

顺势而上，优选“长跑冠军”与“口红经济”

轻工制造

投资要点：

► **海外轻工龙头阅兵：**造纸、软体、定制家居、金属包装、文具以及化妆品等细分赛道都有巨头公司出现，我们总结海外优秀公司的特质：1) 聚焦主业基础上，深耕产业链；2) 产品力始终是护城河，重视研发投入；3) 多品牌多市场战略，将份额提升做到极致；4) 借助资本杠杆，做大做强。这也会是我们观察和寻找国内轻工行业长跑冠军的重要参考依据。

► **国内轻工行业处于变革时期，龙头顺势而上：**大环境整体承压下，优势企业护城河更加突显重要，市场份额向强者倾斜。我们判断轻工行业趋势：1) 整合加大，集中度提升；2) 流量为王，品质为基；3) 产业链布局深化；4) 竞争到融合。

► 具体来看各子板块，**家居：**前期地产压力和行业竞争有所缓和，同时竣工改善叠加龙头主动调整，2020年行业有望温和复苏，另外重点关注精装整装趋势的机会；**造纸：**Q4旺季行情超预期，文化纸高盈利有望延续，浆价预计底部徘徊；**化妆品：**受益国民“颜值经济”热情高涨，保持高景气度，国货品牌凭借本土化优势有望后来居上；**文具：**大公办直销业务受益政策红利空间广阔，龙头迎来业绩收获期；**包装：**重点关注景气改善的金属包装（供给改善）和消费电子纸包装（5G换机潮）。

2020年投资主线：一、坚守“长跑冠军”，强者恒强。重点推荐：欧派家居、顾家家居、太阳纸业、美凯龙，关注：敏华控股；二、景气独立的“口红经济”品种，风景独好。重点推荐：晨光文具、中顺洁柔、珀莱雅、丸美股份、上海家化。三、关注景气改善的包装。重点推荐：奥瑞金、裕同科技，关注：中粮包装。

风险提示

宏观经济增长不及预期；地产调控政策风险；市场竞争加剧；原材料价格波动风险。

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话：17701086910

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

联系电话：13651997419

联系人：聂贻哲

邮箱：nieyz@hx168.com.cn

联系电话：13683294190

相关研究

1. 造纸：短期关注旺季行情，长期看好供需优化，龙头确定性受益
2019-10-14

2. 化妆品：颜值经济向上，国货龙头崛起
2019-09-23

3. Call 家居板块，推荐“长跑冠军、低估值龙头和精装工程龙头”三条主线
2019-09-05

正文目录

1. 海外轻工阅兵：哪些细分赛道容易出巨头公司	5
1.1. 造纸-国际纸业：深耕产业链，聚焦包装主业	6
1.2. 床垫-舒达：产品营销良性互动，并购助力	6
1.3. 定制家居-汉森：多品类多渠道，持续提升份额	7
1.4. 金属包装-波尔：内延外扩，铸就包装巨头	8
1.5. 文具-百乐：产品驱动&创新营销助力发展	8
1.6. 化妆品-雅诗兰黛：明星单品为基，全球化多渠道共发力	9
2. 轻工行业处在变革时期，顺势而上	11
2.1. 中宏观大环境整体有压力	11
2.2. 基本面承压，二级市场整体表现一般	11
2.3. 轻工行业四大趋势判断	12
3. 家居：变革之年，公装整装业务发力	14
3.1. 家居：行业变革，渠道走向多元化，全装修政策不断推出	14
3.2. 新趋势：工程渠道快速发展，龙头有望受益	14
3.3. 新趋势：整装渠道逐步兴起	19
3.4. 定制家具：龙头有望强者恒强	22
3.5. 软体家具：原材料红利仍在，贸易摩擦影响减弱	22
4. 造纸：旺季行情超预期，长期看好供需优化，龙头确定性受益	24
4.1. 纸浆价格处于历史低位	24
4.2. 终端纸价四季度坚挺，行业存在阶段性盈利机会	25
4.3. 中长期供需优化，集中度提升	26
5. 化妆品：颜值经济向上，国货龙头崛起	28
5.1. 市场空间广阔，消费升级引领增长	28
5.2. 国货公司：贴近本地消费者，发挥地域优势	29
5.3. 营销模式：带货时代+科技时代	30
5.4. 产品趋势：彩妆强势崛起，中高端产品占比提升；健康&抗衰老成发展新热点	30
5.5. 消费者趋势：男性需求迅速提升	32
5.6. 行业趋势：社交&内容化营销+产品创新+重塑品牌力	33
5.7. 行业趋势：多产品&多品类&多品牌	33
6. 文具：大办公直销空间广阔，龙头迈入收获期	35
6.1. 受益政策红利，B端业务进入收获期	35
6.2. 晨光文具：科力普迎来收获期	35
6.3. 齐心集团：大客户资源丰富，打造一站式购物	36
7. 包装：关注景气改善的金属包装与消费电子包装	37
7.1. 金属包装：供需格局改善推动行业景气回升	37
7.2. 纸包装：成本端压力仍较轻	39
8. 风险提示	41
附表：轻工板块重点个股盈利预测估值表	42

图表目录

图 1	产业链闭环，盈利能力强	6
图 2	工业包装为公司核心业务	6
图 3	舒达通过并购助力市占率保持第一（2017 年）	7
图 4	汉森多品类经营模式	7
图 5	销售渠道多元化	7
图 6	2018 年饮料包装业务占比约 80%	8
图 7	百乐 2011-2018 主营业务收入及增速	9
图 8	百乐创新性、多元化营销	9
图 9	雅诗兰黛发展史	9
图 10	PMI 连续 6 个月处于荣枯线以下	11
图 11	社零总额累计同比增速持续下降	11
图 12	开工-竣工周期约为 2 年	11
图 13	年初以来家具出口额承压	11
图 14	年初至今轻工各版块（申万）收益率	12
图 15	年初至今重点个股收益率	12
图 16	受地产因素影响，家具销售同比出现下滑（%）	14
图 17	家居渠道走向多元化	14
图 18	国内精装渗透率仍有较大提升空间	15
图 19	近年精装房保持较快增速	15
图 20	江山欧派、皮阿诺大宗业务占比比较高	16
图 21	2018 年较多家居公司大宗业务收入占比上升	17
图 22	家电品类中厨电配套规模与橱柜接近	17
图 23	2018 年老板、方太工程市占率分别为 40%/30%	18
图 24	2018 年 12 月老板、方太零售市占率为 25%/22%	18
图 25	老板、方太连续两年实现工程市场集中度提升	18
图 26	2018 年定制橱柜 CR7 约 10%	19
图 27	2018Q1 精装市场橱柜集中度为 32%	19
图 28	全屋整装有 119800 及 1680 两种套餐	21
图 29	整装云具备三大硬通货和四大软实力，有效赋能中小家装企业	21
图 30	竣工数据持续回暖	22
图 31	原材料价格低位运行	23
图 32	2017 年国内沙发行业 CR4 约 12%	23
图 33	港口木浆库存位于高位	25
图 34	全球来看库存周转速度放缓	25
图 35	铜版纸和双胶纸价格走势	25
图 36	文化纸总产量	25
图 37	文化纸库存仍处低位	26
图 38	年初以来双胶纸差价回调	26
图 39	双胶纸 CR4 约为 65%	26
图 40	课外培训规模不断增长	27
图 41	党政建设宣传图	27
图 42	2014 年至今行业已减少 305 家企业	27
图 43	2017 年行业 CR10 约 40%	27
图 44	美容个护行业蓬勃发展	29
图 45	化妆品在限额以上商品零售额占比不断提升（&）	29
图 46	巧用文化创新，拉近消费者心理距离	29
图 47	佰草集主打中草药传统配方	29
图 48	化妆品类公司日本市场市占率情况	30
图 49	化妆品类公司韩国市场市占率情况	30
图 50	电商渠道持续走强（单位：%）	30
图 51	口红一哥李佳琦	30
图 52	彩妆市场规模和占比持续扩大	31
图 53	中高端产品占比提升	31

图 54	天然护肤品宣传海报	32
图 55	抗衰老产品销售额稳步增加	32
图 56	2017 年抗衰老产品用户结构	32
图 57	男士护肤品市场规模迅速增长	32
图 58	男性更关注产品本身和口碑评价	33
图 59	护肤和香水关注度最高 (2018)	33
图 60	新型营销方式势头凶猛	33
图 61	化妆品爆品一览	33
图 62	办公直销市场产品结构	35
图 63	科力普完善的物流仓储体系	36
图 64	齐心集团 B 端业务助力业绩迅速增长	36
图 65	一站式办公解决方案	36
图 66	18 年开始马口铁进入下行通道	38
图 67	18 年开始铝价进入下行通道	38
图 68	铝制包装业务收入加速增长	39
图 69	2019H1 铝制包装业务毛利率小幅提升	39
图 70	加多宝纠纷逐步走向清晰	39
图 71	裕同科技收入稳健增长	40
图 72	裕同科技利润稳步增长	40
图 73	裕同科技毛利率得到改善	40
表 1	各版块海内外龙头公司对比	5
表 2	舒达出货量近五年稳居第一 (百万美元)	7
表 3	波尔部分并购情况	8
表 4	全装修政策梳理	15
表 5	全装修设计品类	16
表 6	整体家装代表公司	19
表 7	家装公司整装套餐情况	20
表 8	大厂既有产能和未来投产统计	26
表 9	欧莱雅旗下产品 (单位: 元)	34
表 10	办公直销市场结构	35
表 11	科力普收入保持增加、利润情况改善	36
表 12	业内新增产能有限	37
表 13	行业通过收并购加速整合	37
表 14	啤酒罐化率推测	38
表 15	轻工板块重点个股盈利预测估值表	42

1.海外轻工阅兵：哪些细分赛道容易出巨头公司

轻工行业是典型的“大行业，小公司”。现阶段国内轻工企业整体集中度仍然较低，且大部分还面临产能过剩的压力。但也有部分细分子行业，如造纸（双胶、白卡、铜板纸）、金属包装等集中度较高，CR4在60%以上。所以我们也一直在思考，哪些轻工细分子行业更容易出大公司，优秀的轻工龙头公司都有哪些共同点？这些细分的赛道，以及有巨头潜质的公司，也将是我们值得拥有的“长跑冠军”。

我们从海外成熟市场的经验来看：造纸（美国国际纸业）、床垫（美国舒达）、定制家居（韩国汉森）、金属包装（美国波尔）、文具（日本百乐），以及化妆品（美国雅诗兰黛）等这些领域，都有较大的龙头公司产生，甚至不少市值达到千亿元以上，也是长牛股的典型代表。

表1 各版块海内外龙头公司对比

板块	企业	主营业务	市值(亿元)	营收(亿元)	归母净利润(亿元)	毛利率
造纸	国际纸业	工业包装	1267	1600	138	33%
	太阳纸业	文化纸、溶解浆	216	218	22	23%
软体	舒达	床垫	-	-	-	-
	顾家家居	沙发	229	92	10	36%
定制家居	汉森	橱柜、室内家居	~86	118	6	27%
	欧派家居	整体橱柜	473	115	16	38%
金属包装	波尔	饮料包装	1479	799	31	20%
	奥瑞金	三片罐产品	101	82	2	26%
文具	百乐	文具、玩具	~108	64	9	54%
	晨光文具	办公、书写文具	446	85	8	26%
化妆品	雅诗兰黛	护肤品、化妆品、香水	4713	1022	123	77%
	珀莱雅	护肤品、洁肤品	183	24	3	64%

资料来源：Wind，华西证券研究所（注：灰色背景为海外公司，市值按11月12日人民币收盘价计算）

尽管这些龙头公司所处的领域、产业链的位置以及时代和市场背景等都不尽相同，但我们仍然可以从他们的成功经验中，发现一些共同的特质，这也会是我们寻找国内轻工行业长跑冠军的重要参考依据：

1) 聚焦主业基础上，深耕产业链（包括横向和纵向）。专注主业，构筑绝对竞争优势，同时通过全产业链布局，降低成本波动，也将享受估值溢价。例如国际纸业在21世纪后通过瘦身，剥离并购带来的亏损业务，专注工业包装，深耕全产业链布局，横向收购造纸龙头，纵向深化林地、纸浆业务，成长为千亿市值巨头。

2) 产品力始终是护城河，重视研发投入。标准化产品力的高低由自身技术决定，企业研发投入比高，产品力相应更强更具有差异化，市占率也必然高。舒达掌握了床垫三大核心专利，即使面临市场激烈的竞争，仍能连续5年保持出货量第一，深受消费者偏好。

3) 多品牌多市场战略，将份额提升做到极致。跨品类&跨市场发展，能突破原有天花板，扩大消费群体，并具备协同效应相互引流，做大做强业务。汉森面对金融危机果断采用多品牌战略，扩张家居业务，加速大家居战略推进，持续实现较高业绩增速。

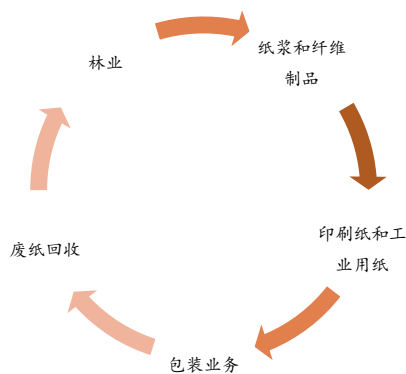
4) **借助资本杠杆，做大做强。**公司业务具备竞争力时，可利用资本杠杆，迅速抢占市场份额，做大做强后再逐步优化利润端。例如波尔在激烈的竞争中，合理利用财务杠杆，加速并购龙头公司雷盛等，并及时消化杠杆成本，最终实现后发制人，走向包装巨头。

1.1.造纸-国际纸业：深耕产业链，聚焦包装主业

产业链整合闭环，布局海外市场，减少成本波动：美国造纸业在上世纪 70 年代经历十年左右的环保严控，行业集中度提升，业内频现兼并重组，国际纸业在行业并购大浪潮下，逐渐形成了林业、自制浆、造纸、包装、废纸回收的全产业链布局，并通过布局印度、西班牙等海外市场，降低成本波动风险，提升自身盈利能力。

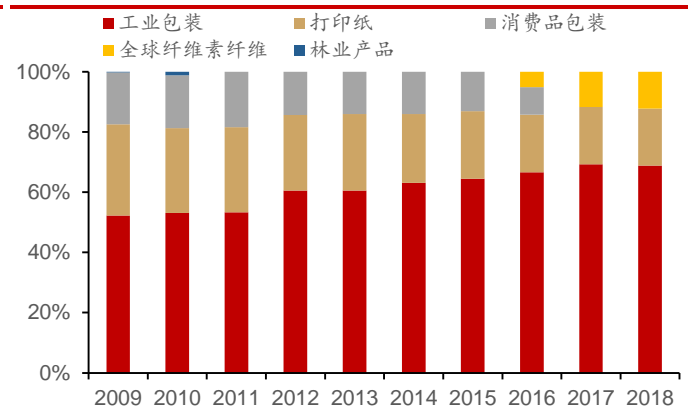
专业化经营，适当多元化：国际纸业在并购中收购多家企业，但因部分企业整合困难，业务繁杂，此后相继剥离不良业务及资产，完成瘦身。国际纸业目前形成了以工业包装为核心的专业化经营，小范围跨领域经营纸张和纤维素纤维。外扩后通过瘦身，提升专业化，形成核心竞争优势。

图 1 产业链闭环，盈利能力强



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 2 工业包装为公司核心业务



资料来源：Wind，华西证券研究所

1.2.床垫-舒达：产品营销良性互动，并购助力

研发为本，营销护航：床垫属于科技含量较高的家居品类，以技术为核心驱动力，只有具备研发实力的企业，才能不断推出优质产品，扩大市场份额，确立龙头地位。舒达拥有全球三大核心专利，以此占据市场先机。此外公司通过全国性、多渠道的广告投放，打造流行广告标语，深入人心；精准营销客户，以舒达羊形象推出系列广告，直击 25-45 岁女性需求痛点，成为市场营销典范。品牌营销是扩大市场影响力的必经之路。

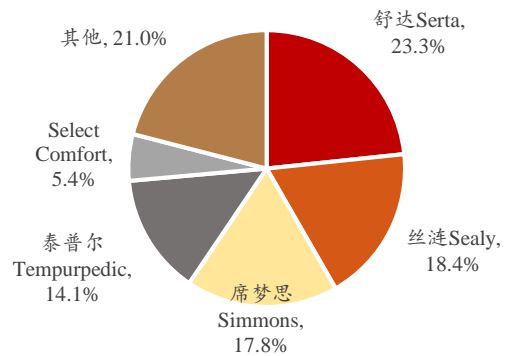
并购助力业绩稳居第一：在 2008 年金融危机中床垫市场规模缩水，市场竞争加剧，销量大幅下滑情况下，舒达并购另一龙头席梦思，做大做强业务。舒达并购席梦思后，通过强强联合扩大规模效应，保证竞争力，助力业绩稳步增长，近 5 年来，市场出货量稳居第一。

表 2 舒达出货量近五年稳居第一（百万美元）

品牌	2018	2017	2016	2015	2014
舒达	1506	1662	1657	1746	1663
席梦思	1366	1640	1499	1398	1267
丝涟	1276	1357	1525	1480	1381
泰普尔	912	861	1088	1115	1006

资料来源：舒达官网，华西证券研究所

图 3 舒达通过并购助力市占率保持第一（2017 年）



资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所

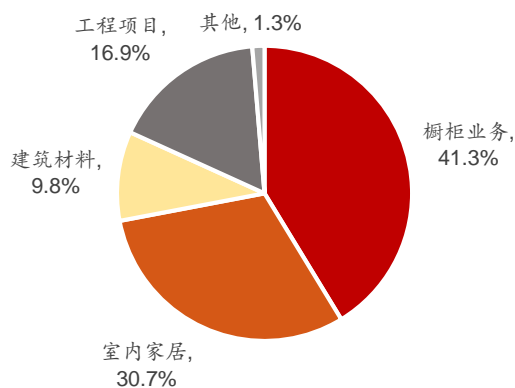
1.3.定制家居-汉森：多品类多渠道，持续提升份额

扩品类突破上限，全方位引流：全品类（B2C/B2B）发展，涉及橱柜、衣柜、卫浴等室内家居品并兼售建材，推进大家居战略，新品类突破原有品类天花板，创造业绩增长点；不同产品相互引流，发挥强协同效应。

提高终端销售与服务渠道质量：1) 收编 3000 家 IK 合作商，建立 300 余家经销商门店，优先占领市场资源，实现渠道快速下沉；2) 利用高效物流中心连接工厂与市场终端，提高销售端服务质量，建立差异化，形成客户粘性。

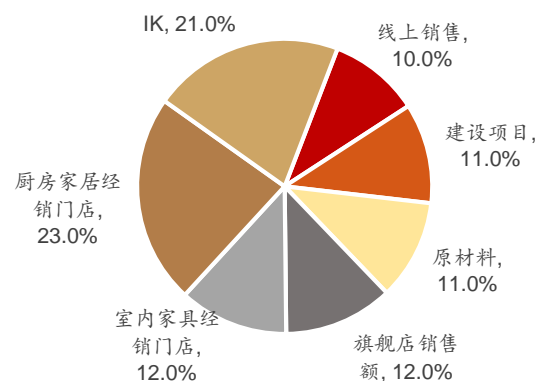
细分品牌扩大市场影响力，防范消费下行风险：作为定制家居龙头，公司在面临经济低迷时，通过同一产品细分品牌，覆盖高中低端市场。利用汉森品牌优势做背书，借助已有产能和渠道，加速新品牌快速落地，拉动整体业绩增长，防范消费下行风险。

图 4 汉森多品类经营模式



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 5 销售渠道多元化



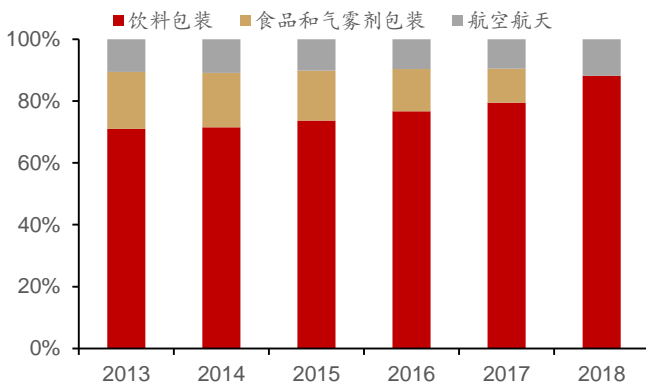
资料来源：公司年报，华西证券研究所

1.4.金属包装-波尔：内延外扩，铸就包装巨头

内深挖，专注主业：波尔起步阶段以玻璃罐为主，业务发展成熟后，逐步探索金属包装业务及其他业务。此后，公司明确以金属包装为主业（饮料包装业务占比约80%），细分食品饮料包装市场，将主业做大做强。

外扩延，加速龙头并购：公司通过并购手段，加强主业开发，在1998年收购Reynolds Metals Company金属饮料包装资产后，成为北美市场最大金属饮料罐供应商。在2000年后，公司加快世界范围内的并购进程，既有铝包装供应商（Aerocan SAS）、制造商（Can Inc），也有原料供应商（Neuman Aluminum）。收购龙头有利于整合市场资源，提高业务价值，并利用收购对象本土化优势，发展公司新市场业务，实现从美国包装龙头走向世界包装巨头的过程。

图6 2018年饮料包装业务占比约80%



资料来源：Wind，华西证券研究所

表3 波尔部分并购情况

成交日期	并购标的
2016-7	Rexam Ltd
2015-12	Latapack-Ball Embalagens Ltda
2011-1	Aerocan SAS
2009-10	4 AB InBev plants
2006-3	Certain North American plastic bottle
2006-3	US and Argentinean Operations
2002-11	Schmalbach-Lubeca AG
1998-9	MC Packging Hong Kong Ltd 25%股权
1998-8	Aluminum can assets
1997-3	MC Packging Hong Kong Ltd 75%股权
1993-3	Heekin Can Inc

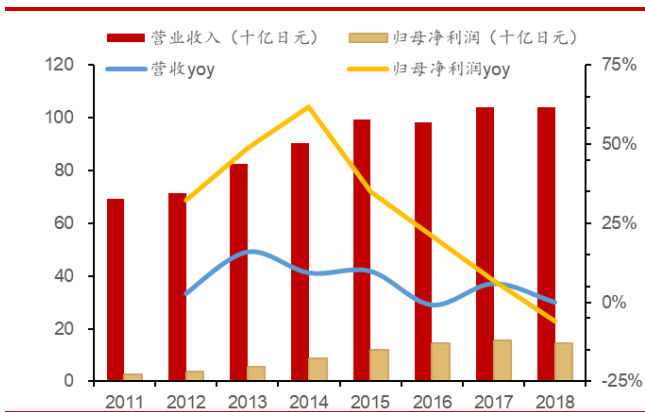
资料来源：Bloomberg，华西证券研究所

1.5.文具-百乐：产品驱动&创新营销助力发展

产品驱动模式，通过高附加值产品打造品牌核心竞争力：百乐采用了产品驱动的商业模式——通过高研发投入不断创新生产技术，从最初研制的自来水笔到高技术含量的可擦笔、从笔尖三点承托设计到笔芯，自主研发持续推动产品升级，提升产品附加值，从技术上形成与其他竞争对手的相对优势，且公司将生活、意境与产品相融合，形成独具一格的创意设计，进一步提升产品影响力。

因地制宜，把握消费者心态，采用创新营销策略，助力产品销量：如在日本本土，考虑到消费者对便利性要求高及当地便利店广布的现实情况，公司以零售为主，且在当地有名的精品店与便利店均设置柜面；在中国，由于专业文具店少且消费能力相对较弱，百乐则选择与概念书店开展合作活动，如THEBAI文具社区、猫的天空之城等，拍摄产品短视频，锁定消费能力较强的人群。

图7 百乐 2011-2018 主营业务收入及增速



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图8 百乐创新性、多元化营销



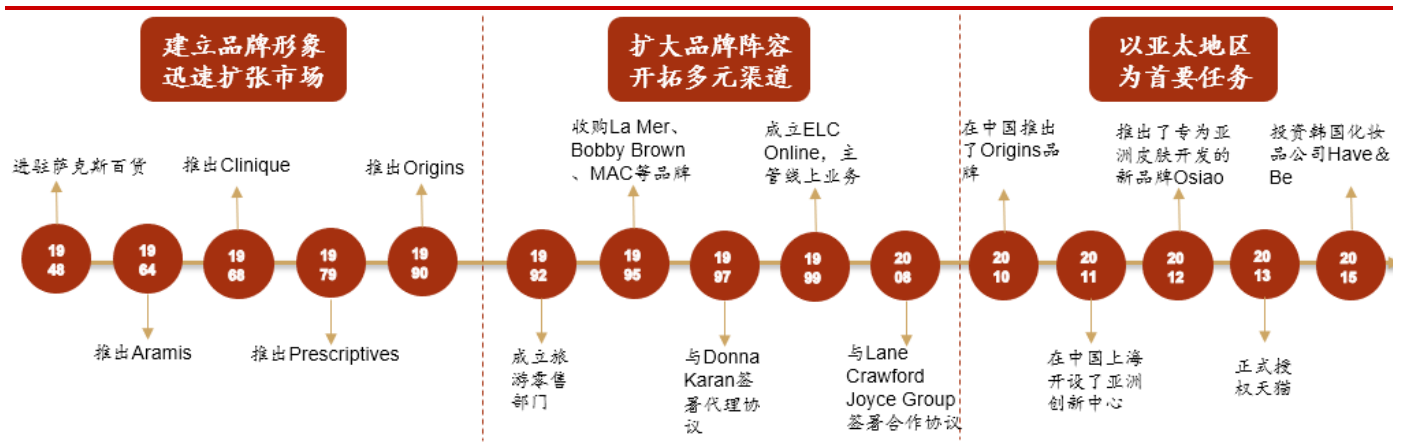
资料来源: 公司官网, 华西证券研究所

1.6. 化妆品-雅诗兰黛: 明星单品为基, 全球化多渠道共发力

发展历史:

雅诗兰黛公司成立于 1946 年, 是全球知名高端化妆品龙头企业。公司产品覆盖护肤品、彩妆、香水和头发护理四大类。公司发展主要经历了三大阶段: 1) 1946 年-1999 年, 公司主要通过研发自创新品牌建立品牌形象并扩张市场, 包括 Aramis、Clinique、Prescriptives、Lab Series、Origins 等品牌。2) 1990 年-2009 年, 1995 年公司成功上市后, 在保证自有品牌市场影响力的基础上, 通过并购和代理的方式填补细分市场空缺, 满足化妆品个性化需求, 提升整体市场占有率。3) 2009 年-至今, 公司制定新的长期战略计划——以亚太地区为首要任务, 业务重心逐步向亚太地区转移, 2011 年公司在中国上海开设了雅诗兰黛亚洲创新中心, 2013 年公司首次授权中国第三方电商网站天猫。

图9 雅诗兰黛发展史



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

成长启示:

• **打造明星单品，提高品牌价值**

雅诗兰黛旗下的“ANR 小棕瓶”是最经典畅销的产品，是品牌核心竞争力的集中体现。公司在推出 ANR 产品后通过产品更新不断添加新功效（如美白、眼部、DNA）迎合消费者升级，建立坚实口碑，使旗下 ANR 系列成为最经典畅销的产品。

• **自研+收购+代理，丰富旗下产品矩阵**

从雅诗兰黛的发展历史，其主要通过 6 个自创品牌占据核心市场，实现约 60% 的销售收入。在此基础上再通过并购小众品牌，抢占细分市场；以及代理高端品牌，实现跨域资源共享。公司通过并购和代理方式填补细分市场空缺，满足化妆品个性化需求，提升整体市场占有率。

• **多元化渠道保障公司增长**

百货门店为雅诗兰黛主流渠道，超过 40% 的销售来自百货门店。公司与主流渠道深度合作，开展联合营销，共同优化服务。在新兴渠道的布局上则做到了抢占先机，分别于 1992 年和 1999 年成立了旅游零售部门和电商部门，旅游零售、品牌官网等新兴渠道的销售占比提升显著，分别提高至 14%、7%。

• **不断推出新品和升级原有产品保持公司的竞争力**

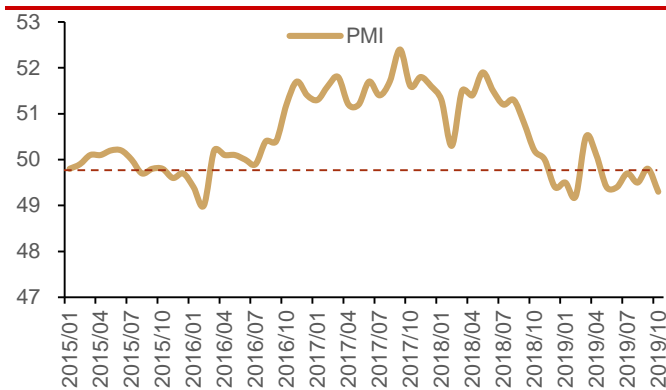
雅诗兰黛的研发投入保证公司每年 1/3 的销售量来自最近 3 年研发出来的新产品，以保持产品在技术和理念上的领先。2017 年，公司 70% 的产品是新产品或升级产品。

2. 轻工行业处在变革时期，顺势而上

2.1. 中宏观大环境整体有压力

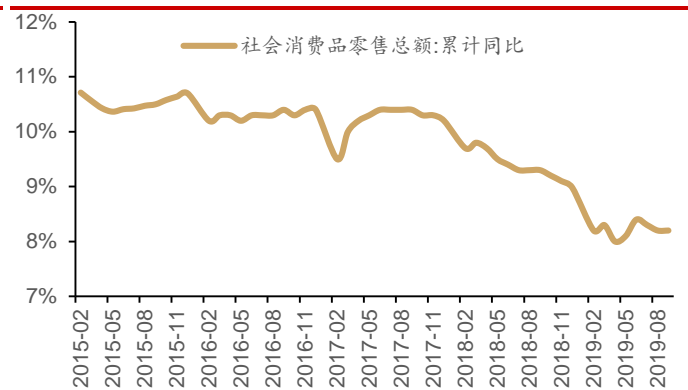
PMI 自年初以来已有 8 个月处于荣枯线以下，宏观经济承压；社零总额累计同比持续下降，消费增速有所放缓；开工-竣工传导周期约为 2 年，自 17 年 10 月至今周期已超 2 年，我们预计拐点即将来临，看好地产竣工面积后续反弹；受贸易战影响，家具出口金额自年初以来增长缓慢，与去年基本持平。

图 10 PMI 连续 6 个月处于荣枯线以下



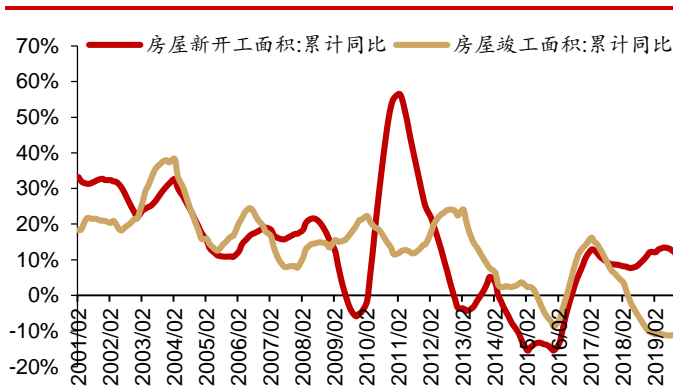
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 11 社零总额累计同比增速持续下降



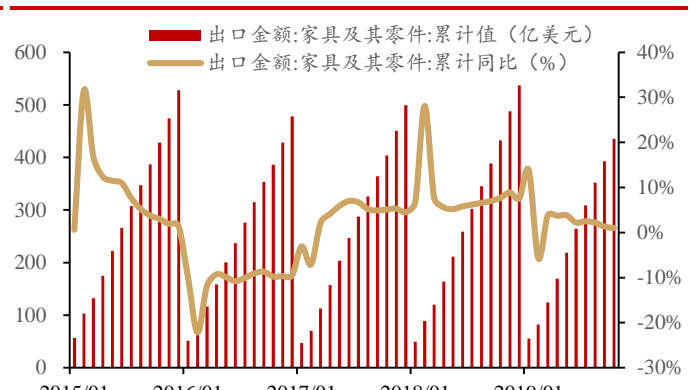
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 12 开工-竣工周期约为 2 年



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 13 年初以来家具出口额承压



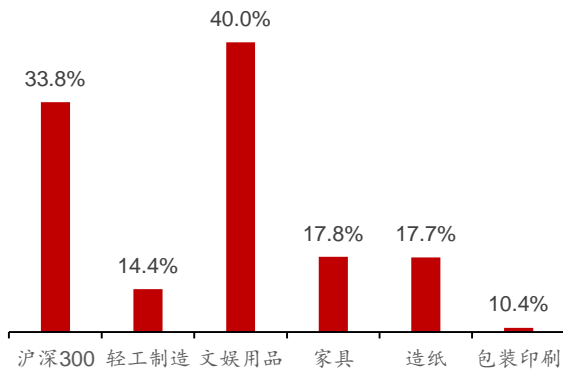
资料来源：Wind，华西证券研究所

2.2. 基本面承压，二级市场整体表现一般

轻工板块整体表现低迷：自年初以来轻工板块涨幅仅为 14.4%，低于大盘沪深 300 指数 33.8% 约 19pct。一方面受地产竣工、下游需求疲软以及供给端市场竞争加剧影响，行业整体增速放缓。另一方面，市场偏好下降及贸易战等因素影响，导致龙头及重点个股估值偏低。具体来看，文娱、化妆品较好，包装印刷利润承压业绩表现不佳。

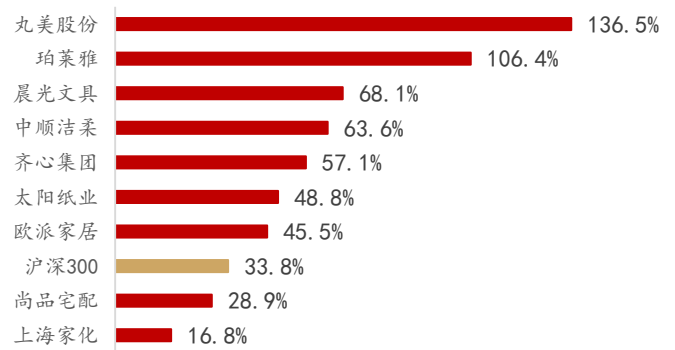
我们重点推荐的“长跑冠军”与“口红经济”品种仍有不错的超额收益：从重点个股来看，各子板块龙头企业在整体环境承压下，具备核心竞争优势，年内收益率均跑赢沪深300，丸美股份、珀莱雅收益率均超100%，上海家化17%的收益率，股价表现同样优异。

图 14 年初至今轻工各版块（申万）收益率



资料来源：Wind，华西证券研究所（注：时间截至11月8日）

图 15 年初至今重点个股收益率



资料来源：Wind，华西证券研究所（注：时间截至11月8日）

龙头领跑行业。家居方面，定制家居受制于地产下行、竞争加剧、精装整装挤压，营收增速明显放缓，但部分龙头如欧派、顾家 Q3 已有环比提升迹象。造纸方面，纸种之间出现分化，包装纸收入受高库存影响，增速承压；文化纸、生活用纸需求稳健，增速较好。文具龙头晨光文具 Q3 受益传统业务提升以及新业务进入收获期，业绩环比提升明显。

造纸盈利提升，美妆维持在高位。家居方面，受地产政策收紧以及行业竞争加剧影响，收入压力传导给利润，增速有所放缓；造纸板块旺季行情价格上涨，原料价格处于底部，三季度盈利能力有所提升，化妆品得益于消费升级及国货潮流兴起，利润保持较高增速。

2.3.轻工行业四大趋势判断

• 整合加大，集中度提升

内延外扩，行业集中度确定性提升：在政策性（环保监管、供给侧改革）和行业自发（融资成本、利润空间）淘汰下，业内并购集中度提升，供需格局将得到优化。如：包装印刷行业在 2014-2018 年内共发生 95 起并购案例，从市场来看，2018 年上市企业新发起并购 6283 起，在这一趋势下，部分轻工板块集中度不高，业内并购整合预计会进一步加多。

• 产业链布局深化

上下游、海外产业链纵向布局：纵向产业链布局，可以降低企业成本，减少不确定性风险，如：太阳纸业广西林浆纸一体化项目，提高原料自给率；外废进口限额下，老挝 40 万吨再生浆提供成本优势，盈利能力得到提高。

跨品类&跨市场横向扩张：通过品类和市场的扩充，企业能够充分利用现有资源提高业绩，如：晨光文具以传统文具为核心，通过扩充品类，跨市场经营，打造以科力普、九木杂物社的横向产业链整合，带来业绩增长点。

• **流量为王，品质为基**

流量为王：互联网的发展使得企业宣传渠道多元化，线上营销比例不断提高，引流效果凸显；线下积极开拓门店，打造体验营销，以尚品宅配 O2O 模式为代表的经营模式取得了巨大成功。

品质为基：产品品质对企业发展尤为重要，过硬的品质可以让企业迅速抢占市场份额。此外，高品质产品可以提高单价，降低维护成本，给企业带来丰厚的回报。

• **竞争融合，构筑优势**

竞争融合，构筑优势：行业之间合作愈来愈多，家居、造纸、化妆品、文具跨界合作成为常态。龙头索菲亚与格力电器强强联合，造纸业内达成价格默契，化妆品和文具与动漫 IP 合作等等，企业通过竞争融合，能够带来新的生机，增强消费者体验感，构筑优势壁垒，实现较快发展。

3.家居：变革之年，工装整装业务发力

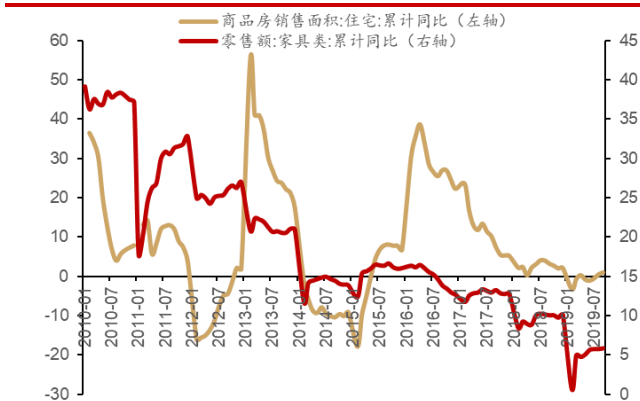
3.1.家居：行业变革，渠道走向多元化，全装修政策不断推出

2019年，家具渠道的变革之年

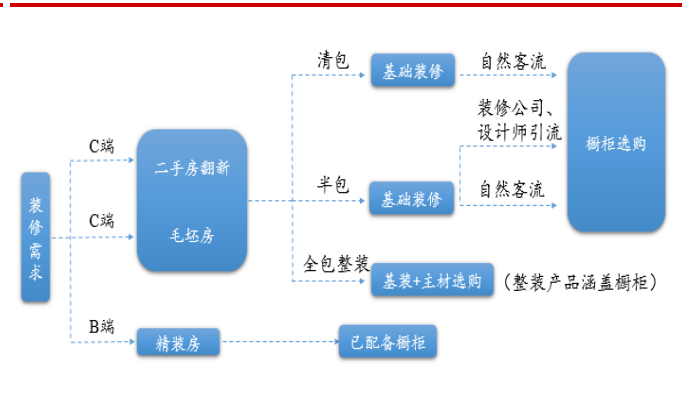
受地产因素影响，2019年家具行业业绩增长承压。由于终端客流减少，家具企业传统渠道竞争压力明显加大，终端渠道走向多元化，精装、整装异军突起。

图 16 受地产因素影响，家具销售同比出现下滑(%)

图 17 家居渠道走向多元化



资料来源：Wind，华西证券研究所



资料来源：华西证券研究所

3.2.新趋势：工程渠道快速发展，龙头有望受益

中央、地方政府连续发文推行全装修成品住宅

2016年以来中央部委、地方政府频繁发布关于推行全装修成品住宅的相关文件,2017年住建部《建筑业发展十三五规划》提出2020年我国新开工全装修成品住宅面积达到30%。2019年3月住建部在《住宅项目规范》中进一步提出，城镇新建住宅建设应全装修交付，家具大宗市场有望迎来快速发展期。

表 4 全装修政策梳理

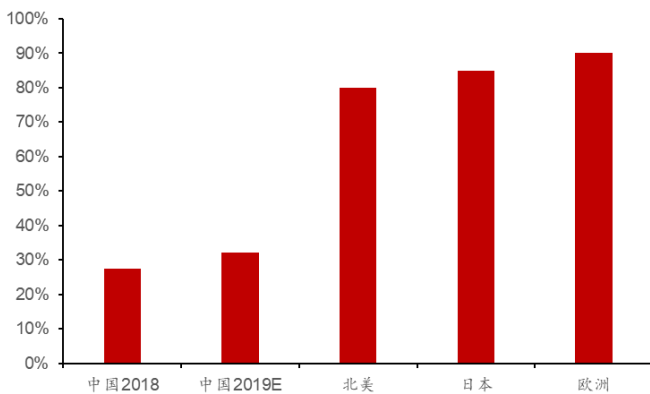
部门	时间	文件	政策
国务院	2016.09	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》	实行装配式建筑装饰装修与主体结构、机电设备协同施工。积极推广标准化、集成化、模块化的装修模式，倡导菜单式全装修，满足消费者个性化需求。
国家税务总局	2006.12	《关于房地产开发企业土地增值税清算管理有关问题的通知》	房地产开发企业销售已装修的房屋，其装修费用可以计入房地产开发成本，作为土地增值税的扣除项目
住建部	2017.05	《建筑业十三五规划》	到2020年，城镇绿色建筑占新建建筑比重达到50%，新开工全装修成品住宅面积达到30%，绿色建材应用比例达到40%。装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到15%
住建部	2019.02	《住宅项目规范》	住建部就《住宅项目规范》征求意见，指出城镇新建住宅建筑应全装修交付

资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所

目前我国精装渗透率仍然较低。根据奥维云网数据，2018年我国精装房渗透率为27.5%，2019年预计达到32%，与欧美日80%以上水平相比，仍有较大提升空间。

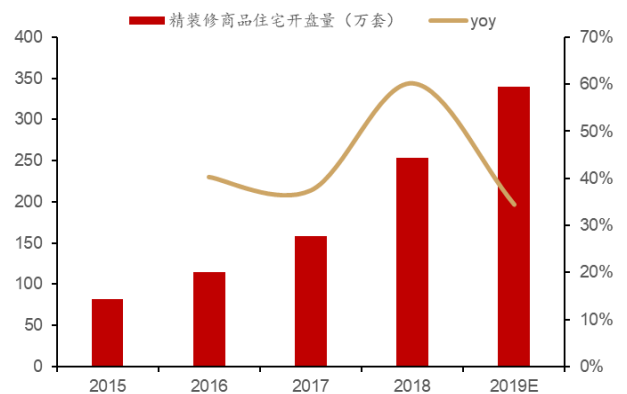
近年精装住宅开盘量快速增长。根据奥维云网数据，2018年我国精装修商品住宅开盘量为253万套，同比增长60%；预计2019年开盘量为340万套，同比增长34%。由于商品房预售到竣工交付尚有1-2年的时滞，未来两年工程市场的高增长趋势较为确定。

图 18 国内精装渗透率仍有较大提升空间



资料来源：奥维云网，华西证券研究所

图 19 近年精装房保持较快增速



资料来源：奥维云网，华西证券研究所

全装修所涉及品类主要包括橱柜、木门、瓷砖、地板等建材品类。根据《住宅全装修设计技术导则》，全装修是指住宅交付使用前，套内所有功能空间的硬装作业完成，电气、给水排水、暖通与空调、家居智能化和燃气供应等系统以及固定家具安装到位，厨房、卫生间等基本配套设备部品完备，使住宅具备基本使用功能的施工安装过程。为达上述要求，全装修房屋所涉建材主要包括橱柜、木门、瓷砖、地板等建材品类。

表 5 全装修设计品类

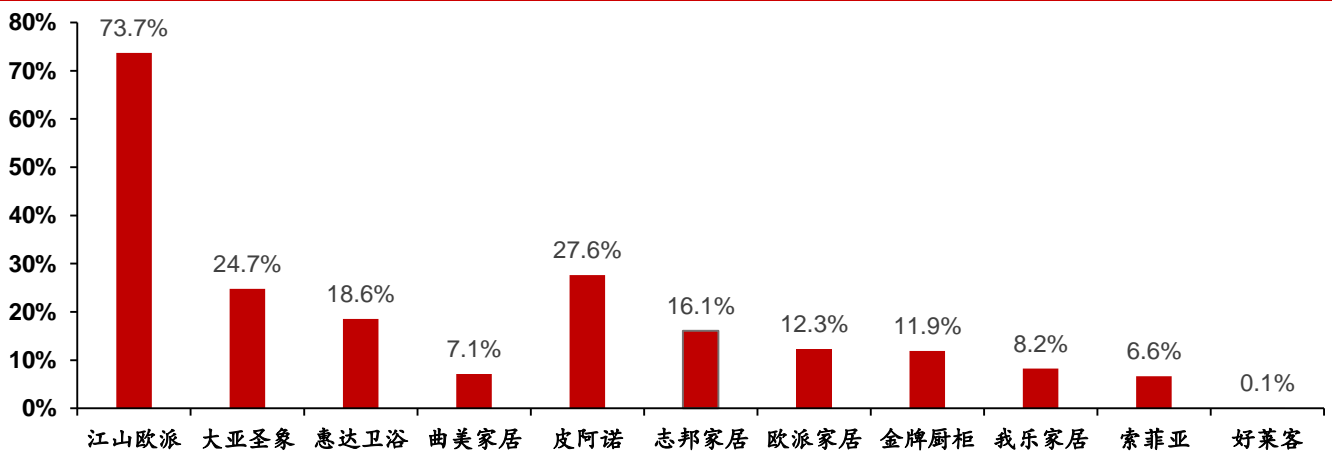
功能空间	对应位置	对应建材
起居室/卧室	地面	瓷砖、大理石、木地板
	墙面	涂料、壁纸、木饰面、软包
	吊顶	石材、瓷砖、石膏板
	门	木门、玻璃门
厨卫区域	墙、地面	瓷砖、石材、马赛克
	吊顶	铝合金扣板、防潮石膏板
	厨房	橱柜（洗涤池、柜门材料、台面材料等）、油烟机、燃气灶
	卫浴	淋浴房、盥洗盆、马桶
	门	木门、玻璃门

资料来源：《住宅全装修设计技术导则》，华西证券研究所整理

目前家具行业工程业务开展情况

从体量上看，成品家具公司中江山欧派大宗业务占比较高，定制家具公司中皮阿诺占比较高。成品家具中江山欧派、大亚圣象、惠达卫浴产品偏向建材，大宗业务占比分别达到 74%、25%、19%。定制家具中皮阿诺占比最高，达 28%；除好莱客大宗业务占比极低外，其余公司主要在 5%-17%之间。

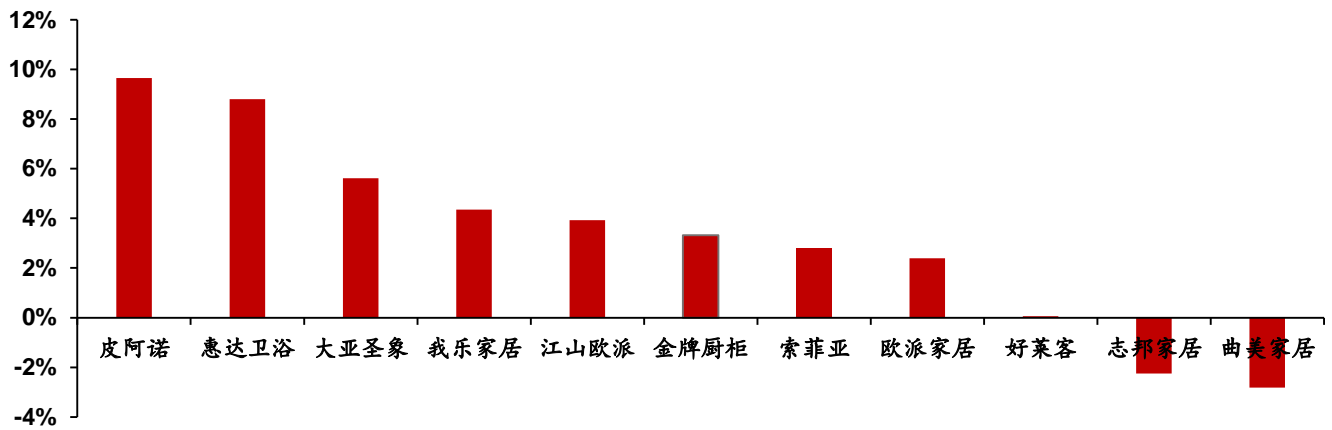
图 20 江山欧派、皮阿诺大宗业务占比较高



资料来源：Wind，华西证券研究所

从发展上看，皮阿诺、惠达卫浴大宗业务占比上升较多，曲美家居、志邦家居降幅较大。2018 年较多公司大宗业务占比提升，其中皮阿诺、惠达卫浴幅度较大，分别上升 9.7pct、8.8pct 至 27.6%、18.6%；曲美家居、志邦家居降幅较大，分别下降 2.8pct、2.3pct 至 7.1%、16.1%。

图 21 2018 年较多家居公司大宗业务收入占比上升

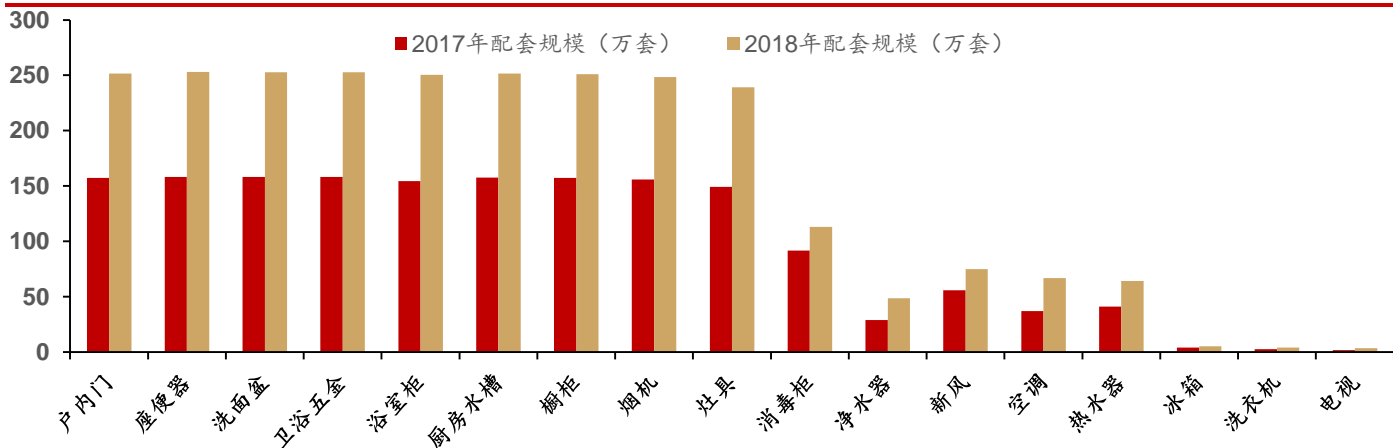


资料来源: Wind, 华西证券研究所

工程业务是利是弊? --以厨电行业作为参考

从商品属性看, 由于厨电与橱柜均同属精装必配品类, 且具备一户一套的特征, 因此两者有较强的可比性。实际上近年受精装房渗透率快速上升的影响, 厨电行业渠道亦迎来较大变革。龙头企业老板电器、方太电器凭借出色的品牌力等综合实力迅速抢占精装市场, 从横向、纵向两个维度实现了超越。

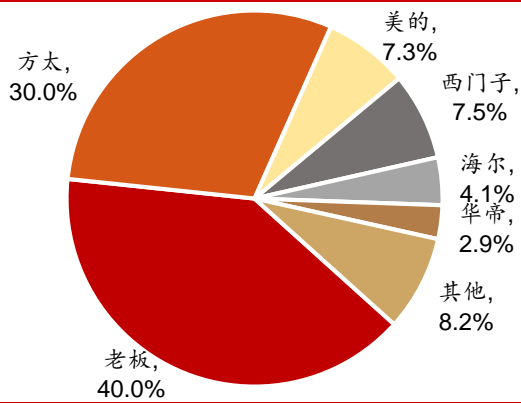
图 22 家电品类中厨电配套规模与橱柜接近



资料来源: 奥维云网, 华西证券研究所

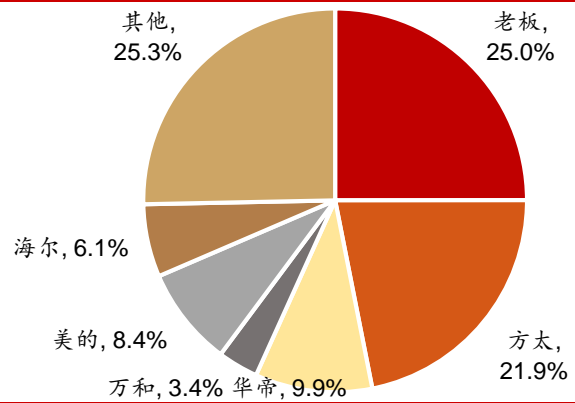
● 从纵向来看, 2018 年老板电器、方太电器在工程市场中分别拿下 40%、30% 的市场份额 (奥维云网), 而其在零售端的份额分别为 25%、22% (中怡康口径)。同样的品牌, 不同的渠道下市场份额相差明显, 不同的统计口径或带来一定差别, 但并不是主要原因。我们认为更深层次的是因为 B 端渠道中地产商作为专业采购者, 更在意公司品牌、服务能力、交付能力等综合竞争力, 而这恰恰是龙头的竞争优势所在。

图 23 2018 年老板、方太工程市占率分别为 40%/30%



资料来源：奥维云网、中怡康，华西证券研究所

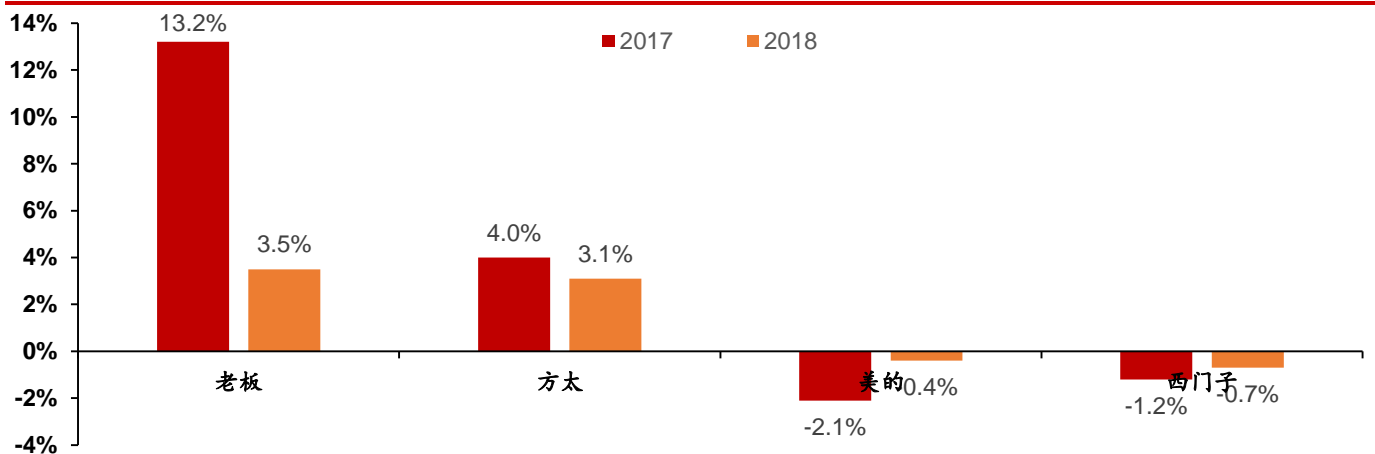
图 24 2018 年 12 月老板、方太零售市占率为 25%/22%



资料来源：奥维云网、中怡康，华西证券研究所

● 从横向来看，老板、方太连续两年实现工程市场集中度提升，其中 2017、2018 年老板分别提升 13.2pct、3.5pct，方太分别提升 4.0pct、3.1pct；与之对应的是，美的、西门子市场份额连续下降，2017、2018 年美的分别下降 2.1pct、0.4pct，西门子分别下降 1.2pct、0.7pct。工程渠道中强者恒强的趋势愈发明显。

图 25 老板、方太连续两年实现工程市场集中度提升

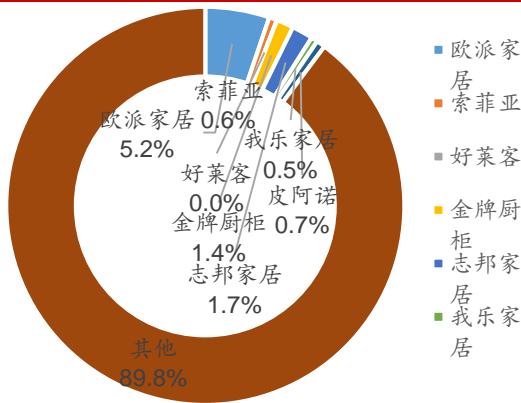


资料来源：奥维云网，华西证券研究所

回首看橱柜：工程业务将助力龙头加速获取市场份额

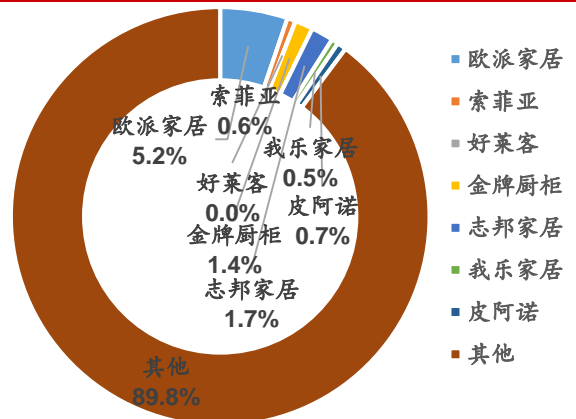
从橱柜在经销渠道以及工程渠道的集中度来看，龙头的竞争优势已经逐步显现。我们认为，随着龙头品牌力的进一步确立，同时在本就与中小品牌拉开距离的交付、服务能力等方面的助力下，工程业务将帮助龙头加速获取市场份额。

图 26 2018 年定制橱柜 CR7 约 10%



资料来源：奥维云网、智研咨询、公司年报，华西证券研究所

图 27 2018Q1 精装市场橱柜集中度为 32%



资料来源：奥维云网、智研咨询、公司年报，华西证券研究所

3.3.新趋势：整装渠道逐步兴起

整装成为家装行业的新趋势

家居家装产业历经多年改革与创新，从最初游击队为主的装修形态，逐渐向品牌化、标准化方向进化。近年全屋定制、大家居、智能制造、新零售开始成为家居上市企业的新战略，同时在家装领域，为用户提供一站式整体解决方案成为新趋势。整体家装的发展建立在互联网家装标准化产品基础之上，运作模式及产品服务更为完整及全面，符合当今大众消费心理，更满足逐渐崛起的新消费群体消费需求。目前，家装领域的传统家装、互联网家装、地产家装、建材家居家装公司均有代表企业开展整装业务，整体家装成为家装行业新趋势。

表 6 整体家装代表公司

类型	公司	成立时间	类型	公司	成立时间
传统家装公司	东易日盛	1997	互联网家装	土巴兔	2008
	实创装饰	1999		齐家网	2005
	金螳螂	1993		生活家	2010
	业之峰	1997		爱空间	2014
地产家装	万科万链	2015	建材家居家装	尚品宅配	2004
	碧桂园橙家	2015		欧派家居	2018

资料来源：公司官网，华西证券研究所

整装+木作符合双方诉求

对大型整装公司而言，硬装利润率水平偏低，自备木作品牌可提升盈利水平；对不具备自有木作品牌的中小整装公司而言，与欧派等一线家具品牌合作可提升整体产品力。对家具公司而言，与整装公司合作可接触到装修客流的最前端，起到截流效果。因此总体来看，整装+木作的配备符合双方诉求。

表 7 家装公司整装套餐情况

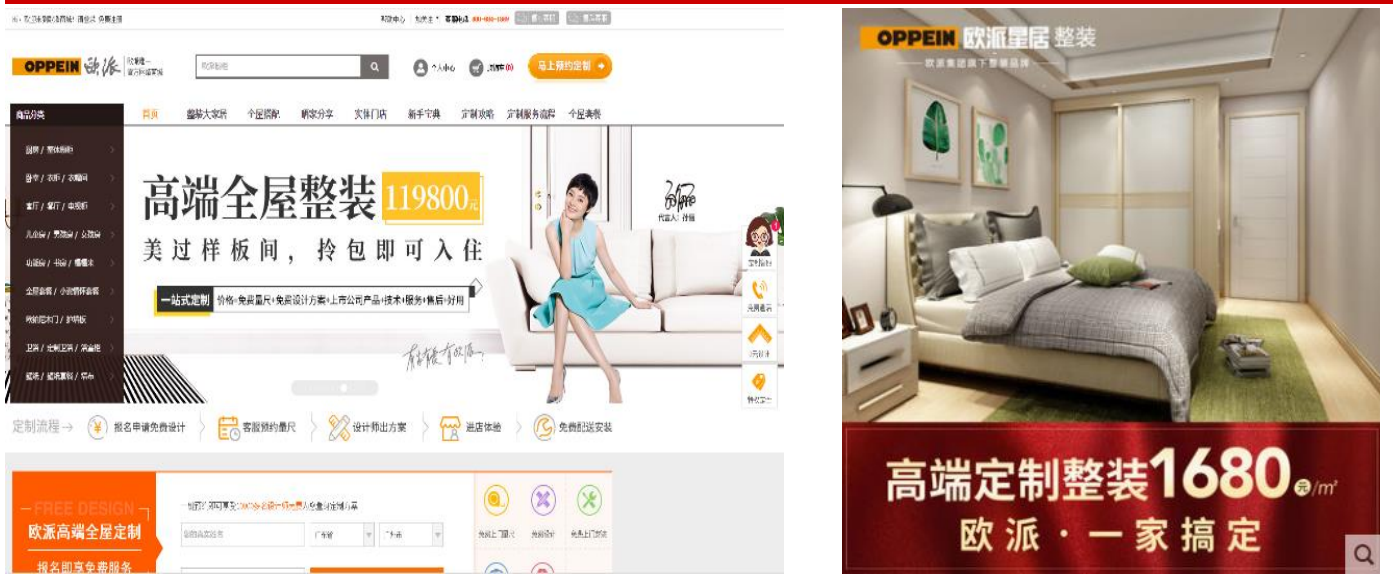
公司	木作品牌	参与方式	橱柜	衣柜
东易日盛	意德法家、Idealidea	自有	必选	可选
金螳螂	金螳螂专属定制、我乐家居	自有+合作	可选	可选
实创装饰	巴赫曼	自有	必选	可选
博洛尼	博洛尼	自有	必选	可选
万科万链	Inno	自有	必选	可选
碧桂园橙家	专属定制、志邦	自有+合作	必选	可选
名雕装饰	欧派、法迪奥、韩丽	合作	必选	可选
业之峰	橱柜：欧派、志邦、马格尼尼、豪塞尔； 衣柜：索菲亚、好莱客、飞美	合作	必选	可选
土巴兔	沃根	合作	可选	可选
齐家网	橱柜：依诗米、艾客、德思朗、恒春； 衣柜：依诗米、德耐尔	合作	必选	可选
生活家	橱柜：欧派、志邦、皮阿诺、邦顿； 衣柜：欧派、索菲亚	合作	必选	可选
爱空间	橱柜：科宝·博洛尼； 衣柜：索菲亚、尚品宅配	合作	必选	可选

资料来源：各公司官网，华西证券研究所

整装模式的代表：经销模式，代表企业欧派家居

欧派家居与整装公司的合作主要有三种模式：公司层面，欧派总部和当地头部家装公司合作推出整装大家居，以及公司和全国性的整装公司战略合作；经销商层面，公司推动当地经销商与整装公司合作。目前的主流模式是整装大家居，截至 2019 年上半年末整装大家居有门店 210 家，预计将成为公司重要业绩增长点。

图 28 全屋整装有 119800 及 1680 两种套餐

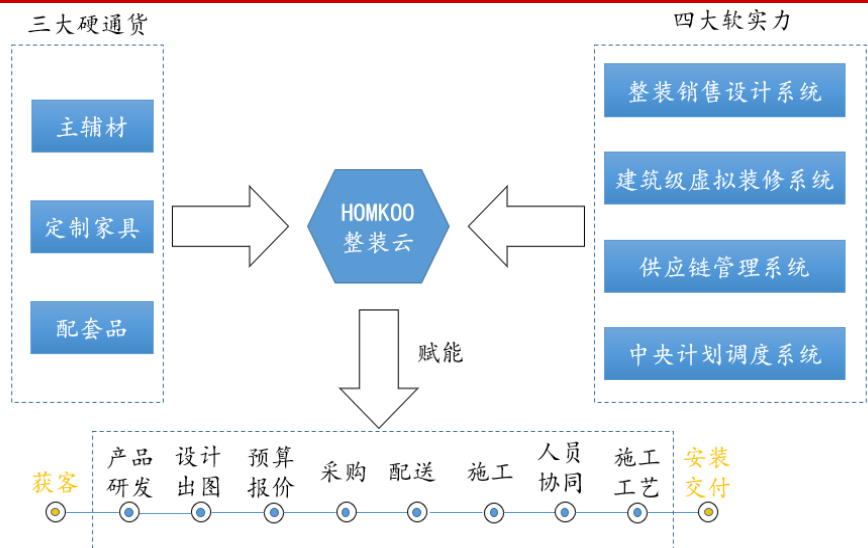


资料来源：公司官网，华西证券研究所

整装模式的代表：平台模式，代表企业尚品宅配

目前尚品宅配涉足整装业务主要有两种模式：整装云平台和自营整装。整装云平台通过赋能中小家装公司，使其成长为整装公司，同时接触前置流量；自营整装主要是公司为体验装修过程，形成信息反馈以便更好的服务于整装云平台。截至 2019H1 末，公司整装云会员 1663 家。上半年整装业务收入 1.5 亿元，同比增长约 230%，其中 2019 年 6 月份主辅材出货量超过 4000 万。

图 29 整装云具备三大硬通货和四大软实力，有效赋能中小家装企业



资料来源：公司年报，华西证券研究所

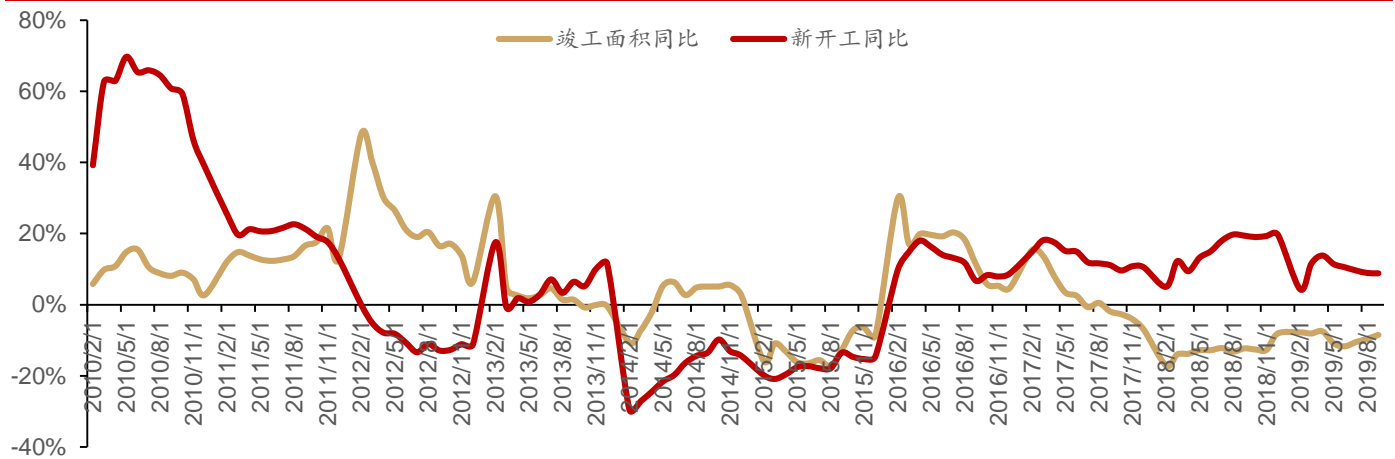
3.4.定制家具：龙头有望强者恒强

两条重要的投资主线：

主线一：竣工数据持续回暖。年内竣工降幅收窄，9月住宅竣工增速转正，后续回暖趋势有望逐步确立。

主线二：确定受益全装修率提升。未来三年全装修住宅复合增长率超过30%，行业增长较为确定。龙头综合竞争优势突出，有望在工程渠道获取更多市场份额，提升整体集中度。

图 30 竣工数据持续回暖



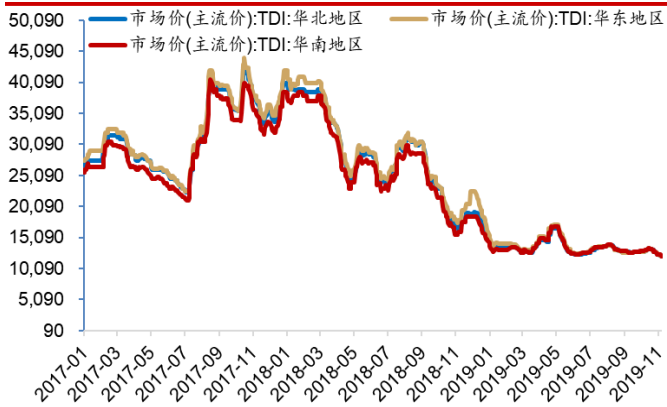
资料来源：Wind，华西证券研究所

3.5.软体家具：原材料红利仍在，贸易摩擦影响减弱

原材料红利仍在：19年海绵主要原材料TDI价格低位运行，价格中枢相较17、18年明显下降；软体企业通过备货锁定原材料成本，预计明年成本端红利仍在。

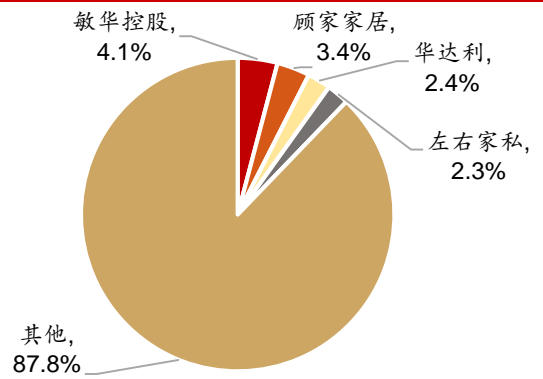
贸易摩擦影响减弱，集中度提升是大势所趋：龙头海外产能逐步落地，有效规避贸易摩擦风险；软体行业集中度仍较低（沙发CR4约12%，床垫CR5约12%），若关税持续加征，或助力行业出清以出口业务为主的中小产能，利于行业集中度提升。

图 31 原材料价格低位运行



资料来源: 公司年报、亿欧, 华西证券研究所

图 32 2017 年国内沙发行业 CR4 约 12%



资料来源: 公司年报、亿欧, 华西证券研究所

4.造纸：旺季行情超预期，长期看好供需优化，龙头确定性受益

1) 原材料价格处于低位。木浆价格较高位下降大约 200-300 美元/吨，9 月份青岛港库存量同比增加 81%，全球纸浆库存周转天数约 50 天，处于历史高位，我们预计纸浆库存量未来不会有大幅波动，原材料价格四季度以及明年一季度将继续底部徘徊。

2) 文化纸终端纸价四季度坚挺，行业存在阶段性盈利机会。各大纸厂存在价格默契，年初以来频发提价函，铜版纸累计上涨 300-400 元/吨，双胶纸累计上涨 200-300 元/吨。产量上看，1 至 8 月份铜版纸、双胶纸累计产量分别同比下降 7%/5%，目前各大纸厂开工负荷率已处高位，如太阳纸业、某头部纸业等，自今年二季度起双胶纸开工率均是满产。此外，各大纸厂文化纸的库存均处于历史低位，库存最低的仅有 4 天。叠加木浆价格处于低位，文化纸吨盈持续得到修复，行业存在阶段性盈利机会。

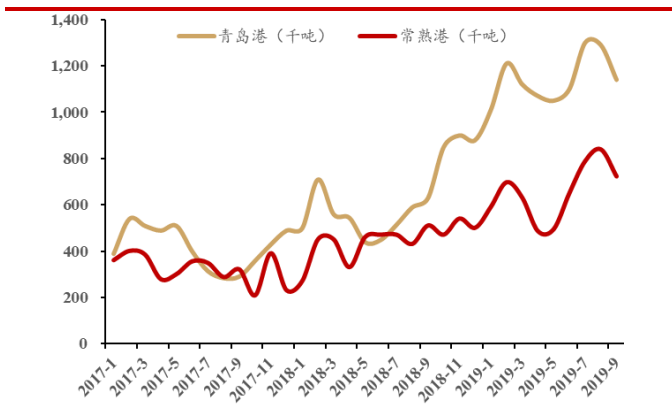
3) 中长期看，行业供需优化。各大纸厂对文化纸产能投放比较谨慎，未来两年内，仅太阳纸业于 2021 年投放 45 万吨产能（根据太阳纸业 2019 年 7 月 12 日公告推算），文化纸总产能约 1700 万吨（根据中国产业信息网数据推算）。而在需求端，我们预计教材、教辅、党建图书等需求增长将导致未来两年文化纸整体需求保持 2~4% 左右增速。文化纸供需关系得到优化，纸价有望维持在相对高位，纸厂盈利能力有望持续向好。

4) 行业竞争格局利好龙头企业。2014 年以来造纸行业在环保监管严控政策下，落后产能相继退出，纸厂家数由 2962 家减少至 2018 年 2657 家，市场集中度 CR10 由 2014 年 36% 提升至 2017 年 40%。我们预计未来行业仍处环保严控之下，中小企业难以进入，落后产能持续淘汰，同时大纸厂与大出版社强强联合，小纸厂生存空间进一步压缩。文化纸市场集中度将继续提升，竞争格局利好龙头企业。

4.1.纸浆价格处于历史低位

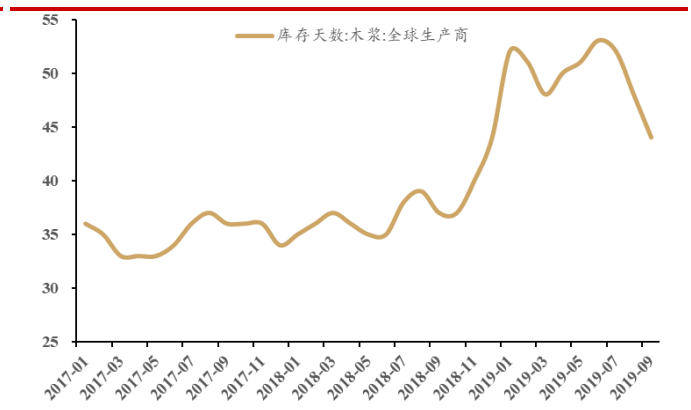
原材料：库存出现松动迹象，但仍在高位，预计浆纸价格未来仍将底部徘徊。青岛港 9 月份木浆库存 1140 千吨，环比减少约 13%，同比增加约 81%，常熟港 9 月份木浆库存 722 千吨环比减少约 16%，同比增加约 42%，库存出现松动迹象，但从历史区间来看仍处于高位。在小纸厂因为环保原因纷纷关停并且短期难以复工的环境下，纸浆库存仍然难以快速消化。全球纸浆库存方面，年初以来库存周转天数增加至 50 天以上，目前来看尚无加快周转因素出现，未来周转天数仍以区间调整为主。

图 33 港口木浆库存位于高位



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图 34 全球来看库存周转速度放缓

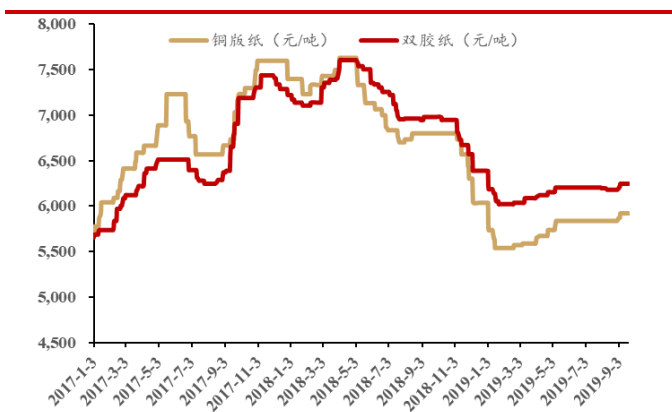


资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

4.2.终端纸价四季度坚挺，行业存在阶段性盈利机会

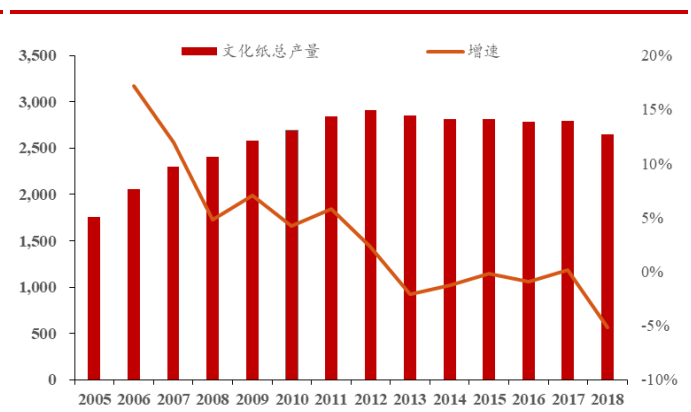
文化纸终端纸价四季度依然坚挺，行业存在阶段性盈利机会。目前各大纸厂存在价格默契，淡季纸价平稳，9月、10月价格小幅提涨，年初以来铜版纸累计上涨400-500元/吨，双胶纸累计上涨300-400元/吨。产量上看，1至8月份铜版纸、双胶纸累计产量分别同比下降7%/5%。10月末小幅提涨成功落地，对下游经销商造成一定压力，部分纸厂供不应求，目前处于超负荷接单状态。我们预计文化纸终端价格在11月、12月依然坚挺，1月有小幅回落的可能性，但春节后有望继续上涨。

图 35 铜版纸和双胶纸价格走势



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

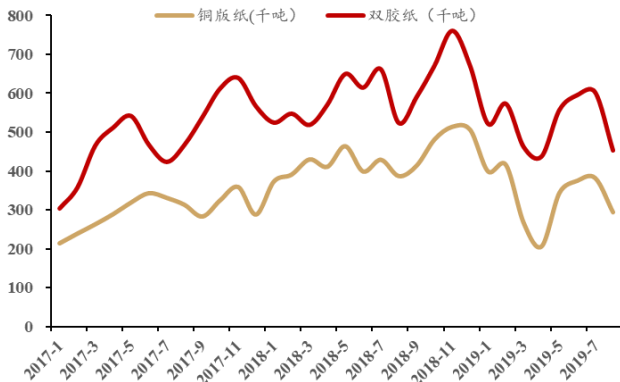
图 36 文化纸总产量



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

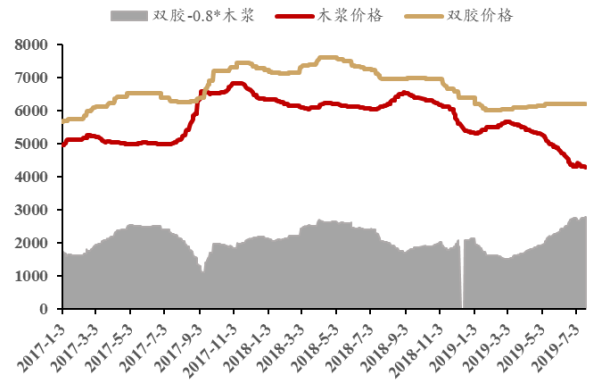
文化纸终端纸价四季度依然坚挺，行业存在阶段性盈利机会。今年文化纸的主要需求集中在教材、教辅、党政书刊等领域，仅党政书刊领域约增加需求数十万吨。此外，铜版纸、双胶纸库存明显回落，年初以来铜版纸库从40.0万吨跌至8月份29.5万吨，低于18年同期水平38.8万吨。双胶纸库存一直保持在低位，8月份库存45.2万吨，较18年同期52.3万吨库存出现大幅下滑。各大纸厂库存均处于历史低位，库存最低的仅有4天。叠加木浆价格处于低位，文化纸吨盈持续得到修复，行业存在阶段性盈利机会。

图 37 文化纸库存仍处低位



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图 38 年初以来双胶纸差价回调



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

4.3. 中长期供需优化，集中度提升

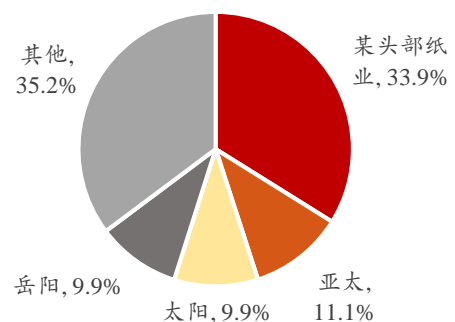
中长期看，行业供需优化。供给端集中度持续提升，产能有序增加。双胶纸产能持续增加，2018 年净增加 55 万吨至 1031 万吨。双胶纸盈利能力较高，集中度较低，产能仍有空间。铜版纸产能前期扩建过剩，自 2012 年持续下降，2018 年产能 660 万吨，未实现增长，加之部分企业铜版转产，因此未来铜版产能仍有下滑。根据目前各大纸企扩建计划，太阳纸业 45 万吨文化纸项目年底开工，博汇纸业 45 万吨静电复印纸预计 2021 年投产，产能有序增加。从宏观经济发展来看，未来我国对环境治理继续保持高压，企业废物处理成本较高，小企业难以进入，双胶纸集中度将呈提升趋势，未来部分落后产能将被持续淘汰。

表 8 大厂既有产能和未来投产统计

企业名称	现有产能 (万吨)		未来投产
	双胶纸	铜版纸	
某头部纸业	274	120	
太阳纸业	80	90	21年投产45万吨文化纸
岳阳林纸	80		
华泰纸业	80	70	
博汇纸业	25		21年投产45万吨静电复印纸

资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 39 双胶纸 CR4 约为 65%

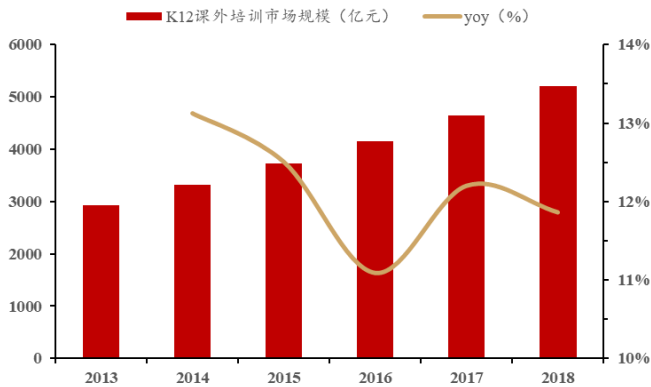


资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

需求端支撑稳定，仍具备增长空间。文化纸下游需求主要为教材、教辅、图书、期刊、烟酒标为主，需求较为稳定，对宏观经济敏感度较低。考虑到近几年课外培训市场规模的持续攀升以及 2021 年为建党 100 周年，教辅与党政书刊将是未来两年文化纸需求的主要增长点。2020 年国内有望普及高等教育，毛入学率将突破 50%，在学人数持续增加。从教育机构来看，培训机构学生数量不断增加，K12（指幼儿园至高中教育）课外培训市场规模持续攀升，2018 年达到 5200 亿元。在教学过程中，

对文化纸的需求主要是教材、教辅以及复印资料等，随着人数的增加，此类需求也将持续增长，且更加具有刚性。

图 40 课外培训规模不断增长



资料来源: Frost&Sullivan, 华西证券研究所

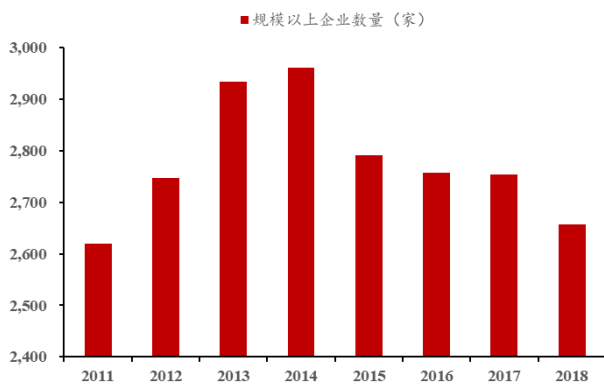
图 41 党政建设宣传图



资料来源: 公开资料, 华西证券研究所

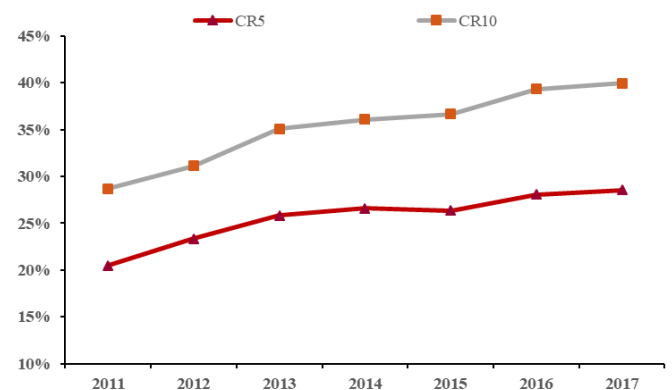
环保监管加强，集中度逐步提升，竞争格局利好龙头企业。造纸行业在需求拉动下 2004 至 2012 年纸产量以年均复合增长率 9.5% 高速增长，这一期间，造纸企业大量涌现。2015 年行业开始遭遇环保严监管，大量企业亏损，落后产能逐步退出。造纸企业从 2014 年的 2962 家下降至 2018 年的 2657 多家，降幅达 11.5%。受益环保监管，如“水十条”要求 2016 年底取缔小型造纸厂，加强违规企业罚款，提高行业标准等重拳出击，迫使一部分中小企业不得不退出，行业集中度不断提升，2017 年 CR10 约 40%，较 2010 年上升 11pct，CR5 约 29%，较 2010 年上升 9pct。2018 年，在市场旺季需求不及预期情况下，纸价持续下跌，纸企营收增速回落，利润承压，行业集中度进一步提升。

图 42 2014 年至今行业已减少 305 家企业



资料来源: 造纸业协会, 华西证券研究所

图 43 2017 年行业 CR10 约 40%



资料来源: 卓创资讯, 华西证券研究所

5.化妆品：颜值经济向上，国货龙头崛起

1) 受益“颜值经济”，国内化妆品行业高景气度。行业规模持续上升，到 2018 年已经突破 4000 亿元，且政府大力支持国内化妆品产业发展，我们预计 2019 年至 2021 年行业规模将保持 10%+ 的复合增速。

2) 国货品牌龙头大有可为，份额有望持续提升。国际化妆品公司目前在中国化妆品市场处于主导地位(TOP4 占比约 25%)，中国本土厂商在激烈行业竞争中逐渐找到一条适合自己发展的道路，行业地位不断提升，以上海家化、珀莱雅和丸美股份为代表，其各有竞争优势，不断提升市场影响力。参考日韩的发展经验，中国本土企业有望发挥比较优势，不断提升在国内的份额，并最终占据主导地位；

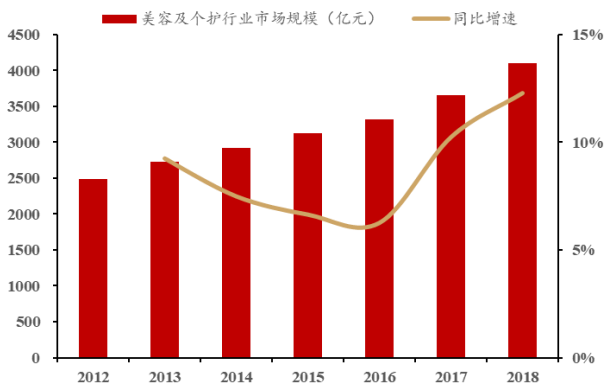
3) 我国化妆品行业发展特征：**(1)高毛利率**：目前中国化妆品产业为低集中竞争型产业，但由于消费者愿意为产品的额外效果支付高昂的溢价，行业整体保持着 60%以上左右高毛利率；**(2)渠道多元化**：网络渠道以及全新的营销模式将有望助推中国本土厂商弯道超车，扩大市场份额。**细分领域中，护肤品市场规模最大，而彩妆市场增速强劲（20%以上）**；**(3)男性消费与健康衰老是后续新的增长点**：未来十年，男性有望成为化妆品行业另一消费主力军，男性消费者人数和客单价的提升为行业助力收入规模的扩大。健康和抗衰老是未来创新的主要方向，将为产品带来更高的附加值，品牌也将围绕生物技术为轴心进行创新。**龙头公司有望通过多产品、多品类、多品牌战略来实现持续增长。**

5.1.市场空间广阔，消费升级引领增长

市场空间持续扩大，近年来增速可观。根据欧睿数据库的数据，中国美妆和个人护理市场在 2018 年保持了强劲的表现，规模由 2013 年的 2492 亿元上升至 2018 年的 4105 亿元（如果考虑代购等因素，实际市场规模会更大），年化复合增速达 8.7%。2018 年行业增速为 12.3%。行业强劲的表现主要得益于持续城市化带来的生活水平的提高，以及中国消费者对个人颜值要求的不断提高。

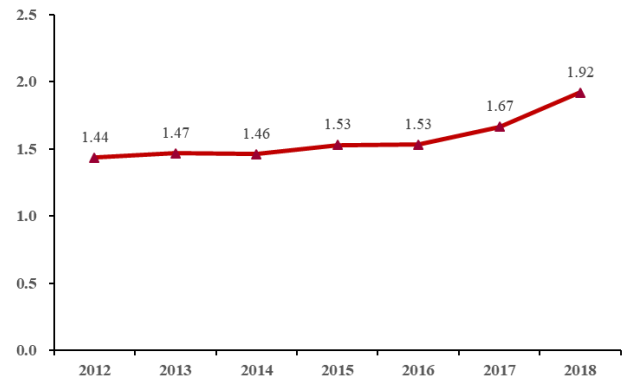
消费占比提升，消费升级引领行业持续增长。根据国家统计局的数据，化妆品在限额以上商品零售额的占比由 2012 年的 1.44% 提升至 2018 年的 1.92%，消费者消费倾向的提升有助于行业快速发展。我们预测在人均收入提升和消费习惯改变背景下，未来三年美容个护行业规模增速将稳定在 10%+ 左右。

图 44 美容个护行业蓬勃发展



资料来源：艾瑞数据，华西证券研究所

图 45 化妆品在限额以上商品零售额占比不断提升 (&)



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

5.2. 国货公司：贴近本地消费者，发挥地域优势

贴合本地消费者，发挥地域优势。相对于国际品牌而言，国货化妆品品牌由于地域和文化优势，更能发掘中国化妆品消费者的痛点。很多国货品牌从产品本身和营销两个方面来拉近本地消费者距离，从产品上来说，很多国货公司推出具有利用本国特色原材料的产品，其中有主推中草药的佰草集品牌；从营销上来说，很多品牌利用中国文化进行产品宣传，比如相宜本草推出京剧系列，自然堂推出茶马古道系列。

图 46 巧用文化创新，拉近消费者心理距离



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 47 佰草集主打中草药传统配方

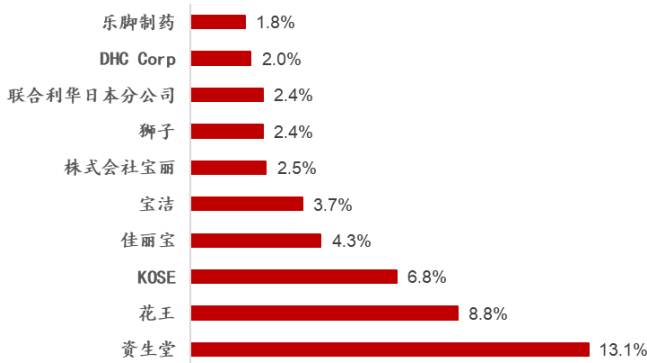


资料来源：公司官网，华西证券研究所

虽然目前中国化妆品市场依然由海外跨国公司主导，不过参考日韩市场，中国本土公司依然有望在未来取代海外公司，取得中国市场的主导地位。2018年，日本化妆品市场 TOP4 均为日本本土企业，合计市占率高达 33%，Top1 为资生堂，市占率为 13.1%。韩国化妆品市场 TOP2 均为韩国本土企业，且合计市占率更是高达 38.8%。排名第一的为 LG 生活健康，第二的为爱茉莉太平洋，市占率分别为 20% 和 18.8%。

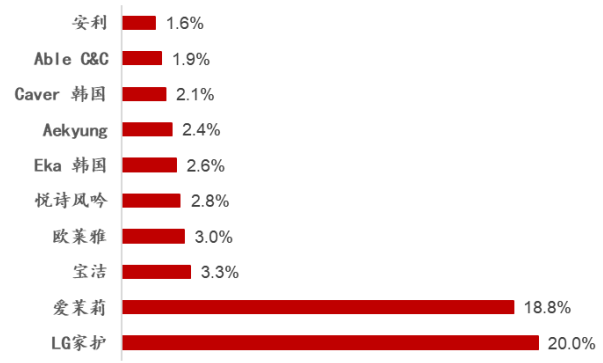
目前我国本土品牌中市占率最高的为上海上美，其次为百雀羚、珈蓝、上海家化等，市占率均在 2%-2.5% 之间。不论市场地位还是市场占有率的绝对值均有较大的提升空间。未来有望取代海外公司成长为中国地区的化妆品龙头。

图 48 化妆品类公司日本市场市占率情况



资料来源：欧瑞数据，华西证券研究所

图 49 化妆品类公司韩国市场市占率情况



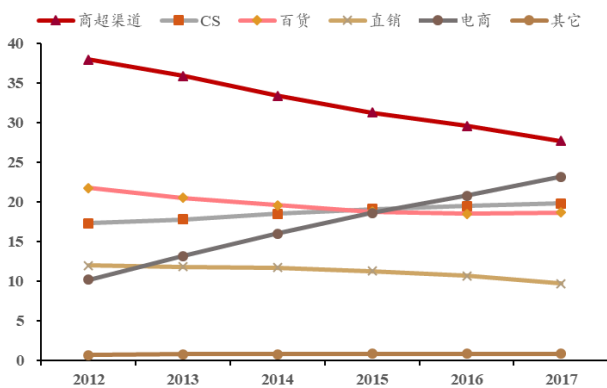
资料来源：欧瑞数据，华西证券研究所

5.3. 营销模式：带货时代+科技时代

互联网流量时代，电商新零售大有可为。由于互联网移动端的强劲引流和内容营销，中国化妆品电商渠道（17 年占比 23%）大幅增长，由 2012 年的第五上升至 2017 年的第二，整体占比提升约 13%。相比较之下，商超（占比 28%）和百货（占比 19%）渠道的占比有所降低，其中商超渠道的降低比较明显，2012 年至 2017 年占比下降幅度约 11%。

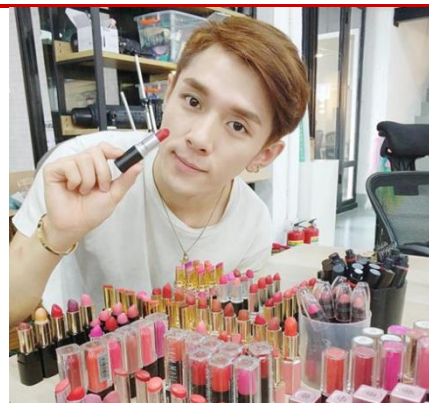
带货时代：直播、短视频等新交互方式培育了带货 KOL，带货 KOL 熟知各方面的彩妆知识且善于和粉丝良好沟通。著名 KOL“口红一哥”李佳琦在 3 月 8 日女王节交出了直播 5 个半小时，18.93 万观看量，23000 成交单，353 万成交量的成绩。

图 50 电商渠道持续走强（单位：%）



资料来源：欧瑞数据，华西证券研究所

图 51 口红一哥李佳琦



资料来源：网易新闻，华西证券研究所

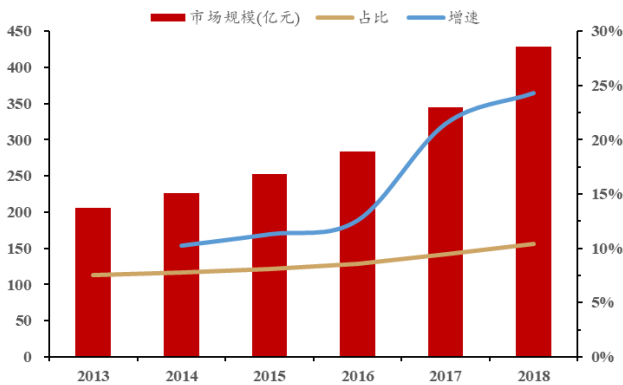
5.4. 产品趋势：彩妆强势崛起，中高端产品占比提升；健康&抗衰老成发展新热点

颜值经济时代，彩妆顺势腾飞。根据欧睿数据，2018 年中国美妆市场规模已突破 400 亿元，2013 年至 2018 年 GAGR 为 15.8%，增速位居产品类第一。彩妆大力

发展的核心驱动力在于人均收入提升和变美需求逐渐变强，目前彩妆细分行业有三大发展趋势：1) 消费升级之高端彩妆迅速发展；2) 以丸美为代表的彩妆国货崛起；3) 美妆社文化营销和消费风潮兴起。

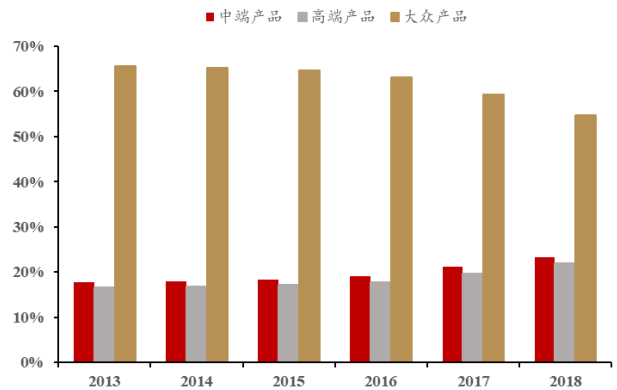
消费结构升级，中高端产品占比提升。从产品品类消费结构来看，从2013年至2018年中高端产品的占比提升10%，对行业整体的规模提升贡献巨大。目前国产品牌主要发力大众品牌，国际品牌抢占中高端特别是高端市场，我们预计3年内中高端市场占比会随着市场发展进一步提升至50%左右，中高端发展潜力巨大。

图 52 彩妆市场规模和占比持续扩大



资料来源：欧睿数据，华西证券研究所

图 53 中高端产品占比提升



资料来源：欧睿数据，华西证券研究所

天然提取，绿色无害成宣传热点。健康、环保的低碳生活已渐渐被大众所接受，顺应绿色、环保潮流，化妆品的加工生产和使用环节上也开始追求无污染和低碳，这慢慢将会成为化妆品行业的必然发展趋势。消费者对化妆品的要求提高，无害、纯天然、有机产品将会成为市场追捧热点，也是发展方向。

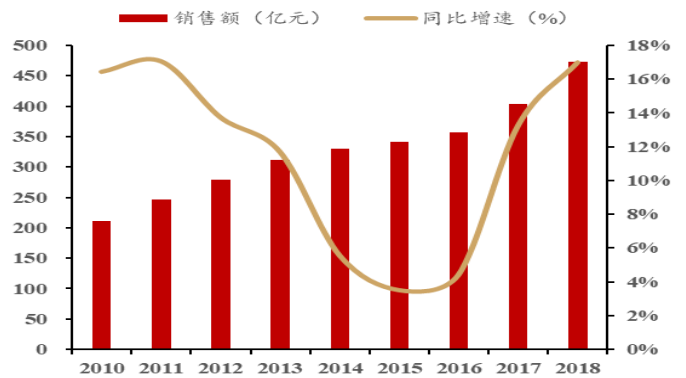
抗衰老产品市场规模增加，年轻一代成消费主力。随着收入稳定提升，人们消费需求发生转变，开始重视抗衰老，追求永葆青春，从市场份额来看，抗衰老产品销售额稳步增加，2018年销售额已突破400亿元，目前80后和90后年轻人已经成为抗衰老产品的消费主力，未来市场空间仍比较广阔。从品类来看，未来抗衰老护肤品将更多的与护肤、保湿、抗皱等功能结合，满足不同用户需求。

图 54 天然护肤品宣传海报



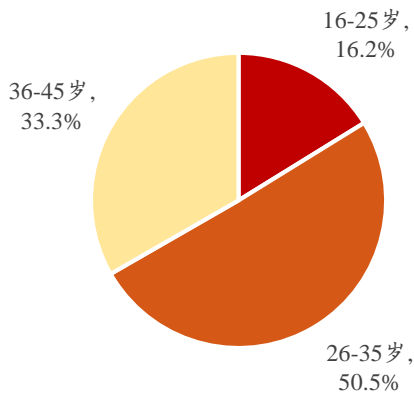
资料来源：欧莱雅官网，华西证券研究所

图 55 抗衰老产品销售额稳步增加



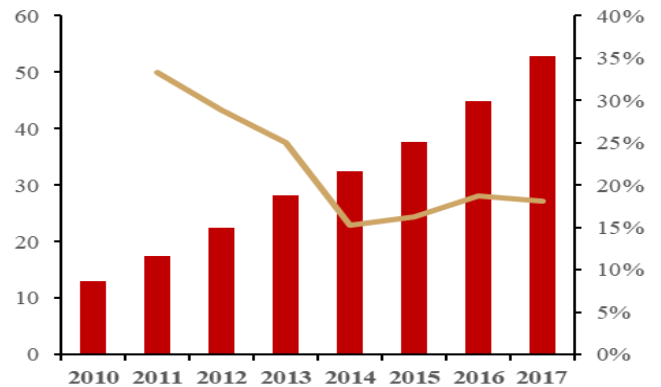
资料来源：欧瑞数据，华西证券研究所

图 56 2017 年抗衰老产品用户结构



资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所

图 57 男士护肤品市场规模迅速增长



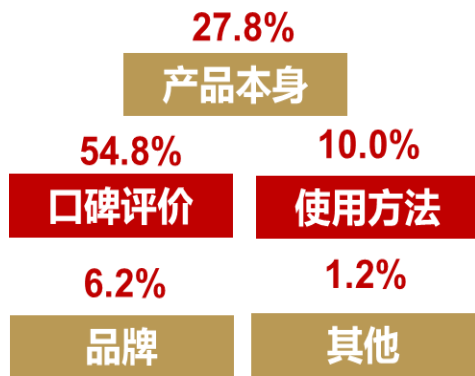
资料来源：360 数据，华西证券研究所

5.5. 消费者趋势：男性需求迅速提升

化妆品并非女性特权，男性消费迅速提升。 尽管女性仍是化妆品消费主力，但近年来男性成为不可忽视的化妆品消费力量，近几年保持着 20% 左右的快速发展，市场规模已突破 50 亿元。男性在购买产品是比较关注产品本身，口碑评价和使用方法，男性对价格敏感程度更低，相对而言单笔消费会更高。

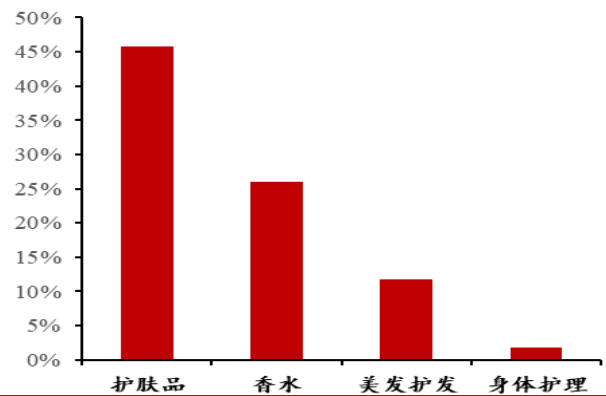
护肤和香水成为男性护肤品明星品类。 从整体情况来看，2018 年男士护肤类产品和香水类产品以明显优势占据男性消费关注量前两位，护肤产品当中洁面乳、防晒产品和面膜位居前三位，关注量总占比分别为 19.4%、9.2% 和 8.1%。目前男性化妆品消费有如下趋势：1) 包装体现男性特点；2) 套装产品风行；3) 女生代买占比较高，商家发力女友营销；4) 中高端产品更为风靡。

图 58 男性更关注产品本身和口碑评价



资料来源：360 数据，华西证券研究所

图 59 护肤和香水关注度最高（2018）



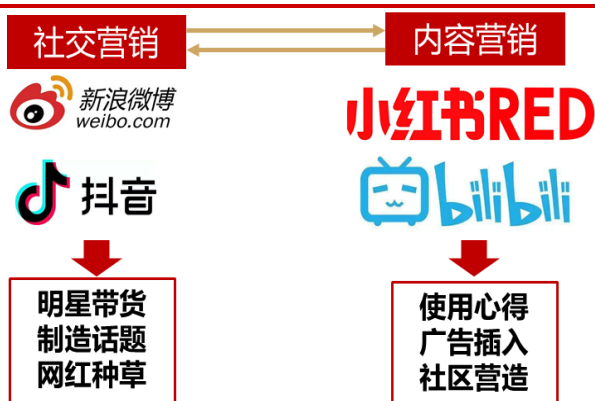
资料来源：360 数据，华西证券研究所

5.6.行业趋势：社交&内容化营销+产品创新+重塑品牌力

发力社交和内容营销，以热度和口碑带动产品销售增长。营销是化妆品销售的重要一环，目前化妆品的营销媒介和营销方式都发生了巨大变化。除传统营销之外，各大公司结合化妆品的主要客户与互联网联系紧密的特点大力发展互联网营销，其中以社交和内容营销最为突出，利用社交平台（如微博）和内容平台（如小红书）进行产品推广，抓住核心客户的眼球，进而促进产品销量升级。

发力产品创新，靠新颖和质量引流。根据 360 数据，消费者购买化妆品时对自身质量的关注度大于 30%，产品本身质量位居考虑因素第一，产品本身的质量与创新力度对消费者影响巨大，这也就是目前一些质优爆款出现的原因。发力产品创新，也是目前各大公司核心竞争策略之一。

图 60 新型营销方式势头凶猛



资料来源：360 数据，华西证券研究所

图 61 化妆品爆品一览



资料来源：360 数据，华西证券研究所

5.7.行业趋势：多产品&多品类&多品牌

从长远来看，多产品、多品类、多品牌战略是保障公司长期发展的决定性因素。以国际化妆品巨头欧莱雅为例，其旗下产品品类涵盖了化妆品、染发用具、护肤品、防晒用品、彩妆、淡香水和香水、皮肤病研究、制药、高档消费品等。其旗下主要品牌则有高档产品部的赫莲娜（护肤、彩妆）、Giorgio Armani(护肤、彩妆、香水)、兰蔻（香水、彩妆、护肤）、碧欧泉（护肤）、科颜氏（护肤、护发）、圣罗兰彩妆（彩妆、护肤、香水）、Ralph Lauren（配饰、香水）、Urban Decay（彩妆）。大众产品部的巴黎欧莱雅（护肤、护发、彩妆）、美宝莲（彩妆）、Garnier（护肤、彩妆）、NYX（彩妆）。专业产品部的欧莱雅专业美发（护发、美发）、卡诗（护发、美发）、Redken（护发）。活性化妆品部的薇姿、理肤泉、修丽可（护肤）。

表9 欧莱雅旗下产品（单位：元）

品类	品牌	品牌LOGO	经营范围	产品示意图	价位	品类	品牌	品牌LOGO	经营范围	产品示意图	价位
高档产品部	Lancôme (兰蔻)	LANCÔME	香水、彩妆、护肤		300-4000	大众产品部	巴黎欧莱雅	LOREAL	护肤、护发、彩妆		20-1800
	Kiehl's (科颜氏)	Kiehl's	护肤、护发		100-600		Garnier	GARNIER	护肤、彩妆		20-300
	YSL BEAUTÉ(圣罗兰彩妆)	YVES SAINT LAURENT	彩妆、护肤、香水		200-4000		Maybelline (美宝莲)	MAYBELLINE	彩妆		8-300
	Ralph Lauren	RALPH LAUREN	服装、配饰、香水		200-50000	NYX	NYX	彩妆		30-300	
	Diesel	DIESEL	服装、香水、腕表		200-20000	专业产品部	L'oreal Professionnel	LOREAL PROFESSIONNEL	护发、美发		40-800
	Urban Decay	URBAN DECAY	彩妆		100-600		卡诗	KÉRASTASE	护发、美发		40-800
	Biotherm	BIO THERM	护肤		100-1000		Redken	REDKEN	护发		100-300
	Helena Rubinstein	HR	护肤、彩妆		300-6000	活性化妆品部	Vichy	VICHY	护肤		30-600
	Giorgio Armani	GIORGIO ARMANI	护肤、彩妆、香水		300-2000		La Roche-Posay (理肤泉)	LA ROCHE-POSAY	护肤		30-800
						SkinCeuticals (修丽可)	SKINCEUTICALS	护肤		200-1500	

资料来源：公司官网，淘宝旗舰店，华西证券研究所

6.文具：大办公直销空间广阔，龙头迈入收获期

6.1.受益政策红利，B端业务进入收获期

1) 增长潜力大，竞争格局高度分散，阳光采购规范行业发展。办公文具市场规模庞大，可达 1.6 万亿元，但竞争格局高度分散。随着国家推行阳光化采购以来，政企单位对办公物资的采购从之前分散的采购模式逐步转变成集中化、电商化、一站式采购，对头部供应商更加有利，行业面临较好的政策红利。

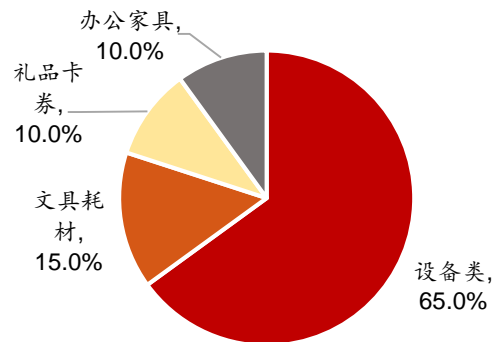
2) 参考海外经验，行业集中是必然趋势，物流系统&办公一站式服务能力构建核心壁垒。美国办公文具市场也经历了从分散到集中的过程，其背后的核心原因便是资本驱动下，渠道商大力投资仓储物流等领域以提升综合服务能力，抢占中小本土零售商的市场份额。我国办公直销龙头科力普亦在大力建设各地仓储物流服务，综合优势差距加大，叠加 B 端公司采购规范化，我国办公直销行业也势必会逐步走向集中，并依靠大办公服务满足客户差异化需求，构建与电商差异化竞争力。

表 10 办公直销市场结构

客户类型	市场规模	采购模式	服务需求	毛利率	服务成本
政府	约3000亿			较低	较低
大型客户	央企	合约采购	个性化服务需求	较低	较低
	五百强			较高	较高
中间市场	约7000亿	并存	并存	较高	较高
小企业	约4000亿	零散采购	标准化服务需求		

资料来源：公司公告，华西证券研究所整理

图 62 办公直销市场产品结构



资料来源：中国产业信息网，华西证券研究所整理

6.2.晨光文具：科力普迎来收获期

完善物流仓储体系，提升服务质量：通过拓展办公品类（已有 15 大核心品类），搭建全国性的供应链，在全国投入运营 5 个中心仓，覆盖五大区域属地，在北上广等九城自建配送队伍，提升供应服务能力和客户体验。

优化客户结构，加快发展五百强和中间市场：1) 央企和政府客户目前开发占比较多。该类客户净利率低，但管理和服务成本较低，容易形成规模效应。2) 五百强和中间市场是未来仍需主要开拓的客户。该类客户净利率高，市场空间大。科力普在客户基础、服务、IT 系统等方面都具备优势，未来有望加快挖掘五百强及中间市场客户，保持业绩高速增长。

表 11 科力普收入保持增加、利润情况改善

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
收入 (百万元)	106.67	153.87	227.38	515.81	1255.16	2586.04
同比	-	44.2%	47.8%	126.9%	143.3%	106.0%
净利润 (百万元)	-15.97	-22	-24.08	4.69	21.04	32.13
净利率	-15.0%	-14.3%	-10.6%	0.9%	1.7%	1.2%

资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 63 科力普完善的物流仓储体系



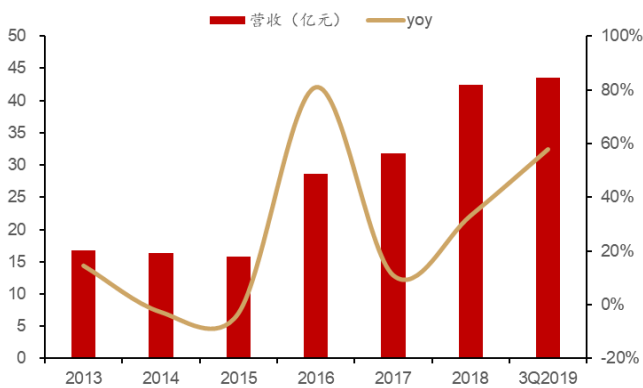
资料来源: 公司官网, 华西证券研究所

6.3. 齐心集团: 大客户资源丰富, 打造一站式购物

B2B 大客户资源丰富, 构筑竞争优势: 公司 B2B 办公物资销售额快速增长, 大客户数量不断提升。根据三季报披露, 公司累计在手的客户包括 80 家省市级政府、24 家央企、15 家银行保险机构、15 家军工企业等在内的近 150 家大型政企, 在政府、央企、金融、军队等领域具备大客户资源优势。

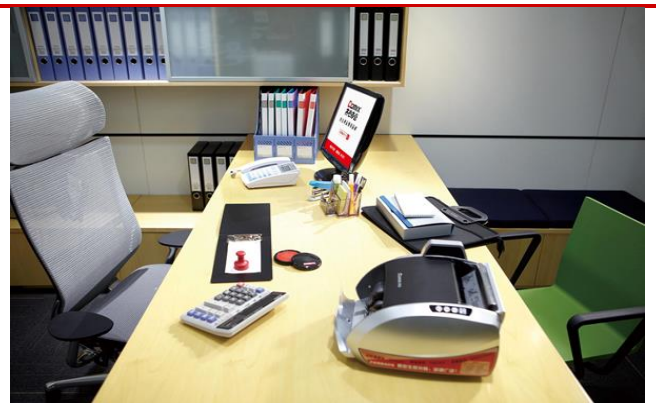
品类丰富, 打造一站式购物服务: 办公物资品类丰富, 从官网数据来看目前已有 20 个大类, 约 50 万种品类, 除了传统的办公文具、办公设备、办公家电、办公耗材等品类, 还包含 MRO 工业品等高附加值商品。此外公司还与京东建立长期战略合作伙伴关系, 共同发展“无界智慧办公零售”, 打造一站式购物, 提高客户购物体验。

图 64 齐心集团 B 端业务助力业绩迅速增长



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 65 一站式办公解决方案



资料来源: 公司官网, 华西证券研究所

7.包装：关注景气改善的金属包装与消费电子包装

7.1.金属包装：供需格局改善推动行业景气回升

1、供需格局改善推动行业景气上行

供给端：新增产能有限，行业通过收并购加速整合。

● 目前行业整体新增产能有限。近两年落地及在建的较大项目主要来自于一线制罐企业，包括奥瑞金咸宁、山东生产线以及嘉美包装 IPO 募投项目，二片罐总增加产能为 27.7 亿罐，相对约 600 亿罐行业产能而言增量较小。

● 行业通过收并购加速整合。经过 15 年之前的固投快速增长，二片罐产能明显过剩，16 年开始原材料铝价进入上升通道压缩盈利空间，行业竞争日趋激烈。多家头部企业开始对外收购，行业整合得以加速，目前已初步形成中粮包装+奥瑞金+波尔、宝钢包装、昇兴+太平洋三大产能集群，产能市占率合计占比约 70%。

表 12 业内新增产能有限

公司	项目名称	新增产能（亿罐）
奥瑞金	湖北咸宁啤酒铝瓶灌装包装生产线	2.5
	山东500ml罐型生产线	5.2
嘉美包装	二片罐生产线建设项目（嘉美包装）	10
	二片罐生产线建设项目（临颖嘉美）	10

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 13 行业通过收并购加速整合

公告时间	事件
2015年11月10日	奥瑞金收购中粮包装27%股份
2016年11月23日	昇兴股份参与设立的产业基金收购“太平洋制罐集团”下属六家制罐公司股权
2017年3月16日	奥瑞金收购纪鸿包装19%股权
2017年3月	中粮包装收购纪鸿包装51%股权(15日公告)、成都高森包装100%股权(27日公告)
2018年12月14日	奥瑞金收购波尔中国业务
2019年5月28日	昇兴控股收购太平洋制罐中国包装业务四家公司

资料来源：公司公告，华西证券研究所

● 需求端：啤酒罐化率提升带来二片罐收入增量。

● 相比玻璃瓶而言，金属罐具备低成本、轻量化、便携优势，未来罐化率有望持续提升。目前我国啤酒罐化率不超过 20%，对比欧美国家 60% 以上的水平仍有较大提升空间。我们假设未来啤酒产量没有增长，罐化率每年提升 2-3pct，罐型为 380ml，则 2019-2021 年二片罐年新增需求分别约 20-30 亿罐。

表 14 啤酒罐化率推测

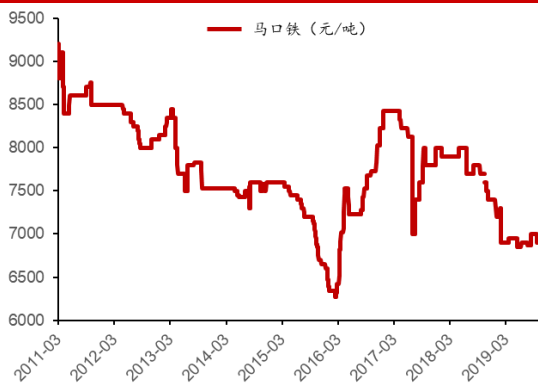
时间	啤酒产量 (万千升)	罐化率	啤酒罐装量	制罐需求
2011	4899	-	-	-
2012	4902	-	-	-
2013	5062	-	-	-
2014	4922	-	-	-
2015	4716	-	-	-
2016	4506	-	-	-
2017	4402	18%	770.3	233
2018	3812	22%	838.7	254
2019E	3812	25%	934.0	283
2020E	3812	27%	1029.3	312
2021E	3812	29%	1105.5	335

资料来源: Wind, 安捷包装官网, 华西证券研究所

2、成本端受益原材料价格下跌

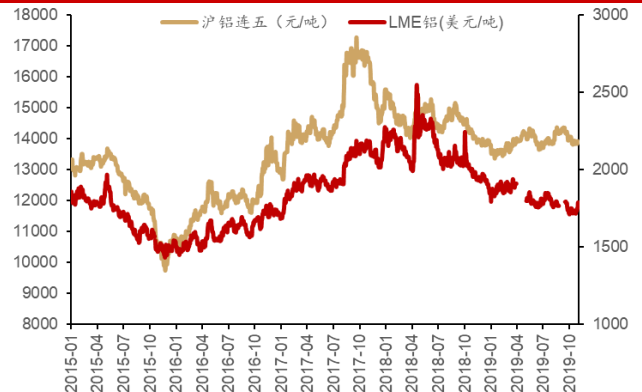
原材料马口铁及铝价格回落, 成本端有望受益。18 年以来镀锡板卷价格步入下行区间, 由年初的约 7700 元/吨跌至目前约 6700 元/吨, 跌幅约 13%。2018 年均价 7597 元/吨, 2019 年至今均价约 6771 元/吨, 若以此参考全年均价, 则镀锡板卷价格下跌约 11%。原材料跌价红利将逐步反映到成本端。

图 66 18 年开始马口铁进入下行通道



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 67 18 年开始铝价进入下行通道

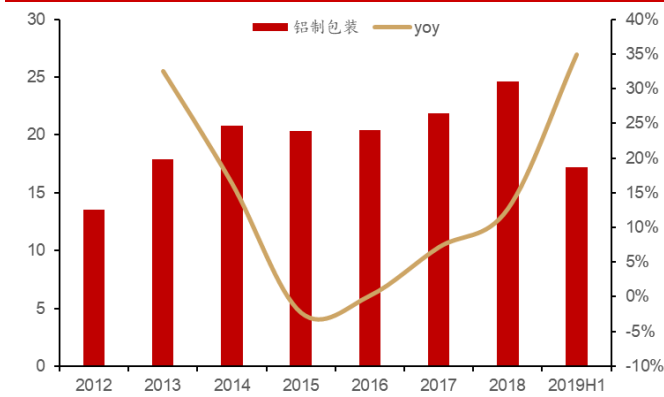


资料来源: Wind, 华西证券研究所

3、关注金属包装龙头中粮包装

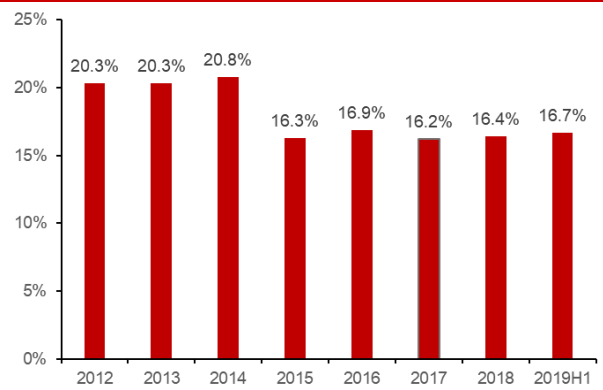
铝制包装业务收入加速增长, 新增产能投产有望带来收入增量。近年公司铝制包装收入增长加速, 2019H1 收入 17.21 亿元, 同比增长 34.9%; 目前福建制罐二线项目已在 6 月启动产线安装, 公司第一个海外项目比利时两片罐生产基地进展顺利, 预计年内试生产, 新增产能逐步投产有望带来收入增量。盈利能力方面, 2018、2019H1 铝制包装业务毛利率分别为 16.4%、16.7%, 受益于原材料价格下跌, 盈利水平有所改善。

图 68 铝制包装业务收入加速增长



资料来源: Wind, 华西证券研究所

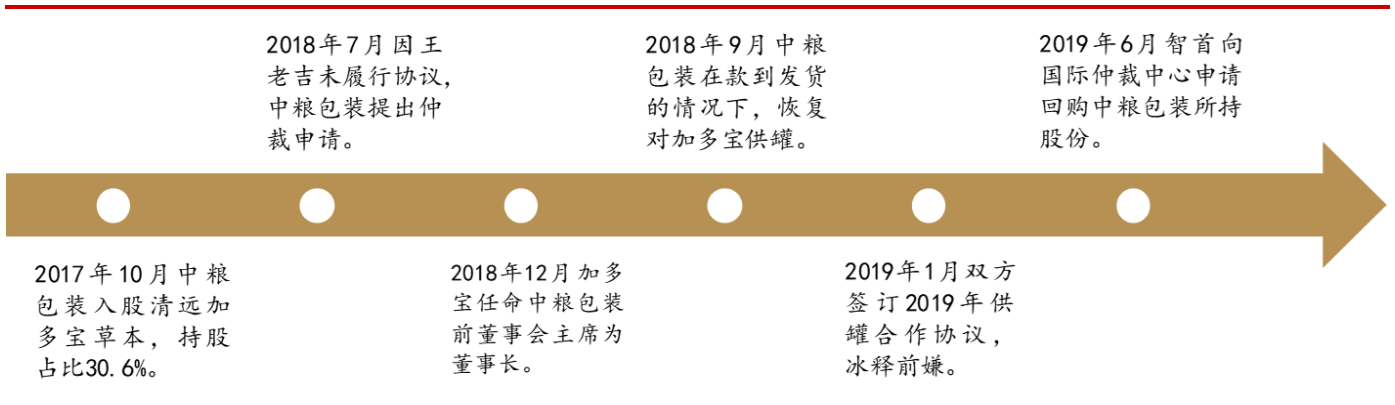
图 69 2019H1 铝制包装业务毛利率小幅提升



资料来源: Wind, 华西证券研究所

加多宝纠纷正逐步走向清晰。2018年9月中粮包装在款到发货的情况下恢复对加多宝的供罐，同年12月底，加多宝任命中粮包装前董事会主席王金昌为董事长，向外界释放积极信号；2019年1月双方签订2019年度供罐合作协议，我们认为加多宝纠纷已逐步走向清晰，之前的负面影响亦有望消除。

图 70 加多宝纠纷逐步走向清晰



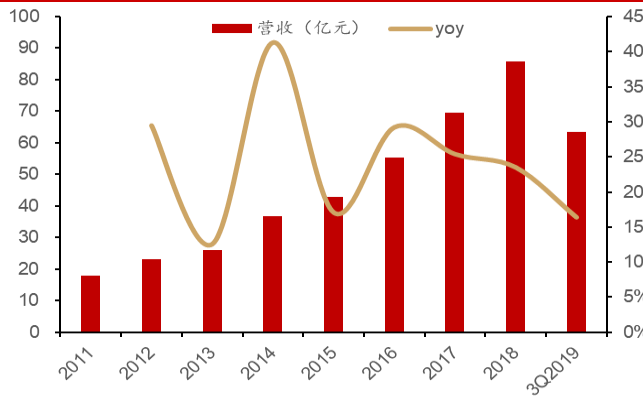
资料来源: Wind, 华西证券研究所

7.2. 纸包装：成本端压力仍较轻

关注消费电子包装龙头裕同科技

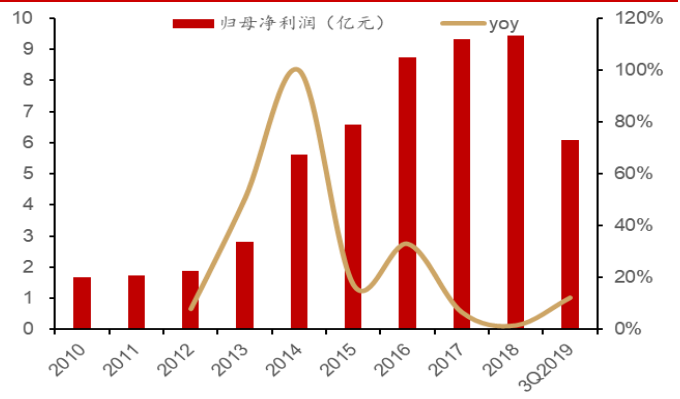
公司是我国消费电子包装龙头，切入亚马逊、哈曼供应链拓展智能电子设备市场以及5G换机需求有望助力公司3C电子包装收入持续增长。**新业务方面**，积极推进客户多元化，烟酒包装客户有望逐步放量。公司于18年收购武汉艾特积极切入烟标领域，2019H1艾特保持较高增速，收入同比增长63%。此外，公司也加强酒包市场开发，拓展包括茅台在内的头部酒企大客户。2018年前五大客户收入同比下降13.4pct至40.6%，客户结构多元化已初见成效。

图 71 裕同科技收入稳健增长



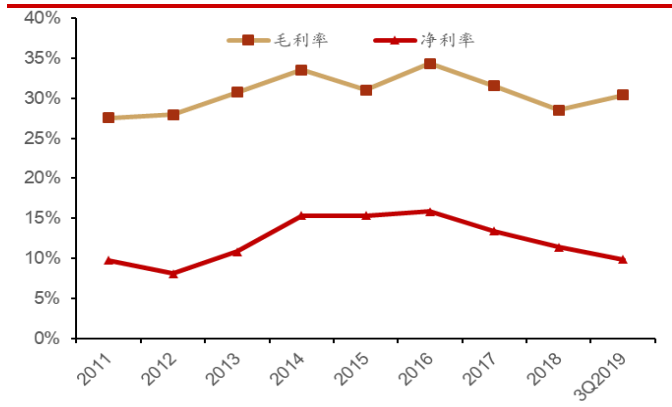
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 72 裕同科技利润稳步增长



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 73 裕同科技毛利率得到改善



资料来源: Wind, 华西证券研究所

8.风险提示

宏观经济增长不及预期：宏观经济低迷情况下，消费需求增长缓慢，轻工行业整体业绩增长可能不及预期。

地产调控政策风险：家具行业具备地产后周期属性，地产调控收紧下将影响家具的购买需求。

市场竞争加剧风险：市场竞争加剧下，企业间可能会出现价格战、恶性竞争等情况，业绩会受到一定影响。

原材料价格波动风险：上游原材料价格上涨情况下，企业成本增加，在产品价格销量保持稳定的情况下，利润增速可能不及预期。

附表：轻工板块重点个股盈利预测估值表

表 15 轻工板块重点个股盈利预测估值表

板块	公司	营业收入 (亿元)			营收同比增速			净利润 (亿元)			净利润同比增速			PE		
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
家居	索菲亚*	73.11	79.27	87.64	18.7%	8.4%	10.6%	9.59	10.32	11.38	5.8%	7.6%	10.3%	17.0	15.8	14.2
	好莱客	21.33	23.19	25.79	14.5%	8.7%	11.2%	3.82	3.90	4.32	9.8%	2.1%	10.6%	12.2	11.9	10.8
	欧派家居*	115.09	132.84	153.23	18.5%	15.4%	15.3%	15.72	18.78	22.21	20.9%	19.5%	18.3%	27.9	23.4	19.7
	尚品宅配*	66.45	76.10	86.70	24.8%	14.5%	13.9%	4.77	5.57	6.41	25.5%	16.8%	15.1%	29.7	25.4	22.1
	金牌厨柜	17.02	20.62	24.47	18.0%	21.2%	18.7%	2.10	2.44	2.85	26.1%	15.9%	17.1%	21.0	18.1	15.5
	志邦股份	24.33	28.36	33.29	12.8%	16.6%	17.4%	2.73	3.21	3.78	16.5%	17.7%	17.8%	16.6	14.1	12.0
	顾家家居*	91.72	110.90	133.50	37.6%	20.9%	20.4%	9.89	11.89	14.14	20.3%	20.2%	18.9%	24.7	20.5	17.2
	大亚圣象	72.61	76.07	79.97	3.0%	4.8%	5.1%	7.25	7.94	8.62	10.0%	9.6%	8.5%	9.1	8.3	7.7
	喜临门	42.11	47.93	54.41	32.1%	13.8%	13.5%	-4.38	3.86	4.53	-254.5%	188.1%	17.3%	(13.5)	15.3	13.1
	曲美家居*	28.92	44.72	49.68	37.9%	54.6%	11.1%	-0.59	1.39	2.40	-124.0%	336.1%	71.8%	(63.6)	26.3	19.6
	东易日盛*	42.03	44.34	48.89	16.4%	5.5%	10.2%	2.53	2.40	2.60	16.1%	-5.0%	8.3%	11.1	11.8	10.6
	美凯龙*	142.40	168.79	192.42	29.9%	18.5%	14.0%	44.77	49.21	55.30	9.8%	9.9%	12.4%	8.6	7.8	6.9
富森美*	14.21	15.67	17.00	12.9%	10.2%	8.5%	7.35	8.16	8.85	12.9%	11.0%	8.4%	12.3	11.1	10.2	
包装印刷	裕同科技*	85.78	101.00	120.80	23.5%	17.7%	19.6%	9.46	10.90	12.89	1.3%	15.3%	18.3%	23.2	20.2	17.0
	奥瑞金*	81.75	91.19	103.25	11.3%	11.5%	13.2%	2.25	7.94	9.19	-68.0%	252.3%	15.7%	45.0	12.7	11.1
	合兴包装*	121.66	119.84	132.13	39.1%	-1.5%	10.3%	2.33	2.62	3.06	64.5%	12.4%	16.7%	20.7	18.8	15.9
造纸	太阳纸业*	217.68	227.73	244.24	15.2%	4.6%	7.2%	22.38	21.18	24.25	10.5%	-5.4%	14.5%	10.2	10.7	9.3
	中顺洁柔*	56.79	66.92	78.81	22.4%	17.9%	17.8%	4.07	6.00	7.46	16.6%	47.3%	24.4%	45.2	30.7	24.7
	山鹰纸业	243.67	241.42	284.10	39.5%	-0.9%	17.7%	32.04	19.10	22.11	59.0%	-40.4%	15.8%	4.6	7.7	6.6
文娱轻工	晨光文具*	85.35	111.14	141.06	34.3%	30.2%	26.9%	8.07	10.27	12.82	27.3%	27.3%	24.8%	57.8	45.4	36.6
	齐心集团*	42.41	62.64	86.72	33.3%	47.7%	38.4%	1.89	2.77	3.80	54.2%	46.3%	37.3%	49.1	33.6	24.5
化妆品	珀莱雅*	23.61	30.84	39.75	32.4%	30.6%	28.9%	2.87	3.84	4.99	43.0%	33.7%	29.9%	66.3	49.6	38.2
	上海家化*	71.38	78.97	87.81	10.0%	10.6%	11.2%	5.40	6.55	7.18	38.6%	21.1%	9.7%	17.2	31.8	29.1
	丸美股份*	15.76	18.74	22.47	16.5%	18.9%	19.9%	4.15	5.35	6.45	33.1%	28.9%	20.5%	18.2	55.2	45.6
港股	红星美凯龙	138.52	173.82	206.72	30.2%	25.5%	18.9%	44.77	49.27	56.11	9.8%	10.0%	13.9%	4.7	4.2	3.7
	敏华控股*	112.58	122.72	141.34	12.3%	9.0%	15.2%	13.64	15.27	17.53	-11.2%	12.0%	14.8%	12.8	13.3	11.6
	中报包装*	66.01	72.53	79.05	10.3%	9.9%	9.0%	2.55	2.98	3.43	-17.9%	16.9%	15.1%	15.2	11.1	9.6

资料来源: Wind, 华西证券研究所 (注: 估值以 22 日收盘价为基准, 敏华控股 2019 年预测对应 FY2020, 其他同理, 计价单位为港元, 带*标志为华西轻工测算, 其余为 Wind 一致预测)

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，7年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，4年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

聂贻哲：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，2年从业经验。浙江大学工学硕士，曾就职于民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。