

轻工制造

报告原因：深度报告

2019年6月26日

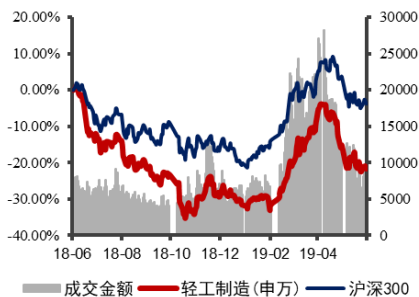
轻工行业 2019 年中期策略

地产回暖利好家具企稳回升，文具兼具防御性和成长性 看好

行业研究/深度报告

维持评级

轻工板块近一年市场表现



分析师：

平海庆

执业证书编号：S0760511010003

电话：010-83496341

邮箱：pinghaiqing@sxzq.com

研究助理：

杨晶晶

电话：010-83496308

邮箱：yangjingjing@sxzq.com

地址：

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28

层北京市西城区平安里西大街 28 号

中海国际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

➢ **2019 上半年回顾：文娱用品跑赢大盘，细分白马龙头股受到青睐。**截至 6 月 20 日，SW 轻工制造指数上涨 12.64%，跑输大盘 14.53 个百分点。其中，文娱用品跑赢大盘 2.29 个百分点，涨幅位列各子版块第一，表现出较强的防御性。包装（+16.51%）、家具（+14.61%）表现次之。资金连续追逐热点概念，业绩确定、经营稳健、竞争壁垒高的龙头白马股表现优异。

➢ **家具：持续聚焦渠道和大众居，流量仍是竞争关键。**（1）地产边际数据回暖：从 18 年底至今年 4 月，全国房地产市场迎来“小阳春”，家具消费增速、终端流量和市场信心已有所好转，再结合去年整体环境低迷、业绩基数较低的因素，预期下半年家具板块业绩企稳回升。（2）流量入口多元化，整装与大宗业务快速发展。C 端：传统渠道优化创新，整装业务初具规模；B 端：精装房规模及部品配套率快速增长，大宗业务利好龙头家具企业。（3）大众居成为共识，多品类协同实现外延式增长。在传统优势品类增长乏力的情况下，新品类的高速增长为家具企业带来新的动能。

➢ **文娱用品：精品文创打开新增增长点，办公直销市场有待深耕。**（1）精品文创活力迸发，文化大 IP 打造爆款。“口红经济”时代来临，文具的价格敏感度较低，精品文创的高附加值将带动文具行业实现“价的增长”。IP 跨界合作能够在很大程度上赋能品牌、赋能销售，IP 开发和变现的成功范例，给精品文创带来广阔的增长前景。（2）办公直销：增量仍广阔、存量待深耕。政策驱动电商化集中采购，央企、国企普及程度仅 20%，保守估计 4000 亿元头部订单尚未释放。龙头市占率仅为个位数，目前龙头直销平台没有感受到竞争压力。存量客户有待深耕：提升客单值与利润率。

➢ **行业评级和投资建议：优选龙头及业绩增长确定、核心竞争力突出品种。**我们坚持业绩成长性强和市占率提升的双重选股逻辑，看好文娱用品和家具行业，建议优选细分龙头及业绩增长确定、核心竞争力突出品种。建议关注尚品宅配、欧派家居、晨光文具、齐心集团。

风险提示：

➢ 宏观经济增长不及预期；地产调控政策风险；市场竞争加剧风险；原材料价格波动风险；经销商管理风险；整装业务拓展不及预期；大宗业务回款风险等。

目录

1. 2019 上半年回顾：文娱用品跑赢大盘，细分白马龙头股受到青睐.....	6
1.1 整体走势：轻工板块上涨 12.64%，估值小幅修复.....	6
1.2 子版块回顾：文娱用品跑赢市场，包装家具涨幅次之.....	7
1.3 白马龙头表现优异，资金追逐热点与价值.....	8
2.家具：持续聚焦渠道和大家居，流量仍是竞争关键.....	10
2.1 地产边际数据回暖，预期下半年家具板块业绩企稳回升.....	10
2.2 流量入口多元化，整装与大宗业务快速发展.....	13
2.2.1 C 端：传统渠道优化创新，整装业务初具规模.....	13
2.2.2 B 端：精装房规模及部品配套率快速增长，大宗业务利好龙头家具企业.....	17
2.3 大家居成为共识，多品类协同实现外延式增长.....	20
3. 文娱用品：精品文创打开新增长点，办公直销市场有待深耕.....	21
3.1 精品文创活力迸发，文化大 IP 打造爆款.....	21
3.1.1 “口红经济”时代来临，多品类、多业态精品文创崛起.....	21
3.1.2 精品文创爆款启示与实践：文化大 IP 开发和变现空间广阔.....	23
3.2 办公直销：增量仍广阔、存量待深耕.....	25
3.2.1 增量空间广阔：“海阔凭鱼跃”，竞争格局分散利好龙头品牌.....	25
3.2.2 存量客户有待深耕：提升客单值与利润率.....	27
4. 行业评级和投资建议：优选龙头及业绩增长确定、核心竞争力突出品种.....	30
4.1 尚品宅配：整装业务步入正轨，多品类、全渠道协同发力.....	30
4.2 欧派家居：全品类、全渠道协同并进，整装大家居出具规模.....	31
4.3 晨光文具：精品文创布局优秀，一体两翼迈向文创巨头.....	32
4.4 齐心集团：看好 B2B 业务放量与增利，业绩处于快速增长轨道.....	32
5.风险提示.....	33

图表目录

图 1：2019 上半年轻工制造行业表现弱于市场	6
图 2：轻工板块目前估值略低于历史均值.....	6
图 3：2019 年初至今轻工板块涨跌幅排名第 21 位（申万分类）	6
图 4：2019 年至今轻工制造各子板块涨跌幅.....	7
图 5：轻工制造各子板块市场表现	7
图 6：轻工制造各子板块 PE（历史 TTM，整体法）	7
图 7：轻工行业个股涨跌幅与公司营业收入增速的散点图	9
图 8：轻工行业个股涨跌幅与公司净利润增速的散点图.....	9
图 9：商品房住宅销售面积及同比增速.....	10
图 10：住宅竣工面积及同比增速	10
图 11：房地产开发投资完成额及同比增速	10
图 12：住宅新开工面积及同比增速	10
图 13：30 大中城市商品房成交面积当月值及同比增速.....	11
图 14：一线城市商品房成交面积当月值及同比增速.....	11
图 15：二线城市商品房成交面积当月值及同比增速.....	11
图 16：三线城市商品房成交面积当月值及同比增速.....	11
图 17：家具制造业营业收入及同比增速.....	12
图 18：家具制造业利润总额及同比增速.....	12
图 19：家具行业部分上市公司终端门店数量.....	13
图 20：家具企业整装战略主动应对流量隐忧.....	15
图 21：2018 年精装修项目个数及同比增速.....	17
图 22：2018 年精装修项目套数及同比增速.....	17

图 23 : 2018 年精装修商品住宅家居部品配套规模与配套率	18
图 24 : 定制家具上市公司大宗业务收入占比	18
图 25 : 定制家具上市公司大宗业务收入同比增速	18
图 26 : 大宗业务导致应收账款同比增长率提升 (%)	19
图 27 : 大宗业务导致应收账款资产占比提升 (%)	19
图 28 : 前五大开发商全装修房份额合计超过 66%.....	19
图 29 : 龙头开发商精装修项目占比均超过 70%	19
图 30 : 欧派家居分品类收入占比及增速 (2018 年报)	20
图 31 : 索菲亚分品类收入占比及增速 (2018 年报)	20
图 32 : 顾家家居分品类收入占比及增速 (2018 年报)	21
图 33 : 美克家居分品类收入占比及增速 (2018 年报)	21
图 34 : 全国居民文教娱乐人均消费支出占比提升	22
图 35 : 晨光文具办公文具销售单价不断提高	22
图 36 : 晨光文具精品手账套装	23
图 37 : 晨光文具国粹系列中高端文创礼盒套装	23
图 38 : IP 授权带动产品销售额提升的幅度	23
图 39 : 消费者接受的 IP 授权产品溢价范围	23
图 40 : 故宫博物院文创产品之小雀幸笔记本	24
图 41 : 四川熊猫文创产品	24
图 42 : 得力文具×颐和园联名手账套装	24
图 43 : 晨光文具 IP 授权产品销量	25
图 44 : 传统采购过程中存在诸多问题	25
图 45 : 大办公文具市场规模及增速	27



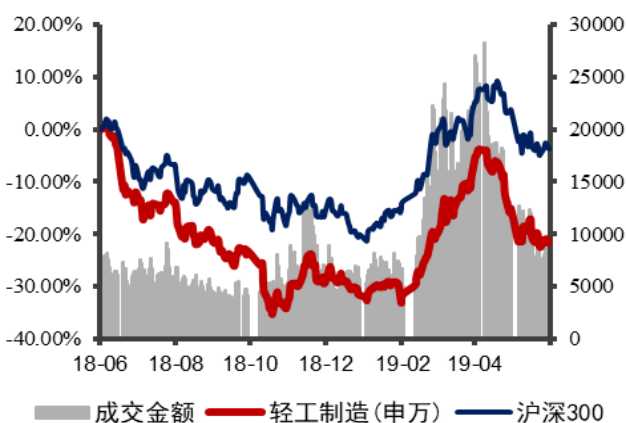
图 46：北美办公用品市场 CR2 为 81%.....	27
图 47：办公用品一站式采购商品分类.....	28
图 48：齐心集团销售/管理费用率呈下降趋势.....	28
图 49：齐心集团销售期间费用率.....	28
图 50：晨光办公文具代理产品毛利率较低.....	29
图 51：MRO 工业品样例.....	29
表 1：2019 年至今轻工行业涨幅居前公司统计（剔除次新股）.....	8
表 2：家具行业传统零售渠道变革方向及主要表现.....	13
表 3：2018 年定制家具上市公司分品类门店数量.....	14
表 4：家居新零售门店盘点.....	15
表 5：家具龙头整装布局梳理.....	16
表 6：定制家具上市公司大家居布局情况（2018 年报）.....	20
表 7：精品文创品牌细分业态及特征.....	22
表 8：政府采购相关政策.....	26
表 9：B 端潜在客户类型及数量.....	26

1. 2019 上半年回顾：文娱用品跑赢大盘，细分白马龙头股受到青睐

1.1 整体走势：轻工板块上涨 12.64%，估值小幅修复

2019 年年初至今(截至 6 月 20 日,下同),SW 轻工制造指数上涨 12.64%,沪深 300 指数上涨 27.17%,轻工板块跑输大盘 14.53 个百分点,在 A 股 28 个行业板块(申万分类)中涨跌幅排名第 21 位。行业估值小幅修复后回落,从年初的 17.30 倍反弹至 4 月初最高的 24.85 倍,目前市盈率(历史 TTM,整体法)为 22.03 倍,低于近五年历史均值(38.30 倍)。

图 1：2019 上半年轻工制造行业表现弱于市场



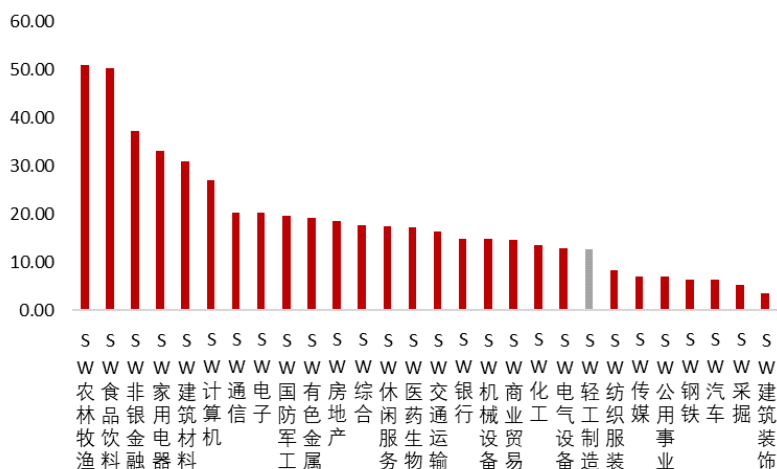
数据来源：山西证券研究所、wind

图 2：轻工板块目前估值略低于历史均值



数据来源：山西证券研究所、wind

图 3：2019 年初至今轻工板块涨跌幅排名第 21 位（申万分类）

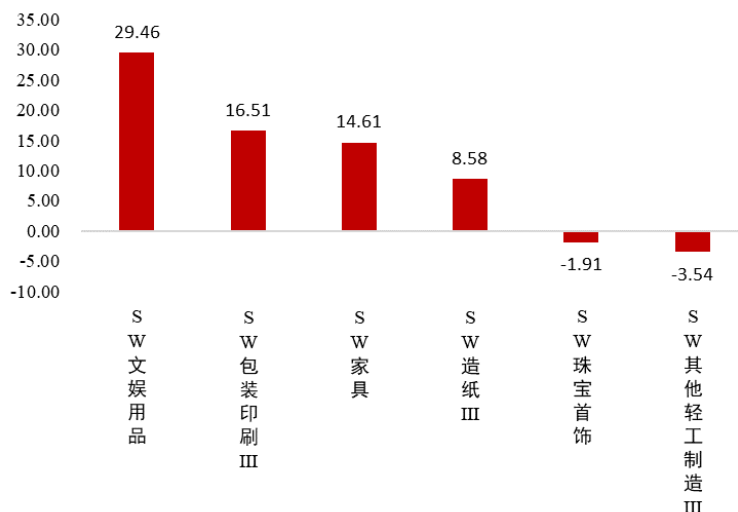


资料来源：山西证券研究所、wind

1.2 子版块回顾：文娱用品跑赢市场，包装家具涨幅次之

2019 年至今，轻工制造四大子版块呈现不同幅度的上涨。截至 6 月 20 日，各子版块涨幅由高到低分别为：文娱用品（29.46%）、包装印刷（16.51%）、家具（14.61%）、造纸（8.58%）、珠宝首饰（-1.91%）、其他轻工制造（-3.54%）。其中，文娱用品跑赢大盘 2.29 个百分点，涨幅位列各子版块第一。

图 4：2019 年至今轻工制造各子版块涨跌幅



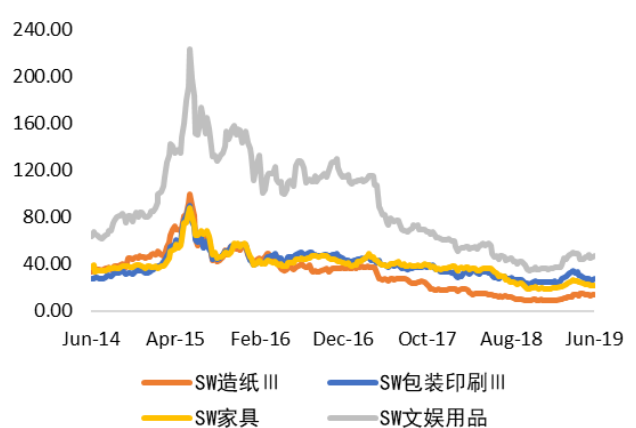
数据来源：山西证券研究所、wind

除去 Q1 宏观经济预期提升、A 股回暖的普遍性影响因素外，子版块市场表现的差异依然反映出板块间的分化。家具板块主要受益于地产边际改善的超预期表现，年初至今最大涨幅达到 49.44%；文娱用品板块表现出较强的防御性，年初至今最大涨幅为 31.20%，受 Q2 大盘回落冲击较小。四大子版块市盈率由低到高分别为：文娱用品（47.37X）、包装印刷（39.79X）、家具（38.94X）、造纸（29.62X），均低于近五年历史市盈率平均值。

图 5：轻工制造各子版块市场表现



图 6：轻工制造各子版块 PE（历史 TTM，整体法）



数据来源：山西证券研究所、wind

数据来源：山西证券研究所、wind

1.3 白马龙头表现优异，资金追逐热点与价值

2019 上半年，市场风格相对灵活，资金连续追逐热点概念，同时也保留着理性和价值，业绩确定、经营稳健、竞争壁垒高的龙头白马股表现优异。轻工行业年初至今涨跌幅排名前 20 的个股大多来自整体表现较好的文娱、包装和家具板块，其中包括文娱用品龙头晨光文具、珠江钢琴，家具龙头帝欧家居（卫浴洁具）、欧派家居（定制家具），包装龙头劲嘉股份，以及生活用纸龙头中顺洁柔等。此外，受益于热点概念的个股包括顺灏股份（工业大麻）、安妮股份（区块链）、美利云（云计算）、东风股份（工业大麻）等。

表 1：2019 年至今轻工行业涨幅居前公司统计（剔除次新股）

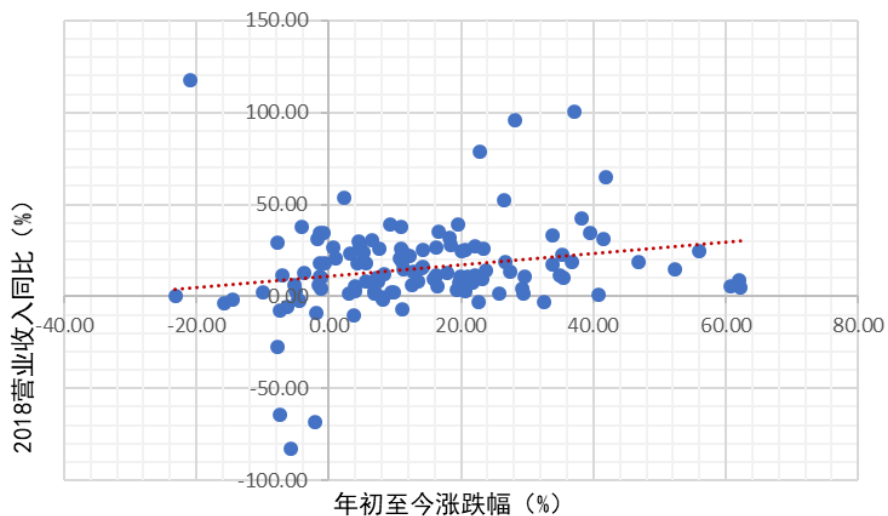
证券代码	证券简称	年涨跌幅 (%)	2018 年营业收入 (同比增长率, %)	2018 年归母净利润 (同比增长率, %)	总市值 (亿元)	所属板块
002565.SZ	顺灏股份	256.86	5.45	-1.76	95.41	包装印刷III
300651.SZ	金陵体育	94.30	35.16	-19.31	63.58	文娱用品
603226.SH	菲林格尔	62.24	4.83	23.41	29.97	家具
002235.SZ	安妮股份	61.94	8.57	120.69	50.15	造纸III
603499.SH	翔港科技	60.81	5.35	4.88	32.28	包装印刷III
000815.SZ	美利云	56.00	24.65	73.52	73.21	造纸III
002191.SZ	劲嘉股份	52.37	14.56	26.27	174.32	包装印刷III
601515.SH	东风股份	46.89	18.76	14.69	111.69	包装印刷III
002522.SZ	浙江众成	41.84	65.14	-47.18	62.50	包装印刷III
603600.SH	永艺股份	41.47	30.99	3.71	29.36	家具
600135.SH	乐凯胶片	40.68	0.62	-75.12	29.50	其他家用轻工
603899.SH	晨光文具	39.43	34.26	27.25	384.84	文娱用品
002798.SZ	帝欧家居	38.87	707.31	598.10	70.65	其他家用轻工
002605.SZ	姚记扑克	38.22	42.42	68.83	41.33	文娱用品
002803.SZ	吉宏股份	37.08	100.34	166.35	45.01	包装印刷III
603833.SH	欧派家居	36.79	18.53	20.90	455.15	家具
002678.SZ	珠江钢琴	35.54	10.30	7.01	104.45	文娱用品
002511.SZ	中顺洁柔	35.34	22.43	16.60	150.36	造纸III

600356.SH	恒丰纸业	34.97	11.55	-31.65	22.14	造纸III
002301.SZ	齐心集团	33.88	33.30	36.91	70.60	文娱用品

资料来源：山西证券研究所、wind

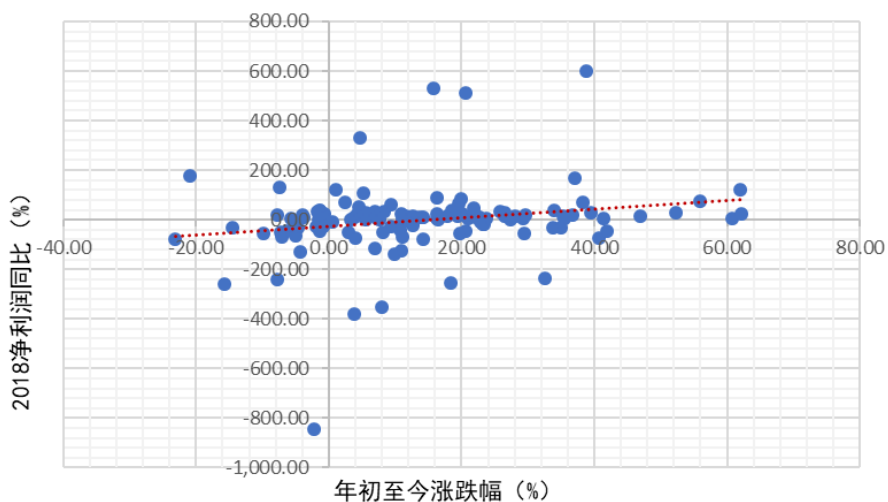
投资者青睐业绩确定、竞争力较强的绩优股，具有业绩成长性和估值合理的个股产生相对较高的回报率。由我们的统计表和散点图可以看出，轻工行业个股的涨跌幅与营业收入增速、净利润增速呈现一定的正相关关系。

图 7：轻工行业个股涨跌幅与公司营业收入增速的散点图



数据来源：山西证券研究所、wind

图 8：轻工行业个股涨跌幅与公司净利润增速的散点图



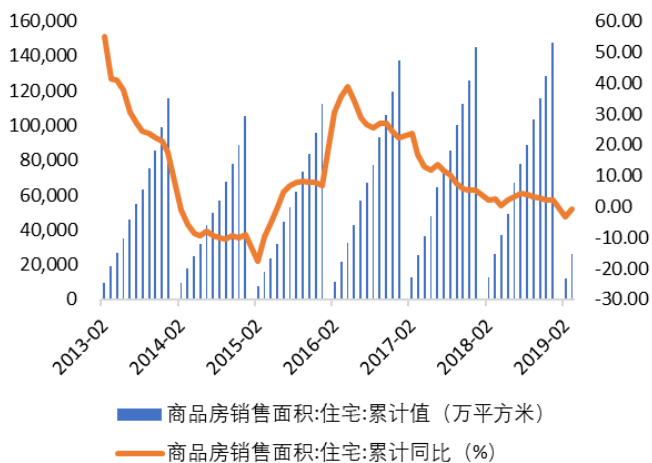
数据来源：山西证券研究所、wind

2.家具：持续聚焦渠道和大家居，流量仍是竞争关键

2.1 地产边际数据回暖，预期下半年家具板块业绩企稳回升

地产竣工边际改善超预期，住宅销售增速触底回升，短期内家具家装消费的需求转化趋于乐观。据国家统计局数据显示，1-4月全国住宅竣工面积16040万平方米，同比下降7.50%，增速比去年同期大幅回升6.30pct；1-4月商品房住宅销售面积36796万平方米，同比增长0.40%，增速与去年同期持平。从住宅销售转化为家具消费约6-12个月时间，竣工房屋则直接支撑今明两年家具消费需求，伴随住宅销售、竣工面积的回暖，下半年家具行业有望企稳回升。

图 9：商品房住宅销售面积及同比增速



数据来源：山西证券研究所、wind

图 10：住宅竣工面积及同比增速

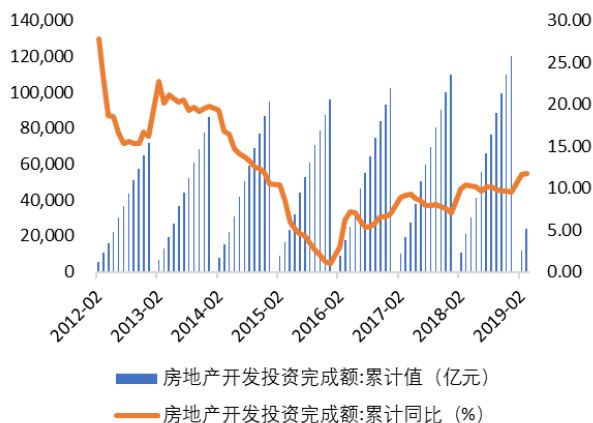


数据来源：山西证券研究所、wind

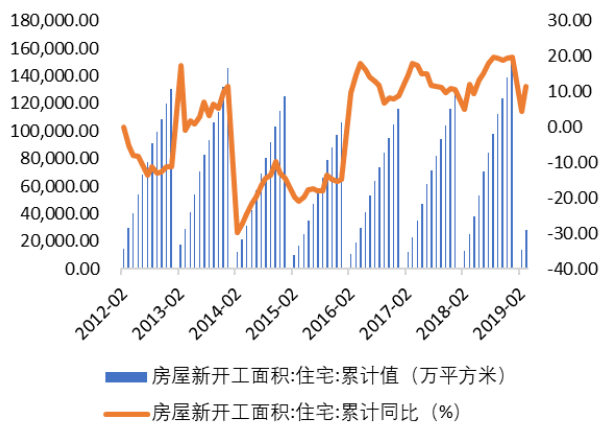
住宅开发投资完成额增速创下新高，住宅新开工面积符合预期，地产端长期指标向好。据国家统计局数据显示，1-4月住宅新开工面积43335万平方米，同比增长13.80%，增速比去年同期提升4.40pct；1-4月住宅开发投资完成额24925万平方米，同比增长16.80%，增速比去年同期提升2.60pct。考虑到新开工表现通常领先于竣工数据1年时间，新开工面积的回暖有望推动未来地产成交和竣工表现的改善，利好家居家装板块的业绩提升和估值修复。

图 11：房地产开发投资完成额及同比增速

图 12：住宅新开工面积及同比增速



数据来源：山西证券研究所、wind

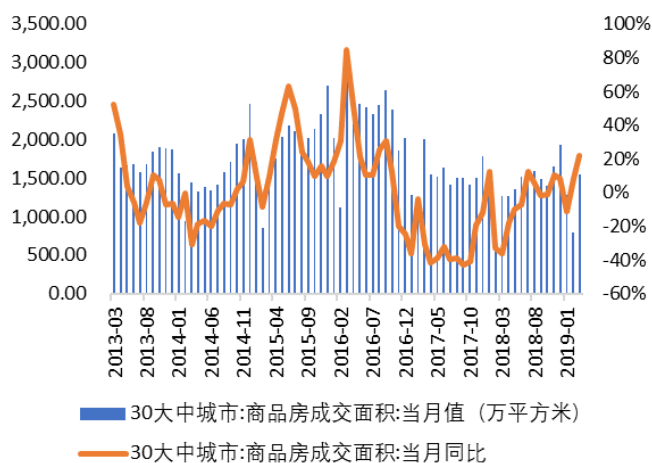


数据来源：山西证券研究所、wind

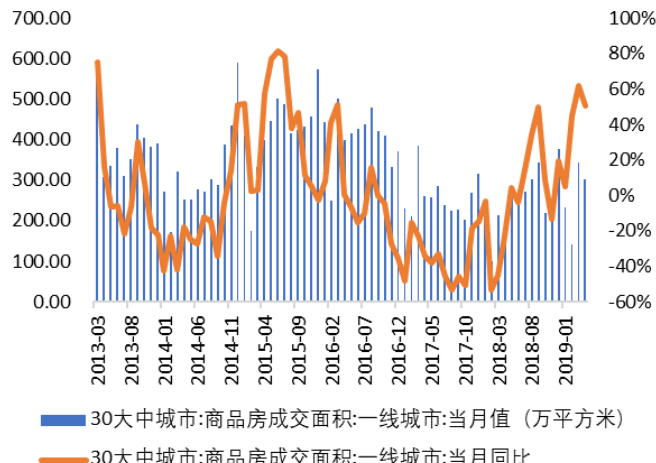
30 大中城市地产成交面积显著回暖，一线城市回升幅度最大；重点 14 城二手房成交走出底部。1-4 月 30 大中城市成交面积累计同比增长 10.31%，增速较前 3 月提升 5.18pct；4 月单月成交面积同比增加 19%，增速比去年同期提升 38pct。分线来看，一线城市 1-4 月成交面积累计同比增长 40.74%，二线城市成交数据自 3 月起开始回暖，1-4 月累计同比下滑 5.20%，但增速较前 3 月提升 6.76pct。三线城市成交数据保持稳中微升的趋势，1-4 月累计同比增长 23.59%，较前 3 个月提升 1.42pct。贝壳研究院数据显示，今年上半年，重点 14 城（北京、上海、深圳、成都、重庆、杭州等）二手房市场大幅调整后，需求开始释放，成交量同比去年微增 3%，但由于去年下半年成交低迷，环比则增加 52.3%，二手房市场从底部走出。

图 13: 30 大中城市商品房成交面积当月值及同比增速

图 14: 一线城市商品房成交面积当月值及同比增速



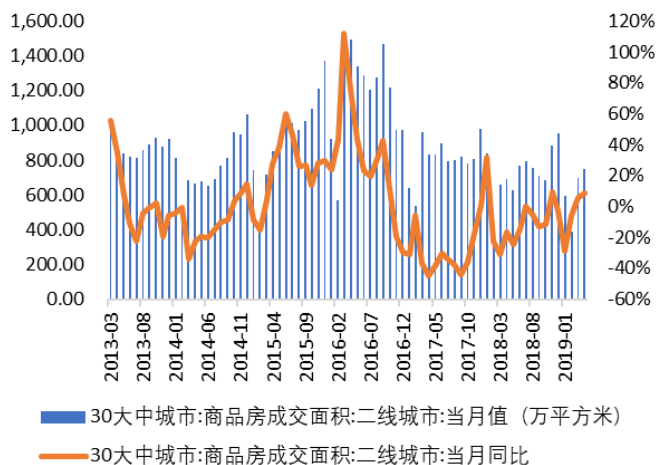
数据来源：山西证券研究所、wind



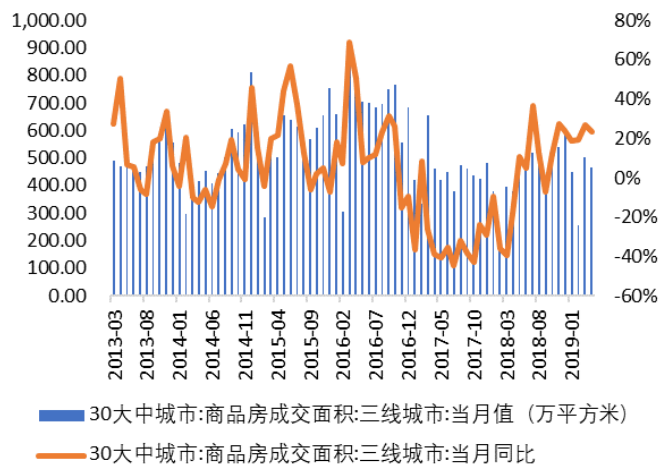
数据来源：山西证券研究所、wind

图 15: 二线城市商品房成交面积当月值及同比增速

图 16: 三线城市商品房成交面积当月值及同比增速



数据来源：山西证券研究所、wind

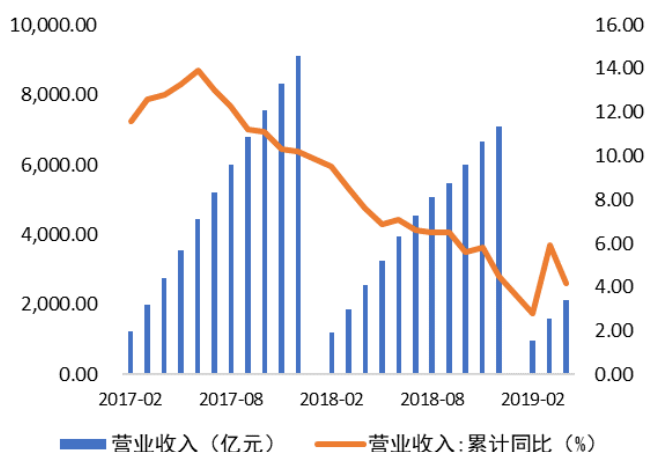


数据来源：山西证券研究所、wind

受益于地产回暖等因素，家具行业营业收入、利润总额增速双双触底回升，结合上述地产数据的边际改善，我们认为下半年家具板块业绩将企稳回升。家具行业营业收入增速自 17 年 6 月以来持续下滑，至 19 年 2 月达到底部后反弹，2019Q1 家具制造业营业收入累计同比增长 5.90%，较前两月增速加快 3.10pct。2019Q1 家具制造业利润总额累计同比增长 17.10%，较前两月增速加快 18.40pct。

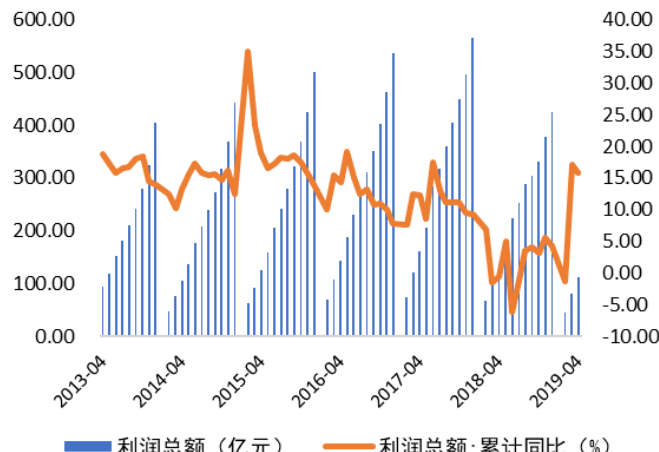
家具板块上市公司的 18 年报及 19 一季报业绩增速普遍下降一个台阶，但是在地产边际数据回暖的支撑下，家具消费增速、终端流量和市场信心已有所好转，再结合去年整体环境低迷、业绩基数较低的因素，预期下半年家具板块业绩企稳回升。

图 17：家具制造业营业收入及同比增速



数据来源：山西证券研究所、wind

图 18：家具制造业利润总额及同比增速



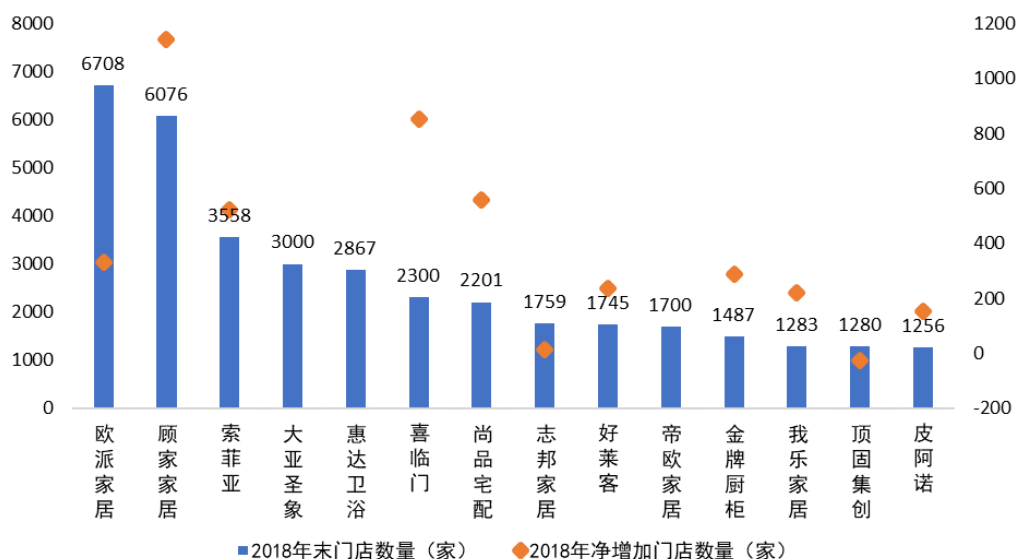
数据来源：山西证券研究所、wind

2.2 流量入口多元化，整装与大宗业务快速发展

2.2.1 C 端：传统渠道优化创新，整装业务初具规模

多数家具类上市公司 2018 年净增加门店在 200 家以上。地产红利的消退、家具企业扎堆的上市扩张，导致终端渠道竞争激烈。家具企业以经销渠道为主，过往的销售业绩主要源于经销商数量的增加和网点覆盖所带来的收益增长，但随着运营成本的增加、竞争的加剧、终端门店的饱和，未来开店的投入产出比及边际收益会逐步减少，终端门店的运营管理、盈利能力成为家具企业需要重视的问题。渠道覆盖范围和门店数量的差距可以通过招商和新开门店来迎头赶上，但是门店盈利能力的提升却需要多方面的精耕细作和创新转型。

图 19：家具行业部分上市公司终端门店数量



数据来源：山西证券研究所、亿欧智库、相关公司 2018 年报

面对传统渠道的发展瓶颈，家具行业发力渠道变革，以多元化、新零售门店、地域全覆盖、大家居融合等为主要方向。随着精装、整装、电商、家装公司等新兴渠道的崛起，家具销售渠道发生深刻变革，客流分化明显，新兴用户的触达方式趋于多元化，流量呈现碎片化。在零售端，家具企业面临着渠道引流成本上升、经营管理要求提升、市场决策扰动因素增加、盈利能力下降等多重挑战。

表 2：家具行业传统零售渠道变革方向及主要表现

渠道变革方向	主要表现
多元化	流量来源碎片化、线上线下一体化，除了家居卖场、建材城之外，通过电商、家装公司、社区、商超和新媒体社交软件触达用户
渠道优化	优化和老店改造，淘汰经营不善门店及经销商，引入高潜力、高成长性的优质经销商

新零售模式	探索终端门店新模式，以场景、体验、数据为核心，重构零售人货场，打造沉浸式体验
地域全覆盖	扩大终端门店数量、地域覆盖范围，充分下沉至三四五线城市，抢占农村市场
大家居融合	满足一站式购齐的需求，开设多品类融合店、全屋定制门店、整装大家居门店等

资料来源：山西证券研究所

在传统的单品类专卖店基础上，家具品牌积极引导经销商开设多品类融合大店。顺应消费者一站式购齐的大家居发展趋势，同时基于多品类协同销售、提升客单价的竞争策略，家具品牌推出衣木融合店、衣柜融合店、全屋专卖店、大家居融合店、微型大家居店、整装大家居店以及千平大店等，将厨柜、衣柜、木门、软体家具、家居饰品等不同形态的家具集合在一个店面展示销售。截至 2018 年底，尚品宅配全屋定制门店（包括直营店、加盟店）共计 2201 家，索菲亚大家居融合店达到 98 家，志邦家居 IK 全屋定制门店达到 33 家，我乐家居全屋专卖店达到 496 家。

表 3：2018 年定制家具上市公司分品类门店数量

上市公司	门店总数	门店类型	门店数量
欧派家居	6708	欧派橱柜	2276
		欧派衣柜	2113
		欧铂丽品牌	935
		欧派卫浴	559
		欧铂尼木门	825
		整装大家居	22 城市, 108 家
索菲亚	3558	衣柜	2510
		司米橱柜	822
		华鹤、米兰纳木门	128
		大家居融合店	98
尚品宅配	2201	全屋定制	2201
金牌厨柜	1759	金牌厨柜	1413
		桔家衣柜	337
		桔家木门	9
志邦家居	2363	橱柜	1487
		法兰菲衣柜	726
		志邦木门	117
		IK 全屋定制	33
我乐家居	1283	全屋专卖店	496
		整体橱柜	787
顶固集创	1280	定制衣柜	566
		精品五金	508
		定制生态门	206
皮阿诺	1256	全屋定制	1256

资料来源：山西证券研究所、亿欧智库、相关公司 2018 年报

终端门店新零售探索花样百变，意在提升流量获取能力、转化能力。由于家具属于高价格、低频次消费，相比吃喝玩乐偏冷门，因此终端门店自然客流量天生不高，且受地产后周期影响较大。家具门店的新零售探索主要包括以下三点：（1）低频家具融入高频休闲娱乐消费，多重业态的集合经营，包揽消费者“一日生活圈”中的各个方面，最大化吸引、聚拢、转化零售客流量。（2）黑科技+大数据赋能，智慧门店优化消费体验和经营效率。（3）主打自主互动、舒适安静的“美好生活”、“慢生活”场景，优化家居购物体验感和决策程序。

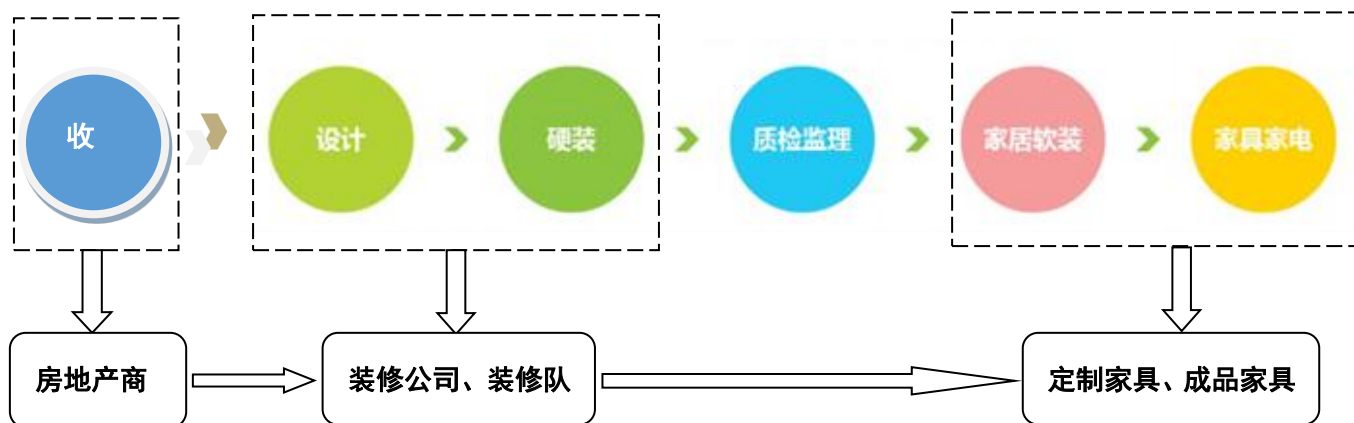
表 4：家居新零售门店盘点

	尚品宅配	曲美家居	索菲亚
门店名称	超集店(C店)	曲美京东之家	索菲亚&天猫“智慧门店”、美好生活馆、WORKSHOP
门店定位	“家居、时尚、艺术、社交” 共为一体的慢生活体验	整装+定制+成品+软装+生活	“美好生活 ONE HOUR”、“灵感供给站”
门店面积	3000+平方米	12000+平方米	1000+、2000+平方米
地理位置	上海徐汇区绿地缤纷城 北京朝阳区华腾新天地	北京朝阳区北五环，红星美凯龙、居然靚屋	北京北四环 广州正佳广场
开业时间	2018年4月上海，7月北京	2018年6月第一家，9月第二家	天猫智慧门店：2018.8 WORKSHOP：2018.12
跨界新业态	包含咖啡、花艺、文创、家电、无人零售机等	包含花房、木作、咖啡简餐、乐高亲子乐园等娱乐休闲消费	包括园艺、阅读、电影、展览、益智、烘焙、收纳等
多品牌合作	引入12hours coffee、泰笛、友宝，爱空间、icolor等	联手京东、网易严选，合作罗莱家纺、懒角落、好孩子等家居品牌	与创意玩家地板、网易严选、欧瑞博智能家居、墨斗科技合作
发展计划	北京、上海、广州等一线城市	目前仅在北京地区	广州、北京

资料来源：山西证券研究所、公开信息

整装不只是家具公司对商业模式的重塑，也是其应对流量隐忧的主动战略，未雨绸缪、居安思危，积极应对上游家装公司、房地产商所传导的压力与隐忧。我们认为，与装修公司、房地产商合作是目前家具行业突围流量竞争的最佳方式。装修非标准、重资产、高度依赖于人的能力和现场管理，所以全国性复制难度大，如果说家具扩张是开门店，装修公司的扩张则是开工厂，隔行如隔山，贸然从事装修的风险和难度巨大。这种情况下，我们认为目前家具企业采取合作共赢的整装思路是审慎而理性的。特别是在如今家居整体不景气的情况下，更需要在积蓄能量、创新开拓和规避风险之间做好平衡。

图 20：家具企业整装战略主动应对流量隐忧



数据来源：山西证券研究所、艾瑞咨询、公开信息

类似尚品宅配通过自身技术软件、欧派通过当地经销商与全国装修公司达成合作的方式，本质是以自身的品牌号召力、家具制造实力和信息化水平，来换取全国各地装修公司的渠道关系、整合被分散的流量入口，以较低的难度、较小的投入和风险，逐步打开属于自己的上游话语权。

(1) 尚品宅配整装云通过互联网技术在软件系统、硬软装配套产品，培训服务传统家装企业进行新型产业赋能模式。19年5月初整装云会员总数达到1516家。尚品宅配同时还在成都、广州、佛山三地开展自营整装业务，2018年，自营整装工地交付数849个；2019Q1，自营整装工地交付数达316个。从营收数据层面，整装业务收入从2017年的228万元增长至2018年的1.94亿元，增速高达8401.91%；2019Q1整装业务收入约6200万，同比增长约2514%。

(2) 欧派家居2018年整装接单业绩突破3.5亿，欧派整装大家居已在22个城市推广实施，2018年已签约门店108家，到5月初已签约的整装大家居店达到200家，通过与各地龙头家装公司直接合作的模式，对当地业绩贡献显著。

表 5：家具龙头整装布局梳理

细分领域	公司名称	主要布局
定制家具→整装	尚品宅配	2017年底推出HOMKOO整装云平台，将整装设计、虚拟装修、施工管控、供应链管理 etc 全流程一站式打通。
	欧派家居	2018年5月5日，欧派整装大家居西南旗舰店在四川省宜宾市开业，整合了装修材料、基础施工、软装配饰、定制家具、设计安装以及入住前开荒保洁等全套服务项目。公司利用欧派品牌影响力和全屋定制能力，进行家装供应链整合，与当地TOP家装公司形成资源互补（产品+服务）。
	诗尼曼	2018年5月20日，诗尼曼首家“智慧整装体验店”在广州正式对外开业，AI整装系统以省心省力、提供优质的居住环境为宗旨，整合了装修材料、基础施工、定制家具、软装配饰、设计安装等全套服务项目。
成品家具→整装	曲美家居	曲美家居与京东合作打造时尚生活馆为消费者提供家装、家具和家居软装产品的一

		站式购齐服务，且将于 2018 年下半年试水曲美整装直营店。家装已经进入招商阶段，预计明年会有 50 家以上的店开出。
卫浴行业→整装	惠达卫浴	2018 年 6 月 6 日发布“惠达整装战略”，此前公告宣布公司将出资 1640 万元成立子公司惠达住工，公司股权占比 41%，其主营业务为包括整体卫浴设备在内的住宅工业化产品的研发、设计、生产、销售及安装服务，初期主要产品计划为整体卫浴产品。
	海鸥住工	2018 年 1 月 31 日海鸥卫浴正式更名为“海鸥住工”，主营业务从卫浴部品部件的制造服务扩充到满足个性化需求的定制整装卫浴空间的制造与服务。
陶瓷行业→整装	东鹏瓷砖	2018 年 3 月 22 日，东鹏发布“整装产品包”，产品包囊括了瓷砖、洁具、厨电、吊顶、门窗、涂料等，几乎涵盖所有家庭装修主材。
	欧神诺	2016 年 8 月成立整装事业部，与全国各大家装公司建立合作关系，帮助经销商布局家装渠道。

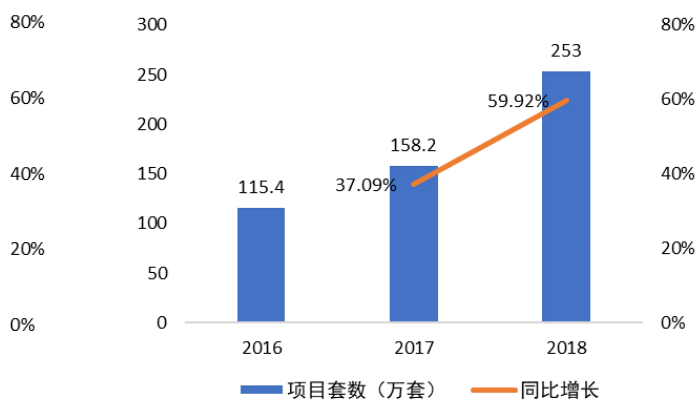
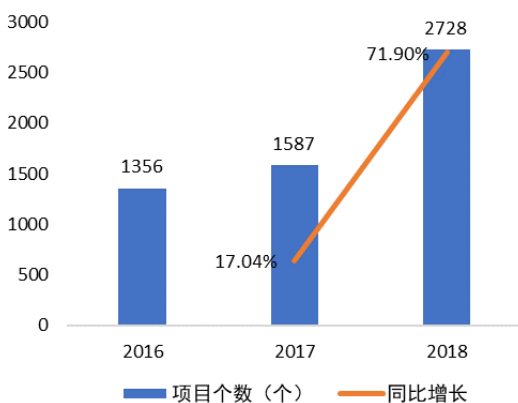
资料来源：山西证券研究所、相关公司公告、公开信息

2.2.2 B 端：精装房规模及部品配套率快速增长，大宗业务利好龙头家具企业

精装修政策实施涉及 26 个省市，精装修逐渐渗透全国各个地区。在政策持续推动下，2018 年全国精装修商品住宅规模大幅攀升。据奥维云网（AVC）监测数据显示，2018 年全国精装房渗透率达到 27.5%，全年精装修项目个数为 2728 个，同比增加 71.9%，精装修规模达 253 万套，规模同比增长 60%。

图 21：2018 年精装修项目个数及同比增速

图 22：2018 年精装修项目套数及同比增速



数据来源：山西证券研究所、奥维云网

数据来源：山西证券研究所、奥维云网

随着家具建材配套的前置，整个行业销售渠道也发生转移，房地产精装修、家装公司等工程渠道在逐步侵蚀零售渠道份额。根据奥维云网（AVC）监测数据显示，建材、卫浴、厨房用品几乎成为标配，配置率在 95% 以上，2018 年增幅也近 60%，橱柜市场规模同比大幅上升，配置率保持稳高状态。瓷砖、卫浴、橱柜等一些固装家具已经迎来渠道重塑。工程渠道对家具配套品的需求形成对传统零售流量的挤占，最终转化为家具大宗业务的崛起。

图 23：2018 年精装修商品住宅家居部品配套规模与配套率



数据来源：山西证券研究所、奥维云网

定制家具上市公司 2018 年整体营收增速为 17%，但大宗业务却实现近乎翻倍的增长，成为拉动销售的重要助力。欧派、索菲亚、我乐家居、志邦、皮阿诺、金牌 6 家企业大宗业务收入合计接近 30 亿，除志邦家居受累于恒大业务调整出现负增长外，其余 5 家平均增长率超过 92%。其中，大宗业务规模最大的是欧派家居，2018 年大宗业务实现收入 14.18 亿元，同比增长 47.04%，收入占比达到 12.52%。大宗业务规模增长最快的是我乐家居，2018 年大宗收入同比增长 151.42%，大宗收入为 8907 万元，占主营收入比重达 8.23%，带动整体盈利水平向好。大宗业务收入占比最高的是皮阿诺，2018 年实现大宗收入 3.0 亿元，同比增长 106.65%，占主营收入比重达 27.57%。

图 24：定制家具上市公司大宗业务收入占比

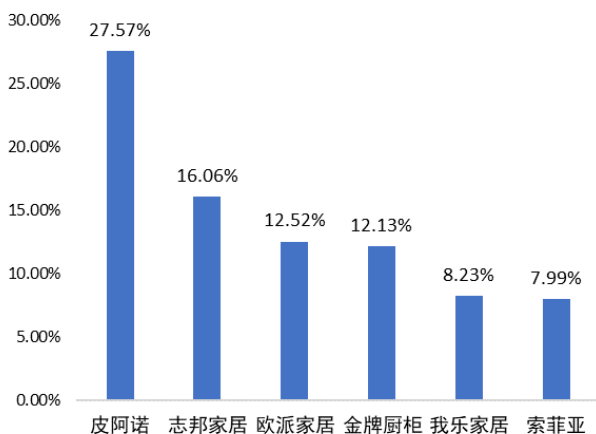
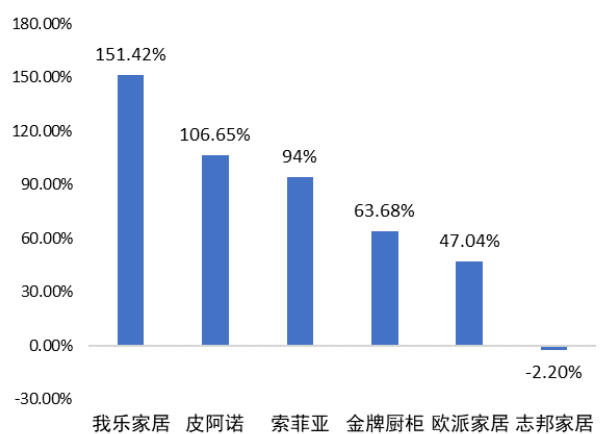


图 25：定制家具上市公司大宗业务收入同比增速



数据来源：山西证券研究所、相关公司 2018 年报

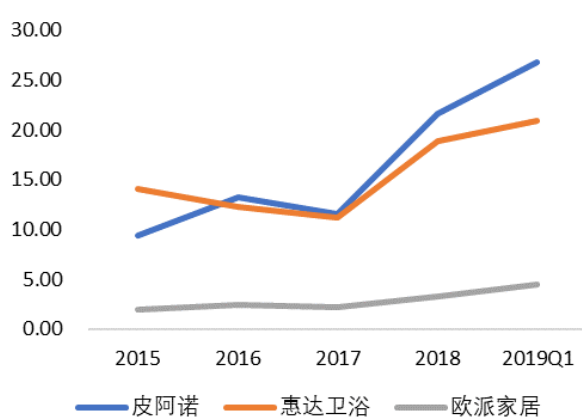
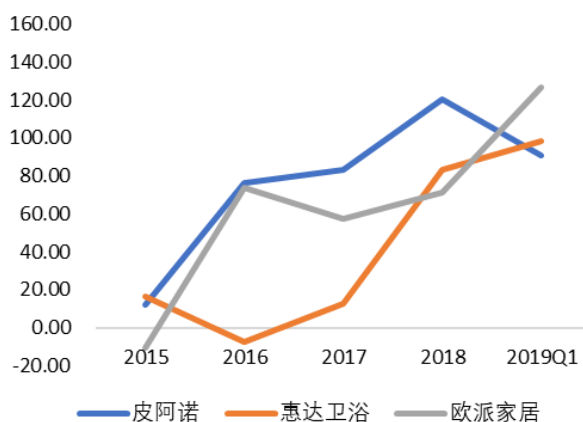
数据来源：山西证券研究所、相关公司 2018 年报

我们认为未来工程订单将向行业龙头集中，全装修趋势将对综合实力较强的龙头家居企业构成利好，主要原因如下：

- (1) 大宗业务管理链条和项目周期长、应收账款规模大、现金流较弱，要求家具企业具备较强的风险

管控能力和充足的资本金。

图 26：大宗业务导致应收账款同比增长率提升（%） 图 27：大宗业务导致应收账款资产占比提升（%）



数据来源：山西证券研究所、相关公司 2018 年报

数据来源：山西证券研究所、相关公司 2018 年报

(2) 龙头地产开发商精装房份额不断上升，家具部品龙头供应商优势将更加凸显，龙头地产商精装修更青睐选择龙头家居企业强强联合，实力较弱或信誉不好的企业必将在这种情势下被淘汰出局，加速行业“洗牌”。大宗业务的订单销售、批量生产、统一安装、售后服务对象不再是个人，而是房地产商，对家具企业的产能、管理及物流配套有较高的要求。2018 年精装修整体市场中，参与精装修项目的开发商一共有 885 家，同比增加 76.3%，其中 50 强企业共占 70% 比重。

图 28：前五大开发商全装修房份额合计超过 66%

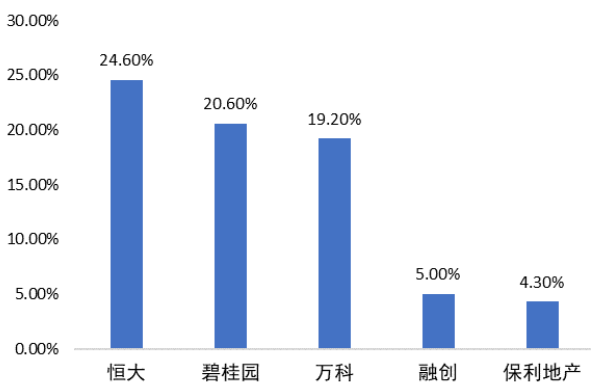
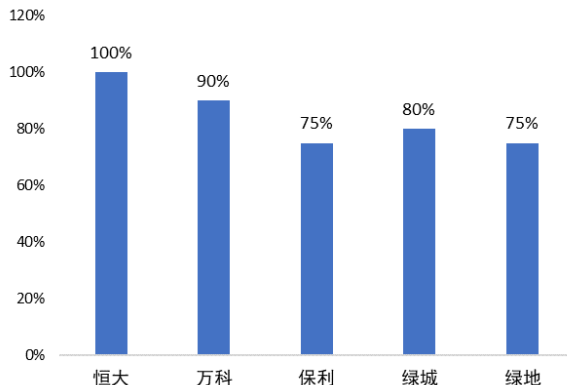


图 29：龙头开发商精装修项目占比均超过 70%



数据来源：山西证券研究所、《中国房地产全装修产业研究报告》

数据来源：山西证券研究所、《中国房地产全装修产业研究报告》

(3) 大宗业务的毛利率水平低于零售业务，家具企业在大宗客户面前地位相对弱势，因此相比龙头家居企业，中小企业获利和持续经营较难，合作与协商谈判过程中也更为被动，对风险和盈利均不易控制。龙头家居企业的综合实力和品牌溢价通常得到房地产商的青睐和认可，采购价格一般不会被压得太低，不会牺牲掉盈利空间。

2.3 大家居成为共识，多品类协同实现外延式增长

大家居、全屋定制、多品类经营成为家具企业的发展共识，由单一产品、单一空间扩展到多品种、全屋空间，这是从卖产品到卖空间、卖方案的革命性转变。大家居的主要优势包括两点：

- (1) 大家居能够实现集体内部资源共享，带单引流、协同销售效应显著，可以显著提升客单价。
- (2) 在传统优势品类增长乏力的情况下，新品类的高速增长为家具企业带来新的动能。

定制家具：欧派大家居战略卓有成效，包括传统的柜体类、定制木门、地板和卫浴等，欧派橱柜业务收入占比由2014年的72.17%下降至2018年的50.88%，同期的衣柜业务收入占比由20.89%上升至36.04%；2014-2018年，志邦家居整体厨柜收入占比由97.05%下降至79.25%，定制衣柜收入占比由0增长至17.67%，2018年开拓木门业务，全年实现收入778.5万元，收入占比0.3%。从各品类增速来看，志邦家居2018年整体厨柜收入增速仅为2.74%，定制衣柜收入同比增长91.62%，衣柜和木门业务贡献新的业绩增长点。

图 30：欧派家居分品类收入占比及增速（2018 年报）

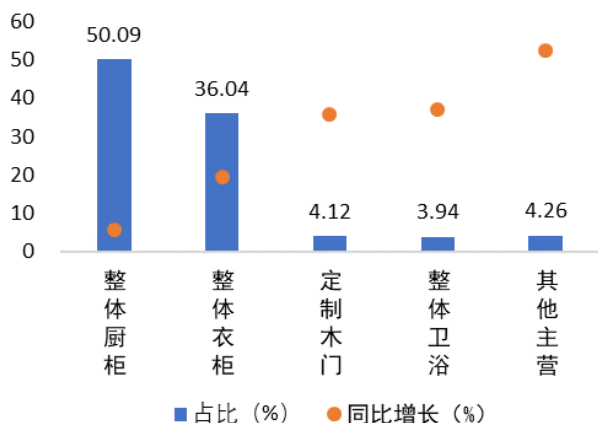
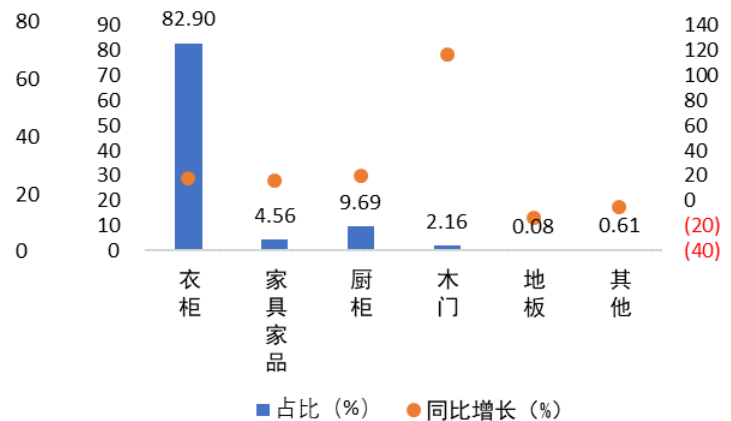


图 31：索菲亚分品类收入占比及增速（2018 年报）



数据来源：山西证券研究所、wind

数据来源：山西证券研究所、wind

表 6：定制家具上市公司大家居布局情况（2018 年报）

品类	欧派家居	索菲亚	尚品宅配	好莱客	金牌厨柜	皮阿诺	志邦家居	我乐家居
定制橱柜	50.09%	9.69%	合计 75.61%	1.16%	90.24%	71.00%	79.25%	54.36%
定制衣柜	36.04%	82.90%		合计	8.11%	26.75%	17.67%	合计
其他定制柜体	4.26%	4.56%		96.51%	1.63%	2.26%	2.76%	45.64%
全屋配套产品			16.83%					
木门	4.12%	2.16%	---	0.33%	0.02%	---	0.32%	---
地板	---	0.08%	---	---	---	---	---	---

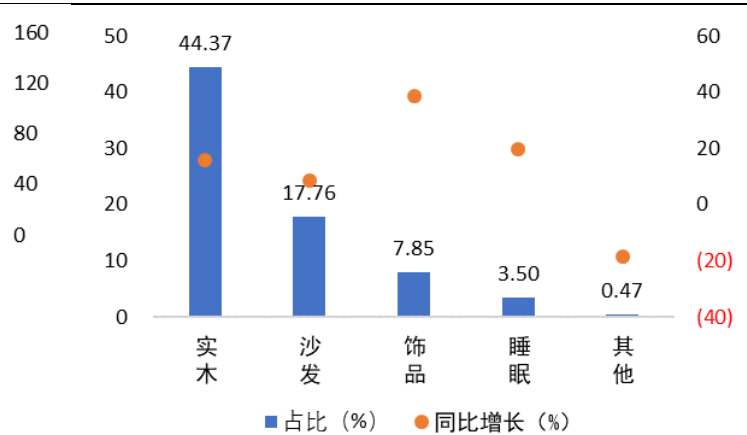
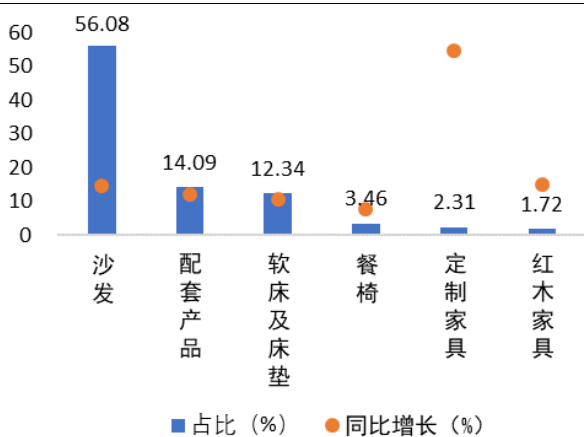
卫浴	3.94%	---	---	---	---	---	---	---
----	-------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

资料来源：山西证券研究所、wind

成品家具：顾家家居目前主营的家具产品包括沙发、配套产品、软床及床垫、餐椅、定制家具、红木家具等，定制家具作为新业务表现亮眼，2018 年实现收入 2.12 亿元，同比增速达到 145.77%。曲美家居旗下的家具产品包括板式家具、实木家具、板木家具、现代家具、欧式家具、沙发、软床、定制家具等，2018 年定制家具实现收入 5.94 亿元，同比增长 40.17%。美克家居旗下的家具产品包括沙发、电视柜、鞋柜、床、衣柜、餐桌、书桌等，并且通过 Rehome 品牌进军软装领域，产品包括地毯、抱枕、收纳、香氛等。

图 32：顾家家居分品类收入占比及增速（2018 年报）

图 33：美克家居分品类收入占比及增速（2018 年报）



数据来源：山西证券研究所、wind

数据来源：山西证券研究所、wind

3. 文娱用品：精品文创打开新增长点，办公直销市场有待深耕

3.1 精品文创活力迸发，文化大 IP 打造爆款

3.1.1 “口红经济”时代来临，多品类、多业态精品文创崛起

“口红经济”时代来临，精品文创的高附加值为文具行业带来“价的增长”。近年来，房价高企在较大程度上分流了居民储蓄和消费，直接影响居民消费支出和消费意愿，对日常消费产生较大的挤出效应，“口红经济”效应显著，年轻人和新中产对单价较低的中高端产品购买欲望和购买力增强，“小而美”、“小确幸”消费成为新潮流。由于文具和文创用品消费的价格敏感度较低，精品文创将带动文具行业在“量的增长”基础上，叠加高附加值溢价带来的“价的增长”。

根据前瞻产业研究院数据，中国人均文具消费 105 元/年，较世界平均水平 240 元/年。预计随着国家教

育投入的进一步加大、居民可支配收入的提高、消费升级和品牌意识的加强，人均文具消费水平后续增长空间依然巨大。

图 34：全国居民文教娱乐人均消费支出占比提升

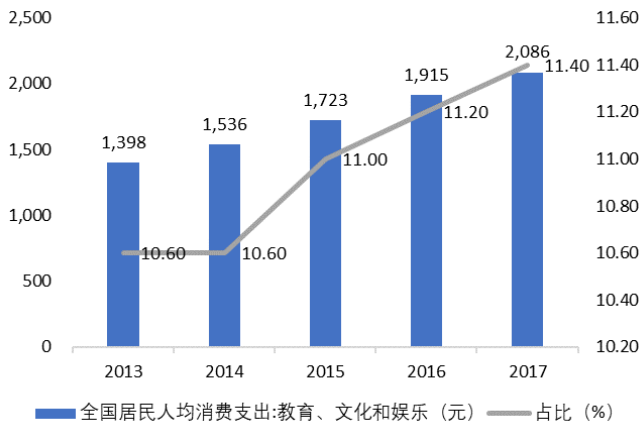
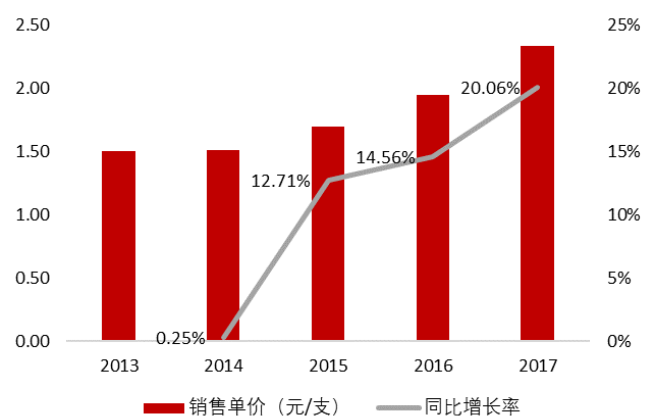


图 35：晨光文具办公文具销售单价不断提高



数据来源：山西证券研究所、wind

数据来源：山西证券研究所、晨光文具年报

精品文创的边界已经由文具延展到生活百货和手工艺术等。精品文创店通过跨界融合多元业态、文化情怀赋能、沉浸式场景营造、全方位贴心服务等方面的优化提升，成为体验式经济洗牌后实体店发展的新模板，主打小而美、小确幸，横跨多品类、多业态的购物中心店、“生活馆”、“精品买手店”遍地开花。据赢商大数据中心监测，2015-2017年全国一二线城市购物中心（商业面积5万m²及以上）文创业态平均占比由0.5%上升至1.5%。考虑到文创消费呈现的品牌化、时尚化、个性化和高端化趋势，我们认为未来精品文创的需求还会进一步释放。

表 7：精品文创品牌细分业态及特征

细分业态	特征	代表品牌
书店	主打高颜值、多业态结合	西西弗书店、言又几、钟书阁
跨界复合店 (类似九木杂物社)	多业态+主题场景，是文创发展的新趋势	LES AIRS、Modernsky Lab 艺术中心、不厌生活
文创产品	IP+个性化+细分化	泡泡玛特、ROCH BEAR 超级萌工厂、19 八 3
艺术场馆	将剧场文化变成大众生活消费的必需品	开心麻花剧场院线、杜莎夫人蜡像馆
DIY 手工坊	新中产的新宠，资本抢滩	十八字金、作物 ZOWOO
画室	消费越发强劲，用户粘性强	Painting Tower

资料来源：山西证券研究所、赢商网

精品文创对文具的品牌重视程度、设计美感要求提高，看重附加功能、情怀与主题。在产品上，从“生产大众文具”升级为生产、设计具有“高价值感的中高端文具和文创产品”，从“物美价廉”升级为“物超所值”，从“传统文具”到“精品文创”，手账、礼盒、金属笔等中高端文具需求增加。随着文具消费逐渐

呈现品牌化、时尚化、个性化和高端化的趋势，精品文创类产品需求进一步释放。

图 36：晨光文具精品手账套装



数据来源：山西证券研究所、天猫晨光文具旗舰店

图 37：晨光文具国粹系列中高端文创礼盒套装

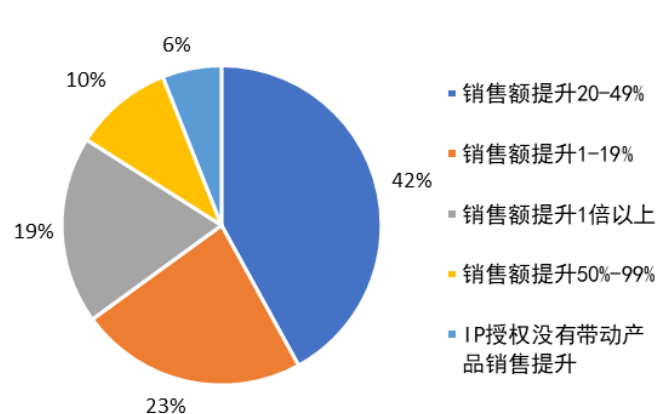


数据来源：山西证券研究所、天猫晨光文具旗舰店

3.1.2 精品文创爆款启示与实践：文化大 IP 开发和变现空间广阔

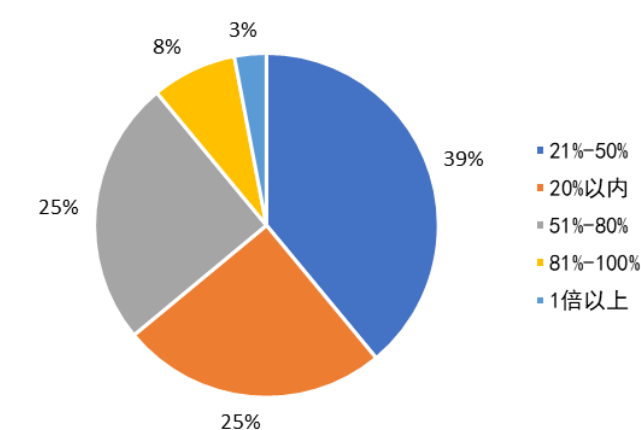
IP 产品市场规模宏大，精品文创与 IP 跨界合作能够在很大程度上赋能品牌、赋能销售，为 IP 买单成为一种潮流。根据中国制笔协会，2018 年文具行业 IP 产品销售规模达到了 950 亿，同比增长 50% 以上。IP 跨界合作也能够在很大程度上刺激消费者，提升品类活性和客户感知，品牌结合时下流行元素，也让传统文具品类焕发了新的生机。《中国品牌授权行业年度报告 2018》显示，有 94% 的被授权商表示，有 IP 授权产品的销售额要高于其他同类产品，其中销售额超过同类产品一倍以上的接近 20%。对待同类产品，在有 IP 授权形象上，消费者心理普遍能接受有 IP 的授权产品要比同类产品价格高。

图 38：IP 授权带动产品销售额提升的幅度



数据来源：山西证券研究所、《2018 中国品牌授权行业发展报告》

图 39：消费者接受的 IP 授权产品溢价范围



数据来源：山西证券研究所、《2018 中国品牌授权行业发展报告》

IP 开发和变现的成功范例，给精品文创带来广阔想象空间和增长前景。目前最火的 IP 文创品牌当属

故宫文创——兼具故宫文化底蕴和流行时尚元素，将这些融合性的创意元素与箱包、服饰、首饰、手机壳等相结合，开发具有较高文化附加值的精品文创产品，截至 2017 年年底，故宫文创产品的研发达到 10500 种，通过自营、合作经营和品牌授权，销售额从 2013 年的 6 亿元增长到 2017 年的 15 亿元，已超过 1500 家 A 股上市公司水平。此外，一些地区亦根据区域文化特色打造文创产品。譬如四川，作为旅游大省，以熊猫、蜀绣、川剧脸谱、三国人物、皮影戏等元素为核心，开发了一系列文创特色纪念品，获得了游客们的欢迎和好评。

图 40：故宫博物院文创产品之小雀幸笔记本



数据来源：山西证券研究所、天猫故宫文创旗舰店

图 41：四川熊猫文创产品



数据来源：山西证券研究所、乐山日报

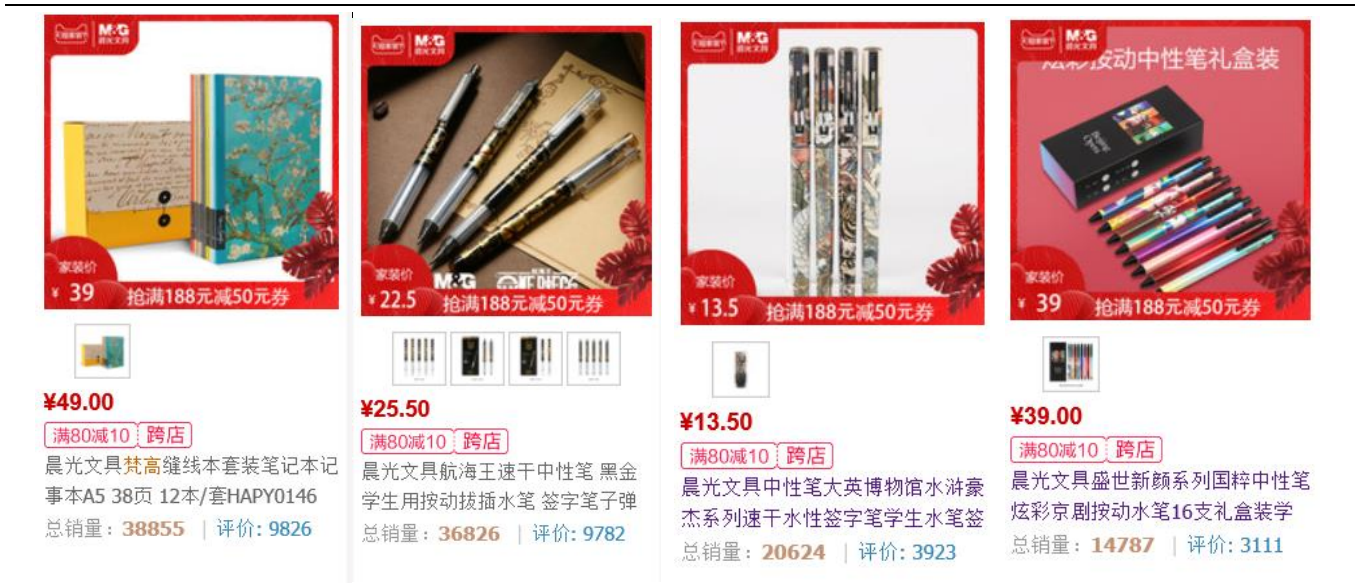
文具和 IP 合作主要在三大品类：动漫、博物馆和艺术插画师等。传统文具品牌已有不少大 IP 合作案例，旨在打造爆款产品、实现精品文创品牌的升级。2018 双十一期间，京东“疯狂 2 小时”IP 系列文具销售额达到 2017 年同期的 8 倍。与颐和园、航海王、超级玛丽、星球大战等 IP 合作推出的联名文具，受到消费者的认可；得力×颐和园联名钢笔套装”、“得力×颐和园联名手账套装”、“晨光海贼王联名款手账本”等诸多高颜值联名文具，为文具品类吸引了众多粉丝。

图 42：得力文具×颐和园联名手账套装



资料来源：山西证券研究所、得力文具官网

图 43：晨光文具 IP 授权产品销量



资料来源：山西证券研究所、天猫晨光文具旗舰店

3.2 办公直销：增量仍广阔、存量待深耕

3.2.1 增量空间广阔：“海阔凭鱼跃”，竞争格局分散利好龙头品牌

办公用品的传统采购模式存在诸多痛点。由于采购方与供应商之间的信息不对称性，使得采购过程中，采购方对于采购价格、采购质量、供应商信息、管理成本等难以有效把控，因此不仅采购的办公用品得不到质量保障、采购效率低下，还会变相增加采购方的经营成本。而对于办公用品采购，更是面临品类纷繁、低值易耗、零星分散、购买随机性强等特有痛点。办公用品属于低价高频物资，客户需求有着较强的属地差异性。办公直销平台针对大客户个性化、差异化的需求特点，为客户制定专属的一站式办公用品采购解决方案，通过全国配送覆盖能力及智能化配送系统，高效、快速地响应客户及其分支机构的采购需求，及时解决客户诉求，帮助客户实现去库存化，节省人力、物力以及仓储资源，进一步节约采购成本。

图 44：传统采购过程中存在诸多问题



资料来源：山西证券研究所、易观智库

受益于国家阳光化、集中化采购政策，叠加政府和企业的成本控制需求提升，办公用品由分散化供应变为集中供应，办公集采发展前景广阔。自 2015 年起，国家施行的《中华人民共和国政府采购法实施条例》（国令第 658 号）明确要求实行统一的政府采购电子交易平台建设标准，推动利用信息网络进行电子化政府采购活动。同年，《国务院办公厅关于印发整合建立统一的公共资源交易平台工作方案的通知》【国办发（2015）63 号】，要求 2017 年 6 月底前，在全国范围内形成规则统一、公开透明、服务高效、监督规范的公共资源交易平台体系，基本实现公共资源交易全过程电子化。

表 8：政府采购相关政策

年度	发文机关	政策文件	核心内容
2015	国务院	《中华人民共和国政府采购法实施条例》	明确要求实行统一的政府采购电子交易平台建设标准，推动利用信息网络进行电子化政府采购活动
	国务院办公厅	《关于印发整合建立统一的公共资源交易平台工作方案的通知》	要求 2017 年 6 月底前，在全国范围内形成规则统一、公开透明、服务高效、监督规范的公共资源交易平台体系，基本实现公共资源交易全过程电子化
2017	财政部	《中央单位政府集中采购管理实施办法》	加强中央单位政府集中采购管理，完善和规范政府集中采购运行机制

资料来源：山西证券研究所、齐心集团公司公告、公开信息

受到政策驱动，目前电商化集中采购在政府采购领域普及程度已经比较高，但在央企、国企领域的普及程度目前仍只有 20% 左右，办公直销市场空间尚未完全释放。按照国资委要求，未来 5 年央企办公物资要实现 100% 的电商化集中采购，目前大 B 客户的年均采购额超过 5 亿元，那么按 1000 家头部客户最保守的 5000 亿元的年采购金额估算，至少还有 4000 亿元的头部客户订单尚未释放。随着国内企业陆续采用电商化集中采购模式，市场会迅速向行业领先企业集中，促进办公用品直销市场的进一步发展。

表 9：B 端潜在客户类型及数量

机构类型	数量
省、地市级政府机构	250 家以上

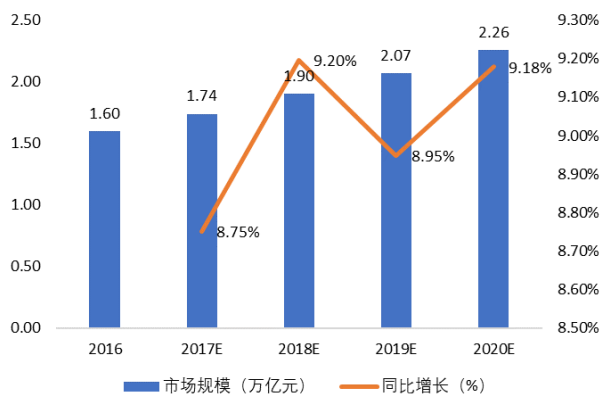
央企	97 家
大型银行、保险机构	30 家以上
军区、军工企业	50 家以上
区域性大企业	超过 10000 家
中小微企业	超过 2800 万家

资料来源：山西证券研究所、公开信息、公司调研

按照美国办公用品市场 50%的直销占比估算，未来国内办公直销市场规模有望突破万亿。根据中国产业信息网，2018 年国内办公用品的市场规模预计约 1.9 万亿元，未来 3-5 年 CAGR 约 9%，到 2020 年市场规模可达 2.2 万亿元。美国办公文具发展相对成熟，办公物资直销渠道收入占比达到 50%，参照美国，乐观估计未来我国办公直销市场规模可突破万亿。

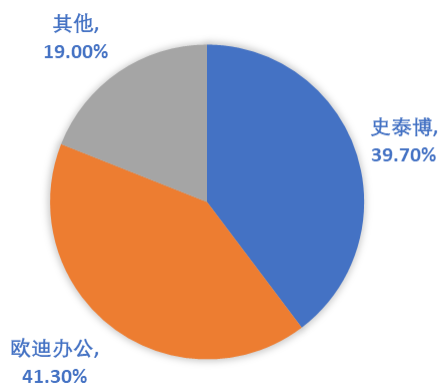
龙头市占率仅个位数，招投标方式下尚未感受到竞争压力。目前国内年销售额在 10 亿元以上的办公直销企业仅有得力文具、齐心集团、晨光文具、京东苏宁等少数几家，大多数企业的规模化、专业化水平较低，供应链整合能力和综合服务能力较弱。在招投标方式下，入围大 B 客户供应商名单的一般都是龙头几家直销平台，由于不存在排他性，在订单份额的分配上也没有明显的倾向。对标美国史泰博、欧迪办公（本土市占率合计超过 80%），龙头品牌有望凭借自身实力持续提升市场份额。

图 45：大办公文具市场规模及增速



数据来源：山西证券研究所、中国产业信息网

图 46：北美办公用品市场 CR2 为 81%



数据来源：山西证券研究所、观研天下

3.2.2 存量客户有待深耕：提升客单值与利润率

提升客单值：延拓产品线、满足一站式。客户的办公物资采购需求和模式从单一的产品采购向综合办公解决方案升级，一站式的办公行政后勤服务是客户的最终需求，特别是头部客户和中大型客户对于一站

式采购的需求更高。丰富产品线不仅有助于做大存量客户客单值，在原有基础上扩大新订单规模、提高中标份额，而且可以凭借全品类、一站式的服务能力更加深层地绑定核心客户、增强客户粘性。目前，得力集团、齐心集团、京东企业购等均已将产品线延拓至员工福利、工业品（MRO）等领域。

图 47：办公用品一站式采购商品分类

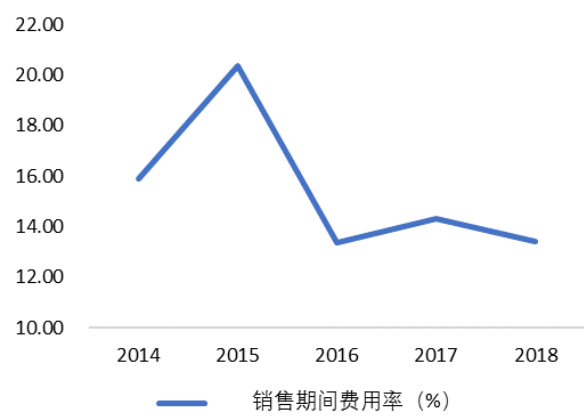
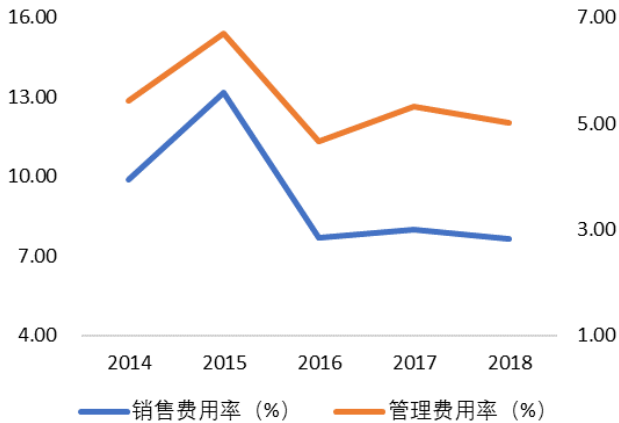
商品大类	福利定制细分	工业品细分	办公设备租赁细分
<ul style="list-style-type: none"> 📁 办公耗材 📺 办公家电 🛋️ 办公家具 🖨️ 办公设备 📄 办公文具 📄 办公用纸 💻 电脑及配件 🚗 汽车用品 🧼 个护家清 👕 生活用品 🏃 运动文娱 🍷 食品饮料 📱 数码设备 / 通讯设备 🎁 福利定制 🔧 租赁 / 售后和安装 🔧 工器具 / 劳保安防 	<p>办公礼品</p> <p>奖牌/奖杯 证书/奖状/签到簿 旗帜/徽章</p> <p>节庆礼品</p> <p>包装纸 请柬/贺卡/红包 台历/挂历</p> <p>定制礼品</p> <p>定制数码礼品 定制文具礼品 定制生活礼品</p> <p>食物礼券</p> <p>消费卡/礼品卡 现金券/面包券/甜品券</p> <p>印刷品</p> <p>定制印刷DM宣传单 定制印刷信封/信纸 定</p> <p>珠宝首饰</p> <p>珠宝首饰</p>	<ul style="list-style-type: none"> 🔧 工具及工具耗材 🔩 五金机械加工 📊 仪器仪表 🧴 化工辅料 🛡️ 劳保安防 💡 照明电器 📦 搬运存储包装 ⚡ 配电工控自动化 🌬️ 制冷暖通 🧪 实验室用品 🔧 气动液压管阀泵 ⚙️ 动力传动 🔩 紧固件 密封件 🎯 其他工业品 	<ul style="list-style-type: none"> 🖨️ 办公电脑 📱 笔记本 台式机 一体机 平板设备 📺 显示器 🖨️ 办公文印 🖨️ 复合机 打印机 条码打印机 3D打印机 绘图仪 碎纸机 ☕ 办公生活 ☕ 咖啡机 净水机 空气净化器 🖨️ 办公服务 🖨️ 网络部署 服务器 工作站 正版 Office 🖨️ 增值服务 🖨️ 驻场服务 无忧服务 易回收

资料来源：山西证券研究所，得力集团官网、齐心商城官网

规模优势：议价能力提升、费用率优化。随着规模扩大，办公直销企业在供应链的议价能力会提升，向供应商采购规模的扩大将带来更强的话语权、更弹性的定价方式，规模优势带来的行业地位和品牌影响力的提升，也有利于企业降低对核心供应商的依赖程度。同时，随着规模优势的显现，销售/管理/财务费用率会小幅下降，净利率存在提升空间。

图 48：齐心集团销售/管理费用率呈下降趋势

图 49：齐心集团销售期间费用率



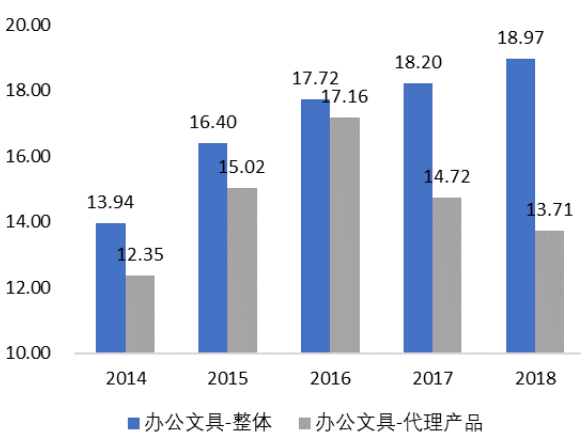
数据来源：山西证券研究所、wind

数据来源：山西证券研究所、wind

优化产品结构，提升自有产品销售占比。相比代理产品，自有产品的毛利率更高。主要途径包括：通过对销售人员的考核激励等方式，为B端客户推送自有产品组合包/办公用品方案，提高自有产品性能、加大宣传力度等。根据晨光文具年报，2018年办公用品-代理产品的毛利率为13.71%，显著低于办公用品整体毛利率18.97%，而目前晨光科力普的自有品牌销售占比仅10%，非晨光文具类产品仍是科力普的主要收入来源，自有品牌销售存在较大的发力空间。

布局新型高毛利商品，提升新型高毛利产品的销售占比，包括员工福利（主要是央企和政府）、MRO工业品（细分、专业性强、品类特别多）、办公设备租赁等高毛利率产品和服务。例如，MRO是指非生产原料性质的工业用品，目前部分类别毛利率相对于传统的办公物资更好一些，运营的产品单件价值由于单件产品体积小、价值大，盈利能力较传统办公物资有一定优势。得力、齐心和京东等平台均有销售MRO。

图 50：晨光办公用品代理产品毛利率较低



数据来源：山西证券研究所、wind

图 51：MRO 工业品样例



数据来源：山西证券研究所、齐心商城官网

4. 行业评级和投资建议：优选龙头及业绩增长确定、核心竞争力突出品种

行业评级：（1）家具：从 18 年底至今年 4 月，全国房地产市场迎来“小阳春”，家具行业营收和利润增速于 2 月份达到底部后反弹。家具板块上市公司的 18 年报及 19 一季报业绩增速普遍下降一个台阶，但是在地产边际数据回暖的支撑下，家具消费增速、终端流量和市场信心已有所好转，再结合去年整体环境低迷、业绩基数较低的因素，预期下半年家具板块业绩企稳回升。核心竞争力突出、经营管理稳健、勇于探索转型的企业依然有望在行业洗牌中拉大与竞争对手的差距、实现创新商业模式的更迭。我们看好家具龙头在渠道实力、成本效率控制能力、产品质量等多重优势下跑赢行业。

（2）文娱用品：由于传统文具消费增速平稳略有放缓，文具龙头主动拓展业务边界、推进有潜力、有前景的新型业务，文具板块依然具有较强的成长性，针对下半年文具板块的业绩增长亮点，我们看好精品文创（受益于“口红经济”效应、文具消费升级、文创产品 IP 开发与变现等），以及办公用品直销（受益于广阔头部客户增量空间、招标模式下非排他竞争、存量客户利润率提升空间大等）。我们看好具备研发、设计、制造、渠道等多方面优势的文具企业；同时，文具单价较低，属于收入弹性较小的消费品，受到经济周期波动、宏观经济政策变化的影响较小，防御属性较强，整体风险点较小。综上，我们对轻工制造行业维持“看好”评级。

投资建议：我们继续坚持业绩成长性强和市占率提升的双重选股逻辑，行业集中度低、变革更新加速背景下部分个股仍存在投资机会，我们看好文娱用品和家具行业，建议优选细分龙头及业绩增长确定、核心竞争力突出品种。建议关注尚品宅配、欧派家居、晨光文具、齐心集团。

4.1 尚品宅配：整装业务步入正轨，多品类、全渠道协同发力

全屋定制多品类协同增长，配套家居贡献持续提升。18 年定制家具实现收入 50.18 亿元（+17.22%），配套家居实现收入 11.19 亿元（+42.47%），配套家居产品的收入占比达到 16.83%，同比去年增加 2.08pct。分产品品类来看，橱柜、衣柜、其他全屋柜类产品（系统柜）分别增长约 26%、19%和 15%。针对厨房空间，全年上市四款新品，与老板、方太深度合作，年中重磅推出 9999 厨房单空间套餐，大幅促动橱柜的全年销售。

发力全渠道营销：18 年加盟店收入增长 30%，加快下沉四五线城市，创新 O2O 营销效果显著。（1）全年直营店、加盟店分别实现主营业务收入约 26、36 亿元，较上年同期增长约 13%、30%。截至 2018 年末，

公司直营店、加盟店总数分别达到 101、2100 家，分别较 17 年末净增加 16、543 家。加盟店方面：购物中心店占 46%，一二线城市加盟门店数占比 23%、收入占比 35%，三四五线城市加盟门店数占比 77%、收入占比 65%。（2）持续创新 O2O 营销模式，全年 O2O 引流服务收入 1.54 亿元（+41.49%），打造千万级短视频矩阵，实现视频粉丝突破 7000W；天猫渠道，尚品宅配品牌年度线上成交达成 9 亿，维意定制品牌年度线上成交 3.5 亿。

整装业务初具规模，Homkoo 整装云快速推进，三地自营整装业务进展顺利。（1）整装云：截至 5 月 7 日，公司整装云会员总数达到 1516 家。自营整装：2019Q1，自营整装工地交付数达 316 个。公司持续加强在成都、广州、佛山三地的新居整装业务，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。（2）整装业务收入初具规模：2018 年整装业务实现收入 1.94 亿元，同比增长 8402%；2019Q1 整装业务收入约 6200 万，同比增长约 2514%。

盈利预测、估值分析和投资建议：公司是行业内最早从事全屋定制的企业，全屋设计、整合、销售能力和经验领先于竞争对手，同时拥有领先的互联网思维和 IT 技术优势，近年来诸多创新商业逻辑的正确性逐一在业绩上得到验证。基于上述，我们看好公司对于商业模式的创新探索和变现能力，看好公司的长期成长性，预计公司 2019-2021 年实现归母公司净利润为 5.83、7.12、8.83 亿元，同比增长 22.3%、22.0%、23.9%，对应 EPS 为 2.94/3.58/4.44 元，PE 为 25.05/20.53/16.57 倍，维持“增持”评级。

4.2 欧派家居：全品类、全渠道协同并进，整装大家居出具规模

大家居战略生根开花，新品类贡献显著提升，非橱柜类销售收入占比提升至 49.91%（+5.05pct）。分产品品类来看，2018 年橱柜实现收入 57.65 亿元（+7.67%），毛利率同比增加 3.11pct；衣柜的业绩贡献不断提高，全年实现收入 41.48 亿元（+25.86%），毛利率同比增加 7.23pct，收入占比提升至 36.04%；木门实现收入 4.75 亿元（+47.69%），毛利率同比下降 2.29pct；整体卫浴实现收入 4.53 亿元（+49.51%），毛利率同比提高 7.21pct。

全渠道营销成效显著：大宗业务高速增长，整装大家居、电商、国美、社区等新兴渠道建设快速推进。截至 2018 年末，公司拥有门店近 7000 家，全年直营、经销渠道分别实现收入 3.02、92.51 亿元，同比增长 17.33%、15.05%；大宗业务实现收入 14.18 亿元，同比增长 47.04%。全年整装接单业绩突破 3.5 亿，欧派整装大家居已在 22 个城市推广实施，通过与各地龙头家装公司直接合作的模式，对当地业绩贡献显著；全年电商联合推广 490 场，电商引流业绩销售占比达 20%，其中木门电商引流接单业绩达 1.13 亿，同比增长 159%；同时，国美店、社区店布局试点已初见成效。

盈利预测、估值分析和投资建议：我们长期看好家居龙头在渠道实力、成本效率控制能力、产品质量

等多重优势下跑赢行业。预计公司 2019-2021 年实现归母公司净利润为 19.19、22.71、26.64 亿元，同比增长 22.06%、18.38%、17.27%，对应的 EPS 为 4.57、5.41、6.34 元，PE 为 23.20/19.60/16.71 倍，维持“增持”评级。

4.3 晨光文具：精品文创布局优秀，一体两翼迈向文创巨头

“一体两翼”的发展战略清晰，快速成长、经营稳健的文具龙头企业。公司品牌创立至今接近 20 年，逐步从文具代理商、制造商、品牌商发展到综合文具供应商。公司 2018 年实现营业收入 85.35 亿元，同比增长 34.26%，归母净利润 8.07 亿元，同比增长 27.25%，扣非净利润 7.49 亿元，同比增长 37.63%，近 5 年收入复合增长率为 29.41%，净利润复合增长率为 24.12%。

传统业务增长稳健。2018 年公司传统业务同比增长 16%，实现稳步增长。产品端，大众产品、精品文创、办公产品、儿童美术产品四条产品赛道全面推进。渠道端，持续深耕终端，截至 2018 年底，公司在全国的合作伙伴一级 35 家，二、三级近 1200 个城市，晨光系零售终端超 7.6 万家。

科力普实现快速增长，客户开拓快速推进。2018 年晨光科力普实现收入 25.86 亿元，同比增长 106.03%，净利润 3200 万元，同比增长 53%。2018 年成功入围中央政府采购、国税总局、深圳政府等政府项目，以及南方电网 2019-2020，邮政储蓄、建行等央企，以及中邮保险和广州农商行等金融企业。目前科力普已在全国运营 5 个中心仓，覆盖华北、华南、华东、华西、华中五大区域，提高配送效率。随着加强大客户挖掘，拓展产品品类，科力普业绩贡献提升。

晨光生活馆、九木杂物社定位新零售、精品文创，全面推动晨光品牌升级战略落地。2018 年晨光生活馆（含九木杂物社）实现营收 3.06 亿元，同比增长 49.15%，截至 2018 年底公司在全国共有零售大店 255 家。晨光生活馆方面，通过提升店铺运营能力，优化产品结构，目前显著减少亏损。九木杂物社方面，自 2018Q3 开始开放加盟，从江浙沪向全国拓展，进驻 32 个城市，通过完善产品品类、加强原创设计与研发，实现渠道和产品升级。

盈利预测、估值分析和投资建议：预计公司 2019-2021 年实现归母公司净利润为 10.13、12.57、15.31 亿元，同比增长 25.54%、24.15%、21.76%，对应 EPS 为 1.10、1.37、1.66 元，PE 为 39.05/31.45/25.83 倍。

4.4 齐心集团：看好 B2B 业务放量与增利，业绩处于快速增长轨道

行业空间广阔、公司核心竞争优势突出，B2B 业务有望维持高速增长。19Q1B2B 业务收入同比增长 55%，18 年实现收入 38.18 亿元，同比增长 37.0%，增速环比提升 10pct。（1）行业端：政策驱动电商化集中采购，

央企、国企普及程度较低，保守估计 4000 亿元头部订单尚未释放。目前龙头市占率仅为个位数，对标美国史泰博、欧迪办公（本土市占率合计超 80%），龙头品牌有望持续提升市场份额。（2）核心竞争力：公司持续深耕办公物资行业，此前我们对比分析了齐心集团和晨光科力普，总结出齐心集团的相对优势如下：齐心在办公直销领域沉淀时间更久、资源经验更丰富，在产品品类、供应链管理、信息技术、服务能力等方面具有相对优势。长期来看，办公直销平台最终比拼的还是供应链整合与落地服务能力，齐心在这两方面的实力强于同业。

通过提升成本效率、优化产品结构等方式，B2B 盈利能力有望不断增强。18 年 B2B 毛利率小幅提升约 0.8pct 至 13.9%，未来提升空间主要在以下三点：（1）不断加强供应链成本效率管控，在技术端完善中后台信息化系统，渠道端加快构建纵横一体化服务网络，加强重点 SKU 的管理和制造，规模效应促使成本下降。

（2）提升自有产品的销售占比，相比代理产品，齐心自有产品的毛利率更高。公司目前拥有 25 个自有品牌三级类目，产品品类 3000SKU，覆盖了办公用品、设备及耗材、办公用纸、生活劳保、学生用品、包装用品等场景所需，通过自有品牌进一步夯实了品牌影响力和产品竞争力。（3）重点布局核心高毛利商品，加强品类延拓，提升新型高毛利产品的占比，包括员工福利（主要是央企和政府）、MRO 工业品（细分、专业性强、品类特别多）、办公设备租赁等高毛利率产品和服务。

SaaS 云视频服务发展稳健，好视通国内市占率第一。19Q1 Saas 互联网软件业务收入同比增长 40%，18 年实现收入 3.52 元，同比增长 2.6%。公司拥有 80 余项自主研发核心技术，好视通目前国内市占率第一（约 14%），全面覆盖微小中大不同类型客户（目前拥有超过 6 万用户），并进军智慧党建、智慧教育等更大的市场领域。

盈利预测、估值分析和投资建议：公司以“B2B 办公物资+云视频”为核心，通过不断叠加商品品类和服务，为客户提供多场景办公服务，致力于打造“硬件+软件+服务”的企业办公服务平台。预计公司 2019-2021 年实现归母公司净利润为 2.68、3.54、4.48 亿元，同比增长 39.91%、32.21%、26.41%，对应 EPS 为 0.40/0.53/0.67 元，PE 为 29.38/22.22/17.58 倍，维持“增持”评级。

5.风险提示

宏观经济增长不及预期；地产调控政策风险；市场竞争加剧风险；原材料价格波动风险；经销商管理风险；整装业务拓展不及预期；大宗业务回款风险等。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。