



# 轻工行业2020年投资策略

## 柳暗花明景气向上，聚焦龙头博弈成长

西南证券研究发展中心  
轻工造纸研究团队  
2019年11月

# 核心观点

2019年轻工板块表现弱于大市，轻工指数上涨14%，同期沪深300上涨31%，在28个申万一级行业中，轻工行业排名第16位。我们去年底即提出看好工程业务放量的标的，涨幅居于行业前列。对于2020年，我们认为多个子行业将迎来改善，看好竞争优势逐步凸显和业绩进入反弹期的标的。分板块看：

## **家居：竣工如期修复，家居消费有望改善**

19年下半年开始竣工与销售、开工数据出现收敛，9月住宅竣工增速首次转正，10月增速大超预期，我们预期本次交房回暖持续周期在2年左右。定制板块马太效应突出，龙头 $\alpha$ 属性显现，推荐欧派家居（603833）；工程业务直接受益于精装趋势和竣工，呈现爆发式增长，是家居里面确定性最高的板块，推荐帝欧家居（002798）、江山欧派（603208）；软体家居受渠道分流影响小，企业增速企稳，原材料价格回落，贸易战边际影响减弱，推荐顾家家居（603816）。

## **造纸：业绩拐点显现，龙头原料优势凸显**

文化纸方面，原材料纸浆价格寻底盘整，吨盈利剪刀差扩大，预计明年纸价仍有向上空间，盈利能力可以维持；包装纸方面，2020年废纸进口将进一步缩量，或带来废纸纤维供需紧平衡状态，有原料优势的企业率先获益，推荐太阳纸业（002078）；持续看好生活用纸市场集中度提升，龙头企业多品类多渠道发力贡献新增量，盈利能力持续提升，推荐中顺洁柔（002511）。

## **包装：高端包装集中度提升，或受益5G换机潮到来**

龙头包装企业在研发、制造以及渠道上的优势愈发突出，行业集中度提升是大势所趋。随着5G换机潮到来，在3C包装领域有深厚积累的裕同科技有望明显受益。推荐裕同科技（002831）。

## **文具：渠道壁垒深厚，办公+文创贡献新增量**

文具零售龙头渠道布局完善，护城河深厚，业绩发展稳定。同时开辟新业态，进入文创领域，扩大消费者覆盖群体，开发新增长点。办公文具受益于政策红利进入爆发期，龙头文具企业将率先受益，推荐晨光文具（603899）、齐心集团（002301）。

## **新型烟草：或迎政策明朗化，看好HNB美国市场布局**

19年5月FDA官方宣布批准菲莫国际旗下新型烟草产品 IQOS “烟草加热系统” 在美国以“预售烟草许可（PMTA）”形式销售，目前美国电子烟市场上仅此产品获得许可，未来潜力巨大。盈趣科技做为IQOS烟具的精密塑胶部件的核心二级供应商，公司业绩或将重回快速增长趋势，推荐盈趣科技（002925）。

**风险提示：**原材料价格大幅波动的风险；纸价大幅波动的风险；终端销售不及预期的风险。

# 目 录

## ◆ 2019年行业回顾

## ◆ 2020年行业投资策略

家居：竣工如期修复，家居消费有望改善

造纸：业绩拐点显现，存较大向上弹性

包装：高端包装集中度提升，或受益5G换机潮到来

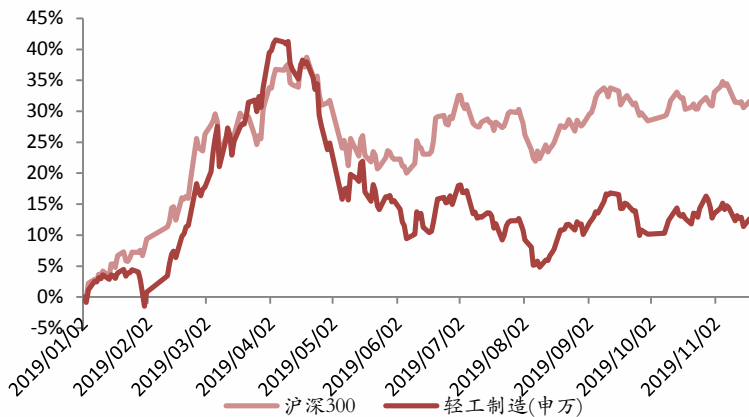
文具：渠道壁垒深厚，办公+文创贡献新增量

新型烟草：或迎政策明朗化，看好HNB美国市场布局

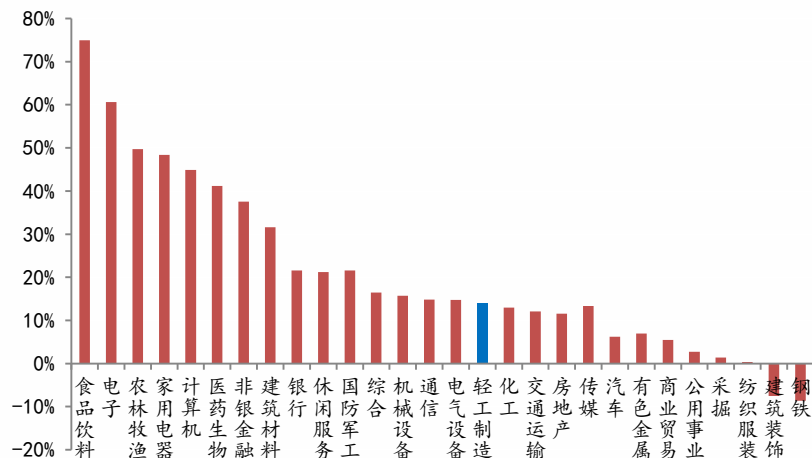
## ◆ 2020年重点推荐投资标的

# 2019年行业回顾：行业涨幅弱于大市

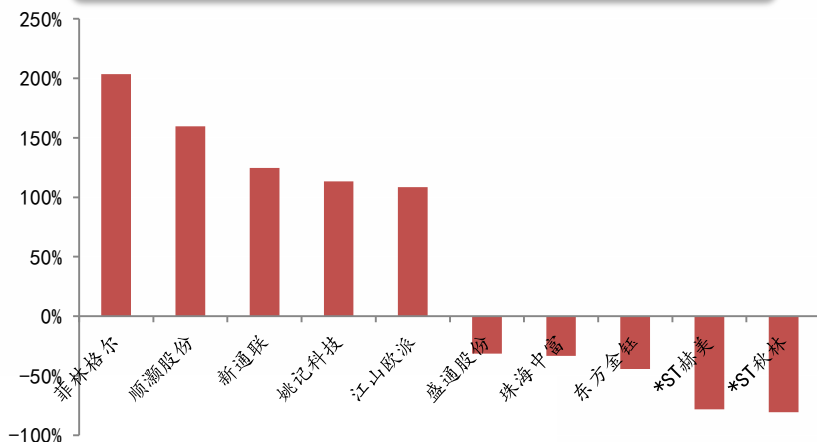
## 轻工指数相对沪深300走势



## 轻工收益率在行业中排名16位



## 轻工行业涨、跌幅前五个股



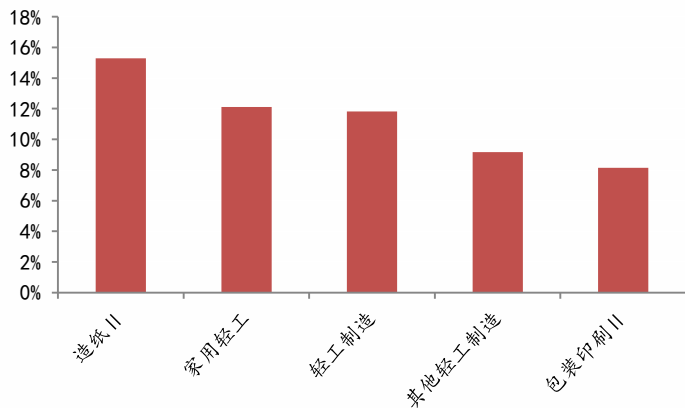
- 截至11月18日，轻工制造指数上涨14.1%，同期沪深300上涨31.1%，轻工指数跑输沪深300 17个百分点。
- 在全部28个申万一级行业中，轻工行业排名第16位。
- 不考虑2019年上市次新股，涨幅排名前五的个股分别是菲林格尔、顺灏股份、新通联、姚记科技和江山欧派。

数据来源：Wind，西南证券整理

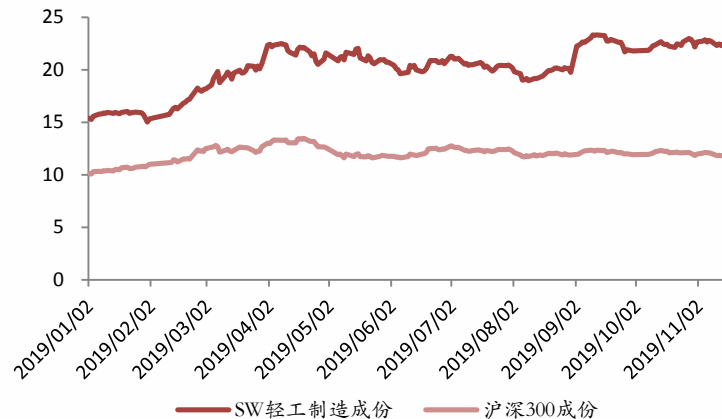
www.swsc.com.cn

# 2019年行业回顾：造纸、家居表现相对较好

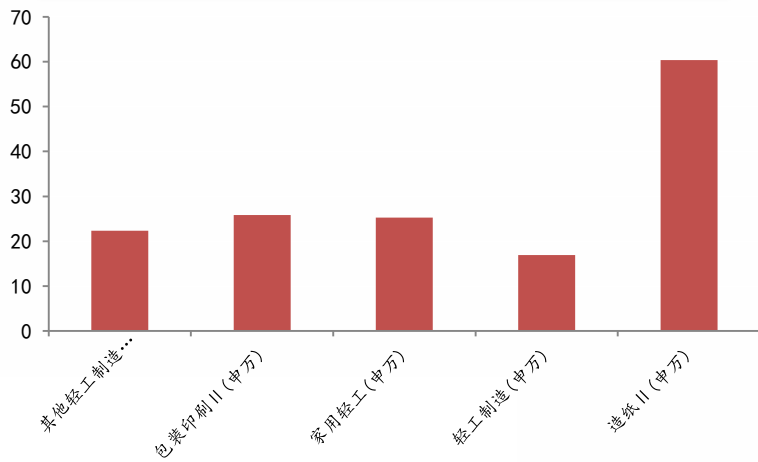
## 轻工子板块收益率



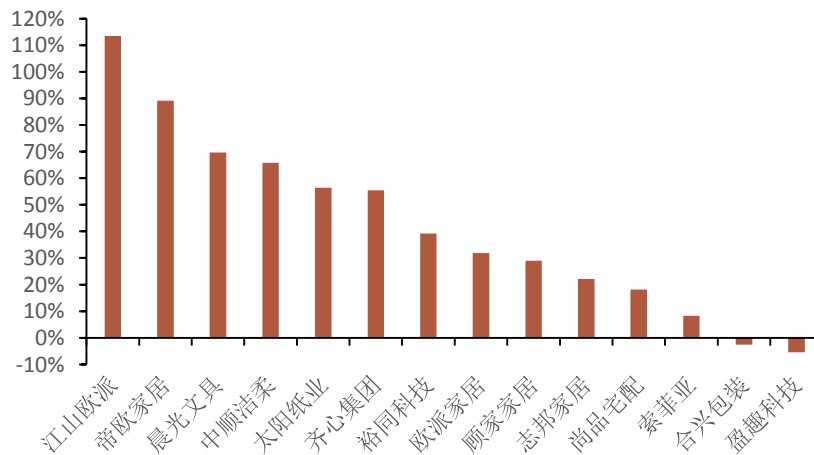
## 申万轻工市盈率与沪深300对比



## 申万轻工子行业市盈率



## 重点跟踪公司年初至今收益率情况

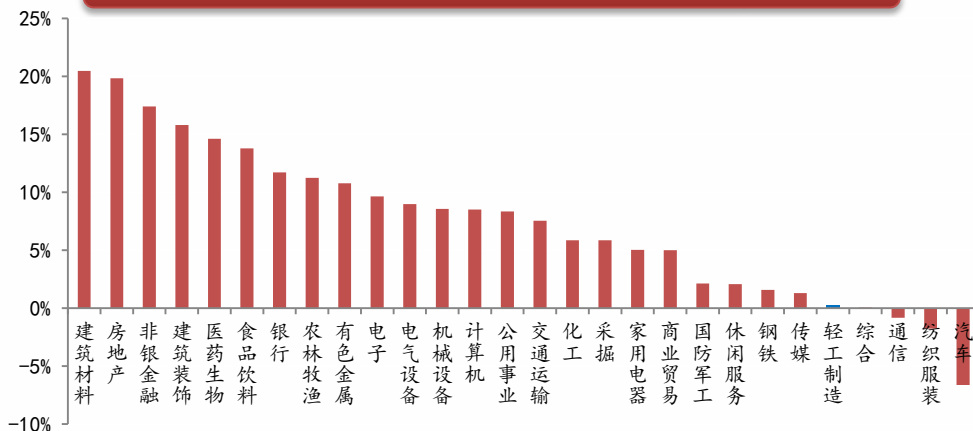


数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

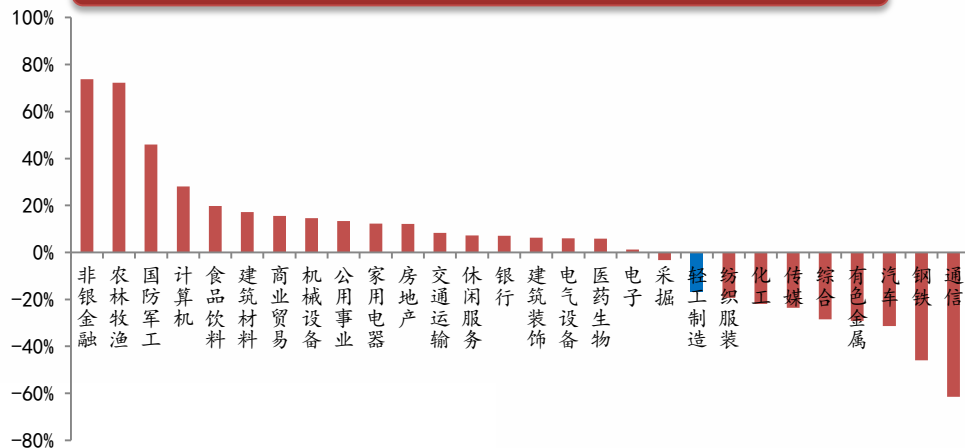
# 2019年行业回顾：收入增速放缓，净利增速下滑

## 各行业营收增速对比（截至2019Q3）



- 截至今年第三季度，轻工板块营收增速（0.3%）和净利增速（-16.7%）分别处于申万一级行业中第24名和第20名，增速放缓。
- 上半年造纸板块下游需求疲弱纸价同比下降，吨纸盈利下滑，Q3开始反弹。家具受地产后周期影响，竞争加剧，营收及净利润增速放缓。

## 各行业净利润增速对比（截至2019Q3）



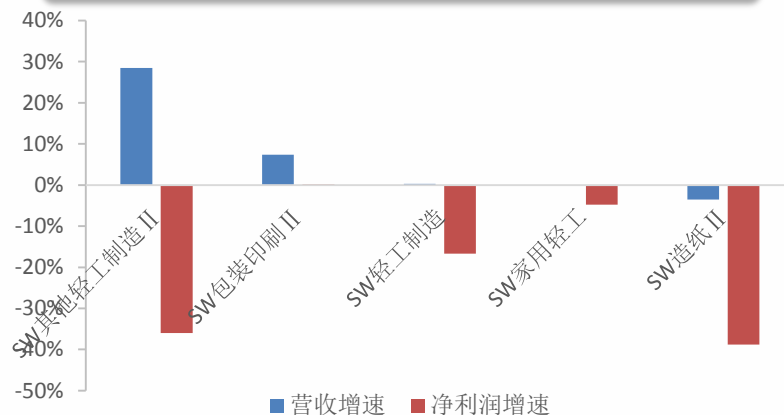
数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

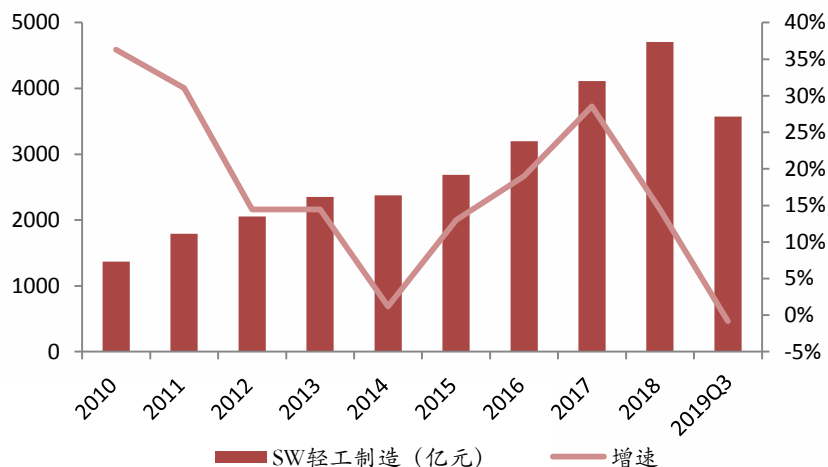
# 2019年行业回顾：收入增长放缓，净利下滑

- 板块营收增速回落，前三季度营收增速回落至0.3%，净利润增速回落至-16.7%。
- 分板块看，包装企稳复苏，家居小幅回落，造纸在去年高基数下增速下行，但Q3已见拐点，预计四季度及明年会持续改善。

### 2019Q3细分板块营收及净利润增速



### 2010-19Q3申万轻工营收及增速



### 2010-19Q3申万轻工归母净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理  
www.swsc.com.cn

# 目 录

◆ 2019年行业回顾

◆ 2020年行业投资策略

家居：竣工如期修复，家居消费有望改善

造纸：业绩拐点显现，存较大向上弹性

包装：高端包装集中度提升，或受益5G换机潮到来

文具：渠道壁垒深厚，办公+文创贡献新增量

新型烟草：或迎政策明朗化，看好HNB美国市场布局

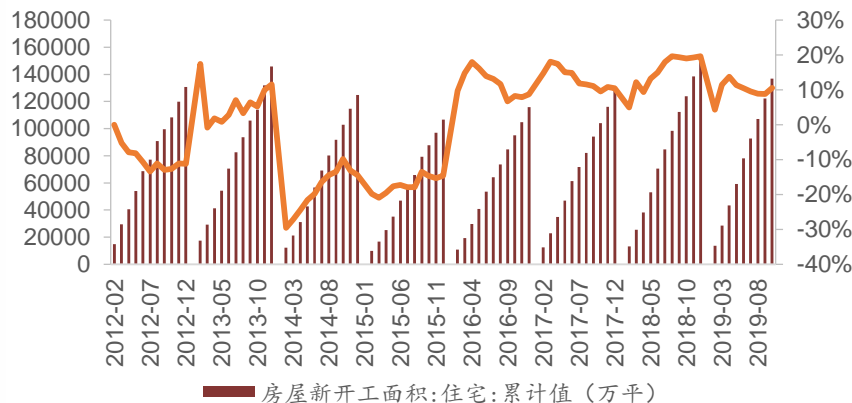
◆ 2020年重点推荐投资标的



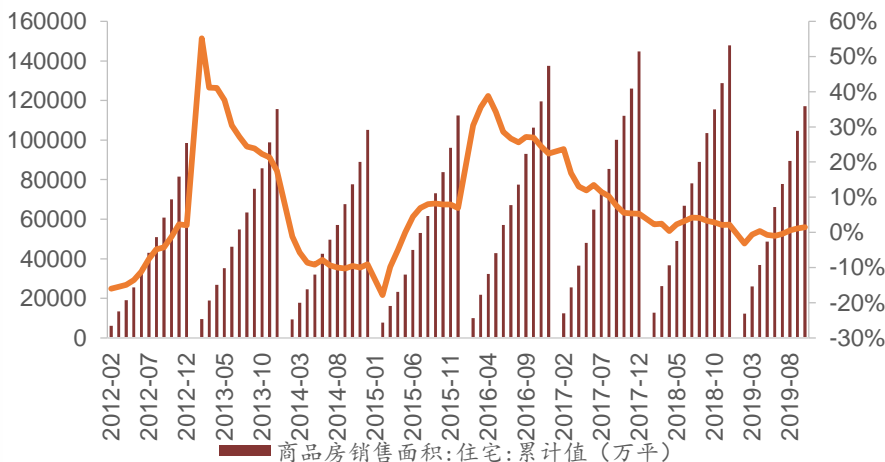
# 家居：竣工如期反弹，家居消费有望改善

- ❑ 16年开始，房地产销售面积增速回落，景气度进入下行期。2017年销售增速企稳，新开工回升至高位，但竣工继续下行，17-19年中新开工增速与竣工端增速剪刀差持续扩大。
- ❑ 19年下半年开始竣工与销售、开工数据出现收敛，9月住宅竣工增速首次转正，7-10月住宅单月竣工增速分别为-1.6%、-1.2%、1.1%和18.8%，显著向好。

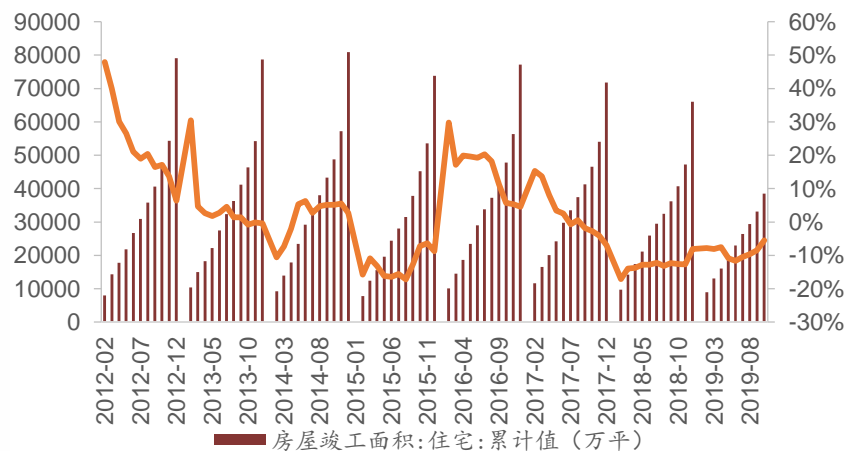
### 2012年来住宅新开工面积及增速



### 2012年来住宅销售面积及增速



### 2012年来商品房竣工面积及增速



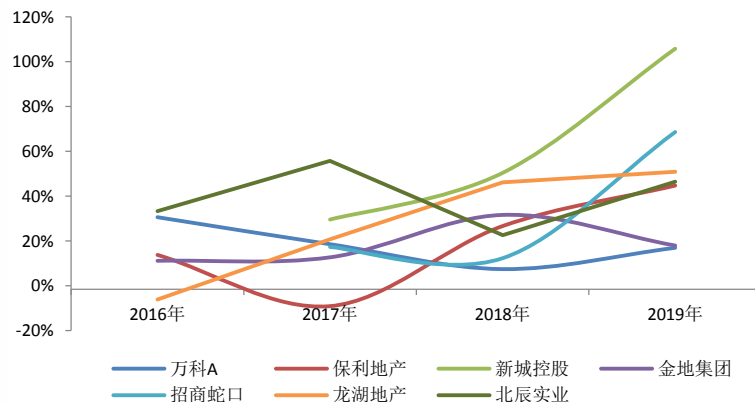
数据来源：Wind，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

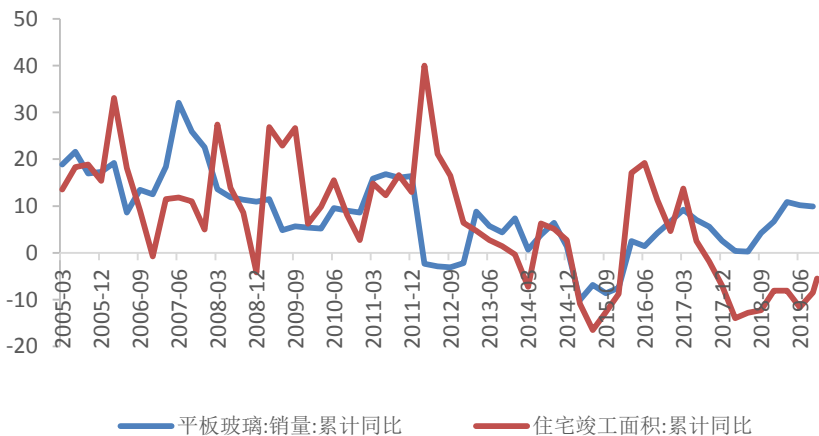
# 家居：竣工如期反弹，家居消费有望改善

- 主要房企2019年竣工计划增速大幅上行，从历史来看竣工计划的实际完成度较高，可作为参考。
- 今年以来交房的先验指标如电梯行业增速、玻璃销量增速、家装订单等明显改善。由于开工已经连续2年向好，我们预计本次交房回暖持续周期在2年左右。
- 下游家居消费有望迎来改善，预期修复带动行业β提升。

### 主要房企竣工计划增速



### 平板玻璃销量增速vs住宅竣工面积增速 (%)



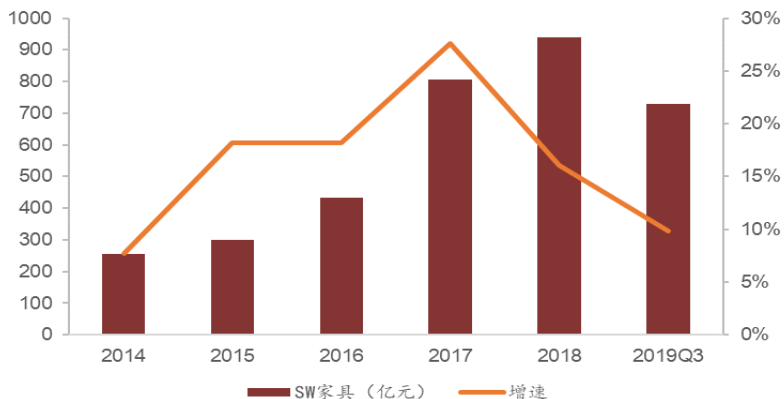
### 房屋竣工面积增速vs电梯行业收入增速



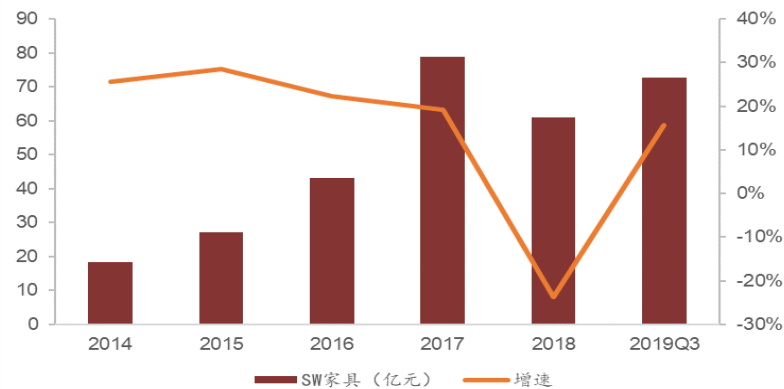
数据来源: Wind, 西南证券整理  
www.swsc.com.cn

# 家居：板块仍承压，单季度收入增速止跌企稳

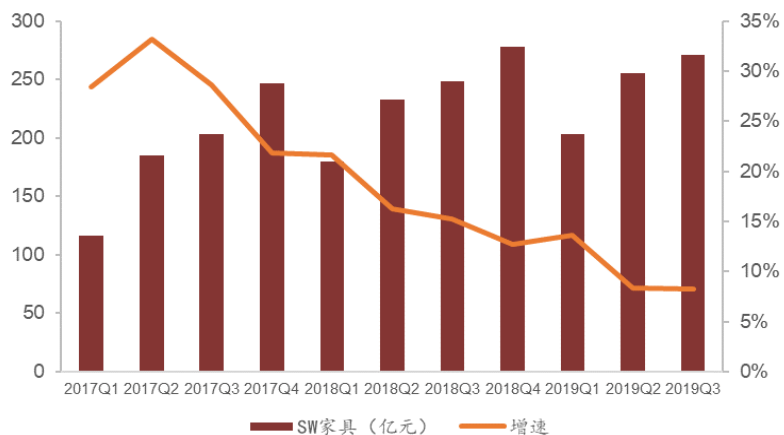
## 2014年至今家居板块营收及增速



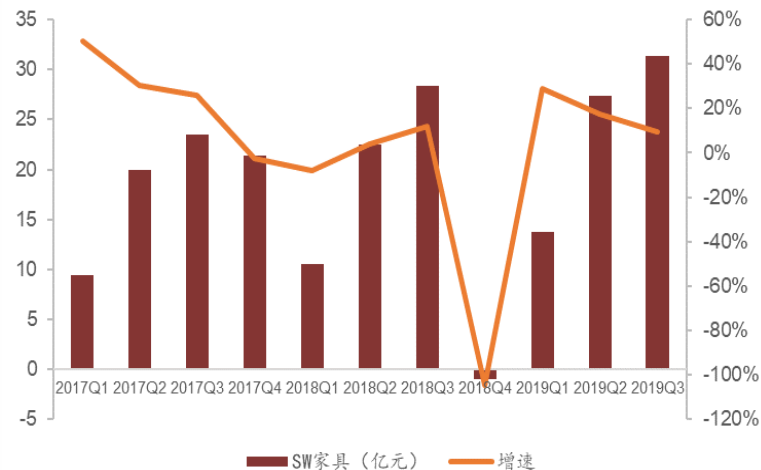
## 2014年至今家居板块归母净利润及增速



## 2017年至今家居板块单季度营收及增速



## 2017年至今家居板块单季度净利润及增速



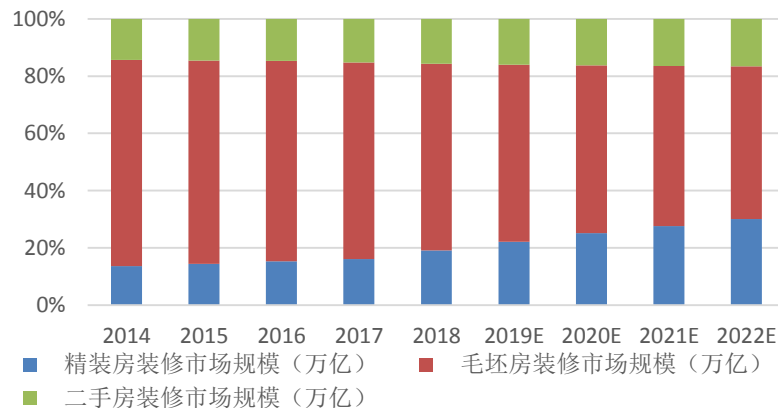
数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

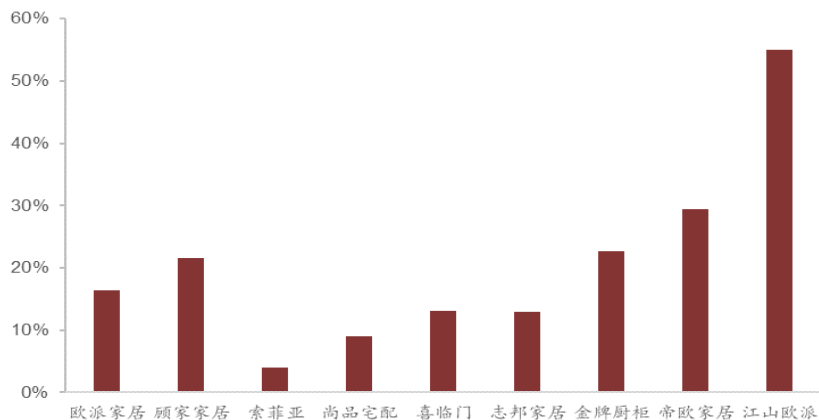
## 家居：板块仍承压，精装渠道分流

- ❑ 精装渠道分流，零售市场受挤压，预计到2022年精装房装修市场规模占比达到30%。
- ❑ 受益于精装市场大幅扩容，工程业务标的增速爆发。
- ❑ 零售市场中龙头企业如欧派和顾家的 $\alpha$ 属性显现。

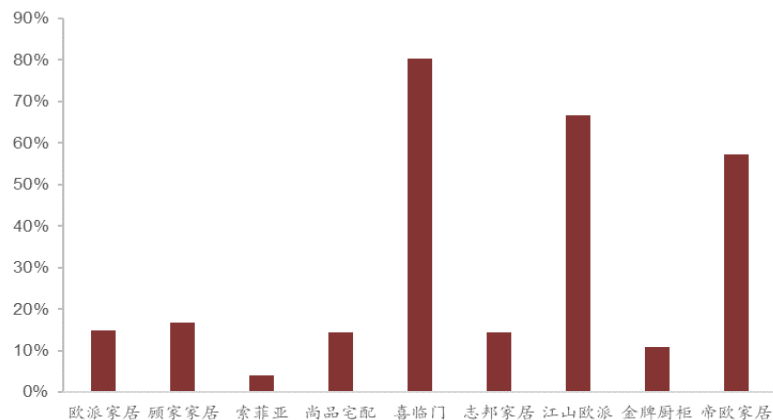
### 精装/毛坯/二手房装修市场规模预测



### 2019Q3家居板块公司营收增速对比



### 2019Q3家居板块公司净利润增速对比



数据来源: Wind, 西南证券整理

www.swsc.com.cn

# 定制家具：马太效应突出，龙头 $\alpha$ 属性显现

□ 定制板块营收和预收增速均触底回升，净利润增速企稳，大宗是增长主要动力。

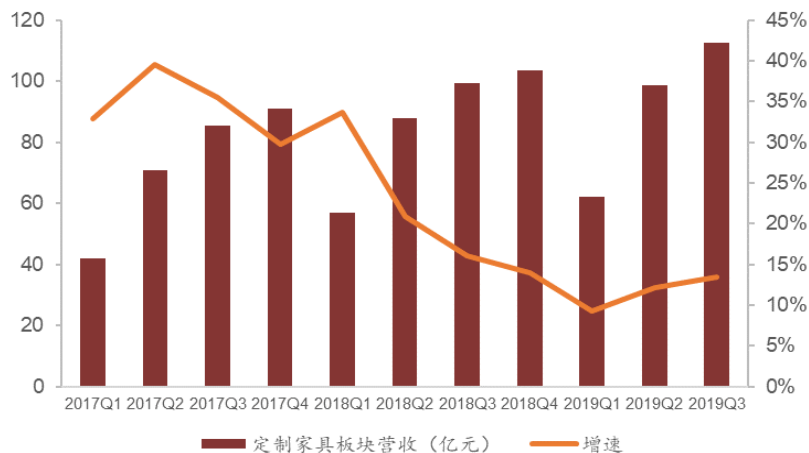
◆ 板块Q1/Q2/Q3营收增速分别为9.3%、12.2%和13.5%。我们预计四季度及明年在竣工好转后，定制家具板块景气度或持续。板块的先行指标预收账款增速自今年Q1以来持续回升。

注：定制企业选取欧派、尚品、索菲亚、好莱客、志邦家居、金牌橱柜、我乐家居、皮阿诺和顶固集团作为行业代表

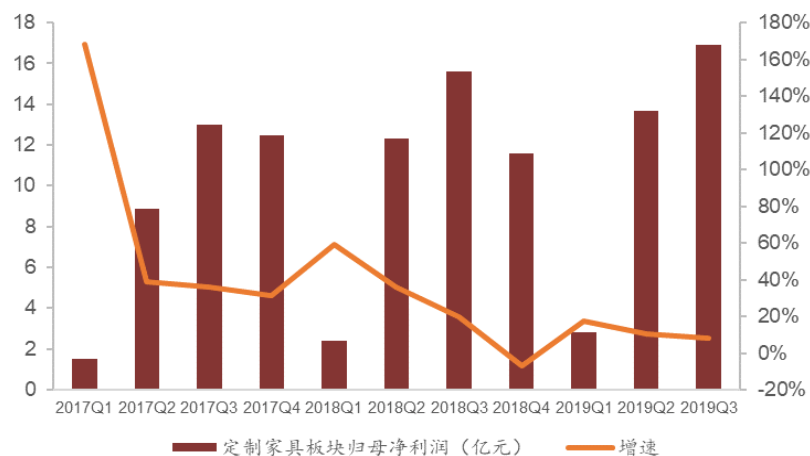
## 2017年至今定制板块单季度预收账款及增速



## 2017年至今定制板块单季度营收及增速



## 2017年至今定制板块单季度净利润及增速



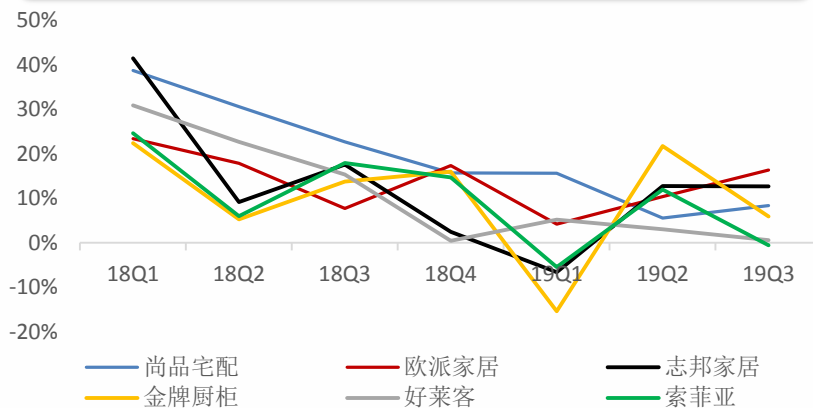
数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

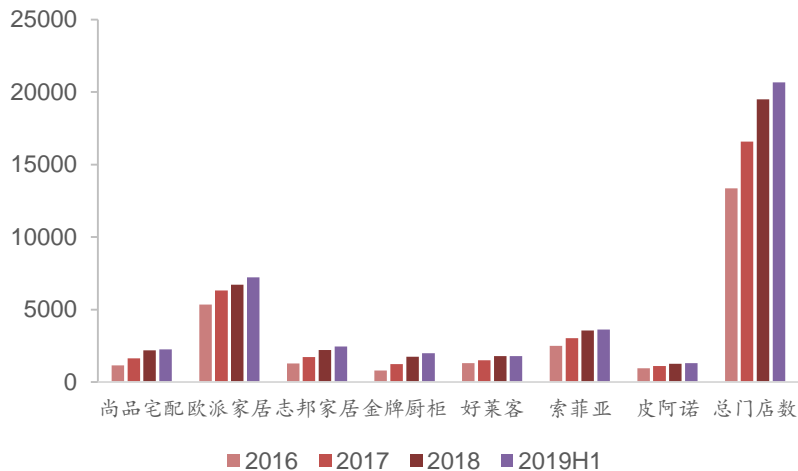
# 定制家具：马太效应突出，龙头α属性显现

- 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，欧派、志邦的单季度收入增速环比回升。
- 板块开店增速有所放缓，龙头欧派贡献主要新增门店，表明经销商开店意愿和盈利能力仍处较高水平。
- 在新增门店贡献有限下，同店增速格外重要，欧派2016-2018年单店收入保持增长态势，在行业下行期展现出强劲竞争力。

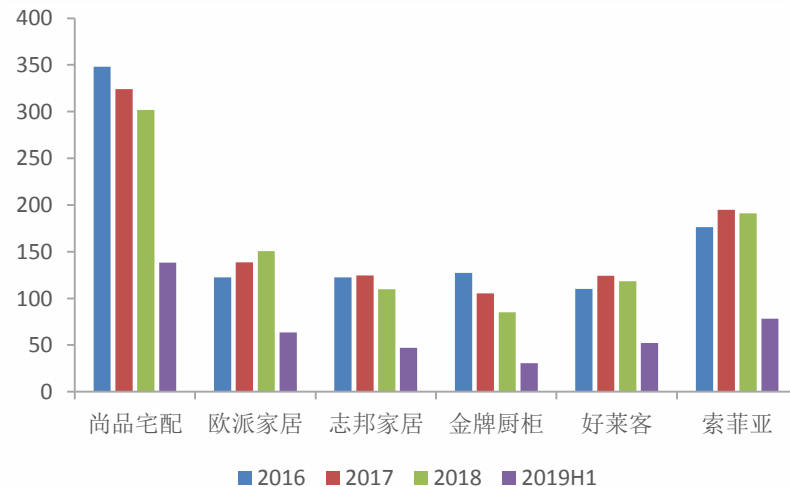
## 定制企业单季度零售增速对比



## 定制板块门店扩张速度放缓（家）



## 定制企业单店收入情况对比（万元）

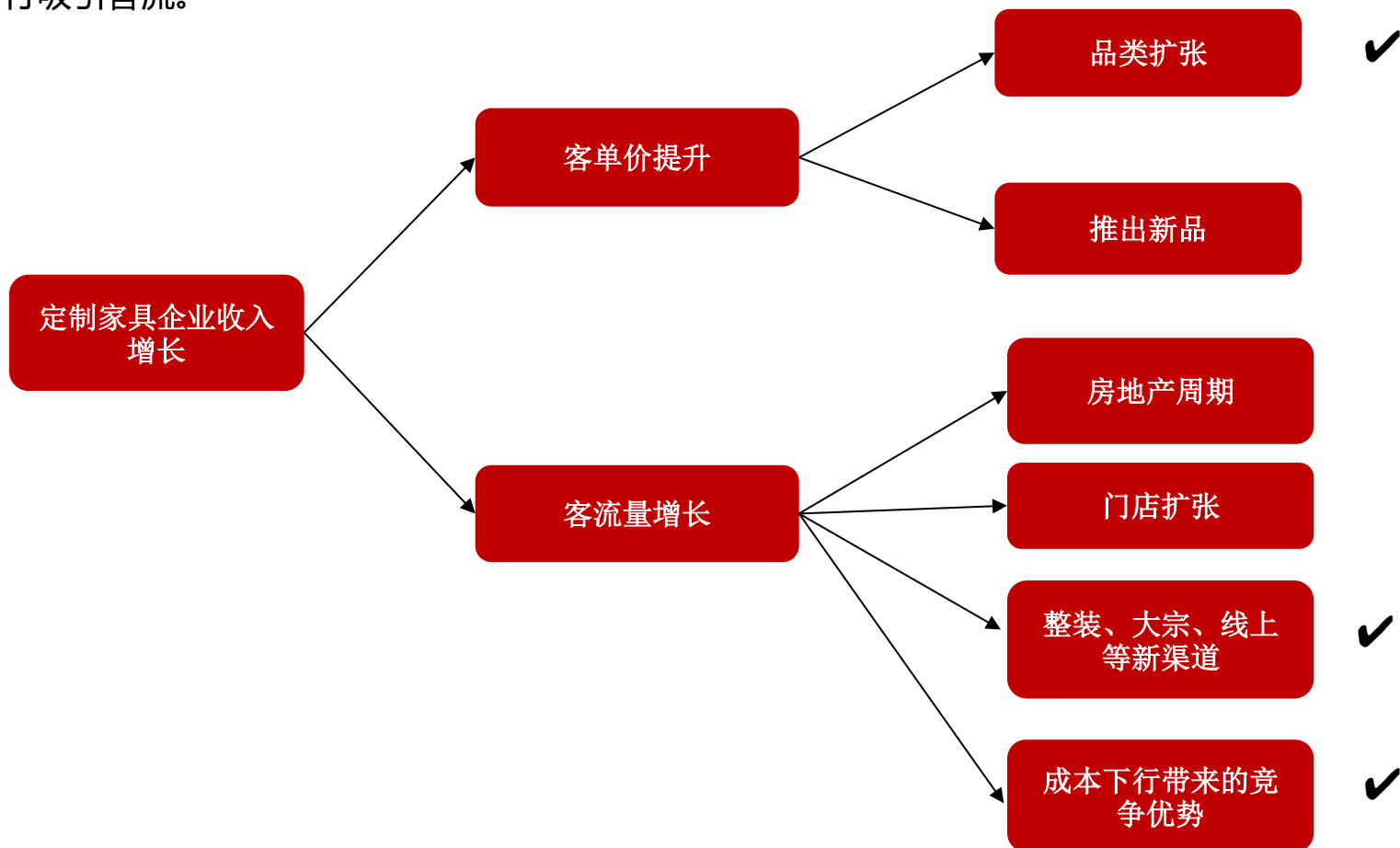


数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

## 定制家具：品类扩张、整装大宗新渠道贡献增量

- 行业下行期，开店增长放缓的情况下龙头收入增长源于三个方面：1) 拥有深厚的多品类销售基础，带动客单价持续上行；2) 发挥整装、大宗等新渠道扩充客户增量；3) 在成本优势驱动下价格下行吸引客流。

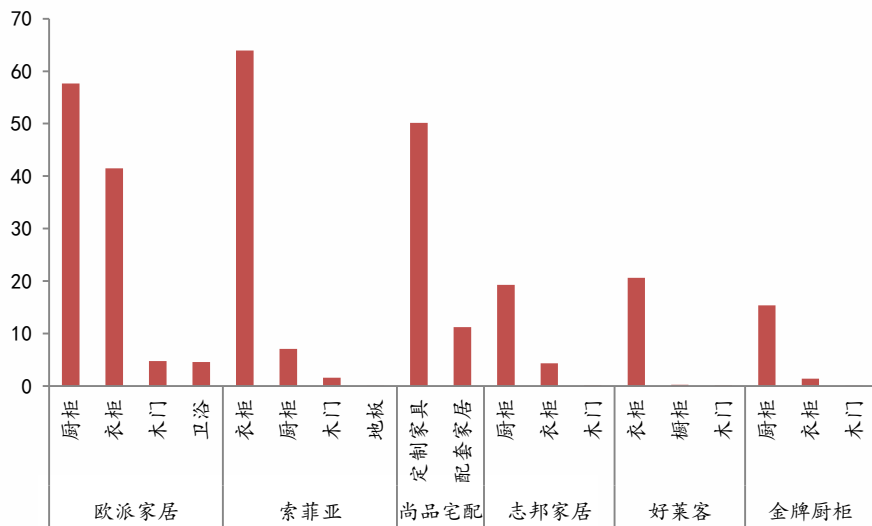


# 定制家具：龙头优势之品类拓展，提升客单

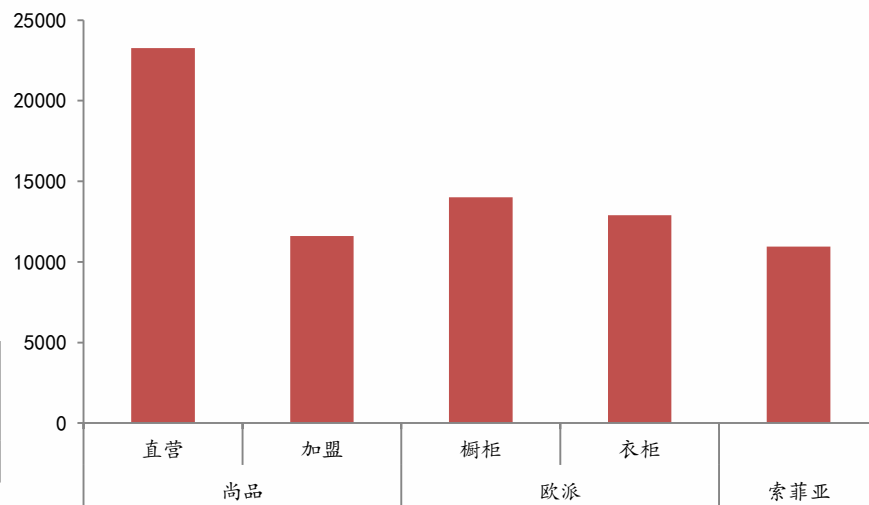
□ 龙头全屋战略持续推进：

- ◆ 尚品宅配在全屋上的布局最为领先，门店包括所有品类，且推出O店、C店多种业态提升品类间的连带销售，客单值可达3万以上。
- ◆ 欧派已推出橱柜、衣柜、卫浴、木门等多个品类，衣柜/橱柜客单值可达1.3万和1.4万。
- ◆ 索菲亚推出衣柜、橱柜、木门、窗帘等品类，最新客单值达到1.1万元。

龙头品类丰富，先发优势明显（亿元）



龙头客单值较高（元）



数据来源：Wind，西南证券整理

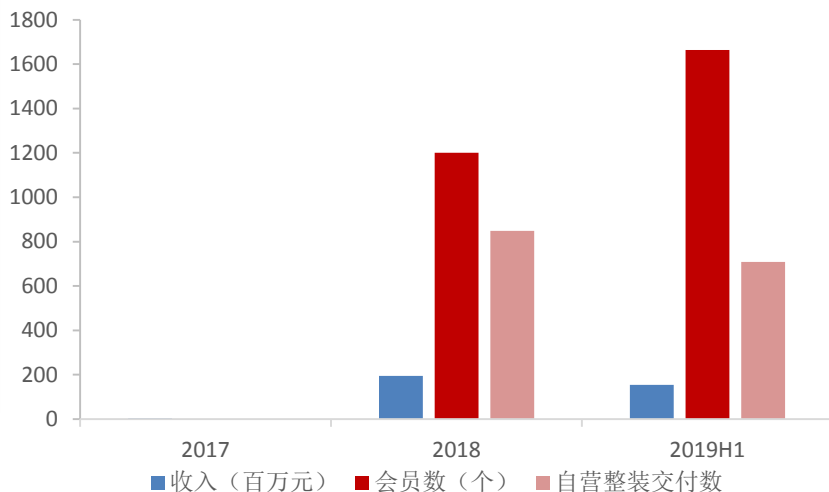
www.swsc.com.cn



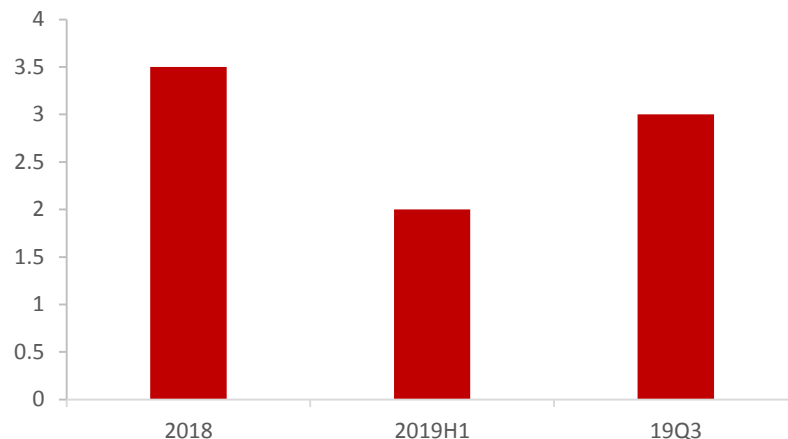
## 定制家具：龙头优势之多渠道齐头并进

- 开辟整装赛道，两种不同的整装路径选择：
  - ◆ 依托信息化优势，**尚品**选择向前端（建材）产业链延申发展两项业务：1）以整装云平台为依托向会员家装企业赋能，将会员企业转化为流量入口；2）以自营整装的方式给消费者提供从毛坯到成品的一站式装修服务。
  - ◆ 依托突出的品牌力，**欧派**选择和各地规模较大的优质家装公司开展合作，充分发挥整装对消费者的触角作用，通过家装公司和自身品牌知名度双入口获取流量。
  - ◆ 两种模式均在探索中，整装属于增量市场，不失为抢夺流量的有效方式。

### 尚品整装业务发展情况



### 欧派整装收入 (亿元)



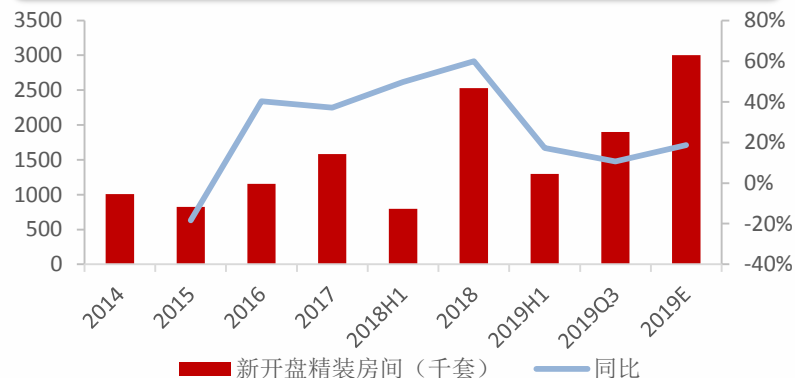
数据来源：Wind，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

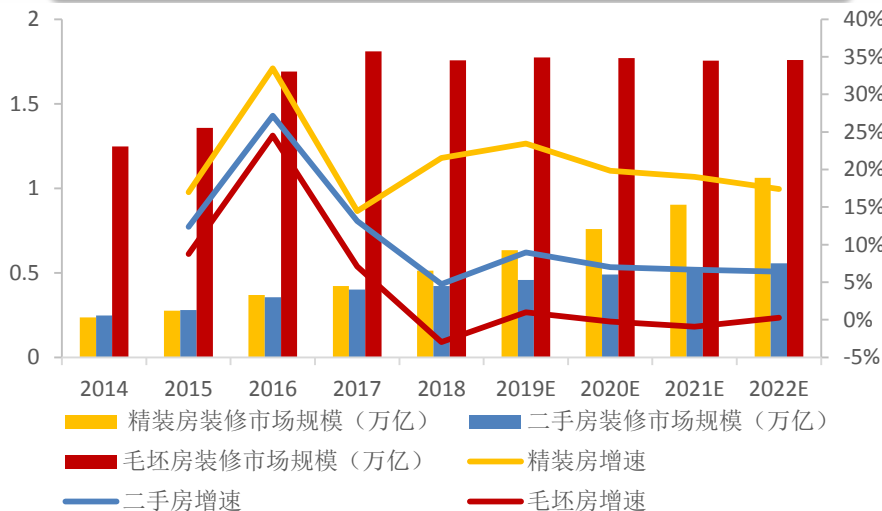
# 定制家具：大宗分流，逆势而上

- 受益于精装政策驱动和房地产龙头集中度提升，精装市场是近三年装修市场中增长最快，增速确定性最强的细分领域，在行业红利带动下大宗业务将充分获益；
- 根据奥维云网数据，19年上半年精装住宅开发商及项目增速分别为42%和28%，精装开盘130万套，同比增长17%，全年预计达到300万套以上。

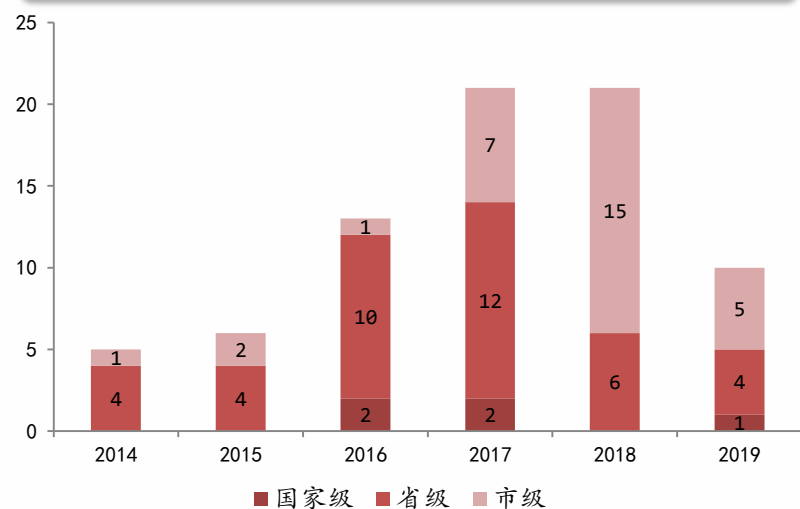
### 精装房开盘数预测



### 毛坯、精装、二手房装修规模预测



### 国家及各省、市精装修政策出台情况



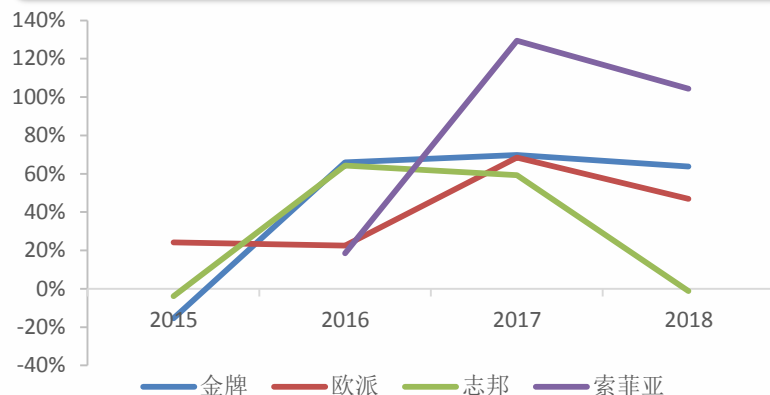
数据来源：Wind，奥维云网，西南证券整理  
www.swsc.com.cn

注：详细政策见文后附注

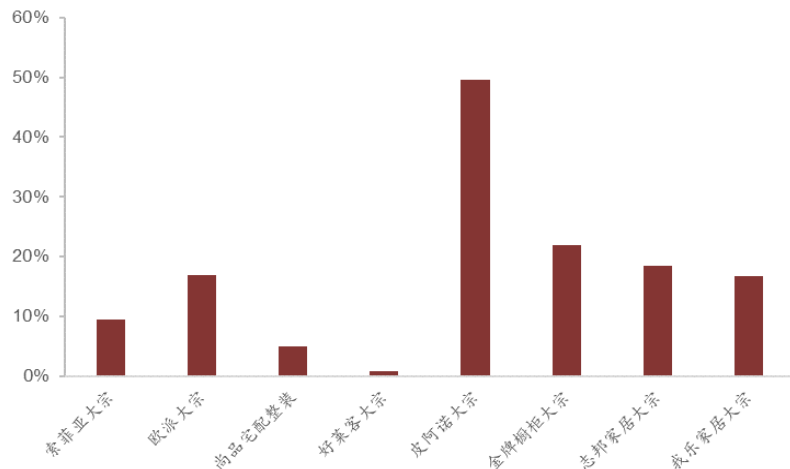
# 定制家具：大宗分流，逆势而上

- 定制品类中橱柜、木门相较衣柜更适合做大宗，因此橱柜类公司更受益于此趋势，且更容易做品类的延伸和拓展，橱柜企业的大宗占比更高。
- 大宗毛利率并不低，欧派2018年毛利率达到49.5%，志邦为30%，索菲亚最新也提升至27%。
- 随着大宗业务占比提升，行业收现率出现小幅下滑，19Q3为11%，仍处于可控水平。

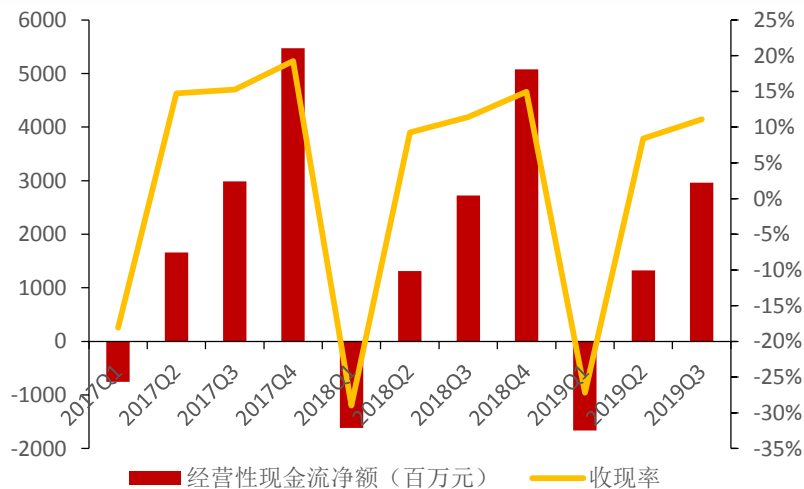
## 定制企业大宗业务增速



## 2019H1定制企业大宗/整装业务占比



## 经营性现金流及收现率



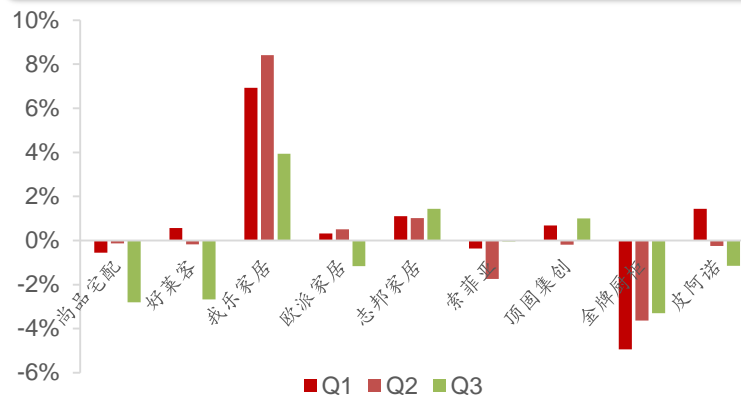
数据来源：Wind，奥维云网，西南证券整理

www.swsc.com.cn

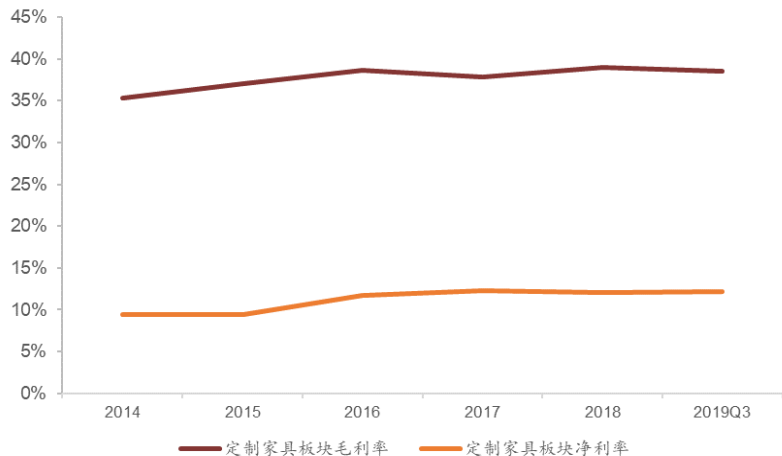
# 定制家具：价格战不明显，费用投放稳定

- 时间轴对比来看，板块的毛利率和净利率基本维持在35%和10%左右的水平，销售费用率和管理费用率并未出现明显上行，行业未出现之前市场担心的价格战情况。
- 定制产品的非标属性表明价格并未在消费决策过程中占据绝对比重，消费者对品牌、环保性、设计能力等均有侧重。我们认为未来行业利润率会维持，但业绩会出现分化。

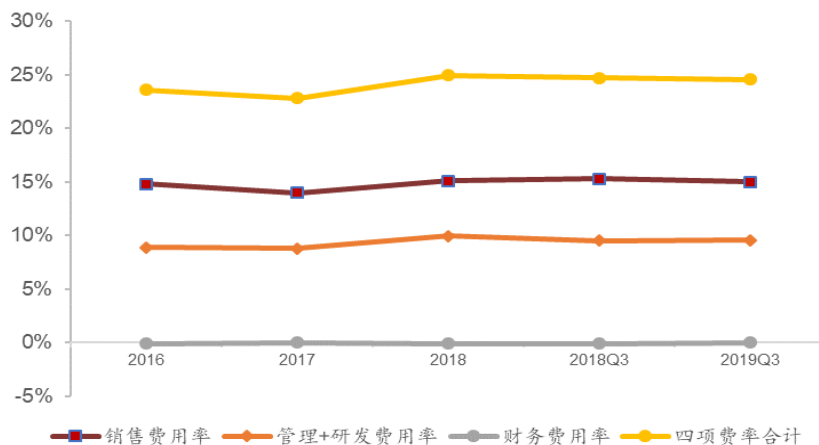
## 定制企业单季度毛利率变化量



## 定制家居板块毛利率和净利率对比



## 定制家居板块费用率对比



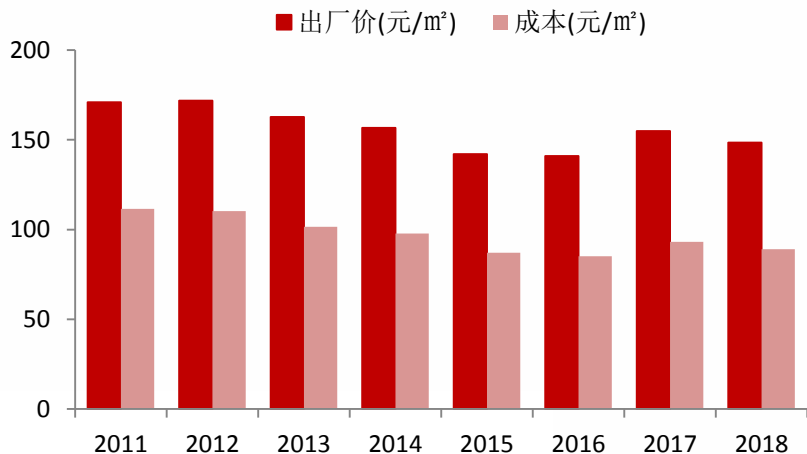
数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

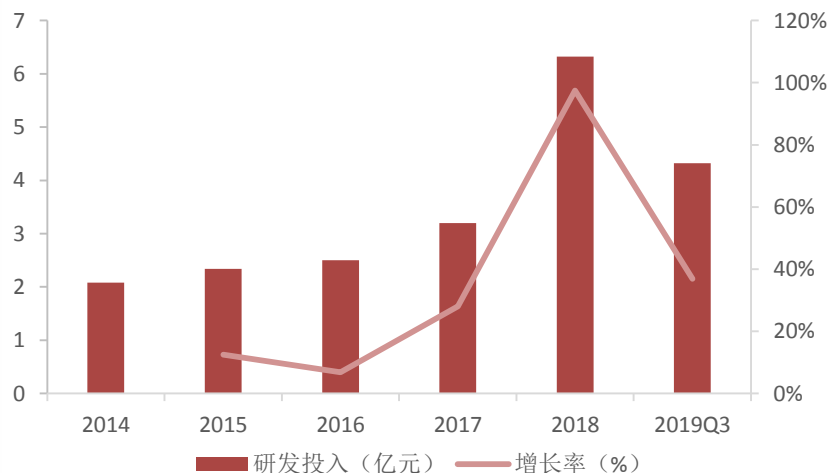
## 定制家具：龙头优势之信息化突出，成本控制力强

- ❑ 信息化：打通从前端设计、后端拆单、批次排产、生产入库、送货安装等一系列流程，运营效率快速提升，推动成本端持续下行。欧派一直强调信息化投入，实现订单数据流、业务流全流程全覆盖信息化管理，让欧派在工程和零售端都能有生产优势，维持较高毛利率。
- ❑ 成本控制力仍是重要考量。索菲亚终端价格持续下行但仍能保持毛利率稳定得益于其对制造能力的重视。在黄冈新工厂建成后，自动化推动生产效率大幅提升，单位成本还有下行空间，对引流有所贡献。

### 索菲亚出厂价和成本变化情况



### 欧派研发费用投入情况



数据来源：Wind，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

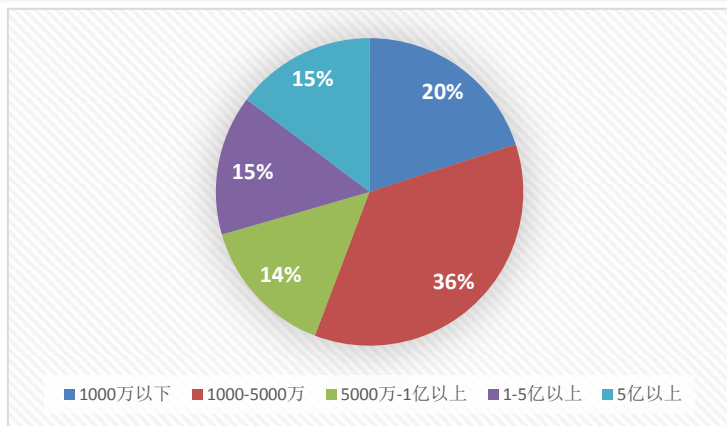
# 工程业务：竣工+精装趋势+龙头地产商集中度提升促工程业务爆发

- 推动因素：1) 竣工数据修复，预计交房回暖持续周期在2年左右，工程业务最受益；2) 龙头房企精装房占比高，且集中度提升；3) 精装修增厚地产商利润；4) 消费者购买意愿增强。
- 目前一线城市精装修占比超8成，二线约4成，三线及以下城市精装渗透率还较低，有较大提升空间。结合相关数据测算，2018年新房中精装修占比约22.6%，根据2020年将达到30%估算，年均占比提升约3.7个百分点。

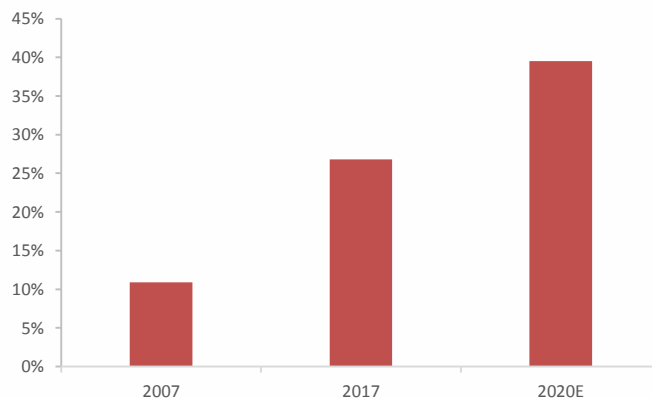
## 精装房销售面积占比测算

项目	数额
商品住宅房销售面积（亿平方米）	14.8
一线城市销售面积（亿平方米）	0.5
一线城市精装房销售占比	85%
二线城市销售面积（亿平方米）	4.5
二线城市精装房销售占比	45%
三四五线城市销售面积（亿平方米）	9.8
三四五线城市精装房销售占比	9%
2018年精装房面积合计	3.33
2018年新房中精装渗透率	22.6%

## 精装修增厚地产商利润



## 有精装房购买意愿的消费者占比



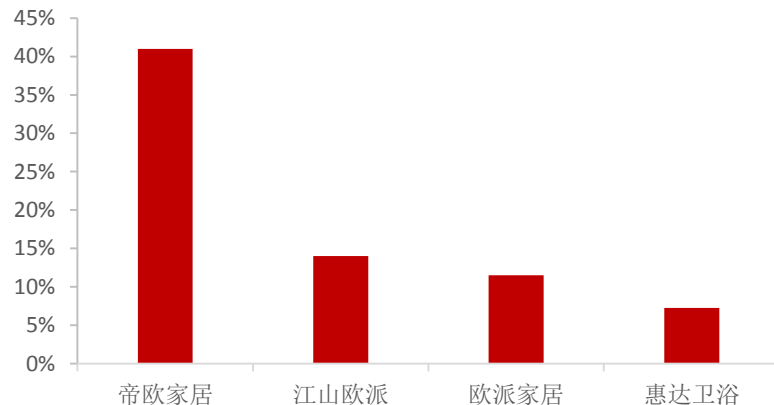
数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

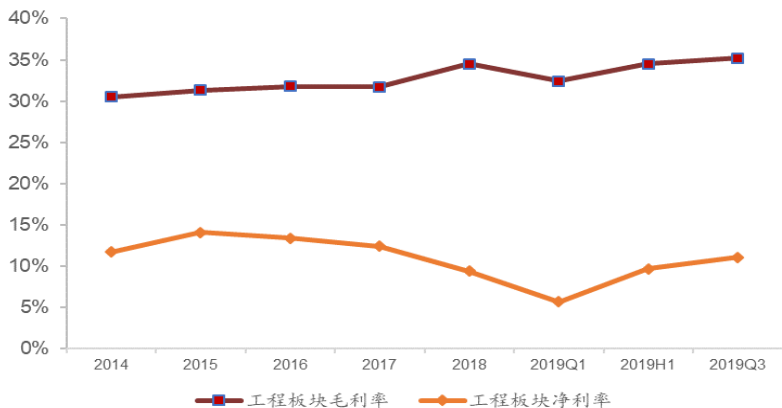
# 工程业务：竣工+精装趋势+龙头地产商集中度提升促工程业务爆发

- 随着工程业务占比上升，公司生产规模效应显现，工程板块毛利率和净利率呈稳步提升之势。
- 板块现金流同比有所好转，我们认为主要原因：  
1) 地产商账期没有恶化；2) 向上游供应商议价力增强，账期向上游转移。
- 我们选取帝欧、江山、欧派、惠达作为瓷砖、木门、柜体和卫浴代表，发现瓷砖的制造费用占比最高，认为随着工程规模扩大，瓷砖的规模效应会最明显。

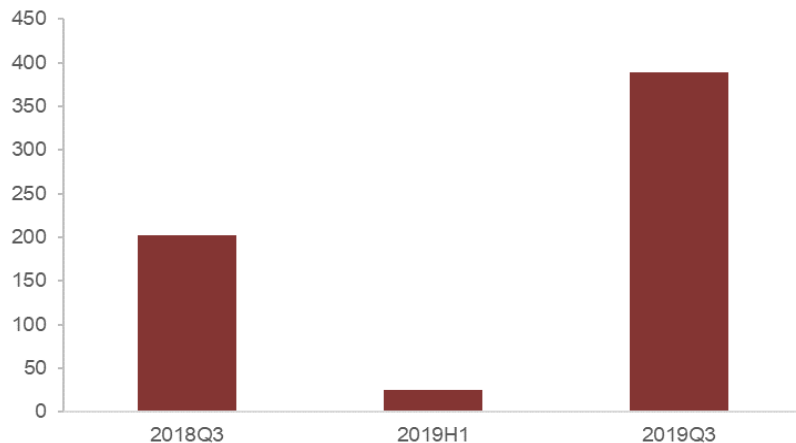
### 不同品类企业制造费用占比对比



### 工程业务板块毛利率和净利率情况



### 工程业务板块经营性现金流对比（百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

# 工程业务：竣工+精装趋势+龙头地产商集中度提升促工程业务爆发

□ 有规模效应、资金优势的细分龙头有望胜出

1) 工程占比超过50%的企业：帝欧家居、江山欧派、蒙娜丽莎；

2) 工程净利率10%以上的企业：欧派、志邦、金牌、索菲亚、帝欧、江山欧派。

大宗收入及占比(亿元/%)	2015		2016		2017		2018		主要地产商	工程毛利率	账期	零售业务毛利率
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比				
欧派	4.66	8.41%	5.72	8.25%	9.64	9.93%	13	13.00%	万科、保利等	40%+	半年	35%+
志邦	1.51	13.21%	2.48	16.42%	3.8	18.83%	3.1	12.8%	恒大、万科、绿地等	25-30%	半年+	37%
金牌	0.44	5.75%	0.73	6.81%	1	7.00%	2.03	11.8%				40%
索菲亚	0.97	3.04%	1.26	2.78%	1.85	3.00%	6	8%	恒大等	30%+	半年+	35%
好莱客	0.01	0.06%	0.11	0.78%	0	0.00%						40%
大亚			11.1	17.00%	14.1	20.00%	14	约20%	万科、绿地、保利等	20%-30%	半年+	35%
帝欧	8.8	55.00%	8.42	52.60%	14.4	60.00%	26	70%	碧桂园、万科、恒大、荣盛、雅居乐等	近35%	半年	35%
蒙娜丽莎	7.8	49.35%	12.23	52.62%	14.45	50.00%	16	约50%	恒大、万科、碧桂园、保利、中海	35.00%	半年-1年	30%+
东鹏			11.47	21.95%	13.26	20.00%			华润置业、金科地产、绿地、融创、中海			
曲美			0.83	5.00%	1.47	7.00%			恒大、万科等			
顾家	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%						
喜临门	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%						
惠达卫浴	1.98	8.87%	2	8.80%	2.68	9.80%	5	20%	碧桂园、中信建设等	35%+	半年-1年	约30%
江山欧派	1.8	27%	3.3	43%	5.2	52%	7.7	60%	恒大、万科、保利、世贸、中海、金地等	30-35%	半年-1年	35%

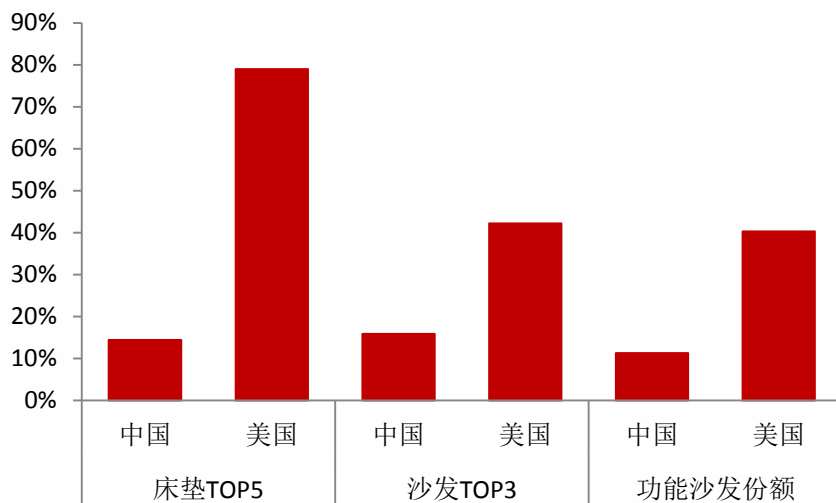
数据来源：Wind，西南证券整理



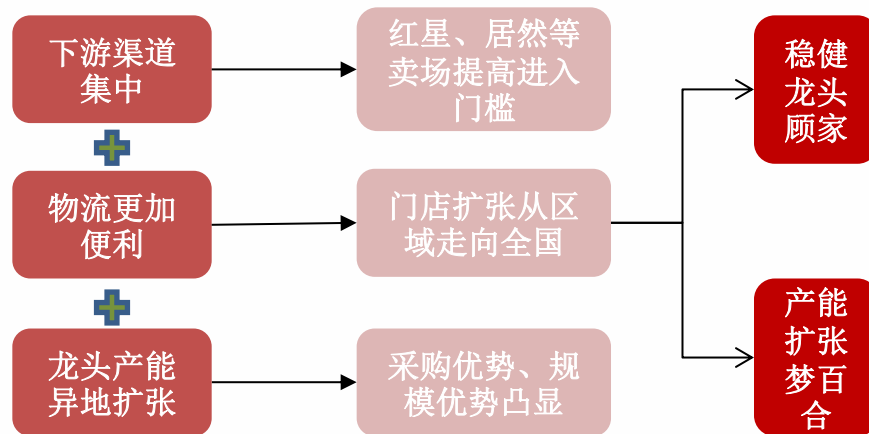
# 软体家具：行业率先复苏，业绩底部向上

- ❑ 软体行业：行业格局佳，率先回暖。
- ❑ 规模大：软体家居出厂规模1300亿，其中沙发500亿，床垫700亿。
- ❑ 集中度低：销售半径限制、规模优势不够、对品牌认知不足；但由于标准化程度高，集中度能快速提升。
- ❑ 行业格局向好：物流成熟突破销售半径、制造端成本优势、功能性要求提升、原材料价格回落。

## 中美软体家具集中度对比



## 集中度进入到快速提升阶段



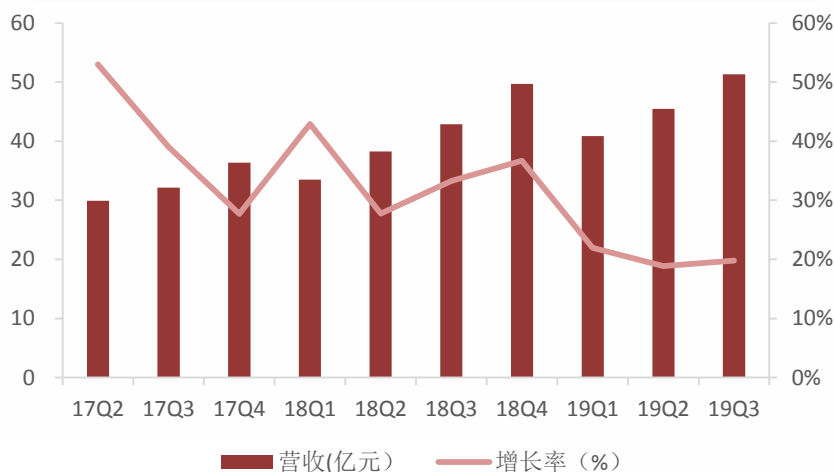
数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

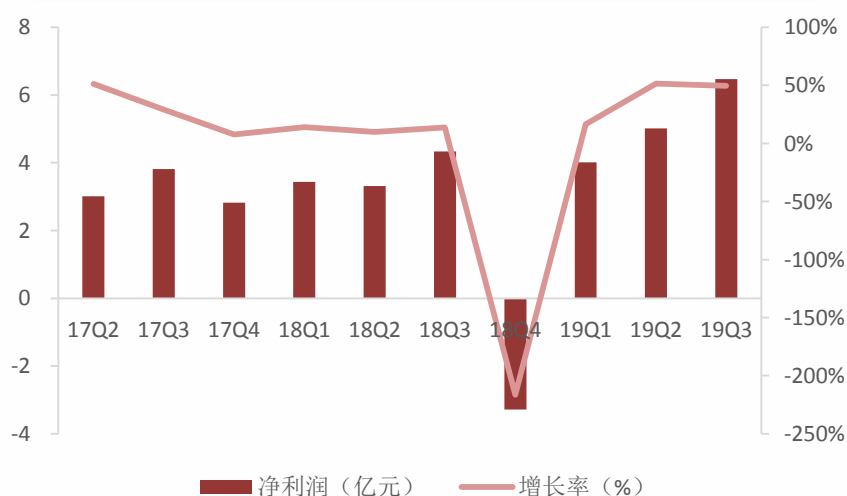
## 软体家具：行业率先复苏，业绩底部向上

- **软体家具**：虽也受房地产市场增速下行影响，但渠道分流不明显，精装/家装公司一般不涉及软体家具销售，因此软体家具受到的边际冲击小于定制家具企业，且软体家具的翻新频次较高，复购率也高于柜体类。
- 我们选取了顾家家居、梦百合和喜临门作为软体家具代表性企业，自Q1以来板块的营收增速逐步企稳，Q3收入增速小幅抬升至20%的水平，受贸易战的边际影响逐渐减弱；净利润自去年Q4触底之后迅速回升，这也得益于主要原材料之一TDI/MDI价格回落，利润弹性释放。

### 2017年至今软体企业营业收入及增速



### 2017年至今软体企业净利润及增速



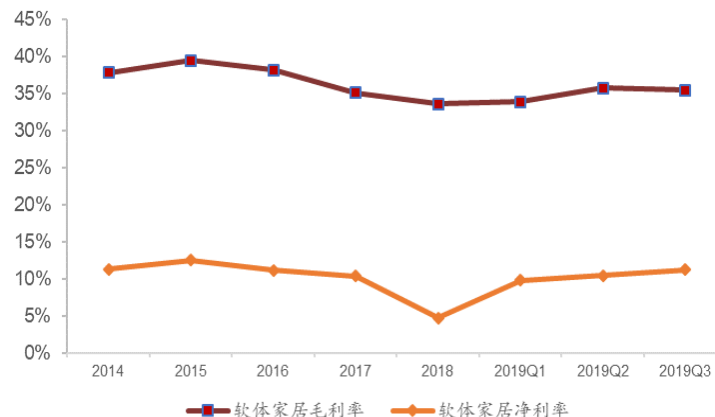
数据来源：Wind，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

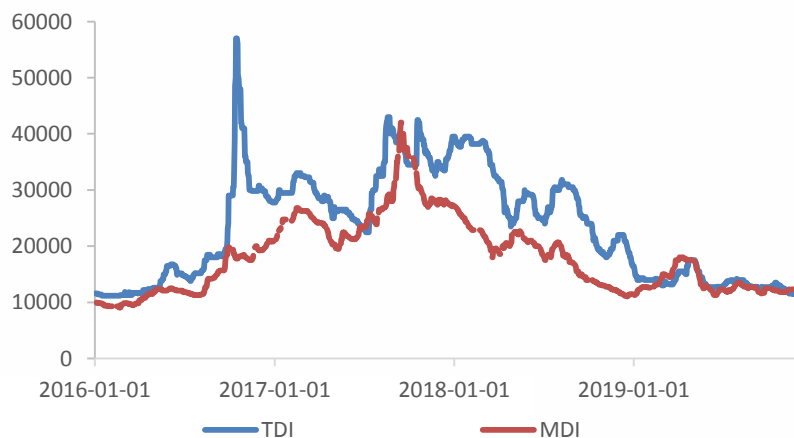
# 软体家具：行业率先复苏，业绩底部向上

- 软体龙头的收入弹性已率先体现。只看内销，顾家从Q2开始已经呈现出向上趋势，Q3内销单季增速达到15%，我们认为软体家居由于竞争格局较好，已经率先受益于竣工修复，景气度回升，拐点已现。
- 外销方面，受贸易战影响，软体企业外销增速继续回落，但边际影响减弱。随着企业将产能向海外转移，对业绩的担忧将有所缓解。

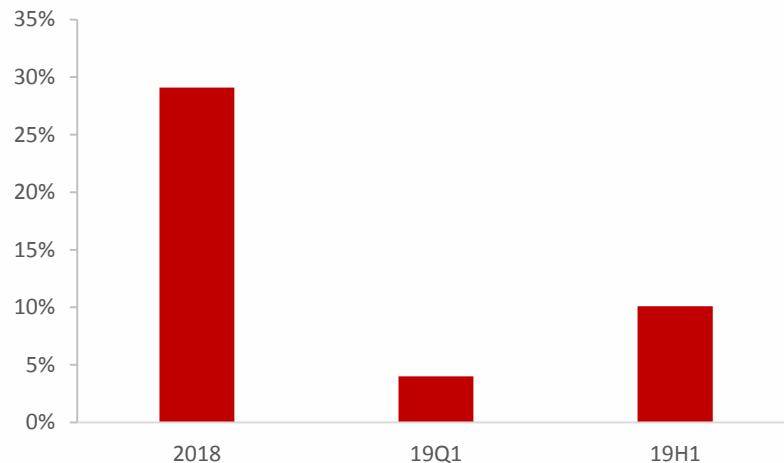
## 软体家居毛利率和净利率变化



## 2016年至今TDI/MDI价格走势



## 顾家内销增速



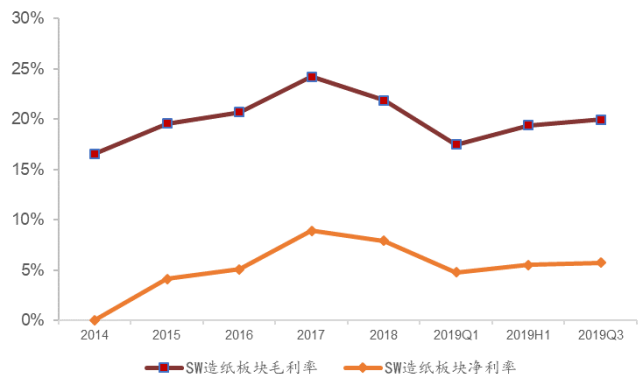
数据来源：Wind，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

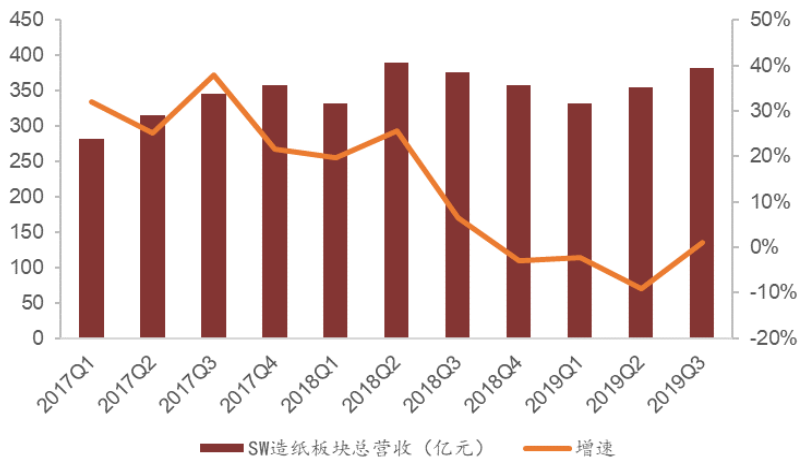
# 造纸：业绩拐点显现，存较大向上弹性

- 造纸板块营收从Q3开始明显回升，单季度收入与去年同期持平，单季度毛利率和净利率也环比小幅提升，净利润回升至-10%。
- Q4文化纸和包装纸相继发出提价函，预计业绩仍将继续上行。

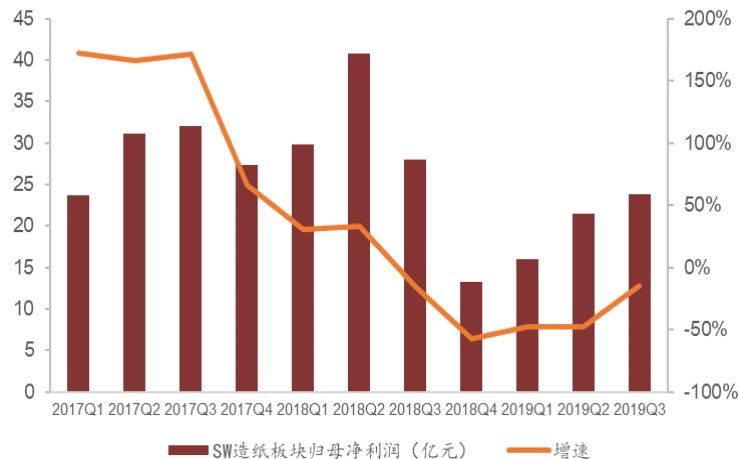
### 造纸板块单季度毛利率和净利率情况



### 造纸板块单季度营收及增速



### 造纸板块单季度净利润及增速

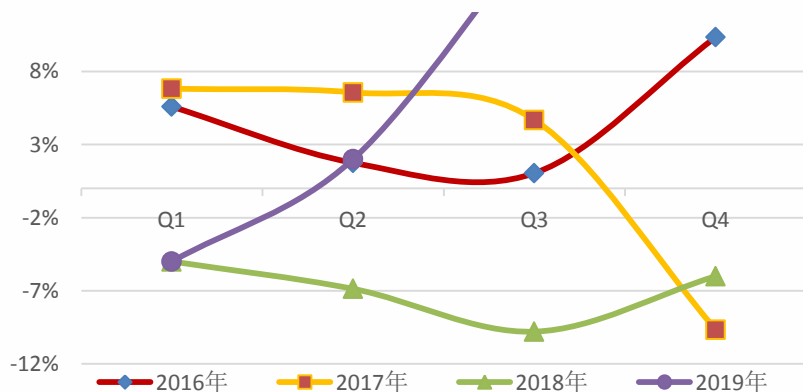


数据来源：Wind，西南证券整理

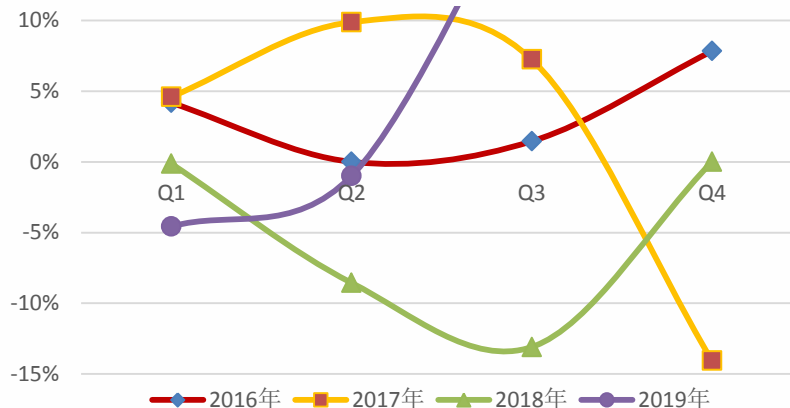
www.swsc.com.cn

# 造纸：业绩拐点显现，存较大向上弹性

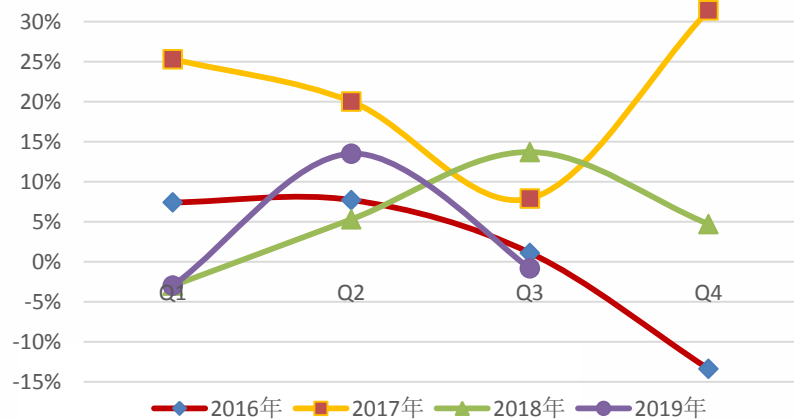
## 季度产量同比变化



## 季度销量同比变化



## 库存同比变化



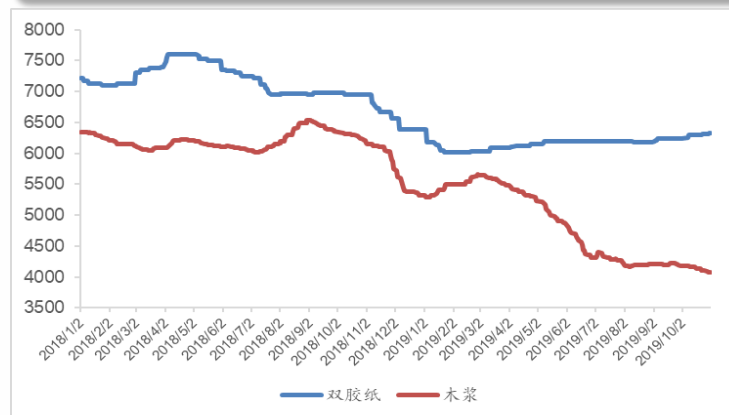
- 19年Q3造纸形势发生巨大变化，产销量单季度同比大幅上升，增幅分别达到18%和21%，而与此同时纸企库存较年初回落1%，相较Q2降低15个百分点，表明Q3造纸需求呈现出爆发式增长。
- 我们判断这主要是三季度党政期刊印刷量超预期，文化纸需求放量所致。

数据来源：Wind，西南证券整理  
www.swsc.com.cn

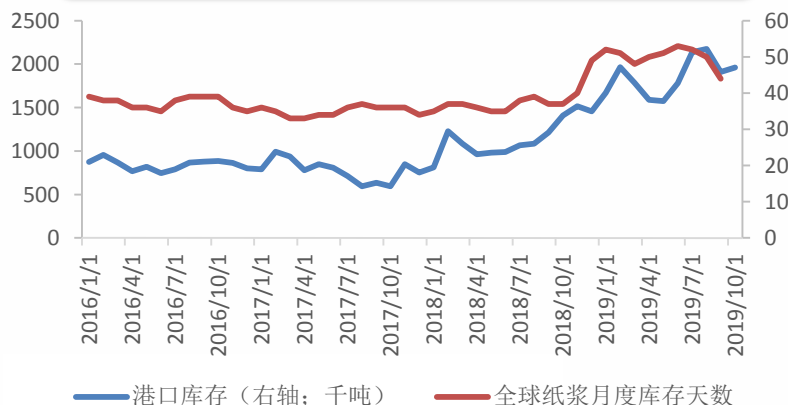
# 文化纸：浆价寻底盘整，文化纸吨盈扩大

- 受益于三季度党政期刊印刷量超预期，自Q2开始，文化纸价格企稳回升，前三季累计提价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。由于目前纸企库存尚处低位，我们认为文化纸价格难现回落。
- 国内木浆港口和全球纸浆企业库存处于16年以来相对高位，但较8月峰值已有所回落；考虑到当前部分国家阔叶浆生产现金成本逼近售价，减产及停机计划增多，浆价将以寻底盘整为主。

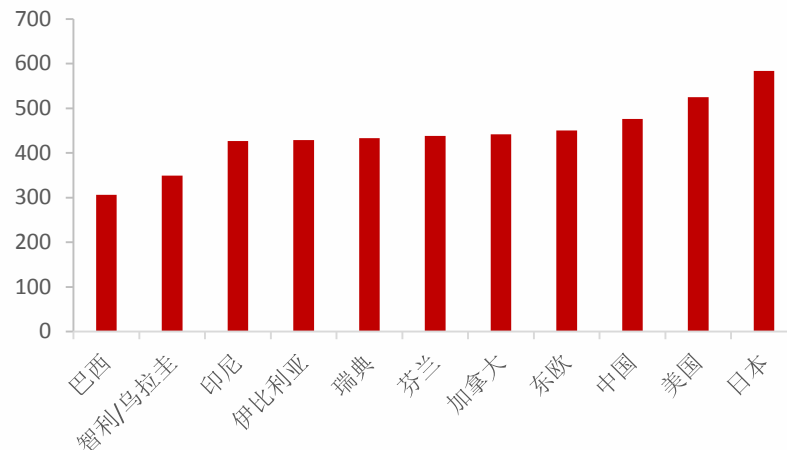
## 浆与文化纸价格剪刀差扩大



## 中国港口木浆库存及全球纸浆月度库存天数变化



## 不同地区阔叶浆现金成本对比（美元/吨）



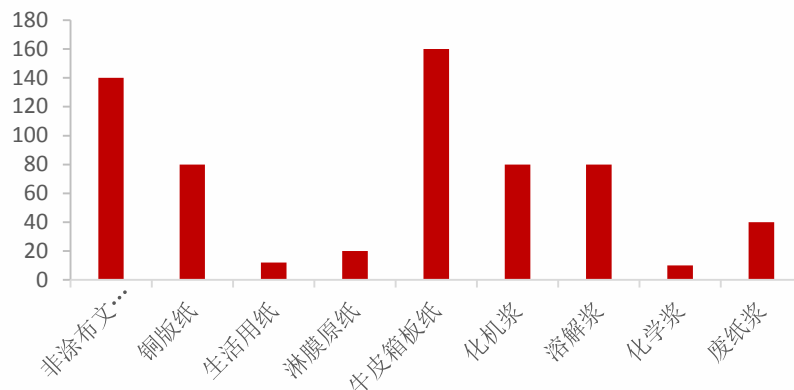
数据来源：卓创，Hawkins Wright，RISI Fastmarkets，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

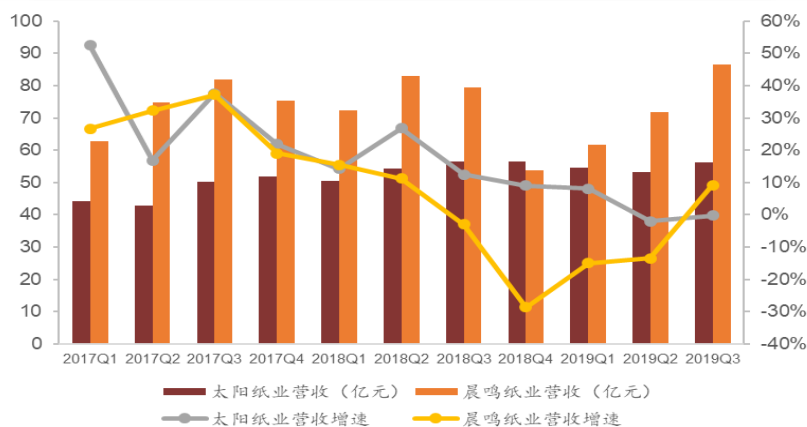
# 文化纸：浆价寻底盘整，文化纸吨盈扩大

- 太阳纸业自制浆比例稳定在30%-40%，高于行业平均水平；2022年广西80万吨化学浆投产后，自制浆比例将提升至50%以上，老挝林地将于未来3-5年迎来收获期，成本仍有下降空间；
- 新增产能方面，太阳兖州本部45万吨文化纸预计将于2021年末投产，老挝80万吨箱板纸预计将于2021年上半年投产，广西北海350万吨浆纸项目预计将于2022年后投产，量增逻辑持续，市占率进一步提升。

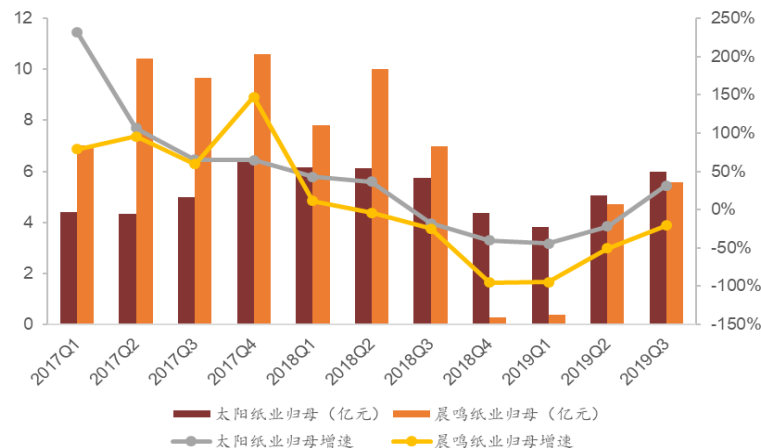
## 2019年太阳纸业各类纸与浆产能（万吨）



## 文化纸企单季度营业收入及增速



## 文化纸企单季度归母净利润及增速

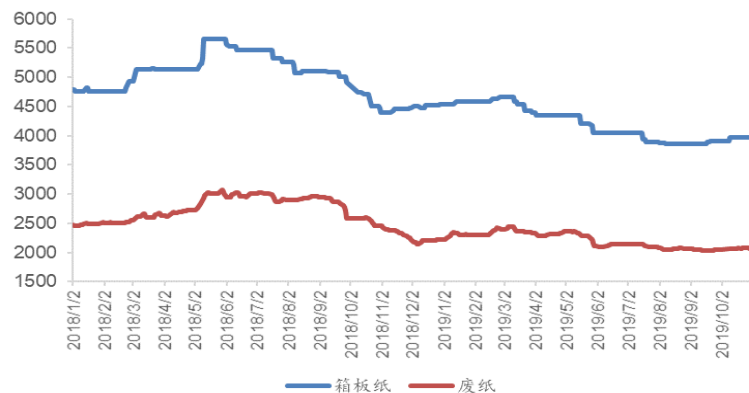


数据来源：Wind，西南证券整理  
www.swsc.com.cn

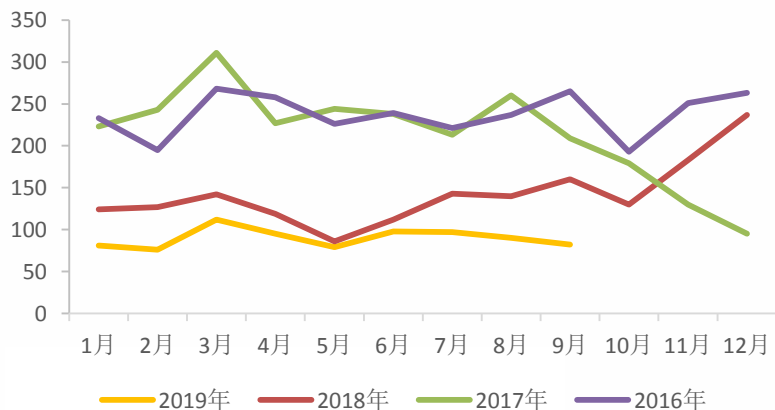
# 包装纸：废纸缺口或现，纸价向上弹性大

- 今年1-9月累计进口各类废纸870万吨，比上年同期减少282万吨，下降24%，预计全年进口量约1100万吨，同比减少30%-40%。要求到2020年底前实现废纸禁止进口的政策，因此明年废纸将继续趋紧。
- 废纸库存天数回落至今年来低位，一旦需求向好，废纸或迎来明显反弹。
- 目前废纸与箱板/瓦楞纸的价差维持在较为稳定状态。今年在废纸进口大幅减少的情况下废纸价格未出现上涨主要是包装出口需求明显减弱所致。

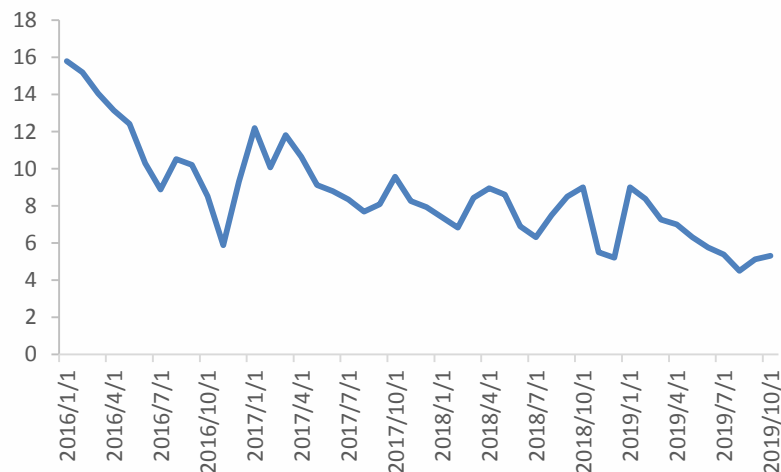
## 废纸与箱板纸价格差维持平衡



## 废纸月度进口量变化



## 废纸库存天数



数据来源：卓创，西南证券整理

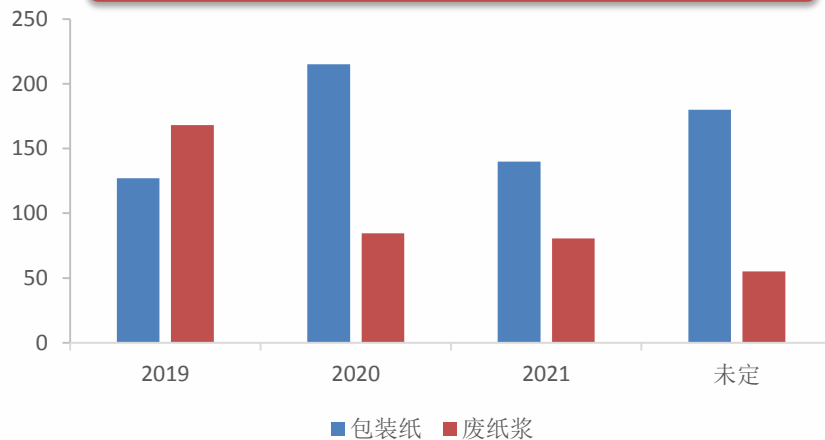
[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)



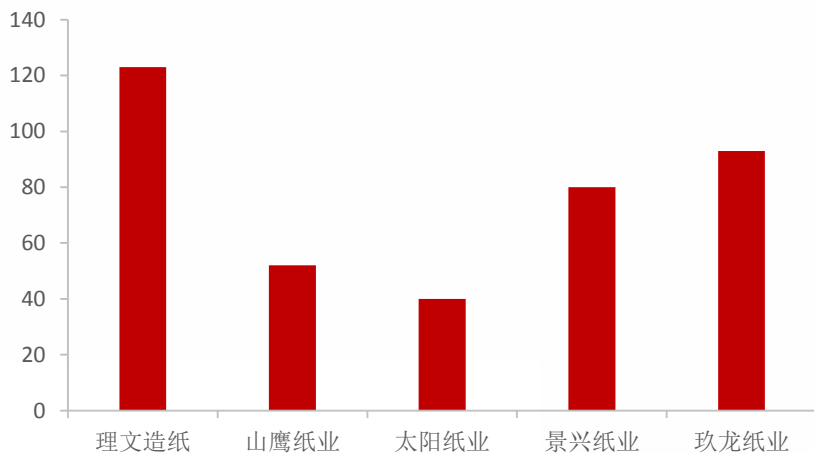
# 包装纸：废纸缺口或现，纸价向上弹性大

- 从19年6月开始，箱板纸和瓦楞纸月度消费量增速触底回升，表明终端需求已出现边际向好迹象。
- 2020年废纸进口进一步收缩，而目前废纸回收率已达到相对高位，明年废纸缺口将会放大。或带来废纸纤维供需紧平衡状态，有原料优势的企业率先获益，建议关注太阳纸业、山鹰纸业、景兴纸业、玖龙纸业、理文造纸。

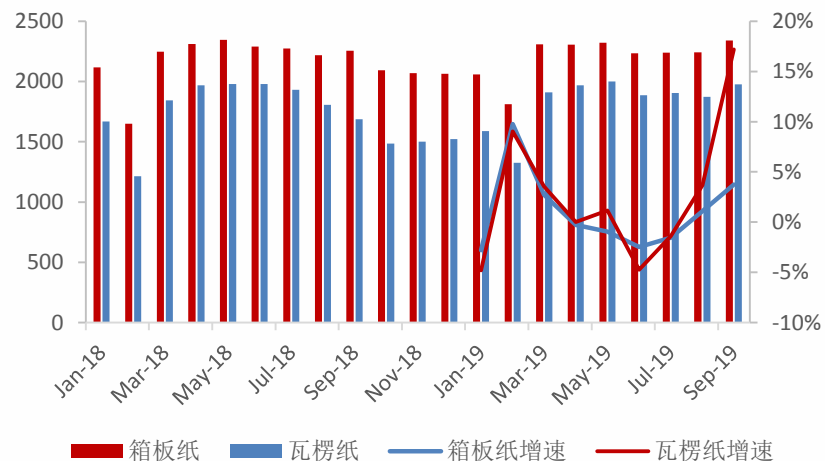
行业新增包装纸和废纸浆产能统计（万吨）



2019-2021年各大纸企废纸浆新增产能（万吨）



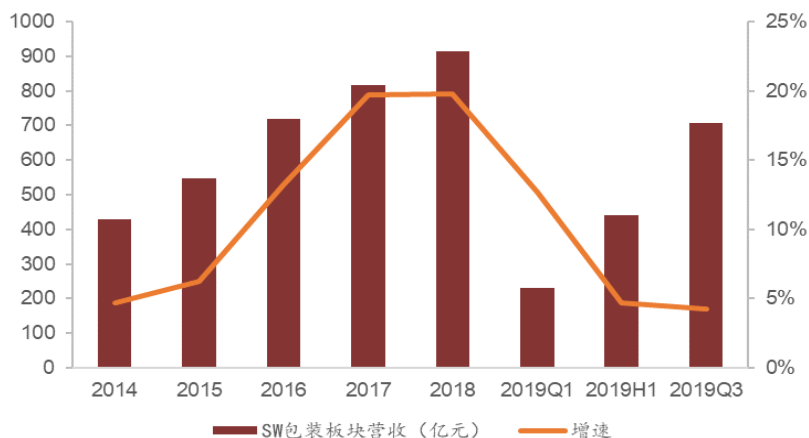
箱板纸/瓦楞纸月度消费量（千吨）及增速



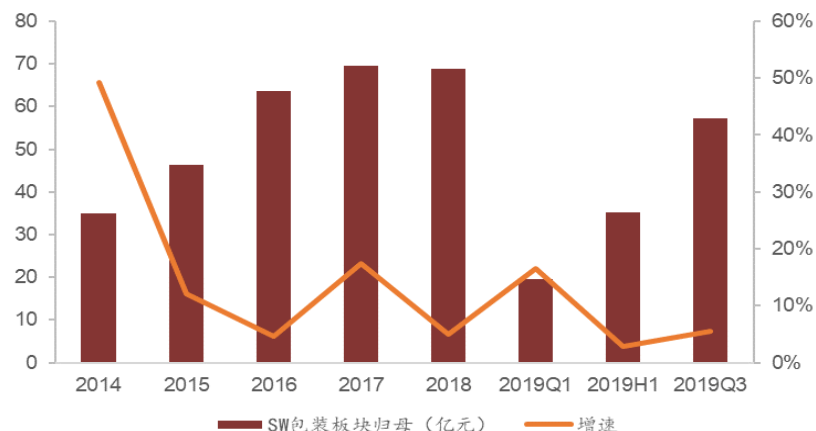
数据来源：卓创，西南证券整理  
www.swsc.com.cn

# 包装：高端包装集中度提升，或受益于5G换机潮到来

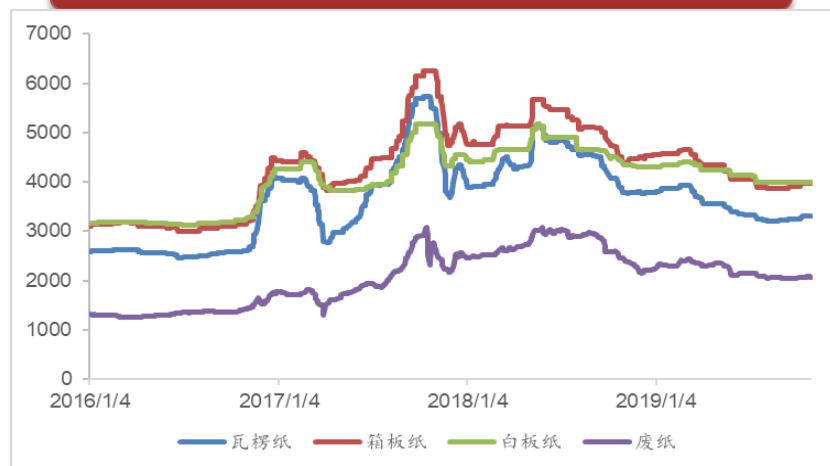
## 包装板块营业收入及增速



## 包装板块净利润及增速



## 原材料包装纸价格变动情况 (元/吨)



- 18年下半年纸价开始下行，尽管受下游需求影响包装价格也有所回落，影响到板块业绩增速，但集中度提升之下，龙头包装企业供应链上的话语权增强，随着纸价进一步下行，板块业绩增速在19Q3出现回升之势。

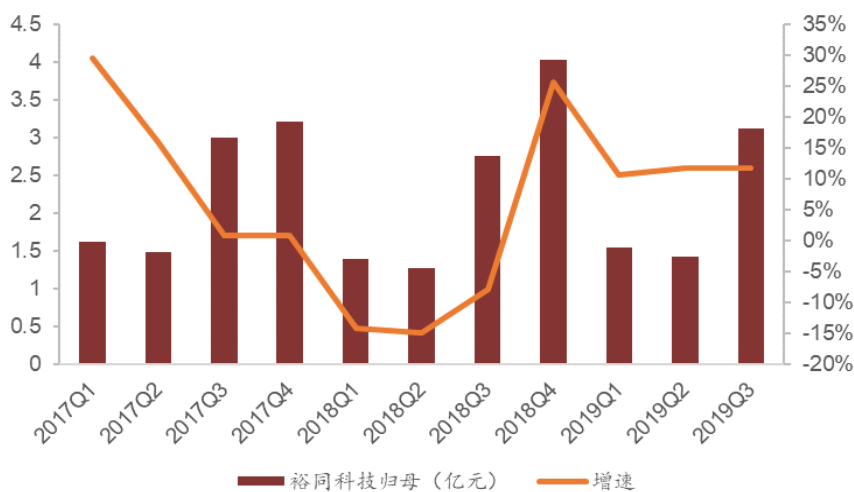
数据来源: Wind, 西南证券整理

www.swsc.com.cn

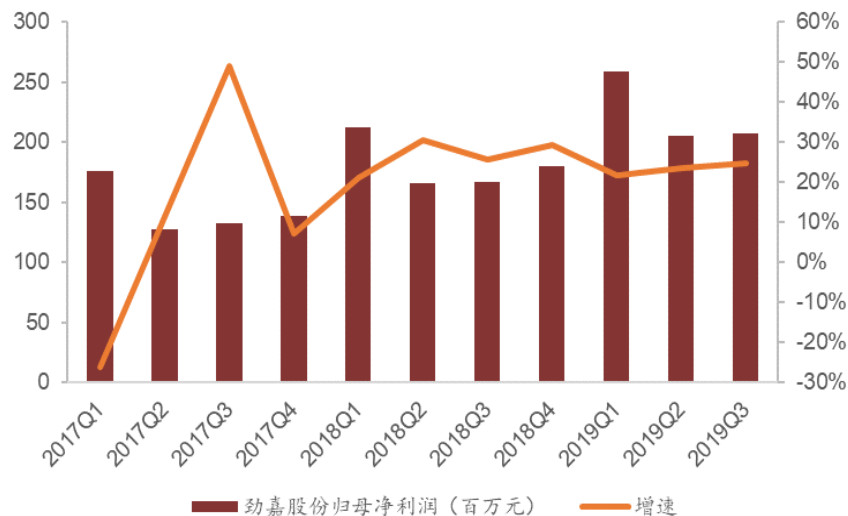
## 包装：高端包装集中度提升，或受益于5G换机潮到来

- 消费升级，龙头企业更具优势。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。劲嘉在牢牢占据烟标龙头地位同时向酒包及电子产品扩张，业绩保持20%以上增速，并有望受益于电子烟政策明朗化。
- 随着5G换机潮到来，在3C包装领域有深厚积累的裕同科技有望明显受益。根据美国高通预测，2020年全球5G手机出货量在1.75亿至2.25亿部之间，2021年全球5G手机出货量可能达到4.5亿部，2022年出货量可能进一步增长至7.5亿部，同时带动智能穿戴设备的进一步普及。

### 裕同科技单季度净利润及增速



### 劲嘉股份单季度净利润及增速

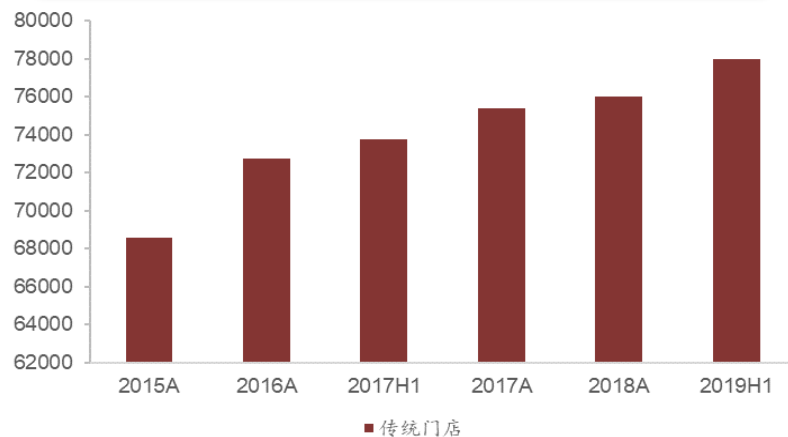


数据来源：Wind，西南证券整理  
[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

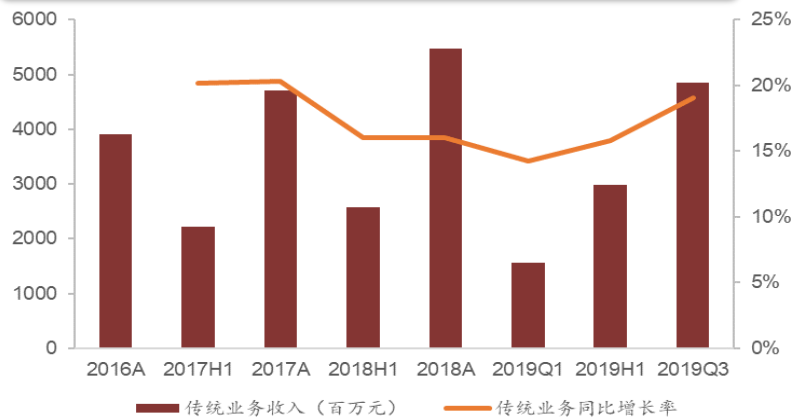
# 文具：零售端龙头渠道护城河深，办公文具空间大

- 文具零售方面，龙头晨光文具门店布局完善，2019年H1已达到7.8万家，渠道护城河深，业绩发展稳定，基本保持在15%以上的增速，2019年Q3增速接近20%。公司思路清楚，产品方面聚焦于精品文创、儿童美术、办公文具和大众文具四个方面，并且开始加力运营改革推进渠道下沉，传统渠道趋势可持续性较强。
- 新零售方面，晨光九木杂物社加速展店，截至2019Q3，九木和生活馆总门店数超过了330家，新零售业绩也快速增长，19Q3营收达到4.2亿元，同比接近翻倍。

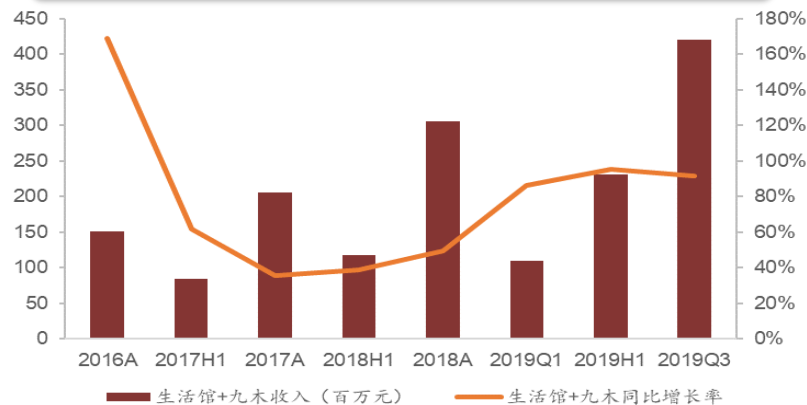
### 晨光文具传统门店数量变化



### 晨光传统渠道营收及增速情况



### 晨光文具新零售营收及增速情况



数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

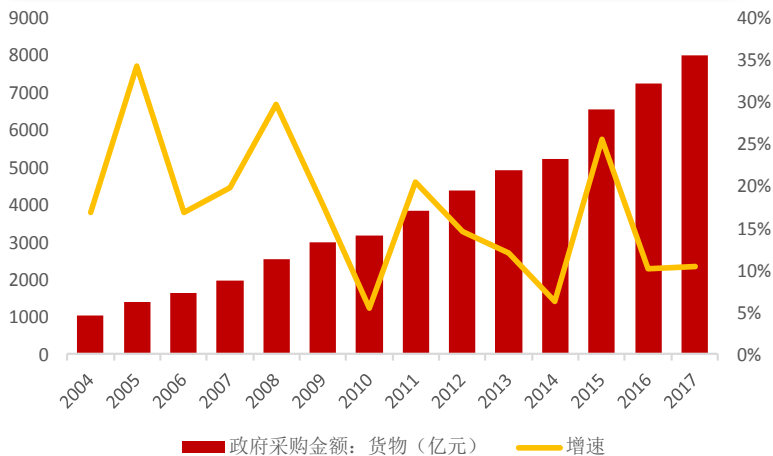
# 办公文具：零售端龙头渠道护城河深，办公文具空间大

- 大办公用品市场空间广阔，2018年国内规模达到1.9万亿，政府机构、央企国企以及各类民营企业是办公文具的主要消费群体。估计未来5年复合增长率约9%，预计2022年有望达2.7万亿。
- 集采化+电商化大趋势下，头部供应商集中度提升。从2015年的《中华人民共和国政府采购法实施条例》开始，国企央企军网政府等体系集采逐渐放开，同时采购的电商化也迅速推进，阳光化电商化的公开招标致采购门槛显著提升，拥有品牌、产品、制造以及物流优势的龙头企业或将充分享受到行业发展的福利。

## 国内办公用品市场规模



## 2014-2017年政府货物类采购规模



## 头部客户数量及齐心开拓情况 (截至2019年8月)

客户类型	数量	齐心
省、市政府	250家+	80家
央企	97家	24家
大型银行及保险机构	30家+	15家
军区、军工企业	50家+	15家
大企业	超过10000家	16家
中小微企业	超过2800万家	

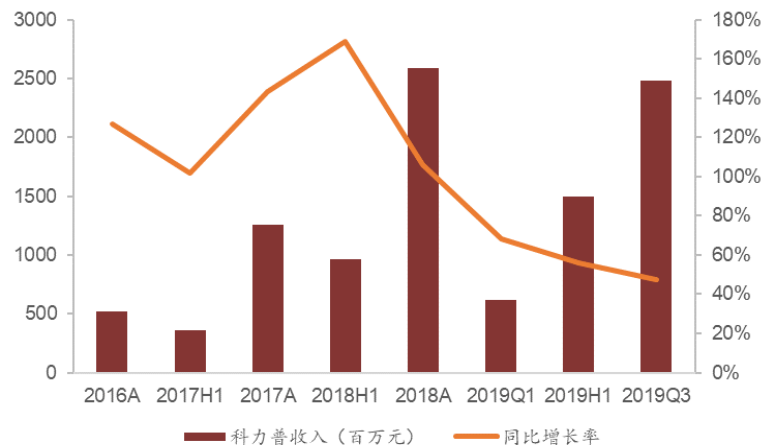
数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

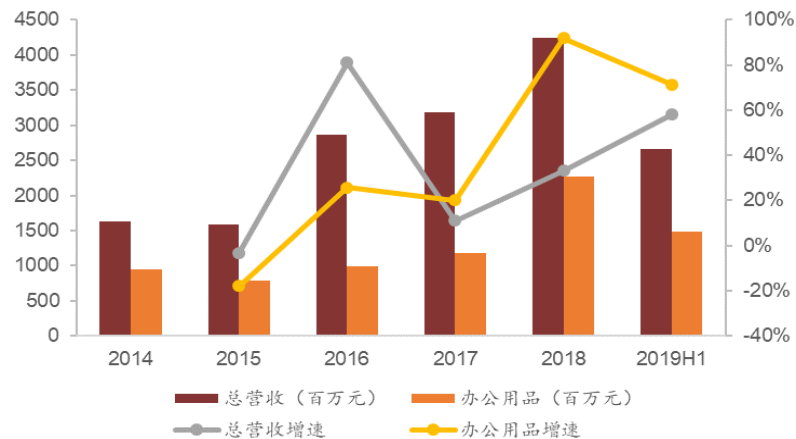
# 办公文具：零售端龙头渠道护城河深，办公文具空间大

- 办公文具在15年集采放开后，板块保持着高景气度，龙头加力布局，晨光科力普19Q3营收已达25亿元，增速约40%。齐心办公文具19H1收入达到15亿元，同比增长71.4%，同样增长迅速。
- 目前政府以及大型央企的集采均处于开放的推进阶段，以齐心为例，在政府和央企的渗透率均只有30%左右，未来随着开放的进一步推进，龙头文具企业将优先受益，办公文具尚有较大的发展空间。

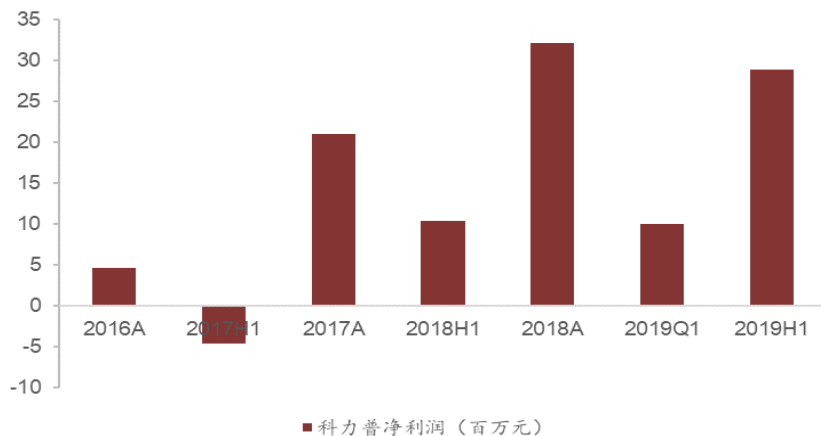
### 晨光科力普营收及增速情况



### 齐心集团总营收和办公文具收入及增速



### 晨光科力普净利润情况



数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

# 新型烟草：看好加热不燃烧在美市场布局，关注盈趣科技

- 全球电子烟市场规模已接近200亿美元，其中美国市场占据近5成，是最大的电子烟消费市场，以传统电子烟为主。
- 加热不燃烧型烟草较电子烟在口感上更接近于传统烟草，14年经PMI推出便风靡全球市场，特别是在日本，市场规模占全球规模超过6成。
- 19年5月FDA官方宣布批准菲莫国际旗下新型烟草产品 IQOS “烟草加热系统” 在美国以“预售烟草许可 (PMTA)” 形式销售，目前美国电子烟市场上仅此产品获得许可，未来潜力巨大。

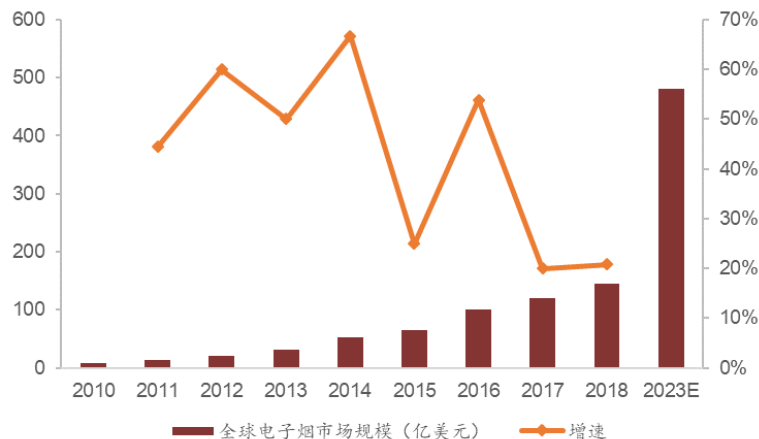
## 各国相关政策梳理

国家	政策状态
美国	允许进口、销售、广告和使用，但拟全面禁止销售带香味的电子烟，烟草味电子烟和没有香味的电子烟可以继续销售
中国	禁止网售电子烟，杭州已经立法禁止在禁烟场所使用电子烟，香港计划全面禁止电子烟，深圳也在计划修法禁止在禁烟场所使用电子烟
俄罗斯	允许进口、销售和使用
欧洲联盟	允许进口、销售、使用和广告
韩国	允许销售，电子烟被认为是烟草产品，并受烟草管制立法的约束。税收很高，电子烟零售价世界最高
日本	部分许可，含有尼古丁的电子烟被禁止使用，被归类为无证医疗产品。HNB允许销售，并是全球最大市场。
马来西亚	含有尼古丁的电子烟被认为是非法的，部分地区完全禁止使用电子烟。政府正在拟定新立法，以规范电子烟。
土耳其	对电子烟的监管不一致。销售并未完全被禁止并且有很多在线商店
印度尼西亚	目前允许，从2018年开始，对非烟草替代品征收高达57%的税收，包括电子烟。政府正考虑全面禁止电子烟

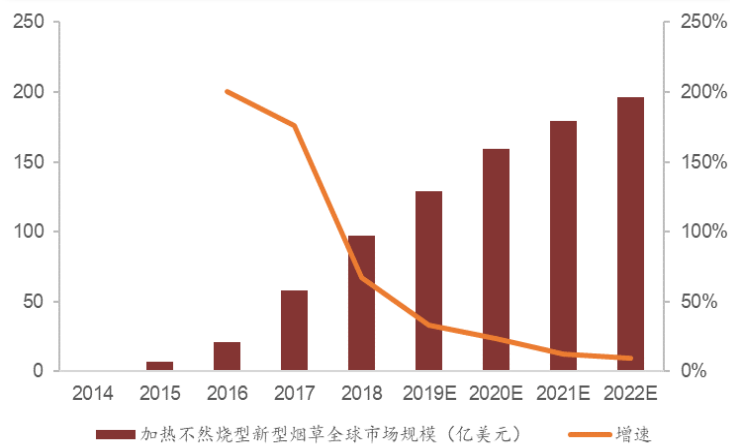
数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

## 全球电子烟市场规模及增速



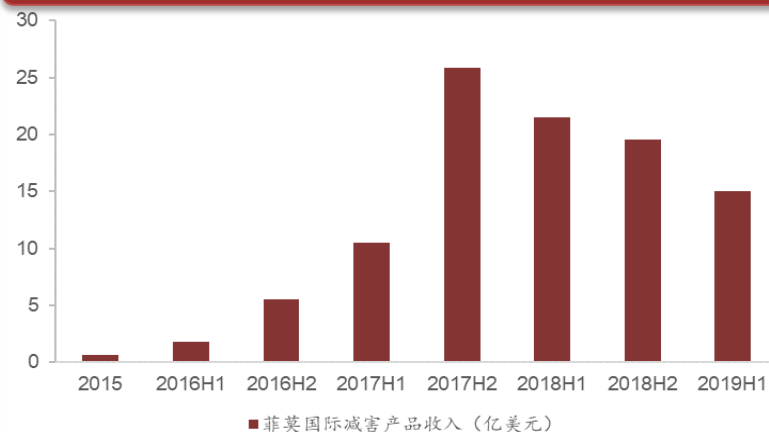
## 全球加热不燃烧型新型烟草规模及增速



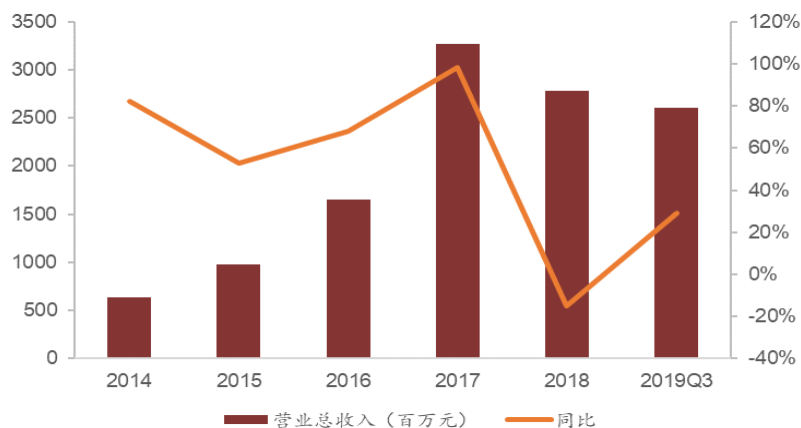
# 新型烟草：看好加热不燃烧在美市场布局，关注盈趣科技

- 菲莫国际的加热不燃烧型产品IQOS从15年开始规模大幅增长，18年和19年受到库存清理以及为IQOS新品铺路的影响，销售规模有所下滑，但随着新品上市，以及美国的渠道逐渐梳理完毕、市场逐步打开，IQOS从2020年起或迎来放量增长。
- 盈趣科技做为IQOS烟具的精密塑胶部件的核心二级供应商，过往几年在IQOS的放量之下，公司业绩保持高速增长势头，18/19受到下游需求的影响增速有所放缓，但随着IQOS的回暖，公司业绩或将重回快速增长趋势。

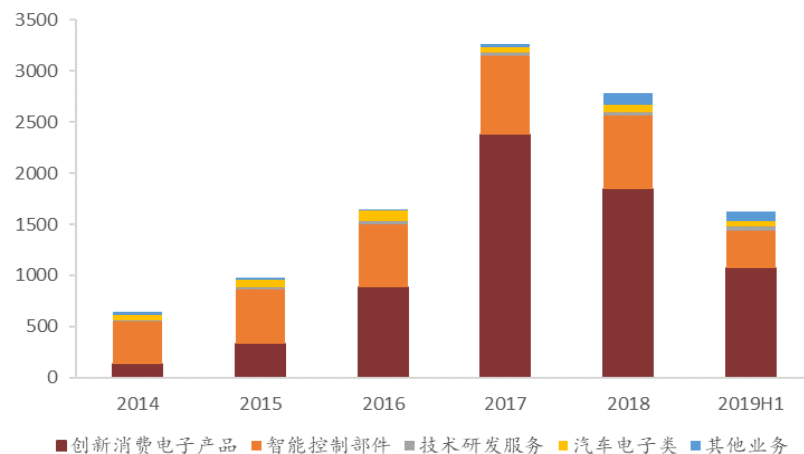
## 菲莫国际减害产品收入变化



## 2014-2019Q3盈趣科技营收及增速变化



## 2014-2019H1盈趣科技按品类营收构成



数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn



# 目 录

◆ 2019年行业回顾

◆ 2020年行业投资策略

家居：竣工如期修复，家居消费有望改善

造纸：业绩拐点显现，存较大向上弹性

包装：高端包装集中度提升，或受益5G换机潮到来

文具：渠道壁垒深厚，办公+文创贡献新增量

新型烟草：或迎政策明朗化，看好HNB美国市场布局

◆ 2020年重点推荐投资标的

# 欧派家居（603833）：品类融合成效显，大宗业务扬帆起

## □ 投资逻辑：

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7200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。

## □ 业绩预测与投资建议

预计2019-2021年EPS分别为4.51元、5.47元、6.7元，对应PE分别为26倍、21倍和17倍，维持“买入”评级。

## □ 风险提示

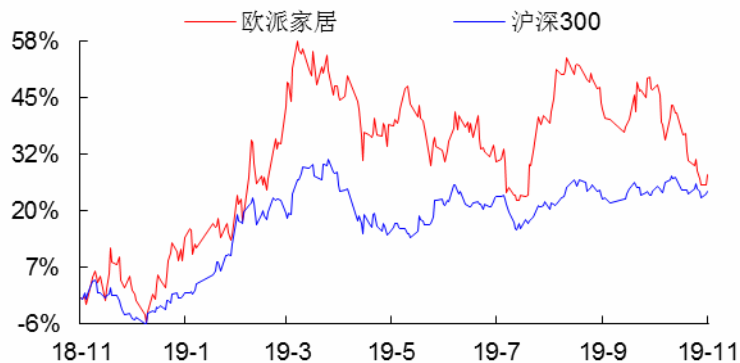
原材料价格大幅上涨的风险；房地产市场下行导致终端销售低于预期的风险；整装业务推进不及预期的风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2018A	2019E	2020E
营业收入（百万元）	11509.39	13239.21	15716.46
营业收入增长率	18.53%	15.03%	18.71%
净利润（百万元）	1571.86	1893.07	2299.33
净利润增长率	20.90%	20.43%	21.46%
EPS（元）	3.74	4.51	5.47
P/E	27	26	21

数据来源：Wind，西南证券

### 股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

# 顾家家居 ( 603816 ) : 渠道扩张逆势提速, 内销增长复苏

## □ 投资逻辑

1) 渠道持续快速扩张。公司目前拥有直营门店、经销门店4500多家, 终端销售渠道掌控力领先。三年内终端门店预计将达到5000-6000家, 门店加速下沉, 支撑公司长期稳定发展。

2) 全品类布局推进。新品类持续稳定增长, 前三季度布艺床垫同比增长约15%, 定制类同比增长约50%, 公司总体内生增速约在2-3%间。

3) 产能提升, 瓶颈消除。

## □ 业绩预测与投资建议

预计公司2019-2021年EPS分别为2.04元、2.52元、3.04元, 对应PE分别为19倍、15倍和13倍, 考虑到公司作为软体龙头, 业绩稳健增长, 维持“买入”评级。

## □ 风险提示

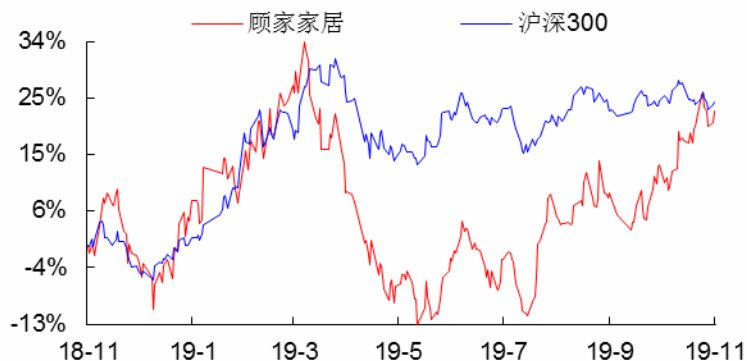
原材料价格大幅波动的风险, 政府补贴不及预期的风险, 汇兑损益大幅波动的风险, 贸易战使公司美国市场销售波动的风险, 产能释放不及预期的风险, 并购企业业绩实现或不及承诺的风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2018A	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	9172.12	11147.21	13626.73
营业收入增长率	37.61%	21.53%	22.24%
净利润 (百万元)	989.36	1226.48	1514.64
净利润增长率	20.29%	23.97%	23.50%
EPS (元)	1.64	2.04	2.52
P/E	24	19	15

数据来源: Wind, 西南证券

### 股价表现



数据来源: Wind, 西南证券整理

# 帝欧家居 ( 002798 ) : 工程业务持续高增长, 瓷砖卫浴协同性强

## □ 投资逻辑

- 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60%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。

## □ 业绩预测与投资建议

预计2019-2021年EPS分别为1.46元、1.88元、2.38元, 对应PE分别为15倍、12倍和9倍, 维持“买入”评级。

## □ 风险提示

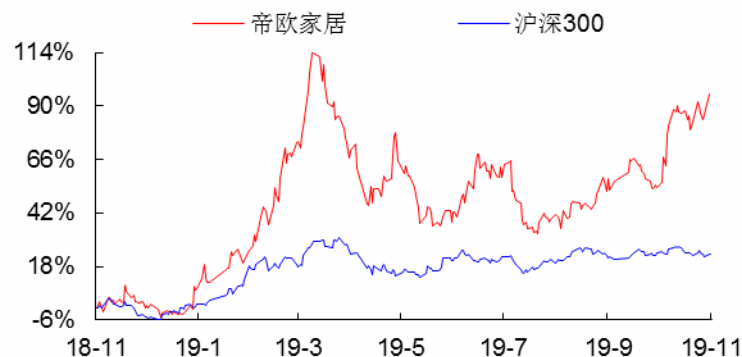
房地产市场变化的风险; 市场竞争加剧的风险; 原材料价格波动的风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2018A	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	4308.34	5730.60	7395.96
营业收入增长率	707.31%	33.01%	29.06%
净利润 (百万元)	380.64	563.86	724.85
净利润增长率	598.10%	48.14%	28.55%
EPS (元)	0.99	1.46	1.88
P/E	22	15	12

数据来源: Wind, 西南证券

### 股价表现



数据来源: Wind, 西南证券整理

# 江山欧派（603208）：工程持续放量带动业绩高增长

## □ 投资逻辑

- 1) 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。

## □ 业绩预测与投资建议

预计2019-2021年EPS分别为2.7元、3.54元、4.65元，对应PE分别为20倍、15倍和11倍，维持“买入”评级。

## □ 风险提示

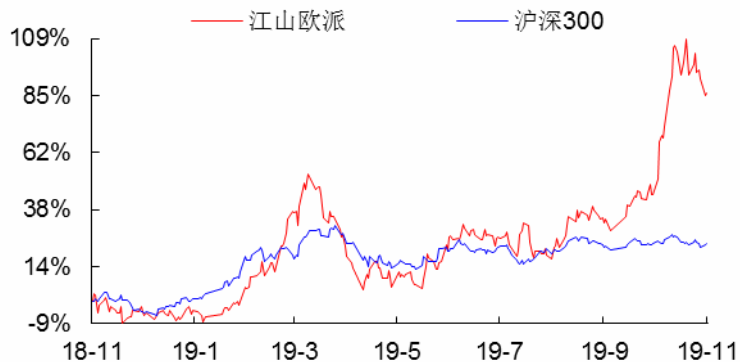
房地产市场变化的风险；市场竞争加剧的风险；原材料价格波动的风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2018A	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1282.87	1846.88	2419.56
营业收入增长率	27.05%	43.96%	31.01%
净利润（百万元）	152.70	218.33	286.12
净利润增长率	11.03%	42.98%	31.05%
EPS（元）	1.89	2.70	3.54
P/E	28	20	15

数据来源：Wind，西南证券

### 股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

# 晨光文具（603899）：经营质量优异，新业态表现亮眼

## □ 投资逻辑

- 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。

## □ 业绩预测与投资建议

预计2019-2021年EPS分别为1.13、1.39、1.69元，对应PE 44倍、36倍、30倍，考虑到公司享有较高的品牌护城河和难以超越的渠道优势，维持“买入”评级。

## □ 风险提示

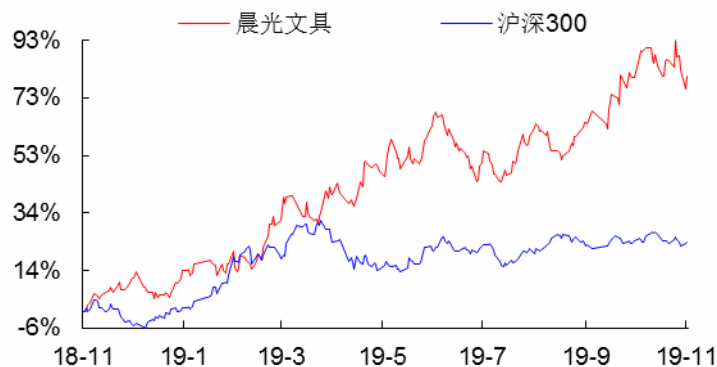
传统业务销售增速不及预期的风险；新业务推进不及预期的风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2018A	2019E	2020E
营业收入（百万元）	8534.99	10939.31	13691.61
营业收入增长率	34.26%	28.17%	25.16%
净利润（百万元）	806.85	1037.07	1281.67
净利润增长率	27.25%	28.53%	23.59%
EPS（元）	0.88	1.13	1.39
P/E	55	44	36

数据来源：Wind，西南证券

### 股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

# 齐心集团（002301）：营收保持高增长，现金流好转

## □ 投资逻辑

- 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。

## □ 业绩预测与投资建议

预计2019-2021年EPS分别为0.38元、0.51元、0.66元，对应PE分别为32倍、24倍和19倍。考虑到公司处于办公集采的快速扩容期，行业赛道好，竞争优势突出，维持“买入”评级。

## □ 风险提示

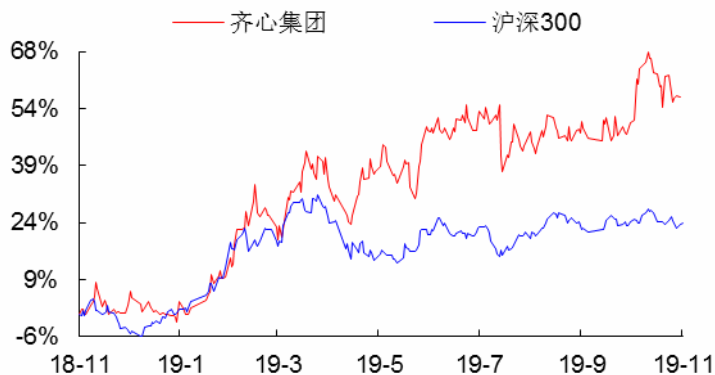
市场竞争加剧的风险；利润率下行的风险；现金流回收低于预期的风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2018A	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4241.24	6472.18	8882.46
营业收入增长率	33.30%	52.60%	37.24%
净利润（百万元）	191.77	278.60	377.26
净利润增长率	36.91%	45.28%	35.41%
EPS（元）	0.26	0.38	0.51
P/E	47	32	24

数据来源：Wind，西南证券

### 股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

# 太阳纸业（002078）：业绩拐点显现，包装纸弹性大

## □ 投资逻辑

1) 文化纸持续提价，企业库存降低，单吨净利触底反弹，明年景气度有望持续；2) 废纸纤维缺口或在明年扩大，有原材料自给的企业将获益；3) 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；4) 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。

## □ 业绩预测与投资建议

预计公司2019-2021年EPS分别为0.8元、0.96元、1.16元，对应PE分别为12倍、10倍、8倍，维持“买入”评级。

## □ 风险提示

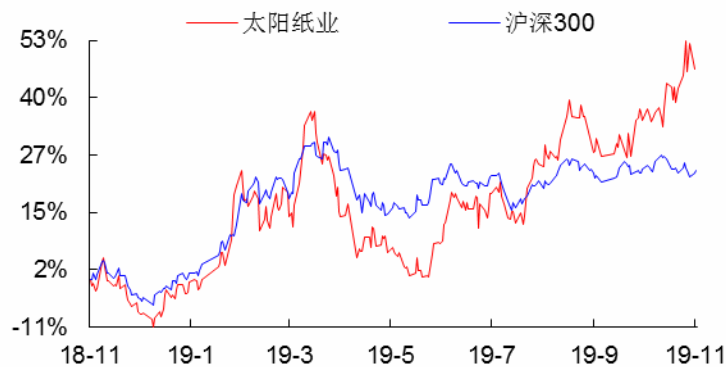
原材料价格大幅波动的风险；纸价出现大幅波动的风险；投资项目投产不及预期的风险；汇率波动风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2018A	2019E	2020E
营业收入（百万元）	21768.40	23121.77	25719.30
营业收入增长率	15.21%	6.22%	11.23%
净利润（百万元）	2237.61	2084.83	2482.31
净利润增长率	10.54%	-6.83%	19.07%
EPS（元）	0.86	0.80	0.96
P/E	11	12	10

数据来源：Wind，西南证券

### 股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理



# 中顺洁柔（002511）：多品类多渠道增长发力，盈利持续向好

## □ 投资逻辑

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。

## □ 业绩预测与投资建议

预计2019-2021年EPS分别为0.46元、0.56元、0.68元，对应PE30倍、24倍、20倍。考虑到公司处于渠道快速拓展期，有较大的弯道超车机会，增速超越同行平均，维持“买入”评级。

## □ 风险提示

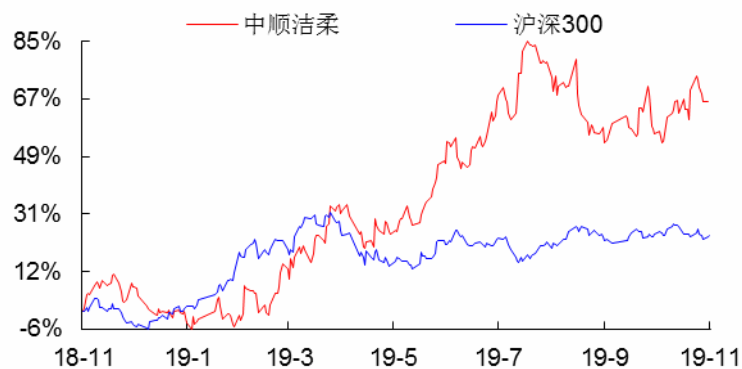
原材料价格大幅波动的风险，终端产品销售低于预期的风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2018A	2019E	2020E
营业收入（百万元）	5678.52	6738.68	7933.36
营业收入增长率	22.43%	18.67%	17.73%
净利润（百万元）	406.99	601.97	732.53
净利润增长率	16.60%	47.91%	21.69%
EPS（元）	0.31	0.46	0.56
P/E	44	30	24

数据来源：Wind，西南证券

### 股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

# 盈趣科技 ( 002925 ) : 业绩持续复苏, 期待电子烟业务继续放量

## □ 投资逻辑

1) IQOS获批, 美国市场上市销售或将拉动公司业绩放量。2019年4月, PMI加热不燃烧型电子烟IQOS通过PMTA, 获得在美销售许可证。10月, IQOS已在亚特兰大和佐治亚州上市销售。公司作为PMI电子烟精密塑胶部件的二级供应商, 公司电子烟业务或将受益。

2) 全球化布局对冲贸易摩擦, 业务线扩充持续推进。为对冲贸易战的影响, 公司加力推进海外产能的布局, 匈牙利和马来西亚工厂已经落地。家用雕刻机快速放量, 公司持续加强与核心客户罗技、Asetek等合作深度, 整体增长保持稳定。同时, 公司继续推进汽车电子的业务开发, 多款新品成功量产, 并已与宇通、金龙、亚星、沃尔沃等商用车商达成合作关系。

## □ 业绩预测与投资建议

预计2019-2021年EPS分别为2.04元、2.64元、3.33元, 对应PE分别为20倍、16倍和12倍, 维持“买入”评级。

## □ 风险提示

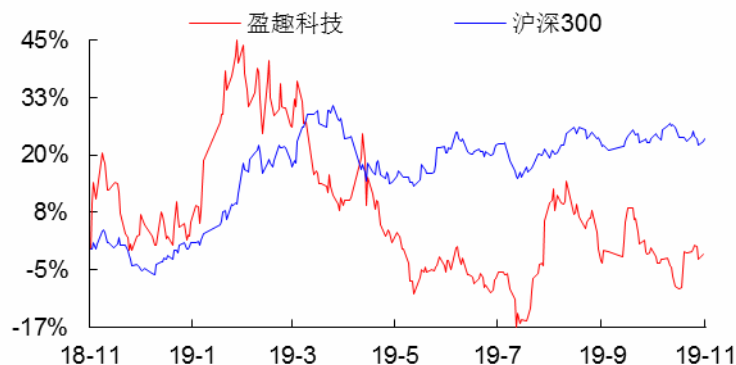
政策限制加严, 电子烟业务发展受阻; 中美贸易战继续升级。

### 业绩预测和估值指标

指标	2018A	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2778.73	3624.69	4596.36
营业收入增长率	-14.95%	30.44%	26.81%
净利润 (百万元)	813.67	936.82	1208.33
净利润增长率	-17.30%	15.13%	28.98%
EPS (元)	1.78	2.04	2.64
P/E	23	20	16

数据来源: Wind, 西南证券

### 股价表现



数据来源: Wind, 西南证券整理

# 裕同科技 ( 002831 ) : 高端包装龙头 , 5G或将带动业绩提速

## □ 投资逻辑

1) 公司是高端品牌包装整体解决方案提供商, 约70%以上收入来自消费电子行业, 客户覆盖富士康、华为、联想等, 同时仍持续拓展新客户。随着5G商业化的推进, 2020年消费电子预计回暖, 公司或将受益。

2) 公司加大了智能硬件、烟酒、大健康、化妆品和奢侈品等市场的开发力度。尤其是在化妆品和日化市场, 深入拓展宝洁、联合利华和欧莱雅等优质大客户, 部分新客户订单已逐渐放量。

## □ 业绩预测与投资建议

预计公司2019-2021年EPS分别为1.3元、1.59元、1.98元, 对应PE分别为19倍、15倍、12倍, 维持“买入”评级。

## □ 风险提示

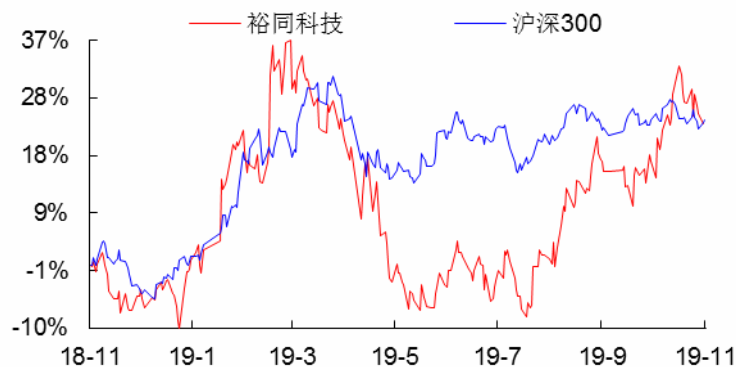
原材料价格大幅波动的风险; 下游客户增长不及预期的风险; 汇兑损益波动较大的风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2018A	2019E	2020E
营业收入 ( 百万元 )	8578.24	9933.39	11972.80
营业收入增长率	23.47%	15.80%	20.53%
净利润 ( 百万元 )	945.58	1141.71	1397.09
净利润增长率	1.47%	20.74%	22.37%
EPS ( 元 )	1.08	1.30	1.59
P/E	23	19	15

数据来源: Wind, 西南证券

### 股价表现



数据来源: Wind, 西南证券整理

## 部分公司估值表

代码	公司	股价	EPS			PE			投资评级
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
603833	欧派家居	99.88	4.51	5.47	6.70	26	21	17	买入
603816	顾家家居	38.74	2.04	2.52	3.04	19	15	13	买入
002798	帝欧家居	23.99	1.46	1.88	2.38	16	13	10	买入
603208	江山欧派	52.75	2.70	3.54	4.65	20	15	11	买入
603899	晨光文具	48.17	1.13	1.39	1.69	43	35	28	买入
002078	太阳纸业	9.2	0.8	0.96	1.16	12	10	8	买入
002511	中顺洁柔	13.65	0.46	0.56	0.68	30	24	20	买入
002301	齐心集团	12.29	0.38	0.51	0.66	32	24	19	买入
002925	盈趣科技	41	2.04	2.64	3.33	20	16	12	买入
002831	裕同科技	24.52	1.3	1.59	1.98	19	15	12	买入

数据来源：Wind，西南证券（截止2019/11/23）

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：蔡欣  
执业证号：S1250517080002  
电话：023-67511807  
邮箱：cxin@swsc.com.cn

## 西南证券投资评级说明

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

## 分析师承诺

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。

## 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

## 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	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	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
	高梦悦	销售经理	18682149415	18682149415	gaomy@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn