

2019年05月07日

其他轻工

## 企业表现持续分化, 盈利增长环比回暖

■收入增长逐季下滑, 衣柜增速好于橱柜: 18Q4 定制板块收入 100.8 亿元, 同比增长 14.5%; 19Q1 定制板块收入为 61.2 亿元, 同比增长 9.5%, 收入增速逐季下滑。橱柜板块 19Q1 收入 17.3 亿元, 同比增长 2.4%, 18Q1-19Q1 橱柜收入增速分别为 17%/15%/6%/4%/2.4%, 持续三个季度增速在个位数左右, 且呈逐季下滑趋势。受渗透率提升空间较小&精装房趋势影响, 橱柜板块受地产影响更为明显。衣柜板块 19Q1 收入 36.1 亿元, 同比增长 9.4%, 剔除索菲亚 19Q1 衣柜板块收入增速 18.3%, 增速较 18Q4 提升 4pct, 整体增速高于橱柜业务。

■渠道扩展依然稳步推进, 同店增长有所分化: 18 年定制板块整体仍保持快速扩张。18 年定制板块 8 家上市公司新增门店共计 3631 家, 增长数与 17 年基本持平。其中橱柜新增门店超过 1100 家, 总门店数超过 9000 家; 衣柜门店新增超过 2100 家, 总门店数超过 10200 家。索菲亚、欧派、尚品、志邦、金牌橱柜门店新增数量均在 500 家左右, 其他企业新增门店数 200-300 家。从同店情况来看, 17 年大部分企业同店销售均有较大幅度提升, 而 18 年各定制企业同店销售均呈现不同程度下滑, 欧派、索菲亚、尚品三大龙头店效高于二线企业, 且从同店下滑幅度来看, 龙头企业同店销售下滑幅度基本在 5% 以内, 较其他企业也表现出更强的稳定性。

■企业分化持续, 龙头增长稳定性较强: 一线龙头企业 19Q1 增速稳定在 15%-20% 左右, 二线企业增速普遍在 5% 左右, 部分收入规模较小的企业, 由于基数较低+渠道扩展仍保持较高水平/大宗等新渠道放量, 收入仍保持较快速增长, 但整体增速并未高于一线品牌。龙头企业稳定的业绩增长一方面来自于其在强势领域相对稳定业绩增长表现, 在橱柜与衣柜领域都表现出强者更强的趋势, 龙头企业凭借在成本、渠道、产品、管理等方面的优势, 在弱势的市场环境下逐步提升市场份额的逻辑初步验证; 另一方面受益于其在业务、渠道的多元化布局为企业开辟了新的增长点。

■盈利增长环比改善, 整体仍弱于收入端: 18Q4、19Q1 定制板块营业利润分别为 13.6、3.1 亿元, 分别增长-9%、6.7%; 净利润分别为 11.3 亿元、2.8 亿元, 分别增长-6.8%、18.7%; 扣非后分别增长-4%、5.3%, 19Q1 盈利增长较 18Q4 环比改善。但 Q1 是行业淡季, 定制企业 Q1 收入占比往往仅约 20% 不到, 利润占比也较低, 行业回暖与否仍需二季度验证利润增长整体弱于收入端, 销售费用率提升是关键, 19Q1 定制板块整体销售费用率 19.7%, 同比上升 0.6pct, 这与我们观察到的在行业需求疲软、竞争加剧的背景下, 各定制企业加大促销与扶持经销商力度基本相符。

■预收账款增长回稳, 现金流仍然偏弱: 定制行业预收水平 18Q1 以来增速持续下滑, 19Q1 首次出现环比改善迹象。19Q1 末定制家具行业预收账款总额 35.7 亿元, 同比增长 11%, 增速环比上升 7pct。现金流方面, 19Q1 定制板块销售商品收到现金/营业收入比例 97%, 低于 100%, 主要受大宗收入占比提升影响; 19Q1 经营性现金流总额-16.6 亿元, 与 18Q1 水平基本一致。

■机构持仓有所提升: 19Q1 末定制板块持仓总市值 35.9 亿元, 环比增加 9.7 亿元。持仓结构有所变化, 其中索菲亚 19Q1 末持仓环比仍下滑 2.4 亿元; 欧派持仓环比上升 5.6 亿元; 尚品持仓环比上升 5.4 亿元。

■风险提示: 地产不景气、竞争加剧

## 行业动态分析

证券研究报告

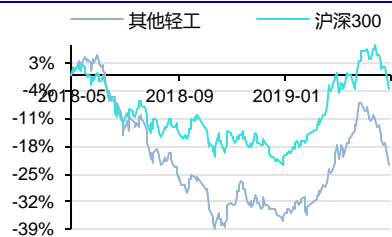
投资评级 领先大市-A

调高评级

首选股票

目标价 评级

### 行业表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-2.20	-7.46	-6.87
绝对收益	-11.50	6.00	-10.77

雷慧华

分析师

SAC 执业证书编号: S1450516090002  
leihh@essence.com.cn  
021-35082719

骆恺骐

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518040002  
luokq@essence.com.cn

### 相关报告

从季报看定制家具板块! 2018-11-06

怎么看顾家收购喜临门? 2018-10-16

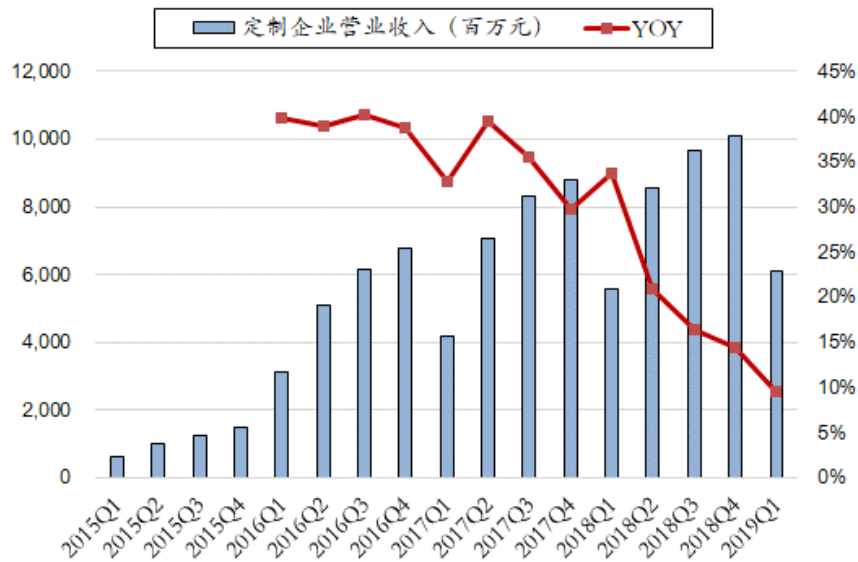
定制家具板块中报总结 2018-09-07

## 1. 定制家具季报详细分析

### 1.1. 收入增长逐季下滑，衣柜增速好于橱柜级标题、

收入增长逐季下滑：18Q4 定制板块收入 100.8 亿元，同比增长 14.5%；19Q1 定制板块收入为 61.2 亿元，同比增长 9.5%。18Q1-19Q1 定制板块整体收入增速分别为 34%/21%/16.3%/14.5%/9.5%，收入增速持续下滑。

图 1：定制家居板块营业收入及增速



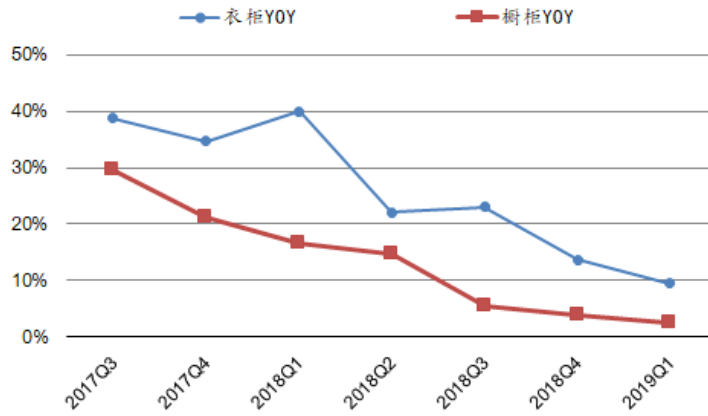
资料来源：wind, 安信证券研究中心

注：16Q1-Q4 同比数据仅使用索菲亚、好莱客两家在 15 年之前上市的企业同比数据，下同

**衣柜业务 19Q1 增速环比略有改善，整体增速快于橱柜业务：**衣柜板块 19Q1 收入 36.1 亿元，同比增长 9.4%，18Q1-19Q1 衣柜业务增速分别为 40%/22%/23%/14%/9.4%，收入增速整体呈下滑趋势；剔除索菲亚 19Q1 衣柜板块收入增速 18.3%，较 18Q4 有所改善。除索菲亚外，欧派、尚品、好莱客 19Q1 收入增速分别为 26%/16%/5%，增速环比分别上升 17.6/0/4.7pct，相较 18Q4 均有不同程度回暖。

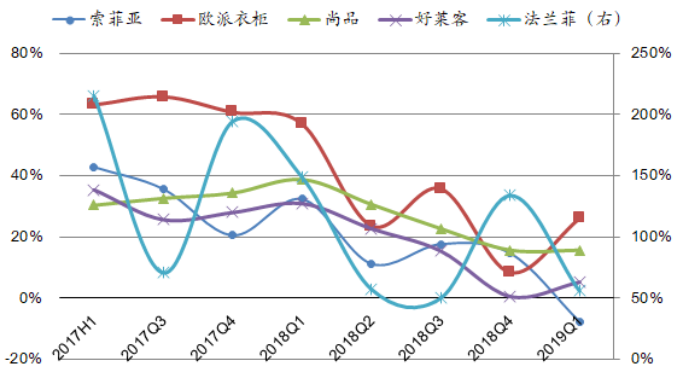
橱柜业务 19Q1 收入 17.3 亿元，同比增长 2.4%，18Q1-19Q1 橱柜收入增速分别为 17%/15%/6%/4%/2.4%，持续三个季度增速在个位数左右，且呈逐季下滑趋势。司米、欧派、志邦、金牌收入增速分别为 13%/3%/-5%/6%，增速环比分别下滑 9.7/1.2/-12.6/14.3pct，相较 18Q4 均有不同程度的下滑。我们认为这与橱柜整体渗透率较高，渗透率提升空间不大，以及精装房趋势对橱柜零售市场有所影响有关。

图 2：板块收入增速：衣柜 VS 橱柜



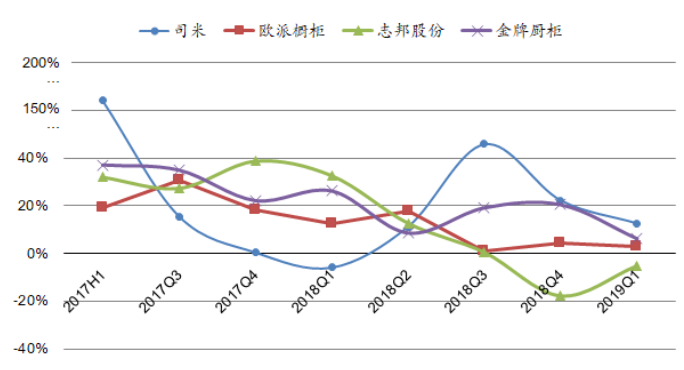
资料来源：wind, 安信证券研究中心

图 3：定制家具企业-衣柜业务收入增速



资料来源：公司公告, 安信证券研究中心

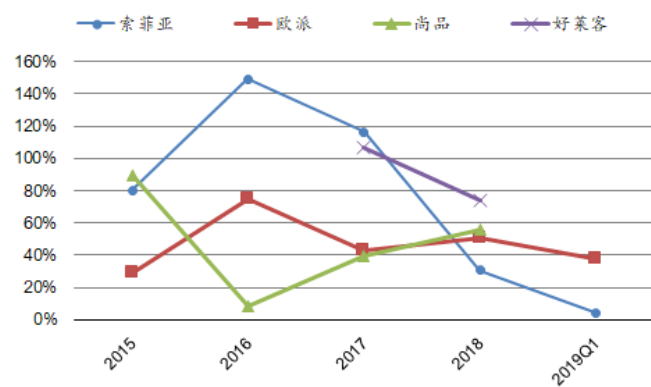
图 4：定制家具企业-橱柜业务增速



资料来源：公司公告, 安信证券研究中心

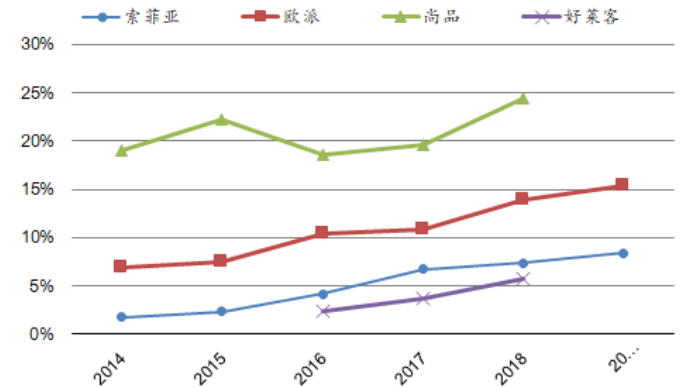
**新品类/家具家品增长较好，占比稳步提升：**各企业新品类（木门、家具家品等）收入均保持快速增长，欧派、索菲亚、尚品、好莱客持续推进大家居布局，新品类产品收入增速均在 30% 以上。但目前新品类占比仍然较低，18 年定制板块新品类&家居品收入占比约 14%，尚品持续推进大家居模式，新品类收入占比达到 25%，欧派多品类布局较早，整装大家居模式的推进也进一步推进其他品类的销售，19Q1 其他品类收入占比接近 15%；索菲亚、好莱客新品类收入占比仅约 5%，对企业业绩增长贡献短期仍然较低。

图 5：各大定制企业新品类/家居品收入增速



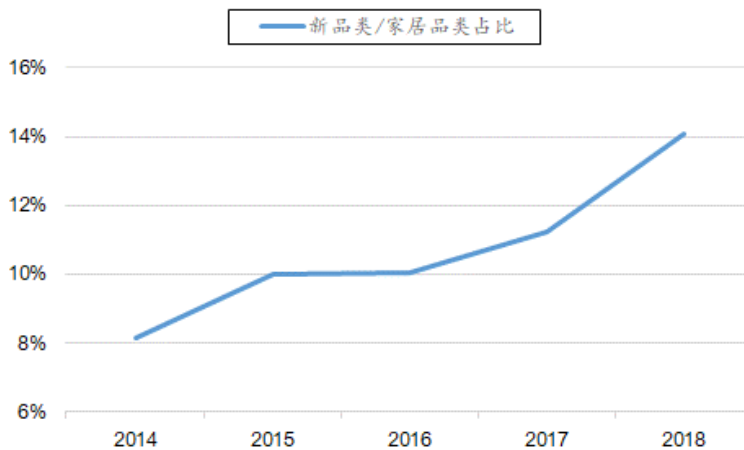
资料来源：公司公告, 安信证券研究中心

图 6：各大定制企业新品类/家居品收入占比



资料来源：公司公告, 安信证券研究中心

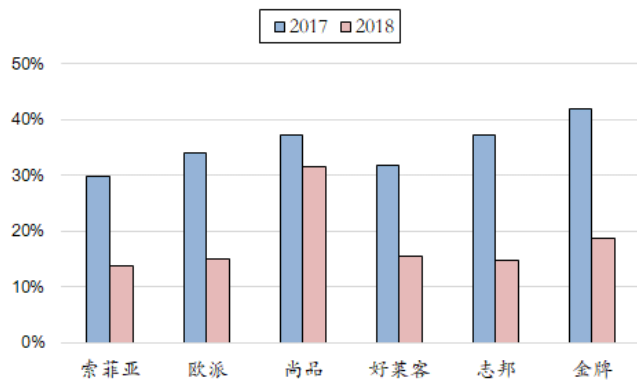
图 7：定制板块新品类/家居品类收入占比



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

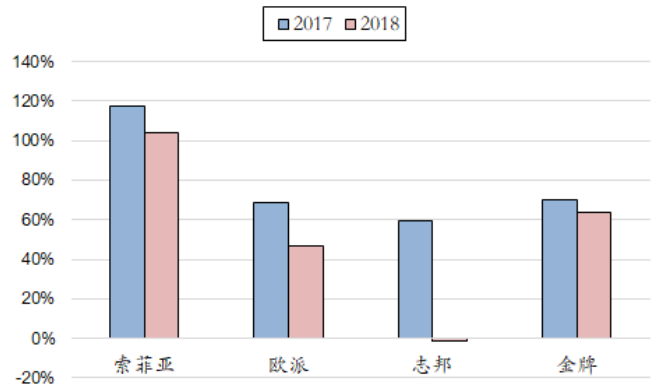
零售业务受地产影响较大，大宗业务成为重要增长驱动：各大企业经销渠道收入增速 18 年快速放缓，除尚品仍保持 30%以上增长外，其余均大幅下滑至 15%左右；大宗业务方面，除志邦 18 年由于调整大宗客户原因致大宗业务下滑外，其余企业大宗业务增速仍保持较高增长，且收入占比逐步提升，18 年大部分定制企业大宗业务占比超过 10%，其中索菲亚由于主营衣柜，大宗业务起步较晚，截止 18 年底索菲亚大宗业务占比也达 6.6%。

图 8：主要定制企业经销商渠道增速



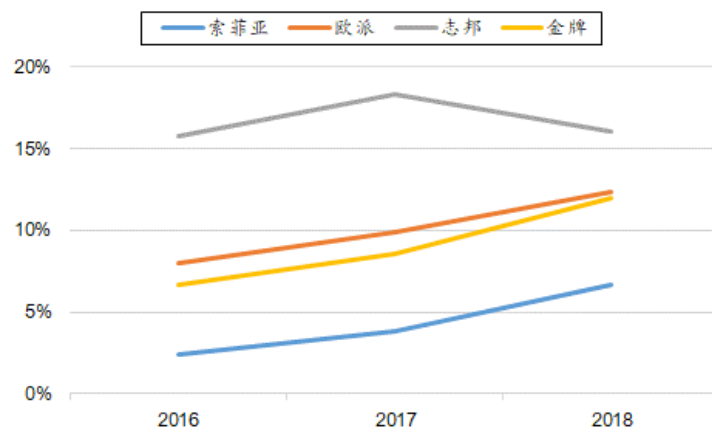
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 9：主要定制企业大宗渠道增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 10：主要定制企业大宗收入占比



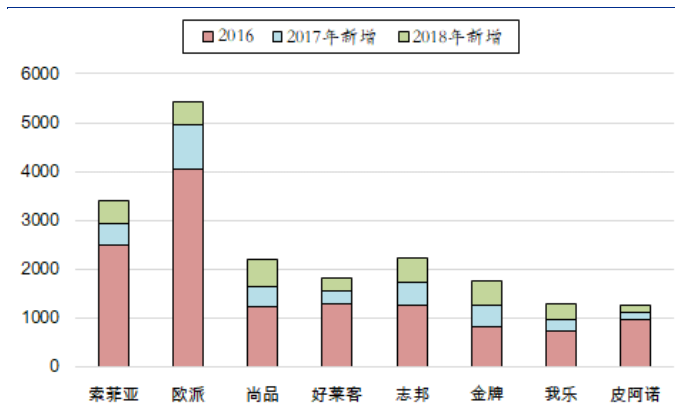
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 1.2. 门店持续拓张，同店增长有所分化

18年虽然部分定制企业开店节奏略低于计划，但整体仍保持快速扩张。18年定制板块8家上市公司新增门店共计3631家，增长数与17年基本持平。其中橱柜新增门店超过1100家，总门店数超过9000家；衣柜门店新增超过2100家，总门店数超过10200家。索菲亚、欧派、尚品、志邦、金牌橱柜门店新增数量均在500家左右，其他企业新增门店数200-300家。

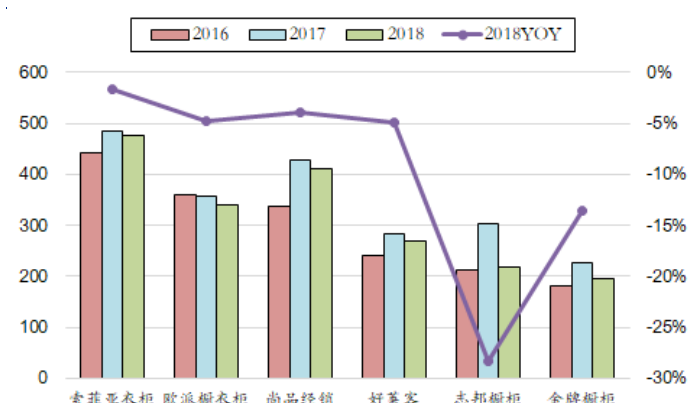
从同店情况来看，根据我们模拟测算（模拟假设：当年门店计算基数=上年末门店数量+当年新增门店数量\*30%计算，当年新增门店收入贡献为老店一半），17年大部分企业同店销售均有较大幅度提升，而18年各定制企业同店销售均呈现不同程度下滑。整体来看，欧派、索菲亚、尚品三大龙头店效高于二线企业，从同店下滑幅度来看，龙头企业同店销售下滑幅度基本在5%以内，也表现出较强的稳定性。

图 11：定制家具橱柜门店数



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

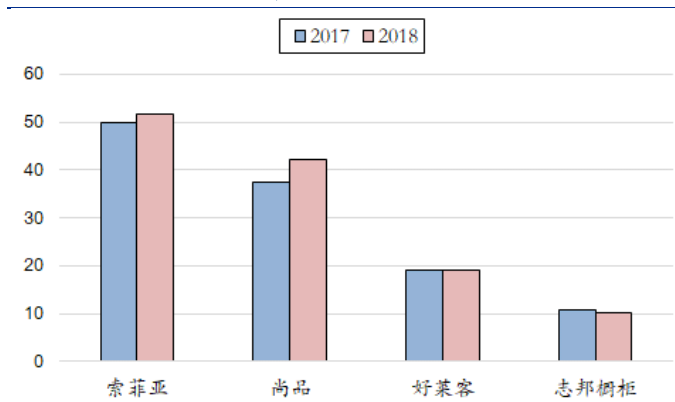
图 12：各定制企业 16-18 年同店销售情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

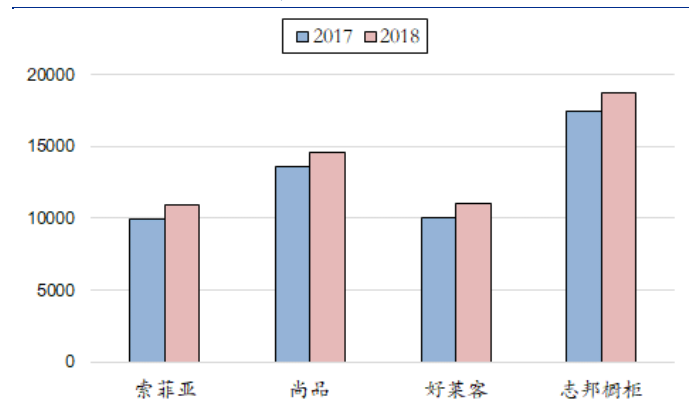
客单价稳中有升，成为拉动企业增长的主要因素：订单数方面一线企业18年仍保持一定增长，索菲亚、尚品订单数18年分别增长3.4%、13%；二线企业好莱客18年订单数较17年持平，志邦则有小幅下滑。客单价方面由于各定制企业均开拓新品类、销售配套品，18年各企业客单价均有不同程度的上升。

图 13：各定制家具订单数 (万)



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 14：各定制家具客单价 (元/客)

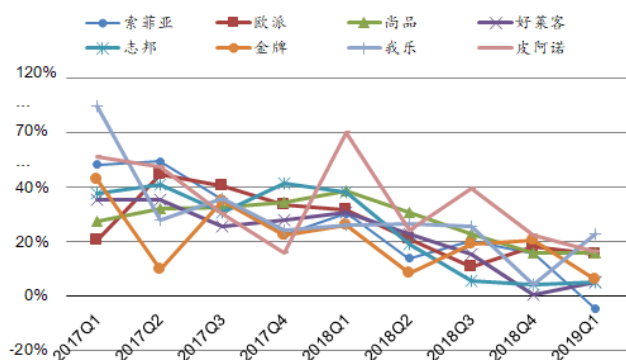


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 1.3. 各线企业收入增速出现分化，龙头优势渐显

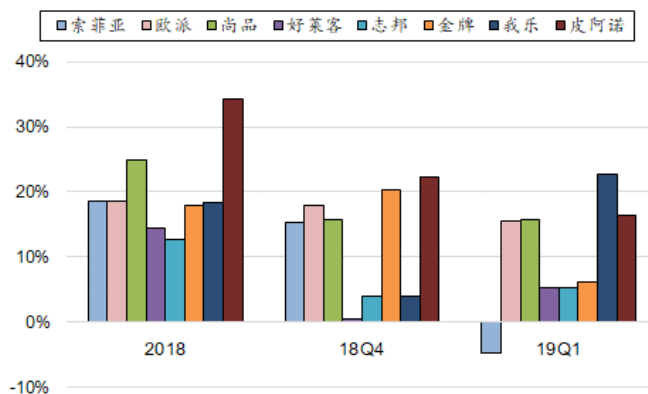
各线企业收入增速出现分化，龙头增长稳定性较强：一线龙头企业增速稳定在 15%-20%左右，欧派/尚品 19Q1 收入增速为 15.6%/15.7%，索菲亚受组织架构调整等因素影响，加上 18Q1 基数较高，一季度收入下滑 4.7%。二线企业增速普遍在 5%左右，好莱客/志邦/金牌 19Q1 收入分别为 5.2%/5.2%/6.2%。部分收入规模较小的企业，由于基数较低，渠道扩展仍保持较高水平，大宗等新渠道积极布局，收入仍保持较快速增长，如我乐/皮阿诺 19Q1 收入增速分别为 22.6%/16.3%，但整体增速并未明显高于一线品牌。

图 15：各大定制企业营业收入增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

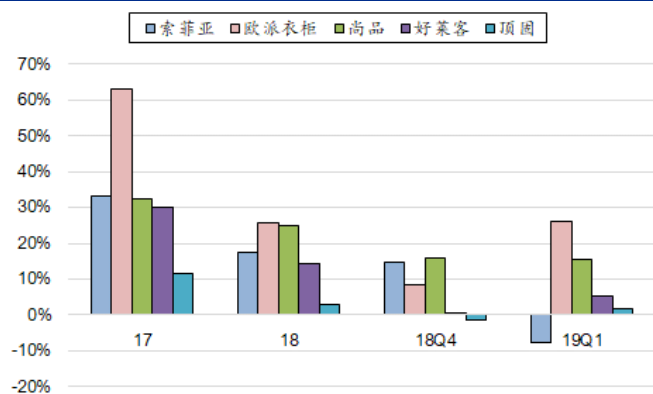
图 16：各大定制企业 18 年、18Q4 及 19Q1 收入增速情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

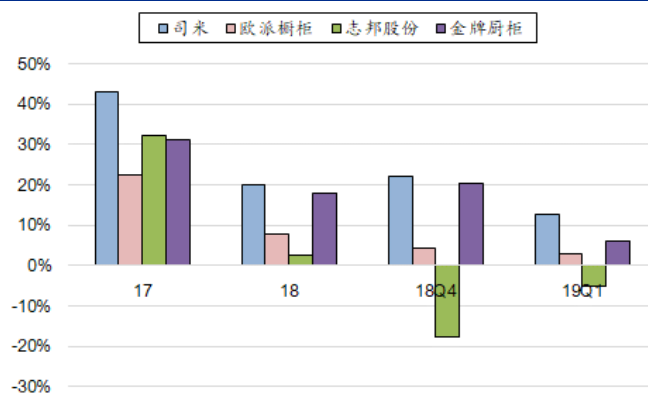
龙头企业稳定的业绩增长一方面来自于其在强势领域相对稳定业绩增长表现：剔除业务收入基数较小的企业，在衣柜领域，18Q4 及 19Q1 龙头企业基本保持 10%-20%左右快速增长，好莱客、顶固增速波动性相对较大；在橱柜领域，欧派的收入增速及增长稳定性也强于其他企业。龙头企业凭借在成本、渠道、产品、管理等方面的优势，在弱势的市场环境下逐步提升市场份额的逻辑初步验证；另一方面受益于其在业务、渠道的多元化布局为企业开辟了新的增长点。

图 17：各定制企业衣柜业务增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 18：各定制企业橱柜业务增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

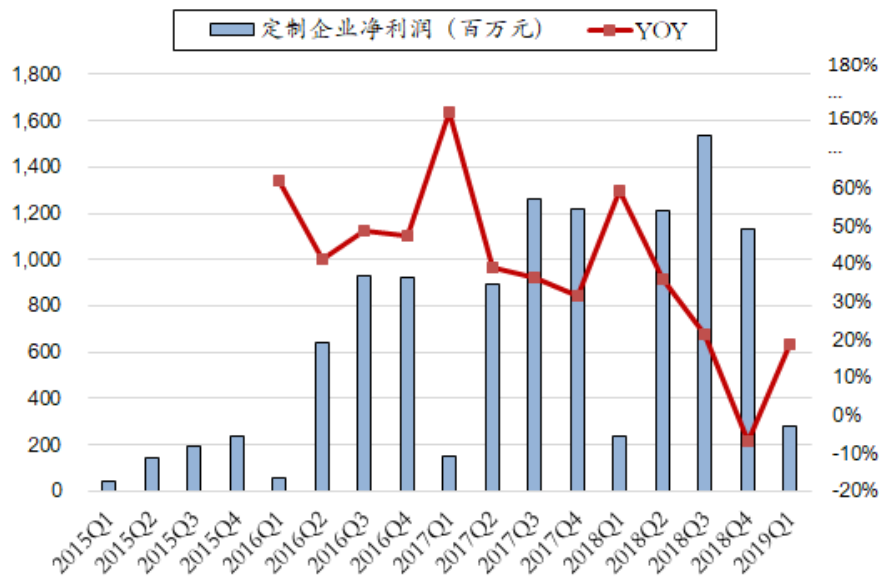
### 1.4. 19Q1 盈利增长环比改善，增速整体慢于收入端

盈利增长环比改善，基数较小仍待二季度验证：18Q4、19Q1 定制板块营业利润分别为 13.6、3.1 亿元，分别增长-9%、6.7%；净利润分别为 11.3 亿元、2.8 亿元，分别增长-6.8%、18.7%；

扣非后分别增长-4%、5.3%，19Q1 盈利增长较 18Q4 环比改善。但 Q1 是行业淡季，定制企业 Q1 收入占比往往仅约 20%不到，利润占比也较低，行业回暖与否仍需二季度验证。

一线品牌欧派、尚品营业利润增速 14.7%/30.3%，增速转负为正，索菲亚 19Q1 营业利润下滑 1.8%，降幅收窄；二线好莱客/志邦/金牌 19Q1 营业利润增速分别为-1.2%/-8.6%/-1.5%，增速环比改善 36.2/1.8/-26.3pct。多数企业营业利润增速有所改善，一线企业逐步回归正增长，其他企业分化较大。

图 19：定制家居板块净利润及增速

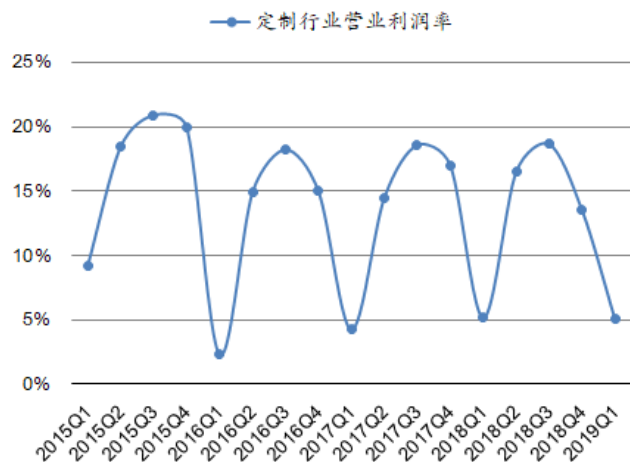


资料来源：wind, 安信证券研究中心

扣非后利润端增长仍弱于收入端，利润率略有下滑：18Q4 以来定制板块利润增速逐步慢于收入端，或与行业竞争加剧有关：17 年下半年以来各大定制企业终端促销力度有所加大，早期营销力度的加大经销商承担比例较大，对企业端盈利影响并不明显；18 年下半年以来，定制企业促销力度及经销商扶持力度有所增加，企业盈利能力略有下滑。

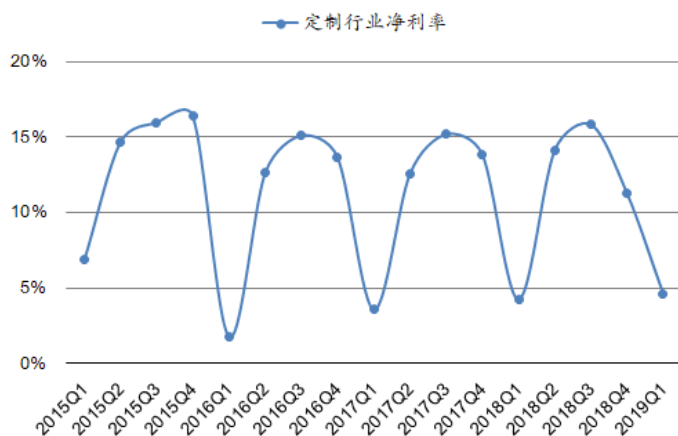
18 年定制行业净利率四季度有较大幅度下滑，18Q4 净利率 11.3%，同比下滑 2.5pct，18 年全年净利率 12.1%，同比下滑 0.3pct，19Q1 有所回暖，净利率 4.6%，同比上升 0.4pct。分企业看，主要为一线品牌净利率有所回暖，一线索菲亚、欧派、尚品 19Q1 净利率分别为 9%/4.2%/-1.8%，同比分别上升 0.7/0.3/1.2pct；二线好莱客、志邦、金牌净利率分别为 10.6%/7.6%/6.9%，同比分别增长 0.3/0/-0.2pct；三线我乐、皮阿诺净利率分别为 0.3%/7.1%，同比分别增长 2.9/0pct。

图 20: 定制家居板块营业利润率



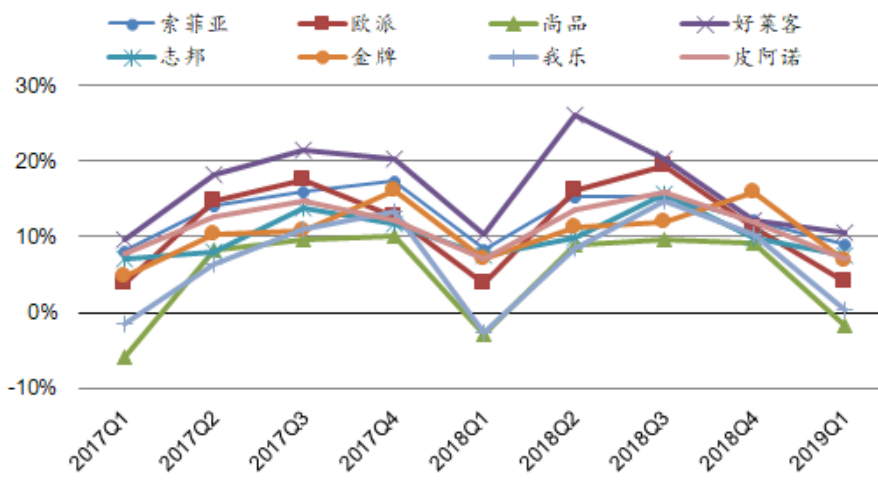
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 2: 定制板块净利率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 22: 各定制企业净利率



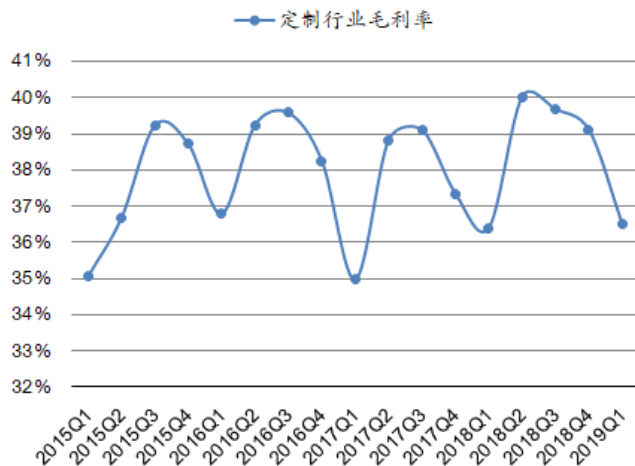
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

**毛利率仍较稳定，费用率有所上升：**19Q1 定制家具板块整体毛利率 36.5%，同比基本保持一致。分企业：一线索菲亚、欧派、尚品 19Q1 毛利率分别为 34.4%/34.2%/41.6%，分别同比上升-0.4/0.3/-0.5pct；二线好莱客、志邦、金牌毛利率分别为 39.3%/37.9%/34.6%，分别同比上升 0.6/1.1/-4.9pct；三线我乐、皮阿诺毛利率分别为 39.7%/33.8%，分别同比上升 6.9/1.4pct。整体而言，定制企业毛利率波动基本维持在+1pct 以内，在竞争趋于加剧的情况下，仍保持毛利率的稳定。而三线企业则由于规模、业务结构等原因，毛利率波动相对较大。

**费用率方面：**19Q1 定制板块整体销售费用率 19.7%，同比上升 0.6pct，管理费用率 12.4%，同比下降 0.4pct。18Q3 以来，定制企业销售费率整体呈上升趋势，18Q3-19Q1 销售费率同比分别上升 0.9/2.4/0.6pct，这与我们观察到的在行业需求疲软、竞争加剧的背景下，各定制企业加大促销与扶持经销商力度基本相符。管理研发费率整体亦呈小幅上升趋势。

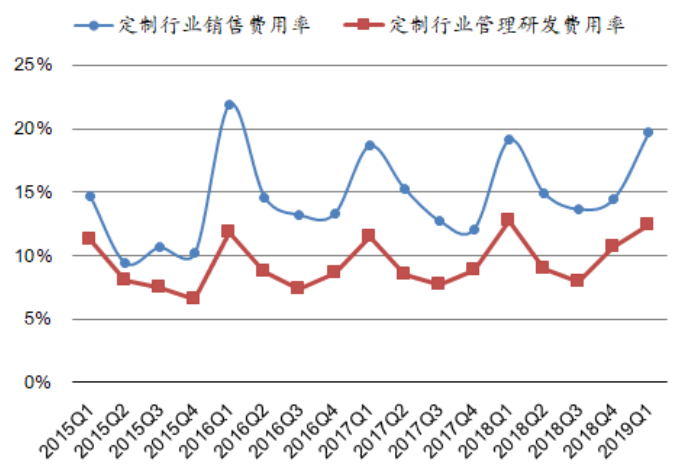


图 23: 定制板块毛利率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

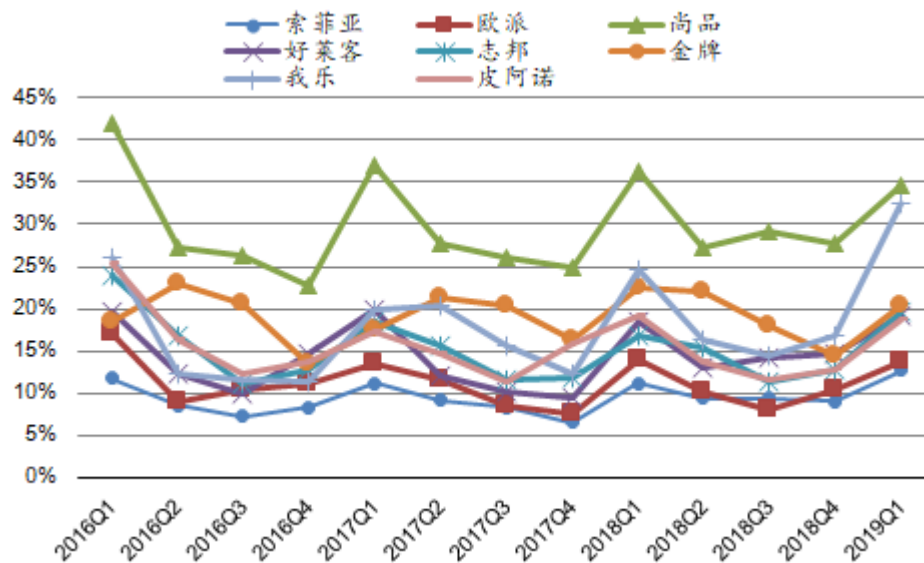
图 24: 定制板块费用率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

分企业看, 一线品牌索菲亚、欧派 19Q1 销售费率分别为 12.8%/13.8%, 同比变化分别为 +1.6pct/-0.3pct, 尚品 19Q1 销售费率虽然仍高达 34.7%, 但同比下滑 1.7pct, 与加盟渠道占比提升有关。18Q4 一线品牌加大销售投入, 销售费率上升 2.5-3pct, 19Q1 销售费率同比基本持平; 其他企业 19Q1 销售费用率同比仍呈现上升趋势, 好莱客、志邦销售费率分别同比上升 0.6/2.8pct; 我乐、皮阿诺销售费用率波动较大。

图 25: 各定制企业销售费用率情况

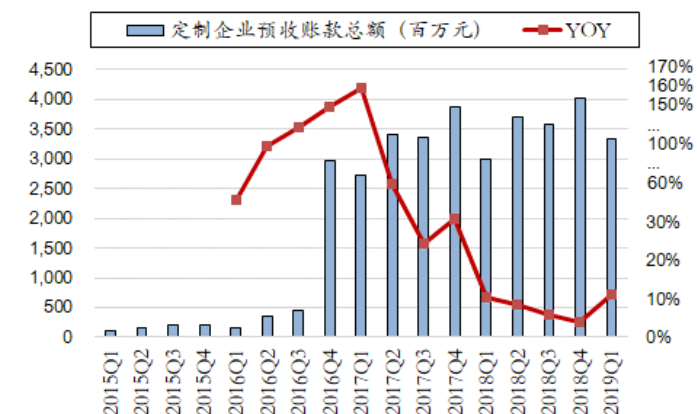


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

### 1.5. 预收有所改善, 现金流仍然较弱

**预收账款增速环比提升, 但预收+收入增速仍在走低:** 定制行业预收水平 18Q1 以来增速持续下滑, 19Q1 首次出现环比改善迹象。19Q1 末定制家具行业预收账款总额 35.7 亿元, 同比增长 11%, 增速环比上升 7pct。18 年以来定制板块预收账款增速持续下滑, 18Q4 下滑至 4%, 19Q1 预收账款增速环比有所改善。分企业看, 一线品牌中欧派家居预收款增速有所回暖, 索菲亚、尚品与 18 年底基本持平; 其他品牌预收款增速均有不同幅度回暖。

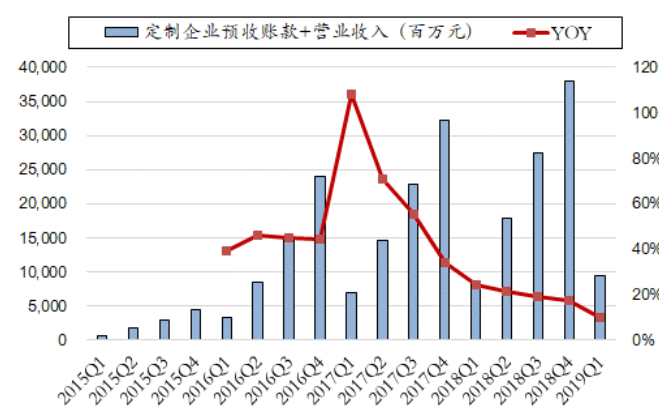
图 26: 定制企业预收账款及增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

注: 16Q4 后新上市家具企业纳入计算, 下同

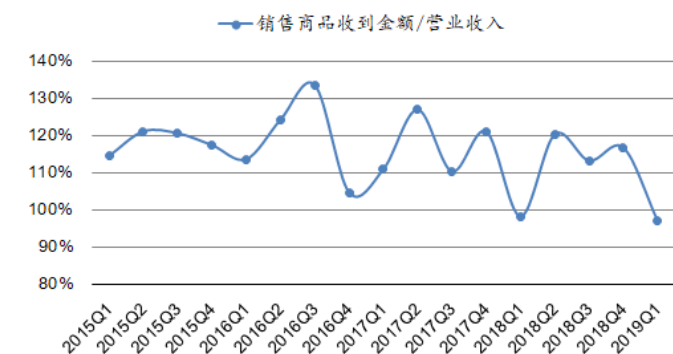
图 27: 定制企业预收款+收入增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

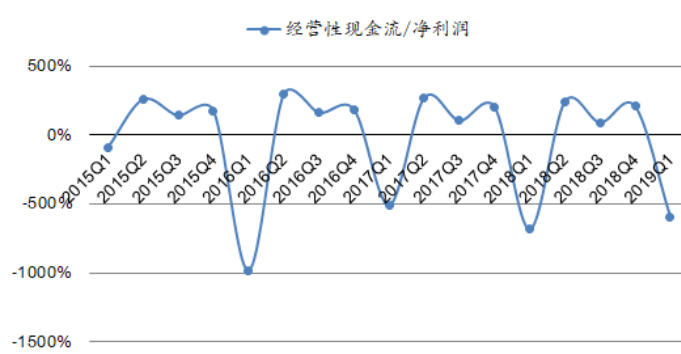
**现金流仍然偏弱: 19Q1 定制板块销售商品收到现金/营业收入比例 97%, 低于 100%, 主要受大宗收入占比提升影响。现金流方面, 18 年全年经营性现金流同比下滑 7.2%, 其中四季度下滑 5.1%, 现金流有所恶化; 19Q1 经营性现金流总额-16.6 亿元, 与 18Q1 水平基本一致。**

图 3: 定制企业销售商品收到金额/营业收入



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 4: 定制企业经营性现金流/净利润

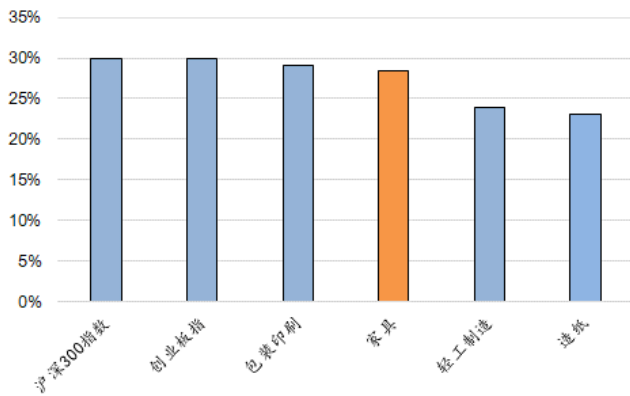


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

## 2. 重点企业机构持仓及股价表现

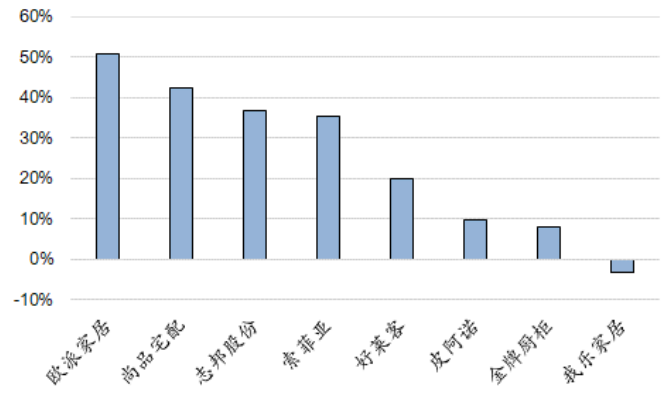
**股价表现:** 今年以来家具板块整体表现良好, 年初至 4 月底家具板块指数上涨 28.3%, 与沪深 300&创业板指表现基本持平, 跑赢轻工制造指数 pct。预期改善+估值修复, 定制龙头企业今年以来走势较强, 其中竞争优势较强、业绩稳定性较好、估值基数较低的个股跑赢板块: 一线龙头欧派、尚品、索菲亚分别上涨 50.6%、42.4%、35.4%; 志邦、好莱客、金牌、皮阿诺、我乐分别上涨 36.7%、20%、7.9%、9.7%、-3.3%。

图 30: 年初至今板块涨跌幅



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

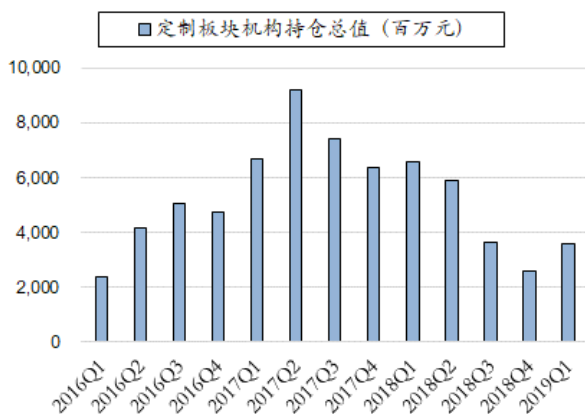
图 31: 年初至今定制板块个股涨跌幅



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

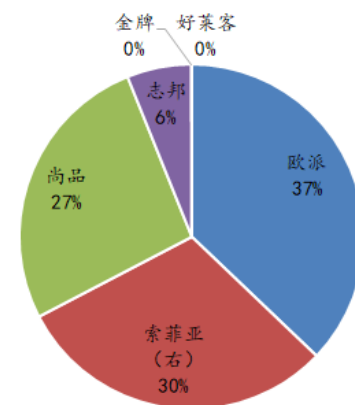
**19Q1 机构持仓有所回升:** 18 年机构持续减持定制板块, 18 年末定制板块持仓总市值 26.2 亿元, 较 18 年一季度下滑 39.5 亿元。19Q1 末定制板块持仓总市值 35.9 亿元, 环比增加 9.7 亿元。持仓结构有所变化, 其中索菲亚 19Q1 末持仓 10.8 亿元, 环比仍下滑 2.4 亿元, 索菲亚目前持仓较 17Q2 高点已下滑 64 亿元; 欧派持仓约 13.3 亿元, 环比上升 5.6 亿元, 19Q1 达最高持仓水平; 尚品持仓 9.5 亿元, 环比上升 5.4 亿元。由于索菲亚 18Q4、19Q1 业绩相对较差, 持仓大幅下滑, 欧派、尚品则保持相对较好的水平, 持仓有较大幅度增长。

图 32: 定制板块机构持仓总市值 (百万元)



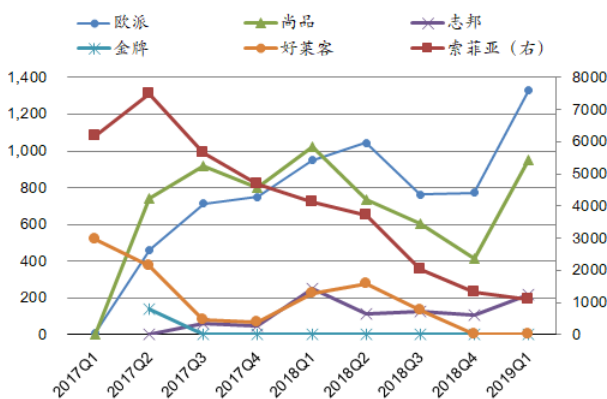
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 33: 定制板块基金重仓占比



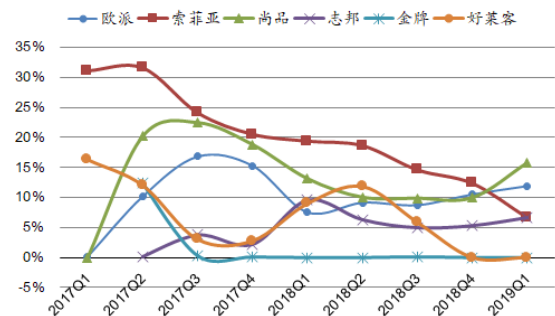
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 34: 定制企业基金重仓持股总市值 (百万元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 35: 定制企业基金重仓持股占流通股比



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

### 3. 重点企业季报概览

**重点企业季报概览by安信轻工**

	18Q4					19Q1				
	收入 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY	扣非后 YOY	收入 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY	扣非后 YOY
<b>家具</b>										
索菲亚	22.1	15.4%	2.7	-19.3%	-23.3%	11.8	-4.7%	1.1	3.7%	-18.3%
欧派家居	33.1	18.0%	3.7	4.5%	17.7%	22.0	15.6%	0.9	25.1%	21.0%
尚品宅配	20.1	15.7%	1.8	5.8%	3.6%	12.7	15.7%	-0.2	31.6%	42.0%
志邦股份	7.0	4.0%	0.7	-12.7%	-2.5%	4.1	5.2%	0.3	4.9%	-5.9%
金牌厨柜	5.7	20.4%	0.9	19.5%	19.7%	2.8	6.2%	0.2	2.7%	-90.7%
好莱客	6.1	0.5%	0.8	-39.3%	-40.5%	3.6	5.2%	0.4	8.2%	6.1%
喜临门	12.5	9.4%	-6.0	-854.6%	-1014.3%	8.4	-5.6%	0.2	-56.0%	-63.9%
顾家家居	27.8	52.9%	2.0	0.7%	33.3%	24.6	32.8%	3.0	10.0%	-0.9%
梦百合	9.5	39.0%	0.8	596.1%	927.9%	7.9	28.8%	0.8	1547.3%	4171.0%
美克家居	12.6	0.8%	1.1	6.9%	-15.9%	10.7	5.2%	0.7	6.1%	1.6%
曲美家居	12.0	80.9%	-1.5	-315.4%	-313.1%	10.1	154.8%	0.1	-57.9%	-92.0%
大亚圣象	21.5	-3.1%	2.8	-4.5%	-4.6%	14.1	1.1%	0.6	9.7%	9.6%
好太太	4.1	16.8%	0.7	9.4%	13.8%	2.6	0.3%	0.5	6.4%	5.3%
<b>造纸&amp;包装</b>										
中顺洁柔	16.0	24.2%	0.9	-8.1%	10.5%	15.4	25.8%	1.2	25.2%	33.1%
晨鸣纸业	53.8	-28.6%	0.3	-97.3%	-126.3%	61.6	-14.9%	0.4	-95.1%	-103.2%
博汇纸业	19.3	-26.3%	-2.5	-203.1%	-199.5%	21.7	26.4%	1.2	-40.3%	-40.6%
太阳纸业	56.6	9.1%	4.4	-32.9%	-36.3%	54.5	8.1%	3.8	-38.3%	-44.7%
山鹰纸业	64.3	26.4%	8.9	51.9%	23.7%	52.2	-3.7%	4.6	-24.3%	-29.5%
劲嘉股份	10.0	17.9%	1.8	29.4%	35.3%	10.1	24.1%	2.6	21.8%	21.3%
东风股份	9.9	45.6%	2.6	89.8%	84.1%	9.1	11.5%	2.2	5.8%	7.1%
奥瑞金	19.3	6.4%	-4.8	-1020.4%	-1043.9%	20.5	2.9%	2.4	11.0%	15.2%
裕同科技	31.2	28.9%	4.0	25.6%	34.2%	17.9	10.5%	1.5	10.7%	31.5%
合兴包装	40.5	-9.3%	-2.5	-745.7%	71.1%	28.8	8.2%	0.7	17.5%	32.4%
<b>其他</b>										
晨光文具	24.1	29.4%	1.8	27.1%	70.5%	23.6	28.0%	2.6	26.4%	29.5%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

## ■ 行业评级体系

### 收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

### 风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

雷慧华、骆恺骐声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**■ 销售联系人**

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

**安信证券研究中心**

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034