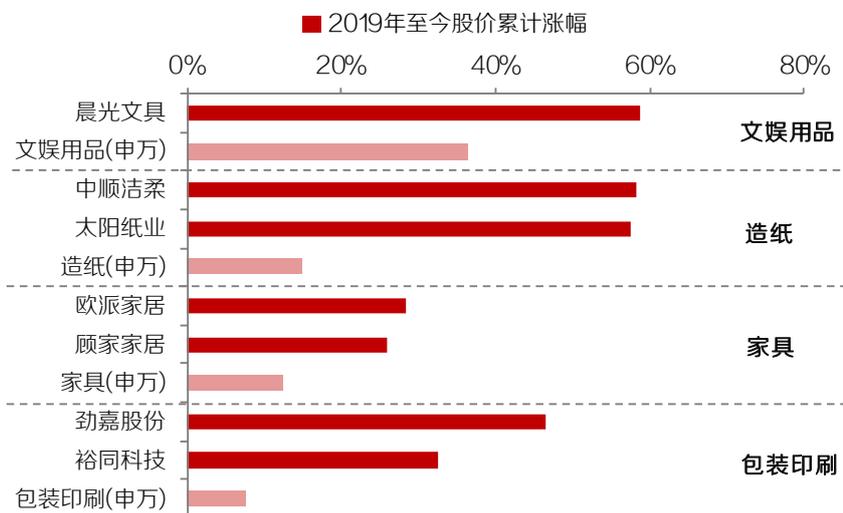
资料来源：Wind，东方证券研究所

**图 11：2019 年初至今，轻工制造各子板块按涨幅高低排名分别为：文娱用品、造纸、家具、包装印刷**


资料来源：Wind，东方证券研究所

2019 年以来，细分行业龙头企业录得较为显著的超额收益。尽管板块整体表现较弱，但 2019 年轻工行业仍不乏质地较优、二级市场表现相对优异的细分行业龙头公司。以晨光文具、中顺洁柔、太阳纸业、欧派家居、劲嘉股份、裕同科技等为代表的细分行业龙头企业，年初至今累计涨幅分别达 58.86%、58.15%、57.62%、46.43%、32.63%，均录得较为可观的超额收益。

图 12：2019 年年初至今，轻工板块细分行业龙头企业录得较为可观的超额收益



资料来源：Wind，东方证券研究所

### 1.3 估值、机构持仓均处于历史相对低位，安全边际较为充足

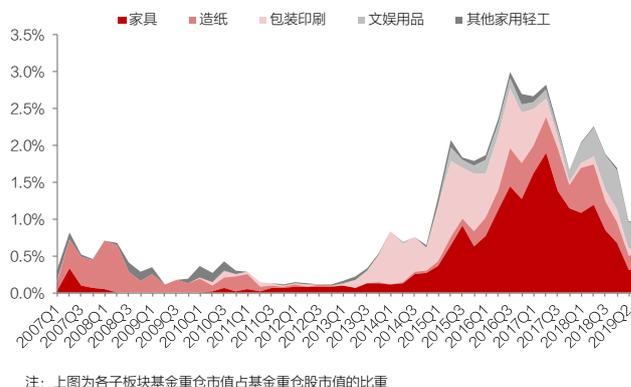
2019 年以来轻工行业重仓股配置比例整体下滑，现已降至历史较低位置。轻工行业基金重仓股配置比例自 2018 年下半年以来持续下滑，2019Q3 已回落至 2015 年年初对应的板块配置比例，超配比例环比下降至-0.05%。细分各子板块，2019 年以来轻工各子板块重仓股配置比例呈整体下降态势，其中家具板块回落最为明显。

图 13：2019Q3 基金重仓轻工股配置比例环比下降 0.05pct 至 0.93%，超配比例环比下降 0.02pct 至-0.06%



资料来源：Wind，东方证券研究所

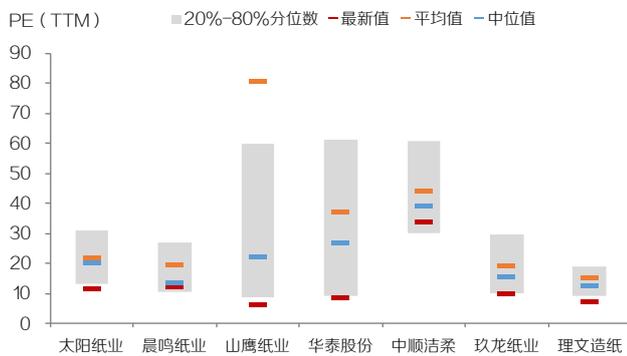
图 14：2019 年以来，轻工各子板块配置比例整体下降，其中家具板块回落最为明显



资料来源：Wind，东方证券研究所

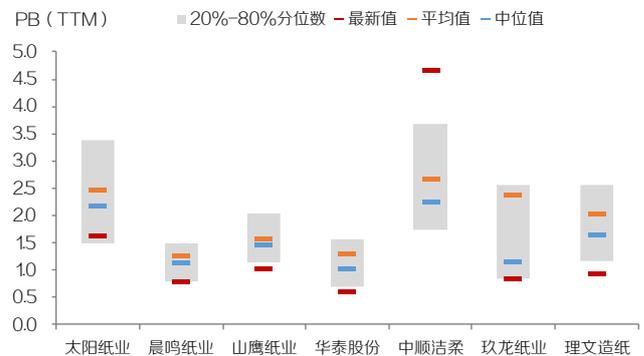
当前造纸板块龙头纸企估值仍处于历史相对低位，安全边际较为充足。以玖龙纸业、理文造纸、山鹰纸业、太阳纸业等为代表的龙头纸企 PE 估值均处于 2005 年以来的 20%分位数以下，龙头纸企估值整体处于历史较低水平。从 ROE 角度来看，龙头纸企 2019Q3 最新年化 ROE 整体位于历史平均值以上，未来依托于成本优势护城河不断加宽、盈利能力提升，其合理享有的 ROE 水平会更高，对应当前的估值，安全边际较为充足。

图 15：龙头纸企 PE 估值整体处于历史 20%分位以下



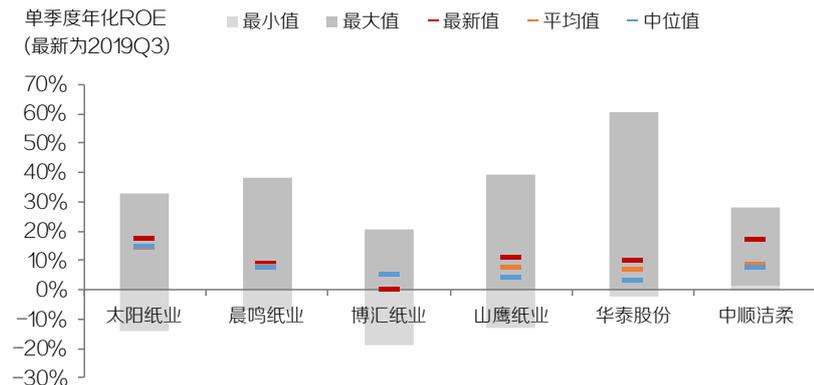
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 16：龙头纸企 PB 估值整体处于历史 20%分位以下



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 17：龙头纸企 2019Q3 最新年化 ROE 整体位于历史平均水平以上



资料来源：公司公告，东方证券研究所

家具龙头企业估值已回落至较低水平，悲观预期已充分反映。受地产销售增速下行影响，2018 年年中以来家具板块估值整体回落，2019 年 3 月出现估值短期修复，主要源自一、二线城市地产销售数据回暖，而非家具基本面情况实际好转。当前家具板块龙头企业估值水平已回落至历史较低位

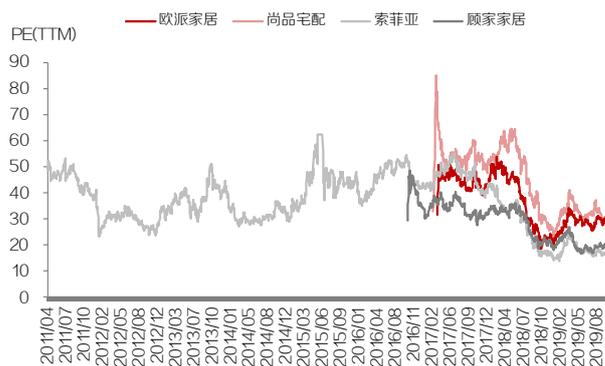
置，短期基本面持续承压背景下，估值大概率难以重回 40-50 倍 PE 估值区间；考虑到未来地产销售韧性仍存，我们认为家具板块当前估值的水平已充分反映悲观预期。

图 18：2018 年年中以来地产销售增速下行，家具板块估值整体回落，当前处于历史较低水平



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 19：2018 年年中以来家具龙头企业估值整体回落，当前处于历史较低水平



资料来源：Wind，东方证券研究所

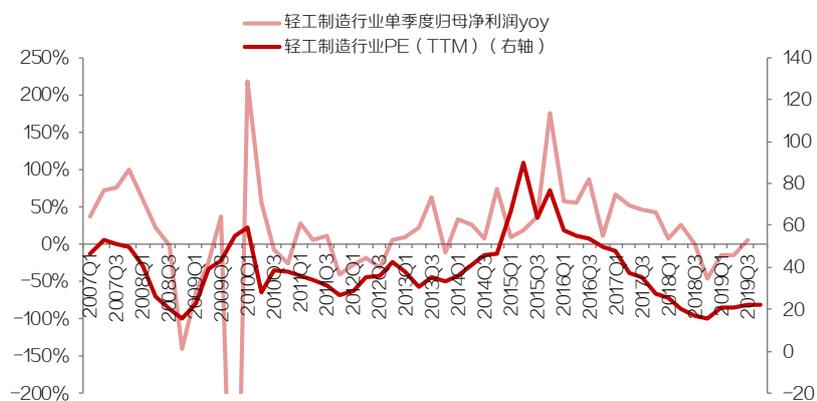
## 2 2020 年轻工行业投资策略：变革时代，龙头企业有望突围，优选高性价比的细分行业龙头

展望 2020 年，轻工行业正迎来变革时代的关键节点，龙头企业更有可能依托竞争优势在变革期内扩张市场份额，实现突围。对于周期属性更为突出的造纸及包装印刷板块，作为中国造纸原材料重要组成部分的进口废纸，将于 2020 年底基本实现零进口，造纸行业原材料结构将迎来变局，原材料价格的波动或将将对中游造纸、下游包装企业的盈利构成较为重要的影响；对于消费属性更为突出的家具板块，地产红利消退、流量分散化趋势凸显，行业竞争加剧背景下，家具企业能否在品类、渠道等方面完成相应变革，将深刻影响其中长期的成长空间。我们认为，2020 年外围宏观环境的不确定性因素仍存，叠加行业面临的内部变革，“变革”下的行业“分化”或将成为影响 2020 年轻工行业投资策略的关键要素，细化至各个子板块，表现形式略有不同，**2020 年造纸包装的核心驱动因素在于原材料环节，而家具板块则将主要聚焦于行业竞争格局的演变。**造纸龙头企业依托原材料布局优势，有望在原材料价格上涨过程中凸显成本优势；家具龙头企业在行业竞争仍较为激烈的背景下，有望依托渠道、品牌、产品优势稳固市场份额，业绩确定性相对更高。总结而言，龙头企业依托自身构筑的竞争优势，最有可能在变革时代实现突围，打开中长期成长天花板，因此 2020 年轻工板块投资策略层面，建议优选具备安全边际、质地较优的细分行业龙头企业。

### 2.1 板块估值逻辑正从短期业绩波动向中长期业绩稳定性切换，龙头企业依托竞争优势带来的投资价值凸显

板块估值逻辑正从短期业绩波动向中长期业绩稳定性切换，龙头企业竞争优势带来的投资价值凸显。轻工板块兼具周期与消费属性，2015年、2016年之前板块PE估值与短期EPS变化呈现基本同步或略有领先的特征，板块估值更多反映的是短期业绩波动。2016年起，外资加速入场带来投资者结构变化，板块估值正逐步向中长期业绩稳定性切换，PE估值波动率有所下降，与短期业绩波动之间的相关度也有所降低。龙头企业依托自身优异质地构筑起的竞争优势，投资价值有望持续凸显。

**图 20：2016 年之前，轻工行业 PE 估值与短期 EPS 变化基本同步或略有领先；2016 年以来二者相关性有所下降，PE 估值波动率小于 EPS 波动**



资料来源：Wind，东方证券研究所

## 2.2 预计 2020 年行业分化态势持续，行业盈利或将进一步向龙头集中，强者恒强

现阶段无论是造纸还是家具行业，都呈现出较为明显的行业集中度提升趋势，行业盈利正在逐步向龙头企业集中。根据我们的测算，造纸行业龙头纸企营业收入占行业营收的比重约为 15%，盈利占行业盈利的比重达 40%-50%，龙头纸企盈利能力整体较强；同时，以上占比自 2012 年以来逐步提升，行业盈利正向龙头纸企逐步集中，造纸行业集中度呈现较为明显的稳步提升态势。家具行业集中度低于造纸行业，龙头企业营业收入占行业营收的比重约 10%-25%，利润总额占行业利润总额的比重约 20%-25%，但行业集中度同样处于提升过程中。

**图 21：造纸行业，龙头纸企营业收入占行业营收的比重约 10%-20%，利润总额占行业利润总额的比重约 40%-50%**



资料来源：公司公告，国家统计局，东方证券研究所

**图 22：家具行业龙头企业营业收入占行业营收的比重约 10%-25%，利润总额占行业利润总额的比重约 20%-25%**



资料来源：公司公告，国家统计局，东方证券研究所

我们预计 2020 年轻工行业内部分化将持续，行业盈利有望进一步向龙头集中，且造纸行业强者恒强趋势将较家具表现的更为明显。（1）对于周期属性更为突出的造纸包装板块，2020 年核心驱动因素在于原材料环节。造纸板块，龙头纸企相较于中小纸企，在原材料布局方面更具优势；而行业内原材料结构分化带来的盈利分化，将在外废政策执行、推升原材料价格上涨的过程中充分演绎，龙头纸企依托原材料布局构筑的成本优势，盈利弹性有望充分凸显，行业盈利或将进一步向龙头纸企集中。包装板块，以白卡纸、箱板纸为主的原材料价格处于历史相对低位，提供盈利改善空间；以消费电子为代表的下游需求有望回暖，在行业集中度整体较低背景下（CR5 仅为 11%），龙头企业依托较强的资源整合能力、市场份额有望进一步提升。（2）家具板块，地产景气下行、流量分散化趋势明显，行业仍将处于较为激烈的竞争态势，考虑到龙头企业在渠道、品牌、产品等方面建立起的壁垒，预计盈利增速仍将整体高于行业内其他企业；中长期角度，龙头家具企业更有可能依托扩品类、扩渠道等方式夯实竞争优势，转型升级为对标宜家、NITORI 的家具零售商，打开中长期成长空间。落实到行业 2020 年投资策略，我们建议优选具备安全边际、质地较优的细分行业龙头企业，后文中我们将结合各子板块的核心驱动因素，展开具体分析。

### 3 造纸包装：把握原材料主线，看好龙头企业盈利弹性空间

#### 3.1 造纸：废纸政策演绎正当时，看好依托原材料优势、构筑成本优势的龙头纸企的投资机会

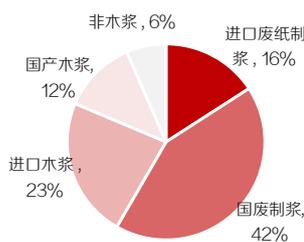
外废零进口执行在即，我们认为影响 2020 年造纸板块投资逻辑的核心变量在于原材料环节，具备原材料优势、成本优势领先的龙头纸企的投资机会凸显，重点推荐太阳纸业，建议关注理文造纸、玖龙纸业、山鹰纸业、晨鸣纸业。作为中国造纸行业原材料的重要组成部分，外废将于 2020 年底

基本实现零进口，废纸政策的执行即将迎来关键节点；未来 1-2 年作为造纸行业原材料结构变革的关键之年，亦有望是龙头纸企成本优势充分演绎的年份，考虑到当前龙头纸企估值均处于历史相对低位、安全边际充足，外废政策对于造纸板块带来的投资机会值得关注。我们认为，2020 年造纸板块的核心驱动因素在于原材料环节——龙头纸企相较于中小纸企，在原材料布局方面更具优势；而行业内原材料结构分化带来的盈利分化，将在外废政策执行、推升原材料价格上涨的过程中充分演绎，龙头纸企依托原材料布局构筑的成本优势，盈利弹性有望充分凸显。考虑到海外建厂壁垒较高，新建项目预计难以在短期内落地，已实现布局的龙头纸企具备先发优势，护城河有望持续拓宽。

### 外废零进口已“箭在弦上”，关注造纸行业原材料价格上涨带来的投资机会

外废政策如期执行，预计 2020 年底中国将基本实现外废零进口，造纸行业原材料结构或将发生重大变化。进口废纸作为中国造纸原材料中的重要组成部分，2016-2018 年进口废纸占中国纸浆总消耗量的比重分别达 24%、21%、16%。2017 年以来中国废纸进口政策持续收紧，一系列进口废纸相关改革措施陆续出台，2018 年 6 月国务院明确了 2020 年底前基本实现外废零进口的目标，根据目前的情况来看，预计外废政策将如期执行。我们推测 2019 年全年废纸进口量将达近 1100 万吨，同比下滑 35%；2020 年持续减量至 700 万吨，直至 2020 年底基本实现零进口；假设预留新闻纸所需外废原材料，预计 2021 年及以后每年的外废进口量将保持在 200 万吨左右。未来中国造纸行业原材料结构中，废纸占据的比例将逐步减小，木浆占比有望提升。

图 23：废纸浆占中国纸浆消耗量比重约 60%，进口废纸担任了重要角色（以 2018 年为例）



资料来源：中国造纸协会，东方证券研究所

图 24：2018-2020 年进口废纸将逐年减量，直至 2020 年底基本实现零进口



资料来源：海关总署，东方证券研究所

**国废难以弥补外废缺口，国废价格有望上涨。**伴随进口废纸持续收缩，国废的替代性需求增加，或将触碰其供给边界，废纸短缺将大概率出现。（1）供给端，国废供给量即国废总回收量，与国废回收水平直接相关：作为进口废纸的替代品，国废回收量存在供给边界，与各阶段的国废回收水平直接相关。由于中国箱板瓦楞纸约 25% 的部分以包装形式间接净出口、无法被本土回收，国废回收率的理论上限本身较低；与此同时，现阶段国废回收水平与其理论上限之间仍存在较大差距，我们预计国废回收水平的提升过程将逐步推进，短期内不能预期过高，据此推测未来 1-2 年国废回收

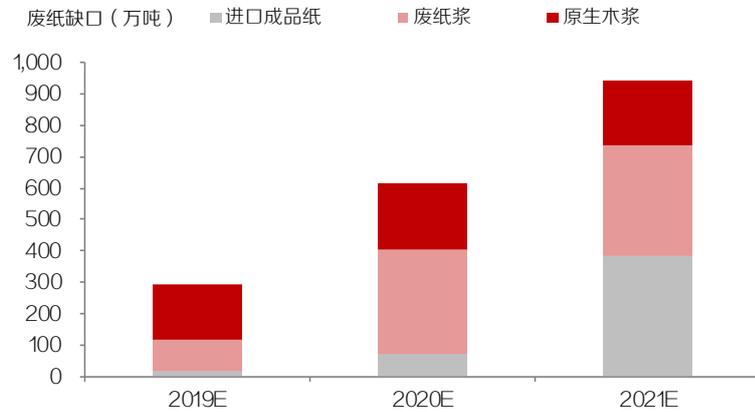
量将存在相应的供给约束。（2）需求端，**国废需求量即废纸总需求量中难以被外废满足的部分**：  
①废纸总需求量与内需、出口贸易相关，未来波动存在不确定性；②外废进口量将逐年减少，预计2019年-2021年废纸进口量分别约为1100万吨、700万吨、200万吨；未来外废进口持续减量，国废替代性需求将增加。综合而言，我们认为2020-2021年国废需求或将触碰其供给边界，未来1-2年内废纸缺口将大概率显现，国废价格有望上涨至3000元/吨以上。

**图 25：未来 1-2 年，国废需求或将触碰其供给边界，国废价格有望上涨**



资料来源：东方证券研究所

**进口成品纸、投建废纸浆、添加原生浆或成未来填补废纸缺口的三种途径，木浆对于废纸的替代性需求有望被激发，木浆价格有望上涨。**废纸原材料纤维短缺背景下，预计未来行业或将主要通过三种方式应对，按成本由低至高排序依次为：（1）进口成品纸，对下游客户而言，此为最直接、成本最低的选择，然而海外冗余产能有限、国内纸企海外投资布局壁垒较高，预计体量相对有限，2019-2021年或将增加约385万吨供给；（2）纸企在原材料端采用废纸浆或新型替代纤维，主要通过海外布局实现，投资壁垒相对较高，且建设周期至少1-2年，根据已公布的投产计划，供给亦相对有限，未来计划投产规模约350万吨；（3）纸企在原材料端添加原生木浆，此种方式成本最高，但当前两种方式无法填补纤维缺口时，木浆是废纸唯一的替代性纤维选择，木浆对于废纸的替代性需求或将被激发。2020年全球商品浆供给端相对偏刚性，若需求不出现大幅下滑，预计未来1-2年木浆新增供给增速将小于新增需求增速，木浆价格有望上涨。

**图 26：进口成品纸、废纸浆、木浆或成未来填补废纸缺口的三种途径**


资料来源：公司公告，纸业内参，东方证券研究所

### 具备原材料优势的龙头纸企将享有较为充足的盈利弹性空间，性价比突出

成品纸方面，箱板纸因供给端压力较大、原材料成本难以完全转嫁至下游；文化纸供需相对稳定，产业链价格传导顺畅。箱板瓦楞纸供给端，2019-2021 年箱板瓦楞纸明确计划投产的项目达 986 万吨，新增供给压力较大（新增供给约 23%）；需求端，其终端需求与宏观经济、对外贸易相关度较高，存在较大不确定性，即便按照相对乐观的情形考虑，即假设箱板瓦楞纸需求与近五年年均复合增长率一致（新增需求约 2.2%），预计未来三年箱板瓦楞纸需求增速仍将小于供给增速，供需关系承压，原材料成本将难以完全转嫁至下游，行业层面盈利大幅改善的可能性不大。文化纸由于供给端新增供给较为有限，需求相对稳定，预计供需关系相对平稳，若 2020 年木浆价格上涨，文化纸产业链价格传导将较为顺畅。

**图 27：未来文化纸供需关系相对稳定，箱板纸供需关系不佳或延续**

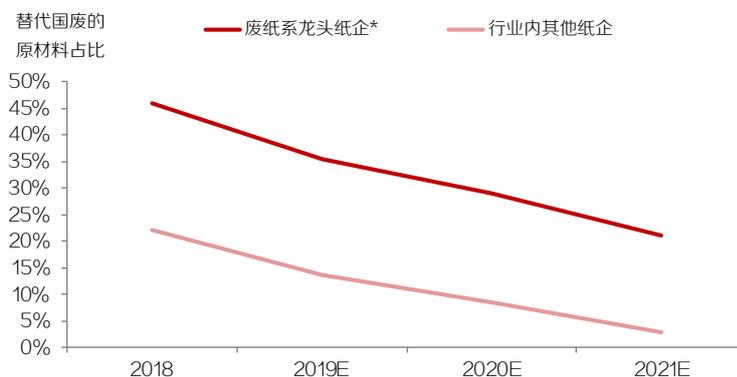
用途	纸种类别	2018 年供需情况	指标	2019E	2020E	2021E
文化纸	非涂布文化纸	供需相对紧张	新增供给 新增需求 供需格局	3% 15% 供需较稳定	1% 15% 供需较稳定	5% 1.5% 供需相对稳定
	铜版纸	供给相对过剩	新增供给 新增需求 供需格局	0% 0.1% 供需相对稳定	0% 0.1% 供需相对稳定	0% 0.1% 供需相对稳定
包装纸	白卡纸	供给相对过剩	新增供给 新增需求 供需格局	11% 18% 供需较稳定	0% 10% 供需较稳定	18% 9% 供需关系不佳
	箱板瓦楞纸	供给整体过剩	新增供给 新增需求 供需格局	11%* 2% 供需关系不佳	5%* 2% 供需不佳或延续	6%* 2% 供需不佳或延续

\*注：按照目前规划的投产时间统计，存在延迟的可能性

资料来源：公司公告，纸业内参，东方证券研究所

“得原材料者得天下”，原材料价格有望上涨，具备原材料优势的龙头纸企成本优势愈发彰显。未来行业原材料结构将呈现较为明显的分化特征，龙头纸企通过废纸浆、海外成品纸项目布局，原材料结构中替代国废的原材料占比将整体高于行业内其他纸企。根据现有的投产计划，预计 2020 年以太阳纸业、理文造纸、玖龙纸业、山鹰纸业为代表的龙头纸企箱板瓦楞纸原材料结构中，替代国废的原材料占比将达近 29%，与其他纸企（替代国废原材料的占比仅为 9%）相比，龙头纸企具备较为明显的原材料优势。如若外废政策于 2020 年底如期执行，或将推升原材料价格上行，龙头纸企依托原材料布局构筑的成本优势，盈利弹性有望充分凸显，行业盈利或将进一步向龙头纸企集中。木浆原材料价格有望上涨，同样利好具备自供浆优势、木浆自供比例较高的龙头纸企。考虑到海外建厂壁垒较高，新建项目预计难以在短期内落地，已实现布局的纸企具备先发优势，护城河有望持续拓宽。

图 28：行业原材料结构分化，龙头纸企替代国废的原材料占比整体高于行业内其他企业



\*注：此处指太阳纸业、理文造纸、玖龙纸业、山鹰纸业共四家龙头纸企

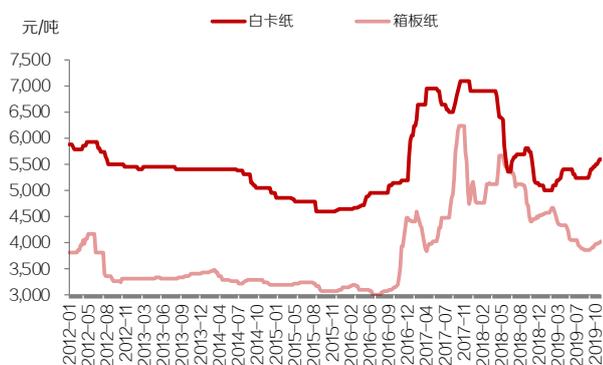
资料来源：公司公告，纸业内参，东方证券研究所

总结而言，2020-2021 年作为造纸行业的关键变革之年，抑或有望是龙头纸企成本优势充分演绎的年份。外废政策如期执行，推升原材料价格上涨，龙头纸企依托原材料布局构筑的成本优势，盈利弹性有望充分凸显。投资策略方面，建议把握原材料主线，优选具备原材料优势的龙头纸企（当前估值均处于历史较低水平，性价比凸显），重点推荐行业内原材料布局方面最具优势的综合性龙头纸企——太阳纸业；建议关注已在废纸浆、海外成品纸项目等方面实现原材料布局的废纸系龙头纸企——理文造纸、玖龙纸业、山鹰纸业，以及自供浆优势突出的木浆系龙头纸企——晨鸣纸业；同时关注短期内受益于木浆价格低位、释放盈利弹性的生活用纸龙头企业——中顺洁柔。

### 3.2 包装：原材料价格低位提供毛利率改善空间，建议关注下游需求景气回暖的中高端纸包装龙头

对于同属中游制造业、周期属性较为突出的包装行业，我们更为看好原材料价格低位释放弹性、下游终端需求景气回暖的中高端纸包装板块。成本端，当前白卡纸、箱板瓦楞纸价格仍处于历史较低分位，将为纸包装企业提供盈利改善空间；收入端，下游以消费电子、烟酒包装、化妆品等为主的中高端纸包装板块需求相对稳定，2020 年 5G 终端应用全面发展推升消费电子景气度，以 3C 包装为主业的龙头公司有望充分受益。

图 29：包装纸价格当前整体处于历史较低分位



资料来源：卓创资讯，Choice，东方证券研究所

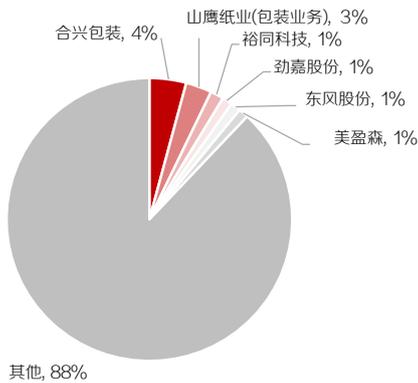
图 30：5G 换机需求有望推动智能手机产量增速回暖



资料来源：国家统计局，东方证券研究所

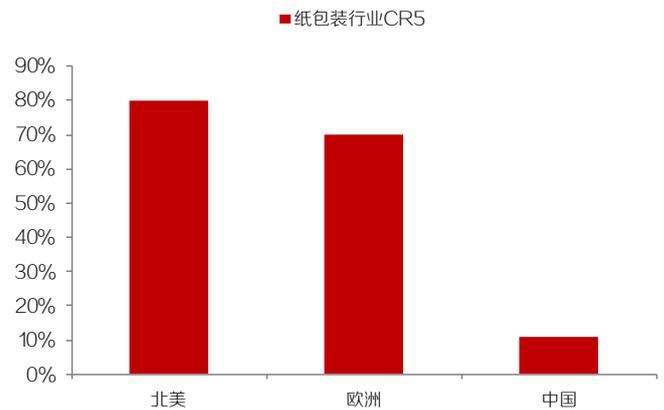
中长期，国内纸包装行业集中度较低，龙头企业具备资源整合优势，市占率有望提升，建议关注多元化布局的中高端纸包装龙头公司——裕同科技。当前中国纸包装行业仍较为分散，2018 年 CR5 仅为 11%，与欧美等地区（CR5 高于 70%）相比，行业集中度仍有较大提升空间。龙头纸企依托于自身突出的竞争优势，提供包装整体解决方案的综合服务能力突出，有望通过资源整合实现市场份额提升，建议关注在 3C 包装领域具备核心优势，积极拓展烟、酒、化妆品优质客户的中高端纸包装龙头公司——裕同科技。

图 31：2018 年中国纸包装行业 CR5 仅为 11%，行业集中度较低



资料来源：公司公告，中国包装联合会，东方证券研究所

图 32：与欧美相比，中国纸包装行业集中度仍有较大提升空间



资料来源：公司公告，中国包装网，Bloomberg，东方证券研究所

## 4 家具及消费轻工：渠道为王，自下而上甄选优质龙头标的

### 4.1 家具：地产“白银时代”，看好国内家具龙头企业转型升级

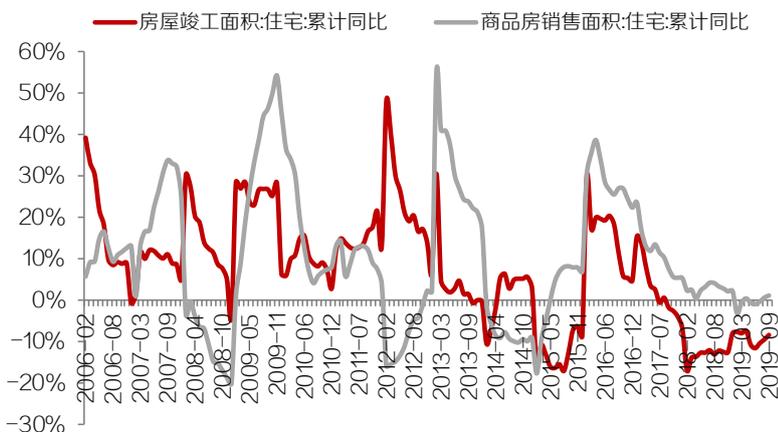
展望 2020 年，竞争格局仍是影响家具板块投资逻辑的核心驱动要素，建议优选质地较好，更大概率通过扩品类、拓渠道等方式夯实竞争优势、业绩确定性相对较高的龙头企业。竞争格局与下游需求是影响家具板块投资逻辑的两大核心要素，具体而言：当前家具板块估值整体处于历史较低位置，2020 年竣工回暖将是大概率事件，需求回暖预期下板块投资价值凸显；考虑到行业竞争仍较为激烈，预计 2020 年竣工回暖带来的边际需求改善将部分被行业竞争抵消，选股逻辑宜采取自下而上的方式，优选质地较好，积极顺应渠道变革、夯实竞争优势的龙头企业，把握  $\alpha$ 。中长期角度，具备渠道、品牌、产品优势的家具龙头企业，未来更有可能通过扩品类、扩渠道等方式转型升级为对标宜家、NITORI 的家具零售商，打开中长期成长空间。

### 行业竞争或将部分抵消竣工回暖带来的需求边际改善，宜自下而上优选个股

交付合同约束下，预计 2020 年竣工回暖带来边际需求回暖将是大概率事件，家具板块投资价值显现。由于住宅销售面积中期房占比较高（约 88%），地产销售端至竣工端理论上存在 1-2 年的时滞。受到精装房占比提升、三四线城市销售下行导致竣工周期延后等因素影响，2016-2017 年地产销售高峰反映至竣工端的滞后期被拉长至 3 年左右。考虑到交付合同的约束下，竣工面积终将向销售面积回归，预计 2020 年竣工回暖将是大概率事件，家具行业需求侧有望相应改善。通过回溯

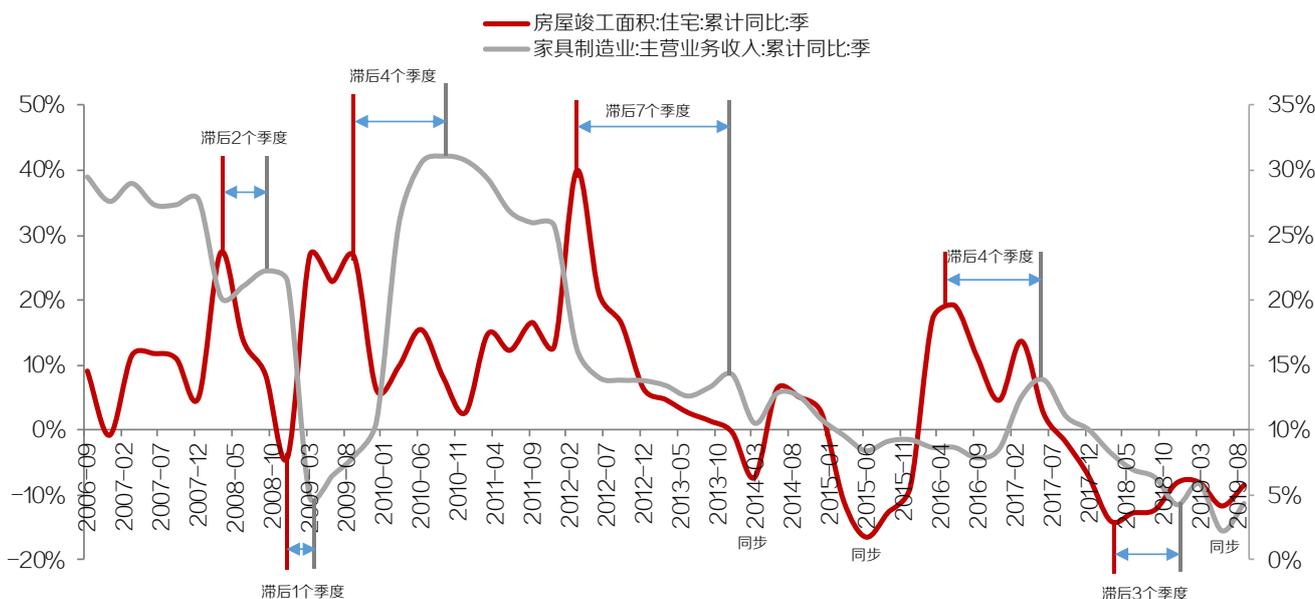
历史上家具行业收入增速与地产竣工增速的变化情况，可以看到地产景气向上时，家具收入增速拐点基本与竣工向上拐点同步，或仅略微滞后，明显短于景气向下时二者之间的滞后期长短。基于以上原因，我们预计 2020 年家具板块下游需求或将受益于竣工回暖而有所改善，板块业绩回暖将与竣工回暖同步启动或略有滞后；当前板块估值整体处于历史低位，家具板块的投资价值显现。

图 33：2018 年以来住宅销售与竣工增速持续形成较为明显的剪刀差



资料来源：国家统计局，东方证券研究所

图 34：家具收入增速拐点基本与竣工向上拐点同步，或仅略微滞后

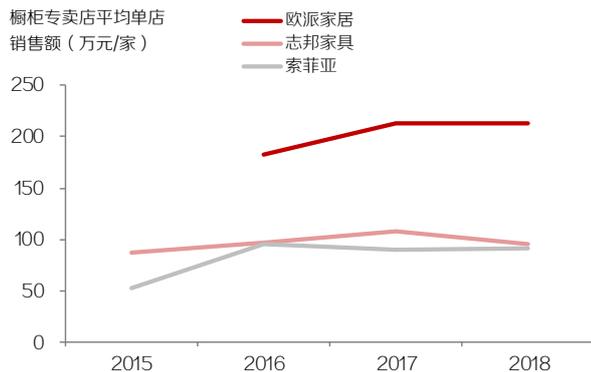


资料来源：国家统计局，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

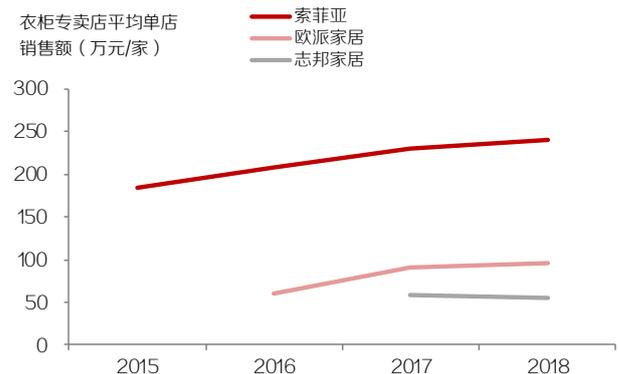
考虑到行业竞争仍较为激烈，行业竞争或将部分抵消竣工回暖带来的需求边际改善，选股策略宜采取自下而上的方式，选择质地较优、竞争优势突出的龙头企业。2018 年以来行业竞争较为激烈，以欧派家居、索菲亚、志邦家居等龙头定制家具企业为例，2018 年橱柜、衣柜专卖店单店销售额增长均有明显放缓，其背后的原因一方面源于地产降温背景下，新房客流萎缩，行业在获客层面的竞争愈发激烈；另一方面源于整装、精装修等前置流量入口的截留，对传统渠道自然客流构成分流，导致门店自然流量进一步下行。企业依托新开店方式实现规模扩张的边际效益递减，家具企业在经营管理、流量获客等方面正面临较大的挑战。我们判断 2020 年竞争格局仍是影响家具板块最为关键的变量，地产红利消退、流量愈发分散的背景下，预计 2020 年行业竞争仍将处于较为激烈的态势，交付回暖带来的需求边际改善或将被行业竞争部分抵消，因此选股策略层面宜采取自下而上的方式把握  $\alpha$ ，优选质地较好、竞争优势较为突出的龙头企业，业绩确定性相对更高。

图 35：以橱柜为例，2018 年定制家具企业橱柜专卖店单店销售额增长明显放缓



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 36：以衣柜为例，2018 年定制家具企业衣柜专卖店单店销售额增长明显放缓



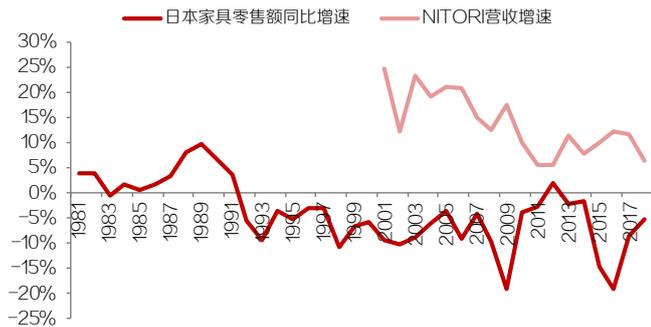
资料来源：公司公告，东方证券研究所

### 国内龙头家具企业有望依托扩品类、扩渠道打开中长期成长空间

中长期角度，国内龙头家具企业更有可能通过扩品类、扩渠道，转型升级为对标宜家、NITORI 的家居零售巨头。短期内，国内家具行业竞争仍较为激烈，龙头企业依托自身在渠道、品牌、产品等方面构筑的竞争优势，预计盈利增速将整体高于行业内其他企业；中长期角度，家具龙头企业更有可能通过扩品类、扩渠道等方式转型升级为对标宜家、NITORI 的家具零售商，打开中长期成长空间。NITORI(宜得利)作为日本最大的家具企业，成立于 1967 年，于 2002 年在日本股票市场公开上市，连续数十余年收入、利润保持稳健增长。事实上，日本家具市场自 1990s 初见顶以来，市场便持续萎缩，2011 年大地震后居民对于家具的替换需求增加、行业景气略有回暖，但由于人口总数下降，此后日本家具行业整体仍呈负增长态势。在此期间，中小企业不断出清，NITORI 则通过自身强大的经营管理能力逆势崛起，近 10 年营收、利润年均复合增速分别达 10%、14%；在日本家具行业的市场竞争地位持续提升，2018 年实现营业收入 6081.31 亿日元（约合人民币 364 亿

元)，市占率达 15%，稳居日本家具行业龙头地位。日本家具龙头 NITORI 在行业下行周期中逆势崛起的经验，可为国内家具企业的中长期发展提供借鉴。

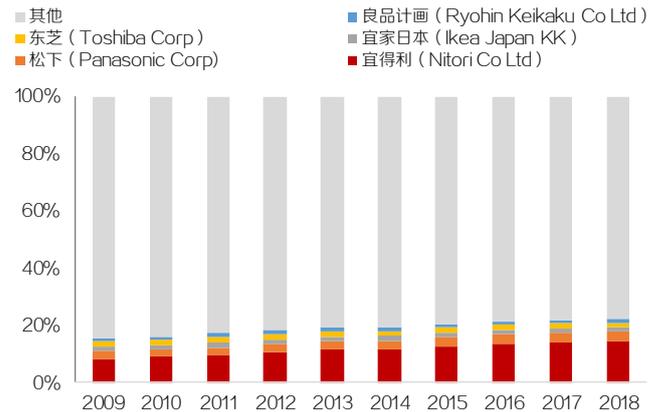
图 37：90 年代起日本家具行业持续萎缩，NITORI 逆势崛起



注：公司财年为每年的 2 月底，此处已调整至自然年口径

资料来源：日本财务省，公司公告，东方证券研究所

图 38：NITORI 日本市占率持续提升，2018 年达 15%



资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

图 39：2008 年以来 NITORI 营业收入年均复合增速达 10%



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 40：2008 年以来 NITORI 归母净利润年均复合增速达 14%



资料来源：公司公告，东方证券研究所

**积极进取的开店策略+扩品类实现低频向高频的转化，构成 NITORI 收入稳定增长的动力来源。** NITORI 收入增速保持稳定增长主要得益于两点：（1）采取较为积极的开店策略（近年门店数增速达 10%左右，同时单店收入保持相对稳定），与宜家有所不同的是，公司开店地点主要集中于人口较为密集的城市地区；（2）将产品矩阵由家具单品扩展至家具与家居时尚的结合，以高频消费代替低频。为此公司专门开设 Deco Home 商店，截止 2018 年 2 月共计拥有 78 家 Deco Home 门店（单店面积 150-300 坪），选址主要位于首都圈购物中心，产品矩阵以家居时尚为核心（自有产

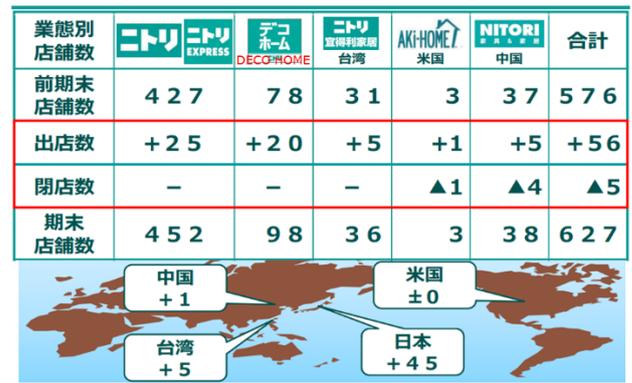
品占比约 50%)，将家具本身的低频消费属性转化为家居饰品的快速消费品属性，提升客户粘性。可以看到，NITORI 收入结构中，家居饰品已由曾经不足 40% 的占比提升至 60% 左右，构成公司营业收入的重要来源。

图 41: NITORI 开店策略较为积极，近年门店数同比增速达 10%



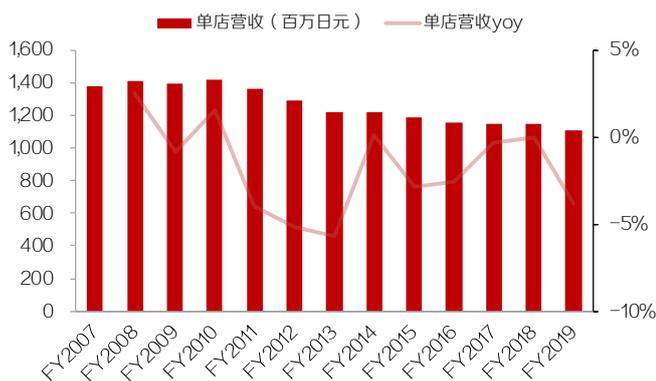
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 42: NITORI 计划于 2020 年 2 月底将全球门店数扩张至 627 家



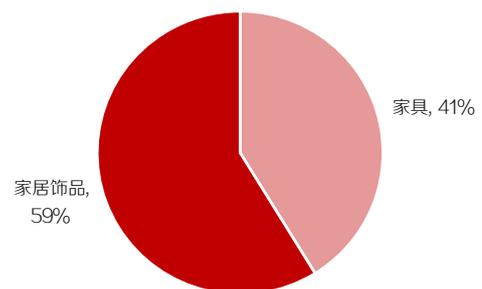
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 43: NITORI 开店策略积极，近年门店数同比增速达 10%



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 44: NITORI 营收结构中，家居饰品占比已达近 60%



资料来源：公司公告，东方证券研究所

全球布局的 SPA 模式缩短价值链，为提供性价比突出的商品提供稳定支撑。NITORI 采取“制造-物流-零售”于一体的 SPA 模式，致力于通过独立处理产品开发、生产、物流配送、零售等各个方面，降低成本、形成闭环。公司主要通过全球布局方式实现一体化模式，当前在中国、泰国、马来西亚、印尼等国家共投资建设有 15 间工厂，约 90% 以上的产品来源于海外制造基地；公司还通过自建全球物流中心的方式节约物流成本，提升周转效率。正是基于以上垂直整合的商业模式，结合公司成本管控的内在基因，NITORI 得以持续提供“物超所值”的低价高质产品，2008-2012 年累

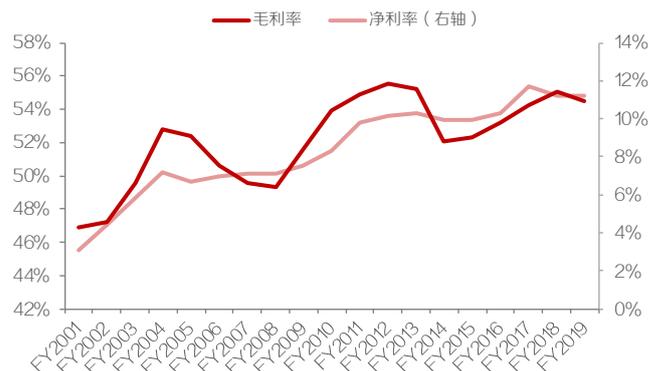
计降价 12 次，在行业景气下行周期中实现收入、利润稳健增长。公司上市以来盈利能力整体呈现稳定提升态势，2019 财年毛利率、净利率分别达 54.4%、11.2%，盈利能力行业领先。

图 45: NITORI 采取 “制造-物流-零售” 于一体的 SPA 模式



资料来源：公司公告，东方证券研究所

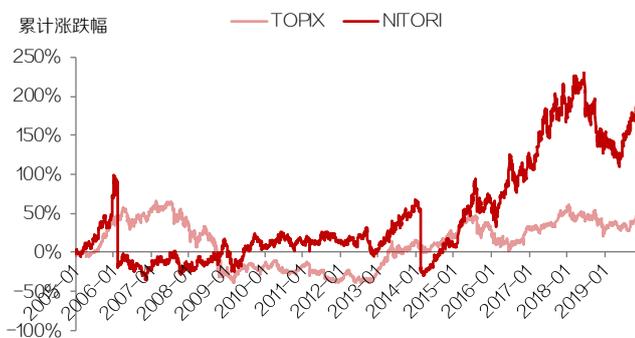
图 46: NITORI 盈利能力持续提升



资料来源：公司公告，东方证券研究所

镜鉴 NITORI 崛起之路，国内家具企业通过扩品类、扩渠道，未来有望诞生家居零售巨头。“在不景气的时代抓住机会是成长的关键”，正是 NITORI 给予中国家具企业最核心的启示。2014 年至 2018 年上半年，NITORI 股价上涨近 300%，实现显著超额收益；PE 估值中枢也逐步上移至 25-30 倍，当前 PE(TTM)约 28 倍。与日本家具行业 90 年代以来逐步萎缩有所不同，中国家具行业仍有较为广阔的增长空间，未来中国家具企业通过扩品类、扩渠道转型为家居零售商，或将是行业龙头企业的终极形态。在这一过程中，家具企业将实现更为多样的需求覆盖，逐步由低频过渡至中频、进而转化为高频，增加客户粘性、提升服务溢价，并在此基础上针对用户运营、流量管理开展更多工作，形成正反馈闭环。总体而言，国内家具行业空间依旧广阔，长期向上趋势不改。

图 47: 2014 年至 2018 年上半年 NITORI 实现显著超额收益



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 48: NITORI 估值中枢 2013 年起逐步上移至 25-30 倍 PE



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

## 关注龙头家具企业经营策略的主动求变，看好国内家具龙头企业转型升级

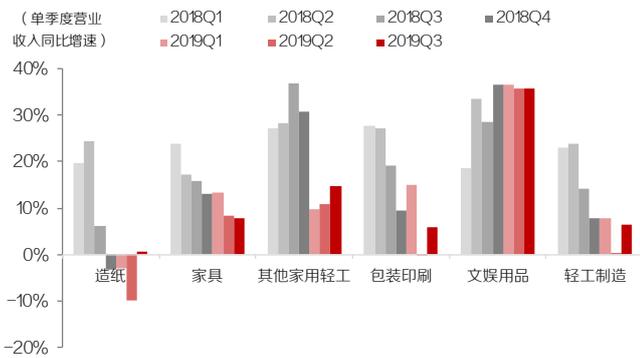
**2020 年家具行业预计仍将处于较为激烈的竞争态势，获客成本提升，渠道变革仍将持续。**行业激烈竞争下获客成本将上升，龙头企业相对更具优势。这主要是由于，龙头企业通过扩品类等方式提升客单价，在获客成本同等幅度增加的情况下，龙头企业利润率相对更具优势，“白银时代”更有可能“活下去、活得好、活得久”。

**短期内，为应对自然客流下滑，定制家具龙头企业入局整装、大宗业务，积极把握流量入口。**新渠道的竞争已全面开启，龙头企业通过整装、大宗布局把握流量入口，积极顺应渠道变革。当前行业内定制家具龙头企业主要通过三种路径入局整装业务：（1）尚品宅配：平台模式，强调互联网整装服务，推出 Homekoo 整装云，后端赋能整装解决方案；（2）欧派家居：与当地龙头整装公司强强联合，2019 年底计划签约城市数量达 250-300 个；（3）索菲亚：鼓励当地经销商合作整装公司，预计 2019 年底整装公司签约数将达 100 个。同时，定制家具企业通过与优质地产商合作开展大宗业务，受益于中国精装房渗透率提升（2020 年至少达到 30%，相比欧美 80% 的渗透率仍有较大差距），预计亦将为龙头家具公司收入增长注入动力。

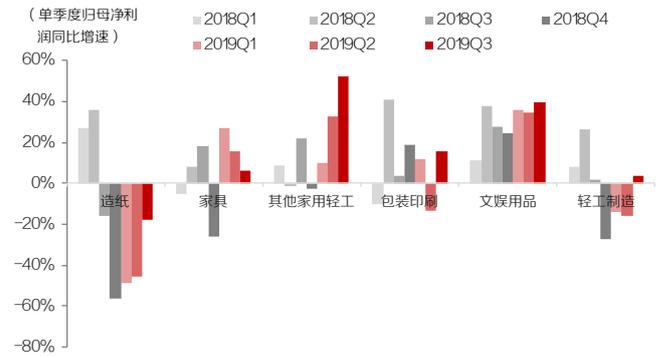
**中长期角度，具备渠道、品牌、产品优势的家具龙头企业，未来更有可能通过多品类扩张方式夯实竞争优势、转型升级为对标宜家、NITORI 的家具零售商，打开中长期成长空间。建议关注定制家居龙头企业——欧派家居、尚品宅配、索菲亚、志邦家居，以及成品家具龙头企业——顾家家居。**

## 4.2 消费轻工：必选消费抵御周期波动能力较强，看好业绩确定性较高的文具龙头

**外部环境不确定性加剧，必选消费防御属性突出，或将备受资金青睐。**晨光文具作为轻工行业中稀缺的必选消费龙头标的，业绩确定性较高，投资价值凸显，建议关注。2018 年以来宏观环境变化剧烈，轻工行业各子板块中，文娱用品必选消费属性突出，收入、利润均实现较为稳健的增长态势。2020 年外部环境不确定性延续，必选消费板块的配置价值持续凸显。晨光文具作为轻工行业中稀缺的必选消费龙头标的，2011 年以来营收、利润年均复合增速达 30%。公司正积极推进大众文具、精品文创、办公文具、儿童美术四条赛道，精品文创助力传统业务优化升级，办公直销业务有望快速扩张，预计公司市场份额有望进一步提升，未来业绩增长的稳定性相对较高，建议关注。

**图 49：文娱用品板块收入稳定增长，在轻工各子板块中表现突出**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 50：文娱用品板块净利润稳健增长，在轻工各子板块中表现突出**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 51：2011 年以来晨光文具营业收入年均复合增速达 29%**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 52：2011 年以来晨光文具归母净利润年均复合增速达 30%**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

## 5 投资建议：优选细分行业龙头企业

2020 年外围宏观环境的不确定性因素仍存，叠加行业面临的内部变革，“变革”下的行业“分化”或将成为影响 2020 年轻工行业投资策略的关键要素，预计 2020 年轻工行业内部分化将持续，行业盈利有望进一步向龙头集中。基于核心驱动因素的差异，各子板块集中度提升的逻辑分别表现为：

(1) 造纸包装板块，2020 年核心驱动因素在于原材料环节。

造纸板块，外废零进口执行在即，造纸行业原材料结构迎来变局，龙头纸企相较于中小纸企，在原材料布局方面更具优势；而行业内原材料结构分化带来的盈利分化，将在外废政策执行、推升原材料价格上涨的过程中充分演绎，具备原材料优势、成本优势领先的龙头纸企的投资机会凸显，**建议关注具备原材料优势的龙头纸企——太阳纸业(002078, 买入)、理文造纸(02314, 未评级)、玖龙**

纸业(02689, 未评级)、山鹰纸业(600567, 未评级)、晨鸣纸业(000488, 未评级), 以及受益于浆价低位的生活用纸龙头企业——中顺洁柔(002511, 未评级)。

包装板块, 以白卡纸、箱板纸为主的原材料价格处于历史相对低位, 提供盈利改善空间; 以消费电子为代表的下游需求有望回暖, 在行业集中度整体较低的背景下 (CR5 仅为 11%), 龙头企业依托较强的资源整合能力、市场份额有望进一步提升, **建议关注中高端纸包装板块纸龙头企业——裕同科技(002831, 未评级)。**

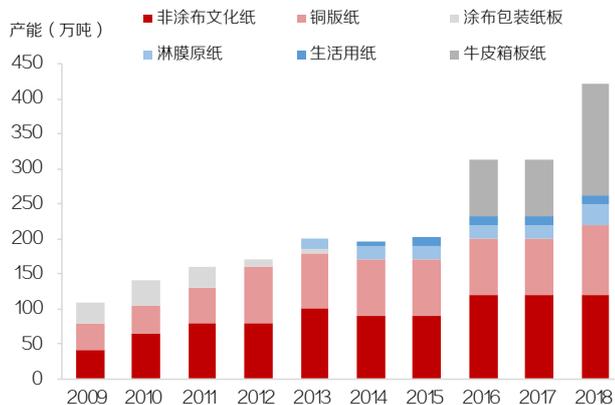
(2) 家具及消费轻工板块, 核心驱动因素在于竞争格局变化。

家具板块, 地产景气下行、流量分散化趋势明显, 预计 2020 年行业仍将处于较为激烈的竞争态势, 将部分抵消竣工回暖带来的需求改善, 选股逻辑宜采取自下而上的方式, 优选质地较好、竞争优势突出的龙头企业, 把握  $\alpha$ ; 中长期角度, 具备渠道、品牌、产品优势的家具龙头企业, 未来更有可能通过扩品类、扩渠道等方式转型升级为对标宜家、NITORI 的家具零售商, 打开中长期成长空间。**建议关注积极推进全渠道变革的定制家具龙头企业——欧派家居(603833, 未评级)、多品类扩张的成品家具龙头企业——顾家家居(603816, 未评级), 同时关注尚品宅配(300616, 未评级)、索菲亚(002572, 未评级)、志邦家居(603801, 未评级)。**

必选消费抵御周期波动能力较强, **建议关注业绩确定性较高、市场份额有望继续提升的文具龙头企业——晨光文具(603899, 未评级)。**

## 太阳纸业：行业内原材料布局方面最具优势的综合性龙头纸企

太阳纸业是国内浆纸规模领先的综合性龙头纸企。太阳纸业自 1982 年创立以来, 围绕造纸产业链稳步拓展品类结构。截至 2018 年底, 公司已拥有造纸产能 412 万吨 (其中非涂布文化用纸 120 万吨、铜版纸 100 万吨、牛皮箱板纸 160 万吨)、制浆产能 220 万吨 (其中溶解浆 80 万吨、化机浆 80 万吨), 业务范围涉及产业用纸、生物质新材料、快速消费品等多元化品类, 现已形成山东兖州、山东邹城和老挝海内外三大基地布局, 广西北海 350 万吨浆纸一体化项目亦在积极筹备, 未来将逐步实现全球化产业链综合布局积极打造“林浆纸一体化”的综合性龙头纸企。根据中国造纸协会公布的重点纸企产量排名, 公司母公司太阳控股集团 2018 年造纸产量为 460 万吨 (其中上市公司产量为 301 万吨), 位列行业第 4 位, 综合实力行业领先。

**图 53：2018 年末太阳纸业造纸产能达 412 万吨**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 54：太阳纸业母公司太阳控股集团 2018 年造纸产量位列行业第四位**

排序	企业名称	2018 年机制纸及纸板产量 (万吨)
1	玖龙纸业 (控股) 有限公司	1394
2	理文造纸有限公司	563
3	山鹰国际控股股份公司	461
4	<b>山东太阳控股集团有限公司*</b>	<b>460</b>
5	山东晨鸣纸业集团股份有限公司	457
6	华泰集团有限公司	314
7	中国纸业投资有限公司	290
8	宁波中华纸业有限公司	252
9	江苏荣成环保科技有限公司	221
10	金东纸业 (江苏) 股份有限公司	191

\*注：集团除上市公司外，旗下造纸主体还包含万国纸业、国际纸业太阳纸板、万国太阳三家主营白卡纸的子公司，2018 年产量约为 160 万吨，上市公司 2018 年产量为 300.58 万吨

资料来源：中国造纸协会，东方证券研究所

太阳纸业目前在行业内原材料布局方面最具优势，考虑未来 1-2 年原材料价格上涨，公司盈利能力有望持续扩张。通过前瞻性布局，太阳纸业当前已成为行业内原材料布局方面最具优势的企业。公司箱板瓦楞纸依托半化学浆、老挝废纸浆、老挝成品纸等项目布局，未来三年公司原材料结构中不依赖于国废的占比将大幅下降至 30% 以下，显著低于行业平均水平；若国废价格上涨，公司原材料供应方面的优势将愈发凸显。文化纸方面，公司自供浆比例目前整体稳定在 30%-40%，高于行业平均水平，伴随着未来木浆新项目的逐步投产，其木浆自供比例将逐步提升至 60% 左右；若未来木浆价格上行，其文化纸将充分享受成本红利，毛利率有望持续扩张。

**图 55：太阳纸业箱板纸原材料中对于国废的依赖比例逐年降低，未来将远低于行业平均水平**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

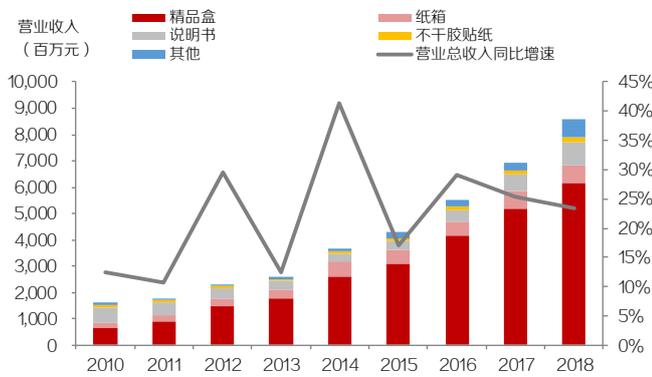
**图 56：太阳纸业木浆系纸品自制浆比例整体高于行业平均，未来有望持续提升至 60%**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

## 裕同科技：多元化布局、客户资源优质的高端纸包装龙头

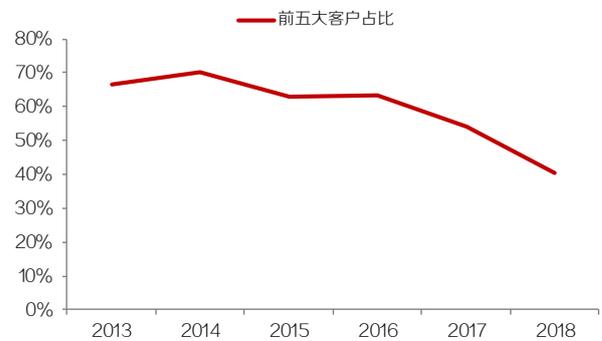
裕同科技是国内领先的包装整体解决方案服务商，在 3C 包装传统优势的基础上，逐步拓展至多元化品类布局。裕同科技是国内领先的中高端纸包装龙头企业，2018 年公司实现营业收入 85.78 亿元（同比增长 23%），其中约 72% 来源于精品盒业务。公司传统优势为 3C 消费电子包装，客户包括富士康、华为、小米、亚马逊、谷歌、哈曼音箱等，依托较强的产品制造及客户开发能力，逐步将下游客户拓展至智能家居、烟酒、大健康、化妆品、奢侈品等多个行业，提供从创意设计、研发创新、生产、运输仓储到 JIT 交付等各环节的整体解决方案，以此提高客户粘性，建立竞争壁垒。

图 57：裕同科技以精品盒为主的营业收入稳健增长



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 58：2018 年裕同科技前五大客户收入占比已下降至 40%，客户结构持续优化

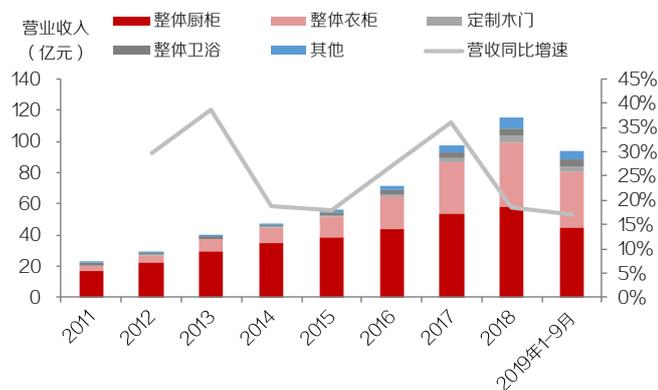


资料来源：公司公告，东方证券研究所

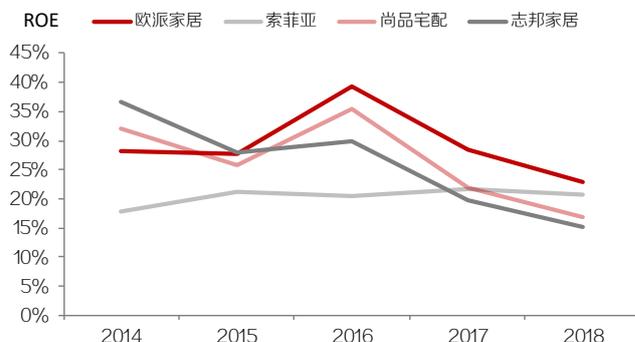
公司依托自建、外延并购并举的方式稳步拓展大包装业务，未来市占率有望持续提升。公司自 2013 年起拓展酒包市场，通过与酒企合作成立子公司的方式，先后切入古井贡酒、泸州老窖、西凤酒等名酒客户供应体系，并于 2018 年 1 月与金之彩集团共同投资设立江苏裕同（公司持股 51%），辐射山东、江苏、安徽等主要白酒消费区，进一步开拓酒包市场。此外，公司于 2017 年 12 月、2018 年 3 月先后收购武汉艾特共计 51% 的股权，进军烟标市场；2017 年 12 月公告收购上海嘉艺 90% 股权，拓展高端消费品客户群；2018 年 9 月收购江苏德晋 70% 股权，持续拓展化妆品客户。公司持续通过内生自建、外延并购并举的方式，积极开拓烟、酒、化妆品等消费行业优质客户资源，充分彰显其资源整合能力，在行业集中度仍较为分散的背景下，未来市占率有望持续提升。

## 欧派家居：定制家具龙头，积极推进全渠道建设

欧派家居作为国内定制家具龙头企业，大家居战略起航迈向新阶段。公司以定制橱柜业务起家，2006 年进入衣柜市场，2016 年提出“大家居”战略，现已形成整体橱柜、定制衣柜、整体木门、定制卫浴等品类较为齐全的产品矩阵结构，拥有清远、天津、无锡、成都四大生产基地，形成覆盖华南、华北、华东、华西的全国生产能力。公司 2019 年前三季度实现营业收入 95.35 亿，同比增长 16.33%；实现归母净利润 13.78 亿元，同比增长 14.83%。依托于盈利能力稳健改善、周转率维持较高水平，公司 ROE 水平行业领先，龙头地位稳固。

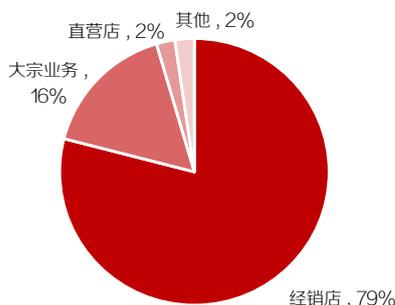
**图 59：欧派家居多品类布局助推收入稳健增长**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 60：欧派家居 ROE 水平行业领先**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

公司通过整装、大宗布局把握流量入口，积极顺应渠道变革。公司主动推行大家居战略，通过开设大家居融合店优化升级传统零售渠道，同时积极布局大宗、整装业务。依托于品牌优势，公司通过与龙头优质地产商合作的方式布局大宗业务，在保证盈利能力较佳、回款较为良好的同时实现营收快速增长，2019 年前三季度大宗业务实现收入 15.46 亿元，同比增长 50.90%。此外，公司于 2018 年起推进整装业务，截至 2019 年 9 月末，公司已拥有整装大家居门店 251 家，与当地龙头整装公司强强联合把握流量入口，为公司中长期发展赢得优势。

**图 61：欧派家居以经销渠道为主，积极布局大宗、整装业务（以 2019 年前三季度为例）**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 62：欧派家居大宗业务收入快速增长**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

## 晨光文具：从文具到文创生活，稳健成长的文具龙头

晨光文具是国内领先的综合文具供应商。晨光文具最初的身份为文具代理商，此后逐步成长为自主品牌制造商，进一步发展至目前的整合创意价值与服务优势的综合文具供应商。现阶段以书写工具、

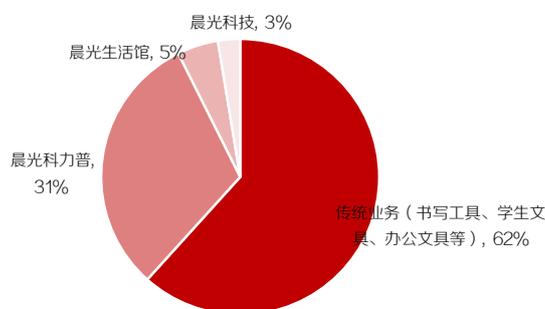
学生文具、办公文具等为主的传统业务仍是公司营业收入的主要来源，以 2019 年上半年为例，传统业务营业收入占公司总营收的比重达 62%；与此同时，公司新兴业务增速较快，2019 年上半年新兴业务营收占比约为 38%，其中：办公直销业务增长尤为亮眼，现阶段晨光科力普营业收入占比迅速提升至 31%；含九木杂物社在内的晨光生活馆业务营业收入占比约为 5%，伴随九木杂物社门店扩张计划，预计未来该比例将持续提升。

图 63：晨光文具是国内综合文具供应商，传统与新兴业务推动品牌持续升级



资料来源：公司公告，公司官网，东方证券研究所

图 64：现阶段公司传统业务仍为营业收入的主要来源（以 2019 年上半年为例）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

**精品文创助力传统业务优化升级，办公直销业务快速扩张，助推公司业绩稳健增长。**晨光文具在保持传统业务竞争优势的同时，积极拓展精品文创、办公直销等新业务，依托九木杂物社探索文创精品零售模式，推动传统业务优化升级；子公司科力普掘金办公直销潜在万亿市场空间，凭借品牌优势、服务能力等竞争优势实现快速扩张。2019 年前三季度晨光生活馆（含九木杂物社）实现营业收入 4.2 亿元，同比增长 91%；科力普实现营收 24.83 亿元，同比增长 48%，新业务快速扩张推动公司业绩稳健增长。

图 65：晨光生活馆（含九木杂物社）收入规模增长较快



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 66：晨光科力普收入规模快速扩张



资料来源：公司公告，东方证券研究所

## 风险提示

- **宏观经济增速放缓、终端需求下滑超预期的风险：**若国内宏观经济增速发生较大波动，终端需求下滑幅度超预期，则造纸及包装印刷、家具行业存在收入端大幅回落、盈利大幅下滑的风险。
- **地产销售、竣工不及预期的风险：**由于家具行业受地产景气因素影响较为明显，若地产销售、竣工不及预期，将影响家具行业接单情况，家具企业盈利存在大幅波动的风险。

## 信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有尚品宅配(300616)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

截止本报告发布之日，东证资管仍持有太阳纸业(002078)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email: wangjunfei@orientsec.com.cn

