

笔纸沙发晾衣机， 细分消费布局时

我们轻工行业看好“细分消费龙头”策略主线，细分消费龙头具有稀缺性，同时在细分领域具备竞争优势壁垒，成长确定性高，市场系统性风险低，拥有行业内生成长逻辑，推荐“笔纸沙发晾衣机”等细分消费龙头：

从小文具到大办公——晨光文具。文具行业规模千亿，办公用品包括家具、耗材等，规模更大。政府阳光采购，行业迎来新发展，美国史泰博 2017 财年做到 1250 亿人民币收入体量，推荐必选消费品龙头晨光文具，2018 年、2019 年估值分别为 37 倍、28 倍。

生活纸龙头确定高——中顺洁柔。生活用纸市场规模 2016 年 988 亿，年均复合增长 11.74%。消费升级、产品结构优化带来新驱动。推荐中顺洁柔，通过产品提价、节能降耗，有效对冲木浆成本上涨，2016、2017 年公司收入快速增长，和恒安、维达差距持续缩小，2018、2019 年估值分别 29 倍、22 倍。

大沙发后劲足，休闲功能到按摩——敏华控股、奥佳华、荣泰健康等。沙发更新频次快、个性化需求强，我们持续看好沙发细分行业，延续推荐沙发龙头策略，同时基于消费升级建议关注大沙发细分领域的按摩椅龙头奥佳华和荣泰健康。**敏华控股：**低估值、高分红、管理层最专注，2019 财年估值 14 倍。**奥佳华：**全球按摩器具市场规模 115 亿美元，国内 105 亿元，龙头集中度有待提升，五大自主品牌推进海内外销售，品牌、渠道、软件技术行业领先，2018、2019 年估值分别为 27 倍、20 倍。**荣泰健康：**智能共享按摩平台顺利拓展，体验式按摩收入快速增长，渠道广泛开拓，电商、内销高增，产能逐步释放，后端制造无虞，2018、2019 年估值分别为 39、31 倍。

从晾衣机到智能锁，消费升级新趋势——好太太。智能晾衣机市场空间 200 亿，好太太智能晾衣机 50 万套，市占率 2.5%，绝对龙头，且未来拓展智能锁，智能锁市场空间 300 亿，长期发展后劲足，2018、2019 年估值分别为 39 倍、30 倍。

原创之光价值增——欧普照明。家居照明产品结构不断丰富，与华为、腾讯合作布局智能家居，同时拓展商用照明，进入集成家居领域，线下 3500 家专卖店、10 万家零售网点构筑强大护城河，2018、2019 年估值分别为 36 倍、29 倍。

精装大势滚滚前，B 端看成长，C 端看龙头。

B 端看成长：发达国家成品房交付占比平均为 80%，我国仅为 20% 左右，同时有意购买成品房的消费者占比从 2007 年的 10.90% 提升至 2017 年 Q1 的 26.80%，我国全装修比例仍偏低，发展空间较大，看好 B 端业务受益地产龙头增长的瓷砖龙头帝欧家居（原帝王洁具），2018、2019 年估值分别为 22、17 倍。

C 端看龙头：定制家居板块各家企业均在发力拓展自身渠道，加密已有城市，渗透空白区域，推荐定制三龙头：**欧派家居**橱柜顺流而下的优势明显，2018 年业绩增长无虞，2018、2019 年估值分别为 35 倍、27 倍；**索菲亚**作为定制衣柜龙头，依然性价比明显，全年业绩 30% 确定性较高，2018、2019 年估值分别为 29 倍、22 倍；**尚品宅配**渠道快速拓展，新居网+整装云打开新业务模式，切入万亿整装大市场，2018、2019 年估值分别为 44 倍、33 倍。

造纸看量增，包装龙头市占增。造纸依然是量的逻辑，金九银十为传统旺季，下半年布局上推荐新增产能最优质，业绩增量最确定的**太阳纸业**，2018、2019 年估值分别仅 10 倍、8 倍。包装行业烟标回暖，烟标龙头议价强，推荐“喝酒吃药+大包装发展”的**劲嘉股份**，2018、2019 年备考业绩下估值分别为 16 倍、13 倍。包装行业整合加速，原材料价格同比影响降低，**合兴包装**业绩底部持续向上，内生 IPS/PSCP 驱动、外延拓展，2018、2019 年备考业绩下估值分别为 21 倍、16 倍。

请参阅最后一页的重要声明

轻工制造

维持

增持

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

孙金琦

sunjinqi@csc.com.cn

010-65608481

执业证书编号：S1440517050002

研究助理：陈伟奇

chenweiqi@csc.com.cn

010-85156473

发布日期：2018 年 06 月 11 日

市场表现



相关研究报告

- 18.04.24 好太太深度：晾衣架第一股，智能家居领跑者
- 18.05.29 荣泰健康深度：从海外按摩椅龙头傲胜之发展，看荣泰成长前景
- 18.05.07 奥佳华深度：健康按摩领跑者，品类品牌渠道齐驱动
- 18.04.06 晨光文具深度推荐相关研究之三：无印良品（MUJI），精品杂物先驱，龙头地位稳固
- 18.03.03 敏华控股深度：沙发深度三，从乐至宝壮大记，看国内沙发龙头崛起
- 18.01.29 帝欧家居深度：“王”“神”牵手，瓷砖龙头，地产工装新成长
- 17.10.27 晨光文具深度：从文具品牌与渠道的国际视野，看晨光的推荐逻辑
- 17.10.17 中顺洁柔深度：从“顺恒达金”四大龙头比较，看中顺的竞争崛起

目录

一、从小文具到大办公——晨光文具	1
(一) 文具市场空间超千亿，大办公直销带来新蓝海.....	1
(二) 个股推荐——晨光文具：一体两翼继续向好，文具龙头稳健成长.....	3
二、生活纸龙头确定高——中顺洁柔	4
(一) 生活用纸行业稳增长，消费升级、结构调整带来量价齐升.....	4
(二) 个股推荐——中顺洁柔：消费真成长、业绩确定高.....	6
三、大沙发后劲足，休闲功能到按摩——敏华控股等、奥佳华、荣泰健康	7
(一) 原材料价格有所回落，软体龙头毛利率有望回升.....	7
(二) 人民币汇率稳定，汇兑损失边际影响减弱.....	8
(三) 按摩椅市场规模稳步上升，中国市场需求增长较快.....	9
(四) 个股推荐：敏华控股等、奥佳华、荣泰健康.....	10
四、从晾衣机到智能锁，消费升级新趋势——好太太	12
(一) 晾晒行业空间持续增长，消费升级促行业规模提升.....	12
(二) 个股推荐——好太太：晾衣机行业绝对龙头，布局智能家居新蓝海.....	13
五、原创之光价值增——欧普照明	15
(一) 照明行业稳定发展，龙头企业竞争激烈.....	15
(二) 个股推荐——欧普照明：产品渠道筑壁垒，六年激励铸巨头.....	16
六、精装大势滚滚前，B 端看成长，C 端看龙头.....	17
(一) 精装房渗透率趋势确立，关注受益工装龙头——帝欧家居	17
(二) C 端仍享受渠道红利，关注效率提升——定制三大龙头	23
七、造纸看量增，包装龙头市占增	28
(一) 造纸：废纸政策一波三折，木浆格局偏松，龙头看量增.....	28
(二) 包装：烟标行业回暖，包装龙头市占增.....	32

图目录

图 1：我国人均生活用纸消费量及增速	4
图 2：2016 年世界各地生活用纸人均消费量.....	4
图 3：2010-2016 年生活用纸各细分品类复合增速（%）	5
图 4：2012-2016 年生活用纸细分品类需求占比	5
图 5：TDI 市场价格.....	8
图 6：MDI 市场价格.....	8
图 7：美元兑人民币汇率走势图	9
图 8：全球按摩器具市场销售额及增长	9
图 9：中国按摩器具市场销售额及增长	9
图 10：中国按摩器具细分产品市场占比.....	10
图 11：国内商品房销售面积及其同比增长（单位：亿平方米）	12
图 12：中国照明行业市场整体规模营业收入（单位：亿元）	15

图 13: 电光源市场规模营业收入 (单位: 亿元)	15
图 14: 照明灯具市场规模营业收入 (单位: 亿元)	15
图 15: 其他电子元件市场规模营业收入 (单位: 亿元)	16
图 16: 中国照明行业市场业务占比	16
图 17: 全装修成品房在不同国家及城市的建设面积占比 (%)	20
图 18: 2017 年各类城市新开工商品房住宅套数	20
图 19: 废纸价格稳中有升	30
图 20: 箱板纸价格稳中有升	30
图 21: 木浆价格走弱	31
图 22: 白卡纸价格走弱	31

表目录

表 1: 文教办公用品行业主营业务收入	1
表 2: 政府阳光采购相关重大政策	1
表 3: Staples 历史业绩 (单位: 亿美元)	2
表 4: 我国生活用纸市场规模及增速	5
表 5: 我国人均生活用纸消费量及增速	5
表 6: 我国前 15 大生活用纸企业产能及销售占比	6
表 7: 敏华控股沙发生产成本变动	7
表 8: 软体家居企业利润率变化趋势	8
表 9: 好太太主要财务数据	13
表 10: 好太太收入拆分表	14
表 11: 中央政府部门相关政策	18
表 12: 地方政府部门相关政策	18
表 13: 2010-2016 年中国陶瓷砖产销率情况	20
表 14: 建筑陶瓷龙头企业市占率情况 (亿元、%)	21
表 15: 主要房地产商销售情况及市场占有率 (以销售额计)	21
表 16: 2015-2017H1 欧神诺主要客户收入占比	22
表 17: 欧神诺与蒙娜丽莎主要指标对比	22
表 18: 欧神诺与蒙娜丽莎工程业务占比	22
表 19: 2016 年欧神诺与蒙娜丽莎前五大客户销售额占比比较 (%)	23
表 20: 定制家居公司渠道情况一览	24
表 21: 定制家居板块总营收、利润增速情况	26
表 22: 定制家居板块累计利润率变化趋势	27
表 23: 定制家居板块销售费用率与管理费用率	27
表 24: 定制家居板块财务费用率	27
表 25: 2018 年第 1-11 批与 2017 年废纸限制进口许可证获批情况汇总	28
表 26: 2017-2019 年全球木浆新增产能情况	29
表 27: 烟草行业开始回暖	32

一、从小文具到大办公——晨光文具

（一）文具市场空间超千亿，大办公直销带来新蓝海

1、传统文具行业规模超千亿，大办公直销空间更广阔

传统文具行业成长稳健，能够有效穿越房地产周期、贸易战、通货膨胀等宏观风险。从传统文具行业狭义规模来看，据中国工业和信息化部及国家统计局的数据显示，2012-2016 年我国文教办公用品行业收入从 604.55 亿增长到 1095.3 亿，年均复合增长 16.02%，利润由 36.11 亿增长到 69.1 亿，年均复合增长 17.62%。2017 年 1-8 月份我国文教办公用品行业实现收入 766.1 亿，同比增 12.1%。

从广义口径来看，大办公文具行业包括电脑、打印机、复印机等办公器械，墨盒、硒鼓等办公耗材，照相机、摄像机、录音笔等办公数码产品，以及办公家具、书写工具、办公用纸等。其主要消费群体为政府机关和企事业单位，2017 年国内大办公文具（包括办公家具、器材等）的市场规模超过万亿。未来，随着我国经济的持续稳定发展，办公消费能力有望进一步提升，办公文具市场前景良好。

表 1：文教办公用品行业主营业务收入

	文教办公用品收入	同比	文教办公用品利润	同比
2012 年	604.55	13.72%	36.11	25.04%
2013 年	740.51	15.13%	44.94	18.30%
2014 年	868.81	10.50%	51.31	9.90%
2015 年	970.80	11.00%	57.40	11.00%
2016 年	1095.30	12.40%	69.10	22.10%
2017 年 1-8 月	766.1	12.1%	-	-

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

2、政府阳光采购政策春风频吹

财政部数字显示，我国政府采购规模一直保持着快速增长态势，2002 年为 1009.6 亿元，2009 年则突破 7000 亿元，2015 年、2016 年全国政府采购规模连续突破 2 万亿和 3 万亿，占财政支出的比重分别为 12% 和 16.4%，占 GDP 的比重分别为 3.1% 和 4.2%。近年来，随着新一届领导政府对我国政府采购的制度保障机制的逐渐完善，政府采购愈加阳光化。

首先，以 2003 年颁发的《中华人民共和国政府采购法》为基础，2015 年 3 月我国再颁发《中华人民共和国政府采购法实施条例》，在政府采购的回避、公开、追责等方面作出了明确规定。之后，我国对政府阳光采购的规范政策频出，根据统计，2015 年以来国务院层面颁发的关于约束政府采购的政策文件 8 个，财政部层面颁布的包括规章和规范性文件超过 60 个。2018 年 1 月，财政部再颁发《政府采购质疑和投诉办法》，进一步规范政府采购质疑和投诉行为。

表 2：政府阳光采购相关重大政策

时间	部门	政策	核心内容
2018-1-03	财政部	中华人民共和国财政部令 94 号-- 政府采购质疑和投诉办法	规范政府采购质疑和投诉行为

2018-1	财政部	政府采购代理机构管理暂行办法	加强政府采购代理机构监督管理,促进政府采购代理机构规范发展
2017-07-18	财政部	政府采购货物和服务招标投标管理办法	采购人应当按照行政事业单位内部控制规范要求,建立健全本单位政府采购内部控制制度,在编制政府采购预算和实施计划、确定采购需求、组织采购活动、履约验收、答复询问质疑、配合投诉处理及监督检查等重点环节加强内部控制管理。
2017-12-19	国务院办公厅	关于推进公共资源配置领域政府信息公开的意见	明确主要任务:(一)突出公开重点。(二)明确公开主体。(三)拓宽公开渠道。(四)强化公开时效。
2016-12-27	国务院办公厅	关于印发中央预算单位 2017—2018 年政府集中采购目录及标准的通知	政府采购货物或服务项目,单项采购金额达到 200 万元以上的,必须采用公开招标方式。政府采购工程公开招标数额标准按照国务院有关规定执行。
2016-06-21	国务院办公厅	关于成立政府购买服务改革工作领导小组的通知	统筹协调政府购买服务改革,组织拟订政府购买服务改革重要政策措施,指导各地区、各部门制定改革方案、明确改革目标任务、推进改革工作,研究解决跨部门、跨领域的改革重点难点问题,督促检查重要改革事项落实情况。

资料来源: 中信建投证券研究发展部

3、借鉴海外经验，史泰博巅峰规模达 250 亿美元，国内办公巨头可期

借鉴国外零售巨头发展经验，典型如美国史泰博（Staples），公司创建于 1986 年，从一家文具超市起步，通过不断的并购和精细化管理逐步成长为文具行业巨头。1986 年 5 月，史泰博在全球范围内率先推出“办公用品超市”的概念，并在美国马萨诸塞州的布莱顿开出其第一家办公用品超市；之后在 1990-2000 年，随着美国文具行业的快速发展，公司历经十几起大大小小并购进入快速发展期；2004 年，Staples 在中国成立了史泰博（上海）有限公司，正式进军中国市场；在 2012 年公司业务规模最鼎盛时期，公司年销售额一度达到 250 亿美元，市值超过 190 亿美元。

表 3：Staples 历史业绩（单位：亿美元）

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
营业总收入	181.61	193.73	230.84	242.75	245.45	250.22	243.81	231.14	224.92	210.59	182.47	80.55
同比	12.95%	6.67%	19.16%	5.16%	1.11%	1.94%	-2.56%	-5.20%	-2.69%	-6.37%	-13.35%	-18.25%
分地区收入	-	193.73	230.84	242.75	245.45	250.22	243.81	231.14	224.92	210.59	182.47	80.55
国际市场	-	27.38	46.64	52.71	51.66	53.05	44.44	39.69	37.73	31.60	9.49	-
美国	-	141.61	157.87	163.43	164.63	166.43	167.84	162.12	160.22	155.67	149.74	-
加拿大	-	24.74	26.32	26.61	29.16	30.74	31.53	29.33	26.97	23.32	23.24	-
毛利率(%)	-	28.65	27.06	26.67	26.91	26.94	26.62	26.10	25.79	26.18	26.08	25.77
净利润	9.74	9.96	8.05	7.39	8.82	9.85	-2.11	6.20	1.35	3.79	-14.97	-7.60
同比	16.79%	2.26%	-19.18%	-8.20%	19.35%	11.68%	-121.42%	393.84%	-78.23%	180.74%	-494.99%	-4.83%
净利率	5.36	5.14	3.53	3.12	3.62	3.93	-0.86	2.68	0.60	1.80	-8.20	-9.44

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

2013 年之后，史泰博由盛转衰，2015 年 2 月，Staples 宣布计划再次收购 Office Depot；2016 年 5 月，美国联邦贸易委员会否决了 Office Depot 和 Staples 的合并，导致两家公司股票暴跌，公司面临大额解约费，并于 2017 年 9 月最终退市，一代文具巨头从资本市场谢幕。

我们认为，中国文具市场和美国市场存在差异。史泰博、欧迪 2013 年之后由盛转衰主要是在美国办公文具行业已经进入稳定发展期的大背景下，同时受到电子商务如亚马逊等冲击所致，而中国文具行业一方面在政府采购阳光化背景下正进入快速发展期，另一方面当前中国电子商务行业仍然未完全成熟。整体上，当前中国办公文具行业风险与机遇并存，利好拥有强品牌、高质量和专业化服务能力的办公文具龙头发展。

（二）个股推荐——晨光文具：一体两翼继续向好，文具龙头稳健成长

1、一体两翼之“体”，传统文具业务回暖，渠道产品全面优化升级

公司业务结构目前是一体两翼，传统存量业务（书写工具、学生用品、儿童美术、办公产品）+增量一（晨光科力普，提供一站式办公解决方案）+增量二（晨光科技、九木杂物社、晨光生活馆）。

传统存量业务方面，公司一方面渠道数量继续开拓，同时推进渠道优化升级。截至 2017 年底，晨光在全国拥有 31 家一级（省级）合作伙伴，超过 1200 个城市的二、三级合作伙伴，“晨光系”零售终端超过 7.5 万家，较 2016 年净增加超过 2000 家。公司亦积极推进单店质量提升，升级单店提升模式并在全国重点终端快速推广，存量门店升级也将成为公司传统业务未来增长的主要路径；另一方面，公司开发更多中高端产品，并积极探索精品文创市场，面向全国精品文具店，打造精品文创专区。精品文创是跟晨光传统业务互补，传统渠道销售的产品相对偏中低端，精品文创销售中高端产品，进一步提升公司产品附加值，扩大公司产品在精品文创市场占有率。渠道+产品优化升级双重驱动下，2017 年公司传统业务稳步增长，实现营业总收入约 64 亿元，较 2016 年同比增长 36%。

2、两翼之“办公直销”，科力普保持高速增长，大办公持续推进

一方面，2017 年晨光科力普成功收购欧迪中国业务，6 月签约，7 月交割，8 月完成欧迪并表。欧迪中国与国内众多知名跨国外资品牌有着长期合作关系，公司计划将通过一到两年的时间周期完成从市场、客户、供应链采购、物流配送、IT 系统、组织架构、团队人员等一系列整合工作，收购进一步提高晨光科力普在办公直销领域市场的占有率；另一方面，科力普将继续推进：1) 拓展业务服务范围，提升市场占有率；2) 聚焦核心客户，加强大客户挖掘，提升服务品质，拓展产品品类，形成“一条龙”办公解决方案；3) 对欧迪进行整合。

2017 年回顾来看，晨光科力普在重大投标项目和大客户开发方面成绩优异，全年实现营业收入 12.55 亿元，同比增长 143%，实现净利润约 2104.34 万元，继续保持高速增长（公司实际净利润率水平，我们独立测算已约有 3% 水平）。2018 年以来，科力普相继中标中国邮政储蓄银行电商平台采购项目、北京市市级行政单位 2018-2019 年度办公设备协议采购项目，并与 A.O. 史密斯、联想集团签署战略合作协议，成为其在办公行业的独家签约代理商或者全面战略合作伙伴。持续扩展服务产品品类和提升服务品质的同时未来也将积极提升市占率，晨光“大办公”有望高速发展。

3、两翼之“生活馆+九木”，产品升级、渠道升级战略桥头堡

公司继续探索直营大店的经营模式，截至 2017 年底公司拥有 177 家直营大店，其中晨光生活馆为 152 家，九木杂物社为 25 家。一方面，公司将升级晨光生活馆的店铺形象，优化组品方案和场景陈列，提升单店运营质量，提高坪效，促进产品升级和渠道升级，进而改善盈利，晨光生活馆拖累有望减少；另一方面，公司在 2016 年首次推出九木杂物社。九木杂物社是在晨光生活馆基础上的升级和创新，渠道以 ShoppingMall 为主，定位于精品文创生活，受众主要是初高中生以上至年轻白领的阶层，产品策略是做精品文具、买得起的好文具，

旨在打造高品质、高复购率、高客单价、高性价比商品模式的店铺新模式。截止 2018 年 3 月，公司共拥有 32 家九木杂物社，未来将采取“直营+加盟”、经销商加盟为主的模式，加快渠道开拓速度，2018 年有望盈利（未考虑后台），发展潜力可期。

4、投资建议

我们维持之前的盈利预测，预计公司 2018-2019 年营业收入分别为 85.19 亿元和 111.58 亿元，同比增长 34.01% 和 30.98%；公司净利润分别为 8.31 亿元和 10.84 亿元，同比增长 31.09% 和 30.50%，对应 EPS 分别为 0.90 和 1.18 元/股，PE 分别为 36.73、28.15 倍，维持“买入”评级。

二、生活纸龙头确定高——中顺洁柔

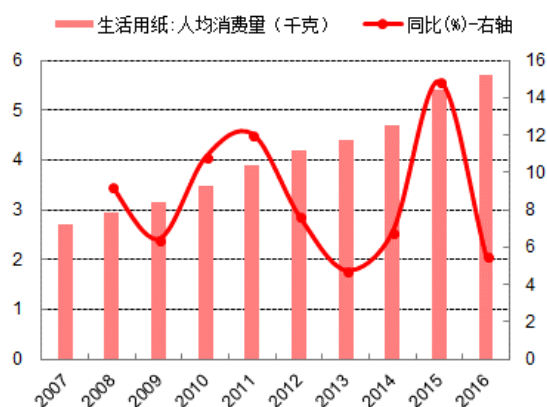
（一）生活用纸行业稳增长，消费升级、结构调整带来量价齐升

1、千亿级市场规模，消费升级带动结构优化

受益于国内经济增长、二胎开放、消费升级等多重利好因素叠加的影响，国内生活用纸市场高速扩容、展现巨大潜力。2009-2016 年，我国生活用纸市场规模由 454.3 亿元增长至 988.0 亿元，年均复合增长率达 11.74%，向千亿级市场迈进。

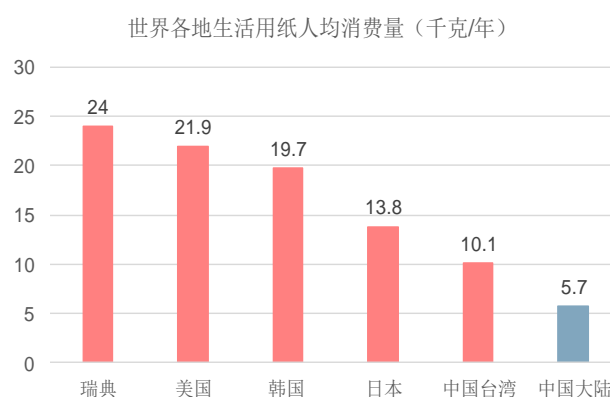
从人均消费量来看，尽管我国生活用纸人均消费量稳步增长，但与发达国家相比尚存在较大差距。2016 年，我国生活用纸人均消费量为 5.7 千克/年，而同期瑞典为 24.0 千克/年，美国为 21.9 千克/年，韩国为 19.7 千克/年，日本为 13.8 千克/年；2009-2016 年我国人均生活用纸消费量年均复合增长率为 8.89%。

图 1：我国人均生活用纸消费量及增速



数据来源：中国产业信息网 中信建投证券研究发展部

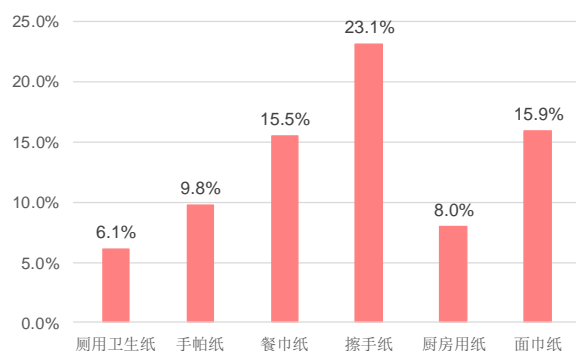
图 2：2016 年世界各地生活用纸人均消费量



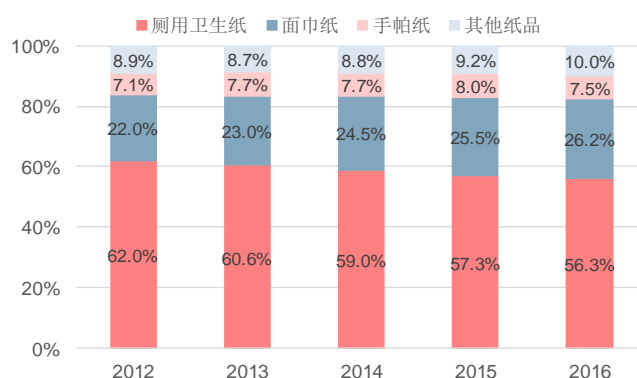
数据来源：Wind 中信建投证券研究发展部

细分品类来看，厕用卫生纸是我国主要生活用纸产品，但 2010-2016 年厕用卫生纸的复合增速仅为 6.10%，而手帕纸、餐巾纸、厨房用纸、面巾纸和擦手纸复合增速分别为 9.8%、15.5%、8.0%、15.9% 和 23.1%，各种中高端纸增速更为显著；同时，厕用卫生纸的占比也逐年缩减，从 2012 年的 62.0% 下降至 2016 年的 56.3%，面巾

纸和手帕纸的占比则分别从 22.0%、7.1% 上升至 26.2%、7.5%，消费升级背景下高端生活用纸占比的提高为行业带来了结构性的成长机会。

图 3：2010-2016 年生活用纸各细分品类复合增速（%）


数据来源：中国造纸年鉴 中信建投证券研究发展部

图 4：2012-2016 年生活用纸细分品类需求占比


数据来源：中国造纸年鉴 中信建投证券研究发展部

表 4：我国生活用纸市场规模及增速

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
生活用纸市场规模（亿元）	453.70	543.20	662.00	689.40	776.90	810.90	881.70	988.00
同比（%）		19.73	21.87	4.14	12.69	4.38	8.73	12.06

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

表 5：我国人均生活用纸消费量及增速

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
人均生活用纸消费量（千克/年）	3.14	3.48	3.90	4.20	4.40	4.70	5.20	5.70
同比（%）		10.83	12.07	7.69	4.76	6.82	10.64	9.62

资料来源：中国产业信息网 中信建投证券研究发展部

2、环保趋严叠加淘汰落后产能，龙头企业市占率持续提升

2016 年以来，我国环保政策日趋严格，严重挤压中小企业生存空间，从《水污染防治行动计划》的颁布到企业排污许可证的推出，政府通过关、停、并、转、对企业整合升级等方式，以前所未有的力度取缔技术工艺落后的生产线和污染严重的造纸企业，《环境保护法》也提出从 2018 年开始，企业污染物排放浓度的高低将直接影响其环保税的支出数额，中小企业难以投入足够资本进行技术革新和升级，必将承担更高的环保成本。同时，造纸行业是供给侧改革的重点去产能行业，而技术落后、污染严重的中小型企业更是重点的产能出清对象。

近年来我国生活用纸的市场集中度在不断提升，根据 RISI 数据，2010-2016 年，我国生活用纸 CR15 由 41% 上升至 55%，我们预计，在行业去产能和环保政策的双重影响下，龙头企业将凭借规模、品牌、渠道和技术优势进一步吞噬中小企业的市场份额，市场集中度将会进一步加强。

表 6：我国前 15 大生活用纸企业产能及销售占比

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
产能占比 (%)	36.8	45.3	51.0	53.1	53.5	55.3	55.6
销售占比 (%)	41.3	43.5	48.3	51.1	51.9	52.3	54.8

资料来源：中国产业信息网 中信建投证券研究发展部

3、行业提价驱动量价齐升

生活用纸作为浆、纸比比重最高的纸品，其生产耗用纸浆成本占生活用纸生产成本的 50%-70%，木浆价格变动对公司业绩有重要影响。2017 年 10 月份以来，由于木浆成本提高，生活用纸四大龙头企业均出现终端提价情况，其中洁柔 3 次提价，累计调价幅度在 15% 以上；恒安国际亦通过控制终端促销费用来提高终端价格；维达国际去年第三季度之后通过逐月提高终端产品价格来覆盖木浆成本；金红叶自 2017 年 12 月 1 日起也在生活用纸原纸起初价格基础上上调了 200 元/吨；行业其他公司纷纷效仿龙头企业，掀起了业内新一轮的涨价潮。

我们认为，一方面在环保趋严，供给侧改革推涨纸浆成本压力情况下，行业中小企业受到冲击更大，中小产能遭淘汰出清，优化生活用纸行业竞争格局；另一方面，行业集中度提升，龙头议价能力加强，各大龙头纷纷通过提价转嫁成本压力。行业龙头将同时享受到竞争格局向好的“量增”驱动以及提价带来的“价增”驱动，成长无虞。

（二）个股推荐——中顺洁柔：消费真成长、业绩确定高

我们推荐生活用纸行业真成长之中顺洁柔，公司通过产品提价、节能降耗，有效对冲木浆成本的上涨，位列生活用纸的第四龙头，和前三龙头的差距在持续地收窄，且中国贸易战停止，废纸进口政策松动，或将使纸浆市场出现下行动力，利好公司成本：

1、渠道、营销双轨驱动，优化营销体系，铺设多元渠道

(1) 在营销体系建设方面，公司一方面着力打造“8+2”销售区域布局模式，将原有的五大区域细分为华南、西南、云贵广、华中、华东、华北、西北和东北八大区域，且单独成立了 EC（电商渠道）和港澳区，各区域之间独立运营和专业管理；另一方面也对管理架构进行了调整，将原来的渠道管理体系“营销副总经理-各大区副总-省级总监-城市经理-业务员”调整为“全国营销总监-大区总监-省级总监-城市经理-业务员”，通过销售渠道体系的优化，各层级人员责任分工更清晰，有利于营销资源的精准配置，提高公司的运营效率。

(2) 公司目前主要有四大销售渠道，分别是 GT（传统经销商）、KA（直营卖场）、AFH（商销）和 EC（电商），2016-2018 年被公司定为“渠道建设年”，公司重点完善四大渠道的管理建设，实现线上线下产品的互动销售；目前，公司的营销网络覆盖全国绝大部分地（县）级城市，采取直销到县、分销到镇的渠道下沉策略，不断细分与扁平化市场经营、扩大经销商的网络布局；同时公司与沃尔玛、华润万家、大润发、家乐福和永辉等大型连锁卖场建立良好的合作关系，并逐步将一些重点的卖场转为公司直营。

2、扩产计划发布，全国性产能布局稳步推进。

自 2009 年上市之初至今，中顺洁柔的全国性产能布局不断完善。2016 年，公司产能达 50.5 万吨，依托其下属的七个子分公司形成了华东、华南、华西、华北和华中的生产布局；2017 年底，公司分别在云浮和唐山新增加了 12 万吨、2.5 万吨的高档生活用纸产能建设，且已全部投产，公司产能规模达到 65 万吨；据公司公告，未来公司还将根据市场发展和销售规划进行产能扩充，新建项目包括湖北孝感 20 万吨、河北唐山 5 万吨产能，项目完成后预计公司总产能将达到 90 万吨；2018 年 3 月，公司发布公告，拟在四川省彭州工业开发区扩建 5 万

吨高档生活用纸项目，以满足西南、西北和云贵市场未来销售增长的需求。

3、促销收紧，产品提价，结构升级，有效消化木浆价格上涨

公司一方面加大高端、高毛利产品 Face 和 Lotion 系列的推广力度，通过制定各渠道的分销标准来提高市场占有率，2017 年非卷纸产品占比提升 3.86pct 至 57.40%；另一方面积极把握市场对本色纸的新需求，推出自然木系列产品，迅速抢占高毛利的本色纸市场份额。同时，公司于 17 年 10 月份起及时收缩促销力度。多管齐下，有效缓解了原材料价格上涨的影响。此外，公司于 17 年底进行了提价，新价格在 18 年初开始执行，整体提价 15% 以上。

4、投资建议

我们预计公司 2018-2019 公司营业收入为 56.64、68.27 亿元，同比增长 22.12%、20.53%；净利润为 4.56、5.88 亿元，同比增长 30.76%、28.85%，对应 EPS 为 0.35、0.46 元/股，当前 PE 为 28.63x、22.03x，维持“买入”评级。

三、大沙发后劲足，休闲功能到按摩——敏华控股等、奥佳华、荣泰健康

（一）原材料价格有所回落，软体龙头毛利率有望回升

软体家居企业主要成本为原材料及人工成本。以敏华控股为例，其 2018 财年（2017.04.01-2018.03.31）沙发生产成本中钢材、包装纸、化学品的价格分别同比上涨 28.9%、34.8%、27.3%。

就化学品来看，2017 年软体家居主要原材料之一 MDI 市场均价 28436.23 元/吨，同比 2016 年均价 17876.17 元/吨上涨 59.07%；TDI 均价 31909.04 元/吨，同比 2016 年的 18886.36 元/吨上涨 68.95%。2018 年 3 月以来，原材料市场均价在稳定的基础上略有下降。截至 5 月末，MDI 市场均价为 29266.67 元/吨，TDI 市场均价为 28596.67 元/吨，两者价格均低于 2017 年同期。

表 7：敏华控股沙发生产成本变动

	2018 财年平均成本变动
真皮	-1.3%
钢材	28.9%
PVC 仿皮	-0.8%
木夹板	3.2%
印花布	-1.7%
包装纸	34.8%
材料运费	19.0%
化学品	27.3%

资料来源：中信建投证券研究发展部

图 5: TDI 市场价格



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图 6: MDI 市场价格



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

受原材料涨价影响,行业主要公司毛利率下降,如喜临门 2017 年毛利率同比降低 2.28pct 至 34.70%; 梦百合 2017 年毛利率同比降低 4.06pct 至 29.54%。敏华控股 2018 财年毛利率同比降低 4.55pct 至 37.33%。2018 年以来,随着原材料价格增长趋势的稳定,软体家居企业均采用一定措施降低来自原材料的成本冲击。

表 8: 软体家居企业利润率变化趋势

公司简称	综合毛利率 (%)				净利润率 (%)			
	2015 年	2016 年	2017 年	2018Q1	2015 年	2016 年	2017 年	2018Q1
顾家家居	41.13	40.44	37.26	36.45	13.31	11.94	12.47	15.07
喜临门	39.61	36.98	34.70	31.48	11.27	9.18	8.86	6.42
梦百合	34.86	33.60	29.54	24.90	11.98	11.53	6.56	1.30
	2016 财年	2017 财年	2018 财年		2016 财年	2017 财年	2018 财年	
敏华控股	39.52	41.88	37.33		18.15	22.43	14.99	

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部 (注: 敏华控股 2018 财年为 2017.04.01-2018.03.31)

(二) 人民币汇率稳定, 汇兑损失边际影响减弱

根据各企业年报数据,软体家居企业外销收入均占其总收入 20%以上,其中梦百合外销比重较大,2017 年外销收入占比 81.74%。外销收入的高比例决定了人民币汇率对软体家居企业的业绩起到了重要的影响。

表 9: 2017 年软体家居企业收入结构

公司		中国市场	海外市场
敏华控股	金额 (亿港元)	48.31	43.25
	占比	46.61%	41.73%
梦百合	金额 (亿元)	4.20	19.12
	占比	17.96%	81.74%
顾家家居	金额 (亿元)	40.36	22.33
	占比	60.65%	33.55%
喜临门	金额 (亿元)	24.79	6.82
	占比	77.78%	21.40%

资料来源: 公司公告 中信建投研究发展部 (注: 敏华控股为 2018 财年)

2016 年美元兑人民币汇率达到峰值 6.9588 后,2017 年人民币汇率一直呈现升值趋势。2018 年 1 月 1 日至

6月6日，美元兑人民币央行中间价由6.4967下降至2月7日的6.2596后，回升至6.3956，呈现1-2月快速升值，2月至今贬值的趋势，至今累计升值1.56%，相比2017年走势相对稳定。我们看好软体家居企业2018年收入稳定增长，利润端弹性释放。

图7：美元兑人民币汇率走势图



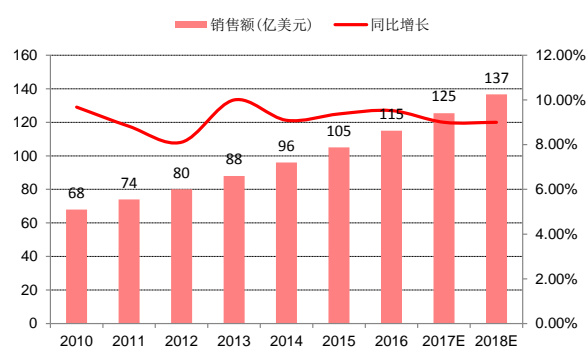
资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

(三) 按摩椅市场规模稳步上升，中国市场需求增长较快

近年来，全球按摩器具市场规模稳步上升，2016年市场规模已经接近115亿美元，同比增速9.52%。我们预计全球按摩器具市场仍将保持9%左右的增长速度，2017-2018年预计全球按摩器具市场规模将达到125亿美元和137亿美元。

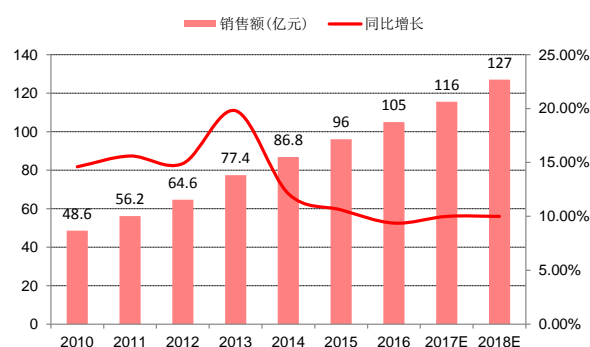
其中，中国是全球按摩器具市场需求增长较快的地区之一，受益于居民收入水平不断提升以及对按摩器具的消费观念，国内按摩器具的市场规模逐年提高。2016年市场销售额达到105亿元，同比增长9.38%。我们预计中国按摩器具市场仍将保持9.5%左右的增长速度，2017-2018年预计中国按摩器具市场规模将达到116亿元和127亿元。

图8：全球按摩器具市场销售额及增长



资料来源: 中国产业信息网 中信建投证券研究发展部

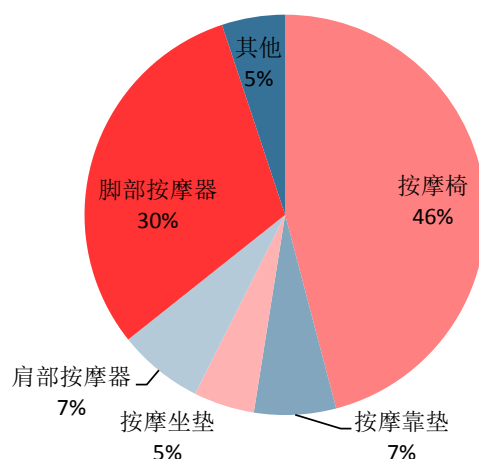
图9：中国按摩器具市场销售额及增长



资料来源: 中国产业信息网 中信建投证券研究发展部

在我国按摩器具产品市场中，由于按摩椅的价格相比于其他按摩器具产品较高，因此其占行业销售额的比重最高，约为 46%；小型按摩器产品中，脚部按摩器相关产品所占份额最大，约为 30%；其次为肩部按摩器和按摩靠垫等。

图 10：中国按摩器具细分产品市场占比



资料来源：中国产业信息网 中信建投证券研究发展部

目前国内按摩器具行业呈现生产企业数量众多、规模化生产企业数量较少的特点，行业集中度较低。其中，国内按摩器具龙头企业境内境外经营模式差异较大，在国内市场多以自有品牌经营，出口业务则主要是以 ODM/OEM 方式为国际品牌运营商提供代工生产。2016 年奥佳华、荣泰健康营业收入分别为 34.51 亿元和 12.85 亿元，综合考虑国内销售规模和出口规模（236 亿元），市占率分别为 14.62%和 5.44%。全球市场来看，2016 年行业规模为 115 亿美元，约为 721 亿元，奥佳华、荣泰健康市占率分别约为 4.79%和 1.78%。

（四）个股推荐：敏华控股等、奥佳华、荣泰健康

1、敏华控股：功能龙头，业绩底部，价值白马，成长无虞

我们通过研究美国功能沙发鼻祖乐至宝的发展经验，认为沙发行业发展潜力广阔。其中，目前国内功能沙发渗透率仍低，海外巨头在国内布局较少，国内沙发龙头，尤其功能沙发龙头，发展潜力较大。敏华控股公司作为国内功能沙发龙头，2017 年在美国休闲沙发市场份额 9.8%，排名第三，在国内休闲沙发市场份额 44.8%，排名第一，此外，又在积极扩展其他沙发品类。敏华在成本领先战略方面贯彻彻底，追求效率的提高到成本的领先。

我们预计公司 FY2019（2018.03-2019.03）总收入为 126.97 亿港元，同比增 22.50%，净利润为 18.51 亿港元，同比增 20.50%，对应 PE 为 14.27X，高派息，真金白银回购，价值白马无虞，考虑到公司内销比例快速提升，所以我们认为公司的估值存在上修空间，维持“买入”评级。

2、奥佳华：品牌、渠道、软件技术行业领先，消费升级驱动明显

目前国内按摩器具行业主要参与企业包括：奥佳华智能健康科技集团股份有限公司、上海荣泰健康科技股份有限公司、大东傲胜保健器（苏州）有限公司、发美利健康器械（上海）有限公司、松下住宅电器（上海）有限公司、浙江豪中豪健康产品有限公司。

奥佳华是目前全国最大的按摩器材生产制造服务商，主要致力于按摩器具产品研发、生产及销售，与北美、欧洲、东亚和东南亚地区领先健康产品品牌商 HOMEDICS、ATEX、OGAWA、HOT、OSIM、CASADA、OTO 等保持长期合作关系。

公司旗下五大自主品牌奥佳华“OGAWA”、“FUJIMEDIC”、“FUJI”、“COZZIA”、“MEDISANA”分布亚洲、北美及欧洲三大保健按摩核心市场，产品遍及全球 60 多个国家和地区。2012 年公司开始中国地区奥佳华渠道的布局，2012 年末全国布局门店 160 家，截至到 2016 年底，全国门店数量已达到 450 家，主要分布于北京、上海、深圳、广州一线城市的高端百货商场。公司将进一步通过增加核心商圈门店的开设和关闭坪效低的门店，优化营销渠道建设。

同时，公司全面整合线上线下流量，助推电商渠道增长。2017 年，公司成为 2017 浙江卫视《中国新歌声》官方合作伙伴，持续将品牌曝光在大众视野中。同时，配合全新形象代言人陈奕迅、林依晨的传播效应，结合报刊杂志、社交网络及微信、微博等新媒体渠道建立与消费者之间直接的交流与互动，有效提升了奥佳华“OGAWA”的认知度与知名度，2017 年中国 OGAWA 电商业务收入增速达 65%，利润增速达 436%。

公司借共享经济之风，推进共享按摩椅铺设。2018 年 3 月，奥佳华全资子公司漳州蒙发利实业有限公司与云享云（北京）科技有限公司签署战略合作协议，共同开展智能共享按摩椅业务。

我们预计奥佳华 2018-2019 年营业收入分别为 54.00 亿元和 66.72 亿元，同比增速分别为 25.77%和 23.56%；净利分别为 4.61 亿元和 6.02 亿元，同比增速分别为 33.61%、30.48%；EPS 分别为 0.81 和 1.06 元/股，对应 PE 为 26.53x 和 20.33x，维持“买入”评级。

3、荣泰健康：共享按摩领域龙头，内销业务成长迅速

公司集研发、制造和营销为一体，专注于健康产业的按摩器具(主营按摩椅)、科技养生解决方案供应商和品牌服务商。现阶段公司的主要产品分为两大类，包括按摩椅产品和按摩小电器等，并以按摩椅为主。

创新服务模式，体验式按摩服务收入高增。公司体验式按摩服务共由线下体验店以及智能共享按摩平台两部分组成。公司自营体验店于 2014 年 5 月投入运营，为顾客提供计时收费的按摩体验服务，截至 2016H1 公司共拥有 6 家体验店，公司 IPO 募投项目之一为在全国 28 个城市的交通枢纽、商业中心和高档小区开设 100 家体验店，预计三年内完成。

此外，公司从 2016 年起通过“摩摩哒”品牌搭建智能共享按摩平台，并在全国范围内铺设共享按摩椅，利用移动支付和物联网云端系统提供共享按摩服务。2017 年公司共铺设 52584 台智能共享按摩椅，覆盖 300 多个城市的机场、高铁站、电影院、商场、酒店、CBD 等渠道，完成首创影院智能共享按摩、首创观影内厅按摩椅新纪元等多项首创。

公司受益国内市场需求，内销收入占比快速提升。2015-2017 年公司境外收入分别为 7.21 亿元、8.81 亿元和 9.67 亿元，同比增速分别为 62.02%、22.19%和 9.76%，占比分别为 70.41%、68.56%和 50.42%。境内收入分别为 2.90 亿元、3.97 亿元和 9.40 亿元，同比增速分别为 10.69%、36.90%和 136.78%，占比分别为 28.32%、30.89%和 49.01%。

我们预计荣泰健康 2018-19 年营收为 26.33 亿元和 34.49 亿元，同比增 37.25%和 31.02%；归母净利润为 2.82 亿元和 3.56 亿元，同比增 30.30%和 26.27%，对应 18-19 年 PE 为 38.65x、30.62x，维持“买入”评级。

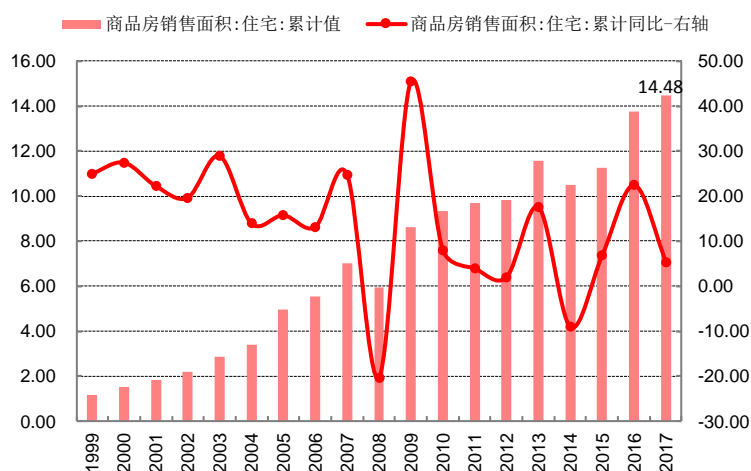
四、从晾衣机到智能锁，消费升级新趋势——好太太

（一）晾晒行业空间持续增长，消费升级促行业规模提升

我国晾衣架行业起步于 1990 年代，行业发展历程主要包括三个阶段：从最初的落地、外飘晾衣架到手摇式晾衣架，后发展到电动晾衣机，再到多功能智能晾衣机。

晾衣架行业的消费不仅在于新建住宅的装修，还包括存量毛坯房初始装修、存量住宅的改善性装修。2017 年我国商品房销售面积为 14.48 亿平方米，较 2016 年销售面积 13.75 亿平方米同比增长了 5.3%。我们假设国内销售商品房户均面积为 90 平方米，则 2017 年国内商品房销售数量约为 1609 万套。

图 11：国内商品房销售面积及其同比增长（单位：亿平方米）



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

假设 1609 万套商品房每套安装一套晾衣架，且手摇系列与智能系列各占 50%的市场份额，则以出厂价计算的 2017 年国内市场空间约为 107 亿元，对应终端市场空间约为 214 亿元~268 亿元；假设智能系列将占据行业 100%市场份额，则在 1609 万套商品房中以出厂价计算的国内市场空间约为 175 亿元，对应终端市场空间约为 350 亿元~438 亿元。

消费持续升级，高端智能架占比不断提升。区别于传统晾衣架，智能晾衣机是具备智能控制系统的多功能家居产品，集照明、声控、远程控制、烘干、风干和消毒等功能于一体，可减少繁琐的人工操作，满足用户多样化的需求。近年来，我国城镇居民人均可支配收入和人均消费支出不断提高，随着社会发展和消费水平的持

续提高，消费者对晾衣架的功能多样化和产品智能化呈现出更高的追求，消费结构升级带动晾衣架行业从传统手摇向智能化方向发展。

（二）个股推荐——好太太：晾衣架行业绝对龙头，布局智能家居新蓝海

1、业绩持续增长，盈利能力稳定

公司近年收入、利润稳步增长，由 2013 年的 5.08 亿元增长到 2017 年的 11.13 亿元，年均复合增长率为 21.66%。归母净利润由 2013 年的 0.84 亿元增长到 2017 年的 2.06 亿元，年均复合增长率为 25.14%。公司发布 2018 年一季度业绩预告，预计归母净利润同比增长 50%-60%。2017Q1 公司归母净利润占全年业绩的比重 15.04%，2018 年一季报业绩超预期。根据上述测算的市场规模，2017 年好太太实现营业总收入 11.13 亿元，市占率为 10.40%。

盈利能力总体趋势向上，2013-2016 年，公司毛利率由 33.11% 增至 40.25%，净利率由 16.57% 增至 19.65%。2017 年，公司毛利率、净利率相比 2016 年分别小幅下降至 39.96% (-0.29pct) 和 18.50% (-0.31pct)，一方面是因为部分原材料价格上涨，公司铝梯等其他家居产品毛利率有所下降；另一方面是因为公司毛利率最高的传统晾衣架产品收入占比有所下降。

表 9：好太太主要财务数据

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
营业总收入（亿元）	5.08	5.94	6.79	8.08	11.13
同比（%）	-	16.92	14.22	19.02	37.75
归母净利润（亿元）	0.84	1.12	1.33	1.52	2.06
同比（%）	-	32.76	19.30	13.96	35.41
毛利率（%）	33.11	37.47	39.82	40.25	39.96
净利率（%）	16.57	18.81	19.65	18.81	18.50
销售费用率（%）	6.92	9.50	10.04	11.39	13.40
管理费用率（%）	6.32	7.16	7.31	7.65	6.48
财务费用率（%）	-0.01	-0.07	-0.09	-0.15	-0.11
ROE(摊薄)(%)	39.41	34.35	29.07	24.88	27.95

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

智能家居产品增速加快，表现亮眼。公司主要收入来源于晾衣架产品与智能家居产品，2017 年智能家居（含智能晾衣架）产品业务收入同比大幅上升 108.01% 至 5.24 亿元，毛利率提升至 37.93% (+0.16pct)；晾衣架产品业务收入同比上升 6.69% 至 5.52 亿元，毛利率提升至 42.35% (+0.32pct)。2017 年晾衣架产品、智能家居产品业务收入占比分别为 49.58%、47.10%。

表 10：好太太收入拆分表

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
传统晾衣架产品（亿元）	4.43	4.98	5.17	5.52
同比（%）	-	12.42	3.82	6.69
占比（%）	74.58	73.34	63.99	49.58
毛利率(%)	-	-	42.02	42.35
智能家居产品（亿元）	1.32	1.52	2.52	5.24
同比（%）	-	15.15	65.79	108.01
占比（%）	22.22	25.59	42.42	47.10
毛利率(%)	-	-	37.77	37.93
其他主营业务（亿元）	0.18	0.27	0.34	0.32
同比（%）	32.8	48.79	26.73	-6.59
占比（%）	3.04	3.96	4.22	2.86
毛利率(%)	31.63	43.10	33.88	29.79

资料来源：招股说明书 公司年报 中信建投证券研究发展部

2、推出“科徕尼”智能锁品牌，培育公司业绩新驱动。

智能门锁是公认智能家居入口级、刚需级产品，根据 ICT（由阿里云计算等 200 多家企业组成的物联网合作伙伴计划联盟）公布的数据，**2016 年智能门锁在韩国、日本市场的渗透率为 80%、40%，而在中国的渗透率仅为 2%；2017 年我国智能门锁销量 700 万套，预计 2020 年达到 3200 万套。**我们参考智能锁在天猫商城 2129 元/套的零售均价，假设加价率为 2 倍，则 2020 年智能门锁以出厂价计算的市场规模约 340.6 亿元，对应终端市场规模为 681.3 亿元。

好太太公司凭借多年对家居生活场景的研究和沉淀，17 年以自有品牌“科徕尼”正式切入处于爆发式增长智能家居行业。“科徕尼”以智能锁产品为核心，布局智能晾晒、智能安防、智能交互、智能清洁四大板块，实现家居生活全场景覆盖，有利于巩固和深化公司在智能家居市场的独特优势。目前“科徕尼”品牌已完成 AI 智能锁核心技术储备。

我们认为，一方面科徕尼有望整合好太太渠道优势资源，另一方面公司 2018 年计划增加科徕尼经销商专卖店 300-500 个左右，未来有快速推动智能锁在全渠道的覆盖，驱动公司业绩新增长。

3、投资建议

好太太公司作为国内晾衣架行业龙头，渠道布局全面完善，研发优势明显，多品类、强渠道发展可期。基于以上晾衣架量价增长假设，我们预计 2018-2019 年公司营业收入分别为 14.81 亿元、19.56 亿元，同比分别增长 33.05%、32.11%；归母净利润分别为 2.78 亿元、3.62 亿元，同比分别增长 35.03%、30.18%；公司目前市值 78.28 亿元，对应 PE 为 38.81x 和 29.81x，维持“买入”评级。

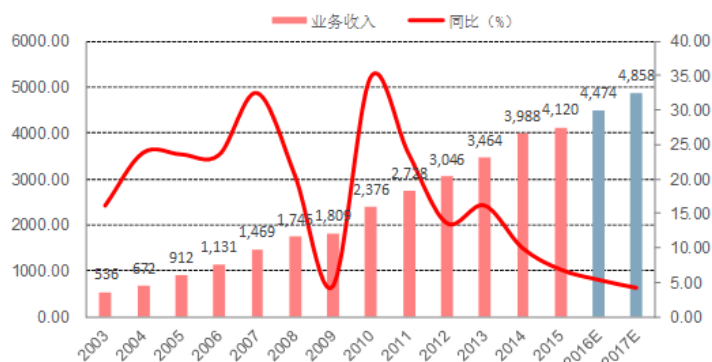
五、原创之光价值增——欧普照明

（一）照明行业稳定发展，龙头企业竞争激烈

随着全球照明产业链向中国转移，同时照明产业逐步向绿色照明、节能、环保方向发展，LED 照明趋势确立，我国照明产业后来居上，也因此获得良好发展机遇，进入了快速发展时期。自 2013 年后，行业整体销售额虽然还在增长，但和前期相比，增速明显放缓，已从之前的高速增长转变为目前的平稳增长。

根据 Wind 数据，2015 年照明行业规模以上企业营收约为 4119.61 亿人民币，比 2014 年的 3988.07 亿元增长约 6.81%。2011-2015 年年均复合增长率为 8.60%，假设 2016-2017 年行业增长维持此增速，我们预计 2016-2017 年全国照明市场规模将分别达到 4473 亿、4858 亿元。

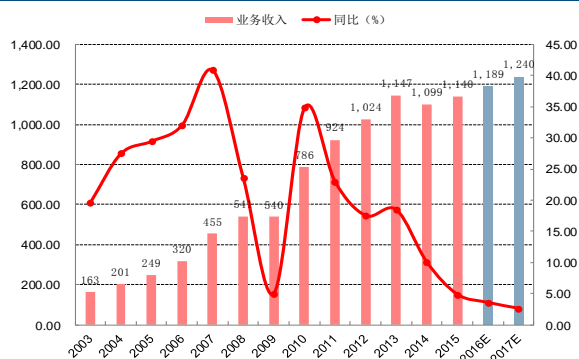
图 12：中国照明行业市场整体规模营业收入（单位：亿元）



资料来源：Wind 中信建投研究发展部

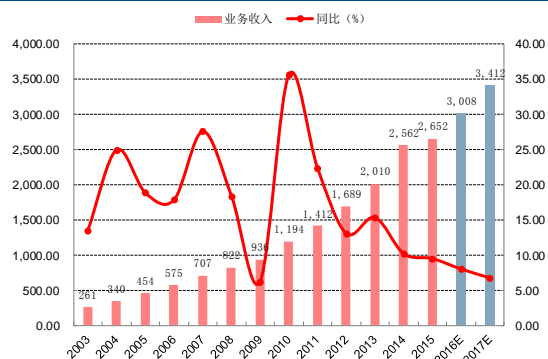
按产品来分，照明器具市场一般分为电光源、照明灯具及其他电子元件业务，其中照明灯具业务占据整个照明器具市场的大部分。根据 Wind 数据，2015 年照明灯具、电光源以及其他电子元件行业规模以上企业主营业务收入分别约为 2651、1140、327 亿元，行业规模占比分别约为 64.4%、27.7%、8.0%，同比增速分别约为 9.47%、4.84%、-5.87%。

图 13：电光源市场规模营业收入（单位：亿元）



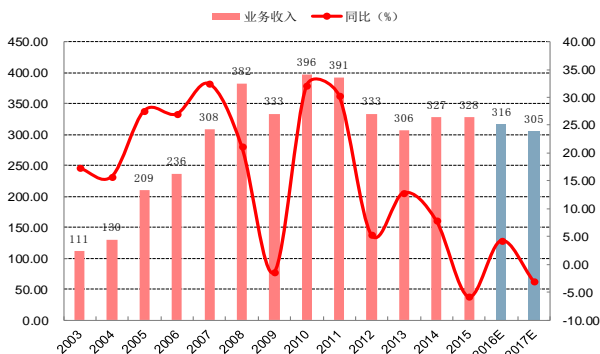
资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图 14：照明灯具市场规模营业收入（单位：亿元）



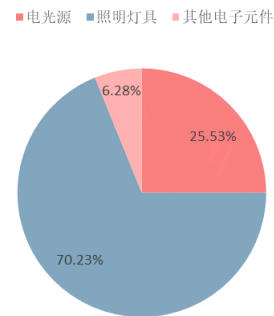
资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图 15：其他电子元件市场规模营业收入（单位：亿元）



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图 16：中国照明行业市场业务占比



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

从应用领域来看，照明行业可分为通用照明领域和特殊照明领域。其中，通用照明包括家居、商店、办公、酒店、市政设施、工业、景观等常见的场景，可大致分为家居照明与商用照明两大类；特殊照明包括汽车、显示屏等专业领域。根据 Wind 数据，2017 年我国 LED 通用照明市场规模（家居+商用）占比约为 62.6%；特殊照明领域占比约为 37.4%。

在国内照明行业中，欧普照明属于照明行业龙头企业，营收规模最大，2017 年营收达到 69.57 亿元，增速稳步上升，市场份额占比约为 1.43%。雷士照明，阳光照明和佛山照明营收规模相当，年销售额在 35 亿元以上，其中阳光照明 2017 年营收突破 50 亿，为 50.38 亿元，规模仅次欧普照明，市场份额占比约为 1.04%。雷士照明营业收入为 40.74 亿元，市场份额占比约为 0.84%；佛山照明营业收入为 38 亿元，市场份额占比约为 0.78%。

（二）个股推荐——欧普照明：产品渠道筑壁垒，六年激励铸巨头

欧普照明始于 1996 年，定位于绿色节能智慧照明企业，主要从事照明光源、灯具、控制类产品的研发、生产和销售。现阶段公司的主要产品分为五大类，包括家居照明灯具、商业照明灯具、光源、照明控制和集成家居等。

业绩方面持续增长。2015~2017 年公司营业收入分别为 44.69 亿元、54.77 亿元和 69.57 亿元，同比增速分别为 16.28%、22.55%、和 27.03%；年均复合增长率为 15.89%；2018 年一季度公司营业收入为 14.83 亿元，同比增长 23.55%。2015~2017 年公司归母净利润分别为 4.36 亿元、5.06 亿元和 6.81 亿元，同比增速分别 48.66%、16.17%和 34.48%，归母净利润复合增速 16.03%；2018 年一季度公司归母净利润 0.70 亿元，同比增长 42.20%

盈利能力基本稳定。2015~2017 年，公司毛利率分别为 38.60%、40.90%、和 40.59%，净利率分别为 9.93%、9.35%、和 9.80%。盈利能力基本稳定。2018 年一季度的毛利率为 37.78%，较上年同期有所下滑，主要系公司销售规模扩大以及上游原材料成本上涨所致；净利率为 4.73%，较上年同期小幅提升。

升级家居照明产品结构，提供个性化照明解决方案。伴随着消费升级趋势，用户需求呈现多元化特点。为满足消费者需求，公司不断丰富家居照明产品结构，推出了从标准化的光源、吸顶灯至装饰灯（现代简约、新亚洲风尚、西式复古、水晶灯）等风格化产品，完成了从单一风格产品销售到提供全系列照明产品及系统的升级，逐步实现用户对各类应用场景照明需求的满足，进一步提升了产品和服务的竞争力。

积极寻求与第三方平台的合作，布局智慧家居。2016 年公司与华为跨界合作，成为其全球战略合作伙伴，推出了集成华为 HiLink 协议的智能产品套装，实现与其它智能家居产品互联互通。2017 年，公司与腾讯联合，以智能语音作为切入点，通过欧普小微智能语音音箱控制全屋场景化照明系统，让用户实现从单灯控制到全屋智慧家居的消费体验。跨界合作打破了行业的界限和传统的商业模式，推动了公司在智慧家居产品及解决方案方面的快速发展。

拓展覆盖商用照明细分领域。近年来，公司商用照明业务发展迅速，所覆盖领域不断拓展，由原来优势的精装地产、店铺连锁、百货商场以及办公等领域扩展到了商业中心、工业、市政交通等领域，取得了新突破。

集成家居领域新布局 2017 年，公司延展业务版块，开始进入集成家居业务领域，实现从照明产品向家庭硬装品类突破。成立 OPPL 集成家居全资子公司，以“七天焕新家”为理念，通过集成墙面、集成吊顶、地板、晾衣架等相关配套产品，为消费者提供“设计+产品+服务”一站式装修全新模式。2017 年 1 月，“OPPLE”荣获中国集成墙面产业联盟授予的中国集成墙面行业十大品牌之一；2017 年 5 月欧普集成家居有限公司成为中国建材市场协会集成墙面分会第一届副会长单位，成为中国集成墙面行业标准制定者之一。

线下网点全国遍布，门店形态进一步丰富，运营质量持续优化。公司拥有完整的销售网络，通过在各地的灯饰城、五金店、商超等网点的开发布局，实现了在全国省、直辖市、州、地、市、盟市场较高覆盖，在县、旗、乡镇市场公司一定程度的网络覆盖。公司零售终端销售网点数量已由 2015 年底的 40000 多家，迅速增长至目前的 100000 多家。

在终端门店建设方面，公司在原有的装饰灯专区、新亚洲风尚展示店的基础上，进一步丰富门店形态，如西式复古灯饰店、集合店、新版水晶平板灯店、千坪旗舰店等，通过情景化展示，满足消费者一站式购物体验。截至到目前，欧普照明共拥有 100 多家千坪大店，3500 多家专卖区，2018 年公司将新增极简灯饰店和乡镇专卖店。

除了重视渠道网点数量的扩张，公司同样重视网点运营质量的提升，为此持续优化、升级零售门店运营以及销售管理行为的标准。公司自主设计了经销商评估体系和数据库，定期对经销商进行评价和考核；建设销售管理信息系统，加强相关方的信息共享，在流程化的管理基础上确保各方责权利的协调一致，对各阶段的销售活动进行有效的监控和管理；开展优秀店长、金牌直销员的“比武大赛”，强化对导购人员的培训，提高销售人员对消费者的服务水平。

投资建议：我们预计 2018-2019 年营业收入分别为 86.70 亿元和 107.70 亿元，同比增长 24.68%和 24.21%；归母净利润分别为 8.72 亿元和 11.15 亿元，同比增长 28.01%和 27.91%，EPS 为 1.50 和 1.92 元/股，对应 18-19 年 PE 为 36.09x、28.94x，维持“买入”评级。

六、精装大势滚滚前，B 端看成长，C 端看龙头

（一）精装房渗透率趋势确立，关注受益工装龙头——帝欧家居

1、政策引导，全装修成品房大势所趋，涉及细分领域广

1999 年，住建部发布《关于推进住宅产业化现代化提高住宅质量的若干意见的通知》，首次提出鼓励一次

装修到位住宅。2013 年，国家发改委、住房和城乡建设部提出“绿色建筑行动方案”，在第八条“推动建筑工业化”中申明要积极推行住宅全装修，鼓励新建住宅一次装修到位或菜单式装修，促进个性化装修和产业化装修相统一；实现提高资源利用效率，节能减排约束性目标，掀起了各省“成品房时代”的序幕。2016 年以来，各地政策出台更加密集，全装修成品房取代毛坯房、清水房已是大势所趋，中国房地产业迎来了“全装修成品房”大时代。

表 11：中央政府部门相关政策

年份	文件名	发布单位	主要内容
1999	《关于推进住宅产业化提高住宅质量的若干意见》	国务院办公厅	加强对住宅装修的管理，积极推广一次性装修或菜单式装修模式，避免二次装修造成的破坏结构、浪费和扰民等现象
2002	《商品住宅装修一次到位实施细则》	住建部	鼓励全国范围内取消毛坯房，推行装修房
2005	《商品住宅装修一次到位实施细则》	住建部	新建城镇商品住宅中的集合式住宅，在房屋交钥匙前，所有功能空间的固定面全部铺装或粉刷完成，厨房和卫生间的基本设备全部安装完成
2008	《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》	住建部	各地要制定出台相关扶持政策，逐步达到取消毛坯房、直接向消费者提供全装修成品房的目标
2010	《建筑业“十二五”规划》	住建部	鼓励和推动新建保障性住房和商品住宅菜单式全装修交房
	《商品住宅装修一次到位实施细则》	住建部	住宅开发单位负责装修工程的全过程，不允许购房者个人聘请施工单位自行装修。
	《商品住宅装修一次到位材料、部品技术要点》		
2013	《绿色建筑行动方案》	发改委、住建部	要推动建筑工业化，积极推行住宅全装修，鼓励新建住宅一次装修到位或菜单式装修
2017	《建筑业“十三五”规划》	住建部	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%
	《装配式建筑评价标准》	住建部	要求装配式建筑必须采用全装修

资料来源：政府部门官网 中信建投研究发展部

表 12：地方政府部门相关政策

地区	年份	文件名	发布单位	主要内容
深圳	2008	《关于推进住宅产业化行动方案》	深圳市政府	在 2010 年前深圳销售住宅实现 100% 一次性装修
河北	2012	《关于推进新建住房全装修工作的意见》	河北省住建厅	从今年起该省新建住房全装修比例应达到竣工面积的 10%，其中石家庄、唐山两市逐年按不低于 10% 的比例增加，其他各市逐年按不低于 7% 的比例增加
安徽	2014	《关于加快推进建筑产业现代化的指导意见》	安徽省人民政府办公厅	到 2017 年末，政府投资的新建建筑全部实施全装修，合肥市新建住宅中全装修比例达到 30%，其他设区城市达到 20%。
	2015	《关于推进城乡建设绿色发展的意见》	安徽省住建厅	政府投资的新建建筑 2017 年达 100%
北京	2015	《关于在本市保障性住房中实施全装修成品交房有关意见的通知》	北京市住房和城乡建设委员会	北京市公租房、经适房、限价房、棚户区改造安置房及自住房全面实施全装修成品交房。
黑龙江	2015	《2015 全省房地产工作要点》	黑龙江省住建厅	全装修商品房占新建商品房比例提升 10%
山东	2015	《山东省房地产业转型升级实施方案》	山东省人民政府办公厅	2017 年设区城市新建高层住宅实行全装修，2018 年新建高层、小高层住宅淘汰毛坯房
	2016	《山东省建筑设计和装修服务业转型升级方案》	山东省住建厅	到 2017 年，山东 17 市新建高层住宅实行全装修；到 2018 年，新建的高层、小高层住宅全部淘汰毛坯房，实行精装修

蚌埠	2015	《蚌埠市建筑产业现代化行动实施方案》	蚌埠市政府	政府投资的新建建筑全部实施全装修，城镇新建住宅全装修比例达到20%
阜阳	2016	《阜阳市人民政府关于推进建筑产业现代化发展的实施意见》	阜阳市政府	到2017年末，政府投资的新建建筑全部实施全装修，我市新建住宅中全装修比例不低于30%。鼓励菜单式装修模式，逐步取消“毛坯房”
上海	2016	《关于进一步加强本市新建全装修住宅建设管理的通知》	上海市住房和城乡建设管理委员会	自2017年1月1日起，外环线以内城区新建商品住宅实施全装修比例达到100%，除奉贤区、金山区、崇明区之外，其他地区应达到50%。奉贤区、金山区、崇明区实施全装修的比例为30%，至2020年应达到50%。本市保障性住房中，公共租赁住房的全装修比例为100%。今后在四川省内的精装房项目将统一被称为成品住宅；力争5年后成品房达到新建商品房60%以上。
	2013	《四川省成品住宅装修工程技术标准》	四川省住建厅	
四川	2017	《四川省人民政府办公厅关于大力发展装配式建筑的实施意见》	四川省人民政府	到2020年，新建住宅全装修达到50%；到2025年，新建住宅全装修达到70%。
	2017	《进一步加快推进我市成品住宅发展的实施意见》	成都市人民政府	到2022年底，成都市新开工商品住宅和保障性住房成品住宅面积比例达到100%。
广西	2016	《关于大力推广装配式建筑促进我区建筑产业现代化发展的指导意见》	广西住建厅	到2020年底，综合试点城市新建全装修成品房面积比率达到20%以上；其他设区市新建全装修成品房面积比率达到10%以上。
海南	2016	《海南省商品住宅全装修管理办法(试行)》	海南省住建厅	海南从2017年7月1日后取得施工许可证的商品住宅工程全部实行全装修
	2016	《关于加强城市规划建设管理工作的意见》	河南省省委、省政府	郑州航空港经济综合实验区、郑东新区从2016年起，新开工商品住宅全部执行成品房标准。到2020年全省新建商品住宅基本实现无毛坯房
河南	2017	《关于加快发展成品住宅的指导意见》	河南省住建厅	从2018年1月1日起，全河南省所有市、县新开工建设商品住宅，全部按照成品住宅设计建设（不含4层以下住宅及单套面积大于200平方米的住宅）
	2013	《江苏省绿色建筑行动实施方案》	江苏省住建厅	到2015年，南京等苏南城市中心城区新建住房中成品住房的比例达60%以上，其他地区达40%以上
江苏	2014	《关于加快推进建筑产业现代化促进建筑业转型升级的实施意见》	江苏省人民政府	2015~2017 新建成品住房全装修率达到15%以上；2018~2020 新建成品住房全装修率达到40%以上；2021~2023 新建成品住房全装修率达到50%以上
	2017	《江苏省“十三五”住宅产业现代化发展规划》	江苏省住建厅	到2020年，全省新建成品住房比例达到40%以上，其中设区市新建成品住房比例达到50%以上
辽宁	2015	《辽宁省绿色建筑实施行动方案》	辽宁省发改委、住建厅	2015年起，各地新建5万平方米以上的住宅小区要全面推行全装修住房，全装修住房比例不低于10%，并逐年提高。到2020年底，全省新建住宅中全装修面积比例不低于50%
	2017	《关于推进新建住宅全装修工作的意见》	辽宁省住建厅	城市中心区新建住宅全部实行全装修，中心区以外地区鼓励实行新建住宅全装修
	2015	《浙江省绿色建筑条例》	浙江省第十二届人民代表大会	到2020年底，浙江新建多层和高层住宅将基本实现全装修。
浙江	2016	《关于推进绿色建筑和建筑工业化发展的实施意见》	浙江省人民政府办公厅	2016年10月1日起，全省各市、县中心城区出让或划拨土地上的新建住宅，全部实行全装修和成品交付，鼓励在建住宅积极实施全装修。
天津	2017	《市建委关于加强装配式建筑建设管理的通知》	天津市城乡建设和交通委员会	2018年1月1日起，实施装配式建筑的保障性住房和商品住房全装修比例达到100%
南京	2017	《南京市关于进一步推进装配式建筑发展实施意见》	南京市政府	2017年住宅建筑成品住房交付比例达到30%以上，后续逐年提高，到2020年南京住宅建筑成品住房交付比例达到50%以上

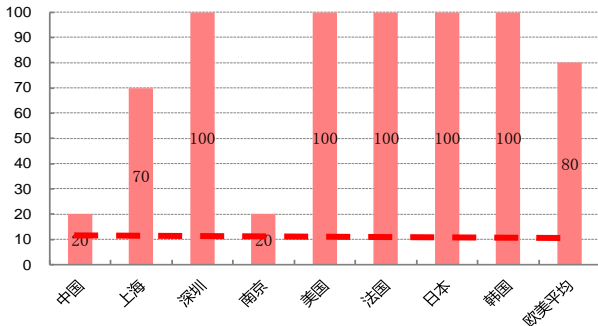
资料来源：政府部门官网 中信建投研究发展部

我国全装修比例仍偏低，发展空间较大。目前我国一线城市北京、上海、深圳等，成品房占新建住宅比例

均在 60% 以上，南京、苏州等地占比 20% 以下，全国平均水平约 20% 左右，相比发达国家平均 80% 的全装修比例，我国全装修比例仍偏低，发展空间较大。

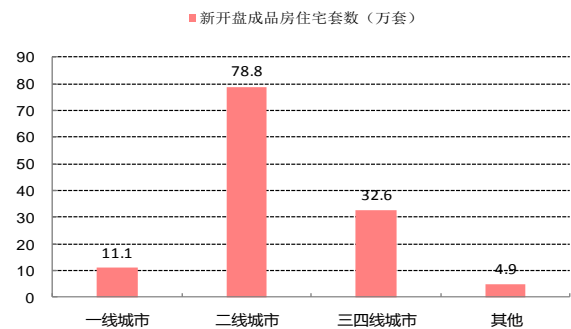
二线城市目前已经成为全装修市场的主力市场，规模最大；另外三、四线城市及其他沿海旅游地区县级市也逐渐加入全装修的队伍，二、三、四线城市逐渐成为全装修市场的主力区域。

图 17：全装修成品房在不同国家及城市的建设面积占比（%）



资料来源：中国知网核心期刊 中信建投研究发展部

图 18：2017 年各类城市新开工成品房住宅套数



资料来源：全装联 中信建投研究发展部

成品房涉及建材家居部品广。总结多地针对全装修成品房验收规范来看，全装修住宅基础设施涉及瓷砖、地板、橱柜（包括下柜体、吊柜、操作台面）、卫浴洁具、门窗、涂料等广泛家居建材产品。成品房时代的装修施工组织方式，将有助于相应龙头家居企业 B 端业务快速发展，提升市场集中度。

2、瓷砖行业市场空间 5000 亿，龙头市占低

根据陶瓷信息网数据，2012 年至 2016 年，我国陶瓷砖总体产量由 89.93 亿平方米增长至 102.65 亿平方米，年均复合增速为 3.36%，2010 年至 2016 年，内外总销量从 77.72 亿平方米增加至 92.28 亿平方米，年均复合增长率为 3.03%，销售收入从 2544 亿元增加至 4550 亿元，年均复合增长率为 10.17%，收入增速高于产销量增速是因为瓷砖产品向高端化发展，产品单价逐年提升。

表 13：2010-2016 年中国陶瓷砖产销率情况

年份	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
产量 (亿平方米)	75.76	87.01	89.93	96.90	102.30	101.79	102.65
同比 (%)	17.88	14.85	3.36	7.75	5.57	-0.50	0.84
内销 (亿平方米)	69.40	76.80	74.60	78.60	83.90	82.30	84.70
同比 (%)	-	10.66	-2.86	5.36	6.74	-1.91	2.92
出口 (亿平方米)	8.32	9.66	10.30	10.85	8.94	9.33	8.28
同比 (%)	-	16.13	6.66	5.28	-17.59	4.41	-11.32
销量 (亿平方米)	77.72	86.46	84.90	89.45	92.84	91.63	92.98
同比 (%)	-	11.25	-1.80	5.35	3.79	-1.30	1.47
产销率 (%)	102.58	99.37	94.41	92.31	90.75	90.02	90.58
销售收入 (亿元)	2544	3325	3598	3967	4400	4511	4550
同比 (%)	-	30.70	8.21	10.26	10.92	2.52	0.86

资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会 中信建投证券研究发展部

建筑卫生陶瓷行业集中度低，缺乏占据市场份额优势明显的企业，A股市场前四大瓷砖企业2016年市占率合计仅有2.27%。细分市场结构失调，低端严重过剩、中端潜力巨大、高端格局稳定。随着行业消费升级，品牌、质量、营销和服务等非价格竞争手段在中高端产品竞争中的作用愈发显现。

瓷砖行业的市场份额未来将进一步向龙头集中。品牌企业在产品研发、铺贴服务、售后保养等核心环节优势明显，加之产品结构变革淘汰大量低端企业，品牌龙头企业终将脱颖而出，前4大企业欧神诺、东鹏、蒙娜丽莎以及悦心健康的市场占有率由2013年的1.76%提升至2016年的2.27%，未来龙头企业或将获得更大的市场份额。

表 14：建筑陶瓷龙头企业市占率情况（亿元、%）

公司	2013		2014		2015		2016	
	营业收入	占比（%）	营业收入	占比（%）	营业收入	占比（%）	营业收入	占比（%）
欧神诺	12.38	0.32	16.13	0.38	16.01	0.37	18.13	0.41
东鹏控股	33.68	0.88	38.93	0.91	41.34	0.94	52.26	1.17
蒙娜丽莎	12.46	0.33	14.40	0.34	15.81	0.36	23.24	0.52
悦心健康	8.93	0.23	8.45	0.20	6.84	0.16	7.78	0.17
合计	67.45	1.76	77.91	1.83	80.00	1.83	101.41	2.27

资料来源：上市公司年报 重组报告书 招股说明书 中信建投证券研究发展部

3、房地产集中度提升，工装龙头成长可期

房地产行业近年进入整合期，行业集中度不断提升。以销售金额口径计算，龙头开发商万科、碧桂园、恒大的市场占有率已由2012年的4.38%提升至2017年的11.83%，2018Q1达到19.69%，未来地产龙头企业将占有更多市场份额，与龙头开发商形成良性合作的工装供应商无疑将收获水涨船高之效。

表 15：主要房地产商销售情况及市场占有率（以销售额计）

年份	商品房销售 额市场规模 (亿元)	恒大			万科			碧桂园		
		销售金额 (亿元)	销售面积(万 平米)	市占率 (%)	销售金额 (亿元)	销售面积(万 平米)	市占率 (%)	销售金额 (亿元)	销售面积(万 平米)	市占率 (%)
2012	64456	923	1549	1.43	1412	1296	2.19	492	779	0.76
2013	81428	1004	1489	1.23	1709	1490	2.10	1082	1607	1.33
2014	76292	1315	1820	1.72	2151	1806	2.82	1309	1945	1.72
2015	87281	2013	2551	2.31	2615	2067	3.00	1402	2153	1.61
2016	117627	3734	4469	3.17	3648	2765	3.10	3090	3747	2.63
2017	133701	5010	5030	3.75	5299	3595	3.96	5508	6066	4.12
2018Q1	25597	1619	1582	6.32	1543	1048	6.03	1880	2039	7.34

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

欧神诺 B 端龙头地位稳定。欧神诺较早介入工装市场，自营工程模式的收入是公司收入的主要来源，2015-2017H1 收入占比均在 55% 以上。欧神诺成立初期就和碧桂园建立密切关系，2010 年和万科、恒大也建立了全面战略合作伙伴关系，目前公司占碧桂园瓷砖采购金额的比例超过 60%，万科的 40%。2017 上半年，欧神

诺对碧桂园、万科、恒大的销售金额占营业收入的比重分别为 31.44%、19.88%、1.91%，合计达到 53.23%。公司计划每年新增 3~5 家开发商客户，未来随着房地产行业集中度提升，工装龙头欧神诺将进一步提升其在建筑陶瓷市场的占有率。

考虑欧神诺的并表，我们预计帝欧家居 2018-2019 年收入分别为 40.64 亿元和 51.31 亿元，同比增长分别为 38.46% 和 26.26%；净利润分别为 3.80 亿元和 4.94 亿元，同比增长分别为 37.18% 和 30.11%，EPS 分别为 1.68 元/股和 2.18 元/股，对应 PE 分别为 21.62x 和 16.63x，维持“买入”评级。

表 16：2015-2017H1 欧神诺主要客户收入占比

2015 年	销额 (亿元)	占比 (%)	2016 年	销额 (亿元)	占比 (%)	2017H1	销额 (亿元)	占比 (%)
碧桂园	4.52	28.21	碧桂园	4.77	26.30	碧桂园	2.85	31.44
万科	3.36	20.98	万科	4.15	22.86	万科	1.80	19.88
广州恒大	0.93	5.80	广州恒大	0.62	3.40	广州恒大	0.17	1.91
惠泉美居	0.37	2.33	佛山粤冠	0.33	1.81	佛山粤冠	0.16	1.81
雅居乐	0.31	1.92	惠泉美居	0.28	1.55	惠泉美居	0.14	1.51
合计	10.14	55.93	合计	9.49	59.24	合计	5.13	56.55

资料来源：公司年报 中信建投证券研究发展部

表 17：欧神诺与蒙娜丽莎主要指标对比

	欧神诺				蒙娜丽莎			
	2015	2016	2017	18Q1	2015	2016	2017	18Q1
营业收入 (亿元)	16.01	18.13	24.01	6.43	15.81	23.24	28.90	5.38
同比 (%)	-0.26	13.22	32.43	147.33	9.73	47.06	24.33	5.51
市占率 (%)	0.37	0.41	-		0.36	0.52		
归母净利润 (亿元)	1.30	1.61	2.22	0.57	1.16	2.33	3.02	0.46
同比 (%)	19.22	23.54	37.89	224.87	50.41	101.31	29.50	11.95
毛利率 (%)	31.83	32.54	34.89		34.04	34.81	36.03	33.33
净利率 (%)	8.13	8.87	9.24		7.32	10.02	10.44	8.63

资料来源：Wind 公司年报 中信建投证券研究发展部

表 18：欧神诺与蒙娜丽莎工程业务占比

	欧神诺			蒙娜丽莎		
	2015	2016	2017H1	2015	2016	2017
营业收入 (亿元)	16.01	18.13	9.08	15.81	23.24	28.90
工程业务销售占比 (%)	60.92	57.21	55.93	49.64	52.62	-
前五客户销售占比 (%)	59.75	55.92	56.55	31.69	42.19	41.38

资料来源：Wind 公司年报 中信建投证券研究发展部

表 19：2016 年欧神诺与蒙娜丽莎前五大客户销售额占比比较（%）

排名	欧神诺		蒙娜丽莎	
1	碧桂园	26.30	恒大	13.81
2	万科	22.86	华耐立家	10.66
3	恒大	3.40	万科	8.92
4	粤冠建材	1.81	碧桂园	5.52
5	惠泉美居	1.55	保利	3.28
合计	55.93		42.19	

资料来源：公司招股说明书 中信建投证券研究发展部

（二）C 端仍享受渠道红利，关注效率提升——定制三大龙头

1、渠道：多品类、大家居、商超、新零售全面拓展

定制家居板块各家企业均在发力拓展自身渠道，加密已有城市，渗透空白区域。典型如：

欧派家居欧派橱柜（含橱衣综合）拥有店面数量2150家，较2016年末净增加62家；欧派衣柜（独立衣柜）拥有店面数量1872家，较2016年末净增加478家。

截至2018年3月末，索菲亚衣柜全部店面达到2275家，相比2016年底增加400家左右；司米橱柜的经销商专卖店超过730家，相比2016年底增加了130多家；米兰纳木门专卖店达187家，大家居店达到20家。2018年度索菲亚衣柜计划新开400家门店及大家居店100家，司米橱柜计划再新开300家门店，米兰纳木门计划新开店面100家。

截至2018年3月末，尚品宅配加盟店总数达到1615家（含在装修的店面），相比2016年底净增加534家；直营店总数达到86家，相比2016年底净增加10家；购物中心店铺886家（含正在装修的店铺）。

曲美家居拥有专卖店875家（直营专卖店14家，经销商专卖店861家），较2016年底增加113家。

好莱客拥有经销商门店数量超过 1500 家（含装修），较 2016 年末净增加超过 250 家门店，2018 年计划新增约 300 家门店。

志邦股份拥有整体橱柜经销店面 1335 家，较 2016 年底增加 223 家；定制衣柜经销店面 395 家，较 2016 年底增加 242 家。

金牌橱柜拥有橱柜专卖店超 1130 家（含在建）、桔家衣柜专卖店超 120 家（含在建），店面总数突破 1200 家，同比 2016 年增长近 50%。

我乐家居共有门店 1062 家，包括全屋专卖店 362 家，橱柜店 700 家，较 2016 年底增加 331 家。

目前，国内共拥有 334 个地级市，2851 个县级市，开店空间可达 3185 家，各家企业仍有很大的渠道建设空间。

表 20：定制家居公司渠道情况一览

		2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1	2018E
索菲亚	合计	1200	1520 多	1861	2500 多	3035 多	3600	3935 多
	加盟	1200	1520 多	1861	2500 多	3035 多	3600	3935 多
	橱柜		70 多	261	600	720	730 多	1020
	衣柜		1450 多	1600	1900 多	2220 多	2275 多	2600 多
	木门					95	187	195
	大家居融合店					20		120
直营								
尚品宅配	合计	830	969	1073	1157	1642	1701	
	加盟	785	901	994	1081	1557	1615	
定制综合	直营	45	68	79	76	85	86	
欧派家居	合计				5376	6338		
	加盟				5357	6311		
	橱柜				2088	2150		
	衣柜				1394	1872		
	欧柏丽品牌				647	839		
	卫浴				353	443		
	木门				578	634		
	墙饰				297	373		
	直营		16	16	19	27 (Q1)		
	曲美家居	合计	558	631	674	772	875	
加盟	552	624	663	758	861			
直营	6	7	11	14	14			
定制衣柜	好莱客	合计	857 多	1190	近 1316	1516 多		1800 多
		加盟	842 多 (Q3)	1174	近 1300	1500 多		1800 多
	直营	15 (Q3)	16	16	16			
皮阿诺	合计		819	881	959	1108		
	加盟		802	864	954	1103		
	橱柜		587	618	658	716		
	衣柜		215	246	296	387		
	直营		17	17	5	5		
金牌厨柜	合计		628	741	806	1242 多		
	加盟		567	689	764	1200 多		
	橱柜		567	689	735	1130 多		
定制橱柜	衣柜				29	120 多		
	直营	54	61	52	42	42		
	合计		760	787	733	1065 多		
我乐	加盟		760	787	731	1062		
	直营				2	3 (H1)		

志邦股份	合计	981	1114	1282	1747
	加盟	981	1100	1265	1730
	橱柜	981	1007	1112	1335
	衣柜		93	153	395
	直营		14	17	17

资料来源：公司年报 招股说明书 中信建投证券研究发展部

2、生产制造：信息化建设提升效率

为实现定制家居的个性化设计、规模化生产，信息化技术在定制家居行业的使用越来越广泛，各企业在客户服务、产品设计、产品生产、物流配送等环节中使用了计算机技术、互联网技术、条形码技术等现代化信息技术。典型如：

欧派家居发展“大家居+互联网”战略，发展 IT 支撑计划。2018 年公司计划在现有基础上，突破“设计+制造”一体化。目前国内第一代设计软件主要功能是建模器，之后可以出工程图纸。第二代设计软件是虚拟现实的展示功能，例如三维家、酷家乐等，提供三维场景，优势是可以实现快速设计，劣势是不能直接对接生产。现在公司在打造的是既可以提供三维场景设计，又可以实现后端直接生产的信息化系统，预计 2018 年中实现设计、制造全打通。2018 年欧派将进一步改革创新信息化建设体制和机制，集团信息化建设引向深入，实现全新定制生产 MOM 信息管理系统成功上线，实现新的产品效果图设计软件与生产的自动对接以及欧派家居产品生产管理信息系统平台的统一。目前公司的板材利用率接近 90%。

索菲亚 2015 年开始进一步推动数字化转型进程，使得生产成本降低和产能提升，也进一步优化管理成本。索菲亚 CNC 数码控制比例已达 100%，对生产流程数据更快速的处理并做出预测，提升板材利用率，实现成本压缩。2017 年度公司的板材利用率已接近 84%，将一次性安装成功率稳定在 80% 以上，进一步减少客户投诉，提高客户体验，也同时为公司带来了稳定的毛利率以及持续上升的净利润。供应链自动化提升、板材利用率提升、产品与服务质量提升和企业大数据平台建设等方面继续发挥显著作用，未来将进一步提升盈利能力及效率。

尚品宅配以圆方软件的信息化技术、云计算、大数据应用为驱动，依托新居网的 O2O 互联网营销服务平台，以及佛山维尚大规模定制的柔性化生产工艺，实现了“尚品宅配”和“维意定制”全屋板式家具定制个性化设计、规模化生产的“C2B+O2O”商业模式。

曲美家居打造专业化、柔性化、智能化和信息化的制造体系，实现了六大工厂专业分工、全品类成品家具打通改型定制、订单全部智能生产交付。2017 年，曲美根据产品和运营管理的升级需求不断迭代，新研发了 TMS(物流系统)，WMS（仓库管理系统）和 MES（生产过程执行系统）系统，持续在信息化和自动化结合的方向上发力，打造新的智能家具工厂。

我们认为，随着家居企业信息化水平的不断提升，企业拆单效率、后端制造效率亦不断提高，有效降低企业单位成本，在竞争逐渐激烈的市场环境中毛利率仍可维持相对稳定。

3、推荐标的：欧派家居、尚品宅配、索菲亚

欧派家居：多品类齐驱，业绩稳增

(1) 橱柜稳健增长, 衣柜高速发展, 大家居全面推进。深化“橱柜+”战略推进步伐, 大力发展欧铂丽, 衣柜渠道拓展较快, 19800 全屋套餐深入落地, 市场占有率、客单值、订单数量均快速提升。(2) 渠道继续拓展, 欧派橱柜 A/B/C 级城市店面数量占比 13%/26%/61%, 欧派衣柜 A/B/C 级城市店面数量占比分别为 15%/29%/56%, 电商方面加强与百度、天猫等渠道的合作, 同时拓展新的推广渠道。(3) 生产基地布局初步完成, 目前已经在天津、无锡、清远和成都均部署了生产基地, 后端产能无虞。

我们预计公司 2018-2019 年营业收入分别为 129.70 亿元和 170.08 亿元, 同比分别增长 33.57% 和 31.13%; 净利润分别为 17.10 亿元和 22.28 亿元, 同比分别增长 31.54% 和 30.29%, EPS 分别为 4.06 元/股和 5.29 元/股, 对应的 P/E 分别为 35.24x 和 27.04x。

尚品宅配: 品牌提升, 渠道快速拓展, 新居网+整装云打开新业务模式

(1) 通过加强市场营销、销售渠道、HOMKOO 整装云、自营整装等方面的工作, 在全国范围内快速推进“518 套餐”服务, 推动了公司业绩快速增长。(2) 加盟渠道加速拓展, 加快下沉销售网络至四线五线城市, 完善加盟网点布局, 购物中心店平均单店终端年销售额高于非购物中心店, 优势逐步显现。(3) 以新居网运营的网络商城和微信公众号作为 O2O 营销平台, 通过与腾讯、百度、阿里巴巴、京东、今日头条、360 等互联网企业的流量合作, 扩大潜在消费群体, 实现定制家居的线上营销到线下服务。

我们预计公司 2018-2019 年营业收入为 71.06 和 93.37 亿元, 同比增长 33.50% 和 31.40%, 净利润分别为 5.15、6.88 亿元, 同比增长 35.52% 和 33.57%, EPS 为 2.59、3.46 元/股, 对应 P/E 为 44.06x 和 32.99x。

索菲亚: 衣柜稳健发展, 橱柜盈利改善, 效率继续提升

(1) 索菲亚衣柜渠道持续推进, 加密一、二线城市销售网点, 拓展四、五、六线城市的销售网点; 司米橱柜实施司索联动, 逐渐减亏, 为未来营收新增长点之一; 索菲亚华鹤以双品牌运作, 积极推进渠道开拓。(2) 扩充产品品类提升客单价, 拓展八大空间系列定制, 进入“索菲亚全屋定制”时代。(3) 产能继续开拓, 在河北廊坊、浙江嘉善、四川成都、湖北黄冈以及广州增城已经建设了五大生产基地; 司米厨柜除了华南生产基地, 在 2017 年进行华中生产基地的建设。(4) 柔性化+信息化提升效率, 智能化设备和信息化系统的投入, 使公司定制家居产品的生产产能大为增加, 交货期缩短。

我们预计公司 2018-2019 年营业收入分别为 81.05 亿元和 105.57 亿元, 同比增长 31.55% 和 30.25%; 归母净利润分别为 11.88 亿元和 15.45 亿元, 同比增长 31.05%、30.03%, 对应 PE 分别为 28.71x、22.08x。

表 21: 定制家居板块总营收、利润增速情况

细分板块	公司简称	营业总收入同比增速				归母净利润同比增速			
		2015 年	2016 年	2017 年	2018Q1	2015 年	2016 年	2017 年	2018Q1
定制综合	索菲亚	35.35%	41.75%	36.02%	30.32%	40.42%	44.66%	36.56%	33.48%
	欧派家居	18.02%	27.23%	36.11%	31.58%	26.78%	94.39%	36.92%	32.48%
	尚品宅配	61.47%	30.39%	32.23%	38.76%	7.23%	83.12%	48.74%	-29.19%
定制衣柜	好莱客	20.08%	32.44%	30.02%	30.89%	14.94%	55.30%	37.95%	38.41%
	曲美家居	14.78%	32.52%	26.05%	15.02%	16.40%	58.21%	32.78%	12.46%
定制橱柜	志邦股份	13.21%	32.11%	37.38%	38.28%	24.30%	34.30%	31.74%	48.23%
	金牌厨柜	14.18%	40.25%	31.22%	26.19%	18.26%	103.27%	73.29%	84.33%

请参阅最后一页的重要声明

我乐家居	11.25%	16.80%	35.32%	25.98%	50.84%	21.77%	21.86%	121.41%
皮阿诺	1.80%	23.12%	31.11%	73.85%	6.75%	27.74%	17.64%	58.55%

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

表 22: 定制家居板块累计利润率变化趋势

细分板块	公司简称	综合毛利率				净利润率			
		2015 年	2016 年	2017 年	2018Q1	2015 年	2016 年	2017 年	2018Q1
定制综合	索菲亚	37.80%	36.57%	38.17%	34.75%	14.36%	14.66%	14.72%	8.29%
	欧派家居	31.65%	36.55%	34.52%	33.91%	8.71%	13.31%	13.39%	3.86%
	尚品宅配	44.96%	46.19%	45.11%	42.14%	4.52%	6.35%	7.14%	-2.99%
定制衣柜	好莱客	38.17%	39.98%	38.34%	38.74%	15.01%	17.60%	18.68%	10.31%
	曲美家居	37.59%	40.54%	38.87%	36.27%	9.31%	11.12%	11.71%	7.10%
	志邦股份	37.74%	36.80%	34.90%	36.81%	11.14%	11.32%	10.86%	7.66%
定制橱柜	金牌厨柜	41.20%	38.11%	39.14%	39.58%	6.04%	8.76%	11.56%	7.10%
	我乐家居	31.73%	34.72%	36.97%	32.74%	9.75%	10.17%	9.15%	-2.58%
	皮阿诺	41.41%	37.85%	34.45%	32.39%	13.38%	13.89%	12.46%	7.10%

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

表 23: 定制家居板块销售费用率与管理费用率

细分板块	公司简称	销售费用率					管理费用率				
		2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018Q1	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018Q1
定制综合	索菲亚	9.58%	9.64%	8.56%	8.42%	11.15%	10.75%	8.60%	8.92%	9.83%	12.93%
	欧派家居	9.73%	11.87%	11.44%	9.75%	14.05%	8.45%	9.45%	9.15%	9.18%	15.10%
	尚品宅配	25.59%	29.96%	27.93%	27.81%	36.40%	10.48%	9.05%	9.24%	8.80%	11.74%
定制衣柜	好莱客	13.92%	14.25%	13.35%	11.78%	18.51%	4.88%	5.72%	5.75%	5.23%	9.33%
	曲美家居	14.34%	15.61%	17.35%	16.41%	17.47%	8.44%	9.53%	8.98%	8.04%	10.10%
	志邦股份	13.72%	15.02%	14.76%	13.58%	16.89%	11.47%	9.44%	8.44%	7.95%	10.71%
定制橱柜	金牌厨柜	23.12%	22.68%	18.30%	18.80%	22.45%	10.41%	10.76%	9.91%	8.96%	11.21%
	我乐家居	12.97%	10.27%	12.91%	16.13%	24.54%	9.61%	8.82%	8.82%	8.75%	10.97%
	皮阿诺	17.76%	18.38%	15.10%	14.40%	19.14%	8.03%	7.46%	6.85%	7.32%	7.56%

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

表 24: 定制家居板块财务费用率

细分板块	公司简称	财务费用率				
		2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018Q1
定制综合	索菲亚	-0.64%	-0.39%	-0.10%	0.16%	0.33%
	欧派家居	0.29%	0.00%	-0.13%	0.03%	-0.14%
	尚品宅配	0.07%	0.08%	0.07%	-0.04%	0.14%
定制衣柜	好莱客	-0.18%	-0.20%	-0.15%	-0.14%	-0.30%
	曲美家居	0.95%	0.26%	-0.07%	-0.04%	-0.07%
定制橱柜	志邦股份	-0.17%	-0.83%	-1.05%	0.03%	0.37%

金牌厨柜	0.42%	0.64%	0.16%	-0.15%	-0.36%
我乐家居	1.02%	0.63%	0.06%	0.01%	-0.02%
皮阿诺	0.16%	-0.07%	-0.52%	-0.62%	-0.13%

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

七、造纸看量增，包装龙头市占增

（一）造纸：废纸政策一波三折，木浆格局偏松，龙头看量增

1、2018 年以来废纸政策一波三折，整体趋严

我们认为，2018 年以来，废纸价格整体受到进口政策趋紧影响较大，而废纸政策整体上变动一波三折，但最终趋势仍然逐渐趋严：

一方面，自 2017 年 8 月环保部公开关于《进口废物管理目录》高（2017 年）的公告，将未经分拣废纸进口取消以来，废纸政策 2018 年以来一波三折：

2018 年 3 月 1 日，环保部会同国家质监总局联合发布的《进口可用作原料的固体废物环境保护控制标准》将正式实施，进口废纸中混杂物比重由 1.5% 正式修订为 0.5%。

2018 年 5 月 3 日，国家海关总署发布特急文件《海关总署关于对进口美国废物原料实施风险预警监管措施的通知》，决定对来自美国的废物原料加强检验监管。

2018 年 5 月 22 日，海关总署检验监管司发布了关于做好进口美国废物原料装运前检验工作的通知。通知称，从即日起至 2018 年 6 月 4 日止，自美国出口至中国的废物原料装运前检验工作暂由中国检验认证集团加拿大有限公司承担。对于加拿大公司在此期间签发的装运前检验证书，各口岸海关可凭此接收报关，口岸检验检疫监管政策不变。随着中美两国贸易战紧张趋势有所缓解，废纸政策出现松动。

另一方面，虽然废纸政策尺度有所波动，但是整体上仍然逐渐趋严，对应废纸进口数量趋紧：

根据环保部公示数据，2018 年前 11 批共有 114 家企业获批废纸进口额度合共 1079.01 万吨，相比 2017 年全年 11 批大幅减少 61.61%。但需要注意到，2017 年第 1 批废纸进口额度为 2612.85 万吨，占全年的 92.96%；2018 年第 1 批废纸进口额度为 226.57 万吨，仅占前 11 批的 21.00%。2018 年至今，未经分拣的混杂废纸（税则号 4707900090）仍无审批，被完全取消。

表 25：2018 年第 1-11 批与 2017 年废纸限制进口许可证获批情况汇总

批次	获批额度（万吨）		获批企业（家）	
	2017 年	2018 年	2017 年	2018 年
第 1 批	2612.85	226.57	111	15
第 2 批	30.46	34.43	14	3
第 3 批	32.68	46.63	14	4
第 4 批	15.13	111.46	4	20

第 5 批	3.93	40.79	2	3
第 6 批	18.75	18.29	2	14
第 7 批	11.83	63.67	7	1
第 8 批	6.20	131.57	3	6
第 9 批	0	205.93	0	12
第 10 批	21.56	64.96	5	10
第 11 批	57.35	134.71	7	24
1-11 批合计	2810.76	1079.02	169	112
全年获批指标(2017 年共 11 批)	2810.76		169	

资料来源：环保部 中信建投证券研究发展部

我们认为，随着产能限额、含杂率等废纸政策全部落地以及此次特急文件发布，2018 年废纸进口政策将继续保持趋紧态势，且废纸进口分拣成本提高，预计废纸整体价格中枢将高于 2017 年。

2、2018 年后木浆供需格局偏松，价格预计稳中下降

2011-2016 年，木浆纸张产品理事会（Pulp and Paper Products Council，即“PPPC”）数据显示，全球化学浆发运量同比增速维持在 2%-4% 左右；而在主要消费国中，中国需求作为近几年木浆增量需求的主要驱动力，据最新数据显示，2016 年全球化学浆发运量累计达到 4898.9 万公吨，同比增长 4.29%，中国需求 2016 年达到 1956.9 万公吨，同比增长 14.71%。

我们认为，2018 年木浆的供需格局仍然偏松，木浆价格上涨承压：

从贸易商品浆口径需求来看，2016 年全球化学浆发运量 4898.9 万吨，同比增 4.29%，每年贸易浆新增需求量约为 $4898 \times 4.29\% = 210$ 万吨，2017-2018 两年新增贸易浆需求约 420 万吨-500 万吨左右。

从供给端来看，根据我们的统计，2017-2018 年，世界新增木浆总产能约 1000 万吨左右，按照 2016 年世界木浆产量 1.8 亿吨计算，则 2017-2018 年世界新增木浆产能占比约 5%；2017-2018 年，世界新增贸易浆产能接近 614.5 万吨。

因此国际新增木浆产能可以覆盖木浆需求增加，未来世界木浆供需格局预计将均衡偏松。由于中国木浆进口依存度高，虽然 2017 年由于供给侧及环保改革因素国内木浆价格冲高，但是结合国际木浆供需格局，预计 2018 年木浆价格突破前期高点概率较小，随着国际木浆产能的逐步投放，价格大幅上涨动力不大。

表 26：2017-2019 年全球木浆新增产能情况

国家	浆厂	新增产能	新增贸易浆产能	投产时间
2017-2018 年新增产能：				
印尼	APP OKI	140	0	2016 年 9 月
巴西	Três Lagoas	170	170	2017 年 Q1
巴西	Fibria	195	195	2017 年 8 月
巴西	Suzano Imperatriz	15	15	2017 年底
印尼	APP OKI	140	0	2017 年 9 月

白俄罗斯	Svetlogorsk	40	40	2017年11月
芬兰	芬宝 Metsa Fbre	80	80	2017年8月
瑞典	Sodra Morrum	4.5	4.5	2017Q4
中国	晨鸣纸业	70	70	2018年中
瑞典	爱生雅 Östrand	50	40	2018年6月
老挝	太阳纸业	40	0	2018Q2
合计		944.5	614.5	

2019年之后新增产能:

俄罗斯西伯利亚	中国诚通控股集团	75	75	2019年
俄罗斯西伯利亚	中国诚通控股集团	90	90	2019年
巴西	TrêsLagoas 浆厂	250	250	2020年
合计		415	415	

资料来源: 环保部 中信建投证券研究发展部

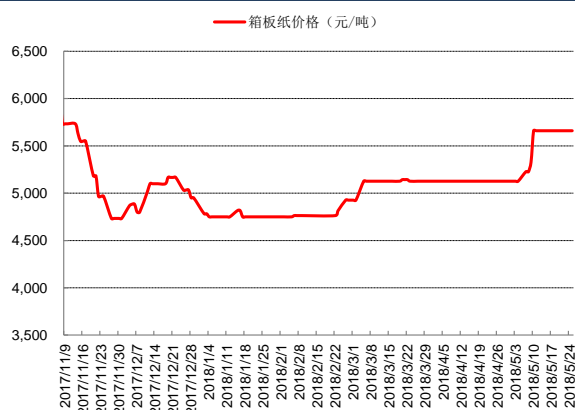
3、废纸系价格稳中有升，木浆系价格走弱

综合以上废纸、木浆两大原材料判断，2018年以来，废纸系（废纸-箱板纸-瓦楞纸）价格虽然历经波动，但是整体稳中有升，目前废纸最新价格 2975.86 元/吨，瓦楞纸价格 5045 元/吨，箱板纸价格 5660 元/吨，同比2017年均有所提高。

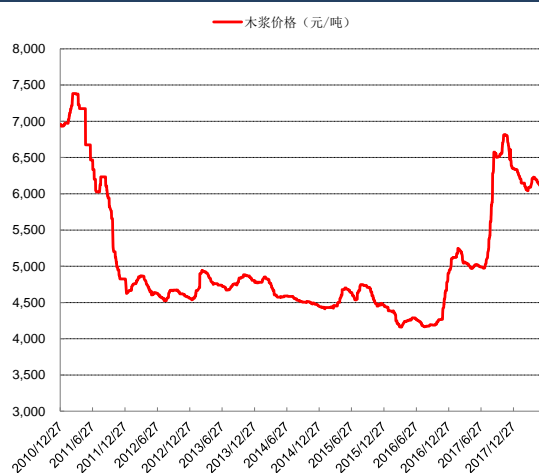
木浆系（木浆-白卡纸-双胶纸-铜版纸）价格趋势上则有所走弱，目前木浆最新价格 6110 元/吨，白卡纸价格 5945 元/吨，双胶纸价格 7350 元/吨，铜版纸价格 7133 元/吨。

图 19：废纸价格稳中有升

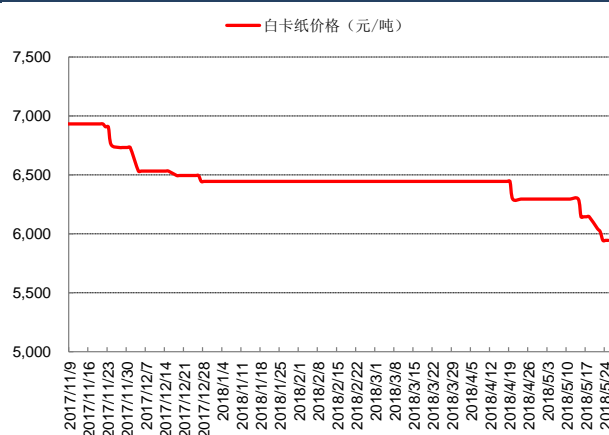

资料来源: 公司官网 中信建投证券研究发展部

图 20：箱板纸价格稳中有升


资料来源: 公司官网 中信建投证券研究发展部

图 21：木浆价格走弱


资料来源：公司官网 中信建投证券研究发展部

图 22：白卡纸价格走弱


资料来源：公司官网 中信建投证券研究发展部

4、个股推荐：造纸看量增，推荐周期全能选手——太阳纸业

我们认为，造纸行业金九银十为传统旺季，在造纸行业下半年布局上，个股推荐我们依然强调造纸板块整体依然是一个量的逻辑，所以重点推荐新增产能最优质，业绩增量最确定太阳纸业：

(1) 未来三年新增产能持续接力成长。公司未来三年均有新增产能提供业绩增量：

2018 年公司预计新投放产能：

特种纸：年产能 20 万吨，我们预计 2018 年产量 15 万吨左右，于 2018 年第一季度投产；

箱板纸：年产能 80 万吨，7 月和 9 月分别投产 1 条生产线，2018 年预计产量投放 20 万吨；

化学浆：年产能 30 万吨，5 月底试车，6 月运营，2018 年预计产量投放 20 万吨左右，目前下游粘胶短纤产能扩张，预计 2018 年粘胶短纤的价格会逐渐回归正常，溶解浆价格也将跟随粘胶短纤回落，公司溶解浆可转产化学浆，减少市场供给，从而保障盈利。

2019 年，上述项目 100% 满产带来增量：

特种纸增加 5 万吨产量，箱板纸增加 60 万吨产量，老挝增加 10 万吨化学浆产量。

2020 年，美国阿肯色州 70 万吨生物精炼项目（具体项目有待看实际环评的情况）有望投产。快消品方面，我们预计 2017 年公司有望盈利。目前在人员和产品策略方面进行了调整，以生产高端差异化的产品为主，中低端的产品暂停发力。

(2) 发行 12 亿可转债加码造纸主业，成长可期。2017 年 12 月，公司发布《公开发行可转换公司债券发行公告》，公司本次公开发行可转换公司债券初始转股价格为 8.85 元/股，上市时间为 2018 年 1 月 16 日；共发行 12 亿元可转债，每张面值为人民币 100 元，共计 1200 万张，募集资金将全部用于拟年产 30 万吨化学浆项目。

(3) 投资建议：

我们预计 2018-2019 年公司营业收入为 231.44、278.65 亿元，同比增长 22.50%、20.40%；净利润为 27.41、33.03 亿元，同比增长 35.43%、20.50%，对应 PE 为 9.73、8.08 倍。

(二) 包装：烟标行业回暖，包装龙头市占增

1、卷烟清库存基本完成，行业产销回暖

烟草行业是国家管制的垄断计划经济，2012、2013 年八项规定中提出烟酒不能作为礼品公款报销后，烟草和酒行业受到一定的冲击，但由于烟草在保证国家利税方面具有重要作用，因此烟草行业在发展上同时受到政府利税目标影响。

2016 年烟草行业推进供给侧改革，集中清理库存，销量降低到 4701 万箱，同比减少 5.6%，行业步入低谷期。2017 年烟草行业卷烟销量稳定增长，全年完成 4,737.8 万箱，同比增加 38.6 万箱，增长 0.8%，实现“销大于产”95.2 万箱。税利总额稳定增长。全年实现 11,145.1 亿元，同比增加 349.32 亿元，增长 3.24%。

2018 年国家烟草专卖局对烟草行业主要预期目标是：全国烟叶生产收购 3500 万担，比上年计划调减 600 万担；卷烟产量 4,730 万箱；卷烟销量 4,750 万箱；实现税利总额 11,306 亿元。

2017 年以来，经过前期库存优化后，卷烟行业产销拐点回暖，2018 年 1-3 月，烟草行业完成卷烟产量 1274.5 万箱，同比增长 5.7%。商业销量 1387.48 万箱，同比增长 4.15%。

表 27：烟草行业开始回暖

	2015	2016	2017	2018 年 1-3 月	2018 (计划)
产量 (万箱)	-	-	4,643	1274.5	4730
同比	-	-	-1.4%	5.7%	1.9%
销量 (万箱)	4979	4,701	4,738	1387.48	4,750
同比	-2.4%	5.6%	0.8%	4.2%	0.3%
利税 (亿)	11,436	10,795	11,145	-	11,306
同比	8.7%	-5.6%	3.2%	-	1.4%

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

2、行业集中度有望提高，龙头强者恒强

包装行业整合加速。2017 年包装企业主要原材料箱板纸及瓦楞原纸价格大幅上涨，其中 2017 年箱板纸销售均价同比上涨 46.44%；瓦楞纸销售均价同比上涨 49.78%。包装企业做为中游行业，同时受到上游造纸企业以及下游啤酒、家电等消费企业强议价能力挤压，2017 年在成本大幅提高下，中小包装企业加速出清，纸包装行业加速整合，龙头企业市场份额进一步提升。

中国产业信息网 2016 年统计数据显示，2016 年全国规模以上的烟标印刷企业约有 200 余家，平均每家占有 25 万箱的市场，行业集中度低，竞争分散。行业参与主体主要有三类：（1）以劲嘉股份、东风股份为代表的全国性烟标印刷企业，市场份额约 30%；（2）中小型、地方性烟标印刷企业，市场份额约 30%-40%；（3）卷烟

厂下属的“三产”企业，市场份额约 30%-40%。

受到下游卷烟行业产品结构调整、行业集中度提升的影响，未来烟标行业集中度有望提升。一方面，高档烟标产品的市场需求增加，使具有技术和规模优势的行业龙头优势凸显，小型烟标企业和非专业的“三产”企业由于生产成本过高，面临被市场淘汰的压力，市场存在进一步整合机会。另一方面，政策不断提高烟草企业规范，促进下游烟草行业整合，有利于与大型烟厂有合作历史的烟标龙头企业发展。2017 年全国烟草工作会议进一步提出推动中、高结构规格比重不断提升，促进品牌结构“只向上走、不往下移”，推动烟草行业的整合，未来这一趋势将延伸到上游烟标行业。

3、个股推荐：劲嘉股份、合兴包装

劲嘉股份：烟标龙头议价能力强，“喝酒吃药+大包装发展”

烟标龙头企业凭借其大规模采购优势，与原料供应商长期合作，以年为标准统一谈价、分期购入原料，使成本有力可控。且龙头企业烟标产品不断更新，新产品可以根据成本变化重新报价，利于化解成本压力，保证利润空间。我们在包装印刷行业首先推荐烟标龙头劲嘉股份，公司与茅台强强联手，大包装持续推进，业绩稳健增长。

1、参与国企混改打开新局面，开展白酒包装市场新篇章

公司此前分别收购申仁包装 29%股权，收购上海丽兴 100%的股权，公司全资子公司中华烟草收购香港润伟 30%股权；同时公司与茅台技开司签署战略合作协议，约定茅台技开司及公司将凭借自身资源提升双方参股公司申仁包装的市场竞争力及销售收入。

一方面，公司直接及间接持有申仁包装部分股权，间接持有上海仁彩部分股权，茅台技开司为申仁包装及上海仁彩的股东之一，公司与茅台技开司形成紧密的利益共同体。另一方面，此前申仁包装产能不能很好地满足茅台集团内部及外部市场的需求，与劲嘉合作后申仁包装的资本实力进一步提升，将为其扩充产能、项目开展等提供重要资金支持，有利于申仁包装获得更多优质客户及优质订单，提高营业收入。

此外，此前劲嘉和申仁发布未来五年（2018-2022）发展目标规划，未来申仁将整合茅台集团系列产品包装，拓展海外酒类及其他包装业务，至 2021 年申仁收入有望达到 15-20 亿，成为全国包装领域第一梯队企业，力争实现申仁上市。

2、定增落地，大包装+大健康战略并进，包装龙头稳前行

2017 年 11 月公司定向增发股票顺利落地，成功发行股票 1.89 亿股，募集资金 16.5 亿元，投资于智能物联网运营支撑系统、贵州省食品安全（含药品保健品）物联网与大数据营销溯源平台、新型材料精品包装及智能化升级、包装技术研发中心项目，项目建成后将增强公司大包装生产能力，实现包装产品智能化，推动公司的大包装业务全面转型升级，提高企业综合竞争实力。

公司于 2015 年底提出进入大健康领域的战略构想，并将其纳入未来五年发展战略的核心产业之一。公司大健康规划主要分为四个方面：医疗服务，健康资本，健康产业园与健康休闲。公司预计到 2020 年实现总收入 90 亿，其中：大健康计划占比 10%，其他 30%是社会化产品包装，60%是烟标包装。

3、投资建议

我们预计 2018-2019 年公司收入分别为 33.35 亿元和 38.40 亿元，同比增长分别为 13.23% 和 15.15%，2018 年，我们再考虑到贵州申仁、上海仁彩业绩投资收益贡献，则备考总归母净利润 7.81 亿，同比增长 36.5%；2019 年预计净利润 9.38 亿元，同比增长 20.1%；2018 年、2019 年 EPS 按照当前股本 14.95 亿股摊薄为 0.52、0.63 元/股（考虑回购后股本 EPS 分别为 0.53、0.64 元/股），对应 PE 分别为 15.90x、13.24x（考虑回购后 PE 分别为 15.68x、12.98x）。维持“买入”评级。

合兴包装：收入高增+业绩反弹，IPS/PSCP 项目内生驱动，外延拓展

1、受益市占提升，收入高增+业绩反弹

在行业整合加速大背景下，中小企业出清订单将向龙头集中，合兴包装作为纸包装行业龙头，将直接受益。一方面，从收入端来看，2017Q1/Q2/Q3/Q4 合兴包装单季度收入同比增长分别为 49.87%/65.21%/99.76%/92.33%，增速逐渐加快，2018Q1 公司收入继续高增 76.10%；另一方面，从利润端来看，公司 2017Q1-Q4 利润同比增长分别为 37.54%/41.04%/67.91%/54.34%，2018Q1 利润增 60.58%，公司 2017 年受制成本压力利润增速低于收入，2018 年以来箱板纸瓦楞纸价格高位震荡，但同比影响减少，公司盈利能力开始回暖，利润增速进入反弹区间。

2、IPS/PSCP 项目持续推进，为公司提供新的业绩驱动

2016 年公司启动供应链云平台项目（PSCP）以及智能包装集成服务项目（IPS），整合同行业产能以及提供设备智能改造服务。

（1）IPS：下游制造型企业包装环节自动化升级以及外包意愿不断增强，公司依托 IPS 项目的实施，向用户提供包括包装设计、包装采购、包装生产线自动化改造和优化以及产品装箱等一整套专业化的包装服务，降低客户的生产及管理运营成本，深化公司与客户的合作关系，目前合作客户包括好孩子等。截至 2017 年末，公司已与多家厂商洽谈 IPS 合作事宜，积极促成 IPS 项目落地。

（2）PSCP：目前处于引流阶段，合作方主要是同行业企业，目前主要整合产能、解决包装业务的地域问题等。PSCP 项目主要功能包括：订单宝：公司将订单引流给区域性客户，收取管理费；集采通：包装企业通过平台的规模采购降低原材料成本；优财通：提供资金支持。联合包装网网络运营模块 1.0 版于 2017 年 5 月 1 日正式上线，截至 2017 年末，供应链运营业务拥有合作客户达 700 余家，实现交易额 11.36 亿元。

3、7.18 亿收购合众创亚（亚洲）100%股份手续完成，产能布局互补，协同发展可期。

（1）公开发行债券 6 亿+现金收购合众创亚。2016 年 2 月，合兴包装与深圳架桥合作设立产业并购基金架桥合兴，合兴包装占比 18%。2016 年 3 月，架桥合兴与国际纸业签署《股份转让协议》，收购国际纸业在中国与东南亚的瓦楞包装箱业务，收购完成后架桥合兴持有合众创亚（亚洲）100%股权。

此次公司拟公开发行可转换债券募集资金 6 亿，及以自有资金收购架桥合兴基金持有的合众创亚（亚洲）100%股份，交易对价 7.18 亿。公开发行可转债于 5 月 4 日获得中国证监会受理，收购于 6 月 4 日通过国家市场监督管理总局反垄断局的审查，合众创亚（亚洲）于 6 月 5 日完成过户。

（2）收购将实现行业横向整合，产能布局优化，协同发展可期。合众创亚（亚洲）为原国际纸业中国区域的瓦楞纸箱业务部，国际纸业为全球领先的造纸和包装企业。2017 年合众创亚（亚洲）实现营业收入 21.71 亿，净利润 6473.11 万，经营现金 5935 万。

我们认为，合众创亚（亚洲）下属 14 家中国子公司分别位于东北、华北、华东、西南、华南、华中等地，

与公司的生产基地分布大部分存在互补性，通过此次收购，可迅速增强公司在东北、华东的市场布局，巩固在华南、华中的竞争优势。合兴包装通过此次收购，将实现行业的横向整合，实现区域布局的扩大，产能的增加，可更好地服务客户，协同发展可期。

4、投资建议

在不考虑合众创亚业绩并表的情况下，我们预计公司 2018-2019 年营业收入分别为 99.73 亿、141.64 亿，同比增长 57.72%、42.03%；净利润分别为 2.26 亿元和 3.16 亿元，同比增长 46.67%和 39.86%，对应 PE 为 24.5x 和 17.5x。

若假设合众创亚全年并表，我们预计公司 2018 年收入 125 亿（合兴 100 亿+合创 25 亿），同比增 97.20%，备考利润 3 亿（合兴 2.3 亿+合创 0.7 亿）；2019 年收入 169 亿（合兴 142 亿+合创 27 亿），备考利润 4 亿（合兴 3.2 亿+合创 0.8 亿）；

公司此次可转债预计募集资金 6 亿元，我们初步假设转股价 4.8 元，100%转股后预计将新增股本 1.25 亿股，公司总股本达到 12.95 亿股（11.70+1.25），摊薄后 EPS 分别为 0.23 元/股和 0.31 元/股，对应 PE 分别为 20.8x 和 15.5x。

我们认为公司横向并购整合规模效益将逐渐显现，同时行业集中度提高，订单获取加速，维持“买入”评级。

分析师介绍

花小伟：中信建投轻工制造消费行业分析师，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名。

孙金琦：金融硕士，3 年轻工制造行业研究经验，2017 年加入中信建投证券从事轻工造纸行业研究，所在团队获 2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，曾历任广发证券、东兴证券从事行业研究工作。

研究助理 陈伟奇：厦门大学财政学硕士，2016 年加入中信建投，所在团队获 2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚莘 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

周瑞 010-85130749 zhourui@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

李雪梅 lixuemeizgs@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859