

行业评级:

轻工制造

增持(维持)

陈羽锋 执业证书编号: S0570513090004
研究员 025-83387511
chenyufeng@htsc.com

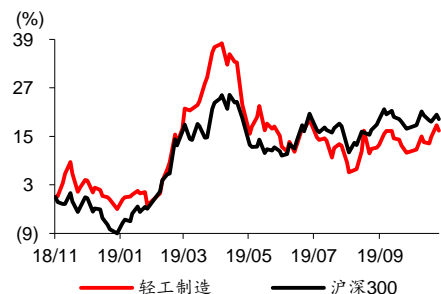
倪娇娇 执业证书编号: S0570517110005
研究员 021-28972202
nijiaojiao@htsc.com

周鑫 02128972068
联系人 zhou.xin@htsc.com

相关研究

- 1《志邦家居(603801 SH,增持): 收入增长提速, 股权激励激发凝聚力》2019.11
- 2《丰林集团(601996 SH,增持): 产品结构升级, 林板一体化稳步推进》2019.11
- 3《索菲亚(002572 SZ,增持): 增长环比放缓, 多维度提升核心竞争力》2019.10

一年内行业走势图



资料来源: Wind

家居、造纸基本面阶段性企稳

轻工制造 2019 年三季度业绩综述

轻工行业收入增长整体放缓, 阶段性基本面开始企稳

轻工板块(申万分类)A股非ST 121家企业2019年前三季度共实现营收3522亿元, 同比增长1.3%; 实现归母净利润222亿元, 同比下滑15.7%。2019Q3轻工板块实现营收1257亿元, 同比增长6.1%, 归母净利润87.4亿元, 同比基本持平, 显示阶段性基本面开始企稳。我们建议: 1) 家居关注地产竣工支撑下基本面改善的估值修复及工装主线标的, 2) 造纸受益旺季提价带来盈利阶段性修复的龙头企业。

家居: 收入增速环比企稳, 盈利增速有所放缓

地产销售进入存量阶段, 行业整体收入增速不断放缓, 28家家具上市企业2019年前三季度实现营收729亿元, 同比增长9.8%, 增速较2018年底下滑6.2pct, 但较2019年中报放缓0.9pct, 幅度有所收窄; 个股层面, 企业分化加剧, 具备多元化渠道布局的龙头企业抗风险能力较强, 收入表现相对较好。利润端, 企业普遍加大终端营销等费用投入, 2019年前三季度平均期间费用率同比上升0.8pct至27.5%。归母净利增速较中报有所放缓, 2019年前三季度家具板块实现归母净利润合计为72.7亿元, 同比增长15.7%, 增速较中报放缓5.5pct。

造纸: 纸价中枢下行, 3Q盈利降幅有所收窄

随着经济增长放缓、造纸下游需求疲软, 造纸行业景气有所下行, 纸价持续下行, 企业盈利持续承压。2019年前三季度造纸板块21家企业共实现营收1039.6亿元, 同比下滑3.8%; 实现归母净利60.7亿元, 同比下滑约39.1%, 业绩降幅较2019年中报有所收窄, 幅度为9.3个百分点。考虑到双十一之前旺季提价持续兑现, 我们预计在原材料低位运行的格局下, 造纸板块四季度盈利将持续修复。

包装: 原材料价格回落, 毛利率延续回升态势

2019年前三季度34家包装印刷企业共实现营收707亿元, 同比增长5.9%; 实现归母净利57亿元, 同比基本持平; 2019Q3营收同比增长5.1%至255亿元, 归母净利润同比增长7.9%至20.4亿元。受益于2018年下半年成品纸价格持续回调, 包装板块单季毛利率整体呈现回升态势, 2019Q1/Q2/Q3单季度毛利率分别为24.2%/23.4%/24.8%。

投资建议: 家居关注工装及绩优龙头, 造纸布局阶段性业绩修复

家居方面, 地产竣工回暖逐步兑现, 关注家居企业基本面改善带来的估值修复, 重点推荐欧派家居、顾家家居、志邦家居以及喜临门; 结构性方面, 持续关注精装修交付比例提升带来的工程业务端的投资机会, 重点推荐帝欧家居, 建议关注江山欧派。包装供给侧改革推动产业链重构, 建议关注裕同科技和劲嘉股份。造纸估值相对较低, 建议关注四季度盈利改善的修复机会, 推荐受益浆价下行的文化纸龙头太阳纸业, 建议关注山鹰纸业。轻工消费方面, 推荐受益政府阳光采购的晨光文具和齐心集团。

风险提示: 地产销售低于预期; 环保执行不及预期; 纸价大幅波动。

正文目录

轻工行业：收入增长整体放缓，阶段性基本面开始企稳.....	4
家居：收入增速环比企稳，盈利增速有所放缓	6
造纸：纸价中枢下行，3Q 盈利降幅有所收窄	11
包装：原材料价格回落，毛利率延续回升态势	13
投资建议：家居关注工装及绩优龙头，造纸布局阶段性业绩修复	15
风险提示.....	15

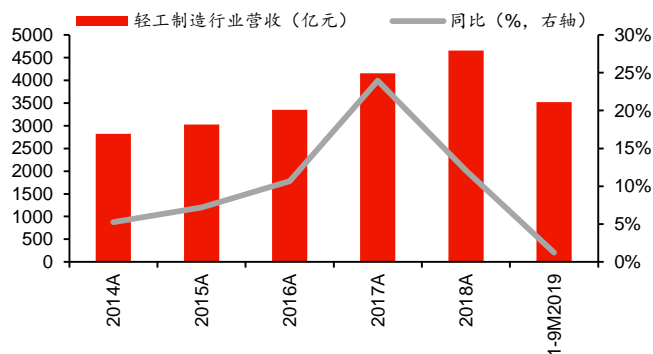
图表目录

图表 1: 轻工板块营业收入合计 (申万分类)	4
图表 2: 轻工板块归母净利合计 (申万分类)	4
图表 3: 轻工各细分板块营业收入增速 (申万分类)	4
图表 4: 轻工各细分板块归母净利增速 (申万分类)	4
图表 5: 轻工板块盈利能力 (申万分类)	5
图表 6: 轻工板块三项费用率 (申万分类)	5
图表 7: 轻工板块资产负债率算术平均值 (申万分类)	5
图表 8: 轻工板块经营性现金流净额占营收比重 (申万分类)	5
图表 9: 家具板块 (申万三级分类) 企业营业收入合计	6
图表 10: 家具板块 (申万三级分类) 企业归母净利润合计	6
图表 11: 主要家居企业单季度营业收入同比增速情况	6
图表 12: 主要家居企业单季度归母净利润同比增速情况	7
图表 13: 代表性家居企业盈利指标均值 (算数平均法)	7
图表 14: 定制及成品家居企业毛利率均值差异 (算数平均法)	7
图表 15: 2017 年以来代表性家居企业单季度毛利率走势图	8
图表 16: 代表性家居企业费用率均值 (算数平均法)	8
图表 17: 代表性家居企业销售费用率均值 (算数平均法)	8
图表 18: 代表性家居企业单季度销售费用率情况	8
图表 19: 代表性家居企业存货周转率情况 (算数平均法)	9
图表 20: 代表性家居企业应收账款周转率情况 (算数平均法)	9
图表 21: 代表性家居企业经营活动产生的现金流占营收比重 (算数平均)	9
图表 22: 代表性家居企业收现比 (算数平均)	9
图表 23: 代表性家居企业预收账款情况	10
图表 24: 造纸板块营业收入合计 (申万分类)	11
图表 25: 造纸板块归母净利合计 (申万分类)	11
图表 26: 造纸板块盈利指标 (算术平均法)	11
图表 27: 造纸板块三项费用率 (算术平均法)	11
图表 28: 造纸板块资产负债率均值 (整体法)	12
图表 29: 代表性企业资本开支占投资支出比重均值 (算术平均法)	12
图表 30: 代表性造纸企业 2018 年主要财务指标	12
图表 31: 包装印刷板块营业收入合计 (申万分类)	13
图表 32: 包装印刷板块归母净利合计 (申万分类)	13
图表 33: 包装板块 2017 年以来单季度毛利率走势图	13
图表 34: 包装印刷板块盈利能力 (算术平均法)	14
图表 35: 包装印刷板块三项费用率 (算术平均法)	14
图表 36: 代表性包装印刷企业 2019 年前三季度主要财务指标	14

轻工行业：收入增长整体放缓，阶段性基本面开始企稳

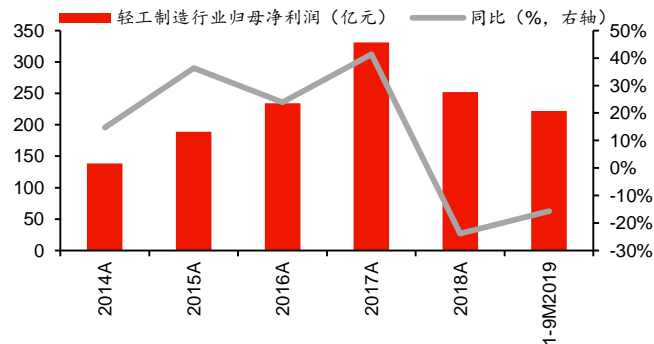
截至2019年10月31日，A股2019年三季报已披露完毕，轻工板块（申万分类）A股非ST 121家企业2018年共实现营收3522.3亿元，同比增长1.3%，实现归母净利润222.1亿元，同比下滑15.7%。2019Q3轻工板块实现营收1257.3亿元，同比增长6.1%，实现归母净利润87.4亿元，同比基本持平。

图表1：轻工板块营业收入合计（申万分类）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

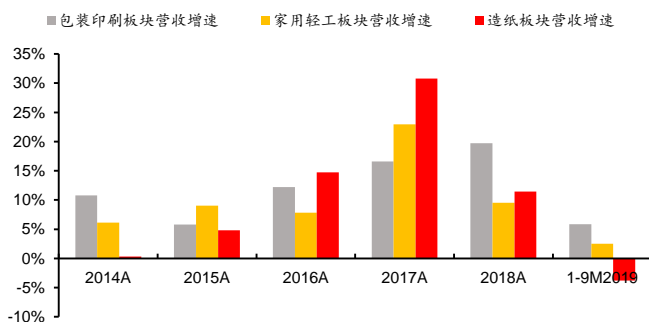
图表2：轻工板块归母净利合计（申万分类）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

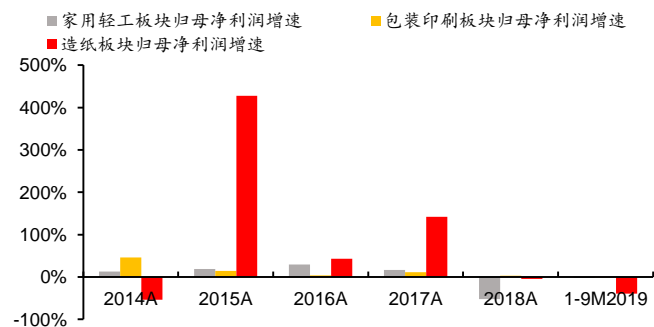
分板块看，2019年前三季度家用轻工板块营收同比增长2.5%，归母净利润同比下降2.1%，其中家具行业受地产景气度下行等因素影响，营收增速较2018年底继续下滑7.0pct，但受益于低基数效应，增速较2019年中报回升3.6pct；造纸板块下游需求疲软背景下盈利能力进一步下滑，2019年前三季度营收同比下滑3.8%，归母净利润同比下滑39.1%；包装板块2019年前三季度营收同比增长5.9%，归母净利润同比基本持平。

图表3：轻工各细分板块营业收入增速（申万分类）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

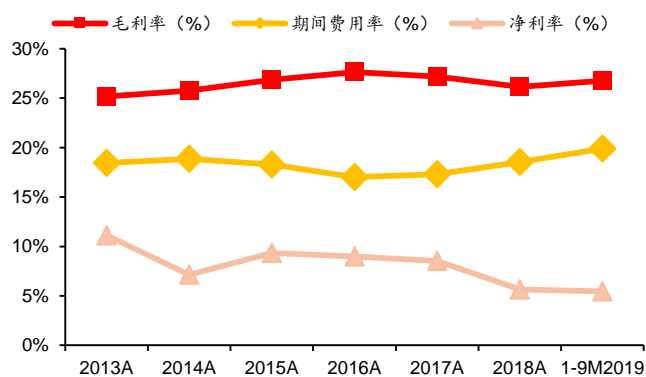
图表4：轻工各细分板块归母净利增速（申万分类）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2019年三季度行业平均毛利率为26.7%，较去年同期提升0.2个百分点；行业平均期间费用率为19.9%，较上年同期上升2.7个百分点，其中销售/管理/财务费用率分别为8.3%/9.0%/2.6%，较上年同期分别变动+0.5/+0.8/+1.5个百分点；净利率为6.1%，同比下降1.9个百分点。

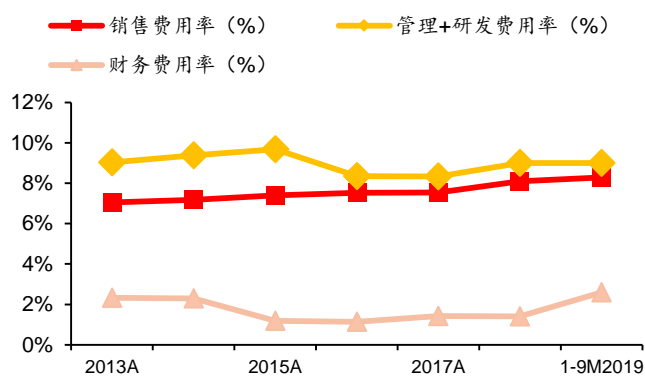
图表5: 轻工板块盈利能力 (申万分类)



注: 计算行业均值时剔除东方财富钛板端值影响, 后同

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

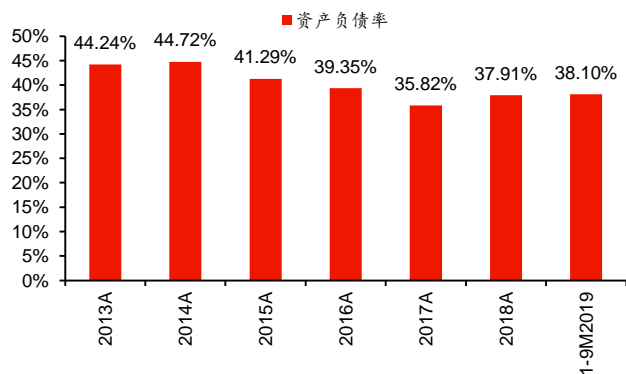
图表6: 轻工板块三项费用率 (申万分类)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

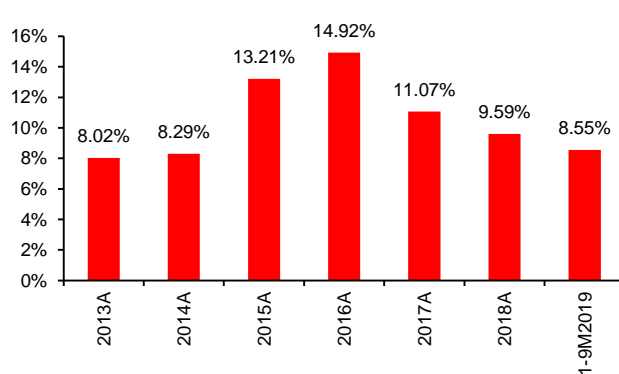
从资产结构看, 2019年前三季度全年行业平均资产负债率为 38.1%, 较去年同期上升 1.7 个百分点。现金流方面, 2019年前三季度轻工板块经营性现金流净额占营收比重为 8.5%, 较上年同期上升 3.2 个百分点。

图表7: 轻工板块资产负债率算术平均值 (申万分类)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8: 轻工板块经营性现金流净额占营收比重 (申万分类)

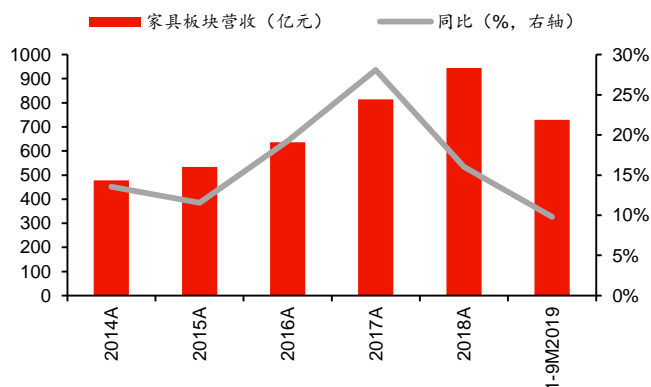


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

家居：收入增速环比企稳，盈利增速有所放缓

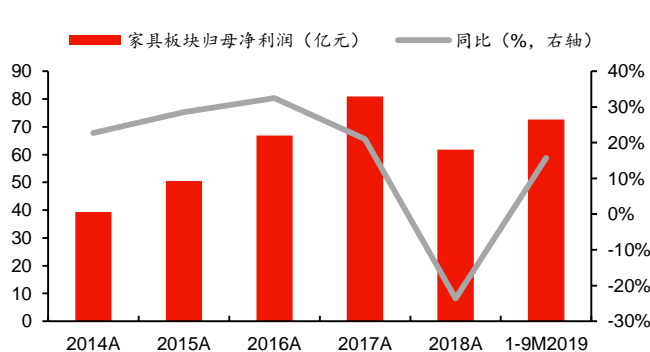
家居收入增速下台阶，单三季度环比有所改善。证券市场角度看，根据申万三级分类，目前A股上市家居企业共28家，2019年前三季度实现营业收入合计为729.1亿元，同比增长9.8%，收入增速较2018年年底下滑6.2pct，但较2019年中报放缓0.9pct，收入增速下滑走势基本企稳；2019年前三季度实现归母净利润合计为72.6亿元，同比增长15.7%，增速较2019年中报放缓5.5pct。

图表9：家具板块（申万三级分类）企业营业收入合计



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10：家具板块（申万三级分类）企业归母净利润合计



资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们选取13家家居上市企业（欧派家居、索菲亚、尚品宅配、好莱客、我乐家居、皮阿诺、志邦股份、金牌橱柜共8家定制家居企业，顾家家居、喜临门、梦百合、美克家居、曲美家居共5家软体及成品家居企业）作为代表性样本，对家居行业企业的业绩表现进行进一步总结回顾。

收入层面，顾家家居因并购整合带来收入增量，拓展工程渠道业务公司保持相对稳健的增长，2019年前三季度营收同比增速呈现分化格局；定制家居位于家居消费前端，受地产影响更大，收入增速在三季度环比略微修复，9大定制家居企业19Q1/Q2/Q3收入同比增速分别为9%/12%/14%；成品家居方面，6大成品家居企业19Q1/Q2/Q3收入同比增速分别为23%/15%/15%。个股方面，欧派家居积极布局整装等多元化渠道、加强经销商扶持力度，维持较好收入增速，欧派家居单三季度收入增速为20%；志邦家居18年对大宗业务调整后开始逐步修复，单三季度收入增速恢复至17%。

图表11：主要家居企业单季度营业收入同比增速情况

分类	证券代码	证券简称	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
定制家居	603833.SH	欧派家居	41%	34%	32%	21%	11%	18%	16%	13%	20%
	002572.SZ	索菲亚	35%	23%	30%	14%	20%	15%	-5%	12%	2%
	300616.SZ	尚品宅配	33%	34%	39%	31%	23%	16%	16%	6%	8%
	603898.SH	好莱客	26%	28%	31%	23%	15%	0%	5%	3%	1%
	603801.SH	志邦股份	31%	42%	38%	19%	6%	4%	5%	13%	17%
	603180.SH	金牌橱柜	67%	22%	26%	9%	19%	20%	6%	33%	24%
	603326.SH	我乐家居	36%	24%	26%	27%	25%	4%	23%	23%	26%
	002853.SZ	皮阿诺	30%	16%	74%	24%	39%	22%	16%	32%	36%
		定制家居整体	37%	30%	34%	21%	16%	14%	9%	12%	14%
软体及成品家居	000910.SZ	大亚圣象	17%	0%	11%	4%	4%	-3%	1%	-5%	4%
	603816.SH	顾家家居	40%	18%	34%	27%	35%	53%	33%	16%	18%
	603008.SH	喜临门	37%	43%	84%	36%	30%	9%	-6%	26%	17%
	603313.SH	梦百合	38%	35%	27%	20%	33%	39%	29%	18%	29%
	600337.SH	美克家居	19%	21%	33%	46%	30%	1%	5%	9%	2%
	603818.SH	曲美家居	23%	24%	15%	7%	30%	81%	155%	74%	39%
		成品家居整体	28%	17%	31%	23%	24%	23%	23%	15%	15%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

利润端，2019Q1/Q2/Q3 定制家居归母净利润同比增速分别为 25%/13%/15%（整体法，下同），业绩增速逐步趋稳，主要系定制家居企业观测到终端竞争压力、纷纷加大促销、广告等费用投入所致；软体及成品家居 2019Q1/Q2/Q3 归母净利润同比增速分别为 13%/30%/23%。

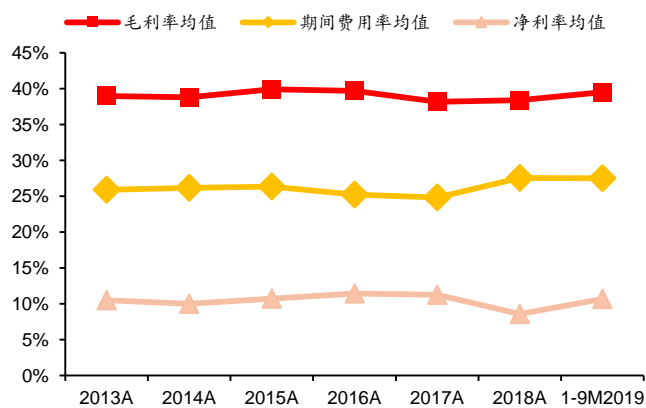
图表12：主要家居企业单季度归母净利润同比增速情况

分类	证券代码	证券简称	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
定制家居	603833.SH	欧派家居	31%	51%	32%	33%	23%	5%	25%	13%	15%
	002572.SZ	索菲亚	35%	29%	33%	22%	15%	-19%	4%	7%	2%
	300616.SZ	尚品宅配	57%	27%	-29%	39%	21%	6%	32%	19%	1%
	603898.SH	好莱客	36%	27%	38%	76%	9%	-39%	8%	-24%	-10%
	603801.SH	志邦股份	31%	35%	48%	47%	20%	-13%	5%	21%	13%
	603180.SH	金牌厨柜	147%	36%	84%	18%	30%	20%	3%	19%	8%
	603326.SH	我乐家居	7%	3%	121%	68%	67%	-19%	-116%	89%	12%
	002853.SZ	皮阿诺	20%	-22%	59%	34%	52%	21%	17%	25%	20%
		定制家居整体	36%	31%	59%	36%	21%	-7%	19%	11%	8%
	软体及成品家居	000910.SZ	大亚圣象	25%	14%	41%	23%	17%	-4%	10%	10%
603816.SH		顾家家居	57%	30%	43%	7%	31%	1%	10%	23%	18%
603008.SH		喜临门	31%	37%	24%	35%	-67%	-855%	-56%	87%	268%
603313.SH		梦百合	-48%	-81%	-93%	-27%	127%	596%	1547%	124%	52%
600337.SH		美克家居	23%	-5%	33%	37%	23%	7%	6%	5%	5%
603818.SH		曲美家居	13%	38%	12%	-47%	-64%	-315%	-58%	41%	-66%
		成品家居整体	25%	10%	15%	7%	8%	-110%	13%	30%	23%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

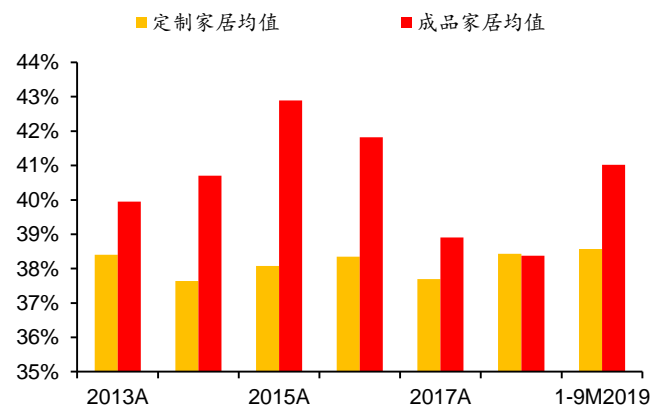
盈利能力方面，定制家居企业挖掘内部降本增效空间，在行业竞争加剧、低价套餐频出的情况下定制家居毛利率维持相对高位，2019年前三季度定制家居毛利率均值 38.6%，同比基本持平；软体及成品家居方面，主要原材料 TDI 价格自 2018 年下半年开始持续下行带动毛利率改善，2019 年前三季度平均毛利率 41.0%，2019Q3 毛利率已回升至 41.3%。

图表13：代表性家居企业盈利指标均值（算数平均法）



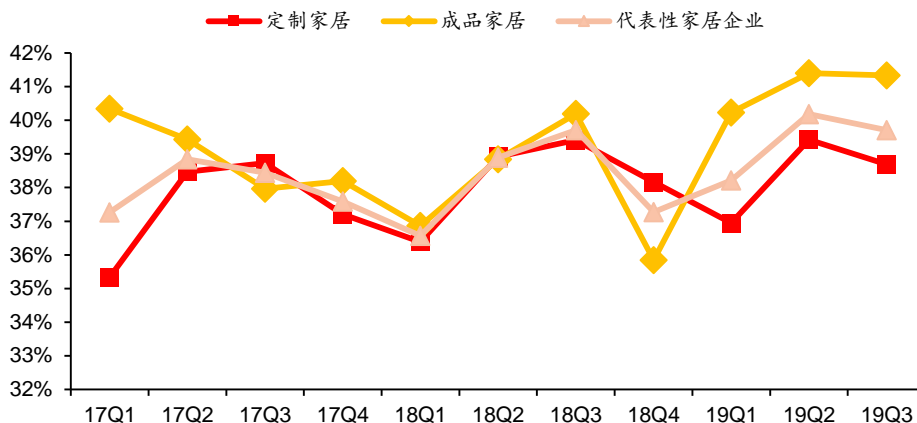
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表14：定制及成品家居企业毛利率均值差异（算数平均法）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

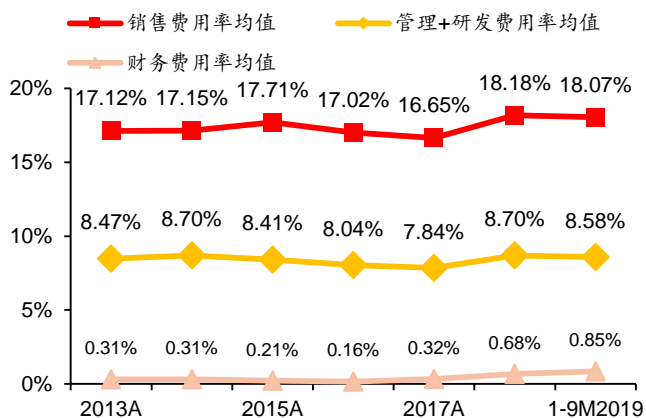
图表15: 2017年以来代表性家居企业单季度毛利率走势图



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

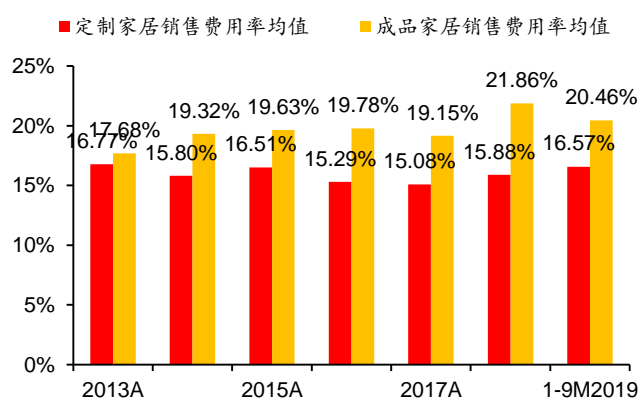
费用率方面, 2019年前三季度代表性家居企业平均期间费用率为 27.5%, 同比上升 0.8 个百分点, 其中销售/管理+研发/财务费用率分别为 18.1%/8.6%/0.8%。具体来看, 定制家居 2019年前三季度销售费用率同比提高 0.22pct 至 16.57%; 软体及成品家居销售费用率同比下降 0.45pct 至 20.46%。

图表16: 代表性家居企业费用率均值 (算数平均法)



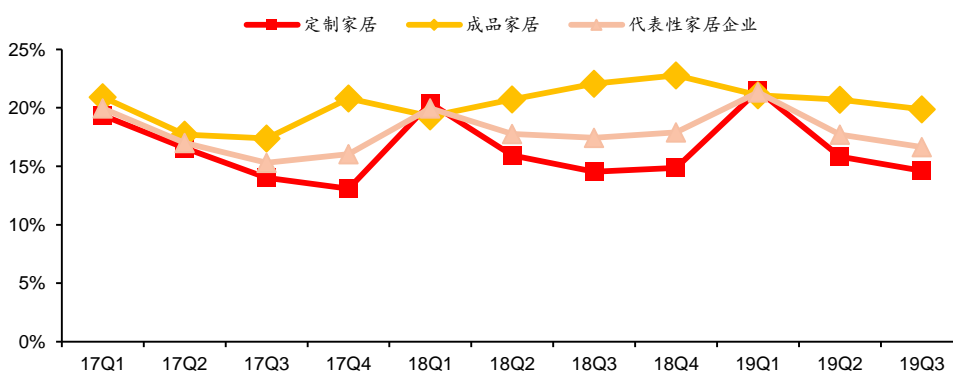
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表17: 代表性家居企业销售费用率均值 (算数平均法)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

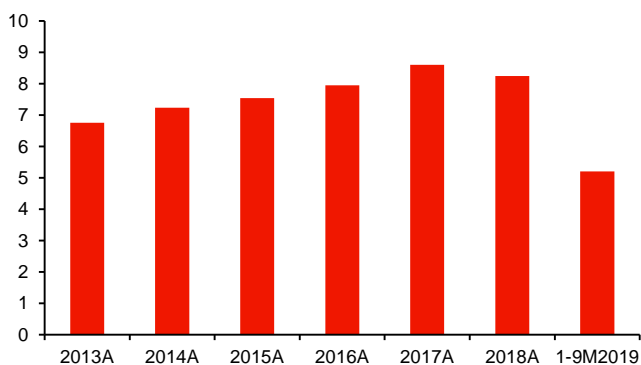
图表18: 代表性家居企业单季度销售费用率情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

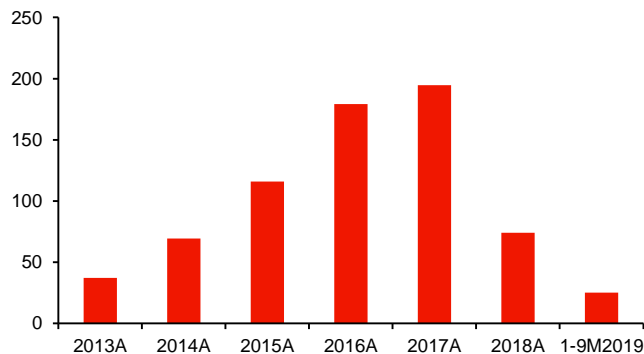
营运能力方面，2019年前三季度代表性家居企业存货周转率平均为5.2次，较去年同期有小幅下降；定制家居受益于先订单后生产的模式，存货周转率显著高于成品家居，2019年前三季度存货周转率均值6.67次，同比减少了0.44次；成品家居存货周转率平均为2.85次，同比基本持平。应收账款方面看，13家代表性家居企业应收账款周转率仅皮阿诺、喜临门以及曲美家居同比有所，其余企业同比均有下降，尤其是定制家居企业应收账款周转率下降显著，主要是由于企业寻求多渠道发展、加大大宗业务拓展力度所致。

图表19：代表性家居企业存货周转率情况（算数平均法）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

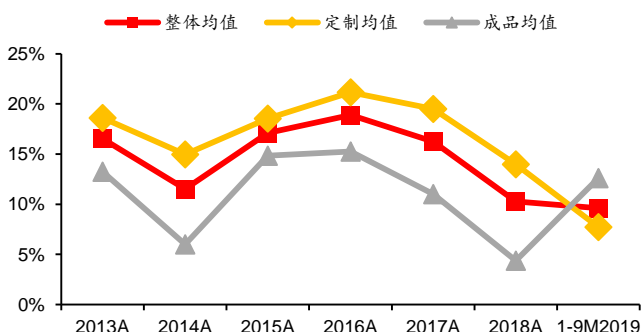
图表20：代表性家居企业应收账款周转率情况（算数平均法）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

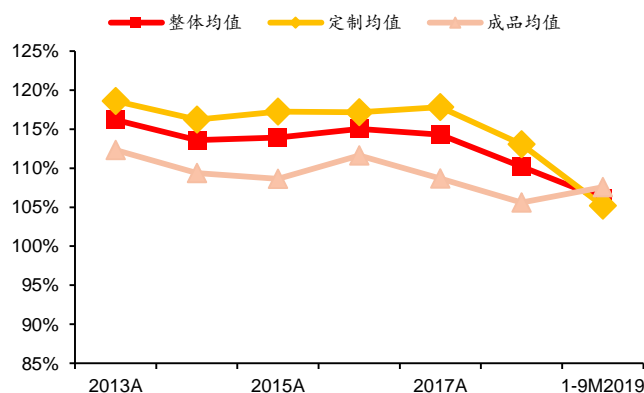
现金流方面，受企业加大渠道拓展力度、提前采购备货量大幅增长以及定制企业积极发展大宗业务及整装业务、收款模式发生改变等因素影响，2019年前三季度代表性定制家居企业经营性现金流净额占营收比重均值同比继续下滑0.6pct至7.7%，销售商品提供劳务收到的现金占营收比重均值同比下降6.0pct至105%；成品家居方面，2019年前三季度经营性现金流净额占应收比重同比提升13.1pct至12.6%，我们预计主要是受经销商渠道回款季节性影响。预收账款角度看，2019年前三季度代表性家居企业预收账款同比增长17.7%，其中定制家居预收账款同比增长16.8%，反映地产竣工逻辑兑现下对家居需求回暖的支撑；成品家居预收账款同比增长20.3%，主要是顾家家居前三季度预收账款同比增长66%，我们预计公司“816全民顾家日”活动成效显著，预收账款增速恢复有望对后续几个季度收入形成支撑。

图表21：代表性家居企业经营活动产生的现金流占营收比重（算数平均）



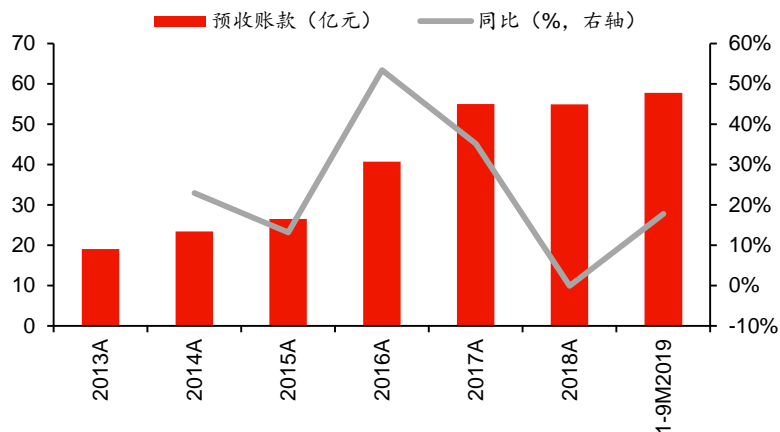
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表22：代表性家居企业收现比（算数平均）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表23：代表性家居企业预收账款情况



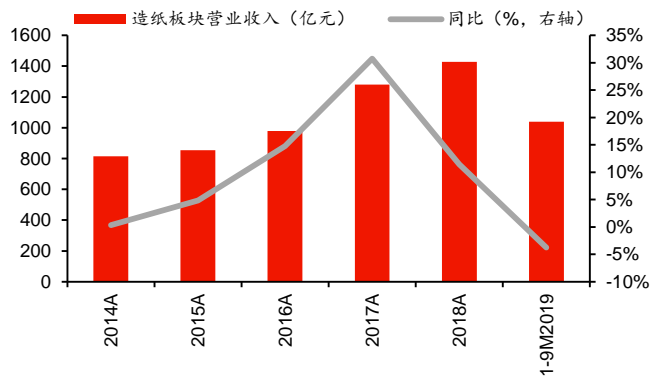
资料来源：Wind，华泰证券研究所

家居基本面前低后高格局有望逐步明朗。据 Wind 数据，2019 年 9 月家居单月零售额达到 178 亿元，同比增速环比回升 0.6pct 至 6.3%，1~9 月家居累计零售额同比增速企稳在 5.9%；此外，截至 9 月份，地产竣工面积累计增速环比提升 1.4pct 至 -8.6%，9 月单月地产竣工面积同比增长 4.2%。地产竣工逻辑兑现的情况下，我们预计家居板块基本面底部企稳的逻辑有望得到验证，业绩修复有望支撑家居板块估值修复，重点推荐**欧派家居**、**顾家家居**、**志邦家居**和**喜临门**。同时，从结构性来看，房地产销售中精装修交付比例稳步提升，对应 2019 年工程渠道业务有望成为最为受益的地产后周期板块，重点推荐**帝欧家居**，建议关注**江山欧派**。

造纸：纸价中枢下行，3Q 盈利降幅有所收窄

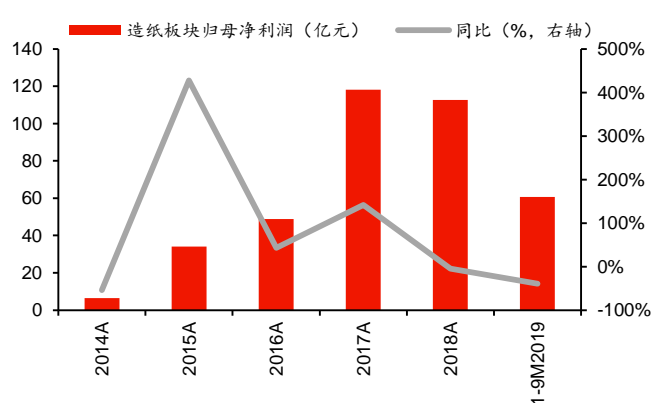
随着经济增长放缓、造纸下游需求疲软，造纸行业景气有所下行，纸价持续下行，企业盈利持续承压。2019年前三季度造纸板块21家企业共实现营收1039.6亿元，同比下滑3.8%；实现归母净利润60.7亿元，同比下滑约39.1%，业绩降幅较2019年中报有所缩窄，幅度为9.3个百分点。

图表24：造纸板块营业收入合计（中万分类）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

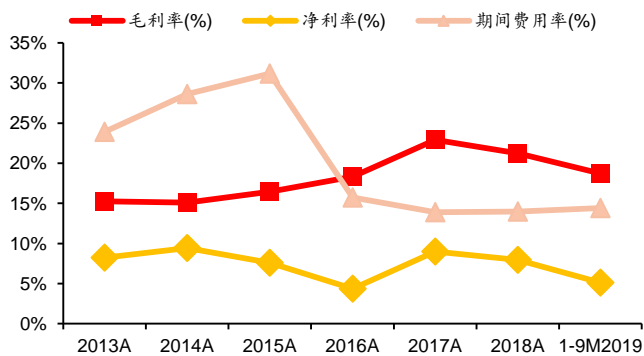
图表25：造纸板块归母净利润合计（中万分类）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

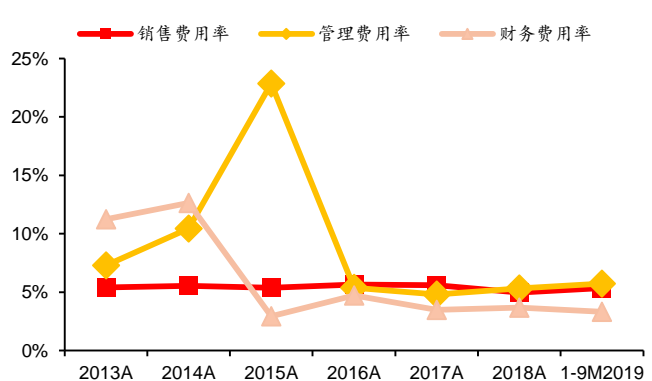
盈利能力方面，2019年前三季度造纸板块毛利率均值（算术平均法，下同）为18.7%，同比下降3.9个百分点；行业平均期间费用率为14.4%，较上年同期提升0.83个百分点，其中销售/管理/财务费用率分别为5.3%/5.7%/3.3%，较上年同比变动+0.4/+0.8/-0.4个百分点；实现净利率5.14%，较上年同期下降4.9个百分点。

图表26：造纸板块盈利指标（算术平均法）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

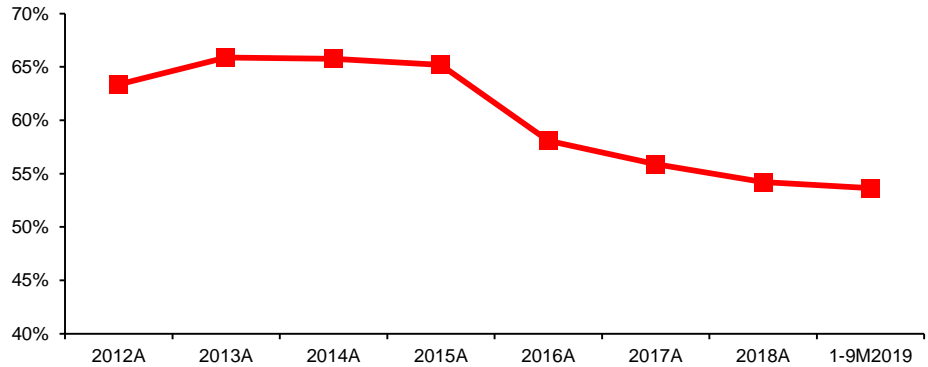
图表27：造纸板块三项费用率（算术平均法）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

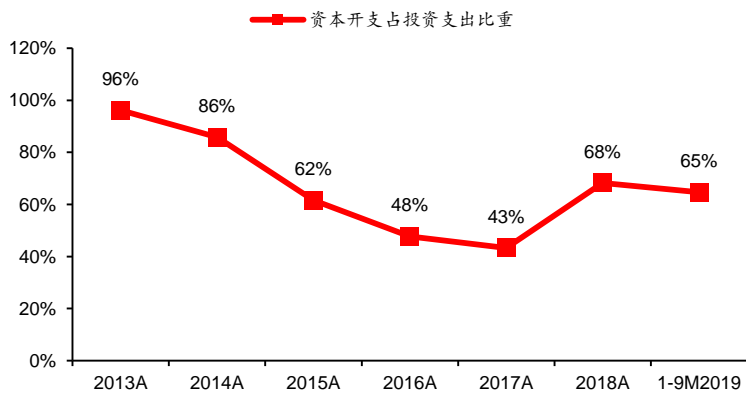
板块资产负债率略有回落，资本开支基本持平。截至2019年三季报，造纸板块资产负债率为53.7%，同比回落1.4个百分点。投资支出方面，投资性现金净流出104.3亿元，同比基本持平。2019年前三季度代表性造纸企业资本开支占投资支出比重提升2.5个百分点至65%。

图表28：造纸板块资产负债率均值（整体法）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表29：代表性企业资本开支占投资支出比重均值（算术平均法）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表30：代表性造纸企业2018年主要财务指标

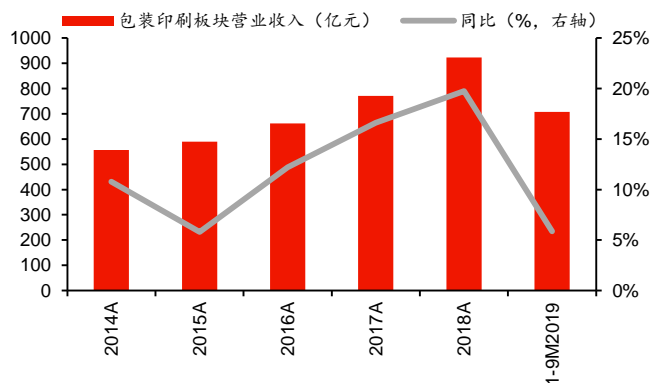
公司代码	公司简称	营业收入 (亿元)	营收增速 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润 增速 (%)	ROE	毛利率	净利率	期间费用率
000488.SZ	晨鸣纸业	220.14	-6%	10.68	-57%	4%	27%	5%	21%
002067.SZ	景兴纸业	38.89	-12%	1.52	-58%	4%	10%	4%	10%
002078.SZ	太阳纸业	164.01	2%	14.85	-18%	11%	21%	9%	10%
600103.SH	青山纸业	19.46	-14%	1.14	-34%	3%	20%	6%	14%
600308.SH	华泰股份	100.50	-10%	4.83	-26%	6%	13%	5%	7%
600567.SH	山鹰纸业	171.34	-4%	13.25	-43%	10%	19%	8%	14%
600793.SH	宜宾纸业	10.88	5%	0.09	-96%	2%	9%	1%	16%
600963.SH	岳阳林纸	49.07	-2%	1.15	-66%	1%	17%	2%	13%
600966.SH	博汇纸业	65.03	1%	1.37	-73%	3%	13%	2%	11%
002511.SZ	中顺洁柔	48.20	18%	4.38	40%	12%	38%	9%	27%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

包装：原材料价格回落，毛利率延续回升态势

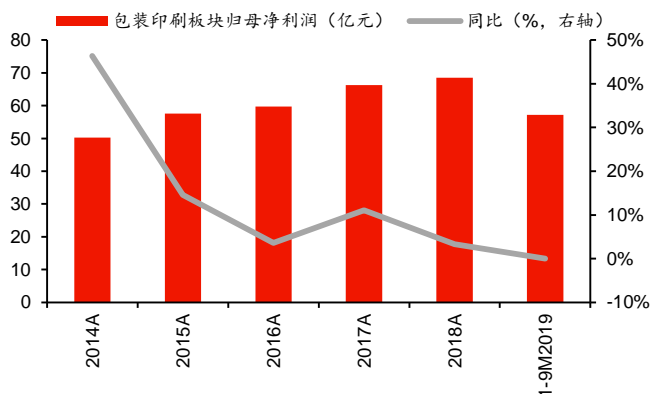
2019年前三季度34家包装印刷企业共实现营收706.7亿元，同比增长2.5%；实现归母净利润57.2亿元，同比基本持平。2019年三季度包装印刷企业营收同比增长5.1%至254.6亿元，归母净利润同比增长7.9%至20.4亿元。

图表31：包装印刷板块营业收入合计（申万分类）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

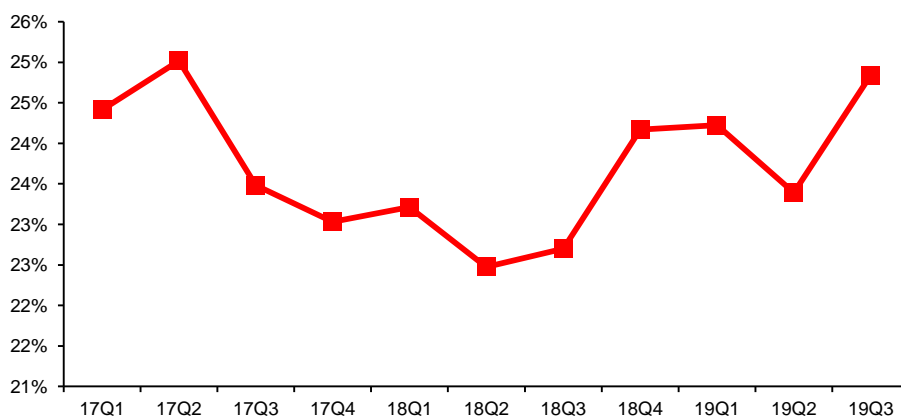
图表32：包装印刷板块归母净利润合计（申万分类）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

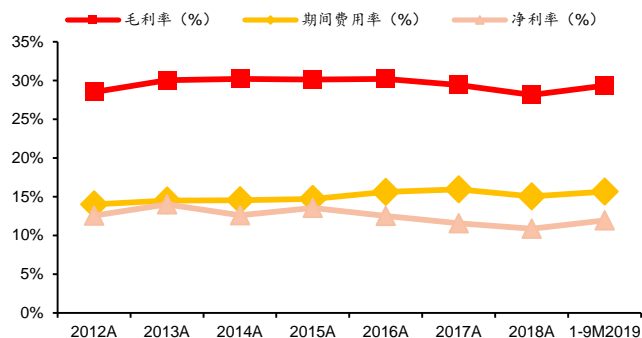
2018年下半年开始成品纸价格出现回调，包装行业受益于原材料价格降低，毛利率触底回升，2019Q1/Q2/Q3单季度毛利率分别为24.2%/23.4%/24.8%，整体呈现回升态势。2019年前三季度行业平均期间费用率为15.7%，较上年同期上升1.1个百分点，其中销售/管理/财务费用率分别为5.0%/9.9%/0.8%，较上年同期变化+0.27/+0.71/+0.16个百分点；实现净利率11.9%，同比略微提升。

图表33：包装板块2017年以来单季度毛利率走势图



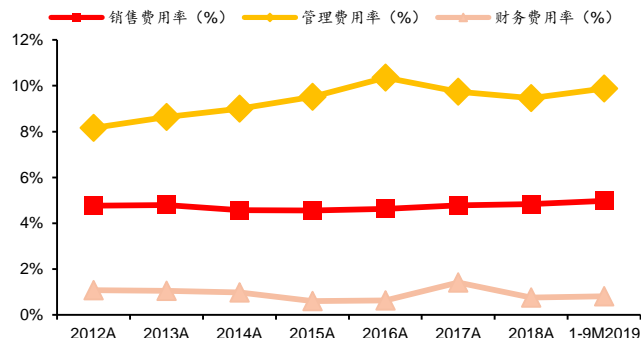
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表34: 包装印刷板块盈利能力 (算术平均法)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表35: 包装印刷板块三项费用率 (算术平均法)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表36: 代表性包装印刷企业 2019 年前三季度主要财务指标

公司代码	公司简称	营业收入 (亿元)	营收增速 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润增速 (%)	ROE	毛利率	净利率	期间费用率
002117.SZ	东港股份	11.66	0%	2.06	5%	13%	41%	18%	19%
002191.SZ	劲嘉股份	28.84	21%	6.73	23%	10%	43%	26%	14%
002228.SZ	合兴包装	82.51	2%	1.94	-60%	7%	13%	3%	10%
002303.SZ	美盈森	23.81	2%	3.02	3%	6%	33%	13%	17%
002701.SZ	奥瑞金	64.55	3%	6.87	-2%	12%	27%	11%	14%
002014.SZ	永新股份	18.56	12%	1.85	24%	10%	24%	10%	12%
002243.SZ	通产丽星	11.33	11%	0.92	69%	6%	25%	9%	15%
002565.SZ	顺灏股份	12.91	-11%	0.73	15%	3%	27%	6%	21%
600210.SH	紫江企业	70.50	-2%	4.06	4%	9%	20%	6%	14%
601515.SH	东风股份	23.58	1%	4.95	1%	12%	40%	21%	17%
002831.SZ	裕同科技	63.46	16%	6.08	12%	10%	30%	10%	19%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

投资建议：家居关注工装及绩优龙头，造纸布局阶段性业绩修复

家居方面，地产竣工逻辑兑现的情况下，我们预计家居板块基本面底部企稳的逻辑有望得到验证，业绩修复有望支撑家居板块估值修复。行业进入存量竞争阶段，我们建议关注渠道布局多元化、内功修炼扎实的绩优龙头，重点推荐**欧派家居**、**顾家家居**、**志邦家居**和**喜临门**。同时，从结构性来看，房地产销售中精装修交付比例稳步提升，对应2019年工程渠道业务有望成为最为受益的地产后周期板块，重点推荐**帝欧家居**，建议关注**江山欧派**。

包装印刷方面，主要原材料纸价中枢下行；供给侧改革有望带来产业链重构，推动订单向龙头企业集中，同时横向并购、下游客户集中度提高等多重因素将促进行业整合，龙头公司有望加速提升市场份额，推荐彩盒包装龙头**裕同科技**、以及受益卷烟行业回暖、大包装布局持续推进的额烟标龙头**劲嘉股份**。

造纸方面，下游需求疲软叠加供给端压力，纸价及盈利延续下行，但单三季度盈利降幅已经有所收窄。考虑到双十一之前旺季提价持续兑现，我们预计在原材料低位运行的格局下，造纸板块四季度盈利将持续修复。重点推荐**太阳纸业**，建议关注**山鹰纸业**。

风险提示

环保执行不及预期

若环保执行不及预期，将影响到行业内中小产能出清速度，进而将影响纸企市场份额提升程度与盈利能力。

地产销售低于预期

家用轻工属于地产后周期消费品种，虽然地产销售到家居品消费存在4-6个季度的滞后，但是如果地产销售增速超预期下滑，势必将影响家居收入高增长的可持续性。

纸价大幅波动

对于造纸企业而言，纸价波动将影响企业收入及盈利水平，进而影响到公司业绩表现；对于包装企业而言，成品纸为包装主要原材料，纸价大幅上涨将使公司成本大幅抬升、压缩企业盈利空间，进而影响到企业业绩。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com