

造纸逐季改善如期兑现，家具收入、利润增速放缓延续

——轻工造纸行业 2019 年三季度报总结

核心观点

- **2019 年三季度，轻工行业收入、利润同比增速转暖，环比改善仍在持续。**2019 年前三季度，轻工制造行业营收、利润同比增速较 2018 年同期增速有所回落；其中，2019Q3 行业单季度收入、利润同比增速相比前两季度均有转暖，环比改善仍在持续。各子板块中，2019Q3 归母净利润同比增速由高至低依次为：其他家用轻工（52.47%）、文娱用品（39.39%）、包装印刷（15.44%）、家具（6.04%）、造纸（-17.97%），除家具外，其余各板块三季度盈利增速相比二季度均有改善。盈利能力方面，原材料价格回落推动毛利率同比提升，费用投放增加导致行业净利率同比小幅下滑。
- **造纸：三季度盈利同比降幅持续收窄，逐季改善逻辑如期兑现。**收入端，三季度文化纸价格顺利提涨，叠加文化纸新增产能逐步释放，推动 2019Q3 造纸板块营收环比改善。同时，2019Q3 原材料成本持续回落，造纸板块盈利环比持续提升。由于国庆节后木浆系纸品价格顺利提涨，叠加成本端浆价下跌带来的盈利弹性，以文化纸为主的木浆系纸品盈利预计仍将稳步提升，Q4 造纸板块盈利有望持续扩张，年内逐季改善逻辑有望如期兑现。
- **家具：收入、利润增速放缓延续，定制家具表现略好于成品家具。**2019 年前三季度，家具行业营收增速回落，收入端同比增速逐季下滑的趋势尚未改善，但 2019Q3 定制家具收入增速相比 Q2 增速降幅有所放缓；利润端，2019 年三季度定制、成品家具盈利增速均有放缓，定制家具盈利增速同比降幅收窄，表现优于成品家具。盈利能力方面，三季度家具板块毛利率、净利率整体回落，其中定制家具费用投放略有收缩。
- **包装印刷：三季度收入、盈利增速环比均有回暖，盈利能力改善。**前期受下游需求疲软影响，板块营收增速自 2018Q3 出现下滑；受益于彩盒业务回暖，三季度收入端同比增速恢复至正增长区间。利润端，三季度包装印刷板块盈利增速改善明显，同比、环比均有提升。原材料价格低位推动包装印刷板块毛利率持续改善，费用率增加对净利率有所拖累。
- **文娱用品：收入、利润均有亮眼表现，稳健高增长持续。**2019 年前三季度文娱用品板块营收、利润增速均处于 35% 左右的高增速区间，延续稳健增长。盈利能力方面，三季度文娱用品板块毛利率、净利率同比均有提升，盈利能力稳中向好。

投资建议与投资标的

- 造纸板块当前仍处于周期底部，以文化纸为主的木浆系纸企盈利四季度仍有望持续改善，推荐当前行业内原材料布局最具优势的综合性龙头纸企**太阳纸业(002078, 买入)**，建议关注原材料浆价回落、盈利弹性凸显的生活用纸龙头企业**中顺洁柔(002511, 未评级)**；家具行业变革期持续，龙头企业有望依托竞争优势实现市场份额扩张，建议关注行业领先地位稳固的**欧派家居(603833, 未评级)**；包装印刷板块，原材料价格低位提供盈利改善弹性，建议关注积极布局大包装业务的中高端纸包装龙头企业**裕同科技(002831, 未评级)**；文娱用品板块，建议关注壁垒深厚、业绩确定性较高的**晨光文具(603899, 未评级)**。

风险提示

- 宏观经济增速放缓、终端需求下滑超预期的风险；地产销售不及预期风险


东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

行业

造纸轻工行业

报告发布日期

2019 年 11 月 04 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

李雪君

021-63325888*6069

lixuejun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517020001

联系人

吴瑾

021-63325888-6088

wujin@orientsec.com.cn

相关报告

- 本周木浆系纸品价格提涨持续，盈利稳步提升：——造纸产业链数据每周速递（2019/11/03） 2019-11-03
- 纸企成本端相对浆价波动存在滞后期，发运船期及库存周期为主因：——基于企业存货计价方法比较的视角 2019-09-30
- 造纸行业分化趋势逐步显现，龙头纸企竞争优势稳步提升： 2019-09-29

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

1 2019 年三季度轻工行业收入、利润同比增速回暖	5
1.1 收入端，三季度轻工行业营收同比增速转暖	5
1.2 利润端，行业盈利同比恢复正增长、环比持续改善	6
1.3 盈利能力整体提升，造纸板块资金效率领先	7
2 造纸：三季度盈利同比降幅持续收窄，逐季改善逻辑如期兑现	9
3 家具：盈利增速放缓延续，定制家具表现略好于成品家具	12
4 包装印刷：三季度收入、盈利增速环比均有回暖，盈利能力改善	17
5 文娱用品：收入、利润均有亮眼表现，稳健高增长持续	19
投资建议	22
风险提示	22

图表目录

图 1: 2019 年前三季度轻工行业营收增速同比放缓.....	5
图 2: 轻工行业营收 2019Q3 同比、环比增速均回暖	5
图 3: 2019Q3 文娱用品营收同比增速领跑轻工行业	6
图 4: 2019Q3 轻工行业各子板块营收环比均有改善.....	6
图 5: 2019 年前三季度轻工行业归母净利润同比下滑 8%.....	7
图 6: 轻工行业盈利 2019Q3 同比恢复正增长	7
图 7: 2019Q3 其他家用轻工、文娱用品归母净利润同比增速领先行业平均.....	7
图 8: 2019Q3 行业各子板块归母净利润环比持续改善.....	7
图 9: 2019Q3 轻工行业毛利率同比提升 0.87pct，环比下降 0.29pct.....	8
图 10: 2019Q3 轻工行业期间费用率同比提升 0.96pct，环比下降 0.57pct，销售及管理费用率同比有所提升	8
图 11: 2019Q3 轻工行业归母净利润率同比下降 0.20pct，环比提升 0.22pct.....	8
图 12: 2019Q3 造纸板块现金循环周期显著缩短，效率提升.....	9
图 13: 2019Q3 造纸、文娱用品板块存货周转天数同比下降.....	9
图 14: 2019Q3 轻工各板块应收账款周转天数略有上升.....	9
图 15: 2019Q3 轻工各板块应付账款周转天数同比均有增加.....	9
图 16: 2019 年前三季度造纸板块营收同比增速显著放缓	10
图 17: 2019Q3 造纸板块营业收入环比持续改善	10
图 18: 双胶纸、铜版纸 2019Q3 均价环比 2019Q2 分别上涨 0.62%、1.57%.....	10
图 19: 2019 年前三季度造纸板块盈利同比增速显著放缓	11
图 20: 2019Q3 造纸板块盈利环比持续改善.....	11
图 21: 2019Q3 造纸板块毛利率、归母净利率环比基本持平.....	11
图 22: 2019Q3 造纸板块期间费用率环比下降 0.63pct	11
图 23: 2019 年四季度文化纸与水浆剪刀差仍在扩大，文化纸盈利有望持续改善.....	12
图 24: 预计双胶纸盈利将稳步提升	12
图 25: 预计铜版纸盈利将稳步提升	12
图 26: 2019 年前三季度家具板块营收同比增速放缓.....	13
图 27: 2019Q3 家具板块单季度营收同比增速延续逐季回落.....	13
图 28: 2019 年前三季度定制、成品家具营收增速整体回落.....	14
图 29: 2019Q3 定制家具板块营收增速高于成品家具	14
图 30: 2019 年前三季度家具板块盈利增速回暖.....	14
图 31: 2019Q3 家具归母净利润同比增长 6%，放缓仍持续.....	14
图 32: 2019 年前三季度成品家具盈利增速回暖.....	15

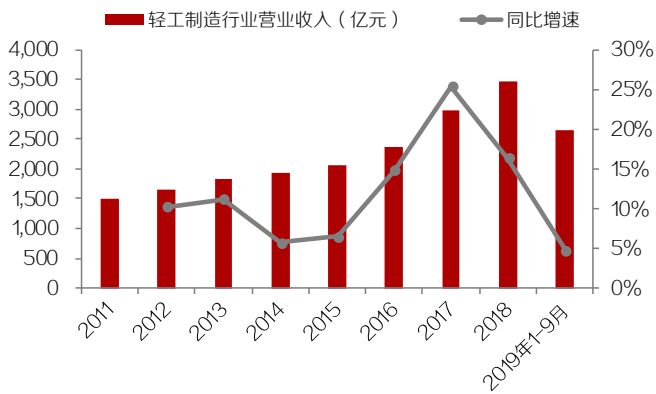
图 33: 2019Q3 定制、成品家具盈利同比增速均有回落	15
图 34: 2019 年前三季度家具板块毛利率同比小幅提升	15
图 35: 受成品家具毛利率同比改善拉动, 2019Q3 家具板块毛利率同比小幅提升	15
图 36: 2019 年前三季度家具板块归母净利润率同比小幅提升	16
图 37: 2019Q3 家具板块归母净利润率同比均有下滑	16
图 38: 2019Q3 家具板块销售费用率同比小幅下降, 管理、财务费用率同比均有提升	16
图 39: 2019Q3 板块期间费用率同比提升由成品家具拉动, 定制家具费用投放有所收缩	16
图 40: 2019 年前三季度包装印刷板块营收同比增速回落	17
图 41: 2019Q3 包装印刷板块营收增速回暖	17
图 42: 2019 年前三季度包装印刷归母净利润同比增速回落	18
图 43: 2019Q3 包装印刷板块盈利增速显著回升	18
图 44: 2019 年前三季度包装印刷板块毛利率提升	18
图 45: 2019Q3 包装印刷板块毛利率环比、同比持续改善	18
图 46: 2019 年前三季度包装印刷板块归母净利润率小幅提升	19
图 47: 2019Q3 包装印刷板块归母净利润率同比提升 0.67pct, 环比小幅下降	19
图 48: 2019Q3 包装印刷板块期间费用率同比、环比均有提升	19
图 49: 2019 年前三季度文娱用品板块营收同比增速持续提升	20
图 50: 2019Q3 文娱用品板块营收同比增速持续高增长	20
图 51: 2019 年前三季度文娱用品归母净利润同比增速回升	20
图 52: 2019Q3 文娱用品盈利同比增速稳中有升	20
图 53: 2019 年前三季度文娱用品毛利率大幅提升	21
图 54: 2019Q3 文娱用品毛利率同比提升 0.78pct	21
图 55: 2019 年前三季度文娱用品归母净利率同比小幅提升	21
图 56: 2019Q3 文娱用品归母净利润率同比提升 0.25pct	21
图 57: 2019Q3 文娱用品板块期间费用率为 14.60%, 同比小幅提升	22

1 2019 年三季度轻工行业收入、利润同比增速回暖

1.1 收入端，三季度轻工行业营收同比增速转暖

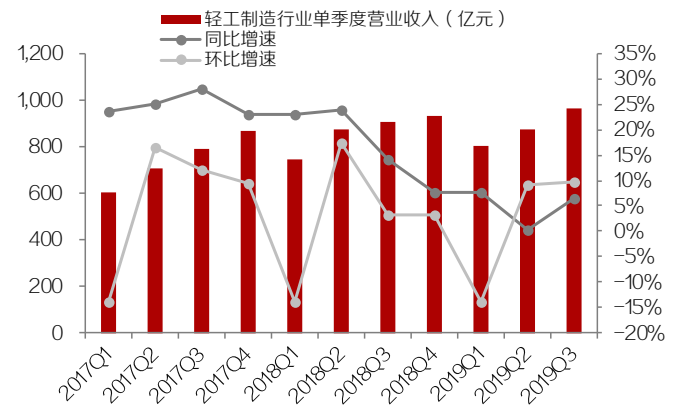
收入端，轻工制造行业 2019Q3 营收同比、环比均有提升。本篇报告根据申万轻工制造分类，并剔除部分主业已脱离轻工行业的上市公司，以 91 家公司为样本进行分析。2019 年前三季度轻工制造行业实现营业收入 2645.27 亿元，同比增长 4.73%，较 2018 年前三季度同比增速（19.98%）显著放缓。拆分单季度来看，2019 年三季度行业营收同比增速较二季度回暖，2019Q3 实现营收 962.60 亿元，同比、环比分别增长 6.37%、9.68%。2019Q3 各子板块营收增速按由高至低排序，依次为文娱用品、其他家用轻工、家具、包装印刷、造纸，单三季度营收同比增速分别为 35.66%、14.69%、7.80%、5.76%、0.47%。其中，文娱用品板块三季度稳健高增长持续，2019Q3 营收同比增长 35.66%，连续 4 个季度营收同比增速保持在 35% 以上，远高于轻工行业平均增速；造纸板块受益于原材料价格下降，2019Q3 营收增速恢复至正增长区间，实现同比增长 0.47%。环比角度，2019Q3 轻工行业各子板块营收均出现环比正增长，文娱用品、包装印刷、其他家用轻工、造纸、家具三季度营收分别实现环比增加 16.28%、14.88%、8.53%、7.42%、7.02%，三季度收入端环比持续改善。

图 1：2019 年前三季度轻工行业营收增速同比放缓

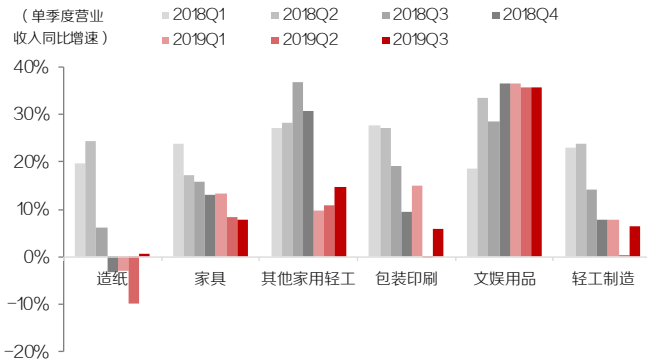


资料来源：公司公告，东方证券研究所

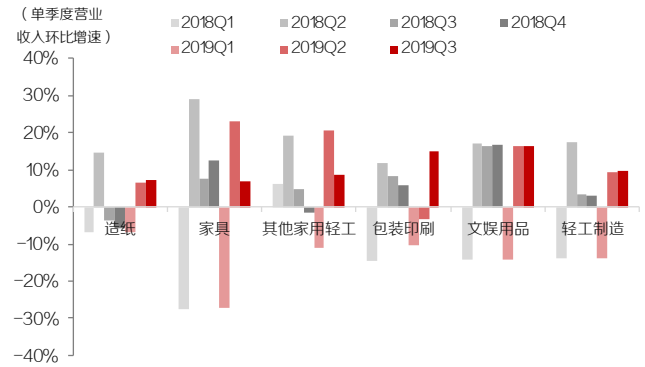
图 2：轻工行业营收 2019Q3 同比、环比增速均回暖



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 3：2019Q3 文娱用品营收同比增速领跑轻工行业


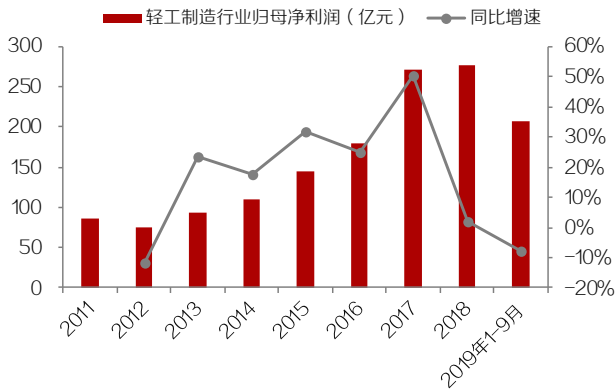
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：2019Q3 轻工行业各子板块营收环比均有改善


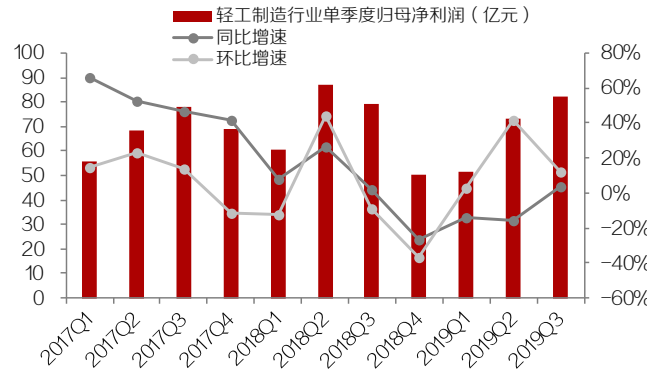
资料来源：公司公告，东方证券研究所

1.2 利润端，行业盈利同比恢复正增长、环比持续改善

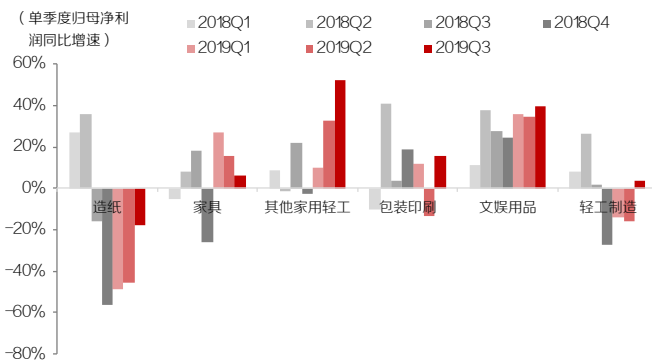
利润端，2019Q3 轻工行业盈利同比恢复正增长，环比持续改善。2019 年前三季度轻工制造行业实现归母净利润 207.51 亿元，同比下降 8.03%，较 2018 年前三季度同比增速（11.59%）显著回落。拆分单季度盈利，行业归母净利润同比增速自 2018Q3 起下滑，2019Q1 起逐步企稳，2019Q3 轻工制造行业归母净利润同比、环比分别增长 3.94%、12.54%，盈利恢复至同比正增长区间，环比持续改善。各子板块中，2019Q3 归母净利润同比增速由高到低依次为：其他家用轻工（52.47%）、文娱用品（39.39%）、包装印刷（15.44%）、家具（6.04%）、造纸（-17.97%），除家具外，其余各板块三季度业绩同比增速与二季度相比均有回暖；环比角度，三季度轻工行业各子板块归母净利润相比 2019Q2 环比持续改善，2019Q3 环比增幅由高到低依次为文娱用品（18.28%）、家具（17.29%）、其他家用轻工（10.86%）、包装印刷（9.35%）、造纸（8.49%）。

图 5：2019 年前三季度轻工行业归母净利润同比下滑 8%


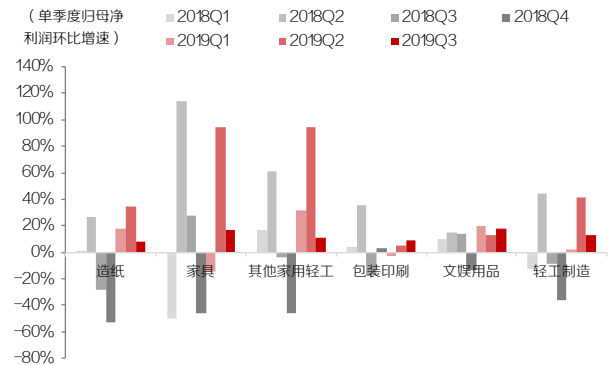
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 6：轻工行业盈利 2019Q3 同比恢复正增长


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 7：2019Q3 其他家用轻工、文娱用品归母净利润同比增速领先行业平均


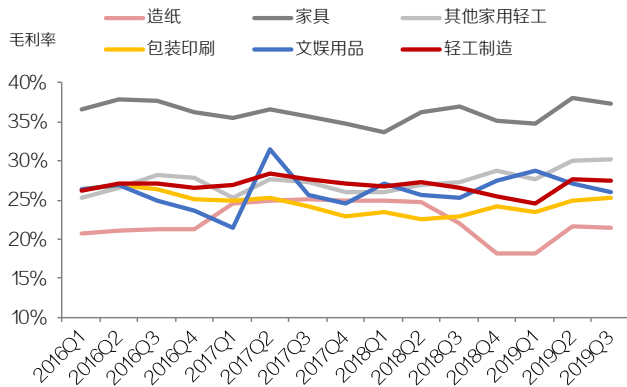
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 8：2019Q3 行业各子板块归母净利润环比持续改善


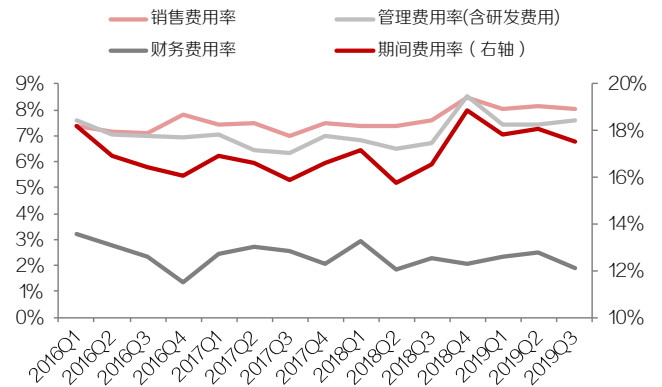
资料来源：公司公告，东方证券研究所

1.3 盈利能力略有下滑，造纸板块资金效率领先

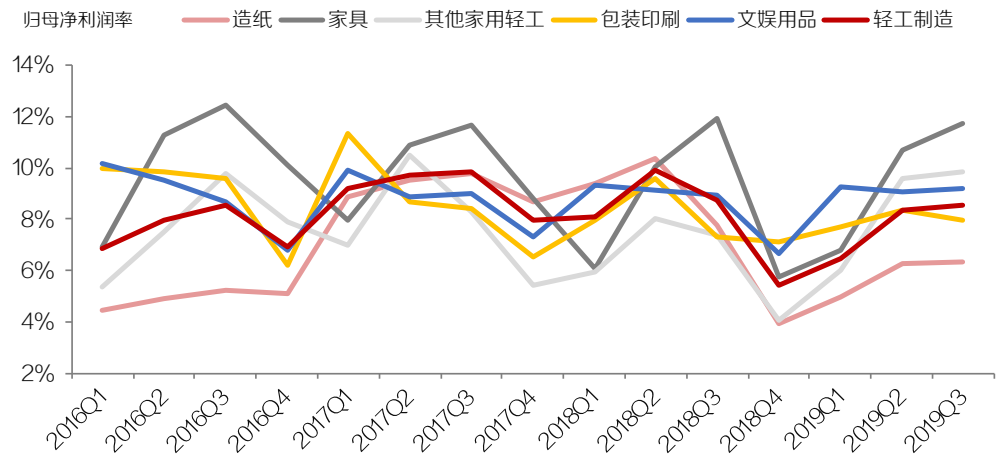
三季度费用投放力度加大造成净利率同比下降。从毛利率看，2019 年前三季度轻工制造行业整体毛利率为 26.82%，较 2018 年前三季度同比下降 0.16pct；2019Q3 行业整体毛利率为 27.68%，较 2018Q3 同比提升 0.87pct，较 2019Q2 环比小幅回落 0.29pct。从净利率看，2019 年前三季度轻工制造行业整体归母净利率为 7.84%，同比下降 1.09pct；2019Q3 行业归母净利率为 8.55%，较 2018Q3 同比下降 0.20pct，较 2019Q2 环比小幅改善 0.22pct，净利率同比下降主要源于费用率提升，2019Q3 轻工制造行业整体期间费用率为 17.51%，较 2018Q3 环比提升 0.96pct，较 2019Q2 环比下降 0.57pct，其中 Q3 行业销售费用率、管理费用率同比分别提升 0.42pct、0.83pct，费用投放增加或为毛利率同比改善下、净利率同比下降的主要原因。

图 9：2019Q3 轻工行业毛利率同比提升 0.87pct，环比下降 0.29pct


资料来源：公司公告，东方证券研究所

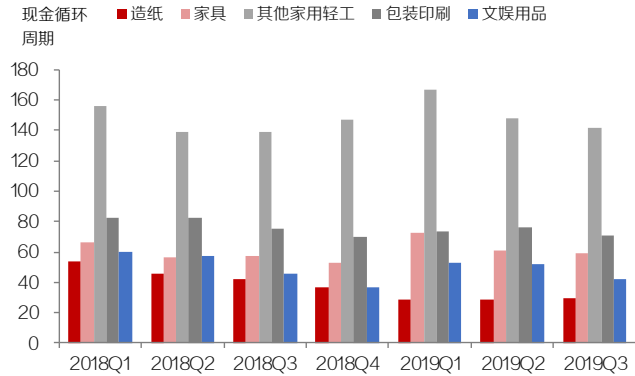
图 10：2019Q3 轻工行业期间费用率同比提升 0.96pct，环比下降 0.57pct，销售及管理费用率同比有所提升


资料来源：公司公告，东方证券研究所

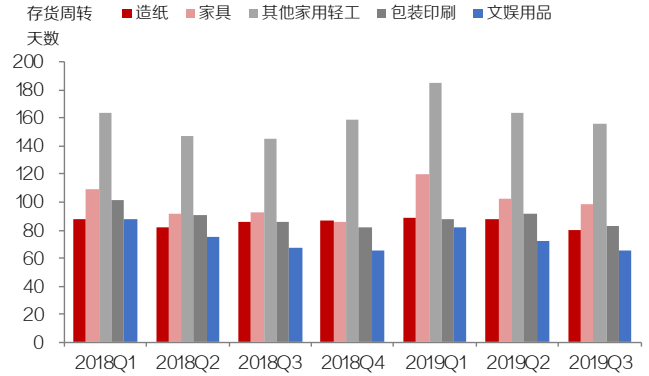
图 11：2019Q3 轻工行业归母净利润率同比下降 0.20pct，环比提升 0.22pct


资料来源：公司公告，东方证券研究所

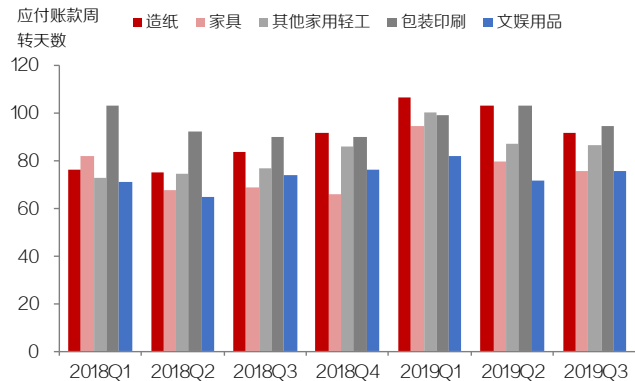
营运能力方面，2019 年三季度造纸板块现金循环周期同比显著缩短，资金周转效率提升。根据“现金循环周期=存货周转天数+应收账款周转天数-应付账款周转天数”，2019Q3 造纸板块应付账款周转天数同比增加 8 天，对上游议价能力提升，导致现金循环周期同比缩短 13 天至 29 天，资金周转效率在轻工制造行业中位列第一。其次改善较明显的为其他家用轻工和家具板块，受益于应付账款周期增加，现金循环周期分别同比下降 3 天和 2 天，资金周转效率有所提升。

图 12：2019Q3 造纸板块现金循环周期显著缩短，效率提升


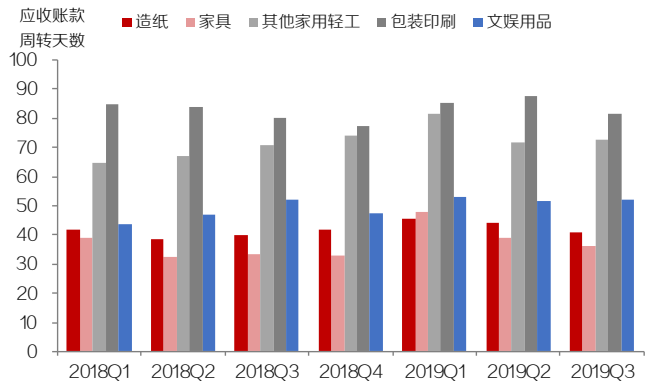
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 13：2019Q3 造纸、文娱用品板块存货周转天数同比下降


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 14：2019Q3 轻工各板块应收账款周转天数略有上升


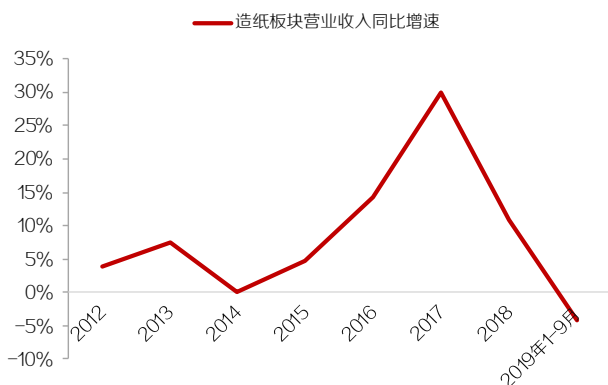
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 15：2019Q3 轻工各板块应付账款周转天数同比均有增加


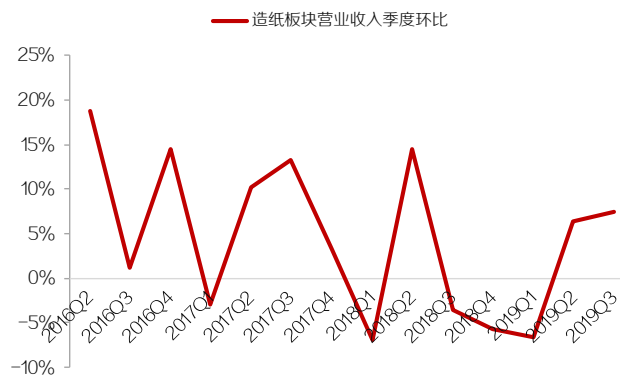
资料来源：公司公告，东方证券研究所

2 造纸：三季度盈利同比降幅持续收窄，逐季改善逻辑如期兑现

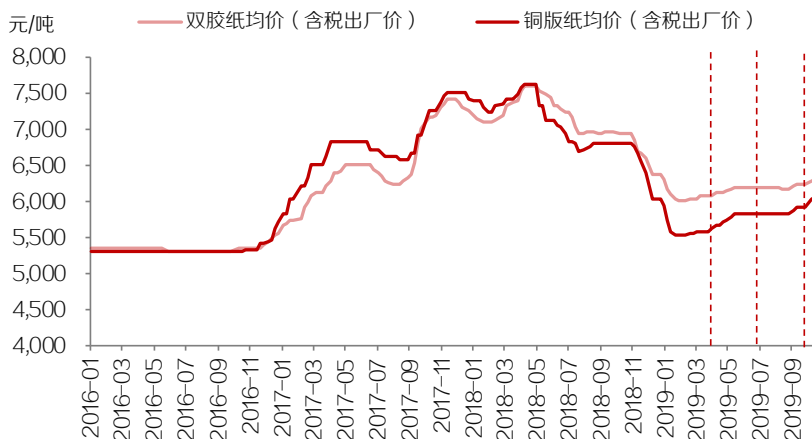
收入端，三季度文化纸价格顺利提涨，推动 2019Q3 造纸板块营收环比改善。2019 年前三季度造纸板块上市公司合计实现营业收入 988.16 亿元，同比下滑 4.18%，收入增速较 2018 年前三季度增速（16.26%）显著放缓。2019Q3 单季度造纸板块公司实现营收 352.16 亿元，同比、环比分别增长 0.47%、7.42%。2019Q3 文化纸价格提涨顺利落地，双胶纸、铜版纸 2019Q3 均价环比 2019Q2 分别上涨 0.62%、1.57%，叠加晨鸣纸业文化纸产能释放贡献增量，推动造纸板块收入端环比改善。

图 16：2019 年前三季度造纸板块营收同比增速显著放缓


资料来源：公司公告，东方证券研究所

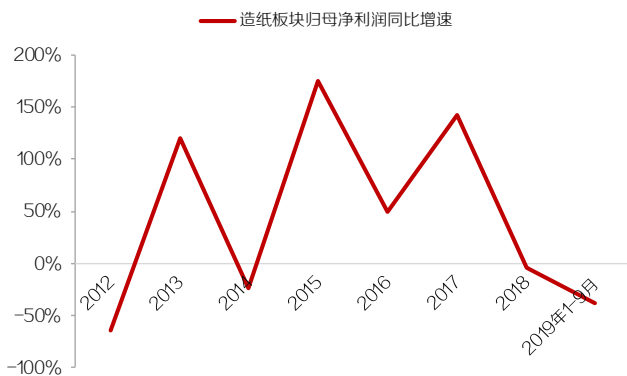
图 17：2019Q3 造纸板块营业收入环比持续改善


资料来源：公司公告，东方证券研究所

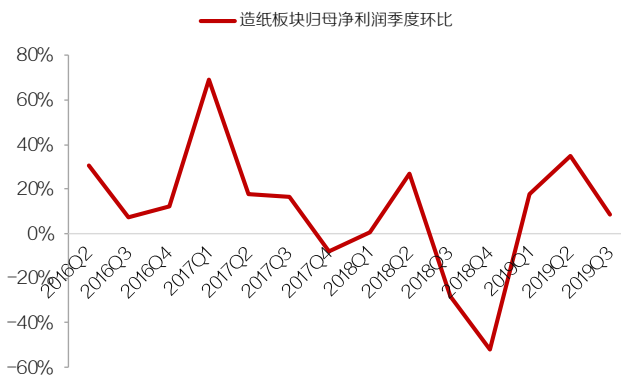
图 18：双胶纸、铜版纸 2019Q3 均价环比 2019Q2 分别上涨 0.62%、1.57%


资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

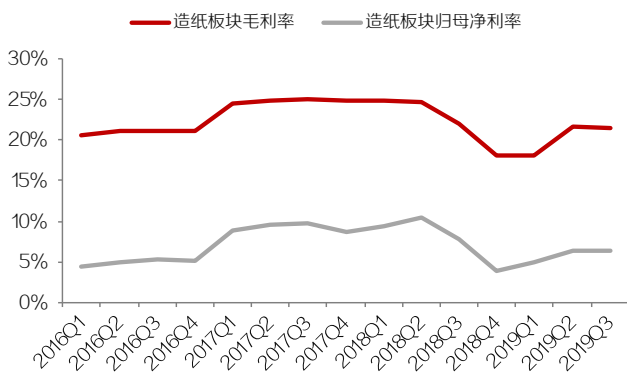
2019Q3 造纸板块盈利持续改善，毛利率、净利率环比基本平稳。2019 年前三季度造纸板块实现归母净利润 58.14 亿元，同比下降 38.63%，其中一季度受原材料价格高位影响，盈利处于底部，2019Q2 以来逐季改善。2019Q3 原材料成本持续回落，收入端文化纸价格提涨顺利落地，造纸板块盈利稳步提升，从利润增速来看，2019Q3 造纸板块实现归母净利润 22.31 亿元，同比下降 17.97%，环比增长 8.49%；从盈利能力来看，2019Q3 造纸行业毛利率环比小幅下降 0.20pct 至 21.46%，期间费用率环比下降 0.63pct 至 14.32%，归母净利率环比提升 0.06pct 至 6.33%，毛利率、净利率环比基本维稳。

图 19：2019 年前三季度造纸板块盈利同比增速显著放缓


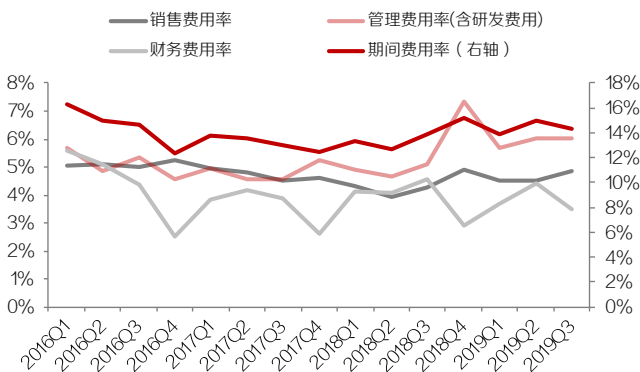
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 20：2019Q3 造纸板块盈利环比持续改善


资料来源：公司公告，东方证券研究所

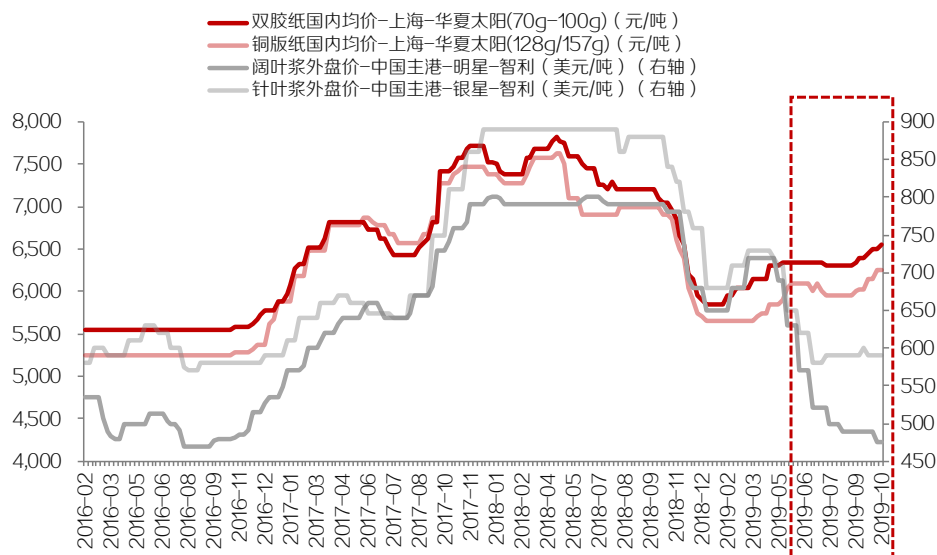
图 21：2019Q3 造纸板块毛利率、归母净利率环比基本持平


资料来源：公司公告，东方证券研究所

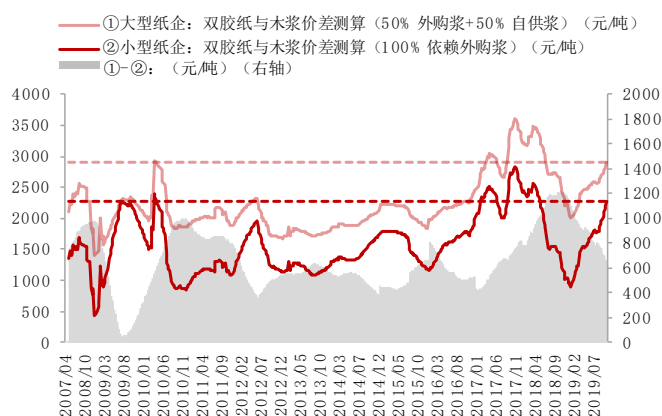
图 22：2019Q3 造纸板块期间费用率环比下降 0.63pct


资料来源：公司公告，东方证券研究所

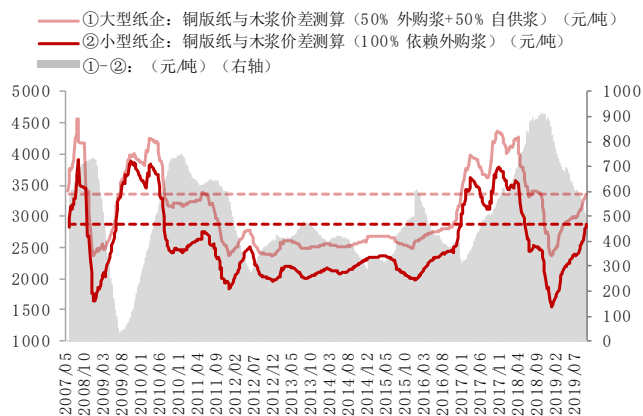
以文化纸为主的水浆系纸品盈利稳步提升，四季度造纸板块业绩有望持续改善。成本端，四季度木浆价格仍呈下跌走势；收入端，文化纸供需相对平稳，国庆节后木浆系纸品价格顺利提涨，叠加成本端浆价下跌带来的盈利弹性，双胶纸、铜版纸盈利预计仍将稳步提升，Q4 造纸板块盈利有望持续扩张，年内逐季改善逻辑有望如期兑现。

图 23：2019 年四季度文化纸与木浆剪刀差仍在扩大，文化纸盈利有望持续改善


资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

图 24：预计双胶纸盈利将稳步提升


资料来源：卓创资讯，Wind，东方证券研究所

图 25：预计铜版纸盈利将稳步提升


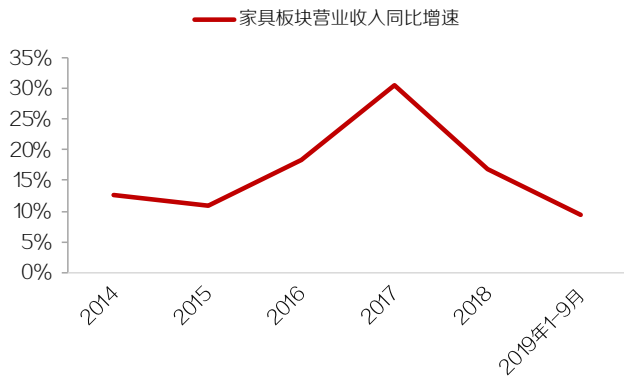
资料来源：卓创资讯，Wind，东方证券研究所

3 家具：盈利增速放缓延续，定制家具表现略好于成品家具

2019 前三季度家具行业营收同比增速放缓，板块整体逐季回落态势暂未扭转。2019 年前三季度家具板块上市公司共实现营业收入 667.31 亿元，同比增长 9.48%，较 2018 年前三季度同比增速（18.42%）明显放缓；拆分单季度营收，2019Q3 家具板块整体实现营业收入 247.80 亿元，同比

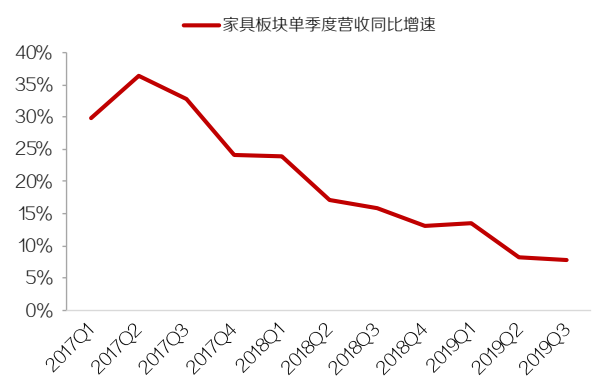
增长 7.80%，2019Q1、Q2、Q3 单季度营收增速分别为 13.42%、8.24%、7.80%，2018 年以来收入端同比增速逐季下滑的趋势尚未改善，但 2019Q3 收入增速与 2019Q2 相比降幅有所放缓。

图 26：2019 年前三季度家具板块营收同比增速放缓



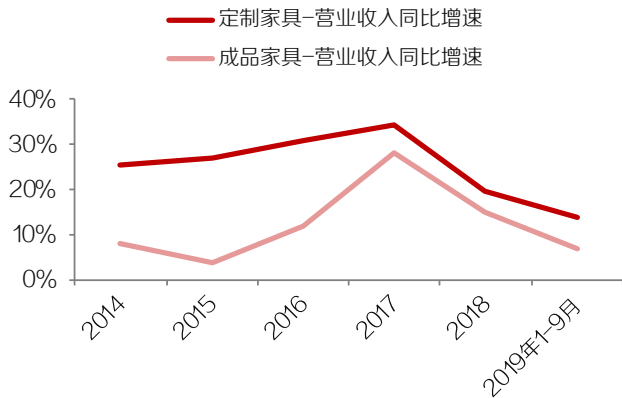
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 27：2019Q3 家具板块单季度营收同比增速延续逐季回落

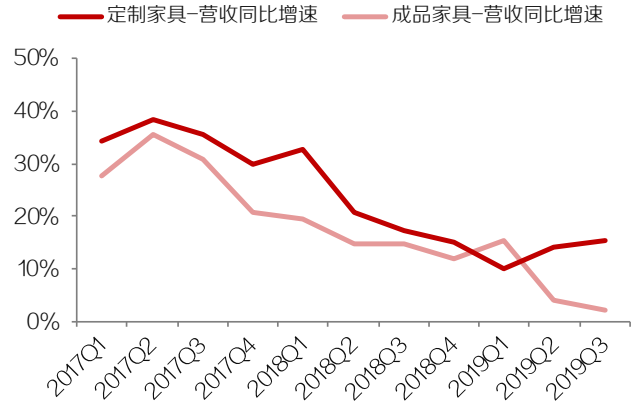


资料来源：公司公告，东方证券研究所

2019 年三季度定制家具收入端增速同比降幅收窄，表现优于成品家具。这里将家具板块公司（22 家）划分为定制家具、成品家具两类，其中定制家具（包括欧派家居、索菲亚、尚品宅配、志邦家居、金牌厨柜、好莱客、皮阿诺、我乐家居）共 8 家，成品家具共 14 家。2019 年前三季度定制家具、成品家具营收增速均有明显回落，同比 2018 年前三季度增速分别下降 8.22pct、9.54pct。2019Q3 定制家具收入端表现优于成品家具，2019Q3 定制家具营收同比增长 15.23%，较 2018Q3 增速下降 1.99pct，较 2019Q2 环比提升 0.99pct，定制家具三季度收入端环比延续改善趋势，同比降幅收窄；2019Q3 成品家具营收同比增长 2.01%，较 2018Q3 同比下降 12.85pct，较 2019Q2 环比下降 1.99pct，成品家具三季度营收增速持续放缓。

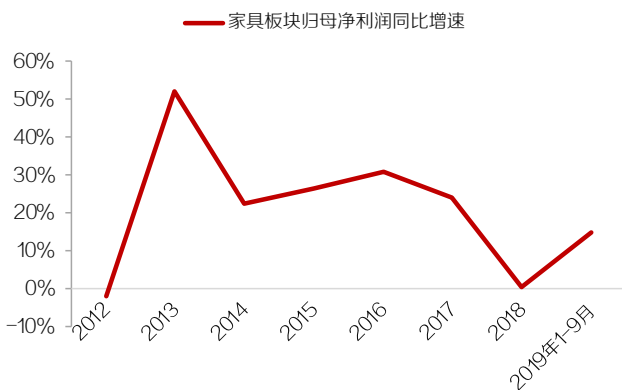
图 28：2019 年前三季度定制、成品家具营收增速整体回落


资料来源：公司公告，东方证券研究所

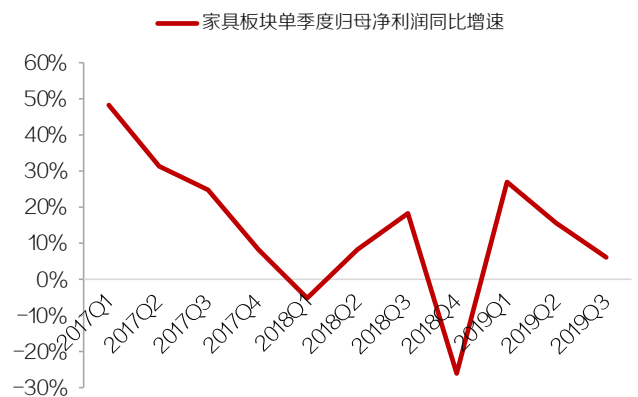
图 29：2019Q3 定制家具板块营收增速高于成品家具


资料来源：公司公告，东方证券研究所

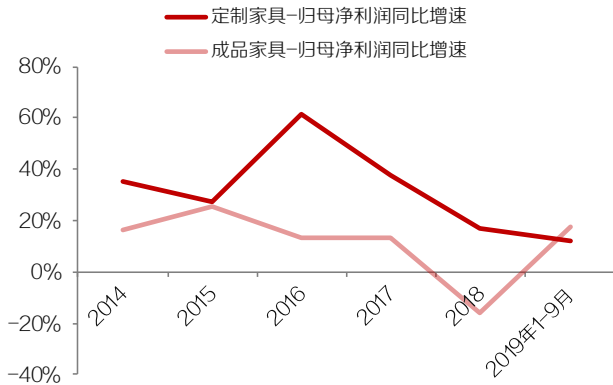
利润端，2019 年三季度定制、成品家具盈利增速均有放缓，定制家具盈利增速同比降幅收窄。2019 年前三季度家具板块上市公司共实现归母净利润 66.72 亿元，同比增长 14.65%，较 2018 年前三季度同比增长速（8.45%）明显提升。2019Q3 家具板块整体实现归母净利润 29.12 亿元，同比增长 6.04%，与一季度、二季度业绩增速相比（分别为 27.19%、15.62%）均有明显放缓；2019Q3 定制家具归母净利润同比增长 10.96%，相比一、二季度增速（分别为 18.32%、12.01%）仍有回落，但降幅正收窄；2019Q3 成品家具归母净利润同比下降 0.67%，与一二季度相比（分别同比增长 30.07%、20.73%）显著下滑。

图 30：2019 年前三季度家具板块盈利增速回暖


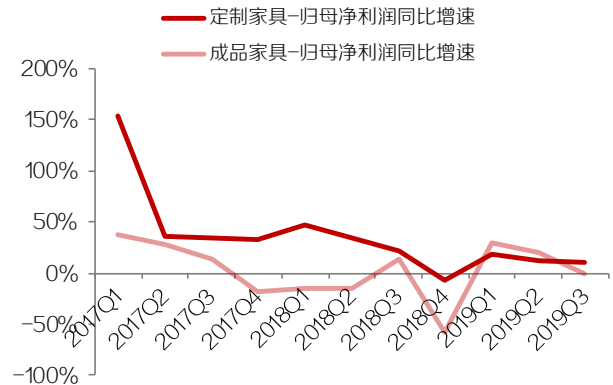
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 31：2019Q3 家具归母净利润同比增长 6%，放缓仍持续


资料来源：公司公告，东方证券研究所

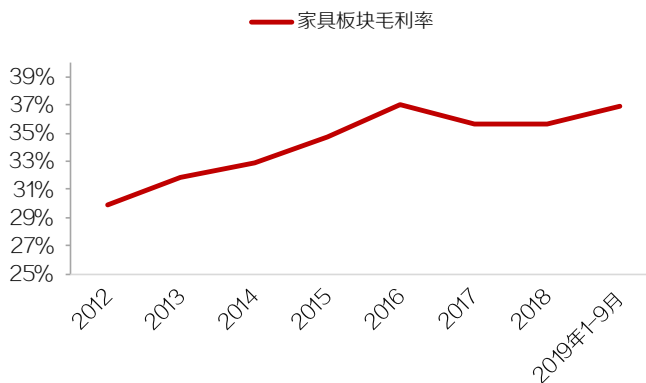
图 32：2019 年前三季度成品家具盈利增速回暖


资料来源：公司公告，东方证券研究所

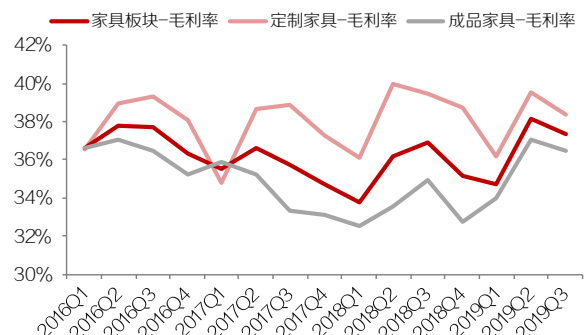
图 33：2019Q3 定制、成品家具盈利同比增速均有回落


资料来源：公司公告，东方证券研究所

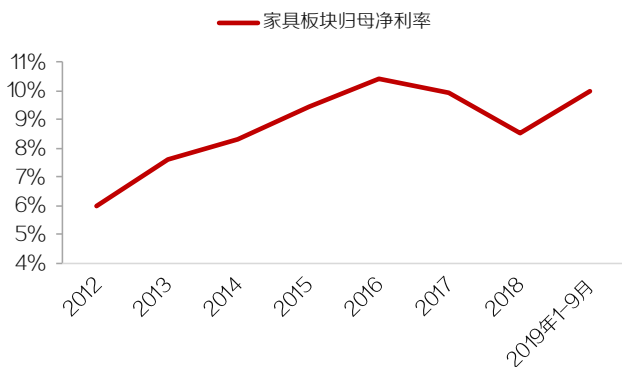
家具板块 2019 年三季度盈利能力整体回落，成品家具表现略好于定制家具。2019 年前三季度家具板块整体毛利率为 36.89%，与 2018 年前三季度相比提升 1.07pct；2019 年三季度家具板块毛利率较 2018Q3 同比提升 0.42pct 至 37.75%，毛利率稳中有升。其中，2019Q3 定制家具毛利率为 38.59%，受返利政策加大等因素影响，同比下滑 1.09pct；成品家具毛利率为 36.44%，同比提升 1.50pct。净利率角度，2019 年前三季度家具板块整体归母净利率为 10.00%，同比提升 0.45pct，其中，2019Q3 家具板块实现归母净利率 11.75%，较 2018Q3 小幅下降 0.19pct；定制家具 2019Q3 归母净利润率同比下滑 0.58pct 至 15.16%，成品家具同比下滑 0.24pct 至 8.75%，三季度家具板块盈利能力整体回落，成品家具表现略好于定制家具。

图 34：2019 年前三季度家具板块毛利率同比小幅提升


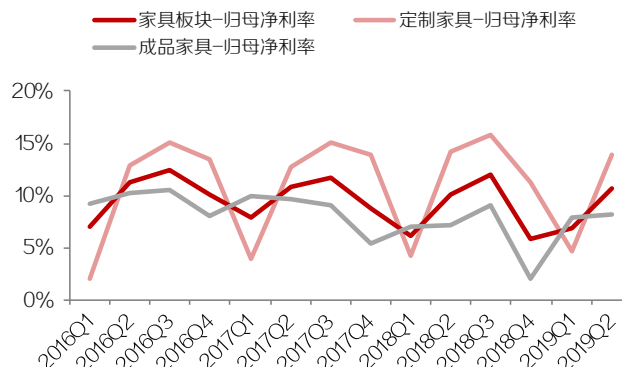
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 35：受成品家具毛利率同比改善拉动，2019Q3 家具板块毛利率同比小幅提升


资料来源：公司公告，东方证券研究所

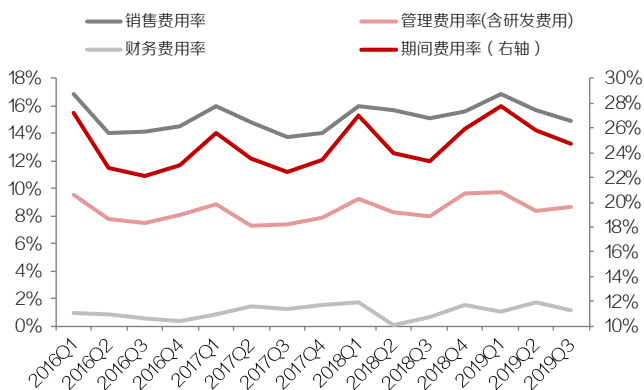
图 36：2019 年前三季度家具板块归母净利润率同比小幅提升


资料来源：公司公告，东方证券研究所

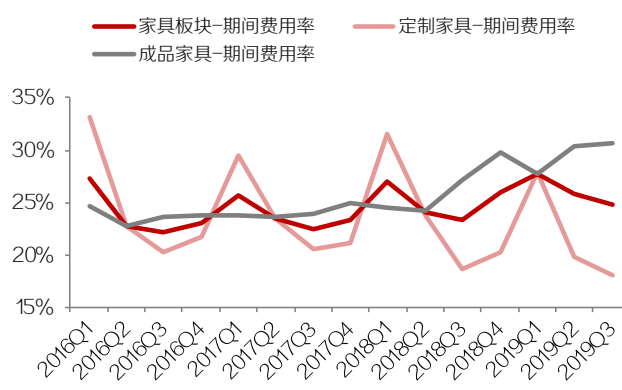
图 37：2019Q3 家具板块归母净利润率同比均有下滑


资料来源：公司公告，东方证券研究所

2019 年三季度定制家具费用管控成效显著，成品家具费用投放力度加大。2019Q3 家具板块期间费用率同比 2018Q3 提升 1.40pct 至 24.77%，其中销售费用率同比下降 0.21pct，管理费用率（含研发费用在内）、财务费用率同比分别提升 0.76pct、0.51pct。板块期间费用率提升主要由成品家具费用率增加导致，2019Q3 成品家具期间费用率同比提升 3.63pct 至 30.72%，原因主要包括上市公司并购后管理费用、借款费用增加等；与之相反，2019Q3 定制家具期间费用率同比下降 0.59pct 至 18.01%，定制家具控费力度增强。

图 38：2019Q3 家具板块销售费用率同比小幅下降，管理、财务费用率同比均有提升


资料来源：公司公告，东方证券研究所

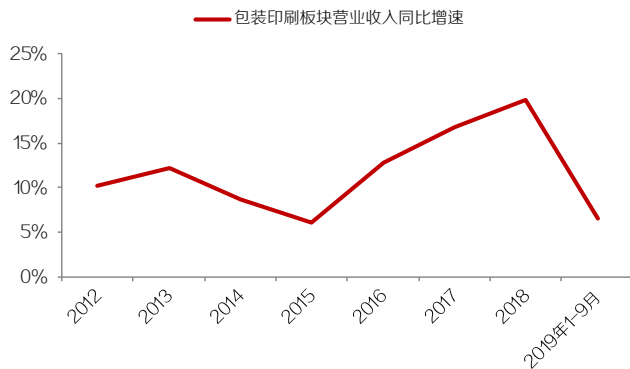
图 39：2019Q3 板块期间费用率同比提升由成品家具拉动，定制家具费用投放有所收缩


资料来源：公司公告，东方证券研究所

4 包装印刷：三季度收入、盈利增速环比均有回暖，盈利能力改善

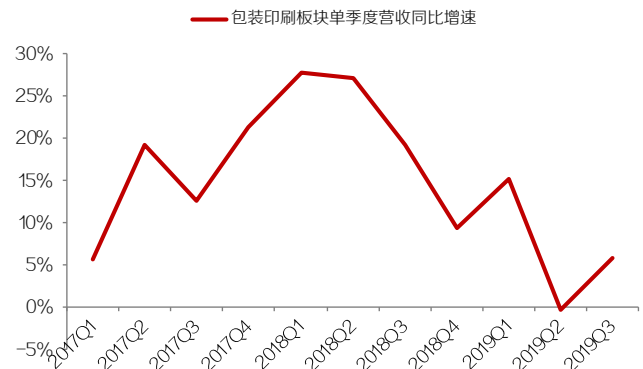
2019 年三季度包装印刷板块营收增速环比回暖。2019 年前三季度包装印刷板块上市公司合计实现营业收入 646.89 亿元，同比增长 6.55%，收入增速较 2018 年前三季度（24.32%）明显放缓。受下游需求疲软影响，板块营收增速自 2018Q3 出现下滑，2018Q4 触底、2019Q1 小幅反弹、2019Q2 继续下行后，2019Q3 增速环比转暖。2019Q3 包装印刷板块实现营收 233.57 亿元，同比增长 5.76%，受益于彩盒业务回暖，三季度收入端同比增速恢复至正增长区间。

图 40：2019 年前三季度包装印刷板块营收同比增速回落



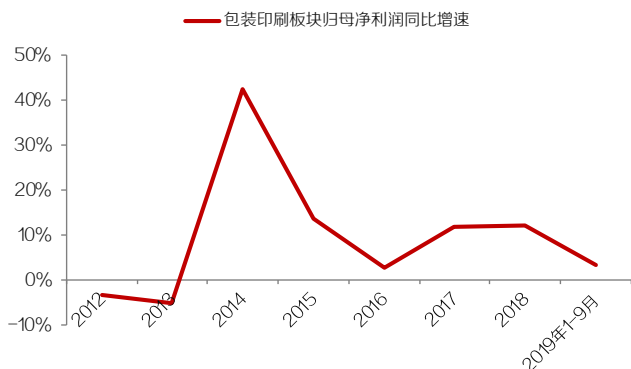
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 41：2019Q3 包装印刷板块营收增速回暖

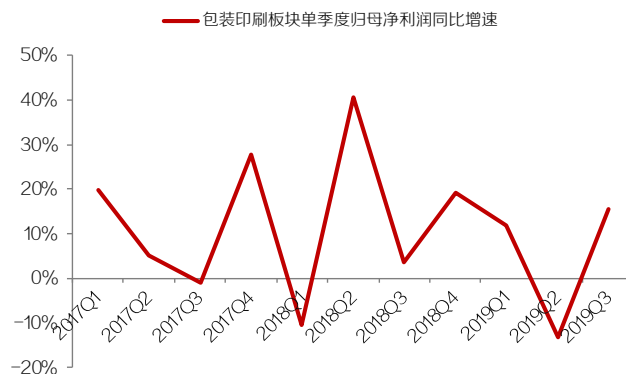


资料来源：公司公告，东方证券研究所

利润端，三季度包装印刷板块盈利增速改善明显。2019 年前三季度包装印刷板块上市公司合计实现归母净利润 51.90 亿元，同比增长 3.25%，较 2018 年前三季度增速（9.89%）有所放缓。拆分单季度盈利，2019 年上半年前两季度盈利增速逐季回落，2019 年三季度盈利增速出现明显改善。2019Q3 包装印刷板块实现归母净利润 18.62 亿元，同比下增长 15.44%，较 2018Q3 同比提升 11.89pct，较 2019Q2 环比提升 28.66pct。

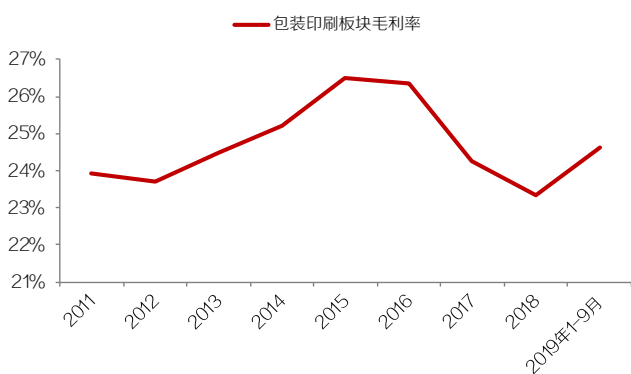
图 42：2019 年前三季度包装印刷归母净利润同比增速回落


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 43：2019Q3 包装印刷板块盈利增速显著回升


资料来源：公司公告，东方证券研究所

原材料价格低位推动包装印刷板块毛利率持续改善，费用率增加拖累净利率。2019 年前三季度包装印刷板块实现毛利率 24.61%，同比提升 1.63pct；实现归母净利率 8.28%，同比小幅下降 0.26pct。2019 年以来箱板瓦楞纸、白卡纸等原材料价格处于低位，受益于原材料成本下降带来的盈利弹性扩张，2019Q3 包装印刷板块毛利率达 25.36%，同比、环比分别提升 2.43pct、0.42pct；费用投放力度有所加大对于净利率有所拖累，费用端期间费用率同比、环比提升 1.48pct、0.23pct；三季度包装印刷归母净利率达 7.97%，同比提升 0.67pct，环比下降 0.40pct。

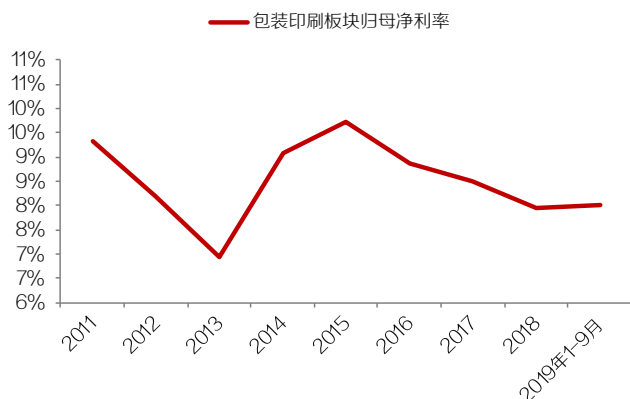
图 44：2019 年前三季度包装印刷板块毛利率提升


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 45：2019Q3 包装印刷板块毛利率环比、同比持续改善


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 46：2019 年前三季度包装印刷板块归母净利润率小幅提升



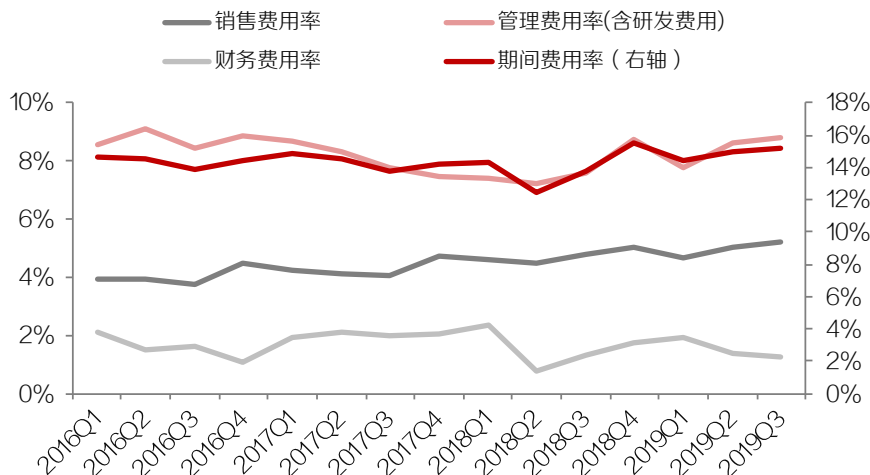
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 47：2019Q3 包装印刷板块归母净利润率同比提升 0.67pct，环比小幅下降



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 48：2019Q3 包装印刷板块期间费用率同比、环比均有提升

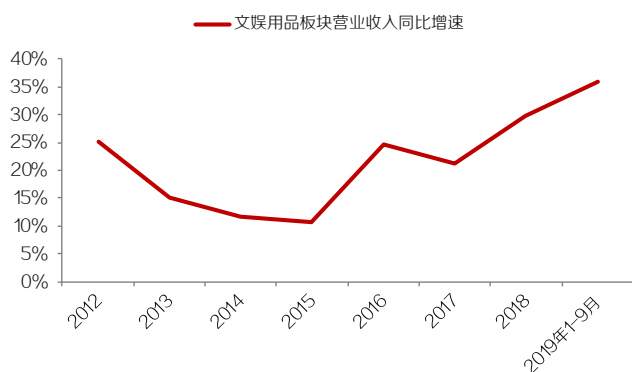


资料来源：Wind，东方证券研究所

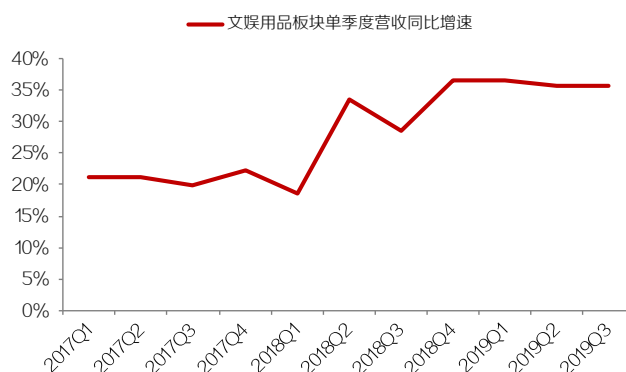
5 文娱用品：收入、利润均有亮眼表现，稳健高增长持续

三季度文娱用品板块营收、利润增速延续高增长，业绩表现亮眼。收入端，2019 年前三季度文娱用品板块上市公司合计实现营业收入 169.90 亿元，同比增长 35.93%，收入增速较 2018 年前三季度提升 8.85pct；2019Q3 营收同比增长 35.66%，2018Q4 以来连续四个季度收入增速稳定保持在

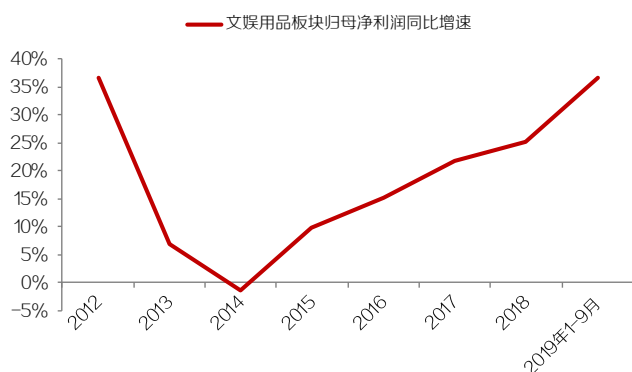
35%以上。利润端，2019 年前三季度文娱用品利润增速持续提升，前三季度板块合计实现归母净利润 15.59 亿元，同比增长 36.73%，较 2018 年前三季度同比增速提升 11.33pct。拆分单季度盈利，2019Q3 板块实现归母净利润 6.02 亿元，同比增长 39.39%，增速稳中有升，以龙头公司晨光文具为代表的板块业绩表现亮眼。

图 49：2019 年前三季度文娱用品板块营收同比增速持续提升


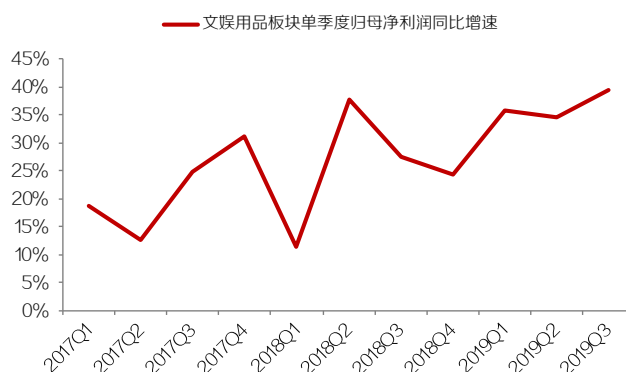
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 50：2019Q3 文娱用品板块单季度营收同比增速持续高增长


资料来源：公司公告，东方证券研究所

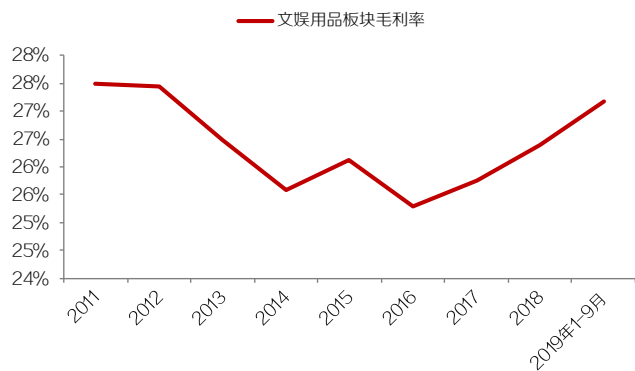
图 51：2019 年前三季度文娱用品归母净利润同比增速回升


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 52：2019Q3 文娱用品盈利同比增速稳中有升


资料来源：公司公告，东方证券研究所

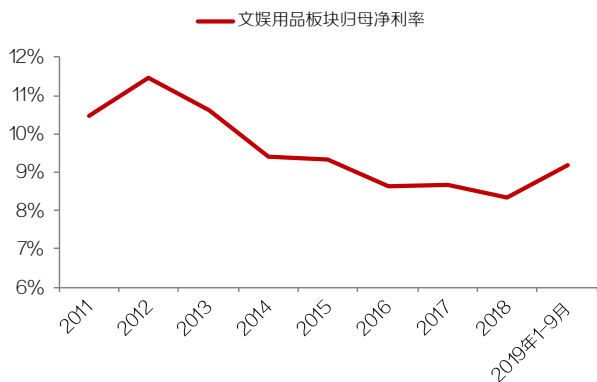
文娱用品板块毛利率、净利率同比均有提升。2019 年前三季度文娱用品板块实现毛利率 27.17%，同比提升 1.24pct；实现归母净利率 9.12%，同比小幅提升 0.05pct。其中，2019Q3 文娱用品板块实现毛利率 26.05%，精品文创占比提升带动毛利率同比提升 0.78pct；板块整体费用管控能力稳定，2019Q2 板块期间费用率为 14.60%，同比提升 0.14pct；2019Q3 板块实现归母净利润率 9.20%，同比提升 0.25pct，盈利能力稳中向好。

图 53：2019 年前三季度文娱用品毛利率大幅提升


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 54：2019Q3 文娱用品毛利率同比提升 0.78pct


资料来源：公司公告，东方证券研究所

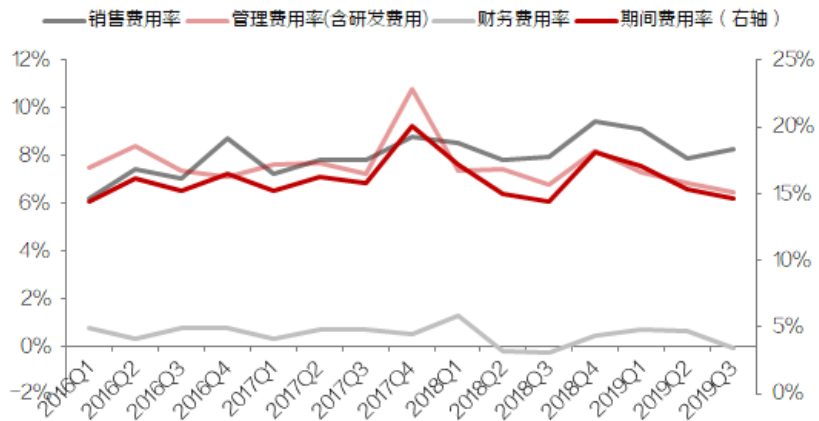
图 55：2019 年前三季度文娱用品归母净利率同比小幅提升


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 56：2019Q3 文娱用品归母净利率同比提升 0.25pct


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 57：2019Q3 文娱用品板块期间费用率为 14.60%，同比小幅提升



资料来源：Wind，东方证券研究所

投资建议

- 造纸板块当前仍处于周期底部，以文化纸为主的木浆系纸企盈利四季度仍有望持续改善，推荐当前行业内原材料布局最具优势的综合性龙头纸企**太阳纸业(002078, 买入)**，建议关注原材料浆价回落、盈利弹性凸显的生活用纸龙头企业**中顺洁柔(002511, 未评级)**；家具行业变革期持续，龙头企业有望依托竞争优势实现市场份额扩张，建议关注行业领先地位稳固的**欧派家居(603833, 未评级)**；包装印刷板块，原材料价格低位提供盈利改善弹性，建议关注积极布局大包装业务的中高端纸包装龙头企业**裕同科技(002831, 未评级)**；文娱用品板块，建议关注壁垒深厚、业绩确定性较高的**晨光文具(603899, 未评级)**。

风险提示

- **宏观经济增速放缓、终端需求下滑超预期的风险**：若国内宏观经济增速发生较大波动，终端需求下滑幅度超预期，则造纸行业、包装印刷行业、家具行业存在收入端大幅回落、盈利大幅下滑的风险。
- **地产销售、竣工不及预期的风险**：由于家具行业受地产景气因素影响较为明显，若地产销售、竣工不及预期，将影响家具行业接单情况，家具企业盈利存在大幅波动的风险。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有太阳纸业(002078)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

