



家居、造纸景气回升，文娱板块持续亮眼

投资要点

- 19Q3 轻工板块营收 3572 亿元，同比下降 0.8%，降幅较 H1 收窄 2.9pp；实现归母净利润 218.5 亿元，同比下降 16.1%，降幅较上半年收窄 7.9pp。单季度看，Q1/Q2/Q3 营收增速分别为-3%、-4.1%和 4.8%，三季度收入增速转正；Q1/Q2/Q3 归母净利润同比增速分别为-27.9%、-19.8%和 -2.5%，环比明显改善，行业景气度正在回升。
- **定制龙头 alpha 属性显现，工程标的增长超预期：**定制板块营收增速呈逐季回升之势，Q1/Q2/Q3 增速分别为 9.3%、12.2%和 13.5%。我们预计四季度以及明年竣工将继续好转，板块景气度或持续回升。从收入端看，部分企业已率先呈现出季度回暖趋势。欧派/志邦的单季度收入增速环比回升，得益于在零售和大宗渠道的优势发挥。从收入端来看，龙头欧派的 alpha 属性已有所体现，成长能力持续超越竞争对手。家居板块增长最快的仍然是工程业务标的，受益于竣工修复叠加精装房市场大爆发所带来的行业红利，以帝欧家居和江山欧派为代表的工程标的收入业绩维持 50%+ 的高增长之势。三季度社融数据超预期，市场对房企及其供应商现金流担忧有所缓解，工程标的估值随之修复，若政策持续，是有望实现业绩和估值双击的弹性标的。软体家居受益于贸易战缓解、人民币贬值及原材料价格下行，业绩拐点向上。持续推荐欧派家居(603833)、顾家家居(603816)、江山欧派(603208)、帝欧家居(002798)。
- **文化纸盈利触底反弹：**受益于三季度党政期刊印刷量超预期，文化纸价格开始企稳回升，三季度累计提价 200-300 元/吨，而木浆价格持续下行，浆纸价格剪刀差放大，文化纸盈利能力明显回升。考虑到库存因素，Q4 或用 Q3 低价浆更多，纸价和浆价的剪刀差扩大，Q4 吨纸盈利有望继续上行。生活用纸方面，在浆价持续回落下，生活用纸价格有所回落，小厂复工及竞争对手降价致使竞争压力加大，洁柔等龙头收入增速有所放缓。但我们认为公司通过高端产品占有率提升以及新品牌“太阳”的推出，拓宽新市场，抵御竞争下行的风险，Q4 盈利能力有望维持相对高位。推荐太阳纸业(002078)、中顺洁柔(002511)。
- 包装方面，高端包装产品的客户集中度高，竞争对手有限，价格波动不大，带动收入增速相对稳定且利润率较高，建议关注裕同科技(002831)，单季度收入/净利润增速持续上行。
- 其他：传统文具零售业务渠道壁垒深厚；办公集采市场仍处蓝海，行业大幅扩容，发展空间广阔，参与者集中度快速提升，利润率持续上行，推荐晨光文具(603899)、齐心集团(002301)；建议关注电子烟标的盈趣科技(002925)，创新消费电子产品增长加快，良率持续提升，未来利润率还有较大上升空间；静待 IQOS 美国市场放量，未来前景广阔。
- **推荐标的：**欧派家居(603833)、江山欧派(603208)、帝欧家居(002798)、顾家家居(603816)、太阳纸业(002078)、中顺洁柔(002511)、裕同科技(002831)、晨光文具(603899)、齐心集团(002301)。
- **风险提示：**家具企业受地产限购影响营收下滑的风险；各类纸品价格出现大幅波动的风险；行业竞争加剧的风险；贸易战加大外销市场波动的风险。

西南证券研究发展中心

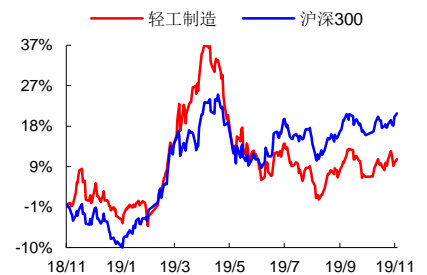
分析师：蔡欣

执业证号：S1250517080002

电话：023-67511807

邮箱：cxin@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	129
行业总市值(亿元)	7,652.59
流通市值(亿元)	7,478.98
行业市盈率 TTM	22.61
沪深 300 市盈率 TTM	12.2

相关研究

1. 轻工行业周报(10.8-10.13)：龙头房企销售增速持续提升，家具板块或迎布局良机(2019-10-14)
2. 轻工行业周报(9.9-9.15)：库存低位促文化纸提价落实，吨纸盈利持续提升(2019-09-16)
3. 轻工行业 2019 年中报总结：多个子行业迎结构性改善，下半年有望继续回暖(2019-09-06)
4. 轻工行业周报(8.19-8.25)：探寻家居新零售发展趋势(2019-08-26)
5. 轻工行业周报(8.12-8.18)：流量为引看家居消费模式变迁(2019-08-19)
6. 轻工行业周报(8.5-8.11)：汇率破“7”，出口占比较高标的或将受益(2019-08-12)

目 录

1 家居：定制龙头 alpha 属性明显，工程业务标的保持较高景气度	2
1.1 定制家居：龙头成长性显现.....	3
1.2 软体家居和成品家居：业绩触底反弹.....	7
1.3 工程业务：保持高增长.....	9
2 造纸板块：文化纸盈利触底反弹	11
3 包装：纸价下行叠加下游需求弱势，板块业绩增速略有回落	13
4 文具：业绩稳健，高景气度持续	14
5 推荐标的	16
6 风险提示	17

图 目 录

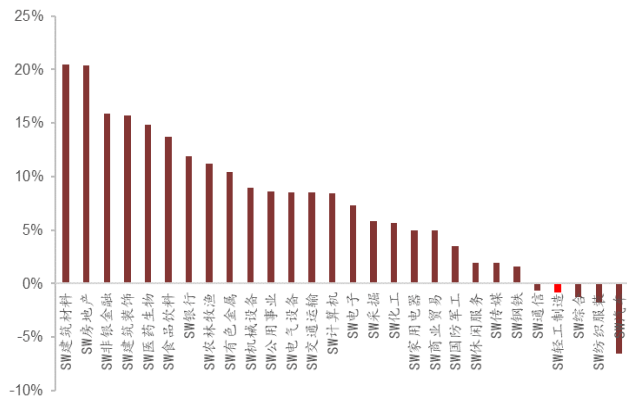
图 1: 2019Q3 申万二级行业营收增速	1
图 2: 2019Q3 申万二级归母净利润增速	1
图 3: 2019H1 申万二级行业营收增速	1
图 4: 2019H1 申万二级归母净利润增速	1
图 5: 2014-2019Q3 家具板块营收及增速变化	2
图 6: 2014-2019Q3 家具板块归母净利润及增速变化	2
图 7: 2017Q1-2019Q3 家具板块单季度营收变化	3
图 8: 2017Q1-2019Q3 家具板块单季度归母净利润变化	3
图 9: 2019Q3 家具板块龙头公司营收增速	3
图 10: 2019Q3 家具板块龙头公司归母净利润增速	3
图 11: 2014-2019Q3 定制家具板块营收及增速变化	4
图 12: 2014-2019Q3 定制家具板块归母净利润及增速变化	4
图 13: 2017-2019Q3 定制家具板块单季度营收和增速变化	4
图 14: 2017-2019Q3 定制家具板块单季度归母和增速变化	4
图 15: 2014-2019Q3 定制家具板块毛利率和净利率变化	5
图 16: 2017Q1-2019Q3 定制家具费用率变化	5
图 17: 2019Q1-Q3 定制家具公司单季度毛利率变化量 (pp)	5
图 18: 定制家具公司 19 前三季度四项费用率同比变化量 (pp)	5
图 19: 2019Q3 定制家具公司营收增速对比	6
图 20: 2019Q3 定制家具公司归母净利润增速对比	6
图 21: 2019H1 定制家具大宗/整装渠道收入占比	6
图 22: 2019H1 定制家具大宗/整装渠道收入增速	6
图 23: 2017Q1-2019Q1 定制家具板块预收账款及增速	7
图 24: 2019Q3 定制家具按公司预收账款 (亿元)	7
图 25: 2014-2019Q3 软体家具营业收入及增速	8
图 26: 2014-2019Q3 软体家具归母净利润及增速	8
图 27: 2014-2019Q3 成品家具营业收入及增速	8
图 28: 2014-2019Q3 成品家具归母净利润及增速	8
图 29: 2014-2019H1 软体家具海外业务占比	8
图 30: 2014-2019H1 成品家具海外业务占比	8
图 31: 2014-2019Q3 软体家具毛利率变化	9
图 32: 2014-2019Q3 成品家具毛利率变化	9
图 33: 2018 至今美元兑人民币汇率变化	9
图 34: 2018 至今 TDI 价格走势 (元/吨)	9
图 35: 2013-2019H1 TOP5 房企销售面积集中度	10
图 36: 2013-2019H1 TOP10 房企销售面积集中度	10
图 37: 2014-2019Q3 工程标的营收及增速	10
图 38: 2014-2019Q3 工程标的归母净利润及增速	10
图 39: 2014-2019Q3 工程标的毛利率和净利率情况	10

图 40: 2018Q3/2019H1/2019Q3 工程板块经营性现金流净额对比 (百万元)	10
图 41: 木浆系纸价走势 (元/吨)	11
图 42: 废纸系纸价走势 (元/吨)	11
图 43: 2014-2019Q3 造纸板块营业收入及增速	12
图 44: 2016-2019Q3 造纸板块净利润及增速	12
图 45: 2017 年至今造纸板块单季度营业收入及增速	12
图 46: 2017 年至今造纸板块单季度归母净利润及增速	12
图 47: 2017 年至今文化纸企单季度营业收入及增速	12
图 48: 2017 年至今文化纸企单季度归母净利润及增速	12
图 49: 2014-2019Q3 造纸板块毛利率和净利率情况	13
图 50: 2016 年至今青岛港木浆库存变化 (千吨)	13
图 51: 包装板块 2014-2019Q3 营业收入及增速	13
图 52: 包装板块 2014-2019Q3 归母净利润及增速	13
图 53: 包装板块 2015-19Q3 毛利率及净利率变动情况	14
图 54: 包装板块 2015-19Q3 存货及周转率	14
图 55: 2017 至今裕同科技单季度营收及增速	14
图 56: 2017 至今裕同科技单季度归母及增速	14
图 57: 办公板块 2014-2019Q3 营业收入及增速	15
图 58: 办公板块 2014-2019Q3 归母净利润及增速	15
图 59: 2017 年至今办公板块单季度营业收入及增速	15
图 60: 2017 年至今办公板块单季度归母净利润及增速	15
图 61: 办公板块 2015-19Q3 毛利率及净利率变动情况	16
图 62: 办公板块四项费用率	16

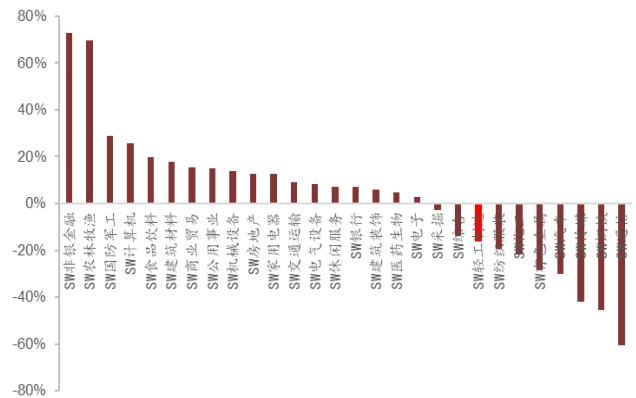
表 目 录

表 1: 定制企业按季度应收账款增长率	7
---------------------	---

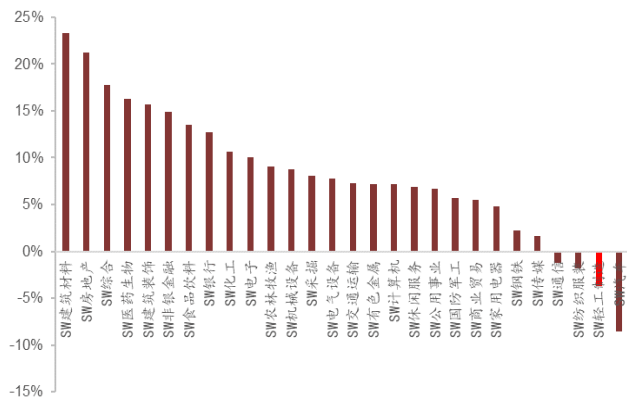
轻工板块三季度业绩好转，四季度预计将继续改善：19 年前三季度，申万轻工板块整体实现营收 3572 亿元，同比下降 0.8%，降幅较 H1 收窄 2.9pp，营收增速在申万 28 个行业中排名第 25 位；实现归母净利润 218.5 亿元，同比下降 16.1%，降幅较上半年收窄 7.9pp，归母净利润增速排名第 21 位。单季度看，Q1/Q2/Q3 营收增速分别为-3%、-4.1%和 4.8%，三季度收入增速转正；Q1/Q2/Q3 归母净利润同比增速分别为-27.9%、-19.8%和 -2.5%，环比明显改善；行业景气度正在回升。

图 1：2019Q3 申万二级行业营收增速


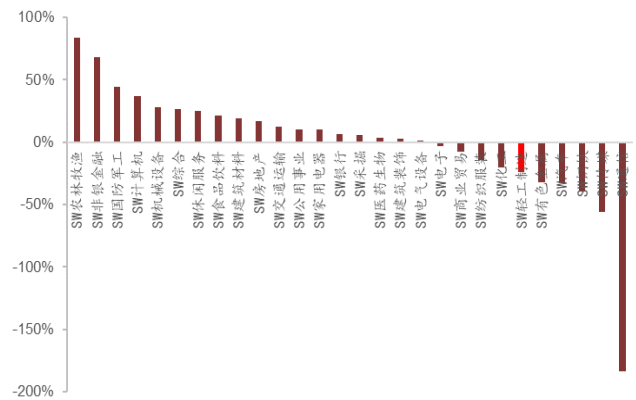
数据来源：WIND、西南证券整理

图 2：2019Q3 申万二级归母净利润增速


数据来源：WIND、西南证券整理

图 3：2019H1 申万二级行业营收增速


数据来源：WIND、西南证券整理

图 4：2019H1 申万二级归母净利润增速


数据来源：WIND、西南证券整理

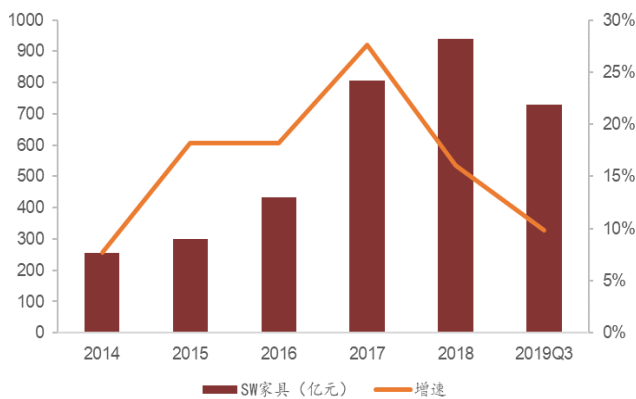
1 家居：定制龙头 alpha 属性明显，工程业务标的保持较高景气度

家具板块依然承压，定制龙头和工程标的表现优于行业：在房地产销售增速放缓叠加精装房抢占零售市场的背景下，板块增速从 17Q2 开始回落，19Q3 单季增速为 8.3%，环比 Q2 下降 0.1pp，下滑趋势放缓，有企稳迹象，行业进入存量博弈阶段。

从公司层面看，Q3 营收增速前五的公司分别为曲美家居（收购）、江山欧派（大宗）、丰林集团、皮阿诺（大宗）和梦百合，增速分别为 78.1%、55.1%、30.9%、29.7% 和 25.4%。18 年受商誉大幅减值影响，行业 Q4 净利润增速大幅回落；19 年受益于人民币贬值以及软体板块原材料价格下降，Q3 家居行业归母净利增速回升至 9.2%，但第三季度人民币贬值幅度以及 TDI/MDI 降幅都有所收窄，单季度增速相对 Q1/Q2 有所下滑。分公司看，前三季度增速前五的公司分别为浙江永强（+418.2%）、梦百合（+135.9%）、永艺股份（+93.8%）、喜临门（+80.3%）和恒林股份（+70.3%），其中浙江永强、梦百合、永艺股份和恒林股份均为出口型公司，利润受汇率利好较大，梦百合同时还受益于原材料 TDI/MDI 价格的大幅下跌。

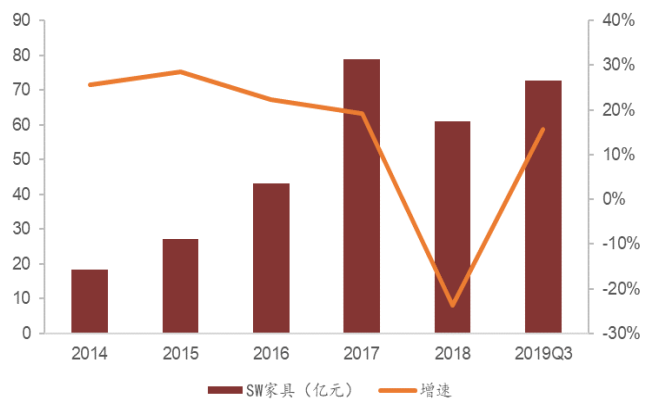
龙头企业整体表现好于行业，营收方面，欧派、顾家、志邦、金牌、喜临门增速高于行业整体增速，分别为 16.3%、21.6%、12.9%、22.7% 和 13.1%；归母净利润方面，欧派、顾家、尚品、志邦、金牌和喜临门增速高于行业增速，分别为 14.8%、16.8%、14.5%、14.5%、10.8% 和 80.3%。工程标的业绩表现依然远高于行业，江山和帝欧营收增速分别为 55.1% 和 29.5%，归母增速分别为 66.6% 和 57.2%。

图 5：2014-2019Q3 家具板块营收及增速变化

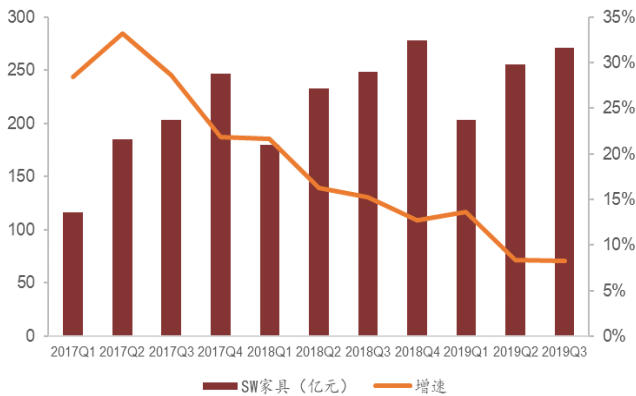


数据来源：WIND、西南证券整理

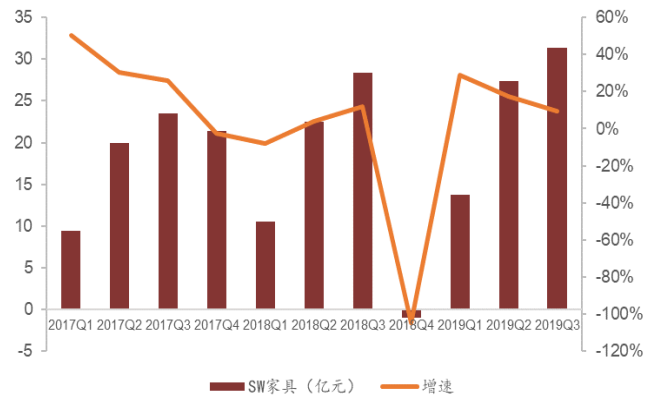
图 6：2014-2019Q3 家具板块归母净利润及增速变化



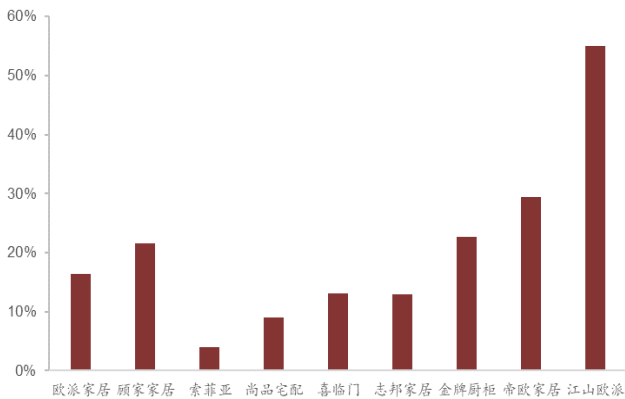
数据来源：WIND、西南证券整理

图 7：2017Q1-2019Q3 家具板块单季度营收变化


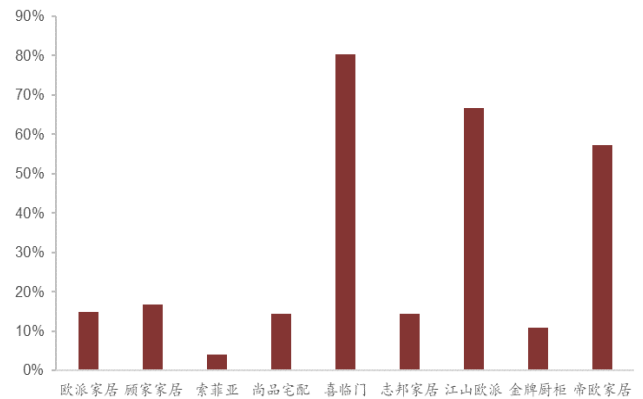
数据来源：WIND、西南证券整理

图 8：2017Q1-2019Q3 家具板块单季度归母净利润变化


数据来源：WIND、西南证券整理

图 9：2019Q3 家具板块龙头公司营收增速


数据来源：WIND、西南证券整理

图 10：2019Q3 家具板块龙头公司归母净利润增速


数据来源：WIND、西南证券整理

1.1 定制家居：龙头成长性显现

营收和预收增速回升，大宗是增长主要动力。我们选取了行业中定制家居公司作为分析标的，包括欧派家居、尚品宅配、索菲亚、好莱客、志邦家居、金牌橱柜、我乐家居、皮阿诺和顶固集团。

竣工带动行业景气度回升。从 19 年开始，竣工降幅逐步收窄，住宅竣工增速于 9 月转正，行业逐渐回暖。分季度看，板块营收增速呈逐季回升之势，Q1/Q2/Q3 增速分别为 9.3%、12.2% 和 13.5%。我们预计四季度以及明年竣工将继续好转，定制家具板块景气度或持续回升。分渠道看，零售渠道仍处于行业下行的渠道调整阵痛期，但部分企业已率先呈现出季度回暖趋势。单从零售端来看，欧派/志邦的单季度收入增速环比回升：欧派经销渠道单 Q3 收入增速为 18.5%（上半年为 9.1%），志邦单 Q3 零售增速为 12.9%（上半年为 4.2%）。

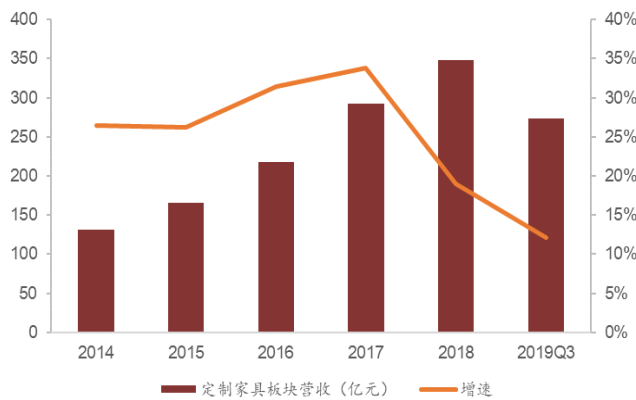
多渠道创收致毛利率小幅回落。前三季度，定制板块合计毛利率为 38.6%，同比微降 0.4pp，环比 H1 持平，其中 Q3 单季度毛利率为 38.6%，同比下降 1pp，板块毛利率下降主要受到欧派和尚品的影响，两家公司毛利率 Q3 单季度分别下降 1.2pp 和 2.8pp，主要可归因于 1) 大宗或整装占比提升，毛利率有所拉低；2) 渠道或终端补贴力度加大，扶持经销商

抢占市场。这些措施均反映出行业下行期市场竞争加剧，公司在补贴渠道及终端促销上让利更多以及多渠道创收上做出更多的变革。

Q3 单季度费用端继续优化，总体盈利能力保持回升趋势。19Q3 四项费用率合计为 24.6%，同比微降 0.1pp，而 19H1 板块四项费用率为 26.8% (+1.3pp)，Q3 单季度费用端继续优化。细分项看，前三季度，销售费率为 15%，同比微降 0.3pp；管理和研发费用率为 9.6%，同比微升 0.1pp。主要公司的四项费用率均保持稳定，尚品、金牌和皮阿诺同比下降，降幅分别为 3.1pp、3.2pp 和 0.3pp，欧派、索菲亚和志邦有所上升，上升幅度分别为 0.5pp、1pp 和 1.5pp。

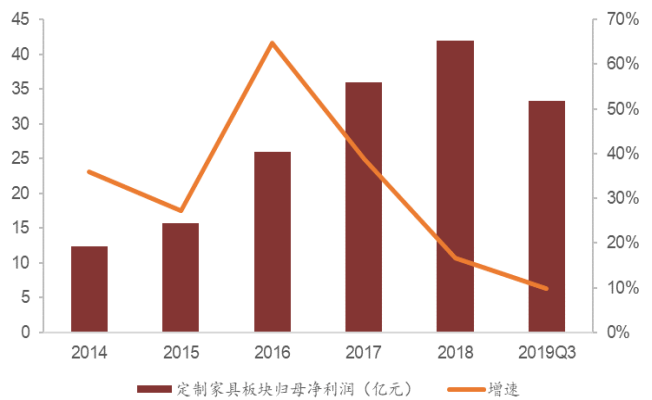
目前并未出现大规模销售费用投放的情况，相反欧派、尚品、好莱客、金牌等销售费用率同比回落，表明企业在费用投放上要求更精准有效，欧派有部分原因是安装设计费用从销售转入成本所致。在费用投放上更为积极的是索菲亚和志邦，均配合经销商做了较多的促销活动，由于订单到收入确认上的滞后性，促销的终端销售效果还需时间检验。

图 11：2014-2019Q3 定制家具板块营收及增速变化



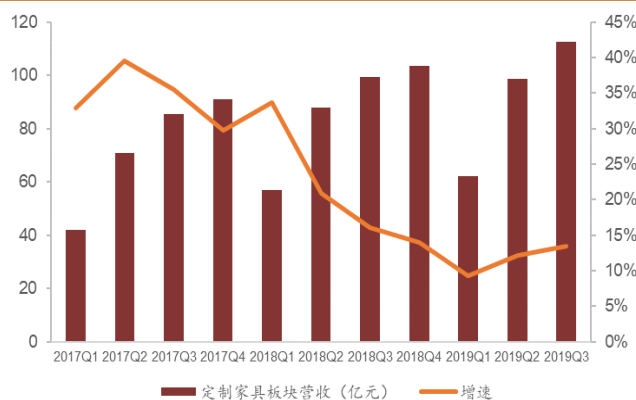
数据来源：WIND、西南证券整理

图 12：2014-2019Q3 定制家具板块归母净利润及增速变化



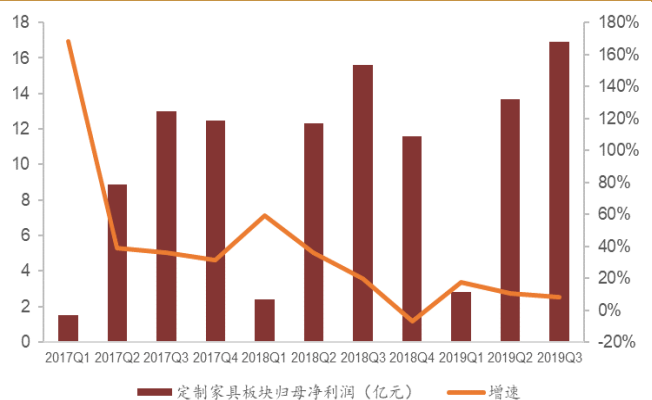
数据来源：WIND、西南证券整理

图 13：2017-2019Q3 定制家具板块单季度营收和增速变化

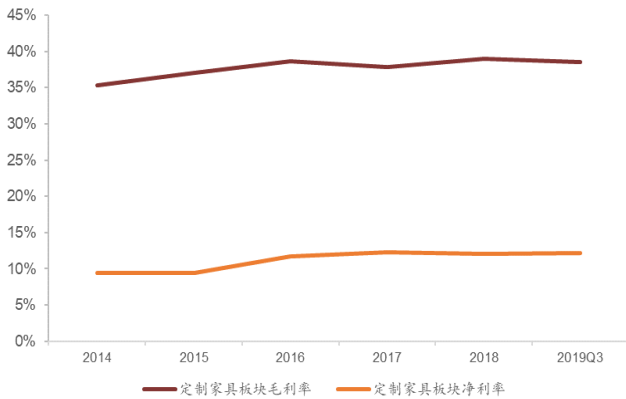


数据来源：WIND、西南证券整理

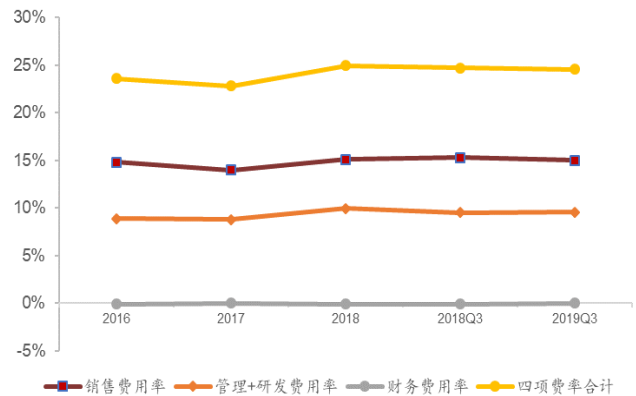
图 14：2017-2019Q3 定制家具板块单季度归母和增速变化



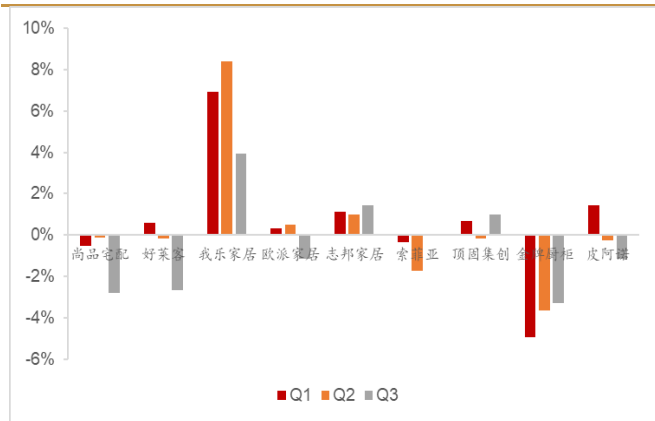
数据来源：WIND、西南证券整理

图 15：2014-2019Q3 定制家具板块毛利率和净利率变化


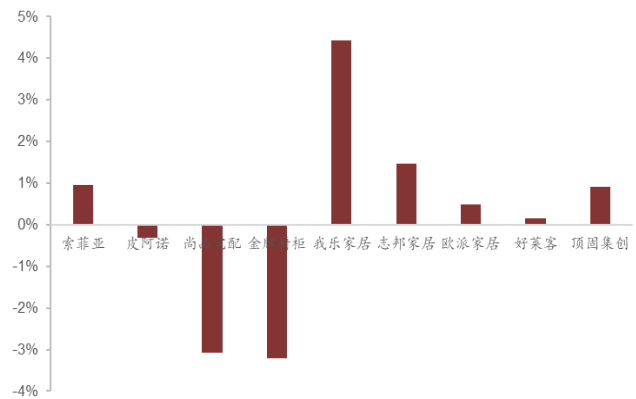
数据来源：WIND、西南证券整理

图 16：2017Q1-2019Q3 定制家具费用率变化


数据来源：WIND、西南证券整理

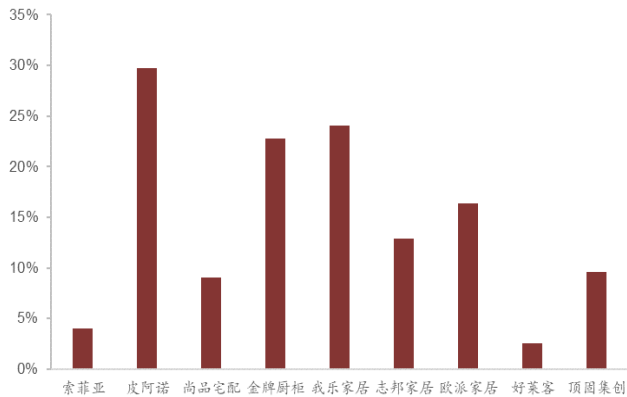
图 17：2019Q1-Q3 定制家具公司单季度毛利率变化量 (pp)


数据来源：WIND、西南证券整理

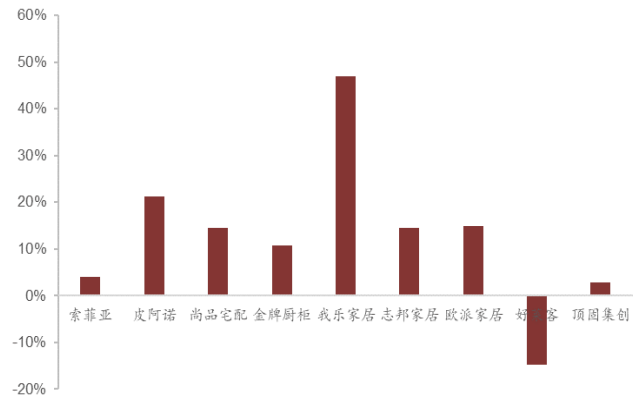
图 18：定制家具公司 19 前三季度四项费用率同比变化量 (pp)


数据来源：WIND、西南证券整理

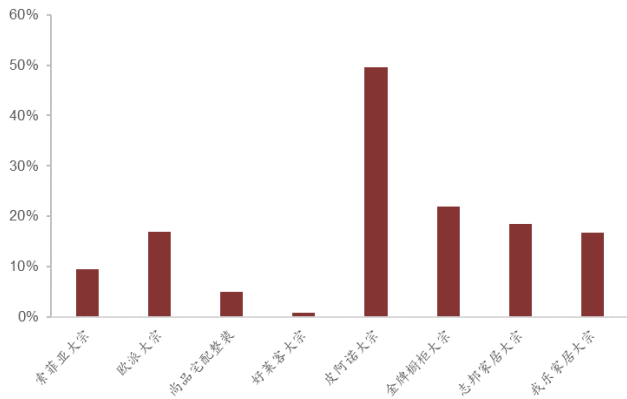
大宗业务是主要发力点：从公司增速对比来看，大宗业务高占比标的总体业绩表现相对突出，皮阿诺、金牌、我乐、欧派以及志邦家居前三季度增速显著高于板块整体，而从 H1 数据来看，几家公司大宗业务占比分别为 49.6%、22%、16.8%、16.9%和 18.4%，大宗增速分别为 93.8%、143%、263%、54%和 24.4%，大宗业务是拉动公司整体增长的核心动力。Q3 单季度，欧派大宗增速为 46.5%，志邦和索菲亚增速回升，分别为 55.8%和 27.4%，大宗业务仍然保持高景气度。在竣工增速持续回升的预期之下，我们认为中期来看，大宗业务或将会是定制企业的增长引擎之一。

图 19：2019Q3 定制家具公司营收增速对比


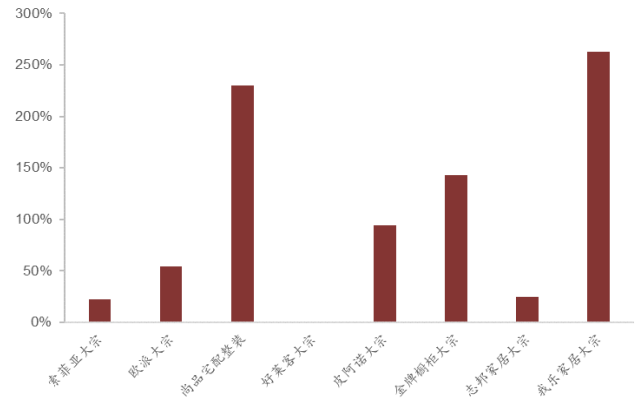
数据来源：WIND、西南证券整理

图 20：2019Q3 定制家具公司归母净利润增速对比


数据来源：WIND、西南证券整理

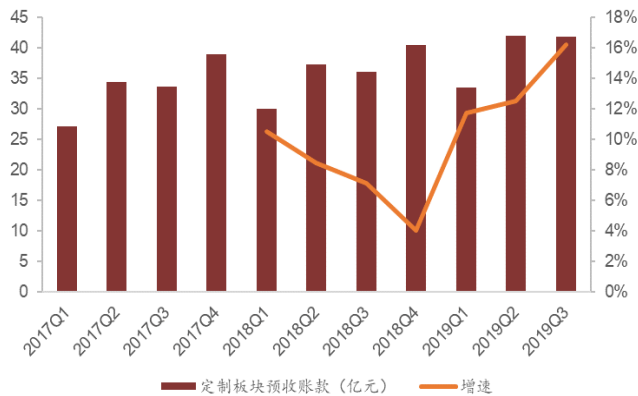
图 21：2019H1 定制家具大宗/整装渠道收入占比


数据来源：WIND、西南证券整理

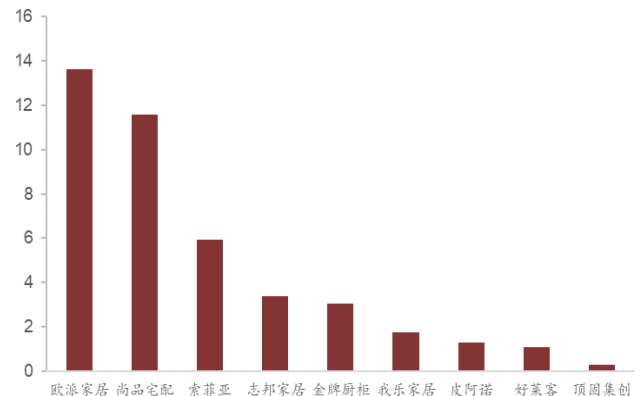
图 22：2019H1 定制家具大宗/整装渠道收入增速


数据来源：WIND、西南证券整理

预收账款增速继续回升。值得注意的是，板块的先行指标预收账款在经历了数个季度增速下行后，19Q1 增速回升，一季度预收账款为 33.5 亿元，同比增加 11.7%，增速环比上升了近 8pp；19H1 增速为 12.5%，总体预收账款达到 42 亿元；**19Q3 板块预收增速继续回升，同比增速达到 16.2%，总量 41.9 亿元，保持高位，环比基本持平。**在下半年竣工或现好转的背景下，预计定制板块景气度有望继续回暖。**欧派预收增速连续三个季度上升，Q3 绝对量达到历史高位 13.6 亿元，同比增长 17.4%；索菲亚和志邦预收回暖，增速分别回升至 16.5% 和 15.6%，预收量分别为 5.6 亿元和 3.4 亿元。**

图 23：2017Q1-2019Q1 定制家具板块预收账款及增速


数据来源：WIND、西南证券整理

图 24：2019Q3 定制家具按公司预收账款（亿元）


数据来源：WIND、西南证券整理

表 1：定制企业按季度应收账款增长率

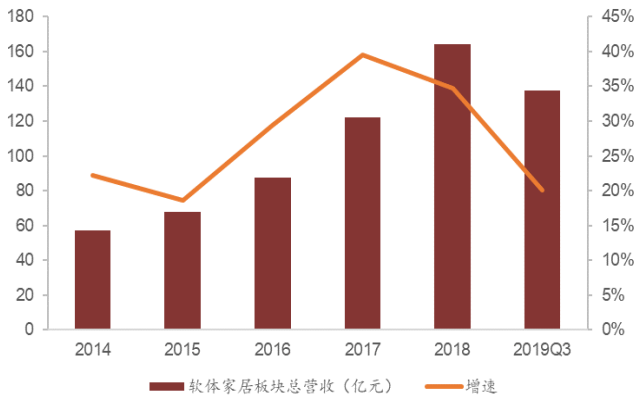
	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
欧派家居	7.8%	-3.0%	-0.9%	-7.5%	5.9%	12.1%	17.4%
尚品宅配	23.5%	25.5%	21.7%	19.7%	11.3%	10.1%	4.0%
索菲亚	-1.4%	17.7%	8.0%	10.1%	7.9%	-4.0%	16.5%
志邦家居	3.3%	-8.0%	-18.8%	-20.5%	-7.5%	11.0%	15.6%
金牌厨柜	4.0%	14.3%	13.8%	23.4%	42.9%	33.0%	31.4%
我乐家居	68.3%	68.5%	20.7%	23.8%	57.9%	49.4%	60.8%
皮阿诺	-19.6%	-1.0%	15.0%	10.2%	25.2%	81.3%	56.6%
好莱客	-11.1%	-16.1%	-20.2%	15.5%	40.6%	-15.5%	53.3%
顶固集创	-	18.5%	-	31.2%	-	18.3%	-32.8%

数据来源：Wind、西南证券整理

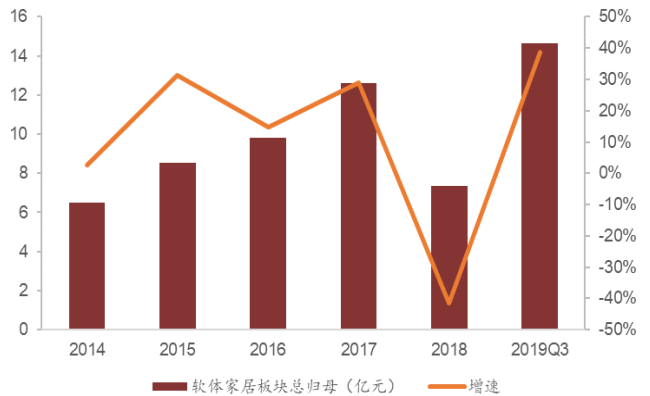
1.2 软体家居和成品家居：业绩触底反弹

软体家具消费属性强，受经济以及地产的影响相对较小，板块保持着较高的景气度，整体增速高于整个家具板块。但是，软体家具和成品家具板块出口占比较高，18 年全年海外业务占比分别达到为 43% 和 61%，美国是主要出口国，因此软体和成品受贸易战冲击较为明显，尤其今年前三季度，中美贸易摩擦下，软体和成品营收受到显著影响，软体板块 19Q3 营收增速从 18 年近 35% 的增速下降至 20.1%，成品营收增速仅有 1.2%，成品板块回落幅度较大，主要是受到出口业务下降的影响，H1 成品家具海外业务占比为 49%，环比 18 年下降 12pp。

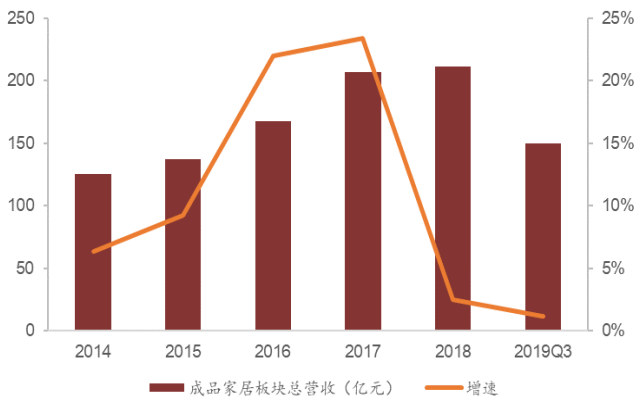
盈利能力方面，18 年软体家具归母净利润大幅下降，成品家具整体出现亏损，主要是喜临门等企业计提商誉减值损失及曲美的并购费用较高所致。19 年至今，在人民币大幅贬值，以及软体主要原材料 TDI 和 MDI 的价格同比明显回落下，软体及成品板块毛利率受益，前三季度分别实现毛利率为 35.5% 和 40.6%，同比分别提升了 1.9pp 和 3.1pp。软体和成品的归母净利润同比分别增长了 38.8% 和 11.7%，盈利弹性释放。当前中美贸易战总体缓和，且板块四季度基数相对较低，预计全年业绩将继续回升。

图 25：2014-2019Q3 软体家具营业收入及增速


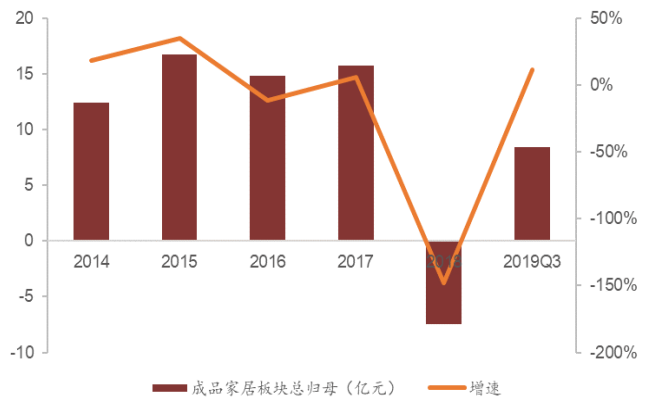
数据来源：WIND、西南证券整理

图 26：2014-2019Q3 软体家具归母净利润及增速


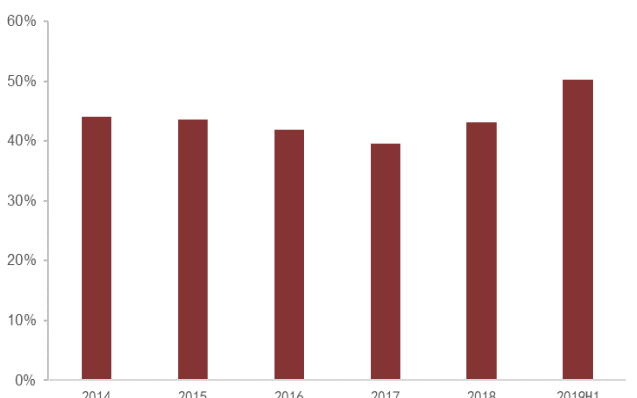
数据来源：WIND、西南证券整理

图 27：2014-2019Q3 成品家具营业收入及增速


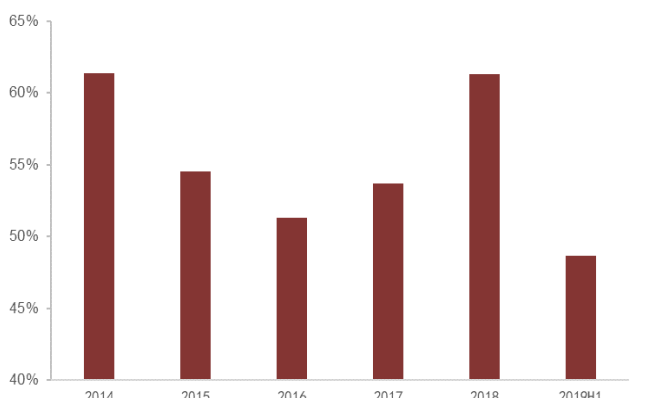
数据来源：WIND、西南证券整理

图 28：2014-2019Q3 成品家具归母净利润及增速


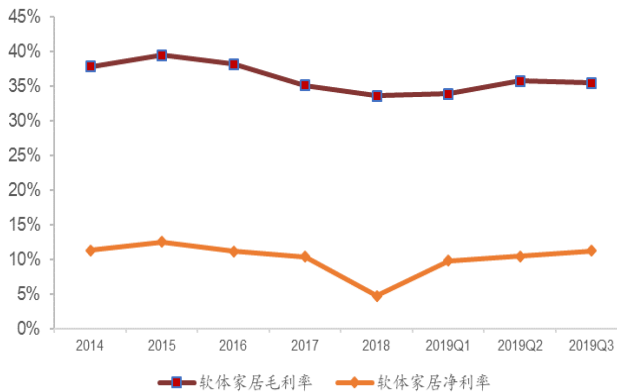
数据来源：WIND、西南证券整理

图 29：2014-2019H1 软体家具海外业务占比


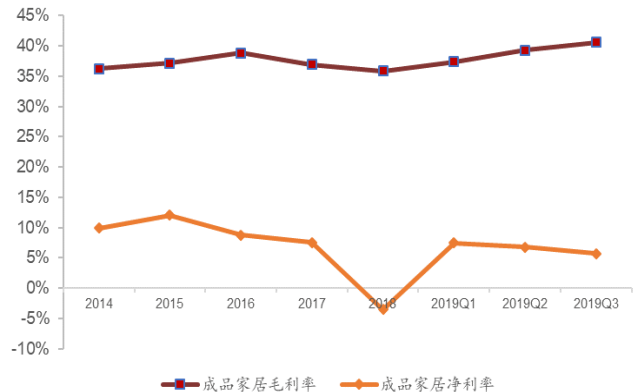
数据来源：WIND、西南证券整理

图 30：2014-2019H1 成品家具海外业务占比


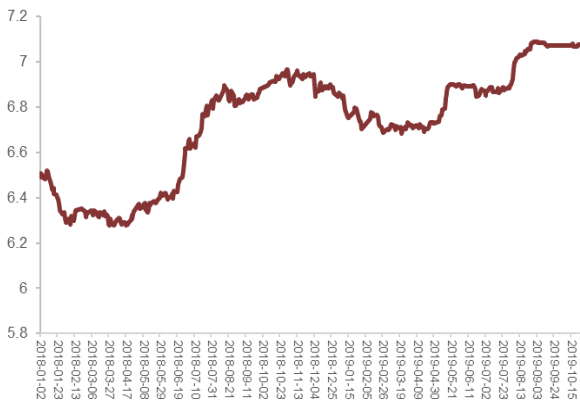
数据来源：WIND、西南证券整理

图 31：2014-2019Q3 软体家具毛利率变化


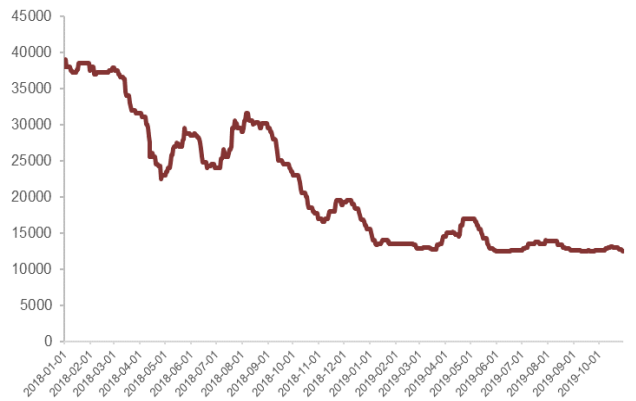
数据来源：WIND、西南证券整理

图 32：2014-2019Q3 成品家具毛利率变化


数据来源：WIND、西南证券整理

图 33：2018 至今美元兑人民币汇率变化


数据来源：WIND、西南证券整理

图 34：2018 至今 TDI 价格走势 (元/吨)


数据来源：WIND、西南证券整理

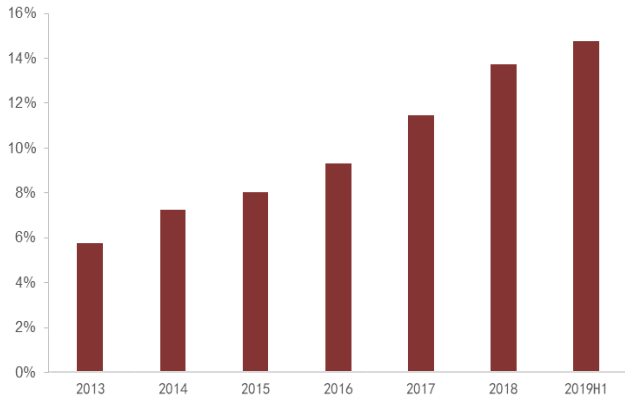
1.3 工程业务：保持高增长

受益于过去几年房地产龙头销售放量，精装房占比快速提升，工程业务仍将是未来几年增长最快、确定性最强的细分领域。龙头房企从 16 年至今销售面积的增速攀升迅猛，TOP10 房企的市场占有率从 12.5% 提升到了 19H1 的 20.7%，TOP5 房企的市场占有率从 9.3% 提升到了 19H1 的 14.8%。龙头房企的精装房占比较高（前五大房企精装房占比在 80%+），随着龙头房企集中度进一步提升，叠加政策端的大力推动，精装房渗透率快速提升。

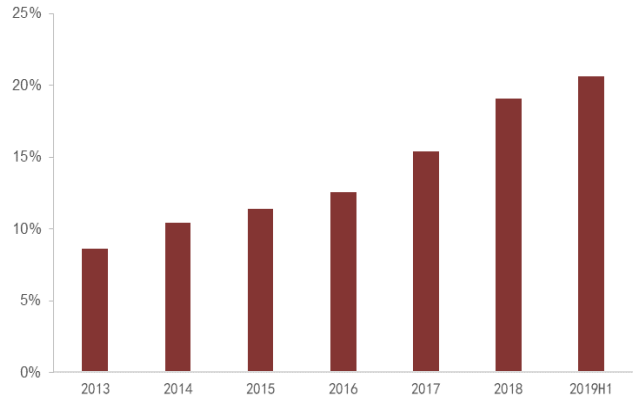
受益于精装房比例提升，工程标的仍然保持快速增长趋势，前三季度，江山欧派和帝欧家居合计营收达到 54.4 亿元，同比增长 34.9%；合计归母净利润达到 6.1 亿元，同比增速达到 59.9%；并且营收和归母增速均呈逐季上升趋势。

工程标的（帝欧家居、江山欧派）盈利能力稳步提升，Q1/H1/Q3 毛利率分别为 32.4%、34.5% 和 35.2%，同比分别提升 0.5pp、0.3pp 和 0.7pp；Q1/H1/Q3 归母净利率分别为 5.7%、9.7% 和 11.1%，同比分别提升 0.2pp、0.8pp 和 1.8pp，工程业务快速放量之下，制造端的规模优势以及渠道端的费用优势逐步显现。两家公司均加大工程业务的回款力度，19Q3 合计经营性现金流净额为 3.9 亿元，同比环比均大幅增长；分开看，帝欧家居经营性现金流净

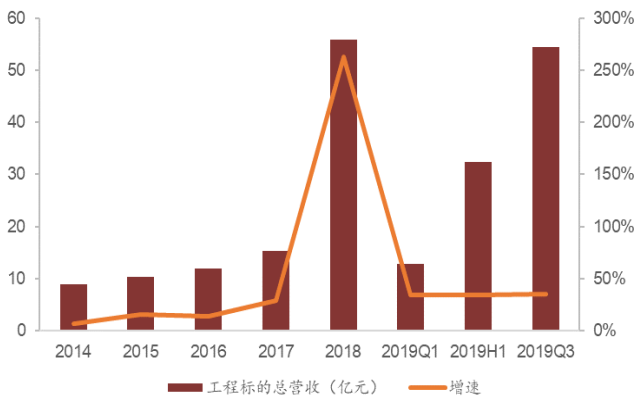
额为 2.8 亿元，同比增长 145%；江山欧派经营性现金流净额为 1.1 亿元，同比增长 21%，现金流状况总体好转。

图 35：2013-2019H1 TOP5 房企销售面积集中度


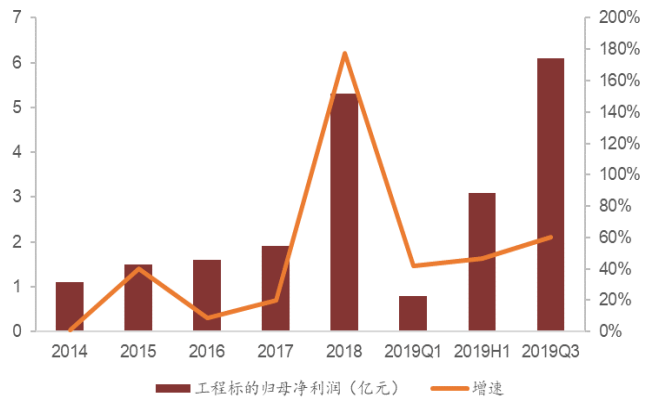
数据来源：WIND、西南证券整理

图 36：2013-2019H1 TOP10 房企销售面积集中度


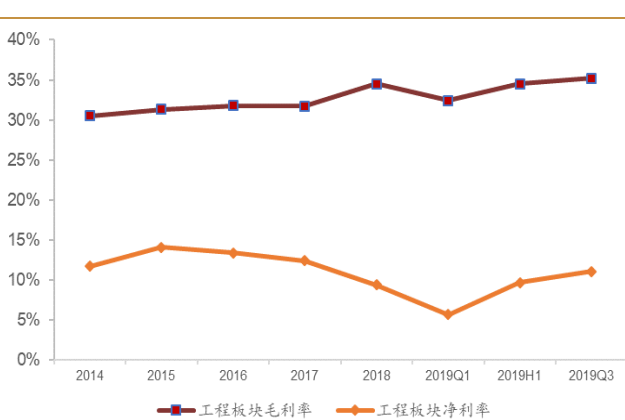
数据来源：WIND、西南证券整理

图 37：2014-2019Q3 工程标的营收及增速


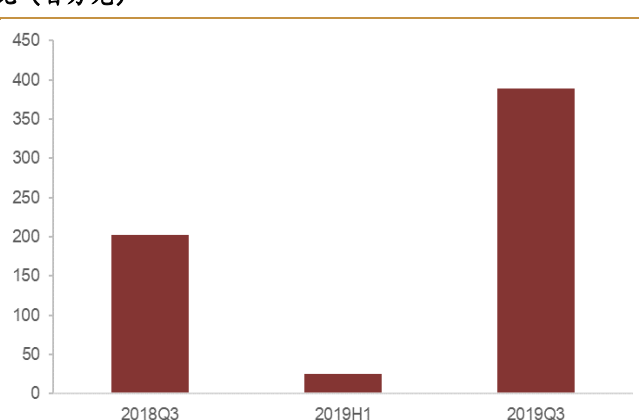
数据来源：WIND、西南证券整理

图 38：2014-2019Q3 工程标的归母净利润及增速


数据来源：WIND、西南证券整理

图 39：2014-2019Q3 工程标的毛利率和净利率情况


数据来源：WIND、西南证券整理

图 40：2018Q3/2019H1/2019Q3 工程板块经营性现金流净额对比 (百万元)


数据来源：WIND、西南证券整理

2 造纸板块：文化纸盈利触底反弹

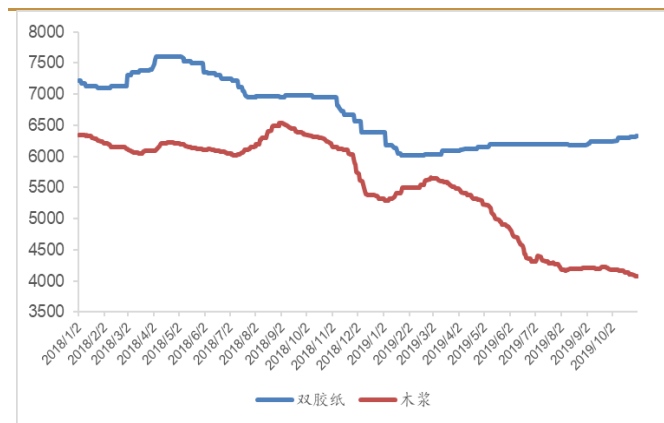
纸价总体下行，板块业绩继续承压。19 年纸价总体仍呈下行之势，截至 3 季度末，双胶纸/双铜纸/白卡纸/瓦楞纸/箱板纸/白板纸价格同比分别下降 10.5%/13%/8.6%/23.8%/20.4%/13.5%，板块业绩继续承压，前三季度，板块营收同比下降 3.6%，归母净利润同比下降 38.8%。

浆纸价格剪刀差逐季增大，文化纸企现业绩拐点。受益于三季度党政期刊印刷量超预期，二季度开始，文化纸价格开始企稳回升，前三季累计提价 200-300 元/吨，而木浆价格仍然持续下行，浆纸价格剪刀差放大，文化纸盈利能力明显回升。以双胶纸为例，Q3 单价提升 4% 左右达到 6240 元/吨。成本端，当前浆价为 4090.5 元/吨，前三季度大幅降低 21.3%，其中单 Q3 浆价回落 32.6%，降幅较 Q2 扩大。在纸价上行浆价回落的双重作用下，文化纸龙头太阳和晨鸣的业绩拐点明显到来，太阳 Q1/Q2/Q3 归母净利润增速分别为 -38.2%、-17.2% 和 4.4%；晨鸣 Q1/Q2/Q3 归母净利润增速分别为 -95.1%、-52.9% 和 -19.9%。考虑到库存因素，Q4 或用 Q3 低价浆更多，纸价和浆价的剪刀差扩大，吨纸盈利有望继续回升。

废纸系方面，由于下游需求仍未见好转，当前业绩仍处筑底阶段。

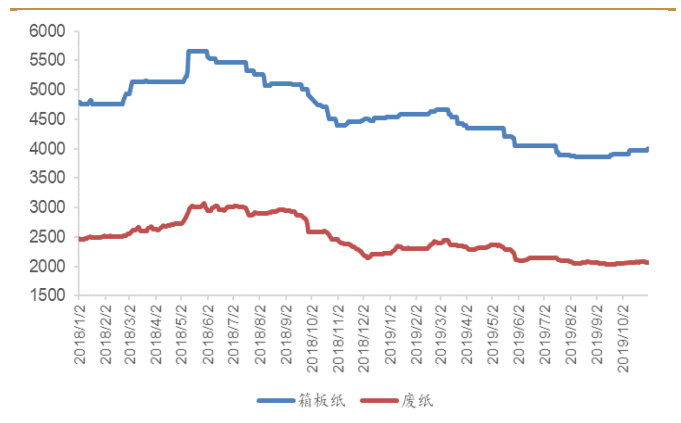
生活用纸方面，在浆价持续回落下，生活用纸价格有所回落，小厂复工及竞争对手降价致使竞争压力加大，洁柔等龙头收入增速有所放缓。但我们认为公司通过高端产品占有率提升以及新品牌“太阳”的推出，拓展消费者覆盖人群及产品结构的多元化，拓宽新市场，抵御竞争下行的风险。由于纸浆港口库存在 10 月仍维持相对高位，预计浆价仍将在底部徘徊，洁柔的四季度盈利仍能维持相对高位。

图 41：木浆系纸价走势（元/吨）



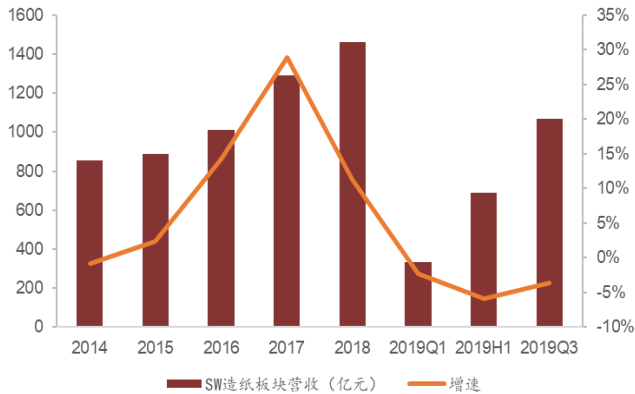
数据来源：Wind，西南证券整理

图 42：废纸系纸价走势（元/吨）



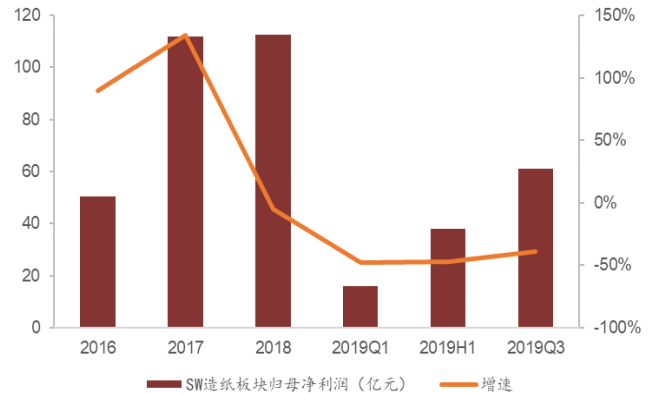
数据来源：Wind，西南证券整理

图 43: 2014-2019Q3 造纸板块营业收入及增速



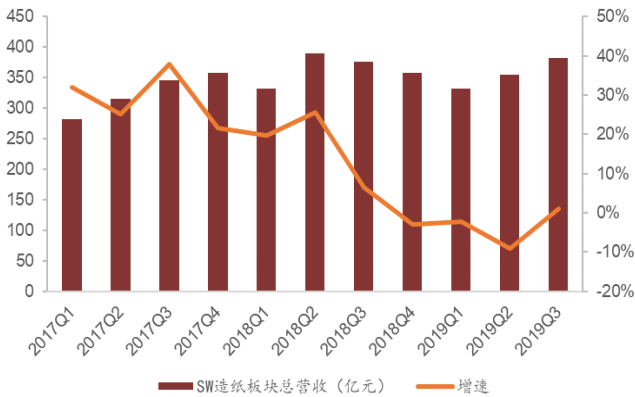
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 44: 2016-2019Q3 造纸板块净利润及增速



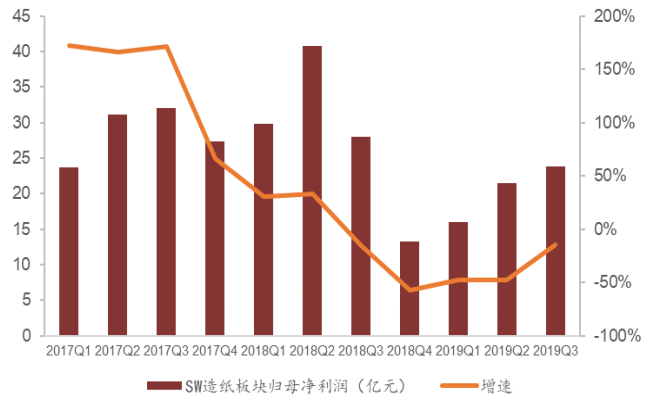
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 45: 2017 年至今造纸板块单季度营业收入及增速



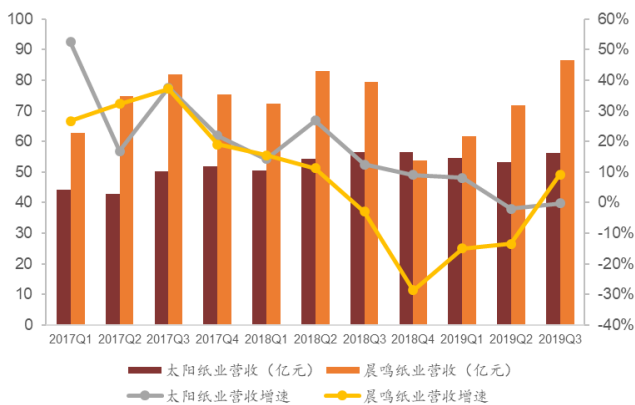
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 46: 2017 年至今造纸板块单季度归母净利润及增速



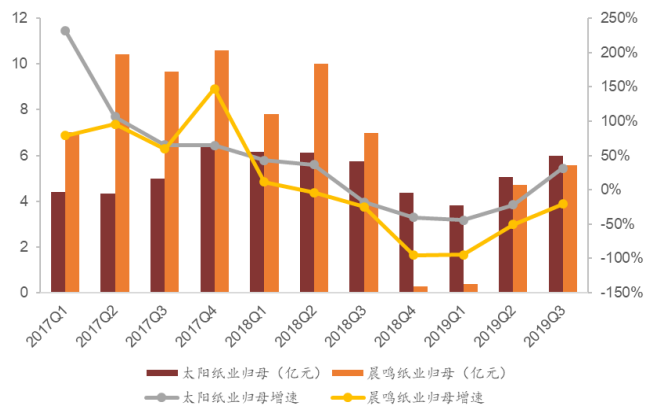
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 47: 2017 年至今文化纸企单季度营业收入及增速

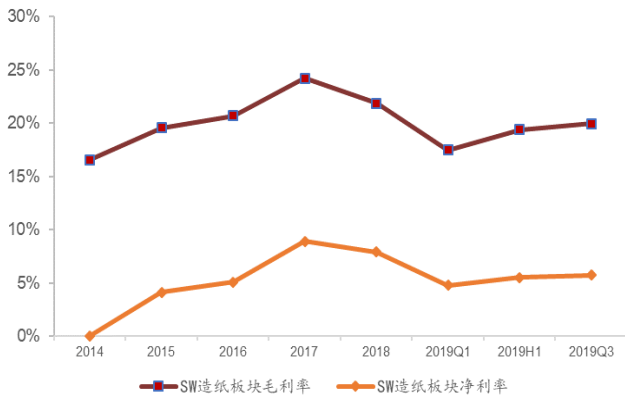


数据来源: Wind, 西南证券整理

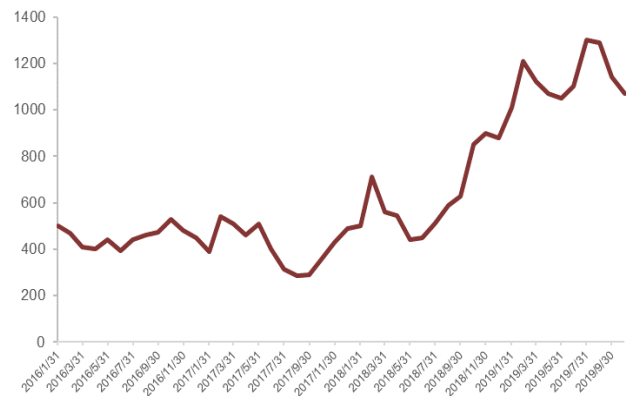
图 48: 2017 年至今文化纸企单季度归母净利润及增速



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 49：2014-2019Q3 造纸板块毛利率和净利率情况


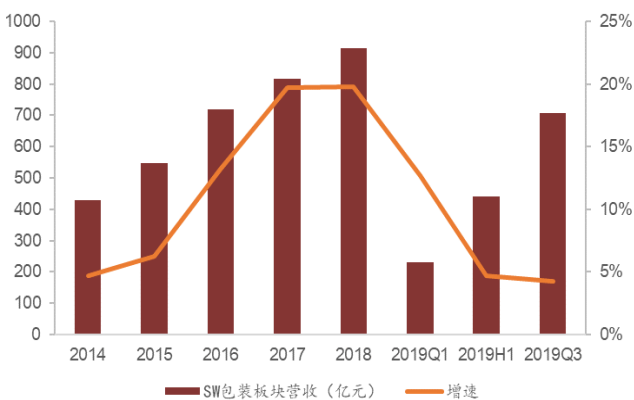
数据来源：Wind，西南证券整理

图 50：2016 年至今青岛港木浆库存变化（千吨）


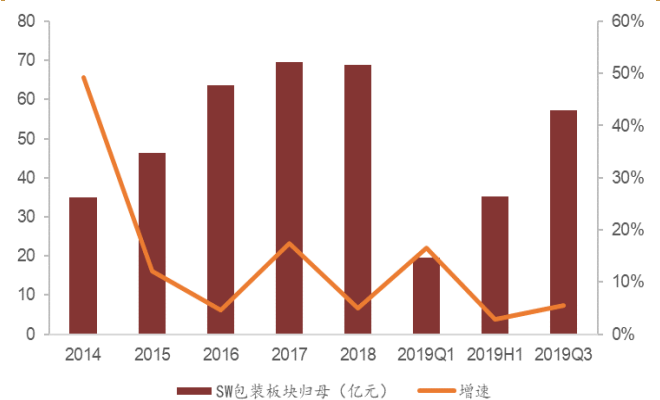
数据来源：Wind，西南证券整理

3 包装：纸价下行叠加下游需求弱勢，板块业绩增速略有回落

16-18 年在环保趋严以及供给侧改革的推动下，供给收缩，纸价上涨迅猛，小包装厂原材料压力加大，订单流失严重，客户向大厂集中，包装行业集中度显著提升，因此经济大环境不断走弱的背景下，龙头包装企业的营收还保持着稳定快速的增长趋势，18 年营收增速为 19.8%。但是 19 年纸价下行，以及下游需求持续走弱，包装价格随之回落，板块整体呈现量增价减的状态，业绩承压，19 年 Q3 板块营收增速进一步回落至 4.3%，同时行业弱周期，板块费用支出上升，净利润增速下降至 5.5%。

图 51：包装板块 2014-2019Q3 营业收入及增速


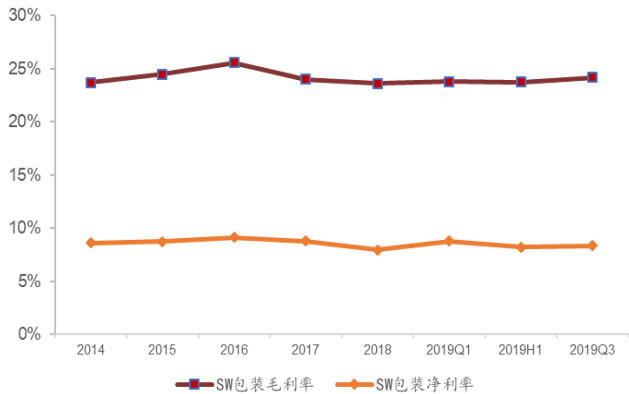
数据来源：Wind，西南证券整理

图 52：包装板块 2014-2019Q3 归母净利润及增速


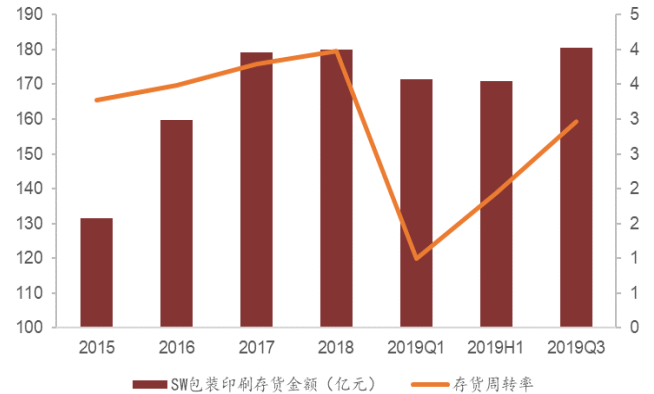
数据来源：Wind，西南证券整理

受益低位纸价毛利率持续回升，净利率受下游需求影响有所下降。因上游包装纸价格下行，19Q3 板块毛利率为 24.2%，同比上升 0.9pp。但受宏观经济影响，下游需求较弱，包装企业费用率同比上升，板块净利率同比略有下降，前三季度净利率为 8.3%，同比下降 0.9pp。

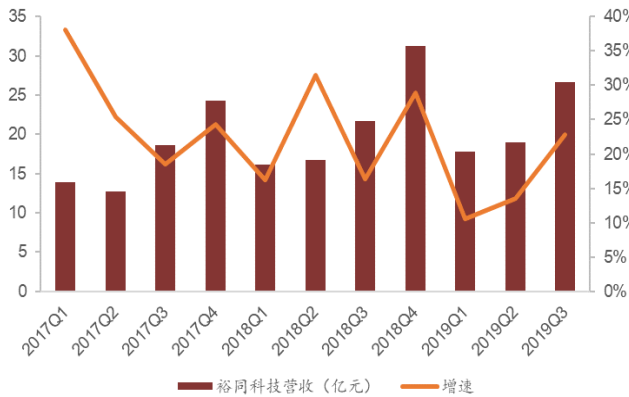
消费升级背景下，龙头包装企业在研发、制造以及渠道上的优势愈发突出，行业集中度提升或是大势所趋，尽快板块整体增速下行，龙头企业如裕同科技在中高端客户不断扩充的带动下，营收和归母净利润均呈现出高于行业并且逐季上升之势。

图 53：包装板块 2015-19Q3 毛利率及净利率变动情况


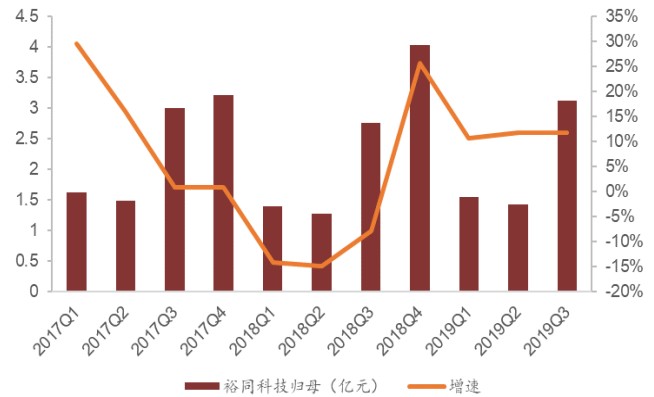
数据来源：Wind，西南证券整理

图 54：包装板块 2015-19Q3 存货及周转率


数据来源：Wind，西南证券整理

图 55：2017 至今裕同科技单季度营收及增速


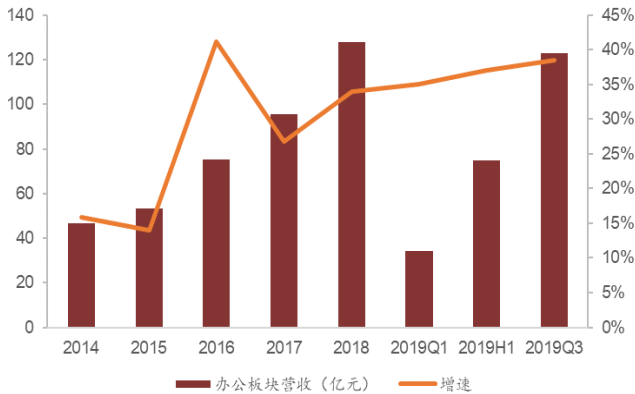
数据来源：Wind，西南证券整理

图 56：2017 至今裕同科技单季度归母及增速


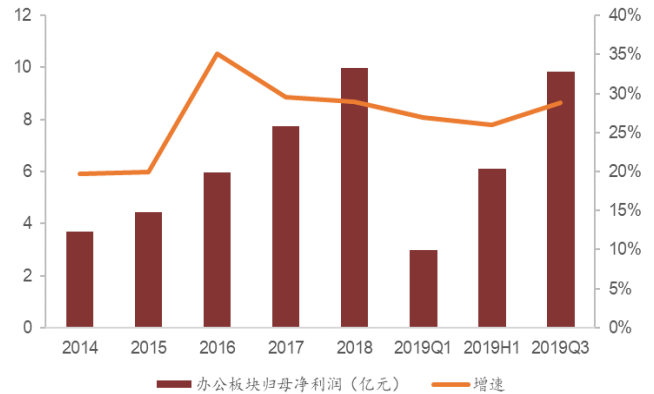
数据来源：Wind，西南证券整理

4 文具：业绩稳健，高景气度持续

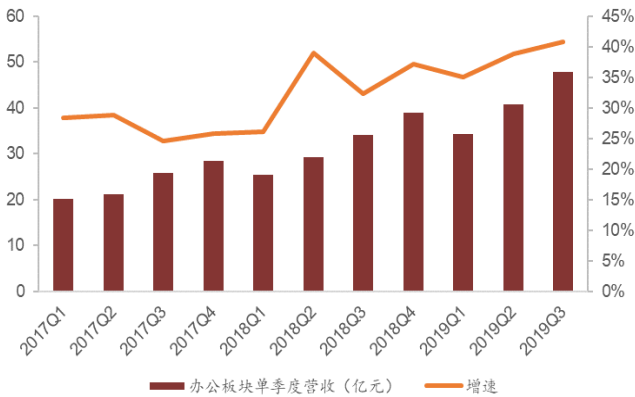
文具板块整体保持着较高的行业景气度，消费属性强，16 年之前，在渠道稳定扩张的带动下，整体营收增速保持在 15%-20% 间，归母净利润保持在 20% 左右增速。16 年起，央企办公用品采购逐步对外开放，以晨光为代表的文具类企业发力办公用品的业务拓展，板块营收增速提升至了 30% 以上，利润增速提升至了 25% 以上。19 年板块（晨光文具和齐心集团）业绩表现稳定，整体仍维持较高速增长趋势，Q1/H1/Q3 分别实现营收 34.3 亿元/75 亿元/123 亿元，同比分别增长 35.1%/37.1%/38.5%；归母净利润分别为 3 亿元/6.1 亿元/9.9 亿元，同比分别增长 27%/25.9%/28.8%。单季度看，板块业绩仍呈加速趋势，19Q1/Q2/Q3，营收分别为 34.3 亿元/40.7 亿元/48 亿元，同比分别增长 35.1%/38.8%/40.9%；分别实现归母净利润 3 亿元/3.1 亿元/3.7 亿元，同比分别增长 27%/25%/33.9%，在好的行业赛道下板块业绩高增长持续兑现。

图 57：办公板块 2014-2019Q3 营业收入及增速


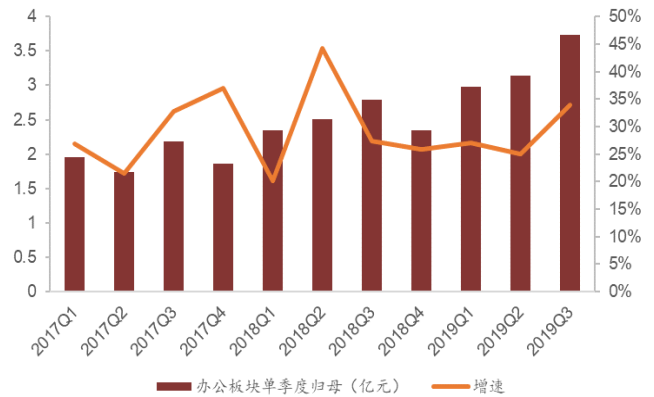
数据来源：Wind，西南证券整理

图 58：办公板块 2014-2019Q3 归母净利润及增速


数据来源：Wind，西南证券整理

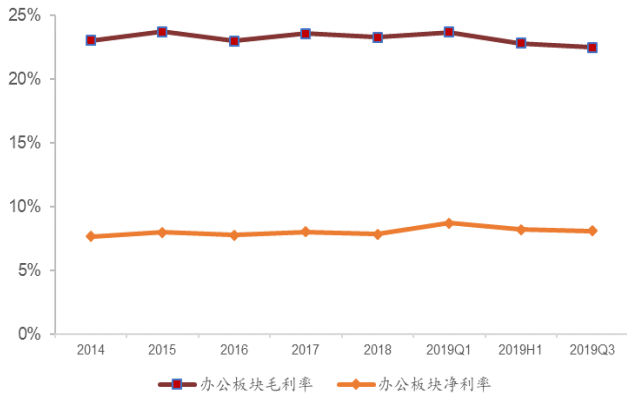
图 59：2017 年至今办公板块单季度营业收入及增速


数据来源：Wind，西南证券整理

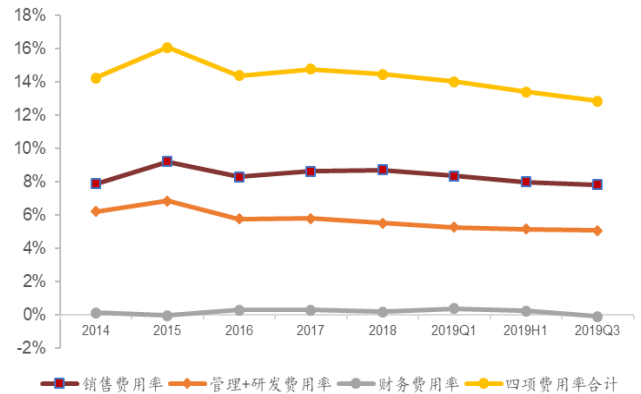
图 60：2017 年至今办公板块单季度归母净利润及增速


数据来源：Wind，西南证券整理

因办公文具的毛利率要低于传统经销渠道，随着办公用品销售占比提升，板块毛利率略微下降，19 年 Q1/H1/Q3 毛利率分别为 23.7%/22.8%/22.5%，同比分别下降 1.8pp/1.2pp/0.7pp，此属行业发展的正常情况。费用方面，对公业务占比的增大以及运营能力的不断提升，规模效应显现，板块期间费用率呈逐渐优化，19Q1/H1/Q3 四项费用率分别为 14%/13.4%/12.8%，同比分别下降 1.7pp/1.2pp/1pp。综合之下，板块净利率 Q1/H1/Q3 毛利率分别为 8.7%/8.2%/8.1%，同比分别微降 0.4pp/0.7pp/0.6pp。

图 61：办公板块 2015-19Q3 毛利率及净利率变动情况


数据来源：Wind，西南证券整理

图 62：办公板块四项费用率


数据来源：Wind，西南证券整理

5 推荐标的

帝欧家居 (002798): 1) 产能扩张+营销网络优化, 上市后开店速度明显加快, 洁具业务保持稳健增长; 2) 收购瓷砖巨头欧神诺, 丰富公司在高端建材领域布局, 渠道上充分协同, 发挥欧神诺工程销售渠道拓展精装房市场的优势; 3) 欧神诺工程业务占比 50% 以上, 与碧桂园、万科、恒大等有深入合作基础, 将充分受益房企龙头集中度提升趋势, 工程业务未来三年都有望保持高速增长。同时公司在广西、江西新建产能, 预计 2020 年完全投产, 年产量将达到 5000 万方, 产能大幅扩容, 产能瓶颈消除。

欧派家居 (603833): 1) 橱柜、衣柜、木门、卫浴等多品类产品线已逐渐成熟, 开始全面发力, 推动客单价持续提升, 且橱柜在购买顺序中靠前, 能帮助其他品类引流, 拥有流量入口优势; 2) 渠道布局完善, 公司目前各品牌门店数 6300 多家, 渠道布局的广泛性和下沉力度均为定制家具之最, 在三、四、五线市场的先发优势帮助企业平滑一二线房地产市场波动的风险; 3) 工程业务和电商表现非常亮眼, 工程业务成为业绩增长重要驱动之一。

江山欧派 (603208): 1) 《建筑业发展十三五规划》提出到 2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%, 受益于精装房渗透率快速提升, 主流房企的精装修比例保持高位, 工程业务近几年有望呈现爆发式增长; 2) 木门是天然适合做工程业务的品类, 房企现金流好转, 市场对工程业务标的账期的担忧大幅减弱, 估值压制明显缓解, 如果流动性宽松政策持续, 工程业务是最有望实现双击的弹性标的; 3) 19 年前三季度工程业务占比达到 70%+, 预计全年工程业务收入增速近 80%, 与恒大、万科、保利等地产商的合作加深; 4) 公司衢州莲花山基地新产能已经投产, 产能充足、瓶颈消除。

晨光文具 (603899): 1) 传统业务稳健增长, 办公、儿美等四条赛道齐头并进; 2) 科力普快速放量, 利润率持续提升; 3) 九木新业态加快招商加盟步伐, 零售新路径有所突破; 4) 经营性现金流向好, 周转加快, ROE 持续提升, 经营优质。

齐心集团 (002301): 1) 受益于大客户集采业务市场广阔且进入门槛高, 公司在办公集采的先发优势带动办公物资销售额快速增长, 办公设备、MRO 等新品类放量; 2) 随着销售规模快速提升, 规模效应逐渐显现, 利润率稳步向上; 3) 产业链议价能力强, 应付应收款匹配, 现金流向好。

太阳纸业 (002078): 1) 文化纸持续提价, 企业库存持续降低, 而同期纸浆价格进一步回落, 单吨净利触底反弹, Q4 有望延续这一趋势; 2) 从中长期看, 随着老挝“林浆纸一体化”项目进入稳定生产阶段, 公司对原材料的掌控能力将得到增强, 原料成本优势将会凸显; 3) 同时国内造纸行业整合力度加大, 兼具成本、环保、资金优势的龙头企业的市占率也会得到提升。产能扩建持续推进, 公司未来 2-3 年公司都有新产能投产, 量升逻辑持续。

中顺洁柔 (002511): 1) 木浆港口库存仍处于相对高位, 浆价或底部盘整, 盈利能力有望维持, 业绩弹性快速释放; 2) 公司高毛利产品占比迅速上升, 产品结构逐步优化, 带动给毛利率上行; 3) 股权激励绑定核心利益, 建立覆盖全国大部分地(县)级城市的营销网络, 在县、镇实施渠道下沉策略, 提升全国市场竞争力; 4) 推出大众品牌“太阳”, 进军中端市场丰富产品价格带, 拓展新增长点。

6 风险提示

家具企业受地产限购影响终端销售下滑的风险; 各类纸品价格出现大幅波动的风险。

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
北京	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
广深	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn