



家居标的 Q4 业绩整体向好，继续推荐

投资要点

- 家居：**整体上我们看好家居板块在竣工修复及业绩低基数下弹性机会。目前家居一二线标的估值差异较大，二线优质资产有望迎来估值修复，但需精选基本面优质个股。近期部分家居标的公布业绩快报，业绩向好趋势明显，其中欧派家居 Q4 归母净利润同比增长 24.3%-64.1%，索菲亚 Q4 归母净利润增长 21.4%-51.5%，江山欧派 Q4 归母净利润同比增长 76.8%，均超预期，展现出龙头家居标的疫情后的快速修复能力，符合我们前期判断。我们更看好家居标的在 21 年或有的优异表现。**一方面**，考虑到过去累积的竣工面积将逐步释放，2021 全年是竣工快速放量期，家居终端零售继续回暖，前期积累的订单将在今年兑现，业绩弹性较大。**另一方面**，疫情导致龙头公司市占率进一步提升，品牌、渠道、供应链管理能力和进一步增强，长期优势更显著。定制家居方面，由于线下上门量尺及安装服务环节较重，疫情导致线下客流减少业绩承压。但从三季报看疫情对生产和销售的负面影响已大幅减弱，接单口径逐月好转，预收账款正增长，三季度部分企业业绩已率先恢复至正常水平，行业拐点明显，零售家居部分切入 B 端市场也较快拥有业绩弹性。软体家居对线下门店的依赖程度相对较低，企业迅速发力线上得以补充线下订单的不足，且行业竞争格局相对较好，精装冲击小，龙头率先复苏，软体家居内销业务仍将保持亮眼增长，外销订单也呈现爆发趋势。工程业务方面，去年部分龙头地产商在加快资金回笼的需求，市场担心行业精装率降低，但我们认为这是疫情和“三条红线”监管下的非常态情况。从长期看，无论是政策推动还是地产商利益驱动，精装率的提升是长趋势，精装市场有望继续扩容。值得注意的是，近年来各路资本入局 B 端业务，行业竞争可能出现加剧，我们的选股思路从行业 beta 向有壁垒的个股 alpha 转变，优选在品类扩张、制造壁垒等方面有优势的标的。**推荐欧派家居（603833）、志邦家居（603801）、顾家家居（603816）、敏华控股（01999）、江山欧派（603208）。**
- 造纸及个护：**浆价自 11 月起明显上行，涨幅近 50%。目前针叶浆达到 6480 元/吨，阔叶浆达到 5018 元/吨。短期文化纸厂吨盈利压力加大，因此在上周文化纸厂再发提价函，在一个季度内累积提价 1000 元/吨，展现出文化纸厂对后市较强的信心。目前已临近春节假期，市场交投减少，提价落地情况较难观察，处于信息真空期，实际需求落地情况要以节后交投恢复后为准，判断短期以震荡为主。但从中长期看文化纸和白卡纸竞争格局经过几年调整出清后明显向好，大厂产业链议价力大幅增强，21 年盈利空间打开，周期性有望逐步减弱，中性盈利水平提升，**推荐文化纸龙头太阳纸业（002078）。**生活用纸行业持续扩容，大品牌集中度尚有提升空间，纸浆价格底部盘整，品牌企业盈利维持高位，洁柔凭借产品力和渠道力实现超越，线上持续高增长，成长性优越，**持续推荐中顺洁柔（002511）。**
- 包装：**关注限塑令催生的绿色包装新机遇。以消费电子为代表的 3C 包装和消费品包装（化妆品、烟酒包等），受益于产业链催化，中高端包装崛起，且集中度较高，盈利能力较强；“限塑令”催化下绿色包装、可降解包装将迎来快速发展期，长期看好包装龙头裕同科技。电子烟赛道长期趋势向好，政策催化有

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

联系人：赵兰亭

电话：023-67511807

邮箱：zhl@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	146
行业总市值(亿元)	12,125.39
流通市值(亿元)	11,933.77
行业市盈率 TTM	22.97
沪深 300 市盈率 TTM	16.4

相关研究

- 轻工行业双周报（1.4-1.17）：二线优质资产有望迎来估值修复期（2021-01-18）
- 轻工行业双周报（12.21-1.3）：浆价持续上行，关注终端传导能力（2021-01-04）
- 个护专题：国产质造崛起，国货迎黄金期（2020-12-31）
- 轻工行业双周报（12.7-12.20）：关注竣工回暖趋势下家居产业链（2020-12-20）
- 轻工行业双周报（11.23-12.6）：地产竣工有望迎来修复，持续推荐江山欧派、中顺洁柔（2020-12-07）

望落地，烟标企业与各地中烟公司合作紧密，逐渐进入新型烟草赛道，未来有望迎来发展新机遇。

- **文娱方面**，顺利开学后需求明显回暖，企业库存周转加速，板块业绩出现回升。企业集采方面继续保持高增长，集采对企业的品牌口碑、规模生产、供应链管理、仓储物流和信息化建设均提出了更高的要求，综合实力突出的龙头企业（齐心、晨光、得力）将持续受益，集采的格局有望进一步集中，推荐晨光文具（603899）。
- **重点推荐个股**：本周重点推荐四条主线：1）家居零售标的订单修复，重点关注三季度业绩向上弹性较大的标的，推荐欧派家居（603833）、志邦家居（603801）、顾家家居（603816）、敏华控股（01999）；2）周期修复，纸价反弹，推荐太阳纸业（002078）；3）必选消费品文具龙头晨光文具（603899）、中顺洁柔（002511）。
- **风险提示**：家具企业受地产竣工不及预期影响销售下滑的风险；各类纸品价格出现大幅波动的风险。



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES



目录

1 行业主要数据回顾	1
2 复盘情况	1
3 行业重要资讯.....	4
4 行业数据跟踪.....	6
5 本周重点推荐标的	10
6 风险提示	11

图 目 录

图 1: 申万一级行业周涨跌幅排名	2
图 2: 轻工制造行业及子板块涨跌幅排名	2
图 3: 轻工制造行业涨跌幅前十个股 (%)	3
图 4: 重点推荐标的收益率及平均收益率	3
图 5: 国际阔叶浆价格走势 (美元/吨)	6
图 6: 国际针叶浆价格走势 (美元/吨)	6
图 7: 废黄板纸价格走势 (元/吨)	6
图 8: 美废 13#价格走势 (美元/吨)	6
图 9: 双胶纸价格走势 (元/吨)	6
图 10: 双铜纸价格走势 (元/吨)	6
图 11: 白卡纸价格走势 (元/吨)	7
图 12: 白板纸价格走势 (元/吨)	7
图 13: 箱板纸价格走势 (元/吨)	7
图 14: 瓦楞纸价格走势 (元/吨)	7
图 15: 生活用纸价格走势 (元/吨)	7
图 16: 三大港口纸浆库存量 (万吨)	7
图 17: 中国铜版纸周度企业库存 (环比, %)	8
图 18: 中国双胶纸周度企业库存 (环比, %)	8
图 19: 中国箱板纸周度企业库存	8
图 20: 中国瓦楞纸周度企业库存	8
图 21: 中国白卡纸周度企业库存 (环比, 天数)	8
图 22: 中国白板纸周度企业库存 (环比, 天数)	8
图 23: 中国铜版纸周度企业开工负荷率	9
图 24: 中国双胶纸周度企业开工负荷率	9
图 25: 中国箱板纸周度企业开工负荷率	9
图 26: 中国瓦楞纸周度企业开工负荷率	9
图 27: 中国白卡纸周度企业开工负荷率 (环比)	9
图 28: 中国白板纸周度企业开工负荷率 (环比)	9
图 29: TDI/MDI 价格走势	10

表 目 录

表 1: 轻工制造板块回顾	2
---------------------	---

1 行业主要数据回顾

出口: 单 12 月家具出口金额为 491.3 亿元, 同比增长 19.7%, 环比 11 月增长 6.5%; 2020 全年家具出口金额累计值为 4038.6 亿元, 同比增长 11.8%。

家具社零数据: 单 12 月全国家具零售总额为 194 亿元, 同比增长 0.4%; 1-12 月全国家具零售总额累计值为 1598 亿元, 同比下降 7.0%, 降幅收窄 0.9pp。

卷烟: 单 12 月卷烟产量为 1242.4 亿支, 同比下降 7.7%; 1-12 月卷烟产量累计值为 23863.7 亿支, 同比增长 0.9%。

房地产:

销售方面, 单 12 月全国商品住宅销售面积为 21571.2 万平方米, 同比增长 11.5%, 环比 11 月增长 41.8%; 1-12 月全国商品住宅销售面积累计值为 154878.5 万平方米, 同比增长 10.8%。

竣工方面, 单 12 月全国商品住宅竣工面积为 23255.1 万平方米, 同比增长 2.3%, 环比 11 月增长 222.4%; 1-12 月全国商品住宅竣工面积累计值为 65910 万平方米, 同比下降 3.1%, 降幅收窄 2.7pp。

新开工方面, 单 12 月全国商品住宅新开工面积为 16985 万平方米, 同比增长 6%, 环比 11 月增长 14.3%; 1-12 月全国商品住宅新开工面积累计值为 164328.5 万平方米, 同比下降 1.9%, 降幅收窄 0.8pp。

二手房方面, 12 月 12 个大中城市二手房销售面积为 870.1 万平方米, 同比增长 0.6%。

造纸原材料: 美废 13# 上周均价为 233.5 美元/吨 (+0 美元/吨); 漂白针叶浆-加拿大月亮上周均价 800 美元/吨 (+0 美元/吨); 漂白阔叶浆-巴西鸚鵡上周均价 580 元/吨 (+40 美元/吨); 化机浆-佳维上周均价 550 美元/吨 (+10 美元/吨)。

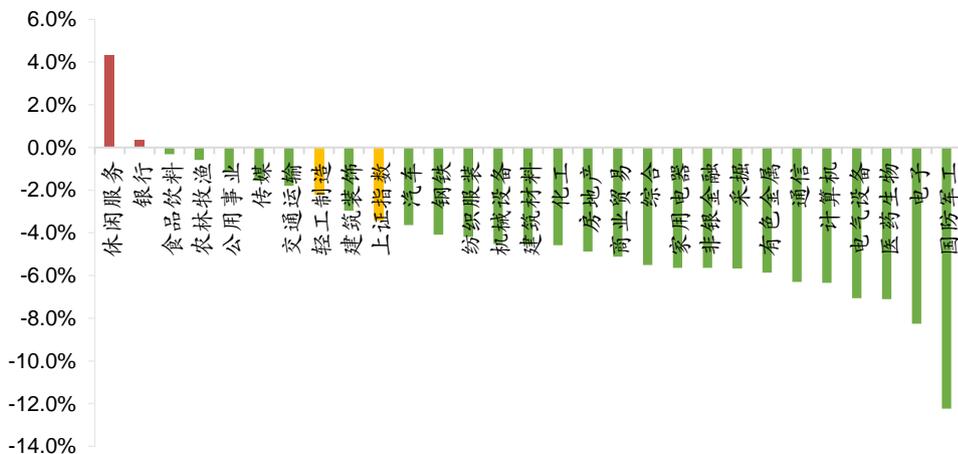
原纸: 灰底白板纸上周市场均价 5305 元/吨 (+100 元/吨); 白卡纸上周市场均价 7709.29 元/吨 (+222.15 元/吨); 瓦楞纸上周市场均价 4057.5 元/吨 (+52.5 元/吨); 双铜纸上周市场均价 5902 元/吨 (+144 元/吨); 双胶纸上周市场均价 5872.5 元/吨 (+230 元/吨)。

金银珠宝: 12 月单月金银珠宝零售总额为 289.1 亿元, 当月同比增长 11.6%; 1-12 月金银珠宝零售总额累计值为 2376 亿元, 同比下滑 4.7%, 降幅收窄 1.9pp。

2 复盘情况

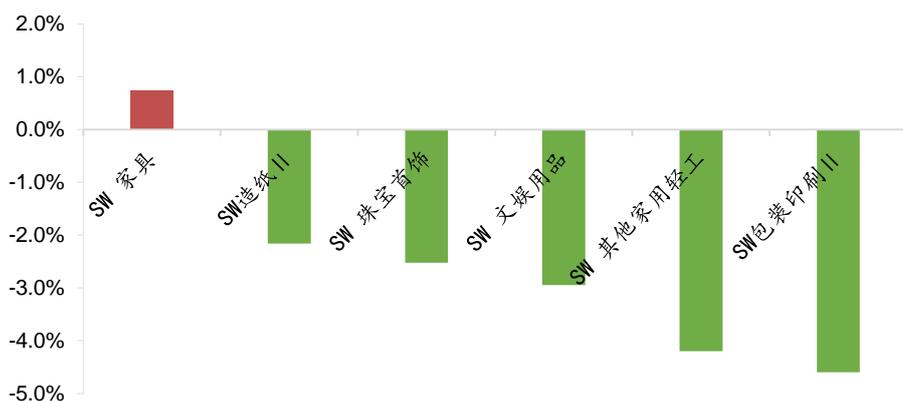
板块走势回顾: 上周申万轻工制造行业指数收 2677.2 点, 周跌幅 2.2%; 上证指数收 3483.1 点, 周跌幅 3.4%, 板块跑赢大盘 1.2pp, 在申万一级行业中涨跌幅排名第 8 位。分子板块来看, 上周家具板块表现相对较好, 周涨幅为 0.7%, 跑赢大盘 4.1pp。造纸、珠宝首饰、文娱用品、其他家用轻工、包装印刷板块的涨跌幅分别为 -2.2%、-2.5%、-2.9%、-4.2%、-4.6%。

图 1: 申万一级行业周涨跌幅排名



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 2: 轻工制造行业及子板块涨跌幅排名



数据来源: Wind, 西南证券整理

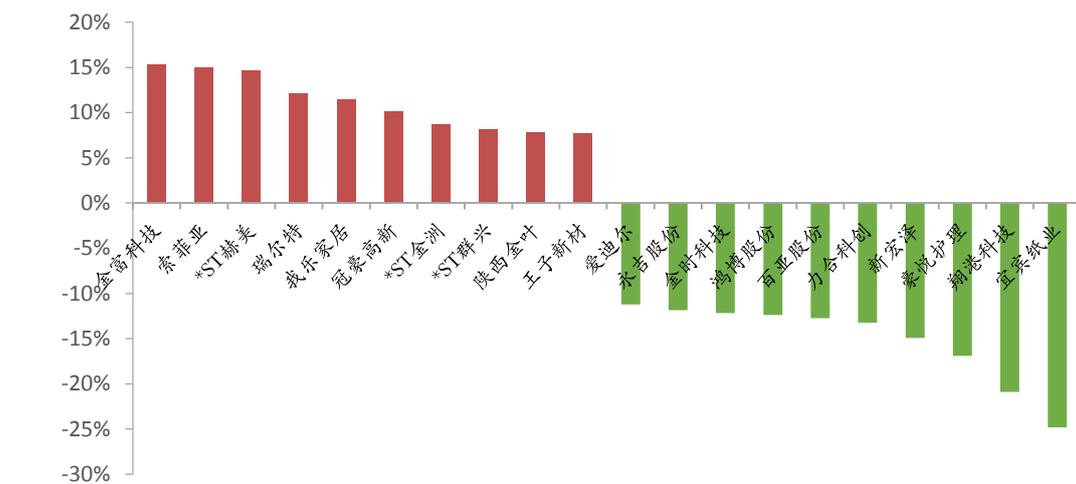
表 1: 轻工制造板块回顾

子板块	前一周涨幅%	上周涨幅%	本月涨幅%	本年涨幅%
SW 造纸 II	-2.5%	-2.2%	6.3%	6.3%
SW 包装印刷 II	4.4%	-4.6%	-2.8%	-2.8%
SW 家具	6.4%	0.7%	6.6%	6.6%
SW 珠宝首饰	5.9%	-2.5%	2.2%	2.2%
SW 文娱用品	1.2%	-2.9%	2.2%	2.2%
SW 其他家用轻工	2.1%	-4.2%	-2.4%	-2.4%
SW 轻工制造	2.7%	-2.2%	2.7%	2.7%
上证指数	1.1%	-3.4%	0.3%	0.3%

数据来源: Wind, 西南证券整理

个股涨跌幅：上周轻工板块涨幅排名前十的个股主要集中在家具及包装印刷板块，其中金富科技(+15.3%)、索菲亚(+15.0%)、*ST 赫美(+14.6%)、瑞尔特(+12.0%)、我乐家居(+11.4%)涨幅居前五。分子板块来看，家具板块涨幅排名前三的个股分别为索菲亚(+15.0%)、我乐家居(+11.4%)、菲林格尔(+6.0%)；包装印刷板块上周涨幅排名前三的个股分别为金富科技(+15.3%)、陕西金叶(+7.8%)、王子新材(+7.7%)。宜宾纸业(-24.8%)、翔港科技(-20.9%)、豪悦护理(-16.9%)等个股表现较弱。

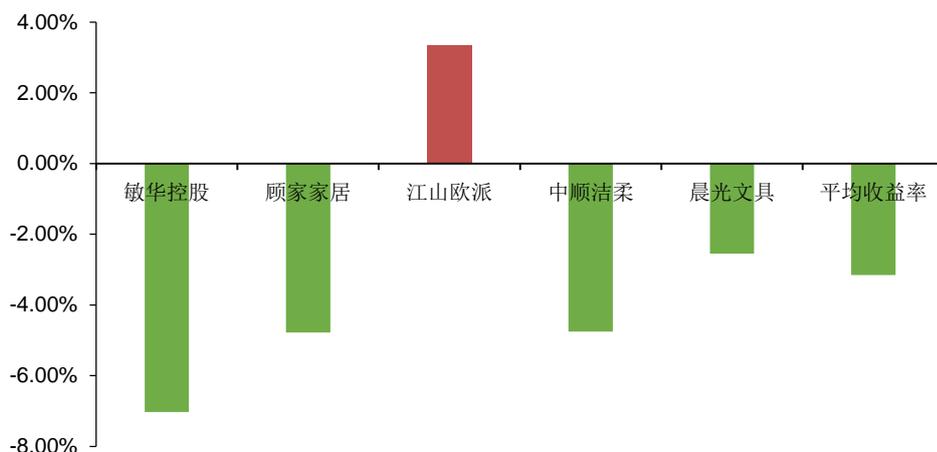
图 3：轻工制造行业涨跌幅前十个股 (%)



数据来源：Wind, 西南证券整理

上周重点推荐标的的走势：敏华控股(1999.HK)上周收盘价 17.2 港元，周跌幅 7.0%；顾家家居(603816.SH)上周收盘价 77.6 元，周跌幅 4.8%；江山欧派(603208.SH)上周收盘价 109.6 元，周涨幅 3.3%；中顺洁柔(002511.SZ)上周收盘价 23.5 元，周跌幅 4.8%；晨光文具(603899.SH)上周收盘价 94.1 元，周跌幅 2.6%。平均收益率为-3.2%，跑赢大盘 0.3pp。

图 4：重点推荐标的的收益率及平均收益率



数据来源：Wind, 西南证券整理

3 行业重要资讯

宏观及全球市场:

2021年1月18日,国家统计局公布最新经济数据:经初步核算,全年国内生产总值101.6万亿元,按可比价格计算,比上年增长2.3%。分季度看,一季度同比下降6.8%,二季度增长3.2%,三季度增长4.9%,四季度增长6.5%。分产业看,第一产业增加值7.8万亿元,比上年增长3.0%;第二产业增加值38.4万亿元,增长2.6%;第三产业增加值55.4万亿元,增长2.1%。

全年全国规模以上工业增加值比上年增长2.8%;全年全国服务业生产指数与上年持平。信息传输、软件和信息技术服务业,金融业增加值分别增长16.9%、7.0%,增速分别快于第三产业14.8、4.9个百分点;全年社会消费品零售总额39.2万亿元,比上年下降3.9%;全年货物进出口总额32.2万亿元,比上年增长1.9%;全年居民消费价格上涨2.5%,低于上年2.9%的涨幅,也低于3.5%左右的全年预期目标;全年城镇新增就业1186万人,明显高于900万人以上的预期目标,完成全年目标的131.8%。

1月28日国家统计局发布2020年居民收入和消费支出情况:2020年,全国居民人均可支配收入32189元,比上年名义增长4.7%,扣除价格因素,实际增长2.1%。其中,城镇居民人均可支配收入43834元,增长(以下如无特别说明,均为同比名义增速)3.5%,扣除价格因素,实际增长1.2%;农村居民人均可支配收入17131元,增长6.9%,扣除价格因素,实际增长3.8%。

2020年,全国居民人均消费支出21210元,比上年名义下降1.6%,扣除价格因素,实际下降4%。其中,城镇居民人均消费支出27007元,下降3.8%,扣除价格因素,实际下降6%;农村居民人均消费支出13713元,增长2.9%,扣除价格因素,实际下降0.1%。

2020年1—12月份,全国固定资产投资(不含农户)51.9万亿元,比上年增长2.9%,增速比1—11月份提高0.3个百分点。其中,民间固定资产投资28.9万亿元,增长1%,增速提高0.8个百分点。从环比速度看,12月份固定资产投资(不含农户)增长2.3%。

据国家统计局1月27日消息,2020年,规模以上工业企业实现营业收入106.1万亿元,比上年增长0.8%;发生营业成本89万亿元,增长0.6%;营业收入利润率为6.1%,比上年提高0.2个百分点;2020年全国规模以上工业企业实现利润总额64516.1亿元,比上年增长4.1%。

造纸:

1月木浆价格迎来大涨 短期可能强势震荡。据生意社数据监测:2021年1月针叶木浆和阔叶木浆价格都处于大幅上涨的趋势,上涨幅度已经突破前高。1月28日针叶木浆山东地区市场均价为6475元/吨,与月初(1月1日针叶木浆市场均价为5412.5元/吨)针叶木浆山东地区市场均价相比上调1062.5元/吨,上涨了19.6%。而1月28日阔叶木浆山东地区市场均价为5150元/吨,与月初(1月1日阔叶木浆市场均价为4262.5元/吨)阔叶木浆山东地区市场均价相比上调887.5元/吨,上涨了20.8%。

通过观测市场变化来看,本月木浆现货市场价格延续2020年末的上涨趋势持续上行。受下游需求复苏、人民币升值等因素影响,木浆现货市场价格不断持续走强。期货价格近段时间涨势如潮,自2019年11月27日纸浆期货上市以来,除了阶段性上涨之外,价格基本

长期处于低位震荡，2020年11月初开始期货价格开始上涨，直至本月末创下上市以来的新高，这也带动着木浆现货价格跟随上行。再加之近期下游生活用纸价格持续报涨，使得木浆市场需求也得到了提升。

目前在“双禁”的政策下，纸浆市场需求恢复较快，且有增量的预期。“禁塑令”的实施，会增加包装纸和其它纸质产品的需求。而“禁废令”使得废纸市场紧缺情况较高，这对于木浆需求起到了激发作用。随着国外疫情影响的常态化，疫苗的逐步落地，需求开始逐步提升，叠加海运费上涨3倍之多，纸浆外盘报价不断攀升。在各种因素的影响下，木浆价格不断上涨。当前针叶木浆参考报价范围：银星6500元吨，阔叶木浆价格范围在5150-5200元/吨。

地产家居：

在房贷新规实施的首月，广州四大行房贷全线涨价。据证券日报消息，1月24日广州银行业已被金融监管窗口指导，个人按揭贷款被“双管控”：新增个人住房贷款占比不能超过12.6%；各银行每个月新增个人住房贷款额度不能超过2020年10月份、11月份、12月份三个月的平均放款额度。紧接着，1月27日起，广州的四大行房贷全线涨价，工农中建四大行的首套房贷利率调整为LPR+55bp，二套房贷LPR+75bp，而此前是首套房为LPR+40bp，二套房是LPR+60bp，变更后首套房贷的利率为5.2%，而二套房则为5.4%。

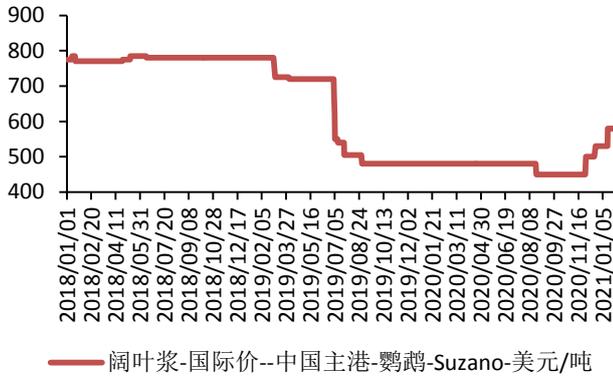
近日，住房和城乡建设部副部长倪虹带队赴上海、深圳等地调研督导房地产市场情况。倪虹表示，中央经济工作会议再次强调了要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，并将“解决好大城市住房突出问题”作为2021年度重点任务之一，城市政府要充分认识保持房地产市场平稳健康发展的重要性，毫不动摇坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，不将房地产作为短期刺激经济的手段，切实落实城市主体责任。

除上海、深圳外，1月27日，杭州发布《关于进一步加强房地产市场调控的通知》，从住房限购、住房限售、税收调节和无房家庭认定标准及高层次人才优先购房政策等方面进一步加强房地产市场调控。至此，仅7天时间，上海、深圳、杭州三大热点城市相继加码楼市调控政策。

受待售房屋短缺拖累，12月美国成屋购买合同数量连续第四个月录得下降，这推高了房价。2020年，现房销售量达到14年来的最高水平。美国房地产经纪协会NAR首席经济学家Lawrence Yun在一份声明中称，“住房需求很高，潜在买家人数众多。这种需求上升而供应没有显著增加的情况，已经导致房价上涨，我们可以预期在可预见的未来，房价将面临进一步的上行压力。”

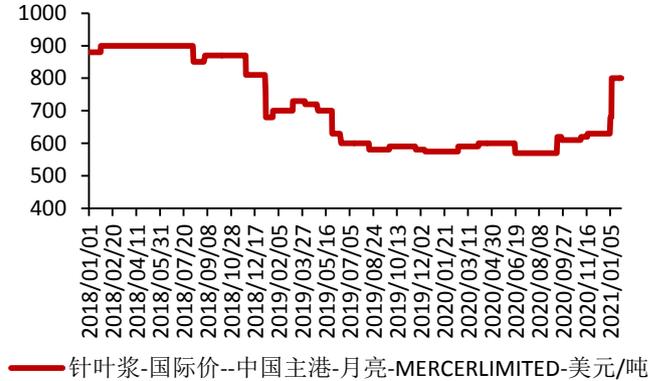
4 行业数据跟踪

图 5: 国际阔叶菜价格走势 (美元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

图 6: 国际针叶菜价格走势 (美元/吨)



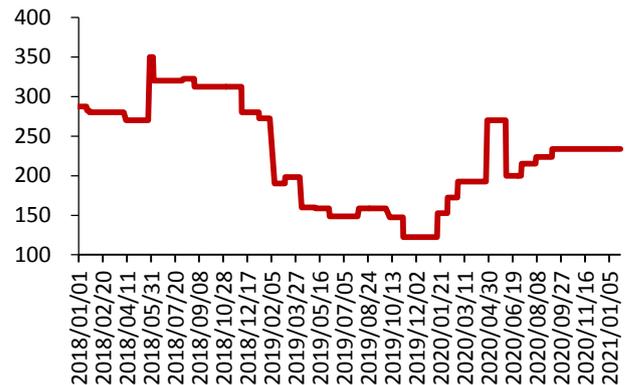
数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

图 7: 废黄板纸价格走势 (元/吨)



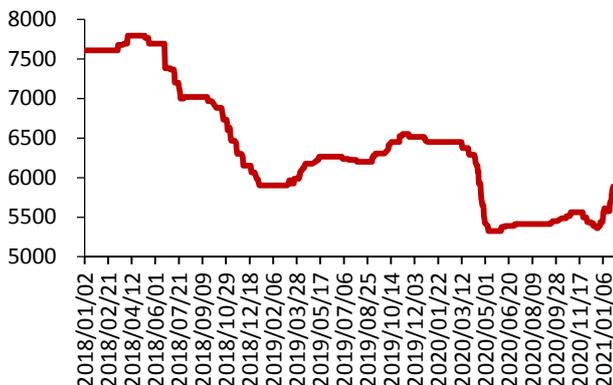
数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

图 8: 美废 13# 价格走势 (美元/吨)



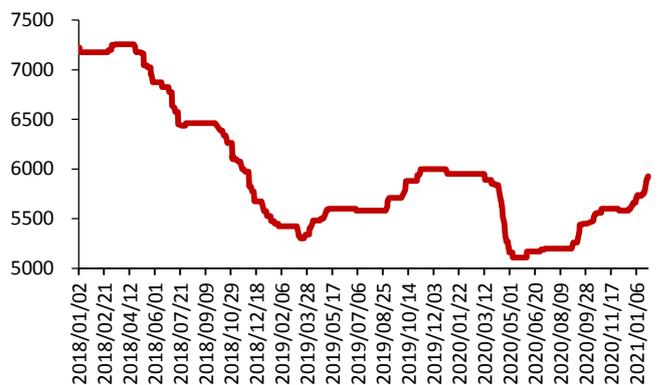
数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

图 9: 双胶纸价格走势 (元/吨)



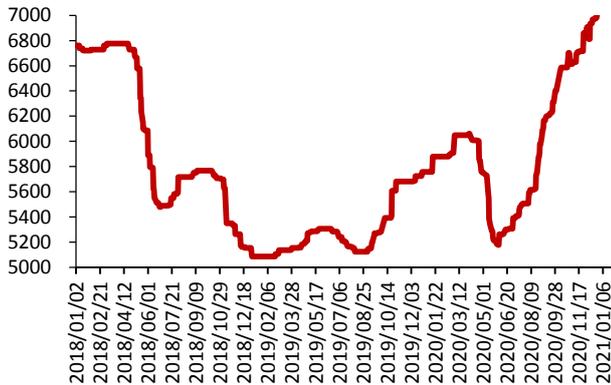
数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

图 10: 双铜纸价格走势 (元/吨)



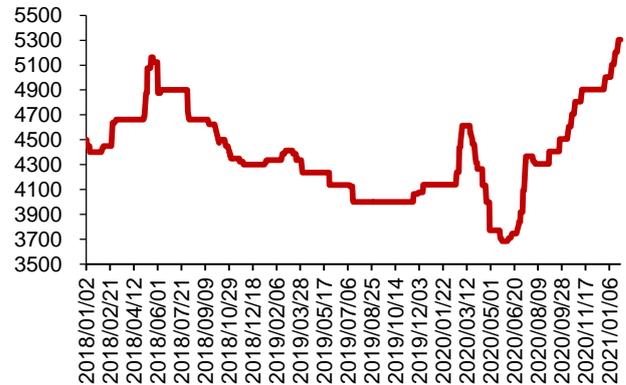
数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

图 11: 白卡纸价格走势 (元/吨)



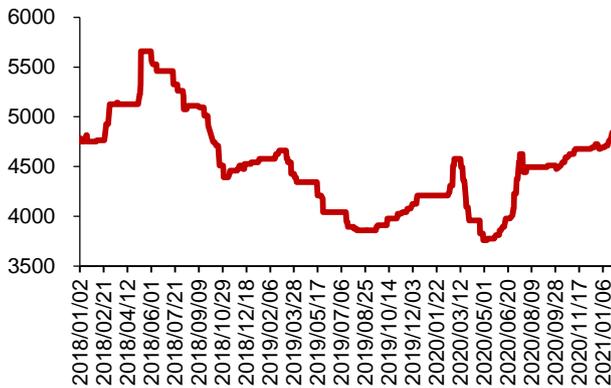
数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

图 12: 白板纸价格走势 (元/吨)



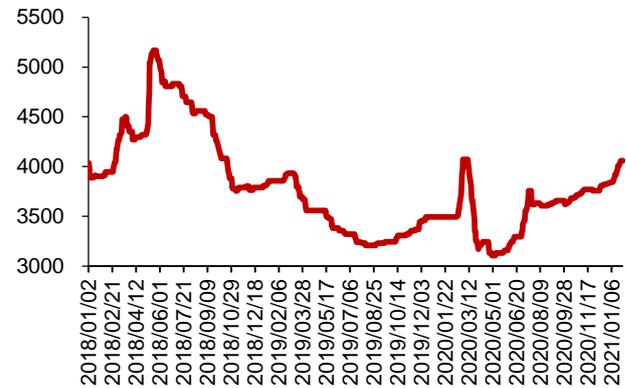
数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

图 13: 箱板纸价格走势 (元/吨)



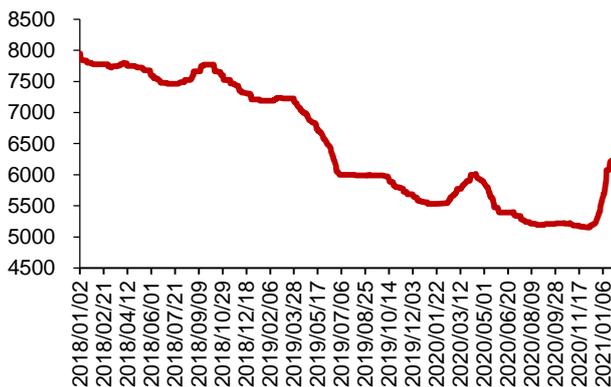
数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

图 14: 瓦楞纸价格走势 (元/吨)



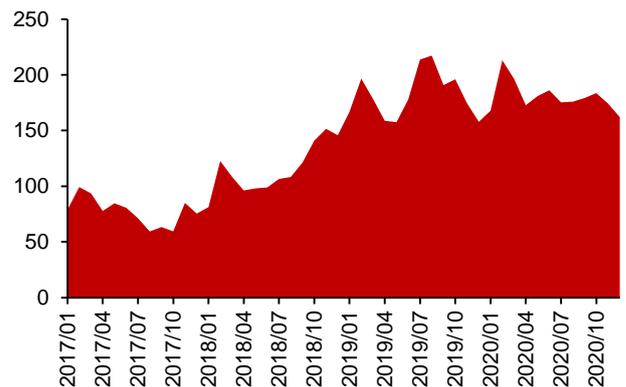
数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

图 15: 生活用纸价格走势 (元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

图 16: 三大港口纸浆库存量 (万吨)



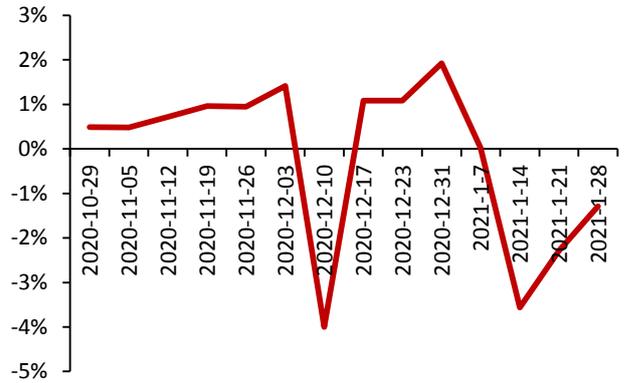
数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

图 17: 中国铜版纸周度企业库存 (环比, %)



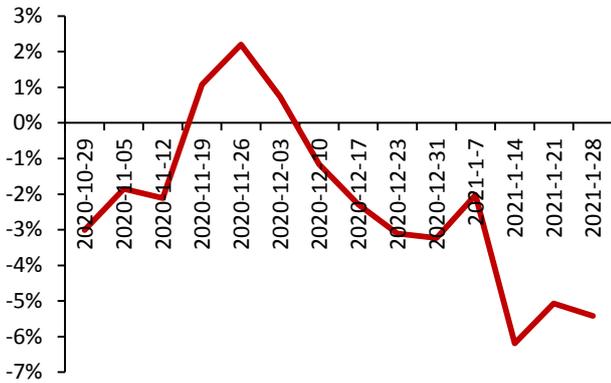
数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

图 18: 中国双胶纸周度企业库存 (环比, %)



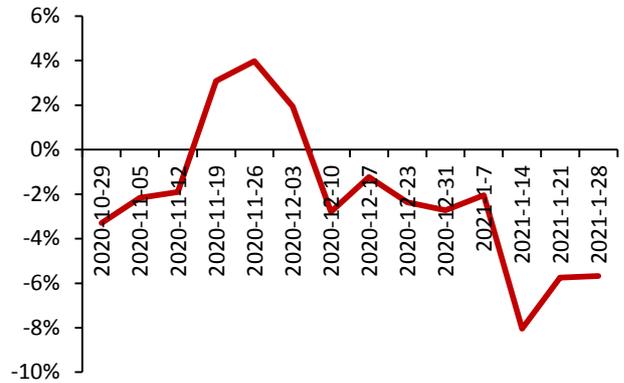
数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

图 19: 中国箱板纸周度企业库存



数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

图 20: 中国瓦楞纸周度企业库存



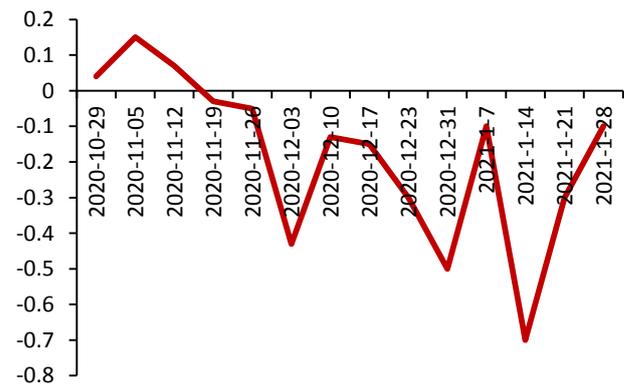
数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

图 21: 中国白卡纸周度企业库存 (环比, 天数)

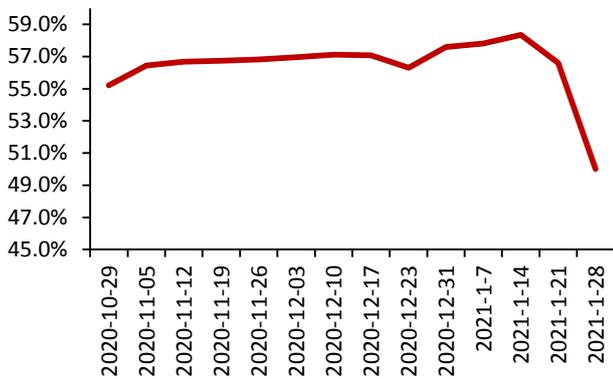


数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

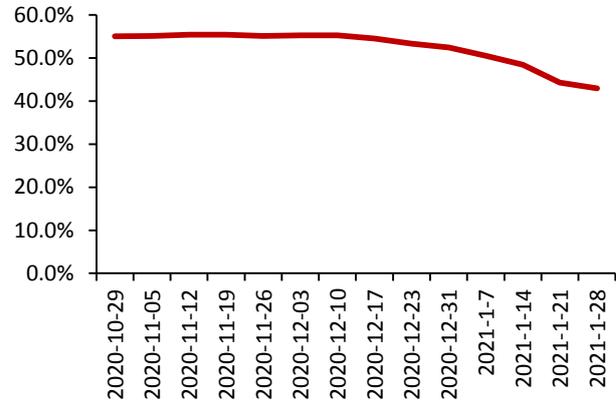
图 22: 中国白板纸周度企业库存 (环比, 天数)



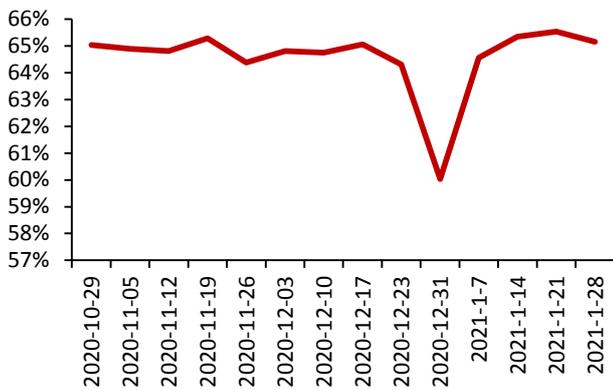
数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

图 23: 中国铜版纸周度企业开工负荷率


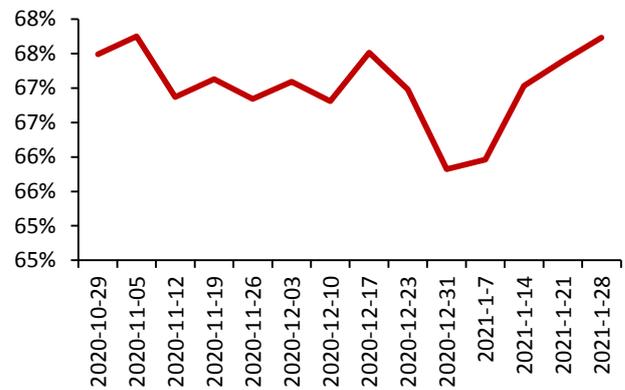
数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

图 24: 中国双胶纸周度企业开工负荷率


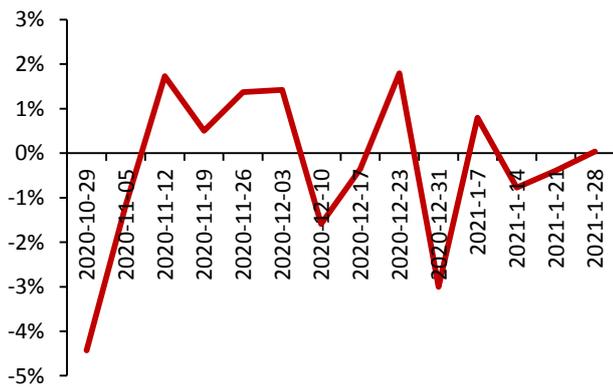
数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

图 25: 中国箱板纸周度企业开工负荷率


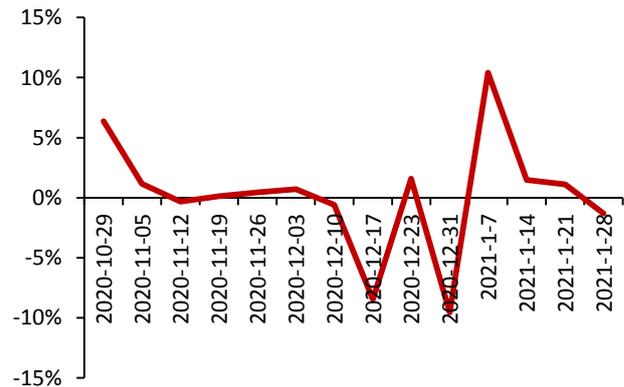
数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

图 26: 中国瓦楞纸周度企业开工负荷率


数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

图 27: 中国白卡纸周度企业开工负荷率 (环比)


数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

图 28: 中国白板纸周度企业开工负荷率 (环比)


数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

图 29: TDI/MDI 价格走势


数据来源: Wind, 西南证券整理

5 本周重点推荐标的

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。

江山欧派 (603208): 1) 受益于精装房渗透率快速提升, 工程业务市场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, 规模效应增长明显, 公司是工程木门行业龙头; 3) 工程业务占比高, 与多家头部地产商深度绑定, 防火门新增产能投产后贡献新增量, 增长确定性高。

顾家家居 (603816): 1) 渠道持续快速扩张。公司目前拥有门店近 5000 家, 终端销售渠道掌控力领先, 推动渠道继续下沉; 2) 全品类布局推进。已搭建起沙发、软床、床垫、集合产品、定制产品等多品类布局, 产品线丰富, 高性价比系列推出, 配合渠道下沉步伐, 对小品牌进行降维打击; 3) 信息化建设成果显著, 着眼于制造和技术能力提升, 布局七大技术平台和五个标准化项目以增强长期竞争力, 规模优势有望进一步扩大。

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。

敏华控股 (01999): 1) 功能沙发受益于新零售渠道快速增长, 消费群体年轻化, 渗透率有望加速提升; 2) 国内功能沙发市场市占率最高, 近年通过低价爆款战略发力内销, 有望在渗透率提升的过程中占据绝对优势。3) 核心竞争壁垒在于优越的制造能力, 在强品牌、拓渠道、控成本等内生实力加持下, 公司得以持续推出高性价比产品, 整体利润率企稳回升, 看好在功能沙发赛道上乘风破浪, 迎来发展新机遇。

6 风险提示

家具企业受地产竣工不及预期影响销售下滑的风险；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
	持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
上海	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn