

轻工制造

家居三条主线齐发力。本周专题：海外对标美国厨柜工程龙头 伍德马克

出口板块：出口股的预期差在于 2 月下旬市场对于欧美国家抗疫能力担忧，预期对出口业务影响至少在两个季度以上，因此本轮出口股出现一定回调。我们判断，欧美国家或陆续重启经济，线下门店或陆续开启，同时出口订单也有望逐渐进入复苏期。我们预计对出口企业来说，5 月订单优先恢复，6 月将反馈到出货上。

推荐标的：轻工纺服板块推荐 1、内销 Q2 率先恢复，外销持续复苏的【顾家家居】建议关注【敏华控股】；2、出口为主，细分领域龙头【梦百合】【麒盛科技】【申洲国际】【健盛集团】；此外建议关注【捷昌驱动】【春风动力】（天风机械覆盖）、【八方股份】（天风电新覆盖）。

内销家居板块：

竣工回暖趋势延续，提升全年业绩增长中枢。一至二月住宅竣工面积受疫情影响下滑约 24%，三月份单月竣工面积同比增长 1.2%，竣工数据领先客流发生了快速修复。自去年 8 月以来住宅竣工面积单月增速转正，12 月单月竣工增速超 20%，竣工与销售面积缺口进一步缩小，竣工回暖趋势显著，将提升下游的家居竣工产业链全年增长中枢。我们维持 2020 年竣工回暖的判断。

国内可选消费从 4 月起全面复苏。国内消费最困难是 2-3 月，3 月各大品牌借助线上直播渠道接受预订单蓄客，4 月线下重启，结合 4 月线下促销和 51 长假，内销在 4 月和 5 月前半月获得显著的恢复。根据天猫数据，线上衣柜类 4 月销售额 3.34 亿元（+35.7%），沙发类 4 月销售额 17.17 亿元（+47.1%），整体橱柜 4 月销售额 6.95 亿元（+391.8%）。

工程端受疫情影响较小，4 月份增速显著提升。1-3 月份受疫情影响，全国工地工程开工率不足致工程家居业务订单后置。4 月份随着各大地产企业的逐步复工，家居工程业务 4 月份迎来订单修复，5-6 月份预计加速进入订单转化期。此外，工程业务对品牌和资金要求更高，利好龙头企业，持续看好定制家居企业工程业务的发展！

短期行业 beta 机会，长期零售是核心竞争力。短期内竣工回暖和工程业务的高速增长是业绩增长的主要驱动因素，随着客流反弹和疫情震荡带来的行业洗牌，行业增速有望提前修复；长期内，行业集中度仍旧偏低，零售端的品牌实力是定制家居企业的核心竞争力，看好有品牌力的定制家居企业的持续成长【欧派家居】【顾家家居】【志邦家居】【江山欧派】；关注【金牌厨柜】【皮阿诺】【索菲亚】【好莱客】【尚品宅配】等。

地产定增加持，挖掘工程板块潜力。碧桂园近一个月对三家家居建材公司战略投资达 14 亿，一方面有效缓解家居行业工程业务占比提高导致的现金流压力，赋能三家公司的 toB 业务，另一方面进一步扩大了自身对于房地产产业链的布局，扩大覆盖范围。根据公开年报显示，碧桂园在定增入股前已经是帝欧家居、蒙娜丽莎、惠达卫浴工程端主要的客户，而战略入股的方式提升了工作效率，优势互补，强化供应链上的合作关系。推荐【惠达卫浴】；关注【海鸥住工】

新型烟草和必选消费：看好今年国内加热不燃烧蓄势待发，中烟专营专卖体制下加热不燃烧具有千亿市场规模潜力，看好【集友股份】；必选消费继续推荐【中顺洁柔】【晨光文具】。

风险提示：交房不及预期；原材料价格上涨；汇率波动；中美贸易战

证券研究报告

2020 年 05 月 31 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

范张翔

分析师

SAC 执业证书编号：S1110518080004

fanzhangxiang@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《轻工制造-行业研究周报:持续看好家居工程和出口修复两条主线。本周专题碧桂园参与工程类家居企业定增的思考》 2020-05-24

2 《轻工制造-行业研究周报:为何我们当前建议重视出口股? 本周专题恒林股份拟并购厨博士》 2020-05-18

3 《轻工制造-行业专题研究:4 月单月家居零售，地产销售及竣工持续修复——家居板块数据跟踪报告第 2020 年第三期》 2020-05-15



重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2020-05-29	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
603610.SH	麒盛科技	43.36	买入	2.63	2.86	3.82	4.89	16.49	15.16	11.35	8.87
603801.SH	志邦家居	31.00	增持	1.48	1.67	1.94	2.20	20.95	18.56	15.98	14.09
603833.SH	欧派家居	121.06	买入	4.38	5.04	6.07	7.24	27.64	24.02	19.94	16.72
603816.SH	顾家家居	46.90	买入	1.93	2.22	2.53	2.76	24.30	21.13	18.54	16.99
603429.SH	集友股份	39.27	买入	0.74	1.64	2.69	3.31	53.07	23.95	14.60	11.86
002511.SZ	中顺洁柔	20.24	买入	0.46	0.61	0.73	0.87	44.00	33.18	27.73	23.26
603899.SH	晨光文具	55.73	买入	1.15	1.27	1.56	1.93	48.46	43.88	35.72	28.88

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

行业观点：家居三条主线齐发力。本周专题：海外对标美国厨柜工程龙头伍德马克

核心观点：

出口股的预期差：本轮出口股的下跌始于2月下旬，伴随海外疫情扩大，结合一季度国内举国抗疫体制下才艰难控制住疫情，市场对于欧美国家抗疫能力担忧，预期对出口业务影响至少在两个季度以上，因此本轮出口股出现一定回调。我们判断，欧美国家或陆续重启经济，线下门店或陆续开启，同时出口订单也有望逐渐进入复苏期。**我们预计对出口企业来说，5月订单优先恢复，6月将反馈到出货上。**

国内疫情后消费复苏复盘。国内消费最困难是2-3月，3月各大品牌借助线上直播渠道接受预订单蓄客，4月线下重启，结合4月线下促销和五一长假，内销在4月和5月前半月获得显著的恢复。根据我们预计，顾家和敏华等品牌4-5月线下或均录得两位数增长，根据天猫数据，4月芝华士旗舰店销售额1.93亿元(+347.3%)，喜临门旗舰店销售额6432万元(+613.9%)，顾家家居旗舰店销售额7610万元(+55.4%)，梦百合旗舰店销售额696万元(+87.1%)。我们预计定制家居企业4月零售和工程业务接单情况或效果喜人，线上衣柜类4月销售额3.34亿元(+35.7%)，沙发类4月销售额17.17亿元(+47.1%)，整体橱柜4月销售额6.95亿元(+391.8%)。**国内可选消费从4月开始全面复苏。**

海外消费将如何演绎？因2月国内疫情影响，所以我们判断3月复工后预计加紧赶工海外订单，但由于3月后半月疫情开始向海外蔓延，因此海外订单或急剧下降并持续到整个4月。我们认为，海外需求或走两极分化，因居家办公，办公桌椅和笔记本、PAD等需求得到一定转化缓解，需求波动相对较小；沙发、床等因线下零售门店关闭，消费者减少出门影响更大，和国内3月一样，4月的海外可选消费或仅靠线上苦苦支撑。后续随着疫情逐步缓解，**我们预计出口市场5月订单开始复苏，6月有望提速。**

推荐标的：轻工纺服板块推荐1、内销Q2率先恢复，外销持续复苏的【顾家家居】建议关注【敏华控股】；2、出口为主，细分领域龙头【梦百合】【麒盛科技】【申洲国际】【健盛集团】；此外建议关注【捷昌驱动】【春风动力】（天风机械覆盖）、【八方股份】（天风电新覆盖）。

内销家居：竣工回暖趋势延续，提升全年业绩增长中枢。一至二月住宅竣工面积受疫情影响下滑约24%，三月份单月竣工面积同比增长1.2%，竣工数据领先客流发生了快速修复。自去年8月以来住宅竣工面积单月增速转正，12月单月竣工增速超20%，竣工与销售面积缺口进一步缩小，竣工回暖趋势显著，将提升下游的家居竣工产业链全年增长中枢。**我们维持2020年竣工回暖的判断。19-20年交房的前瞻指标诸如电梯产量、玻璃产量库存、家装订单、建安投资等也持续改善。**

国内可选消费从 4 月起全面复苏。国内消费最困难是 2-3 月，3 月各大品牌借助线上直播渠道接受预订单蓄客，4 月线下重启，结合 4 月线下促销和 51 长假，内销在 4 月和 5 月前半月获得显著的恢复。根据天猫数据，线上衣柜类 4 月销售额 3.34 亿元 (+35.7%)，沙发类 4 月销售额 17.17 亿元 (+47.1%)，整体橱柜 4 月销售额 6.95 亿元 (+391.8%)。**工程端受疫情影响较小，4 月份增速显著提升。**1-3 月份受疫情影响，全国工地工程开工率不足致工程家居业务订单后置。4 月份随着各大地产业企业的逐步复工，家居工程业务 4 月份迎来订单修复，5-6 月份预计加速进入订单转化期。此外，工程业务对品牌和资金要求更高，利好龙头企业，持续看好定制家居企业工程业务的发展！

短期行业 beta 机会，长期零售是核心竞争力。短期内竣工回暖和工程业务的高速增长是业绩增长的主要驱动因素，随着客流反弹和疫情震荡带来的行业洗牌，行业增速有望提前修复；长期内，行业集中度仍旧偏低，零售端的品牌实力是定制家居企业的核心竞争力，看好有品牌力的定制家居企业的持续成长【欧派家居】【顾家家居】【志邦家居】【江山欧派】；关注【金牌厨柜】【皮阿诺】【索菲亚】【好莱客】【尚品宅配】等。

地产定增加持，挖掘工程板块潜力。碧桂园近一个月对三家家居建材公司战略投资达 14 亿，一方面有效缓解家居行业工程业务占比提高导致的现金流压力，赋能三家公司的 toB 业务，另一方面进一步扩大了自身对于房地产产业链的布局，扩大覆盖范围。以蒙娜丽莎为例，公司一季度报表显示其经营性现金骤降至-6.35 亿元，下降 879.5%，资金压力陡增，而定增补充公司了资金流动性，一定程度缓解资金压力。根据公开年报显示，碧桂园在定增入股前已经是帝欧家居、蒙娜丽莎、惠达卫浴工程端主要的客户，而战略入股的方式提升了工作效率，优势互补，强化供应链上的合作关系。**推荐【惠达卫浴】；关注【海鸥住工】**

新型烟草和必选消费：看好今年国内加热不燃烧蓄势待发，中烟专营专卖体制下加热不燃烧具有千亿市场规模潜力，看好【集友股份】；必选消费继续推荐【中顺洁柔】【晨光文具】。

1.1. 核心推荐标的

集友股份：预计 2020 年 4.47 亿净利润，121.47%增长，PE 24X。烟标进入快速放量期，加热不燃烧薄片技术优势卡位和中烟紧密合作，股权激励归母净利润考核目标 20/21 年 4/6 亿。未来伴随国内新型烟草政策明朗化，领先布局企业将优势凸显。看好公司大踏步进军烟标领域，公司在加热不燃烧薄片技术方面具有卡位优势。

（风险提示：新业务拓展不及预期；新型烟草政策不及预期。）

志邦家居：预计 2020 年 3.73 亿归母净利润，13.11%增长，PE 19X。2019 年公司主营业务毛利率 39.2%，同比提升 2.74pct，毛利率提升的原因主要系品类拓展带来的规模效应，以及优化大宗业务客户带来的盈利能力提升。未来的看点是工程业务提速和品类扩张。19 年公司工程订单增速快，叠加下半年开发商加速竣工，公司工程业务进入加速放量阶段。19 年工程接单高增长，对 20 年业绩的拉动将很明显。橱柜同衣柜、木门联动良好。

（风险提示：交房低于预期；精装修对橱柜零售冲击过大）

顾家家居：预计 2020 年 13.37 亿净利润，15.1%增长，PE 21X。多品牌、多品类布局，渠道优势突出，持续渠道下沉加速开店。子品类事业部制文化，职业经理人团队激励充分。

（风险提示：交房低于预期；渠道拓展不达预期；并购整合不达预期）

晨光文具：预计 2020 年 11.7 亿净利润，10.3%增长，PE 44X。统线下文具零售业务具有较高的壁垒，且护城河会随着时间的增加而加宽。科力普的办公文具直销，九木杂物社的新零售等新业务布局前瞻，将在未来中长期助力公司保持较快成长。

（风险提示：传统业务增速大幅放缓；科力普净利率提升不达预期）

欧派家居：预计 2020 年 21.18 亿净利润，15.1% 增长，PE 24X。整装大家居重塑了产业链的利益分配格局，相比其他模式优势明显。欧派做为体量最大的定制家居企业，规模优势逐步显现，战略布局前瞻，管理层优秀。

（风险提示：交房低于预期；整装大家居发展低于预期。）

中顺洁柔：预计 2020 年 8.0 亿净利润，31.86% 增长，PE 33X。成本端继续改善，一季报有望超预期。新产能+差异化产品+渠道构建壁垒，目标三年再造一个洁柔。18 年推出新品棉花柔巾，有望加速进军个护领域。

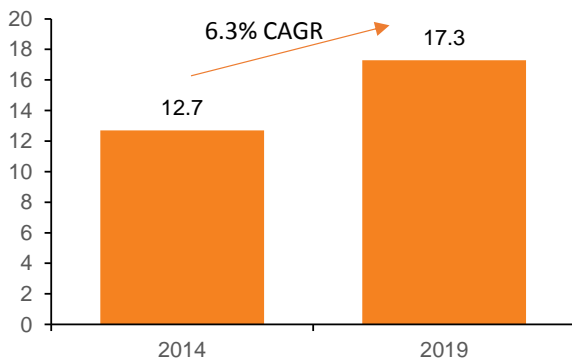
（风险提示：原材料价格波动；新品销售不及预期）

本周专题：海外对标美国橱柜工程龙头伍德马克

1. 美国橱柜行业已进入成熟期，平稳增长。

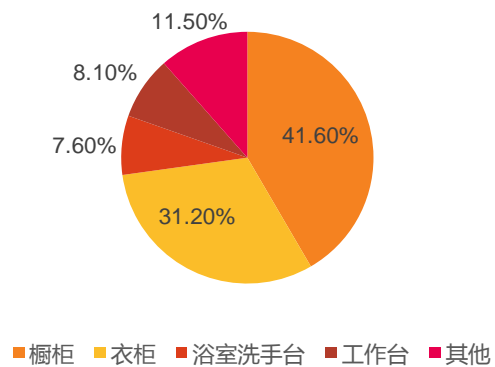
美国橱柜市场增长迅速，橱柜是厨卫市场中最大细分产品。2019 年美国橱柜市场规模达到 173 亿美元，行业规模自 2014 年后持续稳定提升，近 5 年 CAGR 达 6.3%，成为厨卫细分市场中销售占比最高的品类，2019 年销售占比达到 41.6%，领先第二位的衣柜市场 10 个百分点。

图 1：美国橱柜销售增长迅速（单位：十亿美元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：橱柜是厨卫产品中最大细分市场



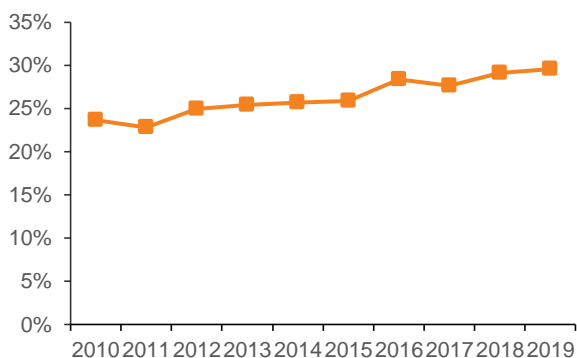
资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

龙头企业市场占有率保持提升趋势，但是中小企业仍然存在较大市场。2019 年美国三家橱柜行业龙头公司 Fortune Brands Home & Security、Woodmark 以及 Masco 分别实现毛利 20.58 亿、3.47 亿、23.8 亿美元，行业 CR3 达到 29.6%，相比于 2010 年的 23.7% 提升了 6 个点，集中度持续缓慢提升，但市场仍然较为分散，留给中小企业足够空间。

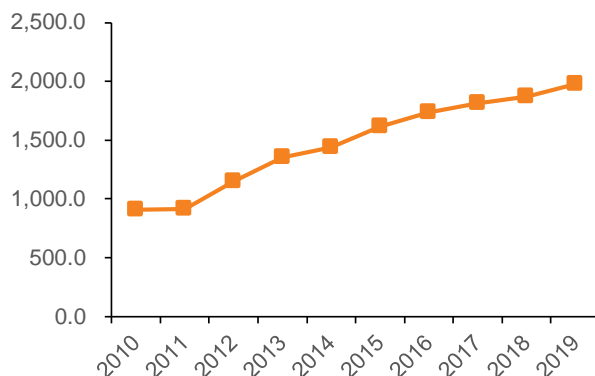
橱柜行业与上游房地产市场紧密相关，上游市场空间广阔，促进橱柜行业快速发展。2010 年到 2019 年期间，美国新建住房+已开工的新建私人住宅数量由 909.9 千套增长到 1973.0 千套，增长率高达 116.8%。上游房地产市场需求广阔，促进了橱柜行业快速发展。

图 3：CR3 有所提升

图 4：新建住房+已开工的新建私人住宅数量（单位：千套）



资料来源：公司年报，天风证券研究所



资料来源：wind、天风证券研究所

2. AWMD 布局工程业务渠道，实现收入快速增长

2.1 AWMD 营收及利润快速增长，成长为橱柜行业巨头

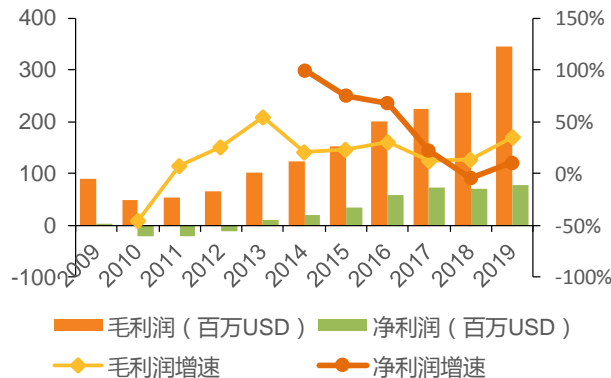
美国伍德马克公司成立于 1980 年，主要从事橱柜和装饰用品的生产和销售，销售的品牌主要包括 American Woodmark、Timberlake、Shenandoah Cabinetry 等。经过近四十年的专注和创新，公司已成长为美国橱柜龙头企业，营收和毛利润实现稳步增长。2019 年公司实现营收 16.45 亿美元，同比增长 31.59%，实现净利润 0.77 亿美元，同比增 10.73%。2009 至 2019 年间，公司营收和毛利润实现 CAGR 为 11.7% 和 14.4% 的高增速，净利润在 2010 至 2012 年间产生亏损，2013 年扭亏为盈的情况下仍实现了 38.9% 的高增速。2015 年到 2019 年营收分别为 8.26/9.47/10.3/12.5/16.45 亿美元，增速分别为 13.63%/14.72%/8.79%/21.36%/31.59%，净利润为 0.35/0.60/0.73/0.70/0.77 亿美元，增速 75.25%/68.08%/22.52%/ -4.12%/10.73%。

图 5：2009-2019 公司营收及增速



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 6：2009-2019 公司毛利润、净利润及增速

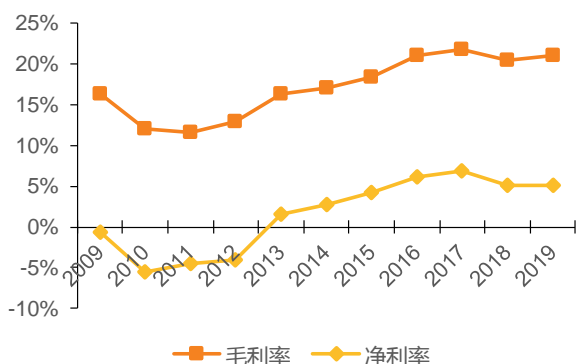


资料来源：公司年报，天风证券研究所

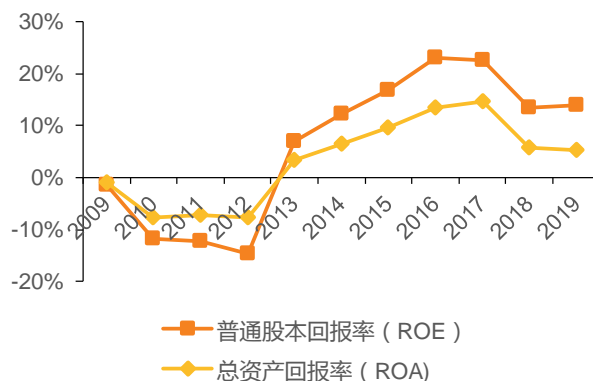
盈利方面，近年来公司盈利能力平稳提升，毛利率稳定在 10% 至 20% 之间，净利率在 2013 年以后维持在 5% 左右。2019 年公司毛利率 21.06%，净利率 5.09%。回报率方面，近两年 ROE 和 ROA 水平相比前几年一路上升的趋势有所回落，2019 年 ROE 为 13.92%，ROA 为 5.27%。

图 7：2009-2019 公司毛利率、净利率

图 8：2009-2019 公司回报率



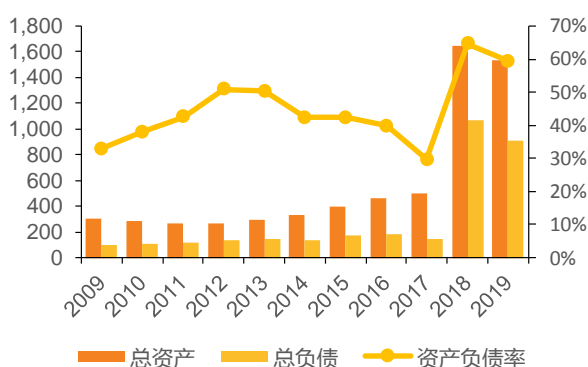
资料来源：公司年报，天风证券研究所



资料来源：公司年报，天风证券研究所

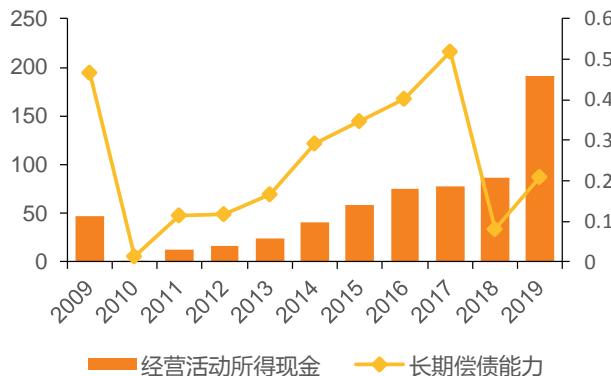
2018 年之前,公司资产负债率水平保持在 30%-40%的水平,长期偿债能力也不断提升。受公司大量举债扩张规模影响,2018 年公司资产负债率攀升至 65%,长期偿债能力大幅下降到 0.08 的水平。2019 年资产负债率有所回落至 59%。现金流的大幅增长和负债规模的部分回落使得长期偿债能力有所改善。

图 9: 2009-2019 资产负债水平 (单位: 百万美元)



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 10: 2009-2019 现金流和偿债能力 (单位: 百万美元)



资料来源：公司年报天风证券研究所

表 1: 财务数据信息

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
营收 (百万 USD)	545.9	406.5	452.6	515.8	630.4	726.5	825.5	947	1030.2	1250.3	1645.3
增速		-25.54%	11.34%	13.96%	22.22%	15.24%	13.63%	14.72%	8.79%	21.36%	31.59%
销售费用率	5.46%	6.23%	6.89%	7.02%	7.79%	8.20%	9.10%	11.30%	13.48%	14.01%	5.46%
管理费用率	6.86%	5.59%	4.41%	4.23%	4.09%	4.25%	4.37%	4.91%	5.02%	6.50%	6.86%
毛利率	16.39%	12.03%	11.66%	12.89%	16.28%	17.09%	18.48%	21.09%	21.80%	20.43%	21.06%
净利率	-0.59%	-5.50%	-4.42%	-4.03%	1.55%	2.82%	4.30%	6.20%	6.91%	5.05%	5.09%
净利润 (百万 USD)	2.9	-20.6	-20.6	-10.3	10.1	20.2	35.4	59.5	72.9	69.9	77.4
净利润增速		-810.34%	0.00%	50.00%	198.05%	100.00%	75.25%	68.08%	22.52%	-4.12%	10.73%
经营活动所得现金 (百万美元)	46.8	1.3	13.2	16.1	24.5	40.5	58.7	74.6	77.1	86.8	190.8
经营活动所得现金增速		-97.2%	921.4%	21.7%	52.8%	65.3%	44.9%	27.0%	3.3%	12.6%	119.9%
ROE	-1.55%	-11.79%	-12.16%	-14.64%	7.07%	12.15%	16.89%	23.00%	22.49%	13.52%	13.92%
ROA	-1.05%	-7.62%	-7.27%	-7.79%	3.49%	6.56%	9.74%	13.57%	14.72%	5.88%	5.27%
应收帐款周	19.97	14.93	15.45	16.22	17.62	16.99	17.83	18.58	17.33	12.54	12.55

转率

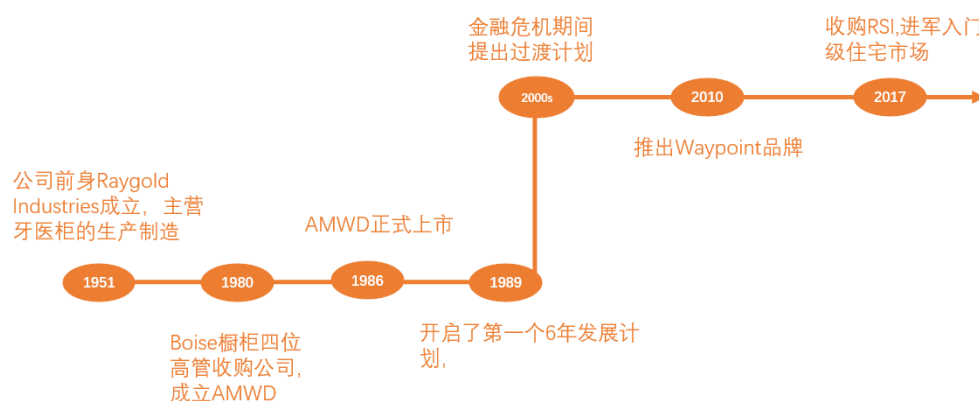
资产负债率	0.33	0.38	0.43	0.51	0.50	0.42	0.42	0.40	0.30	0.65	0.59
-------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

资料来源: Bloomberg 天风证券研究所

2.2 发展历程

公司成立于 1980 年,前身是由美国牙医创立的 Raygold Industries,后经由 Boise 橱柜部门的四位高管收购后更名为 AMWD,2017 年公司收购美国第四大橱柜制造商 RSI,开始进军入门级住宅市场。公司有家居建材商店,建筑商以及经销商和分销商三种主要销售渠道,产品主要销往全美范围内的改建和新房建设市场。

图 11: 公司发展历程



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

2.3 工程业务渠道

AMWD 公司是橱柜行业内最早布局工程业务渠道的公司,公司前期发展阶段,借 Home Depot 及 Lowe's 的快速扩张实现快速发展,并一度成为全美第三大橱柜制造商,2008 年在次贷危机的影响下,公司发展停滞,管理层决定将渠道重心转移到工程业务端,凭借公司工程业务品牌 Timberlake 迅速 抢占工程业务渠道份额,随着次贷危机的影响逐渐退去,美国房地产市场回暖,新屋建设需求不断提升,以及住宅全装修的不断普及,工程业务需求快速上升,公司于 2017 年收购美国第四大橱柜制造商 RSI,进一步布局工程业务渠道,逐渐将业务重心完全放到工程业务上。在工程业务渠道的推动下,公司业绩也实现快速增长。公司工程业务也成为主要销售渠道。

2.3.1 公司收购 RSI

2017 年,公司收购了北美厨房和浴室柜以及家庭存储产品的制造商 RSI HomeProducts 公司。2016 年,RSI 营收规模约为 5.6 亿美元,息税摊销前利润率达 22%,有约 4000 家零售商店,9 个生产制造基地,是橱柜市场公认的市场领导者。

图 12: RSI 的品牌和产品分类

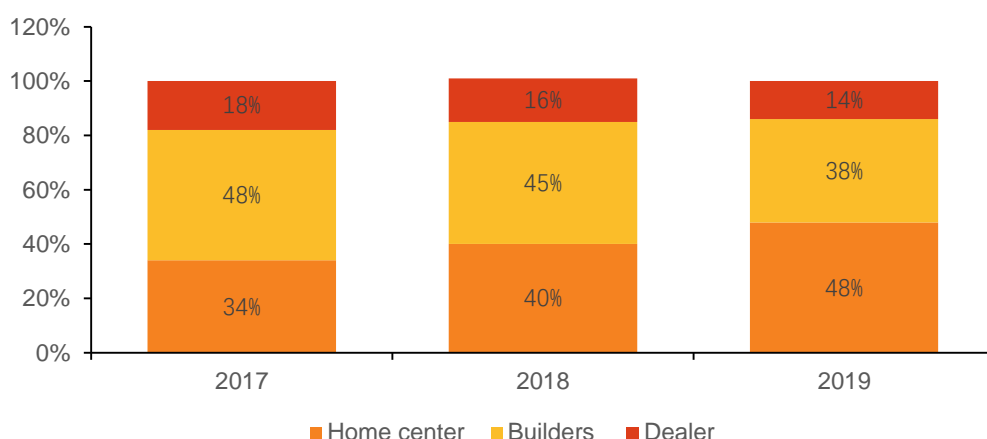


资料来源：公司公告，天风证券研究所

通过收购 RSI，公司进一步巩固了工程业务渠道方面的优势，利用 RSI 低成本的供应链服务平台直接对接房地产开发商的工程业务平台，布局入门级住宅开工建设的工程业务赛道。

RSI 的渠道收入构成发生变化。2017 年工程业务收入占比接近一半，近三年来 RSI 工程业务收入占比呈现下降趋势，而家居卖场渠道占比不断增加，形成了以零售为主、工程和经销为辅的销售模式。

图 13：RSI 渠道收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3.2 工程业务助力公司发展的原因

在渠道端，随着 90 后年轻一代逐渐成为主要消费群体，传统的零售渠道不再大受欢迎，逐渐被工程业务渠道以及电商渠道所替代。新的市场环境下，公司在工程业务渠道的布局帮助公司实现快速发展；从需求端来看，住宅全装修在美国市场逐渐普及，美国房地产开发商不断推出整装好的公寓，购房者可以实现直接入住，各大上游房地产开发商对于工程业务合作需求越多，反之，由于购房者不再需要自己装修，传统销售渠道也逐渐被挤压，公司工程业绩快速上升。

2.3.3 公司近年来股价及 PE 表现

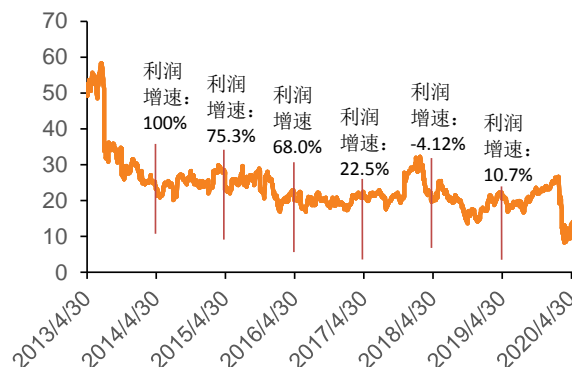
随着次贷危机的影响越来越小，2011 年以后，美国房地产开始复苏，美国的宏观经济也开始逐渐好转，橱柜行业的发展趋势与上游房地产行业息息相关，房地产的复苏拉动家具行业需求复苏，橱柜行业也随之一扫颓势，快速发展。从 2012 年下半年开始，AWMD 股价快速增长，七年时间增长 650%。

图 14：2010.3.01-2020.3.01 股价的涨幅变化



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 15：2013.1.31-2020.1.31 PE 的变化

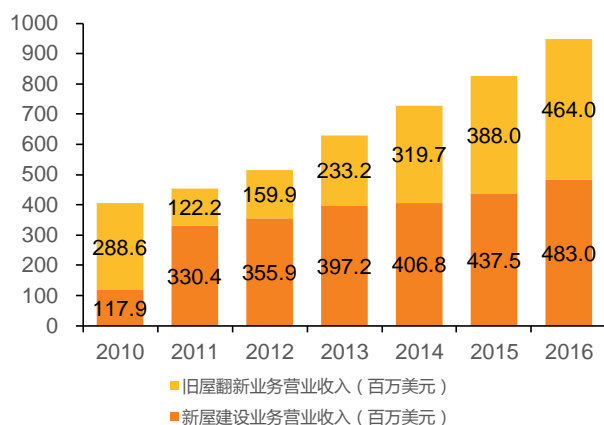


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

2.4 销售渠道

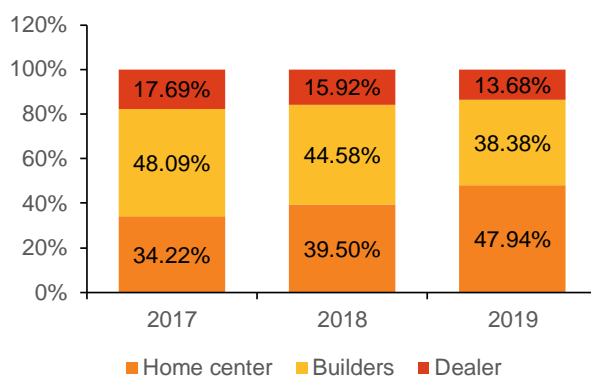
在渠道端,2010年到2016年七年的期间内,新屋建设业务营业收入所占比例越来越多,在美国,橱柜行业的销售渠道分为新屋建设相关业务和旧屋翻新相关业务,其中,旧屋翻新相关业务主要包括家居卖场和经销商等渠道,新屋建设相关业务主要为工程业务渠道。公司在10-16的七年时间里,由于提前布局工程业务渠道,新屋建设相关业务收入和占比逐年攀升,带动公司增长。2017年到2019年,公司家居卖场收入进一步提升,从原先的34.22%拉升到47.94%。

图 16：AMWD 销售渠道拆分



资料来源：AMWD 年报，天风证券研究所

图 17：AMWD 渠道收入占比



资料来源：AMWD 年报，天风证券研究所

3.国内橱柜企业大宗业务占比持续提升

国内定制家居企业加快布局大宗业务渠道,收入占比稳定提升。通过对定制家居企业的面板数据整理分析,我们发现家居公司均在分配资源布局大宗业务,并且大宗渠道也稳定发力,在公司营收的占比稳步提升,也推动了公司总收入的增长。

表 1：定制家居企业大宗业务数据横向对比

索菲亚	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
大宗业务收入（百万元）	65.3	71.8	97.2	125.9	282.8	584.1	940.0
YoY	34.90%	10.00%	28.50%	18.30%	117.10%	115.70%	54.1%
大宗业务营收占比	3.66%	3.67%	3.04%	2.78%	4.59%	7.99%	12.23%
经营性现金流净额/营业收入	19.77%	14.92%	25.96%	26.33%	20.17%	15.04%	16.93%
应收账款周转率	37.9	42.7	48.1	47.5	35.9	23.2	13.97
江山欧派	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019

大宗业务收入（百万元）	98.66	76.96	182.68	-	704.39	945.37	1550
YoY	353%	-22%	137%	-	-	34.21%	64%
大宗业务营收占比	22%	17%	28%	-	70%	74%	76%
经营性现金流净额/营业收入	18.54%	11.28%	16.24%	22.22%	3.29%	15.94%	15.97%
应收账款周转率	17.42	12.21	11.19	9.2	7.8	6.21	6.38
欧派家居	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
大宗业务收入（百万元）	418.45	375.61	466.36	572.27	964.11	1417.62	2162.28
YoY	41.25%	-10.24%	24.16%	22.71%	68.47%	47.04%	53%
大宗业务毛利率	-	-	-	-	48.00%	49.50%	35%
大宗业务营收占比	10.50%	7.90%	8.30%	8.00%	9.90%	12.30%	16%
经营性现金流净额/营业收入	18.42%	19.07%	11.15%	20.98%	19.34%	17.54%	15.93%
应收账款周转率	43.83	55.22	77.04	70.14	69.84	53.94	35.12
金牌橱柜	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
大宗业务收入（百万元）	-	52	44.25	72.58	123.73	202.53	472
YoY	-	-	-14.90%	64.00%	70.50%	63.70%	151%
大宗业务营收占比	-	7.60%	5.60%	6.60%	8.60%	11.90%	22.2%
经营性现金流净额/营业收入	17.84%	11.51%	24.13%	22.67%	24.78%	19.12%	18.92%
应收账款周转率	23.81	48.38	102.72	136.23	115.74	80.04	66.64
志邦家居	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
大宗业务收入（百万元）	127.26	157.02	151.03	247.71	395.9	390.75	639
YoY	-	23.38%	-3.81%	64.03%	59.82%	-1.30%	64%
大宗业务毛利率	22.54%	24.47%	24.71%	26.32%	28.22%	30.22%	42.03%
大宗业务营收占比	13.13%	14.96%	12.71%	15.78%	18.36%	16.06%	21.6%
经营性现金流净额/营业收入	13.11%	16.05%	13.53%	18.95%	18.36%	15.20%	11.63%
应收账款周转率	22.36	21.68	15.36	12.94	19.34	22.06	12.42
皮阿诺	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
大宗业务收入（百万元）	35.2	43.87	42.19	82.99	148.29	306.45	643
YoY	108.90%	24.63%	-3.83%	96.71%	78.69%	106.65%	110.04%
大宗业务毛利率	26.69%	31.71%	40.66%	37.88%	-	-	-
大宗业务营收占比	8.37%	8.72%	8.24%	13.17%	17.94%	27.60%	43.71%
经营性现金流净额/营业收入	22.88%	7.53%	25.09%	15.64%	10.88%	0.93%	6.84%
应收账款周转率	30.28	17.05	13.31	15.38	12.63	13.64	7.32
平均	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
YoY	-	5.15%	27.85%	53.15%	78.92%	61.00%	82.69%
大宗业务营收占比	11.53%	12.13%	13.46%	12.59%	22.21%	24.83%	31.96%
经营性现金流净额/营业收入	18.43%	13.39%	19.35%	21.13%	16.14%	13.96%	14.37%
应收账款周转率	29.27	32.87	44.62	48.57	43.54	33.18	23.64

资料来源：wind，天风证券研究所

目前市场对国内橱柜行业开展工程业务的公司给出较低估值，对标美国橱柜行业企业，我国此类公司在未来具有较大的上升空间。工程业务渠道将会此类开展工程业务的公司带来新的机遇和增长点。

图 28：相关标的公司

股票	股票	收盘价	EPS(元)				P/E			
代码	名称	2020-05-29	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
603801.SH	志邦家居	31.00	1.48	1.67	1.94	2.20	20.95	18.56	15.98	14.09
603833.SH	欧派家居	121.06	4.38	5.04	6.07	7.24	27.64	24.02	19.94	16.72
002572.SZ	索菲亚	25.85	1.18	1.25	1.36	1.45	21.91	20.68	19.01	17.83
603180.SH	金牌厨柜	55.37	3.61	2.97	3.49	4.04	18.51	18.65	15.85	13.70
002853.SZ	皮阿诺	25.29	1.13	1.40	1.80	2.36	16.19	18.04	14.06	10.72
603208.SH	江山欧派	151.91	3.23	4.56	6.06	7.28	47.03	33.31	25.07	20.87

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS，金牌厨柜和皮阿诺 EPS&PE 采用 wind 一致预测。

2. 轻工造纸行业数据——核心驱动力与信号指标全跟踪

2.1. 本周板块整体表现

本周轻工制造板块整体上涨 5.73%，跑赢沪深 300 指数 4.61 个百分点。

表 3：子板块行情表现

行业	上周涨跌幅(%)	本月涨跌幅(%)	本年涨跌幅(%)
造纸	1.87%	0.89%	-2.19%
包装印刷	3.07%	0.00%	-8.51%
家具	11.50%	15.69%	4.79%
其他家用轻工	7.22%	19.59%	10.98%
珠宝首饰	1.90%	2.01%	-19.96%
文娱用品	8.20%	3.78%	6.79%
其他轻工制造	7.68%	5.02%	-15.26%
轻工制造行业	5.73%	6.21%	-1.25%
沪深 300	1.12%	-1.16%	-5.60%

资料来源：Wind，天风证券研究所

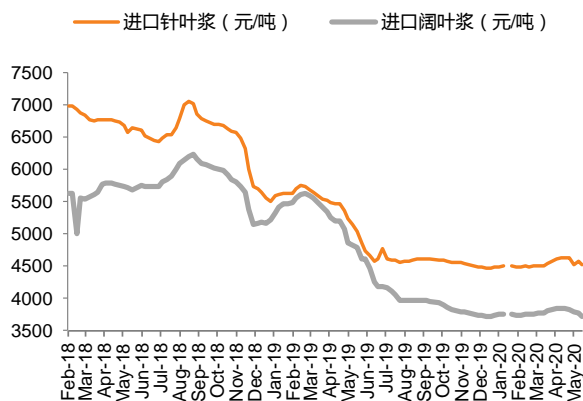
2.2. 造纸板块数据跟踪（周度更新）

浆纸系

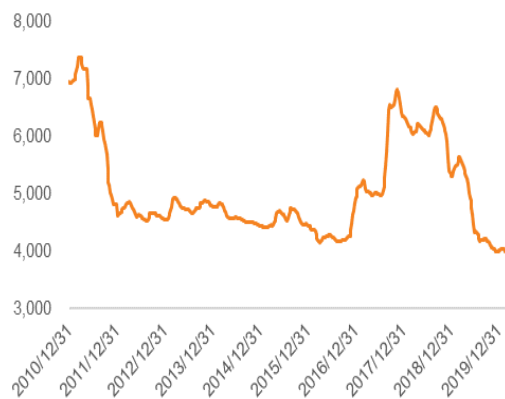
本周进口针叶浆、阔叶浆价格下跌。进口针叶浆价格 4531 元/吨，较上周下跌 0.94%；进口阔叶浆价格 3718 元/吨，较上周下跌 1.35%。本周进口木浆现货市场承压运行，进口针叶浆、阔叶浆价格下行 50-100 元/吨，本色浆价格窄幅下调 50 元/吨左右，化机浆价格弱势整理为主，整体市场成交偏刚需。影响价格走势的原因主要有以下几点：第一，进口木浆外盘报价下调，进一步影响业者心理预期，浆价承压下行；第二，主要地区及港口纸浆库存下降速度迟缓，而通过主要国家发往中国情况较平稳，供需矛盾进一步显现；第三，下游生活用纸市场价格延续下行态势，文化纸、白卡纸价格横盘整理，纸厂消耗前期原料库存，短期采买积极性偏低，影响现货放量速度；第四，在内需恢复有限的情况下，疫情暂未出现拐点，前 4 个月文化纸出口下降，进一步打压业者操盘心态。

图 19：本周进口针叶浆、阔叶浆价格下跌。（数据截止 20/05/30）

图 20：本周国内木浆价格下降。（数据截止 20/05/30；元/吨）



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

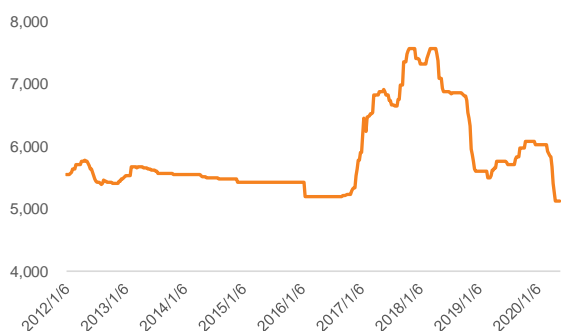


资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

本周铜版纸均价 5110 元/吨，与上周持平。本周铜版纸市场行情盘整为主。纸厂转产情况仍存，市场交投平平。经销商价格盘整为主，平稳操盘。华南部分经销商发函涨价，具体落实视需求情况而定。上游纸浆价格承压，对铜版纸成本支撑有所减弱。终端社会需求仍处恢复状态，观望气氛较为浓厚。

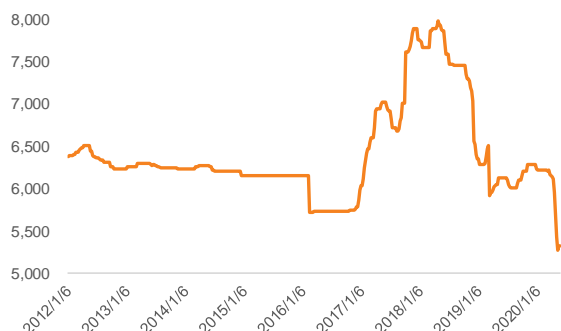
本周双胶纸均价 5325 元/吨，较上周持平。本周双胶纸市场行情整理为主。规模纸厂接单向好，中小规模厂家多接单排产，社会需求一般，价格多持稳于前期。部分下游经销商表示终端需求略好，销售价格盘整，表示目前市场价格处于低位，后期再降可能性偏小，有补仓行为。

图 21：本周铜版纸均价 5110 元/吨，与上周持平。（数据截止 20/05/30；元/吨）



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 22：本周双胶纸均价 5325 元/吨，较上周持平。（数据截止 20/05/30；元/吨）



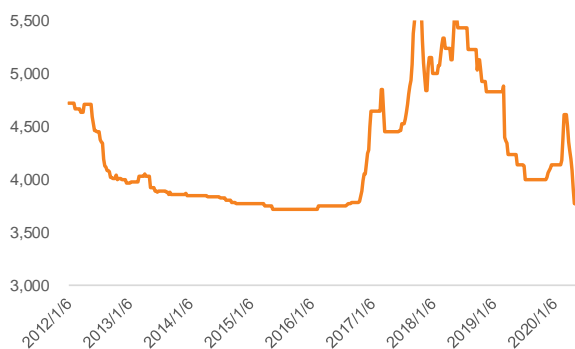
资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

本周灰底白板纸含税均价 4138 元/吨，较上周下跌 1.86%。影响价格走势的主要原因是：第一，市场供应量稳定，供大于求仍然凸显，业者观望为主，终端刚需、少量备货；第二，东莞地区企业库存高位，个别库存达到 25 天以上，其他地区库存维持在 15 天以内；第三，废纸窄幅震荡，个别中小纸企低端白板纸盈利边际徘徊。

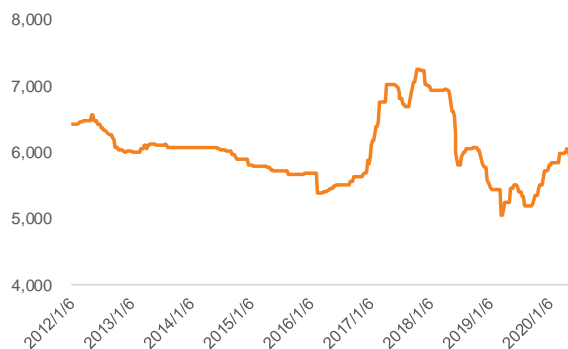
本周白卡纸含税均价 5726.67 元/吨，较上周下跌 0.69%。本周影响价格走势的主要原因是：第一，部分终端增加天鹅、金贝采购量替代白卡纸；第二，华南地区低价频出，纸厂进行相关控价措施，个别极低价格上调；第三，进口木浆承压下行，业者悲观观望；第四，四月白卡纸出口量同比增加 6.55%，环比下降 7.13%，终端出口包装需求恢复缓慢。

图 23：本周灰底白板纸含税均价 4138 元/吨，较上周下跌 1.86%。（数据截止 20/05/30；元/吨）

图 24：本周白卡纸含税均价 5727.67 元/吨，较上周下跌 0.69%。（数据截止 20/05/30；元/吨）



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

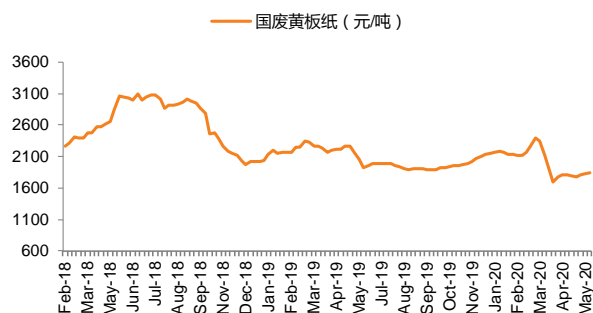


资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

废纸系

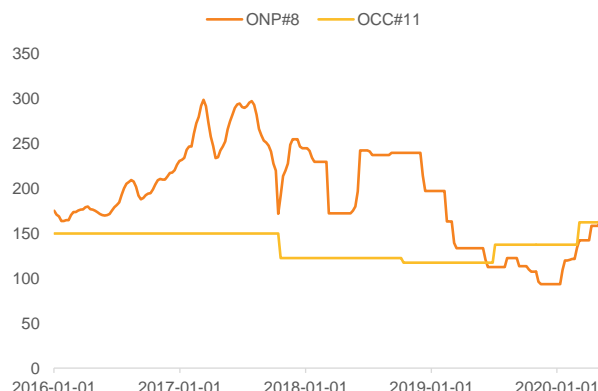
本周国废黄板纸价格 1838 元/吨，较上周上涨 0.77%。(数据截止 20/05/30) 本周国废黄板纸到厂价零散上扬。打包站方面略带惜售情绪，加之回收量有所减少，故纸厂到货量整体偏少，部分纸厂采购价格顺势上扬，但多数纸厂持稳观望。

图 25：本周国废黄板纸价格 1838 元/吨，较上周上涨 0.77%。(数据截止 20/05/30)



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 26：ONP #8 报 160 美元/吨，较上周下降 1.54%；OCC #11 报 158.5 美元/吨，较上周持平。(数据截止 20/05/08；美元/吨)



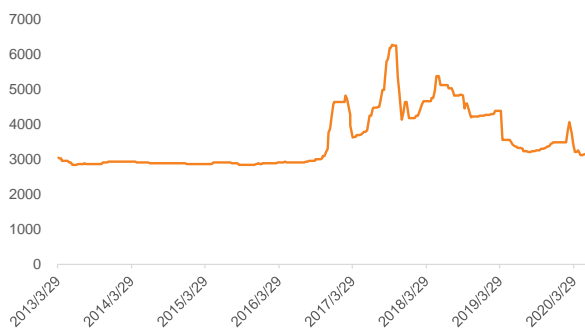
资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

本周瓦楞纸全国均价 3153 元/吨，较上周均价上调 20 元/吨，环比上涨 0.64%，同比下滑 9.00%。从企业价格来看，规模纸企个别基地上调报价 50 元/吨，周边中小纸企跟涨幅度在 30-50 元/吨。影响本周瓦楞纸市场走势的因素有以下几方面：首先，原料废纸供应收紧，价格小幅调涨，成本面形成支撑；其次，纸企开工负荷稳定，整体现货供应充足；最后，下游需求仍延续不温不火态势，心态谨慎观望为主，因此纸价涨幅有限。

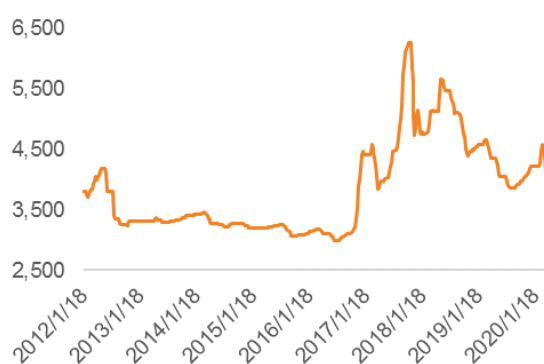
本周箱板纸全国均价 3803 元/吨，较上周上涨 26 元/吨，环比上涨 0.69%，同比下滑 8.79%。当前影响市场的主要因素有：首先，局部地区下游包装厂及贸易商备货，市场成交量有所增加；其次，原料废纸窄幅震荡，整体成本支撑尚存；最后，下游需求无明显好转，但随着两会释放政策信号趋于利好，市场预期有所好转，但需求发生实质性改善仍需时间。

图 27：本周瓦楞纸均价 3153 元/吨，较上周上涨 0.64%。(数据截止 20/05/30；元/吨)

图 28：本周箱板纸均价 3803 元/吨，较上周上涨 0.69%。(数据截止 20/05/30；元/吨)



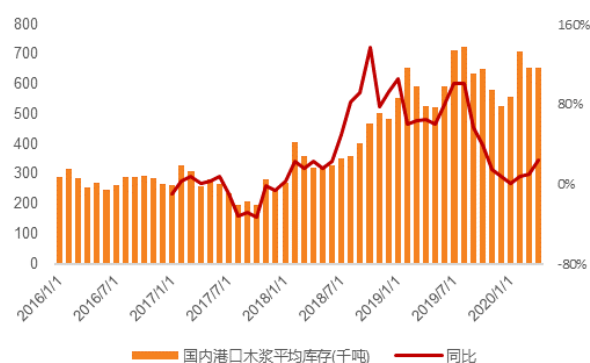
资料来源：卓创资讯，天风证券研究所



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

2020 年 4 月国内主要港口木浆平均库存 65.59 万吨，同比提升 23.92%，环比提升 0.15%。整体市场供应量增加，青岛港库存较上月底增长 22%，常熟港内库存较上月底增长 27%，保定港内库存较上月增长 83%，整体库存大幅增长；随着出货速度逐步提升，浆市有望放量，港口库存将逐渐下降。

图 29：2020 年 4 月国内主要港口木浆平均库存 65.59 万吨，同比提升 23.92%，环比提升 0.15%（万吨）



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

2.3.家具板块数据跟踪（月度更新）

从地产相关数据来看，2020 年 1-4 月全国住宅商品房销售面积 33973 万平方米，同比下降 19.30%，增速环比前 3 月回升 7pct.；其中住宅销售面积当月值为 29,916.00 万平方米，同比下降 18.70%。

图 30：商品房销售面积及增速（21978 万平方米，-26.30%）（数据截止 20/04；万平方米）

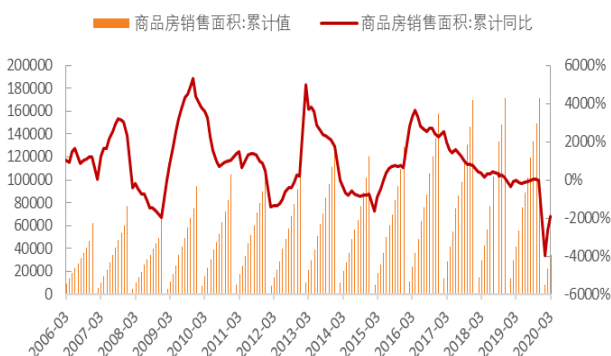
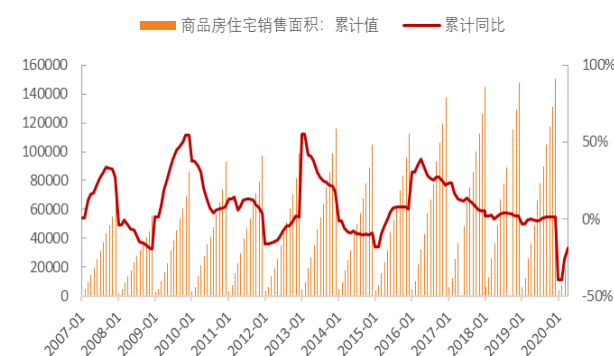


图 31：住宅销售面积及增速（19235 万平方米，-25.90%）（数据截止 20/04；万平方米）

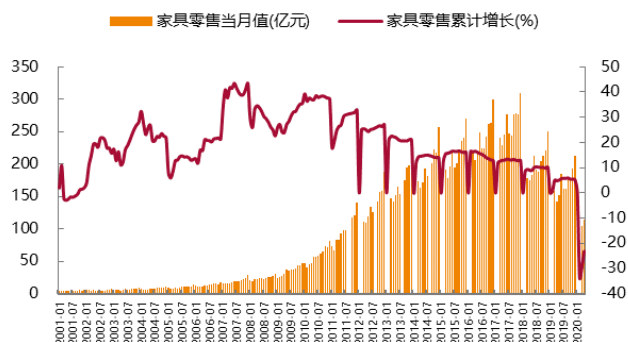


资料来源: Wind, 天风证券研究所

资料来源: Wind, 天风证券研究所

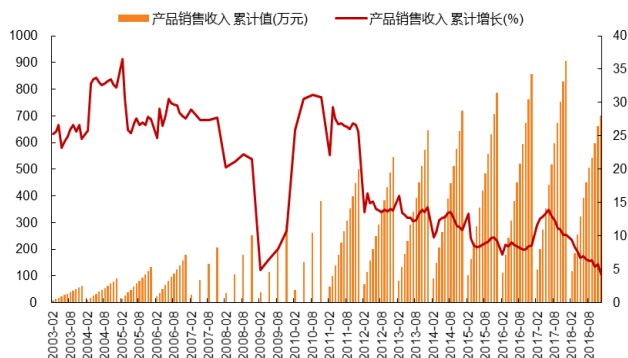
2020 年 1-4 月全国家具零售额 359 亿元, 同比下滑 23.1%, 降幅较 1-3 月收窄 6.2pct。2019 年 1-12 月累计零售额 1970.00 亿元, 累计同比增长 5.1%, 增速比前 11 月下降 0.4pct。

图 32: 全国家具零售额及同比 (248 亿元, -29.30%) (数据截止 20/04)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

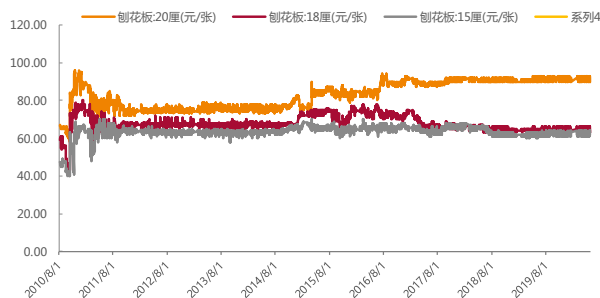
图 33: 家具制造企业收入及同比 (数据截止 18/12)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

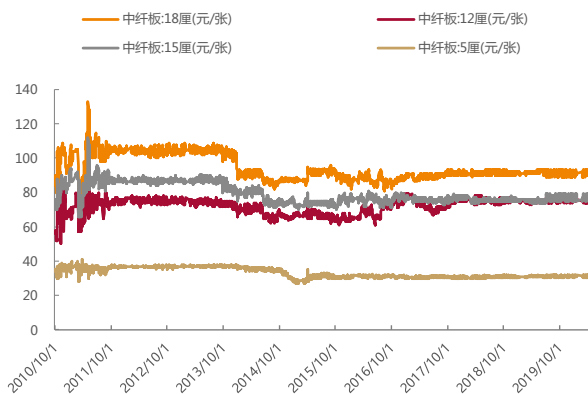
主要板材现货价格方面, 15 厘、18 厘和 20 厘刨花板价格分别为 63 元/张 (较上周上涨 1.6%)、65 元/张 (与上周持平)、90 元/张 (较上周下降 1.1%); 5 厘、12 厘、15 厘和 18 厘中纤板价格分别为 31 元/张 (较上周下降 1.6%)、77 元/张 (较上周上涨 2.7%)、74 元/张 (与上周持平)、91 元/张 (较上周上涨 1.1%)。

图 34: 刨花板价格 (数据截止 20/05/30)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 35: 中纤板价格 (数据截止 20/05/30)



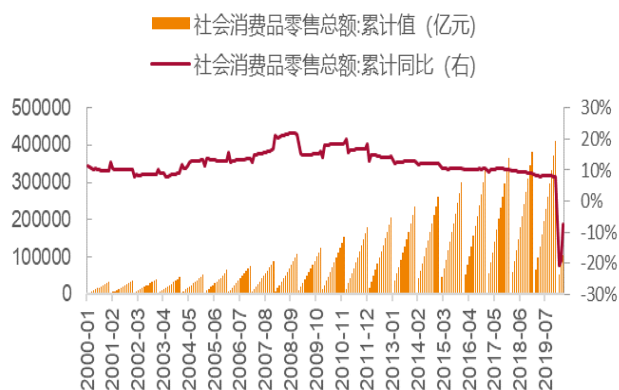
资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.4. 包装板块数据跟踪 (月度更新)

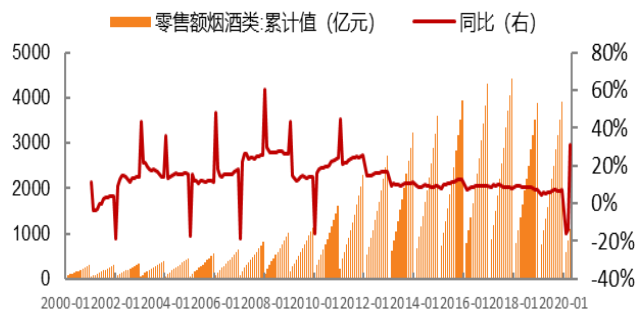
2020 年 4 月全国社会消费品零售总额累计值为 106758.00 亿元, 同比下降 -7.5%; 2020 年 4 月烟酒类零售总额累计值为 1109.00 亿元, 同比上升 31%。

图 36: 社会消费品零售总额累计值及同比增速 (数据截止 20/04)

图 37: 烟酒类零售总额累计值及同比增速 (数据截止 20/04)



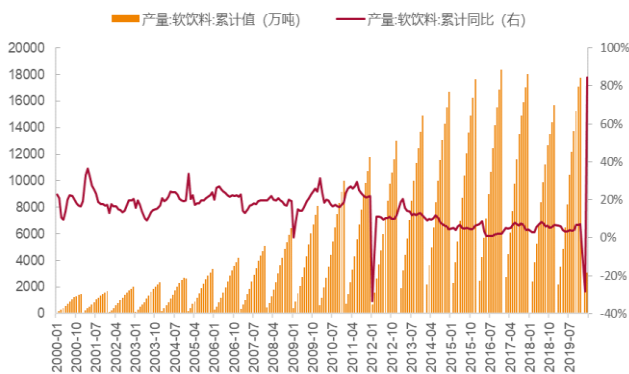
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

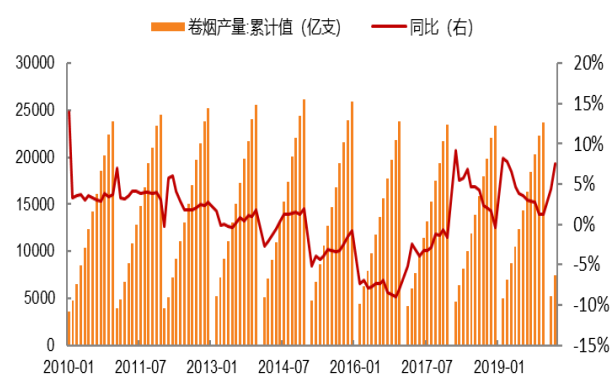
2020 年 3 月全国软饮料产量累计值为 3086.10 万吨，同比上升 84.33%；2020 年 3 月全国卷烟产量累计值为 7429.60 亿支，同比增长 7.50%。

图 38: 软饮料产量累计值及同比增速 (数据截止 20/03)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 39: 卷烟产量累计值及同比增速 (数据截止 20/03)

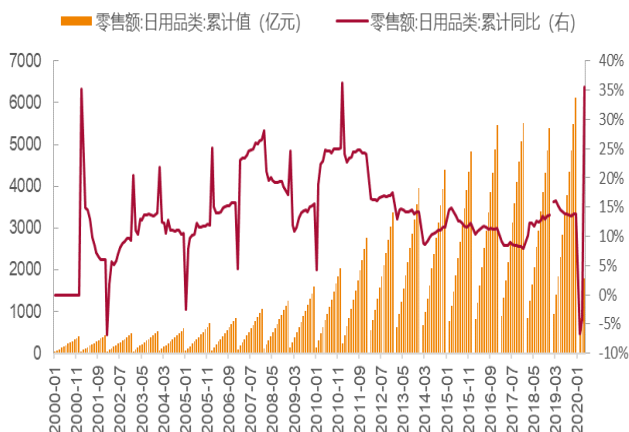


资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.5.消费轻工及其他板块数据跟踪 (月度更新)

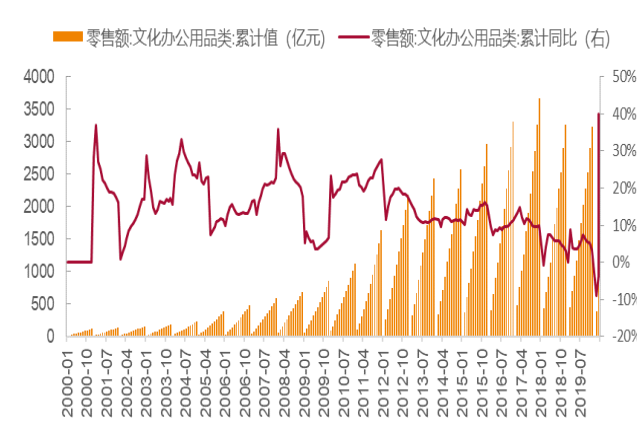
2020 年 4 月全国日用品类零售总额累计值为 1787.00 亿元，同比上升 35.48%；文化办公用品类零售额累计值为 923 亿元，同比上升 40.06%。

图 40: 日用品类零售额累计值及同比增速 (数据截止 20/04)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 41: 文化办公用品零售额累计值及同比增速 (数据截止 20/04)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

3. 本周行业新闻和公告

3.1. 重点公告

【皮阿诺】质押延期：公司控股股东、实际控制人马礼斌质押展期 1000 万股，占其所持股份 12.48%，占公司总股本 6.44%。

【劲嘉股份】①回购股份：公司以 452.86 万元回购股份 53 万股，占公司总股本的 0.04%；②解除质押：劲嘉创投与世纪运通共计解除质押 4100 万股，占公司总股本 2.80%；③股权质押：劲嘉创投和世纪运通共计质押非限售股 2700 万股，占公司总股本 1.84%。④2020 年 5 月 22 日，公司以集中竞价方式实施回购股份，回购股份数量为 850,000 股，占公司目前总股本的 0.06%，最高成交价为 8.70 元/股，最低成交价为 8.53 元/股，成交金额为 7,312,612 元（不含交易费用）

【顾家家居】增持进展：截至 5 月 26 日，公司董事兼高级管理人员李东来累计增持股份 1,225,000 股，累计增持 0.20%，增持金额 5,483.06 万元，增持金额过半。

【英派斯】减持计划：青岛拥湾（与一致行动人合计持有 5%以上股份）计划于六个月内以集中竞价或大宗交易方式减持公司股份不超过 463.37 万股，南通得一计划以集中竞价方式减持公司股份不超过 240 万股，合计拟减持 703.37 万股，减持不超过公司总股本 5.86%。

【周大生】减持进展：截至 5 月 26 日，持股 5%以上股东北极光投资累计减持公司股份 1679.4039 万股，累计减持 2.29%，减持时间过半。

【王子新材】减持进展：截至 5 月 25 日，持股 5%以上股东漫江碧透累计减持公司股份 254.70 万股，累计减持 1.78%，减持数量过半。

【邦宝益智】减持进展：截至 5 月 26 日，邦领贸易、邦领国际累计减持公司股份 497 万股，累计减持 1.67%，减持时间过半。

【仙鹤股份】解除质押：仙鹤控股解除股份质押数量 2500 万股，占公司总股本 4.09%。

【吉宏股份】股东减持：公司持股 5%以上股东赣州发展融资租赁有限责任公司于 2020 年 5 月 20 日~5 月 22 日通过大宗交易的方式减持公司股份 445.00 万股，占公司总股本的 2.00%。

【宝钢包装】产能扩增：公司计划在马来西亚雪兰莪州新建一条铝制易拉罐生产线及相关配套设施，项目一期设计产能 8 亿罐/年，项目建设总投资估算为 6,584 万美元（约人民币 46,088 万元）。

【德尔未来】股权解压及质押：股东王沫女士 5 月 20 日解除质押 12,000,000 股，占公司总股本的 1.8%，同日王沫女士质押了相同数额的股份。

【盛通股份】补充质押：股东贾春琳补充质押限售股 8,168,000 股，占公司总股本 1.49%。

【梦百合】解除质押：股东倪张根先生本次解质 4,666,667 股，占其所持股份比例 2.53%。

3.2. 重要股东买卖

表 3：本周股东二级市场交易情况

公司名称	变动截止日期	股东名称	股东类型	方向	变动数量 (万股)	变动数量 占流通股 比(%)	变动数量 占总股本 比例(%)	交易 平均价	变动期间 股票均价
齐心集团	2020-05-28	深圳市齐心控股有限公司	公司	减持	454.5000	0.71	0.62	14.09	15.57
潮宏基	2020-05-26	汇光国际有限公司	公司	减持	375.4427	0.43	0.41	3.50	3.51

齐峰新材	2020-05-28	李润泽	个人	增持	460.0361	1.09	0.93	0.00	5.23
金一文化	2020-05-26	陈宝祥	高管	减持	60.0000	0.09	0.07	3.63	3.65
王子新材	2020-05-26	江苏漫江碧透 科技发展有限公司	公司	减持	173.4000	2.28	1.22	17.08	18.92
易尚展示	2020-05-28	刘梦龙	高管	减持	46.2800	0.39	0.30	20.68	20.56
金时科技	2020-05-27	成都金时众志 股权投资基金 管理中心(有限 合伙)	公司	减持	3.8800	0.05	0.01	13.94	13.96
德艺文创	2020-05-26	王斌	高管	减持	9.0000	0.08	0.04	10.44	10.40
金陵体育	2020-05-27	李佳	高管	增持	20.5600	0.30	0.16	26.02	26.01
创源文化	2020-05-27	宁波市北仑合 力管理咨询有 限公司	公司	增持	22.4800	0.19	0.12	9.77	9.72
乐歌股份	2020-05-28	姜艺	高管	增持	54.6900	2.17	0.63	26.90	27.37
梦百合	2020-05-25	吴晓风	个人	减持	162.0000	0.48	0.47	20.93	23.77
梦百合	2020-05-25	卞小红	个人	增持	162.0000	0.48	0.47	20.93	23.77
志邦家居	2020-05-26	刘国宏	高管	减持	49.7366	0.45	0.22	28.56	27.86
顾家家居	2020-05-26	李东来参与的 私募基金	公司	增持	122.5000	0.21	0.20	44.76	41.96
欧派家居	2020-05-28	杨耀兴	高管	减持	1.0000	0.00	0.00	121.00	119.13

资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.3. 近期非流通股解禁情况

表 2: 未来三个月解禁预告

简称	解禁日期	解禁数量(万股)	解禁市值(万元)	占解禁后流通股比例	占总股本比例
菲林格尔	2020-06-15	10,985.00	179604.75	73.52%	72.59%
我乐家居	2020-06-16	15,963.36	272973.46	71.27%	70.56%
松炆资源	2020-06-22	5,717.00	72548.73	52.62%	27.77%
志邦家居	2020-06-30	10,748.46	333202.36	49.46%	48.13%
美克家居	2020-07-13	414.00	1842.30	0.24%	0.23%
潮宏基	2020-07-20	1,206.03	4184.92	1.35%	1.33%
集友股份	2020-07-27	2,603.90	102254.98	6.99%	9.59%
大胜达	2020-07-27	9,178.80	126024.97	64.74%	22.34%
松霖科技	2020-08-26	380.00	6270.00	8.48%	0.95%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.4. 股权质押情况

表 3: 股权质押情况表 (更新至 2020/5/30)

代码	简称	质押股占大股东所持股比例
000812.SZ	陕西金叶	100.0%
600836.SH	界龙实业	100.0%
002751.SZ	易尚展示	96.4%
603008.SH	喜临门	100.0%

002229.SZ	鸿博股份	85.6%
000910.SZ	大亚圣象	94.4%
603818.SH	曲美家居	86.6%
002740.SZ	爱迪尔	83.9%
600337.SH	美克家居	82.9%
002615.SZ	哈尔斯	79.8%
002240.SZ	威华股份	79.4%
600567.SH	山鹰纸业	78.9%
600539.SH	ST 狮头	78.1%
603021.SH	山东华鹏	75.0%
600966.SH	博汇纸业	75.0%
603058.SH	永吉股份	69.8%
002701.SZ	奥瑞金	66.2%
002345.SZ	潮宏基	64.8%
002752.SZ	昇兴股份	69.9%
002846.SZ	英联股份	68.0%
002731.SZ	萃华珠宝	61.8%
603816.SH	顾家家居	59.2%
002735.SZ	金时科技	54.6%
603313.SH	梦百合	50.7%
603180.SH	金牌厨柜	49.4%
002489.SZ	浙江永强	52.1%
000695.SZ	滨海能源	50.0%
002301.SZ	齐心集团	40.5%
002605.SZ	姚记科技	48.2%
600439.SH	瑞贝卡	47.2%
002522.SZ	浙江众成	44.9%
002631.SZ	德尔未来	44.0%
300057.SZ	万顺新材	43.7%
600308.SH	华泰股份	43.5%
601515.SH	东风股份	40.5%
603499.SH	翔港科技	40.5%
002571.SZ	德力股份	39.5%
002899.SZ	英派斯	59.9%
002867.SZ	周大生	34.8%
300501.SZ	海顺新材	34.7%
002803.SZ	吉宏股份	34.2%
600963.SH	岳阳林纸	33.4%
603165.SH	荣晟环保	32.3%
603733.SH	仙鹤股份	26.0%
603429.SH	集友股份	30.1%
603600.SH	永艺股份	29.6%
002585.SZ	双星新材	28.6%
300749.SZ	顶固集创	23.5%
300729.SZ	乐歌股份	22.5%
600356.SH	恒丰纸业	14.4%
002572.SZ	索菲亚	13.4%

603801.SH	志邦家居	10.1%
002565.SZ	顺灏股份	3.2%

资料来源：Wind，天风证券研究所

3.5. 沪深港通情况

表 4：沪深港股通持股比例变化表

轻工A股标的沪/深港通持股占全部A股比例 (%)									
行业	代码	名称	2017/9/29	2017/12/29	2018/3/29	2020/5/28	近1日变动	近10日变动	近30日变动
造纸	002511.SZ	中顺洁柔	-	-	-	7.31	-	-0.20	0.02
	002078.SZ	太阳纸业	0.24	0.22	0.11	1.35	0.17	0.03	-0.01
	600567.SH	山鹰纸业	0.27	0.50	0.61	0.89	0.02	0.02	-0.02
	000488.SZ	晨鸣纸业	0.61	0.14	0.27	1.18	0.07	0.08	-0.21
	002067.SZ	景兴纸业	0.10	0.32	0.07	0.00	-	-	-
	603165.SH	荣晟环保	0.00	0.03	0.07	1.03	-0.02	-0.30	-0.01
行业	代码	名称	2017/9/29	2017/12/29	2018/3/29	2020/5/28	近1日变动	近10日变动	近30日变动
家居	002572.SZ	索菲亚	5.48	4.60	7.11	19.59	0.42	2.70	3.84
	603816.SH	顾家家居	0.11	0.68	3.86	3.20	0.28	0.35	0.46
	600337.SH	美克家居	0.08	0.15	0.18	0.42	-	0.02	-0.05
	000910.SZ	大亚圣象	0.19	0.22	0.32	2.75	-	-0.38	-0.12
	603833.SH	欧派家居	-	0.33	1.61	5.82	0.02	0.53	0.85
	300616.SZ	尚品宅配	-	-	0.98	3.12	0.06	0.13	0.14
	603801.SH	志邦家居	-	-	-	1.70	0.33	-0.25	-2.70
	600978.SH	宜华生活	0.17	0.07	0.19	0.22	-	-	-
	603818.SH	曲美家居	0.15	0.04	0.05	0.00	-	-	-
	603898.SH	好莱客	0.29	0.18	0.27	2.02	0.05	0.17	0.26
	603008.SH	喜临门	0.09	0.03	0.05	2.95	-0.22	0.05	0.02
行业	代码	名称	2017/9/29	2017/12/29	2018/3/29	2020/5/28	近1日变动	近10日变动	近30日变动
包装印刷	002191.SZ	劲嘉股份	0.10	0.16	0.22	2.14	-0.02	-0.07	-0.26
	601515.SH	东风股份	0.85	0.85	0.85	0.69	-	-	-
	002831.SZ	裕同科技	0.10	0.19	0.18	1.27	-0.05	0.07	0.08
	002701.SZ	奥瑞金	0.05	0.05	0.04	2.17	0.11	0.36	0.08
	002117.SZ	东港股份	0.16	0.21	0.46	0.00	-	-	-
	002303.SZ	美盈森	0.01	0.10	0.15	0.41	-0.02	0.08	-0.29
	002752.SZ	昇兴股份	0.02	0.02	0.03	0.00	-	-0.01	-0.01
	600210.SH	紫江企业	0.07	0.08	0.06	1.87	0.02	0.15	0.17
	002522.SZ	浙江众成	0.05	0.18	0.02	0.01	-	-	-
行业	代码	名称	2017/9/29	2017/12/29	2018/3/29	2020/5/28	近1日变动	近10日变动	近30日变动
其它家用轻工	603899.SH	晨光文具	0.37	0.47	0.23	2.87	-0.06	-0.10	-0.29
	002345.SZ	潮宏基	0.14	0.28	0.28	0.00	-	-	-
	002678.SZ	珠江钢琴	0.03	0.04	0.03	0.03	-	-	-
	600439.SH	瑞贝卡	0.36	0.27	0.33	1.30	0.05	-0.28	-0.51
	002301.SZ	齐心集团	0.24	0.19	0.15	0.61	0.15	0.28	0.49
	002489.SZ	浙江永强	0.00	0.00	0.01	0.75	0.17	-0.37	0.39
	002721.SZ	金一文化	0.08	0.05	0.07	0.00	-	-	-
	600612.SH	老凤祥	0.41	0.51	0.80	1.10	-0.06	0.24	-0.05
	002867.SZ	周大生	0.00	0.00	0.51	1.99	-0.01	0.37	1.69
	002631.SZ	德尔未来	0.00	0.00	0.01	0.00	-	-	-
	002348.SZ	高乐股份	0.02	0.02	0.17	0.00	-	-	-
	603600.SH	永艺股份	0.21	0.23	0.04	0.82	-0.04	0.19	-0.60
港股轻工港股通持股占港股股本比例 (%)									
行业	代码	名称	2017/9/29	2017/12/29	2018/3/29	2020/5/28	近1日变动	近10日变动	近30日变动
港股轻工	1528.HK	红星美凯龙	6.75	7.05	10.27	16.03	-0.03	0.03	0.38
	1044.HK	恒安国际	0.50	0.50	0.95	1.56	-0.10	-0.19	-0.18
	2689.HK	玖龙纸业	1.43	1.65	2.40	1.41	-0.03	-0.13	-0.19
	2314.HK	理文造纸	0.89	1.34	0.97	0.52	-	0.01	-0.31
	1999.HK	敏华控股	5.55	8.31	13.10	16.26	0.04	0.10	0.26
	3331.HK	维达国际	0.09	0.07	0.07	0.77	0.03	0.08	0.19

资料来源：Wind，天风证券研究所

3.6. 重点公司估值表

表 5：重点公司估值表

行业	证券代码	证券简称	股价 (元/股) 2020/5/30	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	净利润 (百万元)			PE			EPS		
						18A	19A	20E	18A	19A	20E	2018A	2019A	2020E
家居	603833.SH	欧派家居	121.1	4.2	508.7	1,571.86	1,839.45	2,117.8600	32.36	27.65	24.0	3.74	4.38	5.04
	002572.SZ	索菲亚	25.9	9.1	235.8	959.07	1,077.43	1,138.0100	24.6	21.9	20.7	1.05	1.18	1.25
	300616.SZ	尚品宅配	68.2	2.0	135.4	477.08	528.40	609.2500	28.4	25.6	22.2	2.40	2.66	3.07
	603898.SH	好莱客	15.7	3.1	48.6	382.24	364.52	423.1600	12.7	13.3	11.5	1.23	1.18	1.37
	603801.SH	志邦股份	31.0	2.2	69.2	272.90	329.43	372.6200	25.37	21.02	18.6	1.22	1.48	1.67
	603816.SH	顾家家居	46.9	6.0	282.2	989.36	1,161.16	1,336.7900	28.52	24.30	21.1	1.64	1.93	2.22
	600337.SH	美克家居	4.5	17.7	78.8	451.21	463.64	581.9000	17.5	17.0	13.5	0.25	0.26	0.33
	000910.SZ	大亚圣象	14.7	5.5	81.0	724.80	719.61	1,138.0500	11.2	11.3	7.1	1.31	1.30	2.06
	603008.SH	喜临门	11.9	3.9	46.6	-438.27	380.41	695.9400	-10.6	12.2	6.7	-1.12	0.97	1.78
	603818.SH	曲美家居	8.0	4.9	39.0	-59.06	82.16	485.4000	-66.0	47.5	7.9	-0.12	0.17	1.01
	002078.SZ	太阳纸业	8.5	25.9	220.3	2,237.61	2,178.12	3,224.2200	9.8	10.1	6.8	0.86	0.84	1.24
	000488.SZ	晨鸣纸业	4.8	29.0	111.7	2,509.83	1,656.57	6,673.2100	5.6	8.4	2.1	0.86	0.57	2.30
造纸	600567.SH	山鹰纸业	2.9	46.0	133.7	3,203.86	1,362.18	5,004.3700	4.2	9.8	2.7	0.70	0.30	1.09
	002511.SZ	中顺洁柔	20.2	13.1	264.9	406.99	603.83	800.3300	65.09	43.87	33.1	0.31	0.46	0.61
	600963.SH	岳阳林纸	3.5	18.1	63.5	365.87	313.24	980.3700	17.4	20.3	6.5	0.20	0.17	0.54
	600308.SH	华泰股份	4.4	11.7	50.8	719.07	680.20	1,463.6600	7.1	7.5	3.5	0.62	0.58	1.25
	600966.SH	博汇纸业	8.5	13.4	113.9	255.94	133.77	1,935.4800	44.5	85.1	5.9	0.19	0.10	1.45
包装印刷	002191.SZ	劲嘉股份	8.7	14.6	127.4	725.31	876.79	1,038.2900	17.6	14.5	12.3	0.50	0.60	0.71
	002565.SZ	顺灏股份	4.0	10.6	42.0	101.38	-198.38	164.3200	41.4	-21.2	25.5	0.10	-0.19	0.15
家用轻工	603899.SH	晨光文具	55.7	9.2	512.7	806.85	1,060.08	1,168.7600	63.5	48.4	43.9	0.88	1.15	1.27

资料来源：Wind，天风证券研究所，注：美克家居、大亚圣象、东风股份、合兴包装、东港股份、顺灏股份、晨光文具、潮宏基、飞亚达 A 来自 wind 一致预测，

其他来自天风预测

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com