

# 信义山证 汇通天下

证券研究报告

轻工制造

轻工行业 2019 年三季报综述

维持评级

报告原因：深度报告

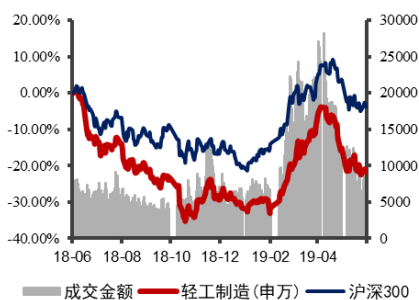
单三季度业绩显著好转，文娱用品业绩亮眼

看好

2019 年 11 月 8 日

行业研究/深度报告

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

相关报告：

《【山证轻工】轻工行业 2019 年中期

投资策略：地产回暖利好家具企稳回升，文具兼具防御性和成长性》

2019-6-26

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：

➢ **单三季度业绩显著好转，文娱用品业绩亮眼。**2019 年前三季度 SW 轻工板块营收、净利润增速大幅下降，达到历年来底部。分季度来看，Q3 轻工板块营收、净利润增速环比显著加快，一举扭转今年前两个季度负增速的局面。细分板块业绩表现分化。其中，文娱用品板块业绩亮眼，家具和包装印刷板块营收、净利润均实现正增长，而造纸、珠宝首饰板块业绩下滑明显。

➢ **盈利能力有所下滑，研发投入大幅增长。**2019Q1-Q3，SW 轻工板块整体毛利率为 23.56%，同比增加 0.40 个百分点，净利率为 6.25%，同比下滑 1.34 个百分点。在原材料保持低位、增值税下调的作用下，轻工板块成本控制较为得当、毛利率小幅提升，但是受到终端营销费用增加、人工成本持续上行的影响，轻工板块净利率出现明显下滑。2019Q1-3，造纸板块研发费用投入最多（32.59 亿元），文娱用品板块研发支出增长最快（YOY+64.29%）。

➢ **经营活动现金流改善明显，在手现金充沛。**分板块看，造纸、包装、文娱用品收现比改善较为明显。家具板块收现比略有下降，主要是受到家具企业加大经销渠道支持力度、大力开拓大宗及整装业务、收款模式发生改变等因素影响。2019Q1-3，造纸行业经营活动现金流净额/营收比例为 16.77%，包装行业为 12.52%，维持优秀现金流表现。

➢ **整体资产负债率上升，应付账款周转率好转。**轻工板块整体资产负债率继续呈上升趋势。截至 2019 年三季度末，家具板块资产负债率同比增加 1.76pct 至 43.08%，文娱用品板块资产负债率同比增加 2.32pct 至 36.42%。我们关注的个股应付账款周转率普遍好转，在上游供应商占款优势提升。

➢ **行业评级和投资建议：地产回暖利好家具企稳回升，文具兼具防御性和成长性。**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、帝欧家居、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

<b>1.单三季度业绩显著好转，文娱用品业绩亮眼</b> .....	<b>5</b>
1.1 2019 年前三季度营收、净利润增速大幅下降，达到历年来底部 .....	5
1.2 单三季度业绩显著好转，扭转 Q1、Q2 负增速局面 .....	6
1.3 子板块分析：文娱用品业绩亮眼，家具、包装实现正增速 .....	7
<b>2.盈利能力有所下滑，研发投入大幅增长</b> .....	<b>13</b>
2.1 文娱用品毛利率、净利率显著提升，造纸盈利能力大幅下滑 .....	13
2.2 三项费用率均有增加，研发支出占比持续提升 .....	14
<b>3. 经营活动现金流改善明显，在手现金充沛</b> .....	<b>17</b>
<b>4. 整体资产负债率上升，应付账款周转率好转</b> .....	<b>19</b>
<b>5. 投资建议：地产回暖利好家具企稳回升，文具兼具防御性和成长性</b> .....	<b>21</b>
5.1 尚品宅配：整装业务步入正轨，费用端和经营层面持续优化.....	21
5.2 欧派家居：Q3 营收增速重上 20%+轨道，大宗和非橱柜业务贡献动能 .....	22
5.3 帝欧家居：工程发力、零售革新，三季报业绩超预期.....	24
5.4 齐心集团：Q3 净利润增长近五成，费用率、现金流显著改善 .....	24
<b>5.风险提示</b> .....	<b>26</b>

## 图表目录

图 1：SW 轻工板块历年前三季度营业收入增速.....	5
图 2：SW 轻工板块历年前三季度归母净利润增速.....	5
图 3：2019Q1-3 轻工板块归母净利润增速排名第 21 位（申万分类）.....	5
图 4：SW 轻工板块单季度营业收入增速.....	6
图 5：SW 轻工板块单季度归母净利润增速.....	6
图 6：2019Q1-3 轻工板块归母净利润增速排名第 21 位（申万分类）.....	6
图 7：SW 轻工细分板块 2019Q1-3 营业收入增速.....	7
图 8：SW 轻工细分板块 2019Q1-3 归母净利润增速.....	7
图 9：SW 文娱用品板块单季度营业收入增速.....	8
图 10：文化办公用品社会零售额当月同比增速.....	8
图 11：SW 家具板块单季度营业收入增速.....	9
图 12：住宅竣工面积及同比增速.....	9
图 13：SW 包装印刷板块单季度营业收入增速.....	10
图 14：2018-2019 年瓦楞纸均价走势图.....	10
图 15：SW 造纸板块单季度营业收入增速.....	12
图 16：2016-2019 年各纸种价格走势.....	12
图 17：SW 轻工板块历年前三季度毛利率（%）.....	13
图 18：SW 轻工板块历年前三季度净利率（%）.....	13
图 19：SW 轻工板块历年前三季度期间费用率（%）.....	14
图 20：SW 文娱用品板块三项费用率.....	15
图 21：SW 家具板块三项费用率.....	15
图 22：SW 包装印刷板块三项费用率.....	15
图 23：SW 造纸板块三项费用率.....	15
图 24：SW 轻工细分板块研发费用及同比增长率.....	16
图 25：SW 轻工细分板块研发费用/营业收入.....	16
图 26：SW 轻工板块三季报现金流量指标（%）.....	17
图 27：SW 轻工板块三季报货币资金及增长率.....	17
图 28：SW 轻工细分板块三季报短期借款/总资产.....	20



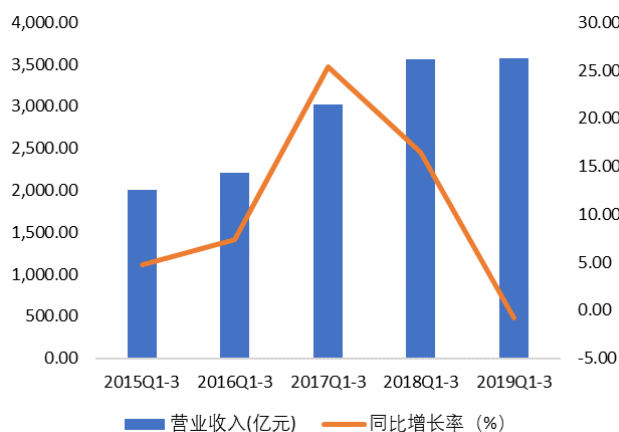
图 29：SW 轻工细分板块三季报长期借款/总资产.....	20
图 30：SW 轻工板块历年前三季度资产周转率.....	20
表 1：2019 年前三季度文娱用品板块上市公司业绩概览.....	8
表 2：2019 年前三季度家具板块上市公司业绩概览.....	9
表 3：2019 年前三季度包装印刷板块上市公司业绩概览.....	11
表 4：2019 年前三季度造纸板块上市公司业绩概览.....	12
表 5：SW 轻工细分板块 2015-2019 年前三季度毛利率.....	14
表 6：SW 轻工细分板块 2015-2019 年前三季度净利率.....	14
表 7：重点关注个股 2019Q1-3 盈利能力指标及变动情况.....	16
表 8：SW 轻工细分板块三季报收现比.....	18
表 9：SW 轻工细分板块三季报经营活动产生的现金流量净额/营业收入.....	18
表 10：重点关注个股 2019Q1-3 现金流量指标及变动情况.....	18
表 11：SW 轻工细分板块三季报应收账款/总资产.....	19
表 12：SW 轻工细分板块三季报应付账款/总资产.....	19
表 13：SW 轻工细分板块三季报资产负债率.....	19
表 14：重点关注个股 2019Q1-3 资产周转率及变动情况.....	20

## 1.单三季度业绩显著好转，文娱用品业绩亮眼

### 1.1 2019 年前三季度营收、净利润增速大幅下降，达到历年来底部

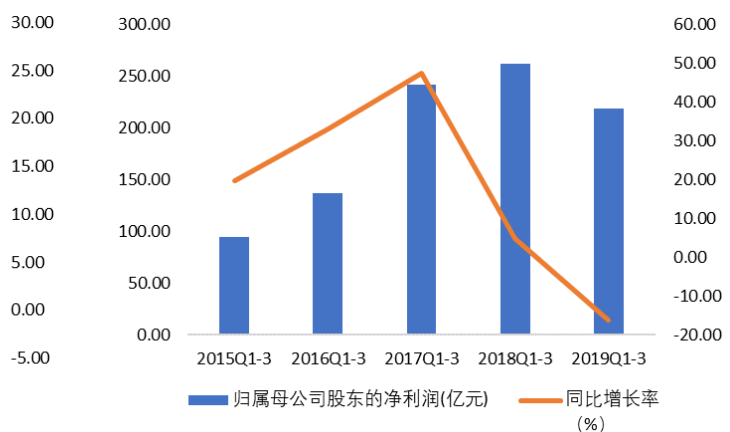
轻工板块 2019 年三季报露完毕，营收、净利润增速大幅下降，成长性在申万 28 个行业中排名靠后。2019 年前三季度，SW 轻工板块实现营业收入 3570.50 亿元，同比下滑 0.86%，增速在申万行业中排在第 25 位，同比去年同期下降 17.36 个百分点；实现归母净利润 218.45 亿元，同比下滑 16.15%，增速在申万行业中排在第 21 位，同比去年同期下降 17.36 个百分点；实现扣非后归母净利润 187.63 亿元，同比下滑 18.18%，同比去年同期下降 23.91 个百分点。

图 1：SW 轻工板块历年前三季度营业收入增速



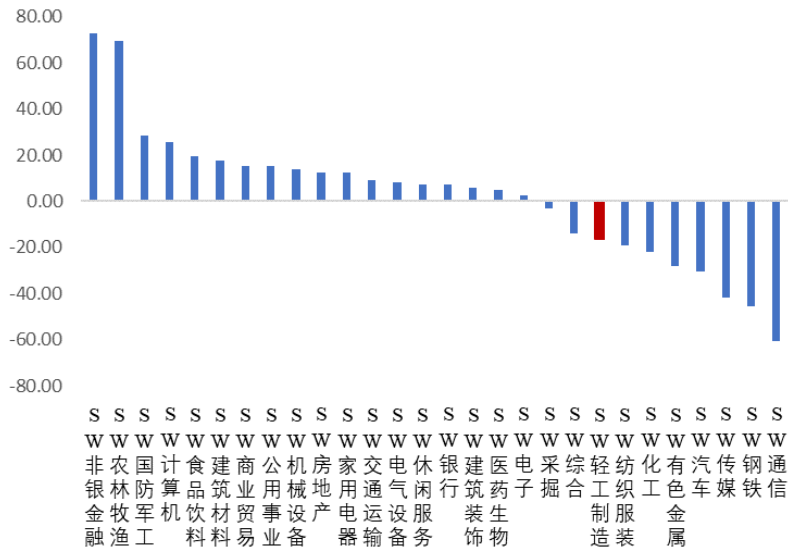
数据来源：山西证券研究所、wind

图 2：SW 轻工板块历年前三季度归母净利润增速



数据来源：山西证券研究所、wind

图 3：2019Q1-3 轻工板块归母净利润增速排名第 21 位（申万分类）

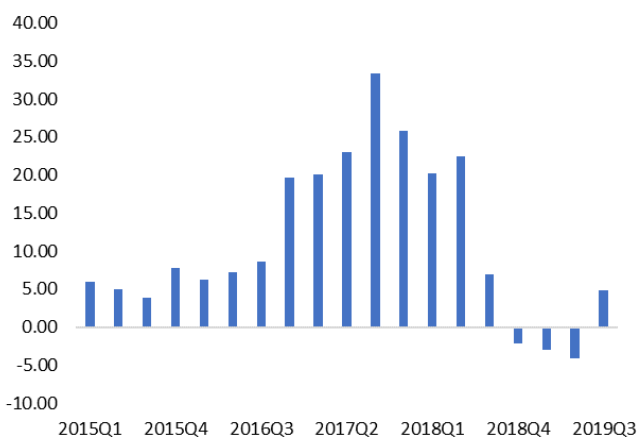


资料来源：山西证券研究所、wind

## 1.2 单三季度业绩显著好转，扭转 Q1、Q2 负增速局面

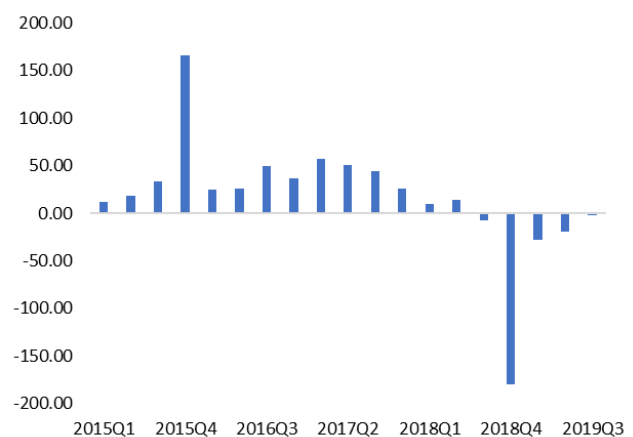
分季度来看，Q3 轻工板块营收、净利润增速环比显著加快，一举扭转今年前两个季度负增速的局面。2019 年第三季度，SW 轻工板块上市公司实现营业收入 1272.40 亿元，同比增长 4.85%，在申万行业中排在第 21 位，同比去年同期下降 2.13 个百分点；实现归母净利润 86.12 亿元，同比下滑 2.52%，增速在申万行业中排在第 21 位，同比去年同期回升 4.69 个百分点。

图 4：SW 轻工板块单季度营业收入增速



数据来源：山西证券研究所、wind

图 5：SW 轻工板块单季度归母净利润增速



数据来源：山西证券研究所、wind

图 6：2019Q3 轻工板块归母净利润增速排名第 21 位（申万分类）



同比增长 29.78%；归母净利润 8.02 亿元，同比增长 28.36%。齐心集团 2019Q1-3 实现营业收入 43.50 亿元，同比增长 58.01%；归母净利润 1.83 亿元，同比增长 30.99%。

图 9：SW 文娱用品板块单季度营业收入增速

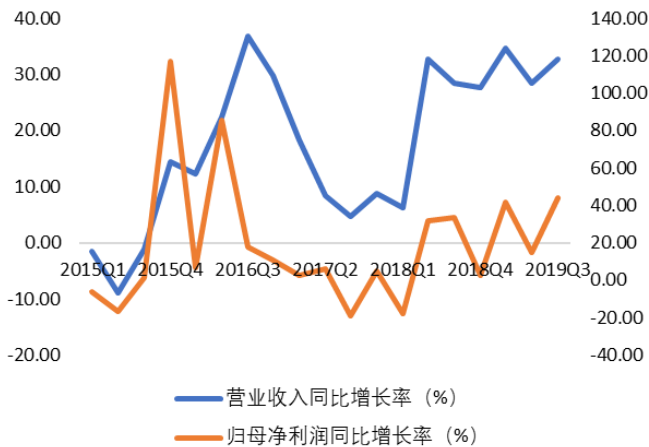
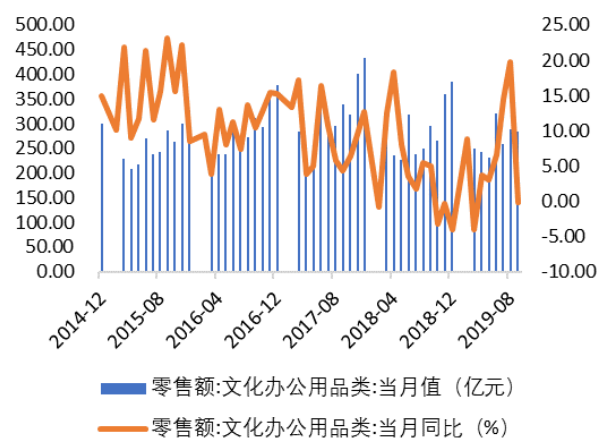


图 10：文化办公用品社会零售额当月同比增速



数据来源：山西证券研究所、wind

数据来源：山西证券研究所、wind

表 1：2019 年前三季度文娱用品板块上市公司业绩概览

证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)	营业收入-同比增长率 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润-同比增长率 (%)	扣非后归母净利润 (亿元)	扣非后归母净利润-同比增长率 (%)
603899.SH	晨光文具	79.47	29.78	8.02	28.36	7.61	32.88
002301.SZ	齐心集团	43.50	58.01	1.83	30.99	1.61	44.73
002678.SZ	珠江钢琴	15.99	3.06	1.52	6.24	1.38	2.83
002605.SZ	姚记科技	12.25	130.21	2.65	244.28	2.61	286.52
300703.SZ	创源文化	7.20	17.82	0.96	48.31	0.82	52.16
002899.SZ	英派斯	6.26	5.26	0.41	-9.64	0.31	-13.28
002348.SZ	高乐股份	5.98	-10.09	0.23	-41.76	0.10	-73.30
300329.SZ	海伦钢琴	4.00	3.88	0.39	-6.76	0.37	2.83
603398.SH	邦宝益智	3.96	56.01	0.62	99.74	0.56	106.45
002862.SZ	实丰文化	3.11	1.18	0.20	-22.87	0.19	-17.18
300651.SZ	金陵体育	3.10	20.57	0.27	0.84	0.22	-16.61
002575.SZ	群兴玩具	0.36	163.57	-0.21	-448.68	0.19	1,969.13

资料来源：山西证券研究所、wind

家具板块营收增速承压，净利润增速大幅提升。2019Q1-3，家具板块营业收入同比增长 9.81%，增速同比去年同期下滑 7.73 个百分点；归母净利润同比增长 15.71%，增速同比去年同期提升 9.42 个百分点。全品类大家居战略、家具工程业务的快速开拓、地产竣工数据的回暖等，在较大程度上支撑家具上市公司的业绩增长。据国家统计局数据显示，1-9 月商品房住宅销售面积 104650 万平方米，同比增长 1.10%，环比 1-8 月提升 0.50pct，重新回到正增长区间。1-9 月，全国住宅竣工面积 33084 万平方米，同比下降 8.50%，增速



比去年同期回升 3.80pct，环比 1-8 月提升 1.10pct。

图 11：SW 家具板块单季度营业收入增速

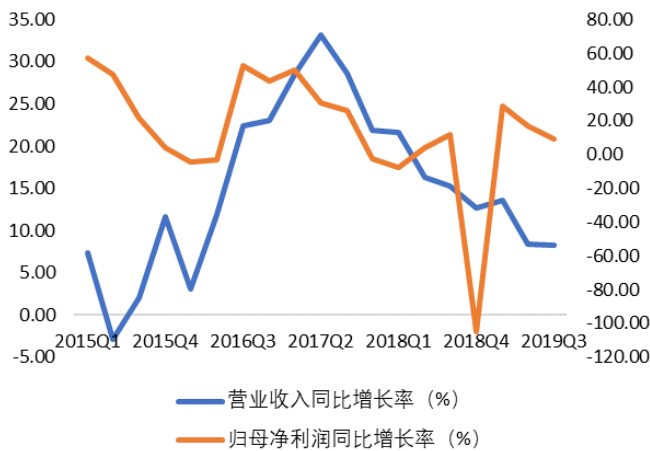
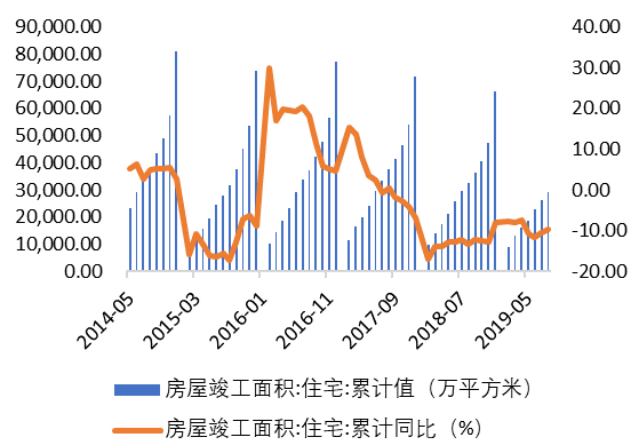


图 12：住宅竣工面积及同比增速



数据来源：山西证券研究所、wind

数据来源：山西证券研究所、wind

2019Q1-3，欧派家居以 95.35 亿元的营业收入位居家具板块第一，营收同比增长 16.33%，不仅在定制家具行业保持绝对龙头地位，而且实现较快增速。(1) 定制家具领域 9 家上市公司净利润增长好于营收，2019 前三季度，只有欧派家居、志邦家居、我乐家居的营收实现两位数增长，其他 6 家公司营收均是在个位数增长。(2) 成品家具领域软体家居表现较优，顾家家居 2019Q1-3 实现营业收入 77.75 亿元(YOY+21.61%)，位居家具板块第二；归母净利润 16.75 亿元，同比增长 4.34%。主营床垫的喜临门、梦百合 2019Q1-3 均实现营业收入的两位数增长，归母净利润则实现接近翻倍的增长。

表 2：2019 年前三季度家具板块上市公司业绩概览

证券代码	证券简称	营业收入(亿元)	营业收入-同比增长率(%)	归母净利润(亿元)	归母净利润-同比增长率(%)	扣非后归母净利润(亿元)	扣非后归母净利润-同比增长率(%)
603833.SH	欧派家居	95.35	16.33	13.78	14.83	12.84	12.91
603816.SH	顾家家居	77.75	21.61	9.17	16.75	4.34	6.65
002572.SZ	索菲亚	53.12	4.03	7.20	4.05	-4.49	6.37
000910.SZ	大亚圣象	51.14	0.07	4.68	5.81	5.70	4.59
300616.SZ	尚品宅配	50.58	9.04	3.35	14.48	50.55	2.85
600337.SH	美克家居	42.14	5.20	3.54	5.14	-5.56	3.10
600978.SH	宜华生活	38.76	-30.88	1.35	-74.46	-78.72	1.13
603008.SH	喜临门	33.51	13.06	2.87	80.33	84.18	2.56
002489.SZ	浙江永强	30.37	15.55	3.57	418.23	392.88	2.07
603818.SH	曲美家居	30.09	78.12	0.80	-15.71	-16.13	0.74
603313.SH	梦百合	26.39	25.40	2.60	135.89	99.13	2.69
603801.SH	志邦家居	19.58	12.92	2.33	14.49	9.94	2.03
603661.SH	恒林股份	19.52	16.05	2.18	70.31	76.45	1.71

603610.SH	麒盛科技	19.45	1.37	2.72	18.40	22.90	2.77
603600.SH	永艺股份	17.72	4.45	1.43	93.84	130.01	1.24
002240.SZ	威华股份	17.11	-7.64	0.81	-35.58	-25.03	0.77
603898.SH	好莱客	15.57	2.53	2.61	-14.83	-3.68	2.32
601996.SH	丰林集团	14.28	30.94	1.33	20.52	23.05	1.29
603180.SH	金牌厨柜	13.87	22.75	1.32	10.78	13.72	0.94
603208.SH	江山欧派	13.35	55.06	1.80	66.62	56.93	1.46
002631.SZ	德尔未来	13.18	3.43	0.90	-28.95	-39.12	0.76
002853.SZ	皮阿诺	10.08	29.68	1.24	21.24	34.60	1.15
603326.SH	我乐家居	9.25	24.06	0.98	47.04	35.21	0.83
603848.SH	好太太	8.59	-4.81	1.75	-5.83	-2.92	1.49
603709.SH	中源家居	7.60	20.52	0.47	-3.54	-19.26	0.32
300749.SZ	顶固集创	5.98	9.59	0.53	2.79	2.10	0.45
000663.SZ	永安林业	5.86	-2.26	-0.38	45.25	31.85	-0.55
603226.SH	菲林格尔	5.71	-8.81	0.80	2.66	-0.53	0.64
603389.SH	亚振家居	2.72	-6.98	-0.42	-99.49	-63.96	-0.46

资料来源：山西证券研究所、wind

包装印刷板块前三季度维持个位数增长，Q3 营收、净利润增速略有回升，景气度处于较低水平，主要是受到下游行业需求较弱和上游纸价下跌的影响。2019Q1-3，包装印刷板块营业收入同比增长 4.26%，增速相对去年同期下滑 19.67 个百分点；归母净利润同比增长 5.52%，增速相对去年同期下滑 6.60 个百分点。2019 年前三季度，瓦楞纸价格回落探底。据卓创资讯统计数据显示，2019 年 1-9 月瓦楞纸日均价均值为 3533 元/吨，同比下跌 20.82%，较 2018 年明显下跌。

图 13：SW 包装印刷板块单季度营业收入增速

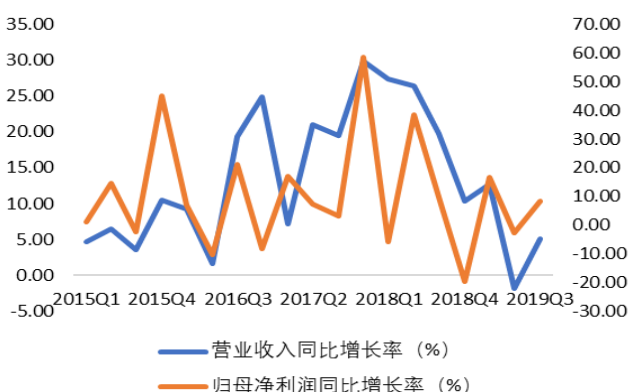
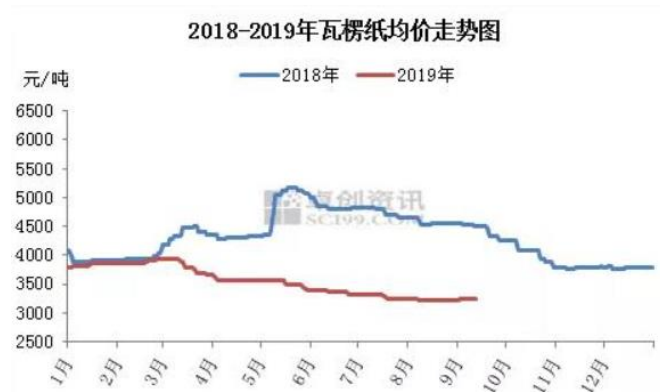


图 14：2018-2019 年瓦楞纸均价走势图



数据来源：山西证券研究所、wind

数据来源：山西证券研究所、卓创资讯

从包装印刷板块上市公司业绩来看，高端包装纸表现显著优于箱板瓦楞包装。(1) 高端包装纸龙头裕同科技、劲嘉股份持续发力多元化新型业务、积极开拓和深耕优质客户，2019Q1-3 收入、净利润增速跑赢行业水平，均实现两位数增长。(2) 箱板瓦楞包装纸行业受到纸价下跌、下游需求不振的影响，表现出量价承压的特征，龙头企业合兴包装业绩增速放缓，2019Q1-3 营业收入出现负增长 (YOY-9.69%)，归母净利

润同比增长 1.95%。

表 3：2019 年前三季度包装印刷板块上市公司业绩概览

证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)	营业收入 -同比增 长率(%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润-同 比增长率(%)	扣非后归母 净利润 (亿元)	扣非后归母 净利润-同比 增长率(%)
002228.SZ	合兴包装	82.51	-9.69	1.94	6.59	1.95	1.77
600210.SH	紫江企业	70.50	-1.77	4.06	3.84	17.82	3.33
002701.SZ	奥瑞金	64.55	3.29	6.87	-2.16	-0.27	6.16
002831.SZ	裕同科技	63.46	16.35	6.08	12.13	14.14	5.40
601968.SH	宝钢包装	40.64	6.63	0.74	157.34	221.35	0.64
002585.SZ	双星新材	32.34	14.44	1.33	-49.08	-50.20	1.29
300057.SZ	万顺新材	31.60	3.22	0.84	17.99	39.56	0.81
002191.SZ	劲嘉股份	28.84	21.35	6.73	23.44	26.76	6.60
002303.SZ	美盈森	23.81	2.26	3.02	3.14	1.76	2.90
601515.SH	东风股份	23.58	0.75	4.95	0.58	3.12	4.92
002803.SZ	吉宏股份	21.62	33.61	2.32	76.29	81.58	2.35
002014.SZ	永新股份	18.56	11.85	1.85	23.95	27.01	1.78
002752.SZ	昇兴股份	17.37	14.62	0.48	25.05	21.18	0.30
600076.SH	康欣新材	15.47	-17.84	3.47	-4.05	-2.11	3.42
002599.SZ	盛通股份	14.01	2.42	0.79	8.79	10.49	0.64
002565.SZ	顺灏股份	12.91	-11.27	0.73	15.01	16.49	0.55
000659.SZ	珠海中富	12.86	-6.66	-0.09	-139.48	457.21	0.11
002787.SZ	华源控股	12.16	22.23	0.43	-21.54	-31.01	0.37
002117.SZ	东港股份	11.66	0.08	2.06	5.20	5.41	1.99
002243.SZ	通产丽星	11.33	11.25	0.92	69.05	62.77	0.79
603687.SH	大胜达	9.20	-1.43	0.88	-6.02	-19.04	0.72
002522.SZ	浙江众成	9.02	16.00	0.67	78.46	139.19	0.53
002735.SZ	王子新材	8.63	50.87	0.34	7.99	14.70	0.34
002799.SZ	环球印务	8.42	130.23	0.45	177.35	176.60	0.42
002846.SZ	英联股份	8.39	64.26	0.65	162.51	213.77	0.64
600836.SH	界龙实业	8.04	-21.72	-0.53	-1,227.60	-3,873.94	-0.58
000812.SZ	陕西金叶	6.86	2.58	0.26	1.97	-0.75	0.22
603022.SH	新通联	4.98	1.61	0.26	-19.60	-26.99	0.22
300501.SZ	海顺新材	4.57	28.27	0.52	0.33	14.47	0.46
603607.SH	京华激光	4.57	13.37	0.69	5.51	-3.82	0.62
002229.SZ	鸿博股份	4.36	-11.85	-0.04	24.80	-30.02	-0.11
603429.SH	集友股份	4.12	42.86	1.01	33.18	37.48	0.94
002951.SZ	金时科技	3.78	-14.62	1.12	-8.74	-11.94	1.04
000695.SZ	滨海能源	3.39	-61.26	0.06	-82.40	116.24	0.06
603058.SH	永吉股份	3.25	4.00	0.88	-2.38	-9.68	0.78
002836.SZ	新宏泽	2.91	71.14	0.27	6.27	12.83	0.26

603499.SH	翔港科技	2.36	-12.86	0.21	-45.17	-51.68	0.16
-----------	------	------	--------	------	--------	--------	------

资料来源：山西证券研究所、wind

造纸板块回到周期底部，受到供需格局失衡、行业低景气度的影响，2019Q1-3 营收、净利润均发生大幅下滑。2019Q1-3，造纸板块营业收入同比下滑 3.64%，增速相对去年同期下滑 20.45 个百分点；归母净利润同比下滑 38.78%，增速相对去年同期下滑 52.43 个百分点。受供给侧改革以及贸易摩擦等因素的影响，造纸行业面临着一定的挑战和调整。

图 15：SW 造纸板块单季度营业收入增速

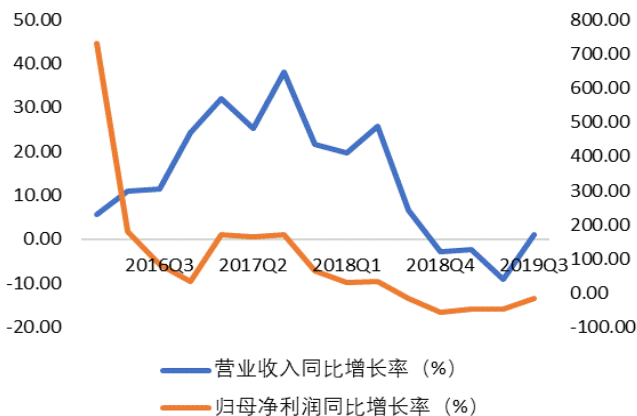
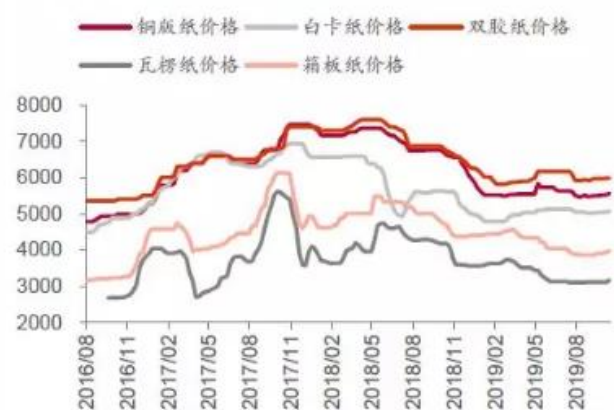


图 16：2016-2019 年各纸种价格走势



数据来源：山西证券研究所、wind

数据来源：山西证券研究所、卓创资讯

从造纸板块上市公司业绩来看，生活用纸企业优于文化用纸和包装纸企业。文化用纸龙头企业晨鸣纸业、华泰股份、包装纸龙头山鹰纸业等营收、净利润均出现下滑，生活用纸龙头中顺洁柔持续发力高端高毛利产品、渠道建设，同时受益于细分赛道竞争格局较好等，2019Q1-3 营收、净利润分别同比提升 18.11%、39.96%。

表 4：2019 年前三季度造纸板块上市公司业绩概览

证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)	营业收入-同比增长率 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润-同比增长率 (%)	扣非后归母净利润 (亿元)	扣非后归母净利润-同比增长率 (%)
000488.SZ	晨鸣纸业	220.14	-6.29	10.68	-56.97	-65.62	7.51
600567.SH	山鹰纸业	171.34	-4.48	13.25	-42.83	-44.32	10.79
002078.SZ	太阳纸业	164.01	1.81	14.85	-17.57	-18.12	14.58
600308.SH	华泰股份	100.50	-9.70	4.83	-25.69	-28.94	4.47
600966.SH	博汇纸业	65.03	1.42	1.37	-73.09	-73.80	1.33
600963.SH	岳阳林纸	49.07	-1.89	1.15	-66.26	-71.13	0.83
002511.SZ	中顺洁柔	48.20	18.11	4.38	39.96	48.58	4.26
002067.SZ	景兴纸业	38.89	-12.18	1.52	-57.62	-58.30	1.39
603733.SH	仙鹤股份	32.87	12.62	2.68	7.14	10.31	2.60
200986.SZ	粤华包 B	27.52	1.43	0.21	304.96	216.48	0.17

002521.SZ	齐峰新材	24.99	-12.19	0.93	74.90	77.08	0.72
600103.SH	青山纸业	19.46	-13.89	1.14	-34.09	-54.99	0.64
600433.SH	冠豪高新	18.74	2.02	0.93	6.23	9.15	0.91
600069.SH	银鸽投资	15.77	-26.69	-1.84	-1,367.85	-1,677.30	-1.85
603165.SH	荣晟环保	13.22	-15.24	1.85	31.76	27.88	1.76
600356.SH	恒丰纸业	12.68	10.38	0.78	42.70	35.29	0.73
600793.SH	宜宾纸业	10.88	4.66	0.09	-95.76	-659.10	-0.90
600235.SH	民丰特纸	10.67	-6.92	0.07	-65.00	-139.66	-0.07
002012.SZ	凯恩股份	8.48	2.18	0.38	107.56	-16.64	0.11
000815.SZ	美利云	7.35	-5.79	0.19	-41.92	-10.04	0.16
603863.SH	松炆资源	4.41	-1.31	0.63	-13.18	-9.78	0.63
002235.SZ	安妮股份	2.85	-39.51	0.87	30.05	-148.20	-0.19

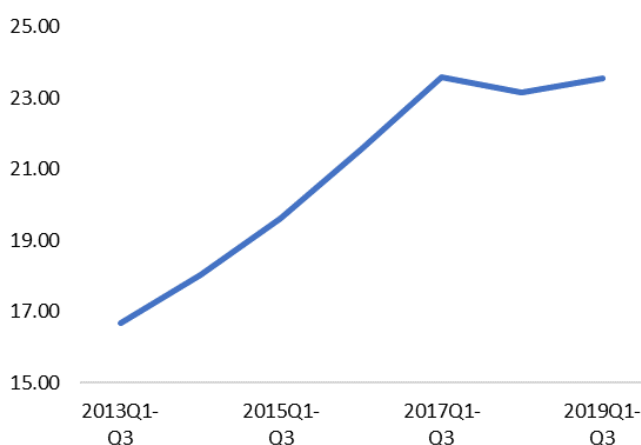
资料来源：山西证券研究所、wind

## 2. 盈利能力有所下滑，研发投入大幅增长

### 2.1 文娱用品毛利率、净利率显著提升，造纸盈利能力大幅下滑

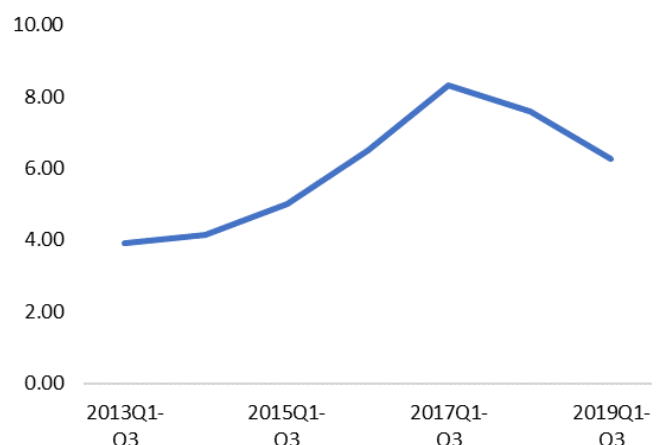
2019Q1-Q3，SW 轻工板块整体毛利率为 23.56%，同比增加 0.40 个百分点，净利率为 6.25%，同比下滑 1.34 个百分点。在原材料保持低位、增值税下调的作用下，轻工板块成本控制较为得当、毛利率小幅提升，但是受到终端营销费用增加、人工成本持续上行的影响，轻工板块净利率出现明显下滑。

图 17：SW 轻工板块历年前三季度毛利率（%）



数据来源：山西证券研究所、wind

图 18：SW 轻工板块历年前三季度净利率（%）



数据来源：山西证券研究所、wind

分板块看，2019Q1-3 盈利指标表现最好的细分板块排序为：文娱用品、家具、包装印刷、造纸。

(1) 文娱用品板块毛利率、净利率均实现显著提升，2019Q1-3，文娱用品板块毛利率为 27.59%，同比

增加 1.12 个百分点，净利率为 9.66%，同比增加 0.23 个百分点。

(2) 家具板块也实现了毛利率、净利率双双提升，2019Q1-3，家具板块毛利率、净利率分别为 36.25%、10.10%，分别同比增加 0.98、0.56 个百分点。

(3) 包装印刷板块盈利指标表现一般，净利率出现显著下滑，2019Q1-3，包装印刷板块毛利率提升 0.90 个百分点至 24.18%，但是净利率下滑 0.85 个百分点至 8.33%。

(4) 造纸板块毛利率、净利率均出现大幅度下滑，2019Q1-3，造纸板块毛利率、净利率分别为 19.95%、5.74%，分别同比下滑 3.29、3.33 个百分点。受市场竞争加剧、下游需求疲软、纸制品产能过剩等因素的影响，纸制品行业的盈利水平提升困难。

表 5：SW 轻工细分板块 2015-2019 年前三季度毛利率

板块	销售毛利率(整体法) [单位] %				
	2015Q1-Q3	2016Q1-Q3	2017Q1-Q3	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3
SW 轻工制造	19.62	21.58	23.61	23.16	23.56
SW 造纸III	19.16	20.54	24.15	23.24	19.95
SW 包装印刷III	25.04	25.47	24.47	23.29	24.18
SW 家具	32.88	34.29	35.52	35.27	36.25
SW 文娱用品	27.31	24.88	27.31	26.46	27.59

资料来源：山西证券研究所、wind

表 6：SW 轻工细分板块 2015-2019 年前三季度净利率

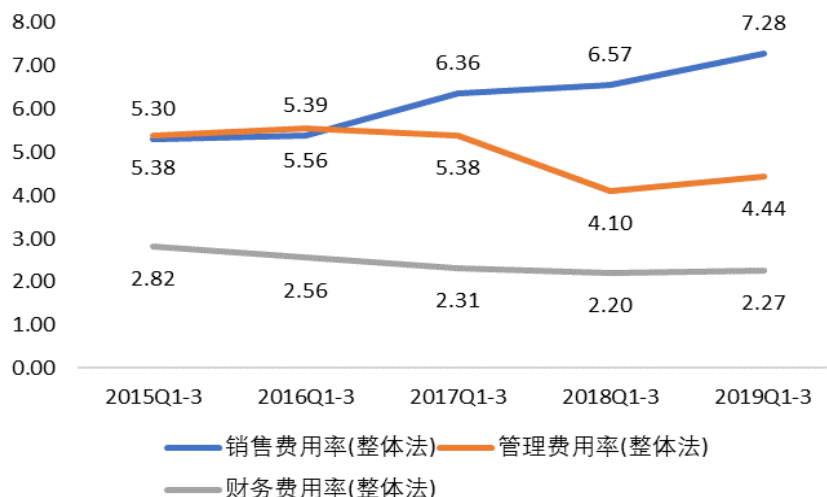
板块	销售净利率(整体法) [单位] %				
	2015Q1-Q3	2016Q1-Q3	2017Q1-Q3	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3
SW 轻工制造	5.01	6.50	8.30	7.59	6.25
SW 造纸III	1.73	4.55	9.30	9.07	5.74
SW 包装印刷III	9.30	9.63	9.71	9.18	8.33
SW 家具	10.04	9.34	10.35	9.54	10.10
SW 文娱用品	8.48	8.49	8.05	9.43	9.66

资料来源：山西证券研究所、wind

## 2.2 三项费用率均有增加，研发支出占比持续提升

2019Q1-3，轻工板块三项期间费用率均有增加，具体来看，2019Q1-3 销售、管理、财务费用率分别为 7.28%、4.44%、2.27%，分别同比增加 0.71、0.35、0.07 个百分点。由此可见，2019 年前三季度轻工企业各项费用支出加大，特别是销售费用率，更是在近 5 年来持续攀升。

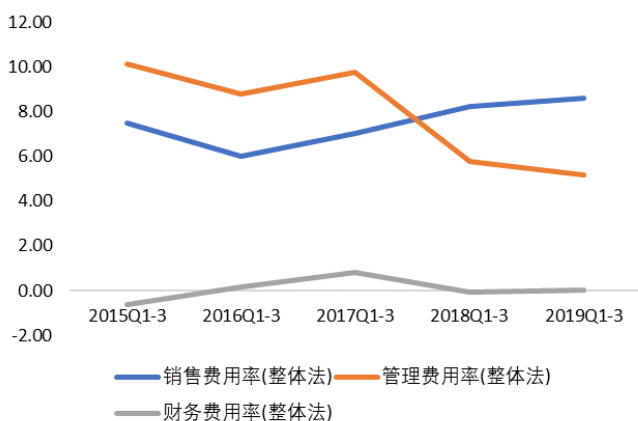
图 19：SW 轻工板块历年前三季度期间费用率（%）



数据来源：山西证券研究所、wind

分板块看，2019Q1-3 文娱用品板块销售/管理/财务费用率分别为 8.60% (+0.35pct)、5.15% (-0.63pct)、0.03% (+0.10pct)，家具板块销售/管理/财务费用率分别为 15.25% (持平)、6.36% (+0.13pct)、1.26% (+0.56pct)，包装印刷板块销售/管理/财务费用率分别为 4.82% (+0.33pct)、5.85% (+0.50pct)、1.39% (+0.07pct)，造纸板块销售/管理/财务费用率分别为 4.53% (+0.41pct)、3.48% (+0.11pct)、3.76% (-0.41pct)。

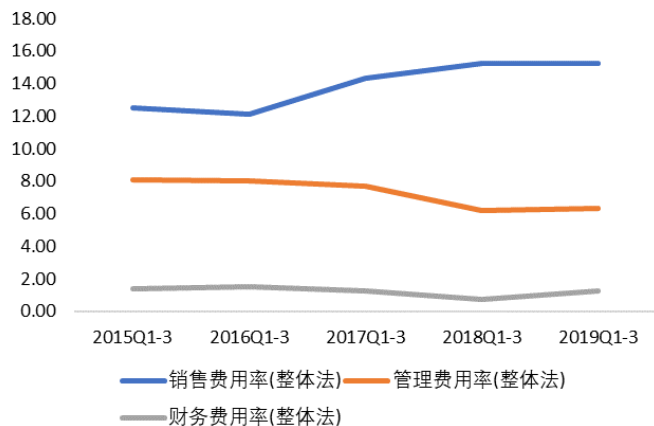
图 20：SW 文娱用品板块三项费用率



数据来源：山西证券研究所、wind

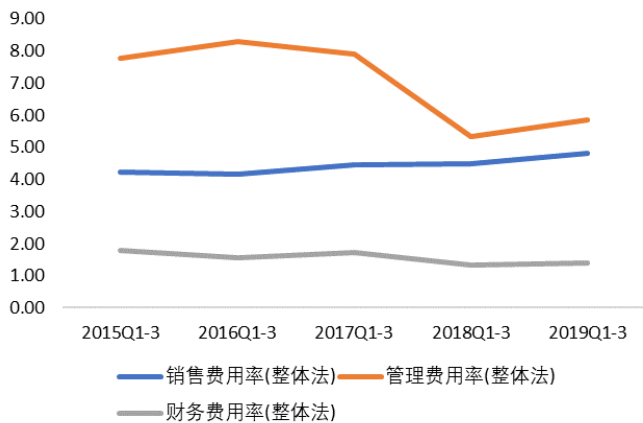
图 22：SW 包装印刷板块三项费用率

图 21：SW 家具板块三项费用率

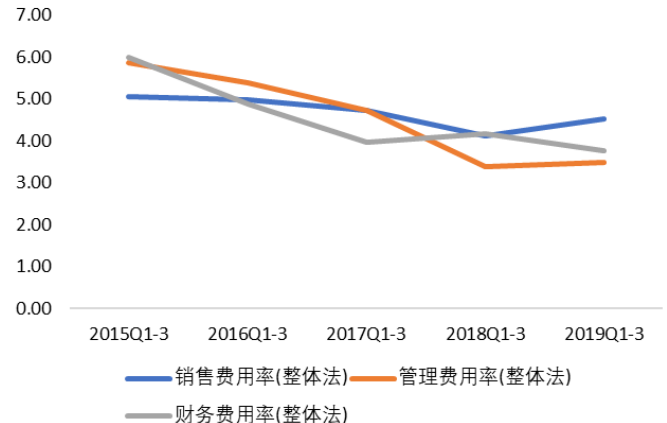


数据来源：山西证券研究所、wind

图 23：SW 造纸板块三项费用率



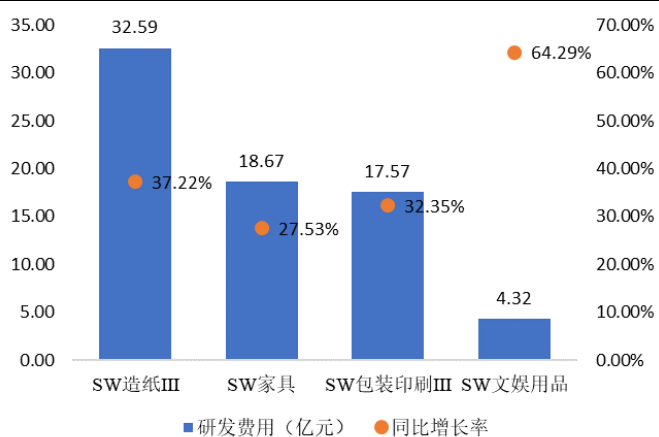
数据来源：山西证券研究所、wind



数据来源：山西证券研究所、wind

轻工板块研发费用大幅增长，2019Q1-3，造纸板块研发费用投入最多（32.59 亿元），文娱用品板块研发支出增长最快（YOY+64.29%）。2019Q1-3，造纸、家具、包装印刷、文娱用品研发费用/营业收入比重分别为 3.05%、2.56%、2.49%和 2.33%，同比去年同期均有显著增加。

图 24：SW 轻工细分板块研发费用及同比增长率



数据来源：山西证券研究所、wind

图 25：SW 轻工细分板块研发费用/营业收入



数据来源：山西证券研究所、wind

表 7：重点关注个股 2019Q1-3 盈利能力指标及变动情况

板块	证券简称	毛利率(%)	同比变动(pct)	净利率(%)	同比变动(pct)	销售费用率(%)	同比变动(pct)	管理费用率(%)	同比变动(pct)	财务费用率(%)	同比变动(pct)
定制家具	欧派家居	37.64	-0.24	14.45	-0.19	9.70	-0.48	11.32	0.72	-0.04	0.24
	索菲亚	37.25	-0.63	13.72	0.28	10.55	0.72	10.56	0.02	0.37	0.22
	尚品宅配	42.29	-1.28	6.63	0.31	28.41	-1.79	6.21	-1.20	-0.05	-0.09
	志邦家居	38.54	1.23	11.90	0.16	15.55	1.44	9.73	-0.13	-0.07	0.16
	金牌厨柜	35.07	-3.75	9.50	-1.05	17.18	-3.27	9.78	-0.16	-0.14	0.21
	好莱客	39.35	-1.02	16.32	-3.88	13.02	-1.75	7.70	1.51	0.11	0.40



	我乐家居	43.23	6.22	10.63	1.66	22.99	5.81	7.08	-1.43	0.03	0.04
成品家具	曲美家居	44.96	4.79	3.34	-2.55	24.36	2.72	13.40	1.27	5.20	6.57
	顾家家居	35.08	-0.64	12.45	-0.30	17.95	-0.61	4.80	0.71	0.58	0.51
	美克家居	52.96	-4.08	8.31	0.06	30.35	-4.60	10.00	0.14	2.68	1.46
	帝欧家居	35.94	1.40	10.30	1.83	16.03	0.91	7.29	-0.55	0.89	0.15
文具	晨光文具	26.79	1.33	10.23	-0.08	8.82	-0.34	5.81	0.72	-0.09	0.02
	齐心集团	14.60	-3.57	4.23	-0.92	6.02	-1.54	3.76	-1.24	-0.03	-0.60
包装	劲嘉股份	42.89	-0.99	25.60	-0.10	3.20	-0.12	11.08	-1.06	-0.19	0.89
	裕同科技	30.42	3.21	9.88	-0.53	5.08	0.58	12.08	1.78	1.87	0.40
造纸	中顺洁柔	38.29	3.01	9.08	1.42	19.60	0.78	6.73	1.11	0.53	-0.57
	太阳纸业	21.13	-4.47	9.14	-2.07	3.69	0.38	4.03	0.66	2.69	-0.76
	晨鸣纸业	27.15	-5.74	5.08	-5.63	4.38	0.42	6.88	0.71	9.92	-0.05

资料来源：山西证券研究所、wind

### 3. 经营活动现金流改善明显，在手现金充沛

轻工板块货币资金持续增加，整体经营现金流比率和增速乐观。截至 2019 三季度报告期末，轻工板块货币资金为 1014.66 亿元，同比增加 14.34%。2019Q1-3，轻工板块整体收现比（销售商品提供劳务收到的现金/营业收入）为 104.29%，同比略有提升 1.32 个百分点；经营性活动现金流净额/营业收入比例为 9.36%，同比提升 1.58 个百分点。

图 26：SW 轻工板块三季报现金流量指标（%）

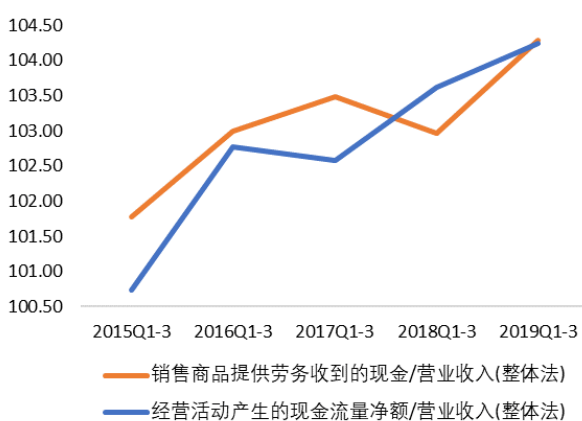
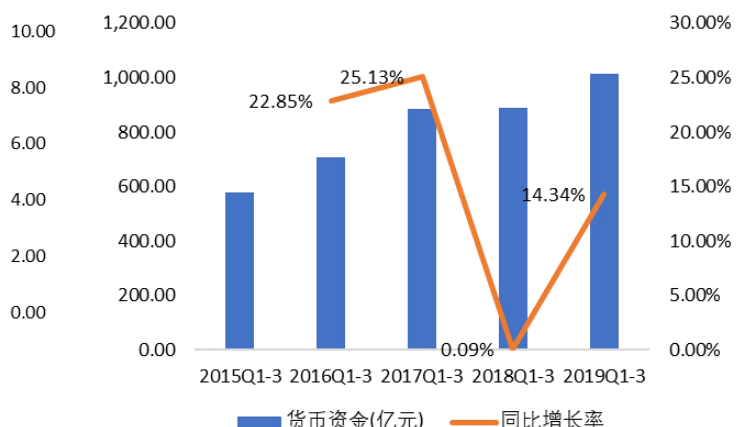


图 27：SW 轻工板块三季报货币资金及增长率



数据来源：山西证券研究所、wind

数据来源：山西证券研究所、wind

分板块看，造纸、包装、文娱用品收现比改善较为明显。家具板块收现比略有下降，主要是受到家具企业加大经销渠道支持力度、大力开拓大宗及整装业务、收款模式发生改变等因素影响。2019Q1-3，造纸行业经营活动现金流净额/营收比例为 16.77%，包装行业为 12.52%，维持优秀现金流表现。

表 8：SW 轻工细分板块三季报收现比

板块	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入(整体法) [单位] %				
	2015Q1-3	2016Q1-3	2017Q1-3	2018Q1-3	2019Q1-3
SW 轻工制造	101.7737	102.9973	103.4877	102.9649	104.2872
SW 造纸III	96.5171	96.4616	95.9931	97.7253	104.2318
SW 包装印刷III	103.2436	102.0584	104.7982	100.8800	102.8638
SW 家具	111.9614	108.9771	110.6505	107.5216	107.3598
SW 文娱用品	100.8224	106.1161	101.9201	102.8614	105.7913

资料来源：山西证券研究所、wind

表 9：SW 轻工细分板块三季报经营活动产生的现金流量净额/营业收入

板块	经营活动产生的现金流量净额/营业收入(整体法) [单位] %				
	2015Q1-3	2016Q1-3	2017Q1-3	2018Q1-3	2019Q1-3
SW 轻工制造	0.5782	5.6944	5.1946	7.7792	9.3637
SW 造纸III	-5.3470	5.3696	5.3513	17.3678	16.7679
SW 包装印刷III	8.7331	10.4719	10.9245	8.6451	12.5231
SW 家具	13.9633	15.9737	12.5803	6.2721	10.8070
SW 文娱用品	-1.5480	7.3792	-4.4792	2.7396	6.9833

资料来源：山西证券研究所、wind

表 10：重点关注个股 2019Q1-3 现金流量指标及变动情况

板块	证券简称	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入 (%)	同比变动 (pct)	经营活动产生的现金流量净额/营业收入 (%)	同比变动 (pct)
定制家具	欧派家居	111.64	0.04	18.38	-0.13
	索菲亚	106.71	-1.00	11.36	1.24
	尚品宅配	112.32	-5.59	0.90	-2.58
	金牌厨柜	118.94	-0.40	16.77	5.42
	好莱客	112.70	-0.55	16.08	0.00
	我乐家居	102.47	-8.52	0.09	-3.60
	志邦家居	103.52	-15.34	10.29	-0.40
成品家具	顾家家居	114.03	11.15	18.33	10.95
	曲美家居	113.89	0.49	16.57	10.46
	美克家居	107.51	3.86	11.22	17.87
	帝欧家居	101.71	0.10	6.77	3.19
文具	晨光文具	107.83	-0.03	8.53	0.49
	齐心集团	116.50	14.35	4.34	12.37
包装	劲嘉股份	97.54	-5.98	21.00	-4.36
	裕同科技	111.76	3.04	16.58	2.49
造纸	中顺洁柔	106.24	1.01	21.57	22.60
	晨鸣纸业	112.18	15.02	29.52	-9.10
	太阳纸业	123.49	13.09	16.79	-3.54

资料来源：山西证券研究所、wind

应收账款/总资产比重略有增加。截至 2019 三季度末，轻工板块应收账款/总资产比重为 10.48%，同比增加 0.04 个百分点。

表 11：SW 轻工细分板块三季报应收账款/总资产

日期	应收账款/总资产				
	SW 轻工制造	SW 造纸III	SW 包装印刷III	SW 家具	SW 文娱用品
2015Q1-3	9.80%	6.84%	13.79%	7.57%	13.50%
2016Q1-3	9.46%	6.68%	14.49%	8.01%	9.66%
2017Q1-3	9.31%	6.40%	15.47%	6.84%	9.62%
2018Q1-3	10.44%	6.29%	15.54%	8.54%	13.71%
2019Q1-3	10.48%	6.17%	16.39%	8.37%	14.85%

资料来源：山西证券研究所、wind

各细分板块应付账款/总资产比重显著提升，反映出对上游的占款优势不断加强。截至 2019 三季度末，轻工板块应付账款/总资产比重为 6.79%，相对往年同期有显著提升。

表 12：SW 轻工细分板块三季报应付账款/总资产

日期	应付账款/总资产				
	SW 轻工制造	SW 造纸III	SW 包装印刷III	SW 家具	SW 文娱用品
2015Q1-3	6.66%	6.37%	7.31%	7.34%	4.15%
2016Q1-3	5.91%	5.84%	7.66%	6.76%	4.24%
2017Q1-3	5.82%	5.64%	8.00%	7.29%	4.82%
2018Q1-3	-	-	-	-	-
2019Q1-3	6.79%	6.24%	8.20%	7.98%	10.86%

资料来源：山西证券研究所、wind

## 4. 整体资产负债率上升，应付账款周转率好转

资本结构方面，轻工板块整体资产负债率继续呈上升趋势。截至 2019 年三季度末，轻工板块资产负债率为 51.73%，同比提升 0.67 个百分点，家具板块资产负债率同比增加 1.76pct 至 43.08%，文娱用品板块资产负债率同比增加 2.32pct 至 36.42%。从债务结构方面看，轻工企业更偏好短期融资模式。

表 13：SW 轻工细分板块三季报资产负债率

板块	资产负债率(整体法) [单位] %				
	2015Q1-3	2016Q1-3	2017Q1-3	2018Q1-3	2019Q1-3
SW 轻工制造	53.85	52.42	50.19	51.07	51.73
SW 造纸III	64.68	60.90	59.08	59.78	59.89

SW 包装印刷Ⅲ	41.35	41.72	40.62	41.51	40.50
SW 家具	42.88	44.45	40.10	41.32	43.08
SW 文娱用品	21.76	34.19	24.21	34.10	36.42

资料来源：山西证券研究所、wind

图 28：SW 轻工细分板块三季报短期借款/总资产

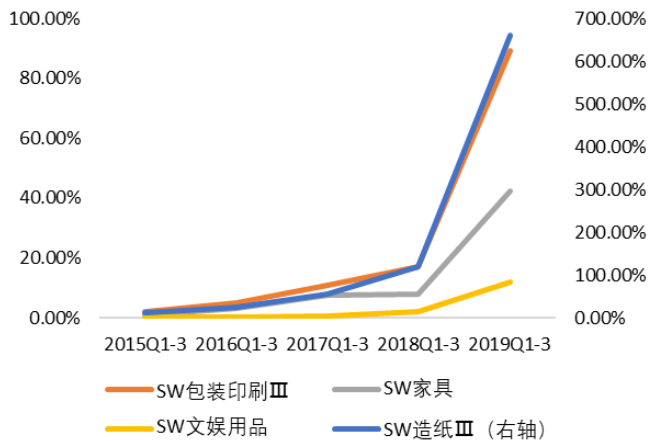
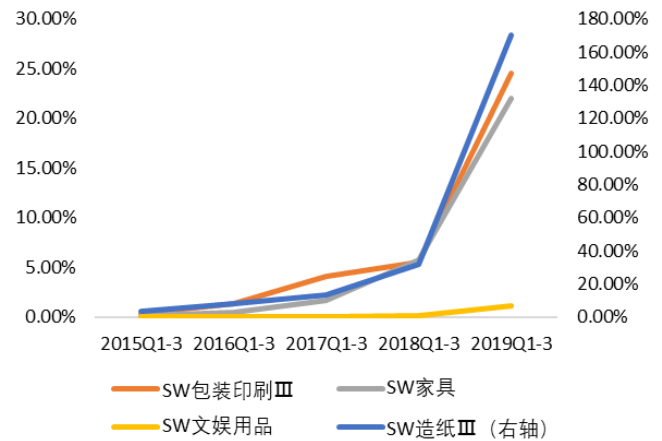


图 29：SW 轻工细分板块三季报长期借款/总资产

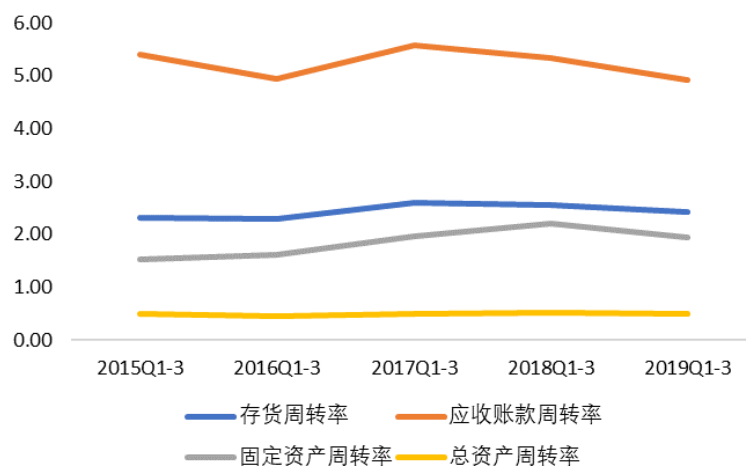


数据来源：山西证券研究所、wind

数据来源：山西证券研究所、wind

资产周转率有所下滑，应付账款周转率好转。2019Q1-3，轻工板块存货/应收账款/固定资产/总资产周转率分别为 2.43、4.92、1.94、0.49 次，分别同比下降 0.12、0.41、0.26 和 0.03 次。我们关注的个股应付账款周转率普遍好转，在上游供应商占款优势提升。

图 30：SW 轻工板块历年前三季度资产周转率



数据来源：山西证券研究所、wind

表 14：重点关注个股 2019Q1-3 资产周转率及变动情况

板块	证券简称	存货周转率	同比变动 (pct)	应收账款周转率	同比变动 (pct)	应付账款周转率	同比变动 (pct)	总资产周转率	同比变动 (pct)



定制家具	欧派家居	8.27	1.29	25.36	-8.83	8.65	-0.87	0.73	-0.08
	索菲亚	10.27	0.29	11.12	-4.53	5.06	-0.69	0.67	-0.04
	尚品宅配	4.46	-1.27	119.35	-593.34	4.69	-0.43	0.93	-0.06
	志邦家居	6.23	-0.52	11.75	-7.73	4.88	-1.04	0.70	0.03
	金牌厨柜	4.50	-0.22	47.16	-3.60	2.47	0.07	0.72	0.03
	好莱客	10.19	-3.48	63.57	-26.16	3.96	-1.37	0.48	-0.09
	我乐家居	5.91	-1.22	6.98	-1.94	4.59	-0.17	0.69	0.04
成品家具	曲美家居	2.50	0.17	7.79	2.09	5.50	0.19	0.40	0.03
	顾家家居	4.77	0.08	8.79	-2.92	6.00	-1.49	0.72	-0.09
	美克家居	0.94	0.00	12.49	-1.51	7.40	0.73	0.51	-0.01
	帝欧家居	4.15	-2.97	2.34	-2.27	4.13	-54.38	0.67	-0.28
文具	晨光文具	5.05	-0.12	7.56	-0.78	3.88	-1.55	1.26	-0.03
	齐心集团	10.88	2.16	3.83	-0.17	3.92	-3.11	0.60	0.09
包装	劲嘉股份	2.12	0.32	3.56	-0.01	2.72	0.70	0.35	0.05
	裕同科技	4.48	-0.22	1.70	-0.06	3.02	-0.60	0.55	-0.01
造纸	中顺洁柔	3.04	-0.40	6.67	0.42	4.29	-0.21	0.87	0.14
	晨鸣纸业	2.77	0.25	6.31	-0.11	4.19	0.26	0.21	-0.01
	太阳纸业	5.23	-1.28	9.95	1.41	6.33	0.46	0.54	-0.03

资料来源：山西证券研究所、wind

## 5. 投资建议：地产回暖利好家具企稳回升，文具兼具防御性和成长性

### 投资建议：

家具板块，家具板块上市公司的 18 年报及 19 三季度业绩增速普遍下降一个台阶，在前期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，预期四季度家具板块业绩企稳回升。我们看好龙头在渠道实力、成本效率控制能力、产品质量等多重优势下跑赢行业。建议关注尚品宅配、欧派家居、帝欧家居。

文娱用品板块，消费升级带动传统文具量价齐升，办公直销市场空间广阔，未来有较大增长动力和亮点，具备研发、设计、制造、渠道等多方面优势的企业有望进一步提升市场空间，同时，我们看好消费的防御性、文具行业的发展空间和龙头综合实力，建议关注晨光文具、齐心集团。

### 5.1 尚品宅配：整装业务步入正轨，费用端和经营层面持续优化

2019Q1-3，公司实现营业收入 50.58 亿元，同比增长 9.04%；归属于上市公司股东的净利润 3.35 亿元，同比增长 14.48%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 2.85 亿元，同比增长 50.55%。报告

期内预计影响净利润的非经常性损益金额约为 5000 万元，主要为理财收益和政府补助。业绩符合此前预期。

**Q3 单季度营收企稳回升，净利润增速放缓。** Q3 单季度公司实现营业收入 19.20 亿元（+8.39%），归母净利润 1.72 亿元（+1.42%），扣非净利润 1.53 亿元（+25.37%）。公司 Q1/Q2/Q3 营收增速分别为 15.66%/5.56%/8.39%；归母净利润增速分别为 31.56%/18.91%/1.42%；扣非后净利润增速分别为 42.02%/29.18%/25.37%。报告期末，公司预收款项为 11.58 亿元，同比增加 4.02%。

**受益于成本费用集约、加盟渠道扩张、信息化水平提升等，公司三项费用率显著下降，净利率实现提升。** 报告期内，公司毛利率、净利率分别为 42.29%（-1.27 pct）、6.63%（+0.32pct）；期间费用率为 34.58%，同比下降 3.08pct。其中，销售费用率 28.41%（-1.79pct），管理费用率 6.21%（-1.21pct），财务费用率-0.05%（-0.09pct）。

**公司回款放慢、应收账款大幅增加，经营现金流和资产周转率下降。** 报告期内，公司销售商品提供劳务收到的现金为 3.87 亿元，相对去年同期仅增长 3.87%，经营活动现金流量净额为 0.46 亿元，同比下降 71.70%，经营活动现金流量净额/营业收入比重同比下降 2.58 至 0.90。公司存货周转率下降 1.27 至 4.46，应收账款周转率下降 593.35 至 119.35，主要系应收账款大幅增加所致，报告期末公司应收账款为 0.62 亿元，同比增长 529.73%。

**持续发力产品、渠道和整装业务，虽然业绩增速承压，但是经营层面仍有亮点，创新布局值得期待。** 报告期内，公司加大投入新技术和新产品研发、推出第二代全屋定制新模式，自营城市市场份额迅速提升、加盟渠道业务快速扩张、整装业务高速推进。上半年自营城市消费者零售终端的销售收款规模同比增长 16%，自营整装及整装云业务快速迭代及扩张，整装业务初具规模，Homkoo 整装云快速推进，上半年公司整装业务收入约 15,451 万元，同比增长约 230%，自营整装交付数达到 708 个。

**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，全屋整合能力和经验领先于竞争对手，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。预计公司 2019-2021 年实现归母公司净利润为 5.43、6.31、7.31 亿元，同比增长 14.0%、16.0%、15.9%，对应 EPS 为 2.74/3.18/3.68 元，PE 为 27.14/23.04/20.19 倍，维持“增持”评级。

## 5.2 欧派家居：Q3 营收增速重上 20%+轨道，大宗和非橱柜业务贡献动能

2019Q1-3，公司实现营业收入 95.35 亿元，同比增长 16.33%；归属于上市公司股东的净利润 13.78 亿元，同比增长 14.83%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 12.91 亿元，同比增长 12.84%；基本每股收益 3.28 元，业绩符合预期。

**Q3 业绩企稳回升，营收增速重上 20%+轨道。** Q3 单季度公司实现营业收入 40.25 亿元（+20.10%），归

母净利润 7.45 亿元 (+14.65%)，扣非净利润 6.96 亿元 (+10.52%)。公司 Q1/Q2/Q3 营收增速分别为 15.57%/12.51%/20.10%，Q3 营收增速环比提升 7.59pct，同比加快 9.44pct；归母净利润增速分别为 25.14%/13.48%/14.65%，Q3 净利润增速环比提升 1.17pct。Q3 业绩企稳回升，主要与地产竣工面积的回暖和公司在行业内突出实力有关。报告期末，公司预收款项为 13.64 亿元，同比增加 17.37%。

**加大研发投入布局长远，销售费用率显著改善，毛利率、净利率小幅下降，处于合理区间。**报告期内，公司毛利率、净利率分别为 37.64% (-0.24pct)、14.45% (-0.19pct)；期间费用率为 20.98%，同比增加 0.48pct。其中，销售费用率 9.70% (-0.48pct)；管理费用率 11.32% (+0.72pct)，主要由研发费用大幅增加导致，报告期内公司研发支出为 4.32 亿元，同比增加 36.95%；财务费用率 -0.04% (+0.24pct)，财务费用同比增加 83.95%，主要由公司票据业务贴现所致。

**大家居战略生根开花，橱柜业务稳健增长，新品类销售增速亮眼。**分产品品类来看，报告期内，公司橱柜实现收入 44.96 亿元 (+6.19%)，毛利率同比下降 1.08pct；衣柜的业绩贡献不断提高，报告期内实现收入 33.05 亿元 (+21.27%)，毛利率同比增加 0.82pct；整体卫浴实现收入 4.39 亿元 (+43.30%)，毛利率同比下降 0.27pct；木门实现收入 4.13 亿元 (+37.37%)，毛利率同比下降 0.58pct。

**全渠道销售协同并进，大宗业务高速增长。**报告期内，公司直营店收入为 2.08 亿元，同比增长 10.52%；经销店收入为 74.24 亿元，同比增长 12.94%；大宗业务收入为 15.46 亿元，同比增长 50.90%。报告期内，直营、经销和大宗的毛利率分别为 68.30% (-1.16pct)、35.72% (-0.46pct)、41.77% (-2.22pct)。

**营运能力持续优化：存货周转率提升反映出管理效率持续优化，应付账款周转率下降体现出对上游的占款优势不断加强。**报告期内，公司存货周转率为 8.27 (+1.38)，应付账款周转率为 8.65 (-0.87)；应收账款周转率下降 8.82 至 25.36，主要系工程业务量大幅增加所致，报告期末应收账款达到 4.47 亿元，同比增长 43.22%。

**现金流量稳健，回款持续加快。**报告期内，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 106.45 亿元，同比增加 16.36%，占营业收入的比重提升 0.04 至 111.64%；公司经营活动产生的现金流量净额为 17.53 亿元，同比增长 15.56%。

**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 18.28、22.73、26.88 亿元，同比增长 16.31%、24.34%、18.25%，对应的 EPS 为 4.35、5.41、6.40 元，PE 为 26.62、21.41、18.10 倍，维持“增持”评级。

### 5.3 帝欧家居：工程发力、零售革新，三季度业绩超预期

**Q3 业绩超预期，归母净利润同比增长 69.94%。**2019Q1-3，公司实现营业收入 41.02 亿元，同比增长 29.47%；实现归母净利润 4.26 亿元，同比增长 57.17%；实现扣非后净利润 3.75 亿元，同比增长 42.07%；非经常性损益约 5088 万元，主要构成是政府补助。业绩超出此前预期。Q3 单季度公司实现营业收入 16.04 亿元（+28.44%），归母净利润 1.93 亿元（+69.64%），扣非净利润 1.70 亿元（+54.31%），Q3 业绩增长超预期，主要受益于公司与欧神诺的协同发展效果，以及前期地产回暖的影响。

**毛利率、净利率双双提高，管理费用率显著改善，研发支出大幅增加。**报告期内，公司毛利率、净利率分别为 35.94%（+1.40pct）、10.30%（+1.84pct）；期间费用率为 24.21%，同比增加 0.51pct。其中，销售费用率 16.03%（+0.92pct），管理费用率 7.29%（-0.55pct），财务费用率 0.89%（+0.15pct）。报告期内，公司加大研发投入，研发支出达到 1.68 亿元，同比增加 47.69%。

**借助欧神诺工程业务优势切入快速增长的精装房市场，新零售探索和渠道下沉推动零售端增长。**报告期内，随着自营工程市场份额不断扩大，零售业务持续增长，欧神诺实现营业收入 37.13 亿元，同比增长 36.48%；实现净利润 3.76 亿元，同比增长 38.88%，扣除合并摊销费用 1,655.40 万元后，实现净利润为 3.60 亿元。公司与欧神诺高度融合后产生的协同效应开始显现，公司借助欧神诺在工程业务自营模式多年累积的先发优势，顺应精装房的发展趋势，积极开展零售模式革新和渠道下沉布局，实现 2019 年前三季度经营业绩保持高速增长。

**精装房大势所趋，欧神诺工程渠道优势突出，新老客户订单持续放量，建陶业务成为未来业绩增长亮点。**欧神诺目前工程收入占比约 75%，零售业务占比约 25%。工装渠道方面，欧神诺在原有包括碧桂园、万科、恒大、雅居乐、荣盛、富力等大型房地产开发商客户基础上，新增包括敏捷地产、海伦堡、合正地产、华侨城等大中型房地产开发商客户，新客户放量比较明显，荣盛、雅居乐已经进入到前五大客户名单。

**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 5.52、7.16、8.71 亿元，同比增长 45.11%、29.71%、21.54%，对应 EPS 为 1.43/1.86/2.26 元，PE 为 14.13/10.90/8.97 倍，维持“买入”评级。

### 5.4 齐心集团：Q3 净利润增长近五成，费用率、现金流显著改善

**三季度业绩超预期，Q3 净利润增长近五成，预收款项 3.10 亿元，继续看好四季度及明年业绩。**2019Q1-3，公司实现营业收入 43.50 亿元，同比增长 58.01%；归母净利润 1.83 亿元，同比增长 30.99%。其中，Q3 单季度公司实现营业收入 16.86 亿元（+58.13%），归母净利润 0.43 亿元（+48.56%），扣非净利润 0.38 亿元



(+28.59%)。三季报期末，公司预收款项为 3.10 亿元，同比增长 190.33%，预收款项可视为收入前瞻指标，将在四季度及明年转化为收入。

**B2B+云视频双轮驱动，大客户数量不断提升，业绩处于快速增长轨道。**2019Q1-3，公司办公直销业务实现收入 40.1 亿元，同比增长 64%，其中 B2B 业务实现收入 32.5 亿元，同比增长 85.8%，实现净利润 9500 万，同比增长 78%。2019Q1-3，公司 SaaS 业务实现收入 3.1 亿元，同比增长 25%。公司 2019Q3 新中标中国移动、国家电网、中国联通和陕西省政府等项目，累计在手的客户包括 80 家省市级政府、25 家央企、15 家银行保险机构、15 家军工企业等在内的近 150 家大型政企，在政府、央企、金融、军队等领域具备大客户资源优势。

**三项费用率显著下降，费用管控能力加强，毛利率、净利率下降主要由新品类销售增加导致，未来规模效应形成后会有所回升。**2019Q1-3，公司毛利率、净利率分别为 14.60% (-3.57pct)、4.23% (-0.92pct)，毛利率、净利率下降主要是由于报告期内公司 B2B 业务规模迅速增大，向客户提供的产品品类不断增加，部分新增产品品类暂未形成集采规模效应导致，新品销售成规模后预期逐步回到较高的合理水平。2019Q1-3，公司期间费用率为 9.74%，同比下降 3.38pct。其中，销售费用率 6.02% (-1.53 pct)；管理费用率 3.76% (-1.24pct)；财务费用率 -0.03% (-0.60pct)。随着公司 B2B 业务集中采购供应能力不断增强，在供应链环节议价能力不断提升，通过加强成本效率管控、优化产品销售结构、发挥规模效益等方式，预期盈利能力将不断增强。

**公司回款加快，现金流量充沛，营运能力指标显著改善。**2019Q1-3，公司经营活动现金流量净额同比增加 185.38%至 1.89 亿元，销售商品提供劳务收到的现金/营业收入比重同比提升 14.35 至 116.50，主要原因包括：随着公司供应链集采规模增大，公司加大了集采环节票据结算比例，应付票据增加，应付账款周转天数同比增加 30.45 天至 68.83 天，节约了资金占用；其次，随着办公服务平台能力提升，商务效率加快，存货周转、大客户回款效率提升，存货周转率同比提升 2.16 至 10.88。

**大额回购彰显公司信心，稳定市场预期。员工持股计划绑定核心骨干员工，完善长效激励，巩固利益共同体。**若全额回购和按回购股份价格上限测算，预计可回购股份数量不低于 8,571,429 股，回购股份比例不低于本公司总股本的 1.17%。回购价格上限较 11 月 5 日股价溢价约 34%，对应 PE (TTM) 约 55 倍。我们认为，本次回购金额较大，价格上限设置较高，彰显公司对未来发展前景的信心，体现出公司对长期内在价值的看好，有利于提升投资者对公司的投资信心和市场预期，构建成熟稳定的投资者结构。本次回购股份 7000 万元将用于公司员工持股计划，有利于充分调动公司核心骨干员工的积极性，完善公司长效激励机制，提升团队凝聚力和公司竞争力，有效推动公司的长远健康发展。

**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。