

重塑家居新周期

——轻工行业 2019 年下半年投资策略

行业中期报告

◆下半年的轻工板块投资风格将以业绩为王。2019年1-4月轻工板块经历了一月份的估值修复，二三月份的主题炒作和估值提升以及四月份的估值回落的过程。展望下半年，我们认为轻工板块的投资主线将从分母驱动向分子驱动过渡，而风格也将从主题向业绩转换。

◆家居行业需求将迎来向上拐点，EPS和估值双重提升为板块带来投资机会：我们下半年的研究将以家居板块为核心，通过地产销售数据构建家居需求模型。我们认为当前的家居需求周期处在期房和现房双重负面影响的环节中；但综合考虑19年下半年期房交房的复苏预期及19年3月开始现房销售数据（尤其是一二线）的转暖，我们判断2019年下半年的家居需求周期有望转换，期房和现房拉动的需求正面影响将逐步体现，从而走进家居需求的新周期。同时，我们利用计量模型预测，下半年的家具收入增速有望回暖。因此，我们预期下半年将看到家居板块业绩和估值的双重抬升，迎来戴维斯双击。从选股的角度来讲，我们遵循两条投资主线：1) 推荐具备长期竞争优势，市场认可度较高的家居一线龙头；2) 关注估值底部，具备明显弹性与预期差的二线标的。因此家居板块我们重点推荐江山欧派、尚品宅配、欧派家居、索菲亚、顾家家居、志邦家居；建议关注曲美家居、帝欧家居、好莱客。

◆非家居板块自下而上挖掘优质标的：家居之外的其他板块分化较为明显，我们自下而上选择可以持续跟踪的优质标的。我们提供三条思路：

思路一：细分领域龙头，受益于行业集中度提升的标的，重点推荐中顺洁柔、晨光文具、裕同科技。

思路二：行业供需格局边际改善，盈利能力有望底部回升的标的，重点推荐太阳纸业。

思路三：高景气度子行业，且存在事件催化的标的，推荐新型烟草和电子发票主题，重点推荐劲嘉股份、盈趣科技、东港股份。

◆风险分析：地产景气度下行风险，原材料价格上涨风险，汇率波动风险。

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
603208	江山欧派	29.33	1.89	2.49	3.11	16	12	9	买入
300616	尚品宅配	75.68	2.40	2.92	3.50	32	26	22	买入
603833	欧派家居	114.93	3.74	4.53	5.45	31	25	21	买入
002572	索菲亚	18.12	1.04	1.19	1.37	17	15	13	买入
002191	劲嘉股份	11.06	0.50	0.61	0.75	22	18	15	买入
603899	晨光文具	39.25	0.88	1.13	1.46	45	35	27	增持
002511	中顺洁柔	10.33	0.31	0.42	0.52	33	24	20	增持
603816	顾家家居	28.13	1.64	2.08	2.57	17	14	11	增持
002078	太阳纸业	6.10	0.86	0.83	0.96	7	7	6	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年06月06日

增持（维持）

分析师

黎泉宏（执业证书编号：S0930518040001）

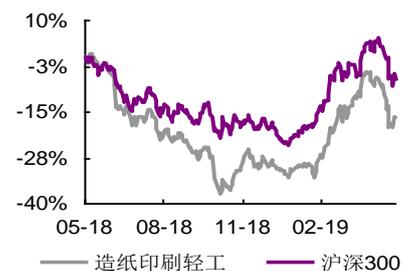
liqh@ebsec.com

袁雯婷（执业证书编号：S0930518070003）

021-52523676

yuanwt@ebsec.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

稳健布局，深挖龙头——造纸轻工行业 2018 年下半年投资策略

..... 2018-06-07

梅花香自苦寒来——造纸轻工行业 2019 年年度投资策略

..... 2019-01-07

投资聚焦

研究背景

2019年1-4月轻工板块经历了一月份的估值修复，二三月份的主题炒作和估值提升以及四月份的估值回落的过程。展望下半年，我们认为轻工板块的投资主线将从分母驱动向分子驱动过渡，而风格也将从主题向业绩转换。因此，我们认为当前时点来看，需要进行新的研究和投资思路的挖掘，核心由业绩层面出发，引导我们进行板块和个股的挖掘。

我们的创新之处

我们构建了基于地产前瞻指标的家居需求模型，认为家居的需求周期可分为现房正影响、期房正影响，现房正影响、期房负影响，现房负影响、期房正影响和现房负影响、期房负影响四个阶段；并且通过定性和定量的分析来判断家居需求未来的发展方向。

投资观点

家居板块：家居行业需求将迎来向上拐点，EPS和估值双重提升为板块带来投资机会。我们下半年的研究将以家居板块为核心，通过地产销售数据构建家居需求模型。我们认为当前的家居需求周期处在期房和现房双重负面影响的环节中；但综合考虑19年下半年期房交房的复苏预期及19年3月开始现房销售数据（尤其是一二线）的转暖，我们判断2019年下半年的家居需求周期有望转换，期房和现房拉动的需求正面影响将逐步体现，从而走进家居需求的新周期。同时，我们利用计量模型预测，下半年的家具收入增速有望回暖。因此，我们预期下半年将看到家居板块业绩和估值的双重抬升，迎来戴维斯双击。从选股的角度来讲，我们遵循两条投资主线：1) 推荐具备长期竞争优势，市场认可度较高的家居一线龙头；2) 关注估值底部，具备明显弹性与预期差的二线标的。因此家居板块我们重点推荐江山欧派、尚品宅配、欧派家居、索菲亚、顾家家居、志邦家居；建议关注曲美家居、帝欧家居、好莱客。

非家居板块：自下而上挖掘优质标的。家居之外的其他板块分化较为明显，我们自下而上选择可以持续跟踪的优质标的。我们提供三条思路：1) 思路一：细分领域龙头，受益于行业集中度提升的标的，重点推荐中顺洁柔、晨光文具、裕同科技。2) 思路二：行业供需格局边际改善，盈利能力有望底部回升的标的，重点推荐太阳纸业。3) 思路三：高景气度子行业，且存在事件催化的标的，推荐新型烟草和电子发票主题，重点推荐劲嘉股份、盈趣科技、东港股份。

目 录

1、 基于地产前瞻指标预测的家居新周期	6
1.1、 家居行业的需求逻辑	6
1.2、 家居需求周期论	7
1.3、 当前的家居需求处在周期转换节点	8
1.4、 迎接家居板块戴维斯双击	11
2、 非家居板块投资建议：自下而上寻找优质标的	26
2.1、 思路一：细分领域龙头，受益于行业集中度提升	26
2.2、 思路二：行业供需格局边际改善，盈利能力有望底部回升	31
2.3、 思路三：高景气度子行业，且存在事件催化	32
3、 重点公司估值表	37
4、 风险分析	37

图表目录

图表 1：家居行业需求逻辑（地产后周期角度）	6
图表 2：08 年至今我国地产行业经历三次上升周期	6
图表 3：地产周期对家居需求的四个轮动阶段	7
图表 4：家居的地产后周期效应较为明显	7
图表 5：18 年起家居行业收入增速中枢持续下行	8
图表 6：关于期房交房面积的预测（单位：万平方米）	9
图表 7：家居主营业务收入同比增速与现房、期房、二手房累计同比增长率预测结果（虚线，%）	9
图表 8：家居主营业务收入同比增速与现房、期房、二手房累计同比增长率回归结果	9
图表 9：家居主营业务收入增速与现房、期房、二手房成交面积累计同比增速预测结果（虚线，%）	10
图表 10：家居主营业务收入增速与现房、期房、二手房成交面积累计同比增长率回归结果	10
图表 11：竣工面积累计同比增长率与不同期房滞后项累计同比增长率预测结果（虚线，%）	11
图表 12：竣工面积与不同期房滞后项累计同比增长率回归结果	11
图表 13：江山欧派业绩预测和估值指标	12
图表 14：尚品宅配营收及增长	13
图表 15：尚品宅配归母净利润及增长	13
图表 16：2014—2019Q1 尚品宅配直营店与加盟店收入情况	14
图表 17：尚品宅配收入分项预测	15
图表 18：尚品宅配可比公司估值表	16
图表 19：尚品宅配 PE_TTM 在定制行业内处较高水平	16
图表 20：定制行业主要公司净利润复合增速（%）	16
图表 21：尚品宅配业绩预测和估值指标	17
图表 22：欧派家居营收及增长	17
图表 23：欧派家居归母净利润及增长	17
图表 24：欧派家居收入分项预测	19
图表 25：欧派家居可比公司估值表	20
图表 26：欧派家居 PE_TTM 在定制行业内处较高水平	20
图表 27：定制行业主要公司净利润复合增速（%）	20
图表 28：欧派家居业绩预测和估值指标	20
图表 29：索菲亚业绩预测和估值指标	21
图表 30：顾家家居业绩预测和估值指标	22
图表 31：志邦家居发展大事记	23
图表 32：志邦家居营收及增长	23
图表 33：志邦家居归母净利润及增长	23
图表 34：志邦家居销售渠道汇总	24
图表 35：志邦家居厨衣柜门店统计	24
图表 36：志邦家居收入分项预测	25

图表 37：志邦家居可比公司估值表.....	25
图表 38：志邦家居业绩预测和估值指标.....	26
图表 39：裕同科技客户分布（截至 2018 年）.....	27
图表 40：裕同科技收入及增长.....	27
图表 41：裕同科技净利润及增长.....	27
图表 42：裕同科技业绩预测和估值指标.....	28
图表 43：中顺洁柔收入及增长.....	28
图表 44：中顺洁柔净利润及增长.....	28
图表 45：中顺洁柔业绩预测和估值指标.....	29
图表 46：晨光文具收入及增长.....	29
图表 47：晨光文具净利润及增长.....	29
图表 48：晨光文具业绩预测和估值指标.....	30
图表 49：太阳纸业收入及增长.....	31
图表 50：太阳纸业净利润及增长.....	31
图表 51：太阳纸业业绩预测和估值指标.....	32
图表 52：IQOS 进入美国市场对盈趣科技出货量增量贡献的测算.....	33
图表 53：盈趣科技收入及增长.....	33
图表 54：盈趣科技净利润及增长.....	33
图表 55：盈趣科技业绩预测和估值指标.....	34
图表 56：劲嘉股份收入及增长.....	34
图表 57：劲嘉股份净利润及增长.....	34
图表 58：劲嘉股份业绩预测和估值指标.....	35
图表 59：航信、百望、东港电子发票相关产品及优势对比.....	35
图表 60：东港股份收入及增长.....	36
图表 61：东港股份净利润及增长.....	36
图表 62：东港股份业绩预测和估值指标.....	36
图表 63：重点公司估值表.....	37

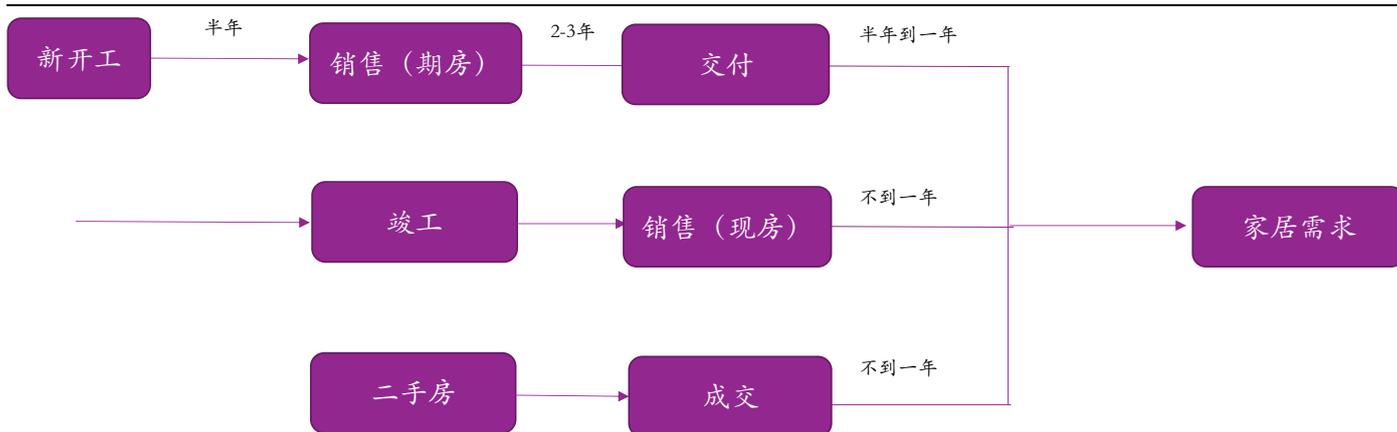
1、基于地产前瞻指标预测的家居新周期

1.1、家居行业的需求逻辑

家居作为地产后周期行业，我们认为家居的需求遵循三条逻辑：

- 1) 期房销售：由于从期房的销售到竣工经历了较长的过程，因此我们判断从期房销售传导到家居销售大约需要两到三年的时间。
- 2) 现房销售：传导到家居销售大约需要不到一年的时间。
- 3) 二手房的销售：传导到家居销售大约也需要不到一年的时间。

图表 1：家居行业需求逻辑（地产后周期角度）

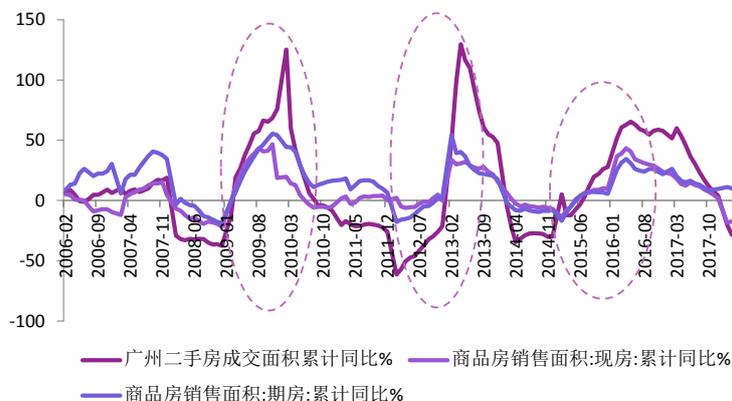


资料来源：光大证券研究所

关于二手房数据的说明：由于二手房的数据相对来讲比较难获取，数据跨度时间足够长的只有广州地区的二手房成交面积，因此我们用这一指标代替二手房销售指标，和期房、现房的销售情况进行对比，我们发现三项数据基本同涨同跌，周期的属性都很强。

房地产周期的历史回顾：从 2008 年至今，我们总结我国房地产销售经历了三个上升周期，每个周期大约相隔三年：分别为 2009 年、2012-2013 年、2015-2016 年。

图表 2：08 年至今我国地产行业经历三次上升周期



资料来源：Wind，光大证券研究所（2006 年 2 月-2019 年 3 月）

1.2、家居需求周期论

由于二手房和现房销售到家居销售的滞后期大致相当，且二者的变化又较为类似，所以我们用现房加上二手房的销售共同代表现房销售指标。总体来看，完整的一个家居需求周期可以分为现房正影响、期房正影响，现房正影响、期房负影响，现房负影响、期房正影响和现房负影响、期房负影响四个阶段。

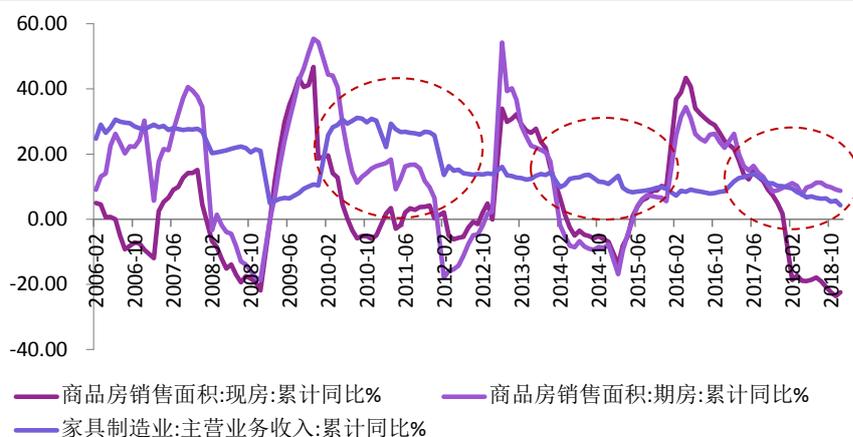
图表 3：地产周期对家居需求的四个轮动阶段



资料来源：光大证券研究所

我们通过商品房销售面积增速（期房及现房）和家具制造业主营业务收入增速的对比可以明显看到，家居的地产后周期效应较为明显，2008 年开始的三轮房地产上升周期（2009 年、2012 年、2015 年）对于家居行业的收入增速有较为明显的前瞻性。虽然在方向上前瞻作用较为明显，但是地产销售对于家居收入增速的拉动程度不尽相同，我们总结家居销售除受地产因素驱动外，还与宏观经济、居民收入、消费者信心等因素相关。因此，从地产后周期角度出发，我们认为地产因素对家居销售的趋势判断有前瞻作用，但对于判断具体影响程度则有一定难度。

图表 4：家居的地产后周期效应较为明显

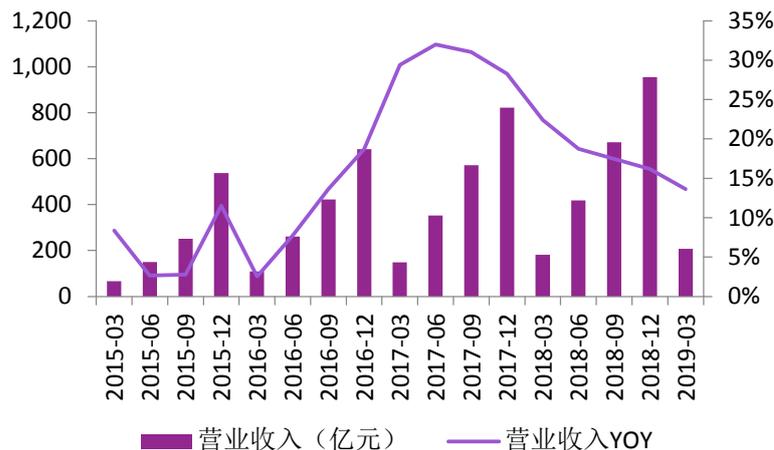


资料来源：Wind，光大证券研究所（2006 年 2 月-2018 年 12 月）

1.3、当前的家居需求处在周期转换节点

家居板块作为地产产业链的下游行业，虽较地产销售滞后一定周期，但随着企业门店扩张、品类扩张的红利边际减弱，无论是定制家居企业，还是成品家居企业，都在一定程度上受到地产景气下行的影响，自2018年起板块总体业绩增速中枢呈现出下降态势。

图表 5：18 年起家居行业收入增速中枢持续下行



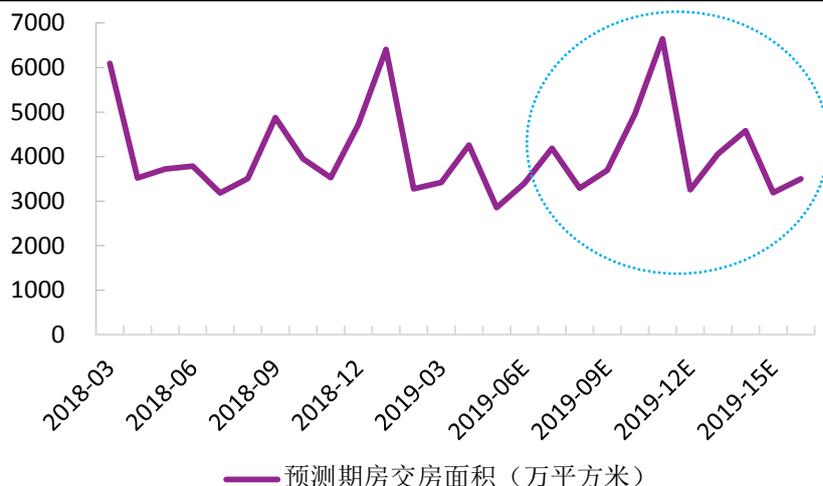
资料来源：Wind，光大证券研究所

模型的出发点：在对地产行业的研究中，期房的交房周期一直是较难量化的数据，我们也无法得出以往每年的具体期房交房数据，而期房交房面积对于预测下游企业比如家居企业的需求又是极其重要的。因此我们尝试建立期房交房模型，来大致估测未来年度期房对家居行业需求的拉动情况。

我们构建的交房模型的核心是期房交房的时间由期房预售时房屋建设工程的完工进度决定，期房进行预售时房屋建设工程的完工程度越高，那么从期房预售开始到房屋建设工程竣工的时间就越短，也就是期房交房的时间越短。而期房预售时房屋建设工程的完工程度由当地政府对房地产企业的政策管控决定。根据我们的判断，一线城市的预售条件更为严格，交房周期相对于二三线城市也就更短一些，同理二线城市相对三线城市也会更短一些；因此我们对于一至三线城市采取不同的滞后周期，从而预测期房的交房面积数据。

基于上述推论，我们将Wind数据库中40大中城市期房交房面积的数据，按照一线城市、二线城市、三线城市进行划分，一线城市按照按六个季度计算滞后周期、二线城市按八个季度计算滞后周期、三线按十一个季度计算滞后周期，在此假设的基础上对未来年度期房的交房面积进行预测。可以看到，根据这一模型测算结果，我们认为家居的需求周期有望自2019年下半年开始发生转换。

图 6: 关于期房交房面积的预测 (单位: 万平方米)



资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

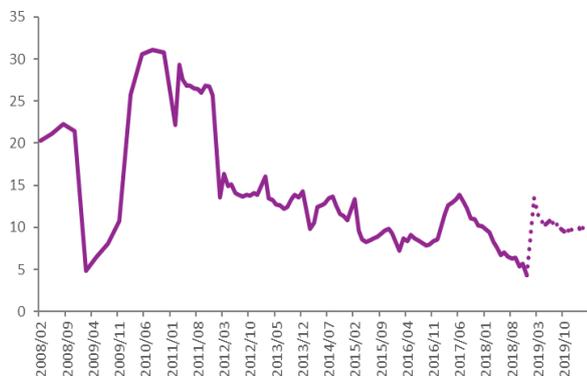
家居新周期: 预测一

为了对家居的收入周期做预测,我们以家具制造业主营业务收入的累计同比增长率作为被解释变量,现房、期房、二手房成交面积的累计同比增长率作为解释变量(数据区间从2008年1月至2018年12月),通过ADF检验得到最优滞后阶数:现房成交滞后3个月,二手房成交滞后12个月,期房成交滞后24个月,这基本与经验数据一致。根据滞后周期测算,得到家居主营业务收入与现房、期房、二手房成交面积之间的关系,并对未来一年的走势做出预测(虚线部分)。

回归结果:家具主营业务收入增速=0.0293*现房(-3)+0.2100*期房(-12)+0.0566*二手房(-24)+9.1259

通过模型预测可以看出,家居行业主营业务收入累计同比增长率将在2019年下半年迎来回升,并在2020年维持较高水平。

图 7: 家居主营业务收入同比增速与现房、期房、二手房累计同比增长率预测结果(虚线, %)



资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

图 8: 家居主营业务收入同比增速与现房、期房、二手房累计同比增长率回归结果

```
. reg sales xf qf esf,robust
```

Linear regression		Number of obs =		83		
		F(3, 79) =		10.03		
		Prob > F =		0.0000		
		R-squared =		0.2436		
		Root MSE =		5.8857		
sales	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
xf	.0293086	.0523229	0.56	0.577	-.0748376	.1334547
qf	.2099945	.0671306	3.13	0.002	.0763743	.3436146
esf	.0566149	.0106795	5.30	0.000	.0353579	.0778719
_cons	9.125949	1.611153	5.66	0.000	5.919029	12.33287

资料来源: Stata, 光大证券研究所预测

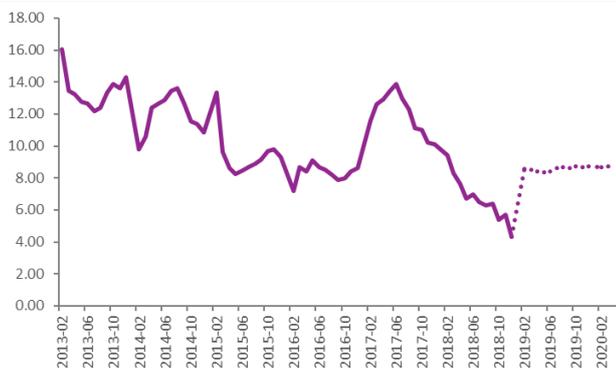
家居新周期：预测二

由于精装修等原因，2013年之后期房销售到房屋竣工的期限可能存在拉长的情况，因此我们采用2013年后的数据，将预测一中期房的滞后项由原来的24个月拉长为36个月，根据ADF检验结果确定现房、二手房滞后项分别为6和3个月，再对未来一年的家居主营业务收入进行预测（虚线部分），得到2013年后家居主营业务收入与现房、期房、二手房成交面积之间的关系。

回归结果：家具主营业务收入=0.0555*现房(-6)+0.0036*期房(-36)+0.0027*二手房(-3)+9.6291

预测结果显示，在考虑房屋竣工期限拉长的情况下，未来一年家具主营业务收入累计同比增长率会由2018年底的4%显著回升。

图表 9：家居主营业务收入增速与现房、期房、二手房成交面积累计同比增速预测结果（虚线，%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 10：家居主营业务收入增速与现房、期房、二手房成交面积累计同比增长率回归结果

```
. reg sales xf6 qf esf3,robust
```

Linear regression		Number of obs	=	60
		F(3, 56)	=	2.45
		Prob > F	=	0.0732
		R-squared	=	0.1455
		Root MSE	=	2.5001

sales	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
xf6	.0554974	.0221906	2.50	0.015	.0110443	.0999505
qf	.0035514	.02664	0.13	0.894	-.0498151	.0569178
esf3	.002664	.0069234	0.38	0.702	-.0112052	.0165332
_cons	9.629052	.3850775	25.01	0.000	8.857649	10.40045

资料来源：Stata，光大证券研究所

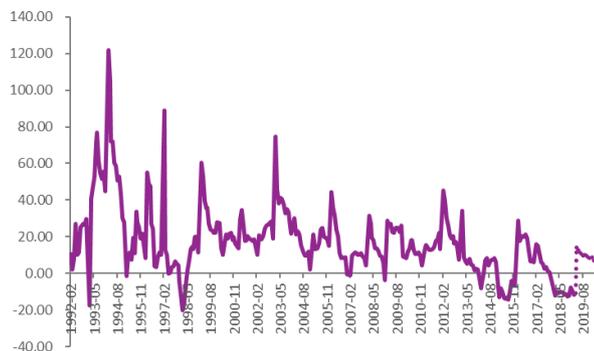
家居新周期：预测三

从另外一个角度来讲，从地产销售到交房再到家居销售，这个过程是传导顺畅的，但因为交房数据较难获得，我们做次优选择，以竣工面积累计同比增长率作为被解释变量，期房分别滞后12、24、36个月的累计同比增长率作为解释变量进行回归，得到竣工面积累计同比增长率与期房成交面积累计同比增长率之间的关系，并对未来一年的走势做出预测（虚线部分）。

回归结果：竣工面积=0.1316*期房(-12)+0.2139*期房(-24)+0.3781*期房(-36)-3.3014

根据预测结果，房屋竣工面积会在2019年下半年迎来小幅回升，预计累计同比增长率在8%-10%左右。但由于竣工的数据面临着很多的不确定性，因此我们认为地产销售数据具备更强的前瞻性。

图表 11: 竣工面积累计同比增长率与不同期房滞后项累计同比增长率预测结果 (虚线, %)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 12: 竣工面积与不同期房滞后项累计同比增长率回归结果

```
. reg jg qf12 qf24 qf36,robust
```

Linear regression

Number of obs	=	106
F(3, 102)	=	10.98
Prob > F	=	0.0000
R-squared	=	0.2072
Root MSE	=	12.371

	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
qf12	.1315943	.0771921	1.70	0.091	-.0215158 .2847045
qf24	.2138531	.1035984	2.06	0.042	.0083662 .4193399
qf36	.3780989	.0686124	5.51	0.000	.2420066 .5141913
_cons	-3.301439	2.408743	-1.37	0.174	-8.079169 1.476292

资料来源: Stata, 光大证券研究所

问题和深化

是否忽略企业库存因素?

从定制家居企业的角度来看, 由于定制企业采用接单后再生产的模式因此基本无成品库存, 所以对于定制企业而言我们认为可以忽略库存方面的影响。对于成品家居企业而言, 库存的因素只能是具体环境具体分析, 对于当前的环境下, 我们认为库存不是核心问题。

是否忽略其他因素, 如消费者信心、购买力的变化等?

我们认为消费者信心、收入预期的变化等因素, 影响的更多的是弹性, 而不是方向。但未来的深度研究过程我们会加入收入预期的变化, 并且考虑进存量房的更新需求, 以提高模型预测的准确性。

是否需要地产行业进行结构分析(一二线、三四线)?

我们认为现阶段将家居行业的收入拆分成一二线和三四线较为困难, 因此对于结构的分析更多的是定性的分析。

1.4、迎接家居板块戴维斯双击

综合考虑 19 年下半年期房交房的复苏预期及 19 年 3 月开始现房销售数据(尤其是一二线)的转暖, 我们判断 2019 年下半年的家居需求周期有望转换, 期房和现房拉动的需求正面影响将逐步体现, 从而走进家居需求的新周期。另外, 根据我们构建的需求模型预测, 下半年家具板块的收入增速有望回暖。因此, 我们预期下半年将看到家居板块业绩和估值的双重抬升, 迎来戴维斯双击。

从选股的角度来讲, 我们遵循两条投资主线: 1) 推荐具备长期竞争优势, 市场认可度较高的家居一线龙头; 2) 关注估值底部, 具备明显弹性与预期差的二线标的。因此家居板块我们重点推荐江山欧派、尚品宅配、欧派家居、索菲亚、顾家家居、志邦家居; 建议关注曲美家居、帝欧家居、好莱客。

1.4.1、江山欧派：工程业务层层推进，木门龙头构筑多元增长极

公司是一家专业木门制造企业，核心产品为实木复合门和夹板模压门，木门产品线布局丰富。公司深耕木门行业十多年，目前已成长为行业的领军企业，在品牌、品质、设计、规模化生产等多方面均形成了较为明显的优势，是驱动公司业绩持续增长的重要基石。2019年一季度公司实现营业收入2.42亿元，同比增长21.51%；归母净利润1041.27万元，同比增长9.66%。

木门行业大有可为，龙头木门企业市占率存在较大提升空间：根据中国木材与木制品行业流通协会数据，2017年我国木门行业产值已达1460亿元，2010-2017年复合增速约为10%，行业保持良好发展态势。竞争格局方面，根据中国林业产业报告，我国木门行业市场集中度较低（15年CR2产值占比不到3%），截至17年行业内木门企业超过1万家，区域品牌众多。我们认为，随着木门行业壁垒的逐步提升、消费者对木门品质要求的提高以及精装修趋势的推动，行业集中度有望逐步提升，在此过程中，龙头企业凭借各方面综合优势有望实现市占率的持续提升。

工程业务：携手地产龙头，工程业务成为业绩核心增长点。公司于2012年进入工程业务，持续拓展头部房地产工程客户，目前已与万科、恒大、中海、保利、阳光城等多家地产行业龙头达成了长期战略合作协议，其中恒大承诺在2017-2021年意向采购金额达到20亿元。我们认为，公司布局工程业务多年，已在工程业务口碑、产品品质、供应链稳定性、规模化生产等各方面形成了明显优势，随着新增产能的逐步投产，我们判断公司工程业务收入有望保持较高增长，成为公司发展的核心驱动力之一。

盈利预测与估值评级：我们维持2019-2021年公司归母净利润分别为2.01、2.51、3.01亿元，对应EPS分别为2.48、3.10、3.72元，当前股价对应PE分别为12X、9X、8X，维持“买入”评级。

风险提示：产能投产不及预期风险；原材料价格波动风险；应收账款增长及发生坏账风险。

图表 13：江山欧派业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,010	1,283	1,839	2,326	2,891
营业收入增长率	31.74%	27.05%	43.31%	26.50%	24.32%
净利润（百万元）	138	153	201	251	301
净利润增长率	25.76%	11.03%	31.46%	24.80%	20.08%
EPS（元）	1.70	1.89	2.48	3.10	3.72
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.82%	13.91%	16.04%	17.38%	18.04%
P/E	17	16	12	9	8
P/B	2.4	2.2	1.9	1.6	1.4

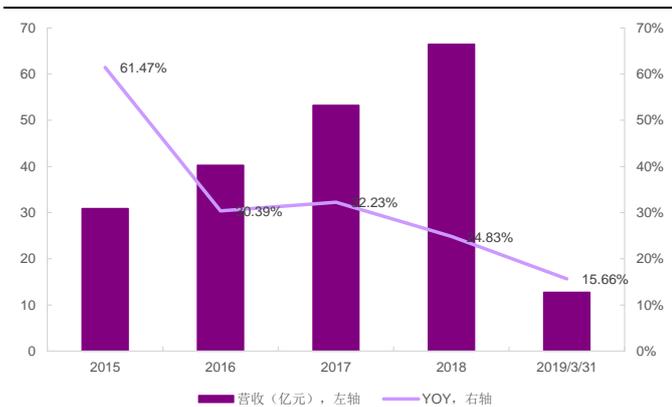
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年06月06日

1.4.2、尚品宅配：创新基因行业领先，信息化水平提升公司竞争力 软件行业出身跨界发展，成就定制家居行业龙头地位

尚品宅配成立于 2004 年，公司以全屋板式定制产品为主，配套家居产品为辅的发展模式，产品包括卧室、厨房等所需的衣柜、橱柜、电视柜、床等家具产品。受益于公司软件领域的发展背景，尚品宅配还为家居行业企业提供设计软件及信息化整体解决方案的设计、研发和技术服务，公司在智能制造领域具有明显优势。

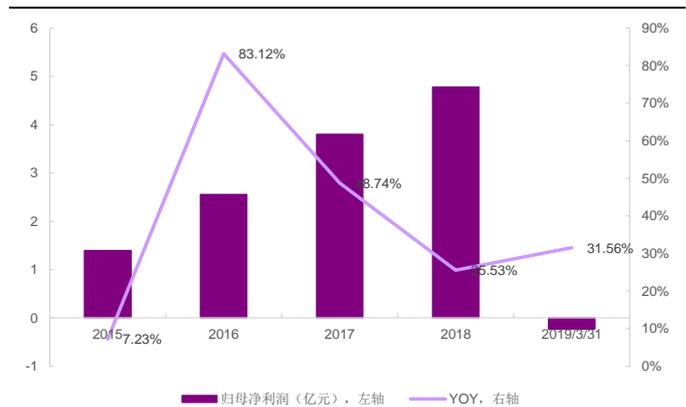
公司凭借信息化与工业化深度融合的生产工艺，结合 C2B+O2O 模式，实现业绩的快速增长。2018 年公司实现营业收入 66.45 亿元，同比增长 24.83%；归母净利润 4.77 亿元，同比增长 25.53%。19Q1 实现营业收入 12.74 亿元，同比增长 15.66%；归母净利润同比减亏 31.56%；在地产及开店红利边际减弱、行业竞争加剧的背景下，公司业绩仍实现较为稳健的发展。

图表 14：尚品宅配营收及增长



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 15：尚品宅配归母净利润及增长



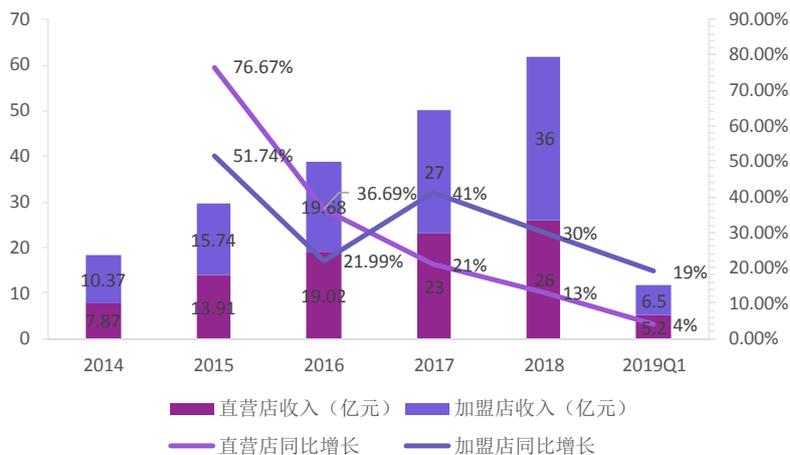
资料来源：Wind，光大证券研究所

积极拓宽全屋定制产品品类，渠道创新加速扩张

尚品宅配覆盖的产品品类十分丰富，除了全屋柜类定制外，增加背景墙、沙发、床垫、窗帘、电器、灯饰、饰品等全品类定制，打造从木门、卫浴、阳台等全场景解决方案，全方位满足消费者需求。

公司以直营店为平台，创新性的建立了 O 店、C 店和 SM 店，为客户提供不同的消费体验，在直营店发展的基础上以点带面带动加盟店快速发展。根据公司 19 年一季报，19Q1 末公司在全国共有 2178 家加盟店，实现加盟店收入 6.5 亿元，同比增长 19%；一季度末共有 100 家直营店，实现直营店收入 5.2 亿元，同比增长 4%。在直营店稳步发展基础上，公司加快进行加盟店的扩张，逐渐填补三四线城市空白，加速渠道下沉。

图表 16：2014—2019Q1 尚品宅配直营店与加盟店收入情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

整装云开启新天地，自营整装+整装云

尚品宅配整装云凭借整装销售设计系统、BIM 虚拟装修系统、机场塔台式中央计划调度系统及中央厨房式供应链管理系统，配合主辅材、定制家具及配套产品的供应，解决了传统装修模式下装修公司的痛点问题，全方位赋能会员企业。

一方面，公司持续加强在成都、广州、佛山三地的自营整装业务，持续深化整装交付技术，提升客户体验，确保了自营整装客户交付。根据公司一季报，19Q1 公司自营整装业务有序推进，工地交付数达 316 个。另一方面，公司持续发力 Homkoo 整装云平台会员的招募。根据公司一季报披露，19Q1 公司 Homkoo 整装云会员数量已超过 1400 家，已具有一定规模；实现整装业务收入约 6200 万，同比增长 2514%。随着自营整装业务的平稳开展以及公司对整装云平台会员的持续赋能，使得公司整装业务收入保持较快发展。未来，公司将持续发力自营整装和整装云的建设，我们认为整装业务有望成为公司业绩增长的核心驱动力之一。

关键假设：

1、收入端假设：公司为全屋定制领域创新型企业，19 年推出第二代全屋定制概念，持续引领行业变革。公司通过直营模式建立示范效应，在直营模式日渐成熟的基础上，开放加盟店的快速扩张；门店形式方面，优先卡位购物中心店，并用 O 店、C 店等模式进一步丰富渠道形式，驱动公司收入端维持较高增长。具体来看：

1) 定制家具产品：公司在全屋定制方面模式领先且设计能力突出，随着客单价的持续提升及门店的不断扩张，我们预计 2019-2021 年公司定制家具产品收入增速分别为 16.49%、15.85%、15.20%。

2) 配套家具产品：公司通过买手模式新拓软装饰品及家居百货两条产品线，同时凭借公司的品牌力与渠道力，我们认为公司配套家具产品收入将保持较快增长。按照配套家具产品品类及门店扩张速度等方面测算，我们预计 2019-2021 年公司配套家具产品收入增速分别为 35.37%、32.18%、29.67%。

3) O2O 引流：公司持续创新 O2O 的营销模式，通过短视频矩阵、微信朋友圈等渠道持续提高品牌曝光度；按照 O2O 业务覆盖门店数量测算，我们预计 2019-2021 年公司 O2O 引流业务收入增速分别为 24.51%、23.32%、22.11%。

4) 整装业务：公司整装业务发展较快，我们认为公司凭借过硬的技术实力和先进的信息化优势，整装业务有望保持较高增速；我们预计 2019-2021 年公司整装业务收入增速分别为 126.78%、70.68%、60.68%。

2、毛利率假设：我们认为公司在定制家居领域规模优势突出，且品牌议价能力较强，同时随着生产效率的逐步提升，未来毛利率水平将保持较为稳定；因此，我们预计 2019-2021 年公司综合毛利率分别为 42.31%、41.22%、40.11%。

图表 17：尚品宅配收入分项预测

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	5323.45	6645.39	8191.23	10023.15	12196.22
增长率	32.23%	24.83%	23.26%	22.36%	21.68%
毛利	2443.59	2902.83	3466.07	4131.48	4891.33
毛利率	45.90%	43.68%	42.31%	41.22%	40.11%
定制家具产品					
收入	4280.59	5017.83	5845.37	6771.64	7800.61
增长率	30.60%	17.22%	16.49%	15.85%	15.20%
毛利	46.12%	45.74%	45.54%	45.34%	45.14%
毛利率	46.12%	45.74%	45.54%	45.34%	45.14%
配套家具产品					
收入	785.23	1118.71	1514.44	2001.72	2595.67
增长率	32.75%	42.47%	35.37%	32.18%	29.67%
毛利	211.68	318.79	418.74	549.47	709.92
毛利率	26.96%	28.50%	27.65%	27.45%	27.35%
O2O 引流服务					
收入	108.96	154.17	191.96	236.72	289.06
增长率	82.02%	41.49%	24.51%	23.32%	22.11%
毛利		136.43	169.67	209.00	254.92
毛利率		88.49%	88.39%	88.29%	88.19%
整装业务					
收入	2.28	194.22	440.45	751.76	1207.93
增长率		8418.42%	126.78%	70.68%	60.68%
毛利		38.27	86.37	146.67	234.46
毛利率		19.71%	19.61%	19.51%	19.41%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

盈利预测和投资建议：基于公司圆方软件优秀的设计水准、加盟渠道加速扩张以及全屋定制方面的优势，结合公司在整装领域的快速扩张，我们认为公司未来业绩有望保持稳健发展。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 2.92 元、3.50 元、4.17 元，当前股价对应 PE 分别为 26X、22X、18X。我们认为公司为全屋定制领域创新型企业，在渠道、产品等方面的布局较为前瞻，且自营整装和整装云探索逐步进入正轨，未来发展潜力较大。虽公司估值高于行业平均估值水平（目前 19 年定制家居板块可比公司平均估值为 16X）；但从历史估值（PE_TTM）来看，公司因在产品、渠道、营销等方面模式较为创新，是行业变革的引领者，在定制行业内享有较为明显的估值溢价；综合考虑公司未来业绩增速（19-21 年净利润复合增速）高于定制板块增速平均值，我们给予公司 2019 年 30 倍 PE，对应目标价 87.6 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：地产景气下行风险；市场竞争加剧风险；渠道扩张不及预期风险。

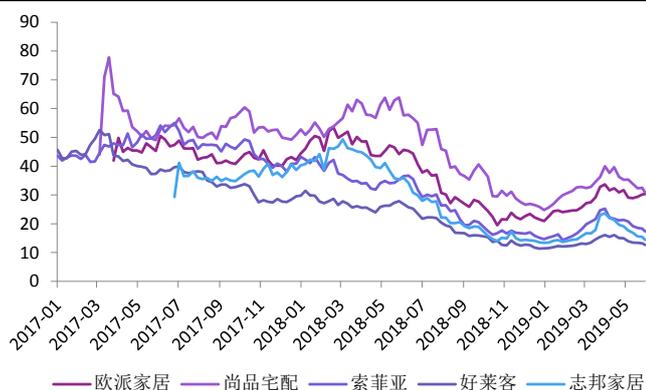
图表 18：尚品宅配可比公司估值表

公司代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
002572	索菲亚	18.12	1.04	1.19	1.37	1.58	17	15	13	11
603833	欧派家居	114.93	3.74	4.53	5.45	6.64	31	25	21	17
603801	志邦家居	17.68	1.22	1.44	1.69	1.95	14	12	10	9
603898	好莱客	15.74	1.23	1.41	1.63	1.86	13	11	10	8
603180	金牌厨柜	52.36	3.11	3.72	4.41	5.28	17	14	12	10
603326	我乐家居	11.04	0.45	0.58	0.72	0.88	25	19	15	13
	平均						19	16	14	11
300616	尚品宅配	75.68	2.40	2.92	3.50	4.17	32	26	22	18

资料来源：Wind，光大证券研究所预测（股价时间为 2019 年 06 月 06 日）

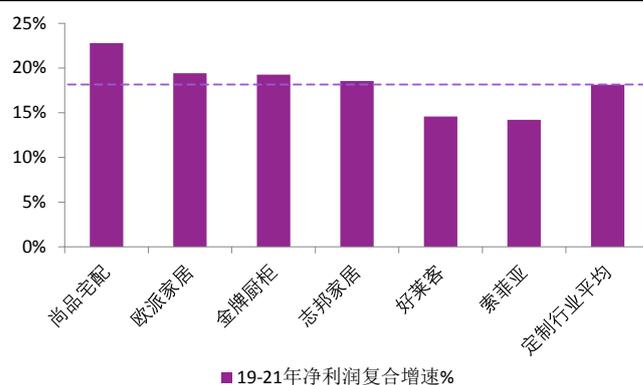
注：尚品宅配、欧派家居、索菲亚、志邦家居为光大证券研究所预测，其余可比公司为 Wind 一致预期。

图表 19：尚品宅配 PE_TTM 在定制行业内处较高水平



资料来源：Wind，光大证券研究所（2017/1/1 至 2019/6/6）

图表 20：定制行业主要公司净利润复合增速 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：上述公司 19-21 年净利润均为 Wind 一致预期

图表 21：尚品宅配业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	5,323	6,645	8,191	10,023	12,196
营业收入增长率	32.23%	24.83%	23.26%	22.36%	21.68%
净利润（百万元）	380	477	580	696	828
净利润增长率	48.74%	25.53%	21.51%	20.07%	18.93%
EPS（元）	1.91	2.40	2.92	3.50	4.17
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.51%	15.66%	16.03%	16.82%	17.40%
P/E	40	32	26	22	18
P/B	5.7	4.9	4.2	3.6	3.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 06 日

1.4.3、欧派家居：全渠道布局+整装大家居持续推进，为公司发展增添动力

公司成立于 1994 年，是定制家居行业的龙头企业，并于 2018 年成为定制家居行业内首家营业收入破百亿的上市企业。公司主要从事整体厨柜、整体衣柜、整体卫浴和定制木门等定制化整体家居产品的个性化设计、研发、生产、销售和安装服务。当前，从收入结构来看，公司仍以整体厨柜和整体衣柜产品为主，18 年两者营收占比超过 86%。2018 年，公司实现营业收入 115.09 亿元，同比增长 18.53%；归母净利润 15.72 亿，同比增长 20.90%。19Q1 实现营业收入 22.03 亿元，同比增长 15.57%；归母净利润 0.92 亿元，同比增长 25.14%。

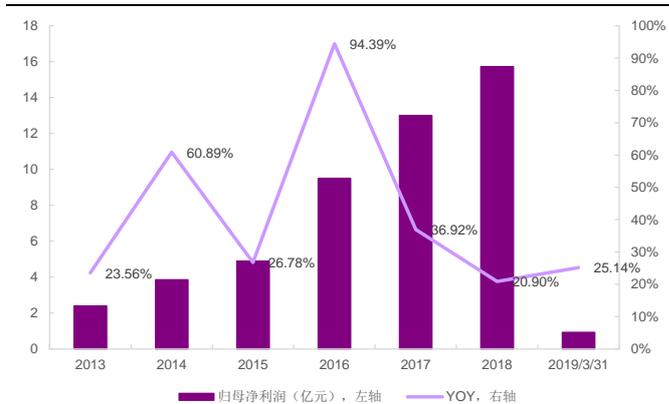
全品类发展的先行者，成功转型为一站式大家居平台。欧派家居在品类开拓方面具有较为明显的先发优势。纵观公司的发展历程，我们发现公司的发展始终伴随着品类的不断扩张。1994 年，公司以整体厨柜业务切入国内家具市场；2003 年开始经营整体卫浴业务；2005 年开始经营整体衣柜业务；2010 年开始进入定制木门领域，2014 年正式启动大家居战略。

图表 22：欧派家居营收及增长



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 23：欧派家居归母净利润及增长



资料来源：Wind，光大证券研究所

传统渠道和新兴渠道共同发力，全渠道布局构筑长期发展动力

随着精装、整装、电商等新兴渠道的崛起，定制家居行业正面临渠道变革。在此背景下，公司积极探索新的发展路径，在巩固传统的经销商渠道的基础上，开拓工程、整装、电商等新兴渠道，率先进行全渠道布局。

巩固经销商渠道，维护公司优势地位。目前经销商专卖渠道是公司主要销售渠道，公司借助经销商的区域资源优势拓展营销网络，并对各级市场进行有效渗透、持续提高产品的市场占有率，扩大品牌影响力。公司坚持合作共赢和树根理念，在行业内首创千分考核机制、“10+1”欧派终端营销系统、双 50 理论、店面 4S 管理等完善的经销商管理制度，成功建立了家居行业内规模最大的营销服务网络。

开创融合营销新模式，稳步推进大家居战略。在加速品类开拓的基础上，为实现全品类协同发展，公司开创了融合营销新模式，在经销商体系内，推进经销商与当时龙头家装公司进行合作，开设“星居大家居”、“微型大家居”，促进品类相互融合。我们认为，公司在全品类布局方面已具有明显的先发优势，随着多品类融合的进一步发展，我们认为将有效推动公司业绩的持续增长。

工程渠道快速增长，有效提升公司竞争实力。2014-2018 年，公司工程渠道营业收入从 3.76 亿提升至 14.18 亿，期间复合增长率达到 39.38%，工程渠道收入总体维持较快发展态势。我们认为，随着公司品牌实力的不断增强、品类的持续拓展以及新客户的不开拓，我们认为公司工程渠道收入有望保持较高增长，成为公司业绩增长的重要驱动力。

积极推进整装大家居战略，再攀大家居领域巅峰。公司作为定制家居行业的龙头企业，在整装大家居渠道的开拓上走在行业前列。根据公司 18 年年报数据，欧派家居在 2018 年开始进入整装大家居领域，从四川宜宾试点取得成功经验开始，截至 18 年末已经在 22 个城市开设整装大家居店。我们认为公司整装大家居模式清晰，可复制性较强，因此，整装渠道也有望将成为公司重要的业绩增长点。

关键假设：

1、收入端假设：我们认为公司作为定制家居行业的龙头企业，加上公司品类开拓的先发优势和全渠道布局的实力，未来有望继续发挥其竞争优势，驱动业绩持续增长。具体来看：

1) 厨柜：因公司厨柜品类门店基数较高，因此我们判断公司未来在整体厨柜领域的开店速度将有所放缓，同时更加侧重渠道质量的管理，未来该品类的增长主要来自于单店收入的提高以及工程渠道的增长；因此，我们预计公司整体厨柜业务 2019-2021 年收入增速分别为 6%、5%、5%。

2) 衣柜：公司整体衣柜业务占比不断提高，主要得益于开店速度的加快和单店收入的提升，我们预计 2019-2021 年公司衣柜品类收入增速分别为 23%、19%、16%。

3) 木门: 公司定制木门业务近年来增长较快, 主要得益于较快的开店速度和融合营销模式下其他品类的带动作用, 我们预计 2019-2021 年木门品类收入增速分别为 40%、37%、35%。

4) 卫浴: 公司整体卫浴业务起步较晚, 在主营收入中占比较低, 但增速较快, 主要得益于公司在该领域具有先发优势、较强的品牌效应以及融合营销模式下其他品类的带动效应, 我们预计 2019-2021 年卫浴品类收入增速分别为 46%、45%、44%。

2、毛利率假设: 近年来公司进行柔性化生产改造, 同时拥有先进的信息化系统, 有效提升设计生产效率、降低生产成本, 因此我们判断公司毛利率水平将保持较为稳定。我们预计 2019-2021 年的综合毛利率分别为 38.12%、37.55%、37.38%。

图表 24: 欧派家居收入分项预测

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	9,710.18	11,509.39	13,493.56	15,755.28	18,330.39
增长率	36.11%	18.53%	17.24%	16.76%	16.34%
毛利	3352.37	4416.75	5143.52	5915.39	6851.79
毛利率	34.52%	38.38%	38.12%	37.55%	37.38%
整体厨柜					
收入	5,354.44	5,765.22	6,092.97	6,424.26	6,761.88
增长率	22.54%	7.67%	5.68%	5.44%	5.26%
毛利	1965.26	2295.29	2456.49	2587.77	2692.13
毛利率	36.70%	39.81%	40.32%	40.28%	39.81%
整体衣柜					
收入	3295.57	4,147.96	5,087.55	6,052.10	6,990.25
增长率	62.98%	25.86%	22.65%	18.96%	15.50%
毛利	1144.87	1741.10	2136.74	2543.58	3034.75
毛利率	34.74%	41.97%	42.00%	42.03%	43.41%
定制木门					
收入	321.40	474.67	665.01	911.07	1,229.94
增长率	54.20%	47.69%	40.10%	37.00%	35.00%
毛利	51.00	64.46	94.83	135.63	190.85
毛利率	15.87%	13.58%	14.26%	14.89%	15.52%
整体卫浴					
收入	303.23	453.35	660.39	958.96	1,376.11
增长率	25.48%	49.51%	45.67%	45.21%	43.50%
毛利	58.43	120.03	177.08095	258.1542	394.97946
毛利率	19.27%	26.48%	26.81%	26.92%	28.70%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

盈利预测和投资建议: 我们认为公司作为定制家居行业的龙头企业, 凭借其品类拓展和渠道布局方面的先发优势, 不断培育新的增长点, 业绩增长稳定性较强。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 4.53 元、5.45 元、6.64 元, 当前股价对应 PE 分别为 25X、21X、17X。我们认为, 公司作为定制家居行业领军企业, 其品牌、产品、渠道等方面均具有显著优势, 且工程、整装渠道发展潜力较大。虽公司估值高于行业平均估值水平 (目前 19 年定制家居板块可比公司平均估值为 16X); 但从历史估值 (PE_TTM)

来看，公司在定制行业内享有较为明显的估值溢价；综合考虑公司未来业绩增速（19-21 年净利润复合增速）高于定制板块增速平均值，我们给予公司 2019 年 30 倍 PE，对应目标价 135.9 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：地产景气下行风险；行业竞争加剧风险；原材料价格上涨风险。

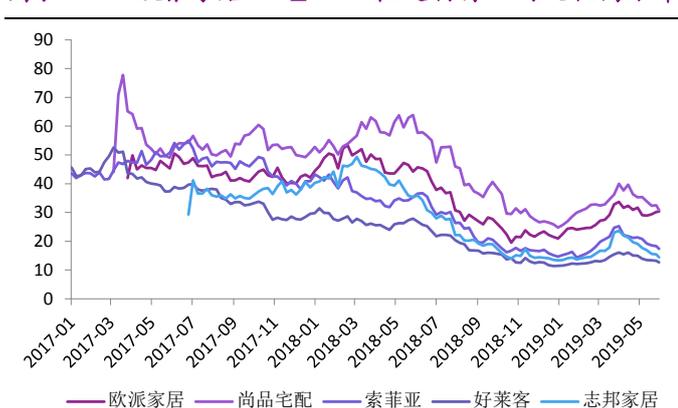
图表 25：欧派家居可比公司估值表

公司代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
300616	尚品宅配	75.68	2.40	2.92	3.50	4.17	32	26	22	18
002572	索菲亚	18.12	1.04	1.19	1.37	1.58	17	15	13	11
603801	志邦家居	17.68	1.22	1.44	1.69	1.95	14	12	10	9
603898	好莱客	15.74	1.23	1.41	1.63	1.86	13	11	10	8
603180	金牌厨柜	52.36	3.11	3.72	4.41	5.28	17	14	12	10
603326	我乐家居	11.04	0.45	0.58	0.72	0.88	25	19	15	13
	平均						20	16	14	12
603833	欧派家居	114.93	3.74	4.53	5.45	6.64	31	25	21	17

资料来源：Wind，光大证券研究所预测（股价时间为 2019 年 06 月 06 日）

注：欧派家居、尚品宅配、索菲亚、志邦家居为光大证券研究所预测，其余可比公司为 Wind 一致预期。

图表 26：欧派家居 PE_TTM 在定制行业内处较高水平



资料来源：Wind，光大证券研究所（2017/1/1 至 2019/6/6）

图表 27：定制行业主要公司净利润复合增速 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：上述公司 19-21 年净利润均为 Wind 一致预期

图表 28：欧派家居业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	9,710	11,509	13,494	15,755	18,330
营业收入增长率	36.11%	18.53%	17.24%	16.76%	16.34%
净利润 (百万元)	1,300	1,572	1,902	2,290	2,791
净利润增长率	36.92%	20.90%	20.98%	20.44%	21.88%
EPS (元)	3.09	3.74	4.53	5.45	6.64
ROE (归属母公司) (摊薄)	20.88%	20.79%	20.49%	20.92%	21.50%
P/E	37	31	25	21	17
P/B	7.8	6.4	5.2	4.4	3.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 06 日

1.4.4、索菲亚：业绩阶段性承压，全方位变革砥砺前行

公司主要从事全屋定制家具及配套家居产品的设计、生产及销售，为消费者提供全屋定制的空间解决方案。公司产品主要品牌包括“索菲亚”全屋定制、“司米”定制橱柜、米兰纳 MILANA 定制木门、华鹤定制木门等；主要产品包括衣柜、橱柜、榻榻米、书柜、床、电视柜、书桌、餐柜、鞋柜、木门等全屋定制家具，以及床垫、饰品、沙发、纺织用品等配套家居产品。公司是国内“定制衣柜”概念的早期引入者，经过十余年的经营积累，目前公司定制衣柜及其配套定制家具产品已形成了多种空间、多类品类、多种风格自由搭配组合的产品方案，全方位满足消费者的全屋定制需求。

重构渠道竞争力，门店扩张及优化、落后经销商淘汰推动公司渠道实力持续增强：根据公司公告，截至 18 年底“索菲亚”全屋定制拥有专卖店 2510 家，司米橱柜门店（含在装修）822 家，大家居门店 98 家，分别较 17 年底净增 310、102、78 家。根据公司规划，19 年公司计划索菲亚全屋定制、司米橱柜、大家居门店分别新增 300、100、150 家，持续推动全品类发展。在渠道稳步扩张的基础上，公司同样注重渠道的优化和经销商实力的提升：根据公司统计，索菲亚在 18 年翻新超过 800 家门店，淘汰了约 100 位（约占 8%）经销商，通过对门店及经销商的调整，重构公司在渠道端的竞争力。

受行业增速中枢下行及公司价格调整、春节因素等方面影响，19Q1 公司业绩仍阶段性承压：19Q1 公司收入同比下降 4.67%，收入端承压，我们认为主要因：1) 行业层面：地产红利减弱、行业竞争加剧及前端流量进一步分散化，使得公司 18Q4 促销活动收效甚微，终端接单不理想，导致 19Q1 工厂订单不足。19 年公司调整促销政策，根据公司公告反馈，19 年 3-4 月终端接单有所回暖，考虑滞后效应，我们认为后续工厂端接单情况也将随之好转。2) 公司持续加大促销力度，19Q1 零售衣柜业务每平方米销售单价同比有所下降，对收入端带来一定影响。3) 今年春节早于 18 年春节时间，使得 19Q1 有效接单时间有所缩短。

盈利预测与投资建议：随着公司大家居战略的持续推进、渠道的扩张及优化、新品的持续推出、促销政策优化等多方面的共同发力，我们认为未来公司业绩有望边际改善。我们维持公司 19-21 年净利润 10.96/12.63/ 14.62 亿元，当前股价对应 PE 分别为 15X、13X、11X，维持“买入”评级。

风险提示：地产景气度下行；新品类拓展不及预期；定制行业竞争加剧。

图表 29：索菲亚业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	6,161	7,311	8,631	10,036	11,575
营业收入增长率	36.02%	18.66%	18.06%	16.28%	15.33%
净利润（百万元）	907	959	1,096	1,263	1,462
净利润增长率	36.56%	5.77%	14.32%	15.21%	15.77%
EPS（元）	0.98	1.04	1.19	1.37	1.58
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.28%	19.85%	19.46%	19.83%	20.24%
P/E	18	17	15	13	11
P/B	3.7	3.5	3.0	2.6	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 06 日

1.4.5、顾家家居：并表驱动收入高增，软体大家居版图渐显

公司为软体家居龙头企业，专业从事沙发、软床、床垫等软体家具以及全屋定制家居产品的研究、开发、生产与销售运营，旗下有“顾家工艺沙发”、“KUKA HOME 全皮沙发”、“布艺沙发”、“功能沙发”、“KUKA ART 欧美”、“米檬生活”、“软床”、“床垫”、“全屋定制”九大产品系列，加上美国功能沙发合作品牌“LA-Z-BOY 乐至宝”，组成了针对不同消费群体的多层次、多元化的品牌和产品矩阵。

受高基数、地产红利边际递减等方面影响，公司 19Q1 业绩暂时承压：

1) 收入端：19Q1 公司收入同比增长 32.79%，我们初步测算并表贡献收入增长超过 25 个百分点，剔除并表内生收入增长约为 5%-10%，增速有所放缓。我们总结 19Q1 公司收入端增速放缓主要受 18Q1 高基数、地产红利边际递减等方面影响。2) 利润端：19Q1 公司净利润同比增长 10.04%，剔除并表影响，我们测算内生净利润增速略慢于收入端增速，但总体基本匹配。

软体大家居版图渐显：公司积极构建品类、品牌、渠道多元矩阵，持续提升品类和品牌层次性，深化以沙发为核心，多品类家具为辅的产品架构。同时在渠道层面积极推动渠道扩张和门店效率提升等，通过协同效应形成一站式服务优势，奠定软体家居龙头企业的地位。我们认为，随着公司组织架构调整的逐步到位，加以渠道管理的精细化及效率的提升，叠加房地产数据的逐步回暖，公司未来业绩存在较大改善空间。

盈利预测与投资建议：我们维持公司 19-21 年净利润 12.50/15.46/18.93 亿元，对应 EPS 为 2.08/2.57/3.14 元（由于 18 年利润分配导致股本变动，根据最新股本计算 EPS），当前股价对应 PE 为 14X/11X/9X，维持“增持”评级。

风险提示：企业协同效应低于预期；渠道扩张低于预期；地产景气下行。

图表 30：顾家家居业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	6,665	9,172	11,799	14,856	18,347
营业收入增长率	39.02%	37.61%	28.64%	25.91%	23.50%
净利润（百万元）	822	989	1,250	1,546	1,893
净利润增长率	43.02%	20.29%	26.34%	23.66%	22.48%
EPS（元）	1.37	1.64	2.08	2.57	3.14
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.56%	21.15%	22.74%	23.78%	24.51%
P/E	21	17	14	11	9
P/B	4.2	3.6	3.1	2.6	2.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 06 日

1.4.6、志邦家居：厨衣木联动拓展品类，开启大定制时代

地方性品牌到全国性领军企业，公司迈入系统成长期

公司自厨柜品类起步，逐步从地方性品牌发展至全国性领军企业：在厨柜领域建立较强品牌优势的基础上，公司于 2015 年开展定制衣柜业务，推出“法兰菲”衣柜品牌。2017 年，公司推出 IK 全屋定制，将目标客户锁定为年轻消费群体，并以全屋定制的服务满足顾客“一站式购物”的需求。同时，公司布局木门业务，进一步培育新的利润增长点。2018 年是公司的“大定制元年”，明确厨柜-衣柜-木门-全屋定制的“大定制”战略，从单一的厨房空间延伸至全屋八大空间，全方位地提升公司系统性的竞争力。

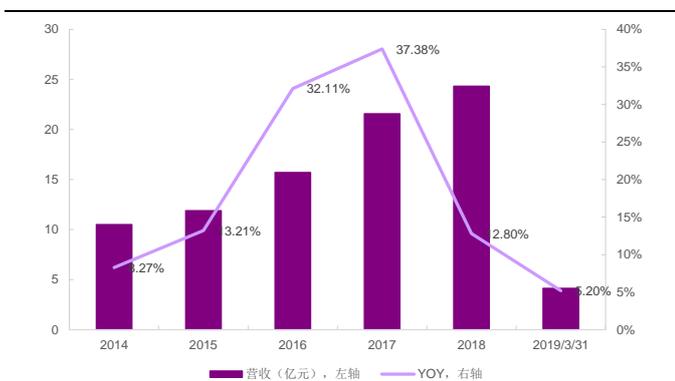
公司凭借领先的设计能力，在渠道、品类扩张等方面的驱动下，业绩实现较为稳健的增长。2018 年公司实现营收 24.33 亿元，同比增长 12.80%；归母净利润 2.73 亿元，同比增长 16.51%。19Q1 公司实现营收 4.14 亿元，同比增长 5.20%；归母净利润 0.32 亿元，同比增长 4.91%，在行业增速中枢下行且 18Q1 高基数的背景下，19Q1 公司业绩仍保持较为稳定的增长。

图表 31：志邦家居发展大事记



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

图表 32：志邦家居营收及增长



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 33：志邦家居归母净利润及增长



资料来源：Wind，光大证券研究所

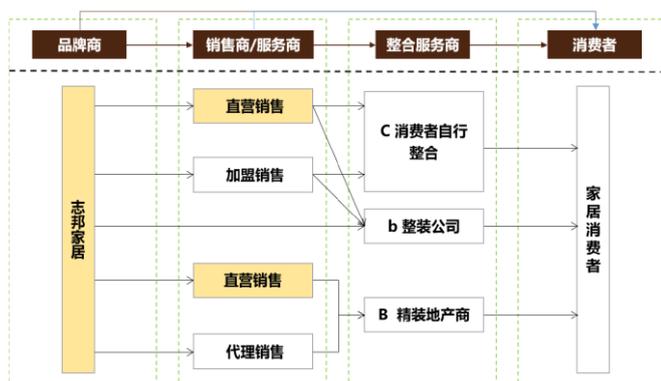
渠道扩张与优化加速，稳步推动强终端战略

渠道方面，公司采用经销商为主、直营和大宗渠道为辅的销售模式，通过多品牌、多品类的布局抢占多层次家居市场，形成全国性的营销网络。以经销渠道为例，根据公司年报，截至2018年末公司拥有厨柜经销商超过1220位，专卖店达到1487家；衣柜经销商595位，专卖店达到726家。

在经销门店持续扩张的基础上，公司重视加盟商的持续优化：公司建立了切实有效的经销商管理制度，在形象设计、人员培训、产品定价等方面进行统一管理；同时为提高经销商的积极性和盈利水平，公司制定了相应的返利政策。另外，公司将进一步进行加盟商的挑选和优化，以不断提升公司终端的营销及服务实力。

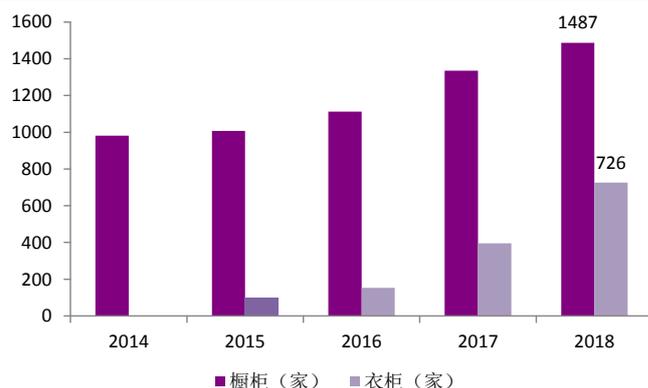
大宗业务方面，随着我国住宅商品房精装修比率的不断提高，工程渠道也逐步成为各定制家居企业重点布局的渠道之一。公司自2010年开始布局国内精装修地产项目的B2B业务，2015年引入美国PMBOK（项目管理知识体系）和项目管理软件，在工程渠道积累了丰富的服务经验。我们认为，随着公司定制品类的持续扩展、品牌实力的不断增强、生产端效率的不断提升，将助力公司加快开拓头部地产企业，进一步塑造公司在工程渠道的综合实力，驱动公司工程业务收入实现较高增长。

图表 34：志邦家居销售渠道汇总



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图表 35：志邦家居厨衣柜门店统计



资料来源：公司公告，光大证券研究所

关键假设：

1、收入端假设：我们认为，公司作为定制厨柜行业的领军企业，在大定制、强终端、设计领先的战略引领下，公司综合竞争力有望全面提升。具体来看：

1) 整体厨柜：厨柜作为公司的强势品类，产品设计多元化，能够更大程度地满足消费者的个性化需求。我们认为，随着公司厨柜经销门店的持续扩张、工程业务的持续拉动，公司厨柜品类收入有望维持较为稳健的发展；因此我们预计2019-2021年公司厨柜业务收入增速分别为7%、8%、8%。

2) 定制衣柜：公司于2015年开展定制衣柜业务，并于2017年推出IK全屋定制品牌，将目标客户锁定为年轻消费群体，进一步完善“大定制”布局。目前公司衣柜品类仍处快速发展期，我们认为随着厨衣协同效应的显现、定制衣柜门店的快速扩张、客单价的逐步提升等方面的拉动，定制衣柜品类

收入有望维持较高增长；因此我们预计 2019-2021 年公司衣柜业务收入增速分别达到 63%、41%、32%。

2、毛利率假设：我们认为，虽然大宗业务收入占比提升将影响公司整体毛利率水平，但随着公司厨衣木协同效应的显现，客单价有望持续提升，同时公司凭借生产效率的提升，毛利率水平有望保持稳定态势。我们预计 2019-2021 年公司综合毛利率分别为 35.98%、36.04%、36.24%。

图表 36：志邦家居收入分项预测

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	2,156.88	2,432.99	2,840.05	3,290.24	3,785.50
增长率	37.38%	12.80%	16.73%	15.85%	15.05%
毛利	752.82	874.81	1,021.75	1,185.90	1,371.86
毛利率	34.90%	35.96%	35.98%	36.04%	36.24%
整体厨柜					
收入	1,876.47	1,928.18	2,057.85	2,213.45	2,383.27
增长率	32.25%	2.76%	6.72%	7.56%	7.67%
毛利	690.19	738.89	792.69	857.06	927.58
毛利率	36.78%	38.32%	38.52%	38.72%	38.92%
定制衣柜					
收入	224.71	430.00	699.12	984.00	1,297.83
增长率	146.40%	91.36%	62.59%	40.75%	31.89%
毛利	58.38	128.87	216.51	314.58	427.88
毛利率	25.98%	29.97%	30.97%	31.97%	32.97%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

盈利预测和投资建议：我们看好公司在厨柜领域的优势地位，同时在“大定制”战略的推动下，全屋各品类协同效应可期。公司凭借设计领先、强终端等优势，同时积极拓展工程渠道，未来品类及门店扩张空间较大。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.44 元、1.69 元、1.95 元，当前股价对应 PE 分别为 12X、10X、9X。我们认为，公司在厨柜领域已建立明显的优势地位，而衣柜等其它品类仍处培育期，因此给予公司 2019 年 16 倍 PE，对应目标价 23.04 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：地产景气下行风险；竞争加剧风险；渠道扩张低于预期风险。

图表 37：志邦家居可比公司估值表

公司代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
603833	欧派家居	114.93	3.74	4.53	5.45	6.64	31	25	21	17
300616	尚品宅配	75.68	2.40	2.92	3.50	4.17	32	26	22	18
002572	索菲亚	18.12	1.04	1.19	1.37	1.58	17	15	13	11
603898	好莱客	15.74	1.23	1.41	1.63	1.86	13	11	10	8
603180	金牌厨柜	52.36	3.11	3.72	4.41	5.28	17	14	12	10
603326	我乐家居	11.04	0.45	0.58	0.72	0.88	25	19	15	13
	平均						22	18	15	13
603801	志邦家居	17.68	1.22	1.44	1.69	1.95	14	12	10	9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测（股价时间为 2019 年 06 月 06 日）

注：志邦家居、欧派家居、尚品宅配、索菲亚为光大证券研究所预测，其余可比公司为 Wind 一致预期。

图表 38：志邦家居业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,157	2,433	2,840	3,290	3,785
营业收入增长率	37.38%	12.80%	16.73%	15.85%	15.05%
净利润（百万元）	234	273	322	377	436
净利润增长率	31.74%	16.51%	18.08%	17.07%	15.68%
EPS（元）	1.05	1.22	1.44	1.69	1.95
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.78%	14.58%	15.64%	16.34%	16.82%
P/E	17	14	12	10	9
P/B	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 06 日

2、非家居板块投资建议：自下而上寻找优质标的

因轻工制造板块各细分领域的行业特性存在较大差异，因此我们通过提炼不同子板块的核心看点，总结出非家居板块的三大投资逻辑：

思路一：细分领域龙头，受益于行业集中度提升的标的；

思路二：行业供需格局边际改善，盈利能力有望底部回升的标的；

思路三：高景气度子行业，且存在事件催化的标的。

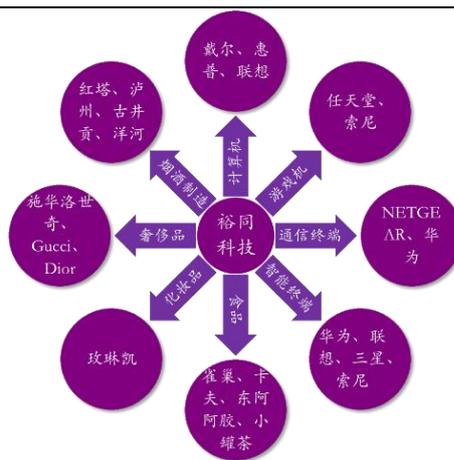
2.1、思路一：细分领域龙头，受益于行业集中度提升

2.1.1、裕同科技：高端客户资源行业领先，稳居消费品包装龙头

裕同科技主要生产彩盒、纸箱、说明书等产品，主要定位于高端市场，为高端品牌包装提供“创意设计与研究解决方案、一体化产品制造和供应解决方案、多区域运营及服务解决方案”，稳居包装行业龙头地位。

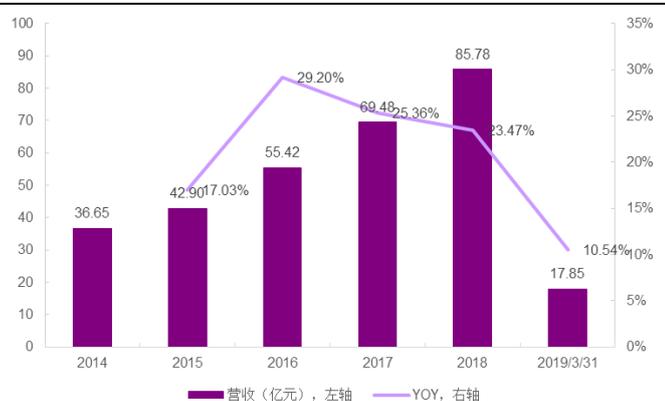
消费类电子行业覆盖范围广，积极拓展烟酒、食品领域高端客户，客户结构多元化：公司拥有众多高端品牌客户，基本覆盖了消费类电子行业的主要领域，包括移动智能终端、计算机、游戏机、通信终端产品等。根据公司官网，在移动智能终端领域，公司是华为、联想、三星、索尼的多年供应商，直接或通过富士康等知名代工厂间接提供服务；在计算机领域，戴尔、惠普、联想均是公司重要客户；在游戏机领域，裕同科技是任天堂、索尼的长期供应商；在通信终端方面，NETGEAR 和 华为均与公司是长期合作伙伴。此外，公司还拓展了食品、化妆品、奢侈品、烟酒制造等客户的稳定合作关系，客户结构进一步多元化，构筑公司长期发展驱动力。

图表 39：裕同科技客户分布（截至 2018 年）



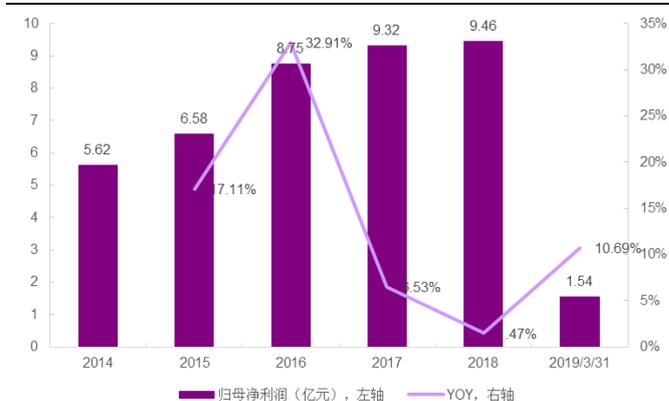
资料来源：公司官网，公司公告，光大证券研究所

图表 40：裕同科技收入及增长



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 41：裕同科技净利润及增长



资料来源：Wind，光大证券研究所

行业集中度提升是长逻辑：就纸包装而言，相较于北美等市场，我国纸包装行业集中度较低。裕同科技作为包装整体解决方案的优质提供商，我们认为中长期来看有望受益于行业集中度的持续提升。

盈利预测与投资建议：我们看好公司在消费电子包装领域的优势地位，同时公司积极拓展大包装领域优质客户，加上收购企业协同效应的持续显现，我们维持公司 19-21 年净利润 12.34/15.44/18.75 亿元，对应 EPS 为 1.41、1.76、2.14 元，当前股价对应 PE 分别为 13X、10X、9X，维持“增持”评级。

风险提示：包装行业整合低于预期；新客户拓展低于预期；原材料价格上涨风险；汇率风险。

图表 42：裕同科技业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	6,948	8,578	10,984	13,699	16,721
营业收入增长率	25.36%	23.47%	28.04%	24.72%	22.06%
净利润（百万元）	932	946	1,234	1,544	1,875
净利润增长率	6.53%	1.47%	30.49%	25.13%	21.44%
EPS（元）	1.06	1.08	1.41	1.76	2.14
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.64%	16.73%	18.37%	19.44%	19.90%
P/E	17	17	13	10	9
P/B	3.2	2.8	2.4	2.0	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 06 日

2.1.2、中顺洁柔：稳健增长的优质消费品企业

中顺洁柔成立于 1999 年，并于 2010 年成功在深交所上市，成为生活用纸领域首家 A 股上市企业。公司产品品类聚焦卷纸、无芯卷纸、软抽、手帕纸、湿巾五大类，旗下拥有“洁柔”和“太阳”两大知名品牌，其中“太阳”定位相对亲民，“洁柔”定位相对高端；具体产品方面，公司拥有 C&S、Face、Lotion、自然木等多系列明星产品，满足不同细分市场消费者的需求。

2015 年公司引入全新销售、运营团队，在管理、渠道、营销等各方面进行改革，随着改革成效的逐步显现，公司业绩保持稳健增长态势。19Q1 公司实现营收 15.41 亿元，同比增长 25.78%；归母净利润 1.23 亿元，同比增长 25.18%。自 2015 年公司引入全新营销团队后，在渠道方面重点发力，公司四大通路（直营卖场 KA、经销商 GT、商销 AFH、电商 EC）全面发展，进一步向“强渠道”迈进。

图表 43：中顺洁柔收入及增长



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 44：中顺洁柔净利润及增长



资料来源：Wind，光大证券研究所

产品方面，近几年公司致力于产品结构升级，不断推出中高端产品系列，进一步强化公司“高端生活，品味洁柔”的品牌定位。2017 年 6 月公司推出新品黄色纸（低白度纸）自然木系列，100%采用进口原生木浆，且通过欧美食品级检测，在保证产品质量优质的同时，丰富产品结构，并迅速抢占低白度纸市场份额。目前公司高端产品以 Face、Lotion、自然木系列为代表，

随着对新品推广力度的加大，公司中高端产品收入占比持续提升，逐步成为公司重要的利润贡献点。

另外，公司主要原材料为进口木浆，目前进口木浆价格已回落至相对低位，综合考虑库存周期等因素，我们认为公司成本端压力有望逐步减轻，盈利弹性将逐步显现。

盈利预测和投资建议：我们看好公司作为生活用纸龙头企业，随着产品升级、渠道扩张、新增产能投产以及新产品的逐步推出，公司业绩增长持续性较强。我们维持公司 2019-2020 年净利润为 5.54/6.80 亿元，新增预测 2021 年净利润 8.45 亿元，对应 EPS 分别为 0.42 元、0.52 元、0.65 元，当前股价对应 PE 分别为 24X、20X、16X，维持“增持”评级。

风险提示：渠道下沉不及预期，浆价波动风险，新产品开拓不及预期。

图表 45：中顺洁柔业绩预测和估值指标

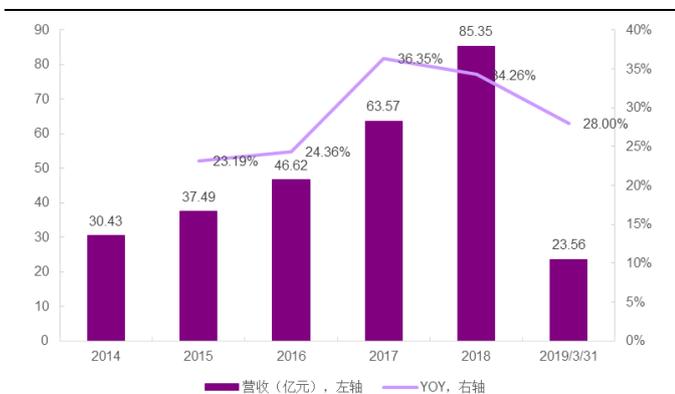
指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,638	5,679	7,066	8,636	10,378
营业收入增长率	21.76%	22.43%	24.43%	22.22%	20.17%
净利润（百万元）	349	407	554	680	845
净利润增长率	34.04%	16.60%	36.12%	22.69%	24.32%
EPS（元）	0.27	0.31	0.42	0.52	0.65
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.47%	12.29%	13.70%	14.74%	15.88%
P/E	39	33	24	20	16
P/B	4.4	4.1	3.3	2.9	2.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 06 日

2.1.3、晨光文具：核心业务增长稳健，四大赛道全面发力

晨光文具为文具行业领军企业，公司主要负责生产销售各类文具用品并提供学习和工作场景解决方案。在新零售和消费升级的背景下，晨光文具创新产品功能，聚焦重点终端，优化升级加盟店，创建办公直销平台晨光科力普、零售专卖店晨光生活馆、九木杂物社、互联网平台晨光科技等，在 2C 核心业务持续发展和办公用品直销业务快速拓展的双引擎驱动下，公司业绩增长稳健。

图表 46：晨光文具收入及增长



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 47：晨光文具净利润及增长



资料来源：Wind，光大证券研究所

产品创新+渠道覆盖广等多方面构筑公司传统**2C**业务竞争优势:产品方面,公司从全品类角度出发形成10大类54小类产品,并持续进行产品创新,通过“经典款”与“新产品”保持较强的消费者粘性,在学生文具领域具有较强的品牌力。营销渠道方面,根据公司2018年年报,公司在全国拥有35家一级合作伙伴、近1200个城市的二、三级合作伙伴,“晨光系”零售终端超过7.6万家,校边商圈覆盖广,渠道先发优势明显。总体而言,晨光文具公司依托独立自主的设计研发能力、成熟的零售终端和全产业链整合能力,不断推陈出新,丰富产品种类,调整产品结构,在产品和渠道两大方面具有较强的综合竞争力。

新业务发展空间广阔:1) 新业务-科力普:随着办公用品集采透明化,公司凭借自身优势有望持续提升市场份额;目前科力普正处快速发展期,有望成为公司重要利润贡献点之一。2) 新业务-九木杂物社:九木杂物社是公司直营模式的成功探索,也是精品文创产品的优质载体。公司通过发展九木杂物社和晨光生活馆两类零售大店,顺应消费升级趋势,传播自身品牌文化,是公司战略布局的重要方向;随着九木杂物社加盟的逐步开放,我们认为该业务也将成为公司重要利润贡献点之一。

盈利预测与投资评级:我们看好公司在文具行业的品牌、产品、渠道等优势,核心业务增长持续性强;加上新业务科力普、九木杂物社高增长贡献增量,我们维持19-21年预测净利润10.37/13.43/16.86亿元,对应EPS为1.13、1.46、1.83元,当前股价对应PE为35X、27X、21X,维持“增持”评级。

风险提示:文具行业需求增速下行;新客户拓展低于预期;新业务盈利能力低于预期。

图表 48: 晨光文具业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,357	8,535	11,267	14,439	18,141
营业收入增长率	36.35%	34.26%	32.00%	28.16%	25.64%
净利润(百万元)	634	807	1,037	1,343	1,686
净利润增长率	28.63%	27.25%	28.49%	29.58%	25.51%
EPS(元)	0.69	0.88	1.13	1.46	1.83
ROE(归属母公司)(摊薄)	22.37%	23.66%	24.85%	26.08%	26.48%
P/E	57	45	35	27	21
P/B	12.7	10.6	8.7	7.0	5.7

资料来源:Wind,光大证券研究所预测,股价时间为2019年06月06日

2.2、思路二：行业供需格局边际改善，盈利能力有望底部回升

2.2.1、太阳纸业：成本优势构筑公司长足发展动力

公司产品品类多元布局，纸张种类包括铜版纸、胶版纸、箱板纸、淋膜原纸、复印纸、工业原纸、生活用纸等，其中文化纸产能行业领先；浆种类包括溶解浆、化机浆等。产品结构方面，公司主动加快产品结构升级调整，围绕造纸产业链制定“四三三”发展战略，覆盖产业用纸（40%）、生物质新材料（30%）、快速消费品（30%）三大部分，以实现产品品类的多元化布局，一方面合理优化产品布局，寻找新的利润增长点；另一方面通过多业态布局增强企业的抗风险能力，从而进一步提升公司盈利能力，推动公司持续稳定发展。

林浆纸一体化推动公司长足发展：根据公司公告，18年公司20万吨特种纸、30万吨化学浆、80万吨高档纸板项目、50万吨新型纤维原料项目等陆续投产，推动公司纸浆销量持续增长。另外，18年7月公司公告拟在老挝建设120万吨造纸项目，我们认为未来该项目的投产有望进一步丰富公司产品结构，有助于公司奠定综合性纸企龙头地位。

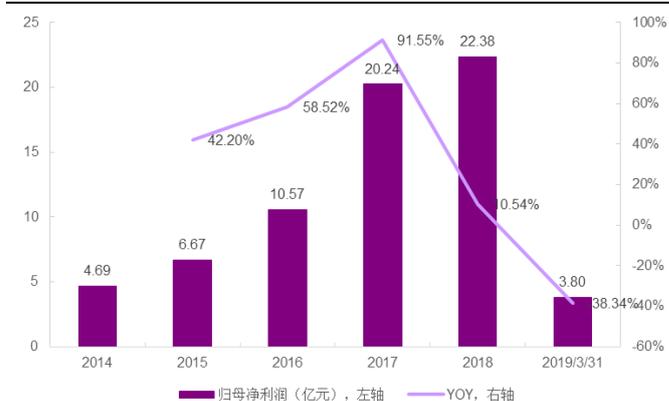
公司吨纸盈利能力有望边际修复：从行业层面来看，中长期来看，公司核心纸种文化纸需求端增速相对平稳，供给端新增产能较少，同时考虑中小企业的逐步退出，总体来看文化纸供需及竞争格局较好，我们认为文化纸价格仍有一定提升空间。随着新型纤维原料项目的达产，公司原材料自供比例将进一步提升，成本优势将更加凸显。综合考虑文化纸供需格局及提价贡献，我们判断公司造纸主业的盈利能力有望边际修复。

图表 49：太阳纸业收入及增长



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 50：太阳纸业净利润及增长



资料来源：Wind，光大证券研究所

盈利预测与投资建议：公司为文化纸领军企业，产能规划清晰且原材料一体化程度高，具备长足增长动力，我们维持 19-21 年公司净利润预测 21.63/24.78/ 28.20 亿元，对应 EPS 分别为 0.83/0.96/1.09 元，当前股价对应 PE 为 7X/6X/6X，维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格大幅波动风险；纸业需求不及预期风险。

图表 51：太阳纸业业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	18,894	21,768	24,643	27,540	30,306
营业收入增长率	30.71%	15.21%	13.20%	11.76%	10.04%
净利润（百万元）	2,024	2,238	2,163	2,478	2,820
净利润增长率	91.55%	10.54%	-3.32%	14.55%	13.78%
EPS（元）	0.78	0.86	0.83	0.96	1.09
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.61%	17.80%	14.94%	14.84%	14.66%
P/E	8	7	7	6	6
P/B	1.5	1.3	1.1	0.9	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 06 日

2.3、思路三：高景气度子行业，且存在事件催化

2.3.1、新型烟草主题：东风渐起，关注新型烟草供应链企业

2019 年 4 月 30 日，根据美国 FDA 及菲莫国际（PMI）官网显示：美国 FDA 正式授权菲莫国际生产的加热不燃烧（HNB）烟草制品——IQOS 在美国上市销售，即 IQOS 在美国 FDA 的 PMTA 申请（烟草上市前申请）最终获批通过，授权产品包括 IQOS 设备及三类烟弹（万宝路、万宝路顺滑薄荷、万宝路清新薄荷）。

PMI 分别于 2017 年 3 月、2016 年 12 月针对 IQOS 产品向美国 FDA 提交了 PMTA、MRTP（风险改进烟草产品）两项申请，二者的核心区别在于：PMTA 为烟草产品销售许可证；MRTP 的通过则意味着 IQOS 可以在美国市场以“减害烟草制品”的标签销售并宣传。值得注意的是，IQOS 提交的 MRTP 申请与 PMTA 相互独立，目前 MRTP 申请仍处于实质性科学审查阶段。

IQOS——减害产品的代表：IQOS 是菲莫国际打造减害产品生产线所推出的第一支无烟新型烟草制品系列，于 2014 年 11 月在名古屋、米兰的试点市场正式推出，使减害产品平台首次实现商业化；2016 年开始在全球范围内加速推广。根据菲莫国际最新发布的 2018 年年报显示，2018 年 IQOS 烟弹出货量已达到约 414 亿支，带动菲莫整体减害产品收入持续增长。

根据 PMI 母公司奥驰亚集团官网公告，PMI 将独家授权菲莫美国负责 IQOS 在美国的销售及商业化，菲莫美国已发布 IQOS 在美销售的各类渠道推广计划（包括 Lenox Square®的 IQOS 商店及烟弹分销渠道等）。此次 IQOS 获得在美销售许可是 IQOS 打开美国市场的里程碑事件。根据 PMI 官网，目前美国约有 4000 万烟民，在 IQOS 获得美国市场“入场券”后，凭借其产品、渠道、品牌等方面优势，有望复制在日本的成功经验，渗透率有望快速提升，未来发展潜力较大。

美国市场贡献增量，建议关注新型烟草供应链企业

我们认为，IQOS 在产品、渠道、品牌等方面综合优势显著，随着其在美国市场渠道布局的逐步推进，IQOS 在美国市场销售的增量可观。另外，此次 IQOS 成功登陆美国市场，也有望推动全球加热不燃烧烟草制品行业的加快发展。因此，我们建议关注新型烟草产业相关供应链企业：

1) **盈趣科技**: PMI 电子烟产品二级供应商, 智能制造创新优势突出, IQOS 在美国市场的销售增量将直接驱动盈趣科技相关产品出货量的增长。

我们简单测算 IQOS 产品正式进入美国市场后, 对盈趣科技 HNB 烟具出货量及收入的带动情况 (暂不考虑库存及换货情况): 用户基础方面, 根据 PMI 官网, 目前美国约有 4000 万烟民, 同时将非烟民转化为 IQOS 产品使用者的可能性考虑在内。市占率方面, 我们参考 IQOS 在亚洲 (主要消费市场为日本和韩国) 及欧盟 (主要为希腊、葡萄牙等) 等地区上市后市场份额提升的情况, 据此模拟 IQOS 在美国市场上市后的市占率提升趋势; 初步测算出在中性假设的情况下, 19-21 年美国市场 IQOS 设备需求量分别为 120 万套、294 万套、461 万套, 对应盈趣科技美国市场精密塑胶部件出货量分别为 108 万套、250 万套、369 万套。

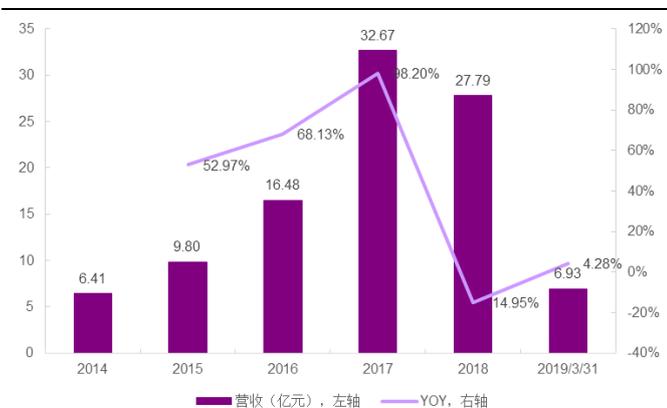
图表 52: IQOS 进入美国市场对盈趣科技出货量增量贡献的测算

	2019E			2020E			2021E		
	保守	中性	乐观	保守	中性	乐观	保守	中性	乐观
美国烟民基数 (万人)	4000			3920			3841.6		
情景假设	保守	中性	乐观	保守	中性	乐观	保守	中性	乐观
IQOS 美国市场市占率	0.5%	1.0%	2.0%	2.0%	2.5%	3.5%	3.5%	4.0%	5.0%
IQOS 烟民 (万人)	20	40	80	78	98	137	134	154	192
IQOS 使用者 (万人, 考虑非烟民转化)	30	60	120	118	147	206	202	230	288
IQOS 设备需求量 (万套)	60	120	240	235	294	412	403	461	576
盈趣科技供货份额	80%	90%	100%	75%	85%	95%	70%	80%	90%
盈趣科技设备美国市场出货量 (万套)	48	108	240	176	250	391	282	369	519
盈趣科技美国市场增量收入 (百万元)	46	103	228	168	237	371	268	350	493
盈趣科技美国市场增量利润 (百万元)	16	36	80	59	83	130	94	123	172

资料来源: 各公司年报, FDA 官网, 光大证券研究所测算

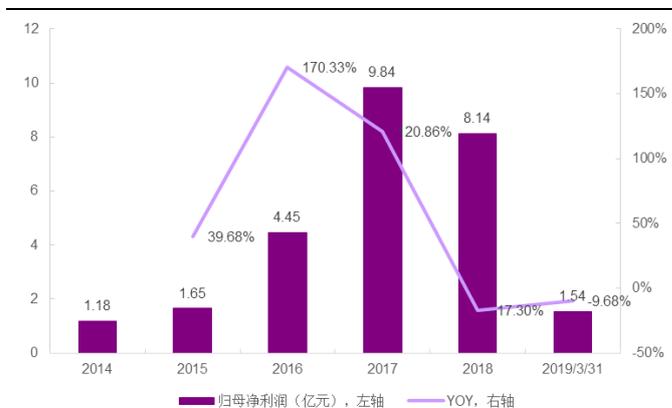
我们认为盈趣科技作为 PMI 电子烟产品的二级供应商, 将直接受益 IQOS 在美国市场的销售增量; 加上 IQOS 新一代产品的逐步上量和公司产能利用率的提升, 未来公司精密塑胶部件业务的增速有望逐步回升。总体而言, 公司自主创新 UDM 业务模式, 智能制造创新优势突出, 凭借突出的研发设计能力、优质的产品品质、优秀的供应链管理能力和深度绑定优质客户, 核心产品包括创新消费电子产品、智能控制部件等存在较大的增长潜力。

图表 53: 盈趣科技收入及增长



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 54: 盈趣科技净利润及增长



资料来源: Wind, 光大证券研究所

盈利预测和投资建议:我们认为盈趣科技作为 PMI 电子烟产品的二级供应商,将直接受益 IQOS 在美国市场的销售增量;加上 IQOS 新一代产品的逐步上量和产能利用率的提升,未来公司精密塑胶部件业务增速有望逐步回升。总体而言,公司智能制造创新优势突出,凭借突出的研发设计能力、优质的产品品质、优秀的供应链管理能力和深度绑定优质客户,核心产品存在较大的增长潜力。我们维持公司 19-21 年预测净利润 11.09/13.87/16.12 亿元,当前股价对应 PE 为 15X/12X/10X,维持“增持”评级。

风险提示:客户拓展低于预期;核心产品订单量低于预期风险。

图表 55: 盈趣科技业绩预测和估值指标

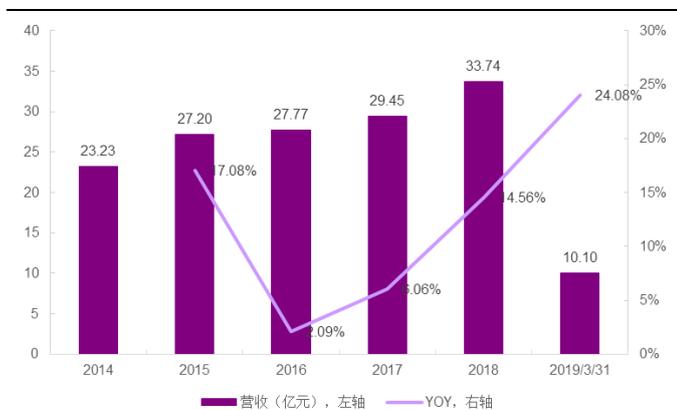
指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,267	2,779	3,899	4,942	5,687
营业收入增长率	98.20%	-14.95%	40.33%	26.73%	15.07%
净利润(百万元)	984	814	1,109	1,387	1,612
净利润增长率	120.86%	-17.30%	36.29%	25.11%	16.21%
EPS(元)	2.15	1.77	2.42	3.03	3.52
ROE(归属母公司)(摊薄)	58.97%	21.87%	24.84%	26.55%	26.68%
P/E	17	21	15	12	10
P/B	10.1	4.5	3.8	3.2	2.8

资料来源:Wind,光大证券研究所预测,股价时间为2019年06月06日

2) 劲嘉股份:公司作为国内烟标领域的领军企业,与多数中烟公司均有深厚的合作背景,业绩增长稳定性强。前期公司公告发布《三年发展战略规划纲要(2019年-2021年)》,明确提出凝聚全力、高质量推进大包装产业发展(烟标、酒包、精品包装等)及积极培育新型烟草产业。

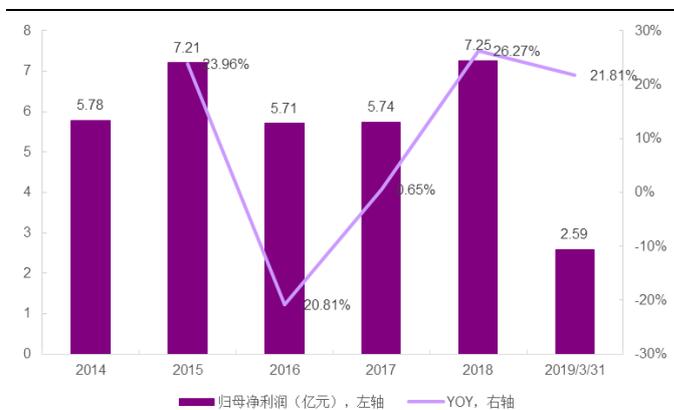
烟标方面,在行业产销增速回升的背景下,公司凭借强大的设计、研发能力,同时把握产品结构升级机会,我们认为烟标主业增长将保持向好态势。另外,公司在彩盒领域凭借自身的优势重点发展精品烟盒、3C 包装、酒盒三方面业务,随着各领域新客户的持续拓展,我们判断未来公司彩盒业务高增长的可持续性较强。新型烟草方面,公司于 14 年即开始布局新型烟草领域,目前已形成劲嘉科技、因味科技、嘉玉科技三大平台研产销结合,全面布局新型烟草领域,充分占据先发优势。

图表 56: 劲嘉股份收入及增长



资料来源:Wind,光大证券研究所

图表 57: 劲嘉股份净利润及增长



资料来源:Wind,光大证券研究所

盈利预测和投资建议：综合考虑公司烟标主业稳健增长、彩盒业务高速增长及投资收益的增量贡献，我们维持公司 19-21 年净利润 8.98/10.96/ 13.26 亿元，当前股价对应 PE 为 18X/15X/12X，维持“买入”评级。

风险提示：烟草行业景气下滑风险；彩盒业务客户拓展低于预期；电子烟业务发展低于预期。

图表 58：劲嘉股份业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,945	3,374	3,983	4,765	5,609
营业收入增长率	6.06%	14.56%	18.06%	19.62%	17.71%
净利润（百万元）	574	725	898	1,096	1,326
净利润增长率	0.65%	26.27%	23.75%	22.15%	20.97%
EPS（元）	0.39	0.50	0.61	0.75	0.91
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.91%	11.17%	12.57%	14.38%	16.09%
P/E	28	22	18	15	12
P/B	2.5	2.5	2.3	2.1	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 06 日

2.3.2、电子发票主题：顺应形势未来可期，三杰引领行业发展

电子发票行业发展驱动力：电子发票是信息时代的产物，同普通发票一样，采用税务局统一发放的形式给商家使用，发票号码采用全国统一编码，采用统一防伪技术，分配给商家，在电子发票上附有电子税局的签名机制。发行电子发票将大幅节省企业在发票上的成本，节约发票印制成本，而且不包括企业发票管理间接成本。同时，电子发票系统可以与企业内部的 ERP、CRM、SCS 等系统相结合，发票资料全面电子化并集中处理，有助于企业本身的账务处理，并能及时给企业经营者提供决策支持。另外，电子发票也有利于政府加强对企业的税收监管。

航天信息、百望股份、东港股份三杰引领电子发票行业发展：目前电子发票的行业格局是航天信息、百望股份、东港股份三杰引领行业发展，虽有竞争但三家公司各有自己的独特优势。在前端硬件端，主要是航信和百望平分秋色；而电子发票第三方平台主要面向客户端提供服务，存在市场化内在需求，竞争机制较为灵活，东港凭借瑞宏网的多样性服务在此领域占据了龙头地位。

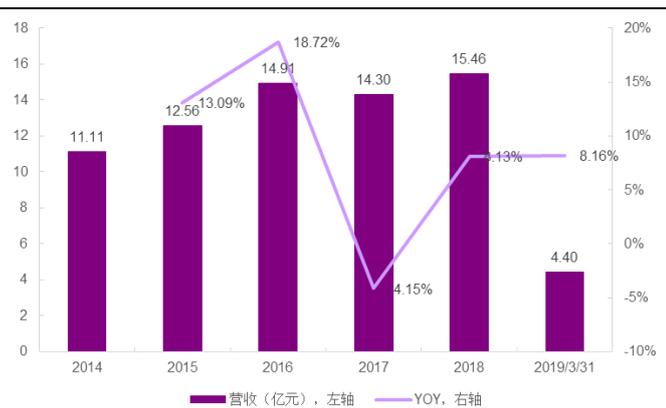
图表 59：航信、百望、东港电子发票相关产品及优势对比

公司	主要硬件产品	主要第三方服务平台	优势
航天信息	金税盘、报税盘、网络开票机、智能开票机	51 发票网	1、 国企背景，和各省国税保持良好的合作关系，便于获得业务资质。 2、 前端硬件产品市场占有率高达 70%。
百望股份	税控服务器、税控盘、SIMkey、魔盒	发票通、税慧通	国家信息安全工程技术研究中心唯一授权。
东港股份	APM 电子发票自助打印终端	瑞宏网	1、 在中小微企业中树立了领先地位。 2、 软件服务端市场占有率高。

资料来源：各公司官网，公司公告，光大证券研究所整理

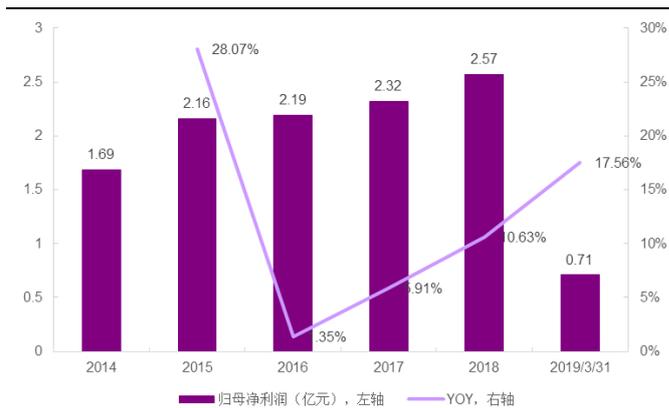
东港股份：新业务渐入佳境，全面打造综合服务供应商。1) 电子票证业务多元化发展，盈利模式清晰：公司陆续与蚂蚁区块链等签订战略合作协议，未来电子票证业务尤其是区块链电子票证，有望保持较高速增长。2) 档案存储发展潜力大：公司试点推广中小微企业档案管理云平台，进一步开发针对中小微企业的增量市场，如果推广到全国，存在较大发展潜力。3) 传统印刷类业务增长稳健：公司为票据印刷龙头企业，上下游议价能力强，良好的资质及口碑助力公司构建竞争壁垒；公司将持续受益行业集中度提升。

图表 60：东港股份收入及增长



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 61：东港股份净利润及增长



资料来源：Wind，光大证券研究所

盈利预测与投资建议：我们维持公司 19-21 年预测净利润 3.20/3.86/4.73 亿元，对应 EPS 分别为 0.59/0.71/0.87 元（由于 18 年利润分配导致股本变动，根据最新股本计算 EPS），当前股价对应 PE 为 17X/14X/12X，维持“买入”评级。

风险提示：业务拓展不及预期；电子发票政策风险；合作进度低于预期。

图表 62：东港股份业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,430	1,546	1,806	2,147	2,583
营业收入增长率	-4.15%	8.13%	16.86%	18.86%	20.30%
净利润 (百万元)	232	257	320	386	473
净利润增长率	5.91%	10.63%	24.60%	20.54%	22.76%
EPS (元)	0.43	0.47	0.59	0.71	0.87
ROE (归属母公司) (摊薄)	15.32%	15.79%	18.91%	21.91%	25.58%
P/E	24	22	17	14	12
P/B	3.7	3.4	3.3	3.2	3.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 06 日

3、重点公司估值表

图表 63：重点公司估值表

公司代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE				投资评级
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	
603208	江山欧派	29.33	1.89	2.49	3.11	3.72	16	12	9	8	买入
300616	尚品宅配	75.68	2.40	2.92	3.50	4.17	32	26	22	18	买入
603833	欧派家居	114.93	3.74	4.53	5.45	6.64	31	25	21	17	买入
002572	索菲亚	18.12	1.04	1.19	1.37	1.58	17	15	13	11	买入
002191	劲嘉股份	11.06	0.50	0.61	0.75	0.91	22	18	15	12	买入
603899	晨光文具	39.25	0.88	1.13	1.46	1.83	45	35	27	21	增持
002511	中顺洁柔	10.33	0.31	0.42	0.52	0.65	33	24	20	16	增持
603816	顾家家居	28.13	1.64	2.08	2.57	3.14	17	14	11	9	增持
002078	太阳纸业	6.10	0.86	0.83	0.96	1.09	7	7	6	6	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测（股价时间为 2019 年 06 月 06 日）

4、风险分析

地产景气下行风险

- 家用轻工属于地产后周期行业，如果地产景气程度低于预期，会影响家居企业的客流量、接单情况等，从而影响家居行业整体景气程度。

原材料价格上涨风险

- 对于造纸包装印刷等制造行业，原材料价格的波动会导致企业经营成本的上升，影响企业的盈利能力。

汇率波动风险

- 轻工行业核心子版块家居、包装、造纸等部分公司出口业务占比相对较高，因此汇率波动将对公司整体业绩存在一定影响（收入端、原材料端）。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼