

推荐 (维持)

中报总结：精装红利释放，跨境电商高增长

2020年09月09日

相关报告

《白卡纸涨价函来袭，看好纸企盈利上行》2020-08-23

《7月家居订单表现良好，业绩增长可期》2020-08-17

《轻工19H1中报总结：分化持续，龙头马太效应显现》2019-09-04

分析师：

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

赵树理

zhaoshuli@xyzq.com.cn

S0190518020001

研究助理：

王凯丽

wangkaili@xyzq.com.cn

投资要点

- **轻工制造板块行情跑赢大盘，估值重心上移：**2020年初至9月1日轻工制造板块上涨24.85%，同期沪深300上涨18.63%，板块走势跑赢大盘。各子板块中，文娱、家具子板块领涨：文娱上涨33.41%，家具、造纸、包装分别上涨28.83%、26.62%、23.38%。我们测算，截至9月1日，轻工制造行业估值水平上涨20.60%，低于同期沪深300估值涨幅(22.79%)。除文娱用品(-29.12%)外，各子行业估值均有不同程度的涨幅，家具+36.49%、造纸+25.54%、包装印刷+13.75%、其他家用轻工+64.24%。
- **2020H1轻工行业营收及利润呈下滑态势，Q2下滑幅度收窄：**2020H1行业营收/净利润达2195.59/114.99亿元，同比-7.59%/-21.43%；其中Q2营收/净利润达1224.11/76.34亿元，同比+5.24%/+2.06%。受疫情影响，轻工板块一季度收入和利润下滑明显，随着二季度疫情逐步稳定及需求逐渐恢复，收入及利润回暖趋势确立，预计下半年仍能延续Q2增长趋势。
- **定制家居大宗渠道&衣柜业务高增长：**受益于竣工回暖及精装比例提升，定制家居大宗渠道增速显著，欧派、志邦、金牌Q2大宗业务增速分别高达57.38%、99%、45%；衣柜零售不同于厨柜零售，受精装房挤压较少，渗透率仍然处于快速发展的过程中，欧派、志邦及金牌Q2衣柜业务收入分别同比增长18.04%、56%、65%。家居板块7月订单表现良好，部分企业实现两位数同比增长，竣工回暖趋势不改，下半年业绩确定性较高，持续看好大宗业务客户结构不断改善的**志邦家居**，建议关注产能扩张、业绩稳健的**金牌厨柜**。
- **出口家居跨境电商红利明显：**海外疫情自Q2开始严重化，居家办公带动办公家具需求增长，跨境电商业务得以迅速发展。以办公椅为主营业务的恒林股份、永艺股份Q2收入分别同增93%、30%，以升降桌为主营业务的乐歌股份Q2收入同增72%。我们预计跨境电商红利将贯穿全年，叠加厨博士收购落地预期，建议持续关注**恒林股份**。
- **关注文化纸及白卡纸行情修复：**1) **文化纸：**9月份即将迎来传统旺季，学生复学逐步回归正常，教辅教材需求增加将带动双胶纸价格回暖，建议关注文化纸龙头**太阳纸业**。2) **白卡纸：**APP收购博汇进展顺利，白卡行业格局有望明显优化。在APP带领下，包括晨鸣、太阳、博汇在内的主要白卡生产商纷纷宣布自8月末或9月初提涨白卡纸出厂价，涨幅均在500元/吨。建议关注白卡纸龙头**博汇纸业**。
- **必选消费长期走势无虞：**1) **生活用纸：**受益于渠道铺货及卫生意识提高，二季度销量旺盛，同时叠加木浆价格低位，盈利能力保持高位。下半年木浆价格上涨概率较低，我们持续看好**中顺洁柔**。2) **文具：**依托高效迭代的产品体系和广泛覆盖的终端门店，晨光传统业务有望通过店效提升及产品结构升级实现稳健增长，叠加科力普利润率提升及杂物社稳步发展，公司核心竞争力不断增强，我们持续看好**晨光文具**的后续增长潜力。

风险提示：宏观经济波动；地产销售不及预期；原材料价格上涨

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



每日免费获取报告

- 1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；
- 2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；
- 3、每周分享**经济学人**
- 4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码

关注公众号

回复：**研究报告**

加入“起点财经”微信群。。



目 录

1、轻工板块表现强于大盘，估值中心上移明显.....	5 -
1.1 轻工板块市场表现强于大盘，文娱、家具子板块涨幅领先.....	5 -
1.2 20Q2 基金持仓分析：板块重仓市值稳定，个股分化较为明显.....	6 -
2、轻工行业 2020H1 综述.....	10 -
3、轻工分板块业绩表现.....	11 -
3.1 家具：定制大宗&衣柜高增长，跨境电商红利明显.....	11 -
3.1.1 家具板块 Q2 环比改善.....	11 -
3.1.2 竣工回暖趋势明确，定制大宗&衣柜增长迅速.....	14 -
3.1.3 疫情催化居家办公需求，跨境电商尽享发展红利.....	15 -
3.1.4 投资建议：重点推荐恒林股份，持续关注欧派家居、金牌厨柜、志邦家居.....	16 -
3.2 造纸：需求逐步回暖，关注文化纸及白卡纸行情修复.....	20 -
3.2.1 Q2 纸价下滑明显，盈利能力略有下降.....	20 -
3.2.2 复学提上日程，双胶纸行情有望改善.....	22 -
3.2.3 APP 收购博汇落地可期，格局优化利好白卡纸价维稳.....	24 -
3.2.4 投资建议：关注白卡纸龙头博汇纸业、文化纸龙头太阳纸业.....	25 -
3.3 包装印刷：营收增速回正，盈利能力下滑减缓.....	26 -
3.4 必选消费：需求回升带动业绩上行.....	28 -

图 目 录

图 1 轻工制造各子板块市场走势.....	5 -
图 2 各板块 20 年以来涨跌幅情况.....	6 -
图 3 20 年以来轻工板块各公司涨跌幅情况.....	6 -
图 4 轻工板块基金持股市值/百万元.....	7 -
图 5 重仓持股市值占总市值比例.....	8 -
图 6 重仓配置比例.....	8 -
图 7 重仓基金数量.....	9 -
图 8 重仓基金平均持仓/万元.....	9 -
图 9 2020Q2 沪（深）股通增/减持比例前五.....	9 -
图 10 2020Q2 沪（深）股通持股比例前五.....	9 -
图 11 轻工板块营业收入及同比增速.....	10 -
图 12 轻工板块归母净利及同比增速.....	10 -
图 13 轻工板块毛利率及净利率环比回升.....	10 -
图 14 轻工板块费用率较 Q1 下降.....	10 -
图 15 轻工制造各子板块收入占比（以 2020H1 收入计算）.....	11 -
图 16 家具板块营业收入及同比增速.....	12 -
图 17 家具板块归母净利及同比增速.....	12 -
图 18 家具板块毛利率环比改善.....	12 -
图 19 定制家具毛利率环比改善.....	12 -
图 20 家具板块期间费用率下跌.....	13 -
图 21 定制家具板块期间费用率下跌.....	13 -
图 22 家具板块净利率有所回升.....	13 -
图 23 定制家具板块净利率有所回升.....	13 -
图 24 19 年 9 月开始竣工增速同比转正.....	14 -
图 25 期房销售和竣工缺口不断增大.....	14 -

图 26 精装修渗透率快速提升	14
图 27 距离国外还有较大差距	14
图 28 预收账款占比大幅增长	15
图 29 BHI 指数快速反弹	15
图 30 恒林股份 2018Q1 至今收入增长	16
图 31 恒林股份 2018Q1 至今利润增长	16
图 32 永艺股份 2018Q1 至今收入增长	16
图 33 永艺股份 2018Q1 至今利润增长	16
图 34 乐歌股份 2018 年至今收入增长	16
图 35 乐歌股份 2018 年至今利润增长	16
图 36 恒林股份 2014 年至今收入增长	17
图 37 恒林股份 2014 年至今利润增长	17
图 38 欧派家居 2014 年至今收入增长	18
图 39 欧派家居 2014 年至今利润增长	18
图 40 金牌厨柜 2014 年至今收入增长	19
图 41 金牌厨柜 2014 年至今利润增长	19
图 42 志邦家居 2014 年至今收入增长	20
图 43 志邦家居 2014 年至今利润增长	20
图 44 造纸板块营业收入及同比增速	21
图 45 造纸板块归母净利及同比增速	21
图 46 造纸板块毛利率同比上升	21
图 47 造纸板块期间费用率环比下降	22
图 48 造纸板块净利率略有下跌	22
图 49 双胶纸价格走势	23
图 50 双铜纸价格走势	23
图 51 巴西阔叶浆月度出口量未见明显下滑	23
图 52 智利针叶浆月度出口量未见明显下滑	23
图 53 木浆库存位于高位	23
图 54 双胶纸毛利率回升	23
图 55 白卡纸下游需求构成	24
图 56 白卡纸价格走势	24
图 57 白卡纸毛利率走势	24
图 58 博汇纸业 2014 年至今收入增长	25
图 59 博汇纸业 2014 年至今利润增长	25
图 60 太阳纸业 2014 年至今收入增长	25
图 61 太阳纸业 2014 年至今利润增长	25
图 62 包装印刷板块营业收入及同比增速	26
图 63 包装印刷板块归母净利及同比增速	26
图 64 包装印刷板块毛利率走势	26
图 65 包装印刷板块费用率上升	27
图 66 包装印刷净利率同比下降	27
图 67 洁柔与晨光涨幅领先市场（截至 09/01）	28
图 68 洁柔&晨光营收增速与 GDP 增速对比	28
图 69 中顺洁柔 2014 年至今收入增长	30
图 70 中顺洁柔 2014 年至今利润增长	30

表目录

表 1、轻工细分板块市盈率走势	5
表 2、轻工制造主要子行业 2012-2020H1 收入、净利润同比增速对比	11

表 3、轻工细分板块市盈率走势	- 13 -
表 4、轻工细分板块市盈率走势	- 15 -
表 5、轻工细分板块市盈率走势	- 22 -
表 6、包装印刷行业主要上市公司收入、净利增速及毛利率比较.....	- 27 -
表 7、晨光文具收入及利润拆分（单位：亿元）	- 29 -

报告正文

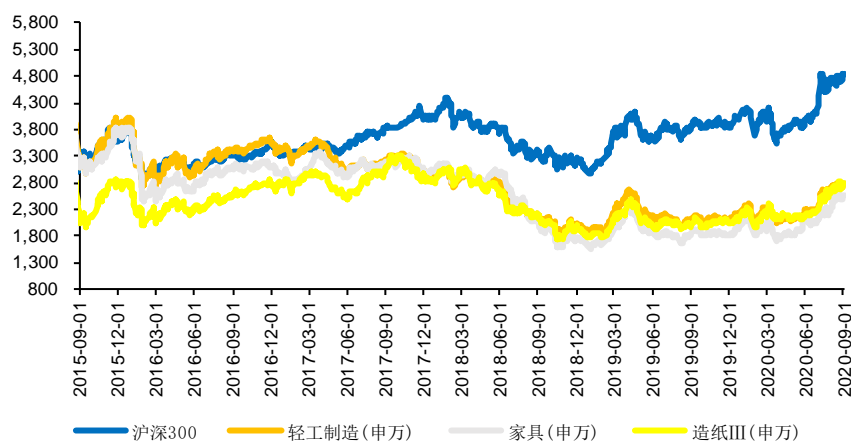
1、轻工板块表现强于大盘，估值中心上移明显

1.1 轻工板块市场表现强于大盘，文娱、家具子板块涨幅领先

2020H1 轻工制造板块行情跑赢大盘表现，家具、包装子版块领涨：2020 年初至 9 月 1 日轻工制造板块上涨 24.85%，同期沪深 300 上涨 18.63%，板块走势跑赢大盘。各子板块中，文娱、家具子版块领涨：文娱上涨 33.41%，家具、造纸、包装分别上涨 28.83%、26.62%、23.38%。

轻工制造 2020H1 估值重心上移：我们测算，截至 9 月 1 日，轻工制造行业估值水平上涨 20.60%，低于同期沪深 300 估值涨幅（22.79%）。除文娱用品（-29.12%）外，各子行业估值均有不同程度的涨幅，家具+36.49%、造纸+25.54%、包装印刷+13.75%、其他家用轻工+64.24%。

图1 轻工制造各子板块市场走势



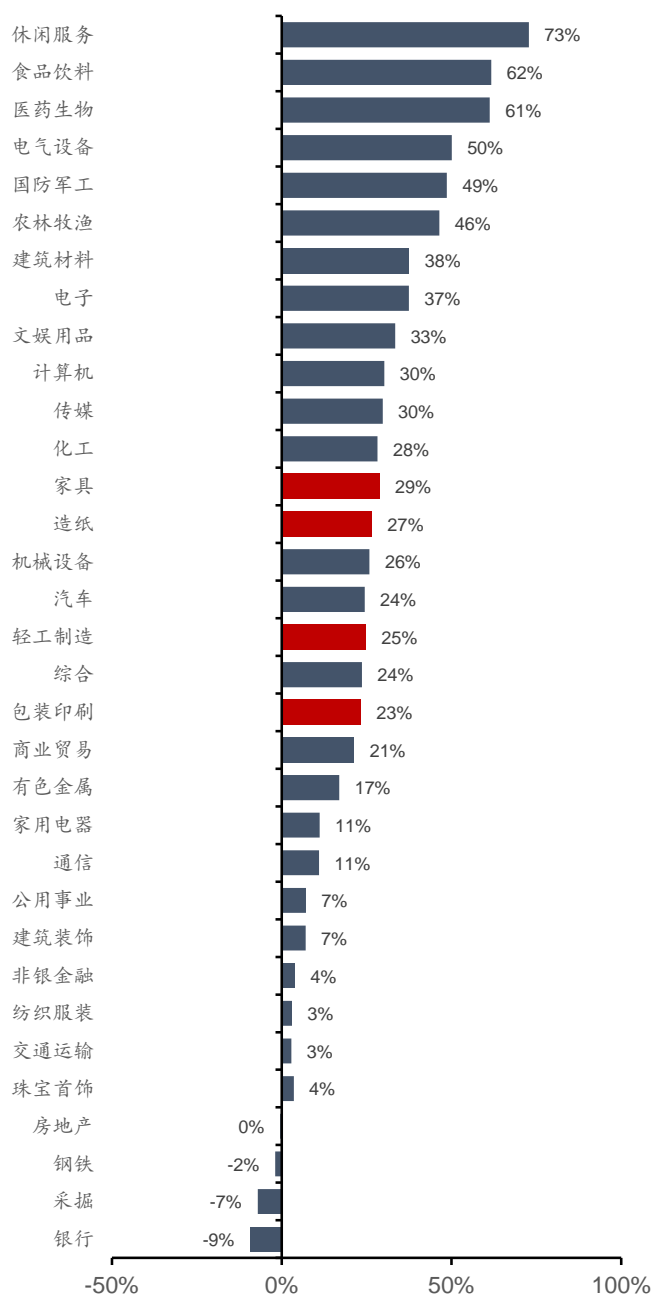
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、轻工细分板块市盈率走势

	沪深 300	轻工制造	家具	造纸	包装印刷	文娱用品	其他家用轻工
2019/12/31	12.48	24.27	22.25	17.97	28.81	46.87	24.69
2020/9/1	15.32	29.27	30.37	22.56	32.77	33.22	40.55
变动比例	22.79%	20.60%	36.49%	25.54%	13.75%	-29.12%	64.24%

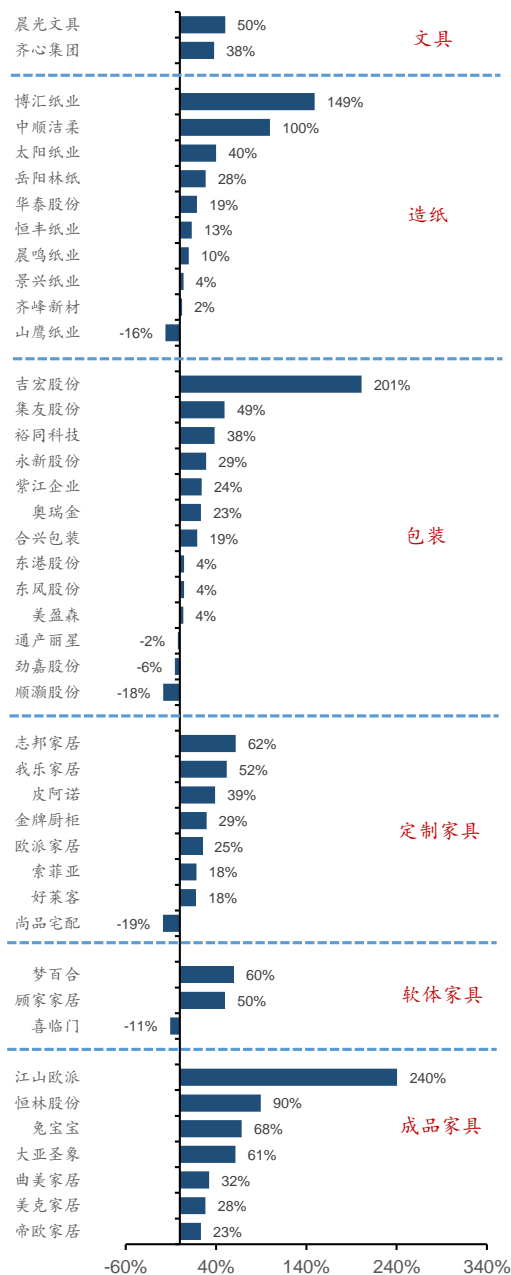
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图2 各板块 20 年以来涨跌幅情况



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图3 20 年以来轻工板块各公司涨跌幅情况



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2 20Q2 基金持仓分析：板块重仓市值稳定，个股分化较为明显

基金持仓市值方面，具体的基金对轻工板块整体的重仓市值个股两极分化严重。家居板块，2020Q2 索菲亚、大亚圣象、尚品宅配的重仓持股市值分别达到 6.56 亿元（+2.36 亿元）、6.19 亿元（+4.15 亿元）、5.52 亿元（-2.16 亿元）；造纸板块，2020Q2 太阳纸业、中顺洁柔、博汇纸业的重仓持股市值分别达到 13.43 亿元（-3.43 亿元）、7.96 亿元（-4.59 亿元）、4.79 亿元（+1.26 亿元）；包装板块，2020Q2 裕同科技、吉宏股份、集友股份的重仓持股市值分别达 15.69 亿元（+6.63

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

亿元)、4.50 亿元(+2.42 亿元)、2.19 亿元(-0.04 亿元); 文娱板块, 2020Q2 晨光文具、齐心集团的重仓持股市值分别达到 16.01 亿元(-5.54 亿元)、3.30 亿元(-1.09 亿元)。

图4 轻工板块基金持股市值/百万元

代码	名称	板块	2020Q2	2020Q1	环比增长变动	2019Q2	同比增长变动
002831.SZ	裕同科技	包装	1,569	906	663	297	1,272
000910.SZ	大亚圣象	家具	619	204	415	147	472
002798.SZ	帝欧家居	其他	603	206	397	142	461
600612.SH	老凤祥	珠宝首饰	786	501	285	523	263
002803.SZ	吉宏股份	包装	450	208	242	66	384
002572.SZ	索菲亚	家具	656	419	236	747	-92
002867.SZ	周大生	珠宝首饰	486	292	194	765	-279
600966.SH	博汇纸业	造纸	479	353	126	0	479
603600.SH	永艺股份	家具	99	0	99	17	82
603833.SH	欧派家居	家具	456	360	96	973	-517
002240.SZ	威华股份	家具	68	0	68	1	67
603180.SH	金牌厨柜	家具	64	2	62	2	62
603898.SH	好莱客	家具	43	7	37	0	43
000488.SZ	晨鸣纸业	造纸	42	7	35	6	36
300651.SZ	金陵体育	文娱	79	60	19	103	-24
603801.SH	志邦家居	家具	82	62	19	0	82
603733.SH	仙鹤股份	造纸	18	0	18	0	18
002084.SZ	海鸥住工	其他	11	0	11	0	11
002585.SZ	双星新材	包装	11	7	4	0	11
002014.SZ	永新股份	包装	131	128	4	3	128
002605.SZ	姚记科技	文娱	126	123	3	1	125
603058.SH	永吉股份	包装	2	0	2	0	2
600735.SH	新华锦	其他	2	0	2	0	2
601968.SH	宝钢包装	包装	1	0	1	0	1
002751.SZ	易尚展示	其他	1	0	1	2	-1
600076.SH	康欣新材	包装	1	0	1	0	1
603398.SH	邦宝益智	文娱	0	0	0	0	0
002303.SZ	美盈森	包装	0	0	0	0	0
603165.SH	荣晟环保	造纸	0	0	0	0	0
002191.SZ	劲嘉股份	包装	1	1	0	429	-428
603818.SH	曲美家居	家具	0	0	0	0	0
601515.SH	东风股份	包装	1	2	-1	0	1
600963.SH	岳阳林纸	造纸	1	2	-1	0	1
603429.SH	集友股份	包装	219	223	-4	21	198
300703.SZ	创源文化	文娱	1	7	-6	0	1
002701.SZ	奥瑞金	包装	8	20	-11	20	-12
603385.SH	惠达卫浴	其他	1	13	-13	0	1
603208.SH	江山欧派	家具	266	279	-13	23	243
600567.SH	山鹰纸业	造纸	5	35	-31	6	-1
603816.SH	顾家家居	家具	246	285	-39	151	96
603008.SH	喜临门	家具	2	41	-40	72	-71
002301.SZ	齐心集团	文娱	330	439	-109	198	132
300616.SZ	尚品宅配	家具	552	768	-216	467	85
603195.SH	公牛集团	其他	375	634	-259	0	375
002078.SZ	太阳纸业	造纸	1,343	1,685	-343	687	656
002511.SZ	中顺洁柔	造纸	796	1,255	-459	814	-17
603899.SH	晨光文具	文娱	1,601	2,155	-554	2,575	-974

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

从配置比例的角度来看, 必选消费品明显受青睐。公募基金重仓晨光文具、裕同科技, 其配置比例分别为 4.76% (-3.26%)、4.67% (+1.30%), 上升幅度较大的还有大亚圣象、帝欧家居, 重仓配置比例分别为 1.84%(+1.08%)、1.79%(+1.03%)。

图5 重仓持股市值占总市值比例

代码	名称	板块	2020Q2	2020Q1	环比增长变动	2019Q2	同比增长变动
000910.SZ	大亚圣象	家具	7.21%	3.37%	3.84%	2.39%	4.82%
603600.SH	永艺股份	家具	2.90%	0.00%	2.90%	0.57%	2.33%
002798.SZ	帝欧家居	其他	4.77%	2.31%	2.47%	2.01%	2.77%
002831.SZ	裕同科技	包装	6.50%	4.64%	1.86%	1.77%	4.74%
603180.SH	金牌厨柜	家具	1.42%	0.05%	1.38%	0.05%	1.38%
002803.SZ	吉宏股份	包装	4.77%	3.40%	1.37%	1.45%	3.31%
603898.SH	好莱客	家具	0.99%	0.16%	0.83%	0.00%	0.99%
002867.SZ	周大生	珠宝首饰	3.00%	2.18%	0.82%	4.59%	-1.59%
600612.SH	老凤祥	珠宝首饰	3.12%	2.39%	0.73%	2.24%	0.88%
002240.SZ	威海股份	家具	0.71%	0.00%	0.71%	0.01%	0.69%
002572.SZ	索菲亚	家具	2.97%	2.56%	0.42%	4.36%	-1.39%
000488.SZ	晨鸣纸业	造纸	0.29%	0.05%	0.24%	0.04%	0.25%
002084.SZ	海鸥住工	其他	0.22%	0.00%	0.22%	0.00%	0.22%
603733.SH	仙鹤股份	造纸	0.18%	0.00%	0.18%	0.00%	0.18%
600966.SH	博汇纸业	造纸	3.53%	3.38%	0.16%	0.00%	3.53%
600735.SH	新华锦	其他	0.07%	0.00%	0.07%	0.00%	0.07%
603058.SH	永吉股份	包装	0.04%	0.00%	0.04%	0.00%	0.04%
002014.SZ	永新股份	包装	2.77%	2.74%	0.03%	0.08%	2.70%
002585.SZ	双星新材	包装	0.14%	0.11%	0.03%	0.00%	0.14%
002751.SZ	易尚展示	其他	0.03%	0.00%	0.03%	0.06%	-0.03%
603833.SH	欧派家居	家具	0.94%	0.91%	0.03%	2.15%	-1.22%
601968.SH	宝钢包装	包装	0.03%	0.00%	0.03%	0.00%	0.03%
600076.SH	康欣新材	包装	0.03%	0.00%	0.03%	0.00%	0.03%
603398.SH	邦宝益智	文娱	0.01%	0.00%	0.01%	0.00%	0.01%
603165.SH	康家环保	造纸	0.01%	0.00%	0.01%	0.00%	0.00%
002303.SZ	美盈森	包装	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
002191.SZ	劲嘉股份	包装	0.01%	0.01%	0.00%	2.36%	-2.35%
603818.SH	曲美家居	家具	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
603801.SH	志邦家居	家具	1.37%	1.37%	0.00%	0.00%	1.37%
300651.SZ	金隆体育	文娱	1.85%	1.85%	0.00%	2.02%	-0.17%
601515.SH	东风股份	包装	0.01%	0.02%	-0.01%	0.00%	0.01%
600963.SH	岳阳林纸	造纸	0.01%	0.03%	-0.02%	0.00%	0.01%
002701.SZ	奥瑞金	包装	0.09%	0.21%	-0.12%	0.18%	-0.10%
002605.SZ	姚记科技	文娱	0.83%	1.03%	-0.20%	0.03%	0.80%
600567.SH	山鹰纸业	造纸	0.04%	0.25%	-0.22%	0.04%	0.00%
603195.SH	公牛集团	其他	0.39%	0.68%	-0.29%	-	-
603385.SH	惠达卫浴	其他	0.01%	0.33%	-0.32%	0.00%	0.01%
300703.SZ	创源文化	文娱	0.03%	0.36%	-0.32%	0.00%	0.03%
603816.SH	顾家家居	家具	0.91%	1.35%	-0.44%	0.78%	0.13%
603429.SH	集友股份	包装	1.81%	2.31%	-0.50%	0.33%	1.48%
603008.SH	喜临门	家具	0.04%	0.88%	-0.84%	1.66%	-1.62%
300616.SZ	尚品宅配	家具	4.62%	5.78%	-1.16%	3.11%	1.52%
002301.SZ	齐心集团	文具	2.74%	4.37%	-1.63%	2.66%	0.07%
603208.SH	江山欧派	家具	2.60%	4.37%	-1.78%	0.81%	1.78%
603899.SH	晨光文具	文具	3.16%	5.06%	-1.90%	6.36%	-3.20%
002078.SZ	太阳纸业	造纸	5.44%	7.41%	-1.96%	3.89%	1.55%
002511.SZ	中顺洁柔	造纸	2.73%	5.66%	-2.93%	5.07%	-2.34%

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图6 重仓配置比例

代码	名称	板块	2020Q2	2020Q1	环比增长变动	2019Q2	同比增长变动
000910.SZ	大亚圣象	家具	4.67%	3.37%	1.30%	1.43%	3.24%
000910.SZ	大亚圣象	家具	1.84%	0.76%	1.08%	0.71%	1.14%
002798.SZ	帝欧家居	其他	1.79%	0.77%	1.03%	0.68%	1.11%
002803.SZ	吉宏股份	包装	1.34%	0.77%	0.56%	0.32%	1.02%
600612.SH	老凤祥	珠宝首饰	2.34%	1.87%	0.47%	2.51%	-0.17%
002572.SZ	索菲亚	家具	1.95%	1.56%	0.39%	3.59%	-1.64%
002867.SZ	周大生	珠宝首饰	1.45%	1.09%	0.36%	3.67%	-2.23%
603600.SH	永艺股份	家具	0.29%	0.00%	0.29%	0.08%	0.21%
002240.SZ	威海股份	家具	0.20%	0.00%	0.20%	0.00%	0.20%
603180.SH	金牌厨柜	家具	0.19%	0.01%	0.18%	0.01%	0.18%
600966.SH	博汇纸业	造纸	1.43%	1.32%	0.11%	0.00%	1.43%
603898.SH	好莱客	家具	0.13%	0.03%	0.10%	0.00%	0.13%
000488.SZ	晨鸣纸业	造纸	0.12%	0.03%	0.10%	0.03%	0.09%
603733.SH	仙鹤股份	造纸	0.05%	0.00%	0.05%	0.00%	0.05%
002084.SZ	海鸥住工	其他	0.03%	0.00%	0.03%	0.00%	0.03%
603833.SH	欧派家居	家具	1.36%	1.34%	0.02%	4.67%	-3.32%
300651.SZ	金隆体育	文娱	0.24%	0.22%	0.01%	0.50%	-0.26%
603801.SH	志邦家居	家具	0.24%	0.23%	0.01%	0.00%	0.24%
002585.SZ	双星新材	包装	0.03%	0.02%	0.01%	0.00%	0.03%
603058.SH	永吉股份	包装	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
600735.SH	新华锦	其他	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
601968.SH	宝钢包装	包装	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
002751.SZ	易尚展示	其他	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	-0.01%
600076.SH	康欣新材	包装	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
603398.SH	邦宝益智	文娱	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
002303.SZ	美盈森	包装	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
603165.SH	康家环保	造纸	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
002303.SZ	劲嘉股份	包装	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
603818.SH	曲美家居	家具	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
002191.SZ	劲嘉股份	包装	0.00%	0.00%	0.00%	2.06%	-2.06%
601515.SH	东风股份	包装	0.00%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%
600963.SH	岳阳林纸	造纸	0.00%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%
300703.SZ	创源文化	文娱	0.00%	0.02%	-0.02%	0.00%	0.00%
603385.SH	惠达卫浴	其他	0.00%	0.05%	-0.05%	0.00%	0.00%
002701.SZ	奥瑞金	包装	0.02%	0.07%	-0.05%	0.10%	-0.07%
002605.SZ	姚记科技	文娱	0.38%	0.46%	-0.08%	0.01%	0.37%
002014.SZ	永新股份	包装	0.39%	0.48%	-0.08%	0.02%	0.38%
600567.SH	山鹰纸业	造纸	0.01%	0.13%	-0.12%	0.03%	-0.01%
603008.SH	喜临门	家具	0.01%	0.15%	-0.15%	0.35%	-0.34%
603429.SH	集友股份	包装	0.65%	0.83%	-0.18%	0.10%	0.55%
603208.SH	江山欧派	家具	0.79%	1.04%	-0.25%	0.11%	0.68%
603816.SH	顾家家居	家具	0.73%	1.06%	-0.33%	0.72%	0.01%
002301.SZ	齐心集团	文具	0.98%	1.63%	-0.65%	0.95%	0.03%
300616.SZ	尚品宅配	家具	1.64%	2.86%	-1.22%	2.24%	-0.60%
603195.SH	公牛集团	其他	1.12%	2.36%	-1.24%	0.00%	1.12%
002078.SZ	太阳纸业	造纸	4.00%	6.27%	-2.28%	3.30%	0.70%
002511.SZ	中顺洁柔	造纸	2.37%	4.67%	-2.30%	3.91%	-1.54%
603899.SH	晨光文具	文具	4.76%	8.02%	-3.26%	0.00%	4.76%

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：重仓配置比例指标为持股市值占基金股票投资市值比

另外一方面，重仓造纸龙头的公募基金数量上升。根据截止至目前披露的基金重仓信息，重仓太阳纸业的公募基金有 39 只（+8 只），平均持仓市值为 3443 万元（-1994 万元）。家居板块中，重仓索菲亚、欧派家居、顾家家居的公募基金数量分别为 20 只（+4 只）、17 只（+1 只）、17 只（+0 只），平均持仓市值分别为 3278 万元（+656 万元）、2680 万元（+430 万元）、1450 万元（-227 万元）。

图7 重仓基金数量

代码	名称	板块	2020Q2	2020Q1	环比增长变动	2019Q2	同比增长变动
002798.SZ	帝欧家居	其他	19	6	13	7	12
603180.SH	金牌厨柜	家具	10	1	9	2	8
600966.SH	博汇纸业	造纸	27	19	8	0	27
002078.SZ	太阳纸业	造纸	39	31	8	17	22
002867.SZ	周大生	珠宝首饰	22	15	7	21	1
600612.SH	老凤祥	珠宝首饰	23	18	5	23	0
000910.SZ	大亚圣象	家具	16	12	4	10	6
002572.SZ	索菲亚	家具	20	16	4	20	0
000488.SZ	晨鸣纸业	造纸	6	2	4	2	4
002831.SZ	裕同科技	包装	18	15	3	6	12
002084.SZ	海鸥住工	其他	3	0	3	0	3
603733.SH	仙鹤股份	造纸	2	0	2	0	2
603058.SH	永吉股份	包装	2	0	2	0	2
603801.SH	志邦家居	家具	8	6	2	0	8
603600.SH	永艺股份	家具	1	0	1	3	-2
002803.SZ	吉宏股份	包装	7	6	1	6	1
002240.SZ	威华股份	家具	1	0	1	1	0
600735.SH	新华锦	其他	1	0	1	0	1
002585.SZ	双星新材	包装	2	1	1	0	2
002751.SZ	易尚展示	其他	1	0	1	1	0
603833.SH	欧派家居	家具	17	16	1	23	-6
601968.SH	宝钢包装	包装	1	0	1	0	1
600076.SH	康欣新材	包装	1	0	1	0	1
603988.SH	邦宝益智	文娱	1	0	1	0	1
603165.SH	荣晟环保	造纸	1	0	1	1	0
002303.SZ	美盛森	包装	1	0	1	0	1
603818.SH	曲美家居	家具	1	0	1	0	1
300703.SZ	创源文化	文娱	2	1	1	0	2
002014.SZ	永新股份	包装	2	2	0	3	-1
300651.SZ	金鹰体育	文娱	1	1	0	1	0
601515.SH	东风股份	包装	1	1	0	0	1
603195.SH	公牛集团	其他	15	15	0	0	15
603816.SH	顾家家居	家具	17	17	0	16	1
603898.SH	好莱客	家具	1	2	-1	0	1
002191.SZ	劲嘉股份	包装	2	3	-1	18	-16
600963.SH	岳阳林纸	造纸	1	2	-1	0	1
603429.SH	集友股份	包装	11	12	-1	1	10
002701.SZ	奥瑞金	包装	1	3	-2	5	-4
603385.SH	惠达卫浴	其他	1	3	-2	1	0
603008.SH	喜临门	家具	1	4	-3	1	0
300616.SZ	尚品宅配	家具	8	11	-3	12	-4
002301.SZ	齐心集团	文娱	5	9	-4	10	-5
002605.SZ	捷记科技	文娱	11	17	-6	1	10
600567.SH	山鹰纸业	造纸	1	8	-7	1	0
603899.SH	晨光文具	文娱	57	64	-7	0	57
603208.SH	江山欧派	家具	11	24	-13	5	6
002511.SZ	中顺洁柔	造纸	51	66	-15	40	11

数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图8 重仓基金平均持仓/万元

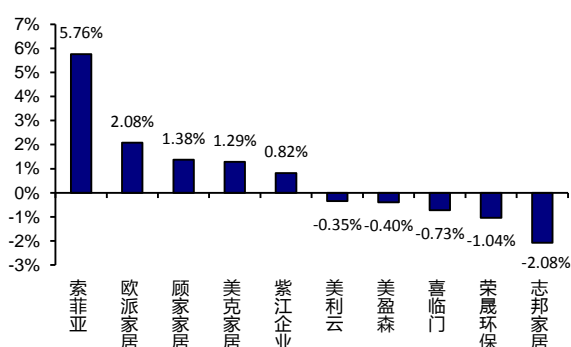
代码	名称	板块	2020Q2	2020Q1	环比增长变动	2019Q2	同比增长变动
603600.SH	永艺股份	家具	9,871	0	9,871	565	9,306
002240.SZ	威华股份	家具	6,771	0	6,771	67	6,704
603898.SH	好莱客	家具	4,345	343	4,001	0	4,345
002803.SZ	吉宏股份	包装	6,425	3,463	2,962	1,101	5,324
002831.SZ	裕同科技	包装	8,717	6,041	2,675	4,950	3,767
000910.SZ	大亚圣象	家具	3,870	1,698	2,172	1,473	2,398
300651.SZ	金鹰体育	文娱	7,914	5,978	1,936	10,310	-2,396
002301.SZ	齐心集团	文娱	6,601	4,877	1,724	1,982	4,619
603208.SH	江山欧派	家具	2,417	1,162	1,254	453	1,964
603733.SH	仙鹤股份	造纸	884	0	884	0	884
002572.SZ	索菲亚	家具	3,278	2,621	656	3,735	-458
600612.SH	老凤祥	珠宝首饰	3,418	2,784	634	2,274	1,144
603180.SH	金牌厨柜	家具	637	176	461	85	552
603833.SH	欧派家居	家具	2,680	2,250	430	4,230	-1,549
002605.SZ	捷记科技	文娱	1,146	724	422	137	1,009
002084.SZ	海鸥住工	其他	364	0	364	0	364
000488.SZ	晨鸣纸业	造纸	698	358	341	310	389
002867.SZ	周大生	珠宝首饰	2,210	1,948	262	3,644	-1,434
002014.SZ	永新股份	包装	6,568	6,387	181	107	6,461
002701.SZ	奥瑞金	包装	838	658	180	399	439
600735.SH	新华锦	其他	154	0	154	0	154
601968.SH	宝钢包装	包装	134	0	134	0	134
603429.SH	集友股份	包装	1,988	1,859	129	2,079	-91
002751.SZ	易尚展示	其他	105	0	105	212	-107
600076.SH	康欣新材	包装	86	0	86	0	86
603058.SH	永吉股份	包装	79	0	79	0	79
600567.SH	山鹰纸业	造纸	486	443	43	583	-97
603398.SH	邦宝益智	文娱	35	0	35	0	35
002191.SZ	劲嘉股份	包装	59	37	22	2,386	-2,327
002303.SZ	美盛森	包装	21	0	21	0	21
603165.SH	荣晟环保	造纸	20	0	20	15	4
603818.SH	曲美家居	家具	3	0	3	0	3
603801.SH	志邦家居	家具	1,020	1,038	-19	0	1,020
600963.SH	岳阳林纸	造纸	56	85	-30	0	56
601515.SH	东风股份	包装	94	162	-68	0	94
600966.SH	博汇纸业	造纸	1,776	1,860	-84	0	1,776
300616.SZ	尚品宅配	家具	6,895	6,983	-87	3,889	3,007
002585.SZ	双星新材	包装	527	671	-144	0	527
603816.SH	顾家家居	家具	1,450	1,677	-227	942	508
002798.SZ	帝欧家居	其他	3,173	3,437	-264	2,022	1,151
002511.SZ	中顺洁柔	造纸	1,561	1,902	-341	2,034	-472
603385.SH	惠达卫浴	其他	65	441	-376	13	52
603899.SH	晨光文具	文娱	2,809	3,366	-558	0	2,809
300703.SZ	创源文化	文娱	39	670	-631	0	39
603008.SH	喜临门	家具	177	1,036	-859	7,228	-7,051
603195.SH	公牛集团	其他	2,500	4,226	-1,725	0	2,500
002078.SZ	太阳纸业	造纸	3,443	5,437	-1,994	4,041	-598

数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

2020Q2 沪深股通增持比例前五为索菲亚、欧派家居、顾家家居、美克家居、紫江企业, 增持沪深股通占总股本的比例分别为 5.76%、2.08%、1.38%、1.29%、0.82%。

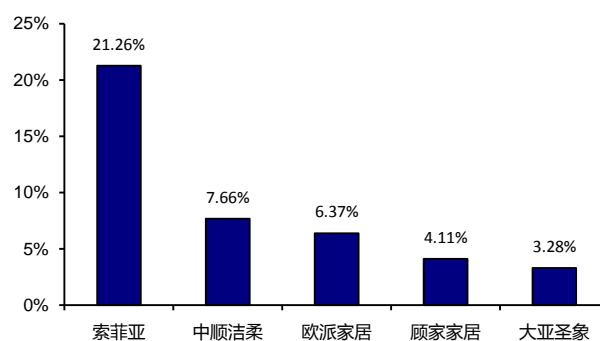
2020 年二季度末沪深股通持股比例最高的为索菲亚, 占总股本 21.26%。

图9 2020Q2 沪(深)股通增/减持比例前五



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图10 2020Q2 沪(深)股通持股比例前五

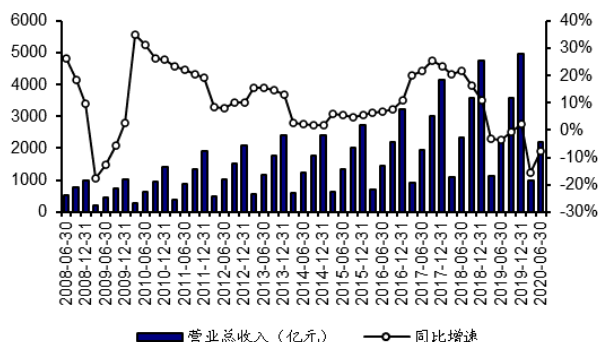


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

2、轻工行业 2020H1 综述

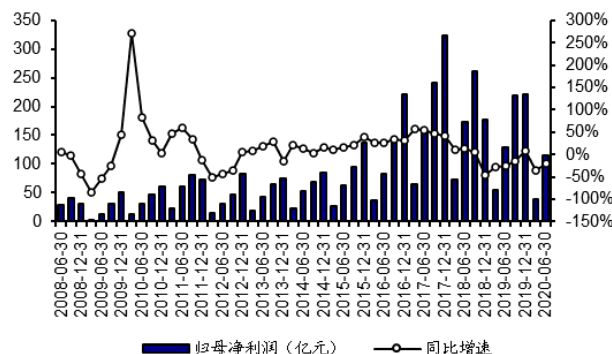
2020H1 轻工行业营收及利润呈下滑态势，Q2 下滑幅度收窄：2020H1 行业营收/净利润达 2195.59/114.99 亿元，同比-7.59%/-21.43%；其中 Q2 营收/净利润达 1224.11/76.34 亿元，同比+5.24%/2.06%。受疫情影响，轻工板块一季度收入和利润下滑明显，随着二季度疫情逐步稳定及需求逐渐恢复，收入及利润回暖趋势确立，预计 Q3 仍能延续二季度趋势，看好下半年业绩增长。

图11 轻工板块营业收入及同比增速



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

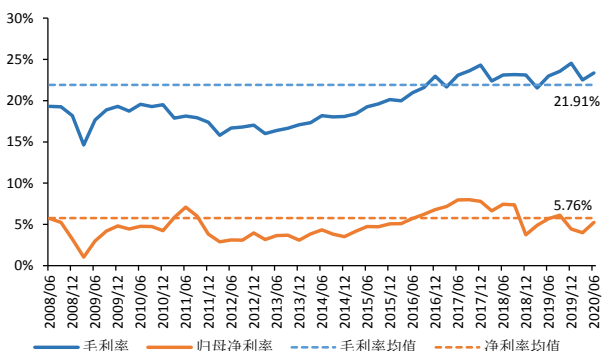
图12 轻工板块归母净利润及同比增速



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

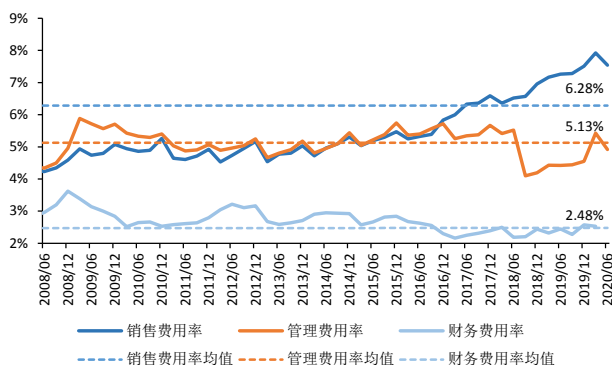
毛利率及净利率环比改善明显：2020H1 轻工行业毛利率/净利率分别为 23.26%、5.24%，分别同比变动+0.37pct/-0.45pct；其中 Q2 毛利率/净利率分别为 24.03%、5.87%，分别环比变动-0.36pct/-0.38pct，同比变动+1.51pct/+1.90pct。由于疫情影响，Q2 盈利能力尚未完全恢复，但环比 Q1 改善明显。费用率方面，销售费用率及管理费用率环比下滑，主要因为收入规模增加，费用有所摊薄。

图13 轻工板块毛利率及净利率环比回升



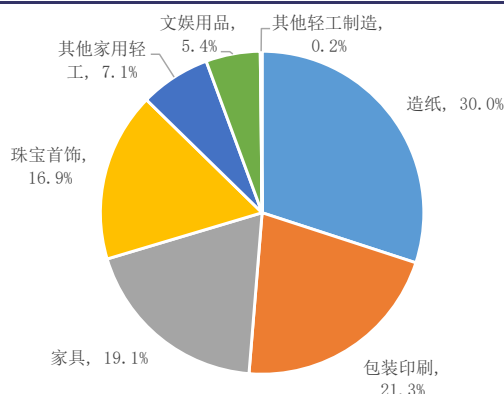
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图14 轻工板块费用率较 Q1 下降



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图15 轻工制造各子板块收入占比（以 2020H1 收入计算）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、轻工制造主要子行业 2012-2020H1 收入、净利润同比增速对比

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
累计收入同比增速									
轻工制造	10.2%	13.1%	2.0%	5.7%	10.8%	23.3%	11.2%	2.4%	-7.6%
造纸	1.2%	5.9%	-0.8%	2.5%	14.6%	29.3%	11.3%	0.6%	-3.9%
包装印刷	7.1%	10.3%	4.7%	6.3%	11.6%	16.2%	19.8%	6.1%	0.2%
家具	7.0%	8.0%	7.7%	4.7%	18.2%	27.6%	16.1%	10.0%	-11.8%
文娱用品	23.2%	24.9%	-0.3%	1.1%	22.6%	9.5%	26.6%	27.5%	4.8%
其他家用轻工	13.3%	15.7%	3.5%	8.6%	23.3%	19.9%	32.9%	8.4%	-10.6%
累计净利润同比增速									
轻工制造	4.0%	-14.4%	15.3%	49.6%	32.6%	41.0%	-46.7%	4.4%	-21.4%
造纸	182.3%	-80.9%	-107.2%	2144.8%	85.2%	134.2%	-4.9%	-29.3%	0.1%
包装印刷	-20.9%	-13.1%	49.3%	12.2%	4.7%	17.5%	5.1%	8.6%	-14.8%
家具	-24.6%	65.0%	25.6%	28.5%	22.3%	19.3%	-24.1%	49.7%	-45.8%
文娱用品	8.0%	-1.3%	-16.5%	17.0%	16.0%	0.2%	18.0%	0.8%	54.3%
其他家用轻工	72.2%	19.5%	6.1%	-9.3%	93.5%	21.5%	-118.1%	20.0%	-25.9%

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3、轻工分板块业绩表现

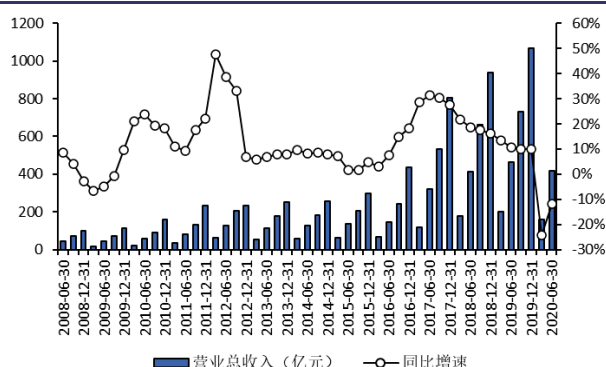
3.1 家具：定制大宗&衣柜高增长，跨境电商红利明显

3.1.1 家具板块 Q2 环比改善

家具板块收入下滑幅度收窄：2020H1 家具企业实现收入/归母净利 418.93、23.62 亿元，同比变动-11.81%、-45.77%；其中 Q2 实现收入/归母净利分别为 258.16、25.92 亿元，同比变动-0.37%、-6.45%，较 Q1 下滑幅度明显收窄。

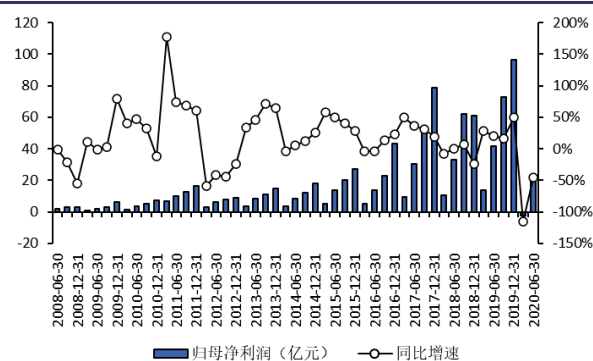
2020H1 定制家具企业实现收入/归母净利 136.33、9.95 亿元，分别同比变动 -13.40%、-38.61%；其中 Q2 实现营收/归母净利 96.14、13.18 亿元，同比变动-0.15%、-1.60%，环比明显改善。（计算口径：索菲亚、欧派家居、尚品宅配、志邦股份、金牌厨柜、好莱客、皮阿诺、我乐家居）

图16 家具板块营业收入及同比增速



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

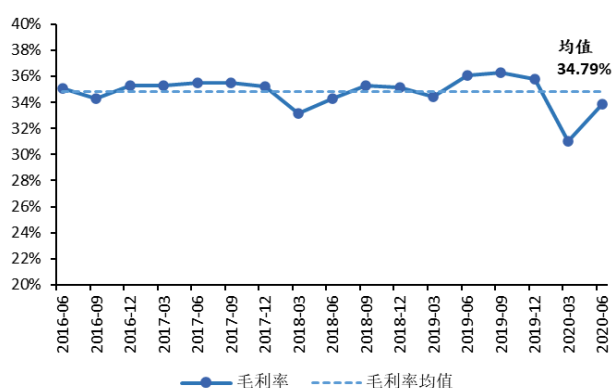
图17 家具板块归母净利润及同比增速



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

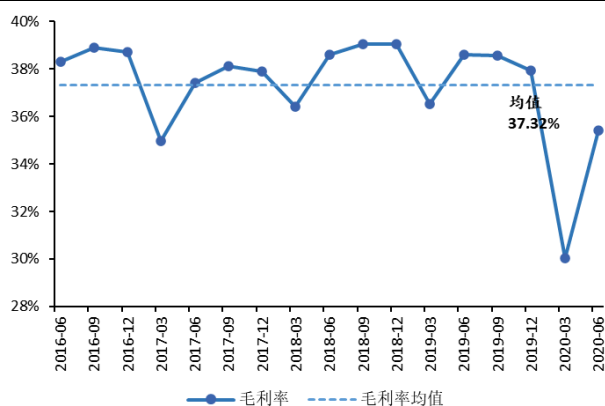
疫情影响收入下降，费用刚性及低毛利产品占比增加导致毛利率下滑。2020H1 家具行业毛利率为 33.88%，同比下降 2.16pct；其中 Q2 毛利率为 35.67%，同比下降 1.61pct，环比有所改善。定制家具子板块 2020H1 毛利率为 35.42%，同比下降 3.17pct；其中 Q2 毛利率为 37.68%，同比下降 2.23pct。

图18 家具板块毛利率环比改善



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图19 定制家具毛利率环比改善

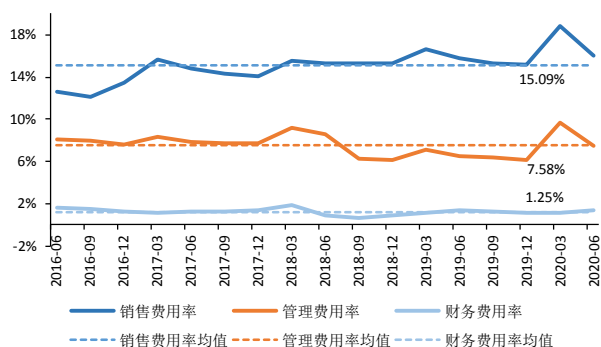


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

20H1 家具板块费用率上升，净利率有所下降。2020H1 家具板块销售/管理/财务费用率分别为 16.07/7.48/1.39%，同比增加 0.23/0.99/0.05pct；其中 Q2 销售/管理/财务费用率分别为 14.34/6.09/1.55%，同比变动-0.88/+0.07/+0.02pct。2020H1 家具行业净利率为 5.64%，同比降低 3.33pct；其中 Q2 净利率为 10.04%，同比降低 0.65pct。

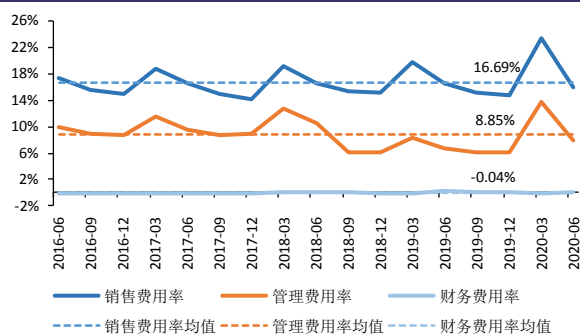
20H1 定制家具净利率水平下滑。定制家具行业 2020H1 销售/管理/财务费用率分别为 15.96/7.90/0.00%，同比变动-0.59/+1.21/-0.11pct；其中 Q2 销售/管理/财务费用率分别为 12.87/5.48/-0.01%，同比-1.69/-0.14/-0.06pct。2020H1 净利率为 7.30%，同比变动-3.00pct；其中 Q2 净利率为 13.71%，同比变动-0.20pct。

图20 家具板块期间费用率下跌



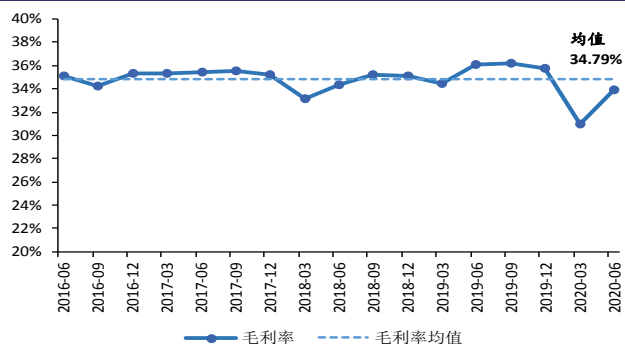
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图21 定制家具板块期间费用率下跌



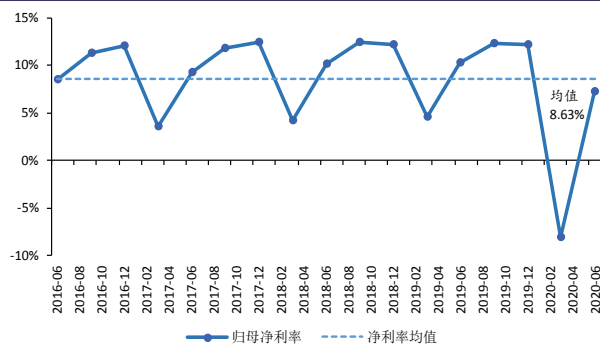
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图22 家具板块净利率有所回升



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图23 定制家具板块净利率有所回升



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表3、轻工细分板块市盈率走势

	营业收入同比/%		归母净利同比/%		毛利率/%		毛利率同比变动(%)	
	2020H1	2019	2020H1	2019	2020H1	2019	2020H1	2019
大亚圣象	-17.61	0.51	-19.54	-0.72	36.09	36.17	0.78	-0.25
江山欧派	45.39	57.98	65.71	71.11	31.64	32.22	0.57	-0.51
曲美家居	-12.60	47.99	-157.65	239.09	43.22	43.59	-0.48	1.18
美克家居	-37.83	6.21	-153.40	2.76	41.07	52.59	-11.83	0.44
喜临门	-3.23	15.68	-72.25	186.80	29.89	34.75	-4.87	5.91
顾家家居	-2.97	20.95	3.06	17.37	35.47	34.86	-0.17	-1.51
梦百合	52.89	25.65	2.89	100.82	39.48	39.72	2.08	7.64
皮阿诺	-7.35	32.53	-16.16	23.33	38.08	35.78	2.67	-0.16
好莱客	-21.01	4.34	-48.44	-4.63	37.65	40.06	-1.74	0.50
金牌厨柜	5.51	24.90	-11.93	15.37	33.42	35.84	-2.19	-3.15
尚品宅配	-18.70	9.26	-175.08	10.76	35.07	41.57	-7.94	-2.11
索菲亚	-9.88	5.13	-12.35	12.34	37.48	37.33	0.83	-0.25
欧派家居	6.57	17.59	-22.70	17.02	33.43	35.84	-4.19	-2.54
志邦家居	2.29	21.75	-53.99	20.72	37.03	38.53	-0.49	2.58
我乐家居	-27.77	23.10	3.80	51.24	39.23	43.83	-3.37	6.43
恒林股份	51.06	25.28	24.40	42.38	30.65	24.97	6.97	5.38
永艺股份	7.02	1.63	15.37	74.50	23.02	19.98	3.88	4.34
乐歌股份	37.98	3.31	190.22	9.36	46.40	46.47	1.16	2.27
兔宝宝	2.10	7.56	-66.01	19.18	20.50	17.15	1.60	0.47

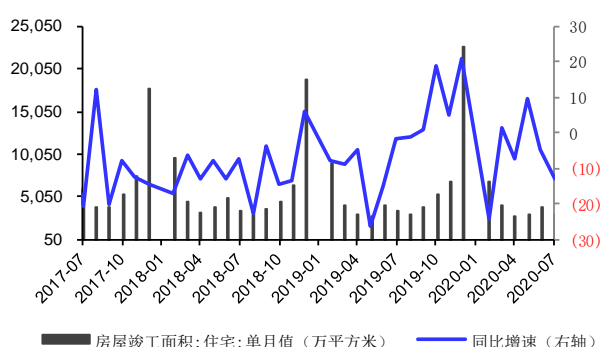
数据来源：wind，兴业证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

3.1.2 竣工回暖趋势明确，定制大宗&衣柜增长迅速

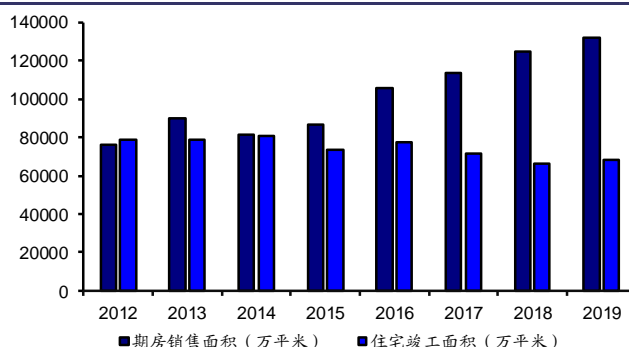
2016年以来期房销售与竣工缺口逐渐加大。一般情况下，期房销售到交房需要2-3年的周期，参照之前销售数据，竣工面积回暖趋势比较确定。19年9月份开始，竣工增速已经同比转正，19年12月单月同比增长20.70%，受疫情影响，2020年1-7月全国住宅竣工面积为2.37亿平方米，同比下滑10.20%，降幅较前6月收窄0.4 pct，单7月住宅竣工面积为3004.76万平方米，同比下降12.77%，与6月相比略有下滑。随着企业复工逐步展开，以及上半年交房积压，预计下半年竣工有望延续19年下半年景气度。家居作为地产的后周期行业，竣工回暖有望带动家居需求回升。

图24 19年9月开始竣工增速同比转正



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

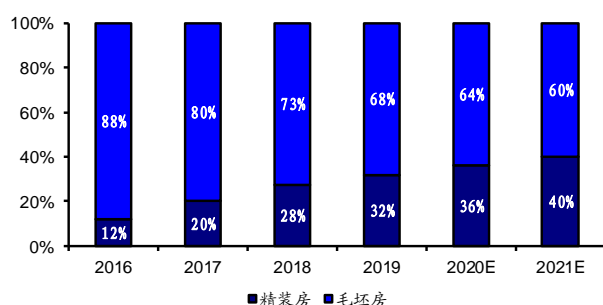
图25 期房销售和竣工缺口不断增大



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

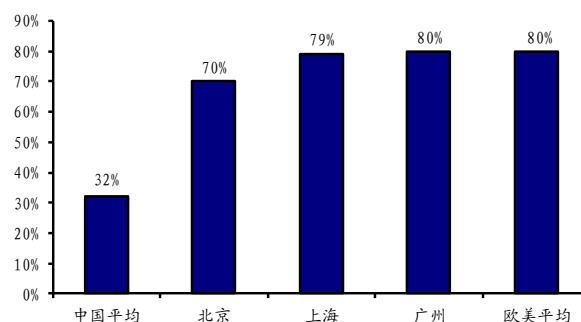
精装比例提升带动大宗业务发展。在政府和房企的共同推动下，16-19年精装房开盘套数快速增长，预计今后2-3年精装市场发展较为乐观，可带动家居企业工程业务放量。根据奥维云网数据，2019年我国精装修市场渗透率只有32%左右，而发达国家全装修比例普遍达到80%以上，相比之下，我国的精装修市场渗透率还有很大的上升空间。受益于精装比例提升，定制家居企业大宗业务迅速爆发，欧派、志邦、金牌Q2大宗业务增速分别高达57.38%、99%、45%。

图26 精装修渗透率快速提升



数据来源: 奥维云网, 兴业证券经济与金融研究院整理

图27 距离国外还有较大差距



数据来源: 奥维云网, 兴业证券经济与金融研究院整理

线下客流复苏，衣柜业务增长迅速。随着疫情逐步稳定，线下装修需求回暖。1) 五一期间，红星美凯龙客流实现大幅修复，销售额达 87.06 亿元，消费人数近 30 万人。2) 疫情期间，定制龙头纷纷通过网曝、直播、社群运营等方式在线上提前锁定客流，随着全国疫情情况的好转，量尺、安装等服务的陆续开展，线上订单向线下逐步转化确认收入，Q3 业绩有望提升。衣柜零售不同于厨柜零售，受精装房挤压较少，渗透率仍然处于快速发展的过程中，欧派、志邦及金牌 Q2 衣柜业务收入分别同比增长 18.04%、56%、65%。

图28 预收账款占比大幅增长

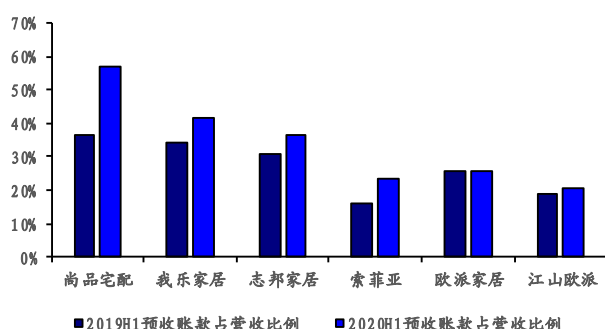
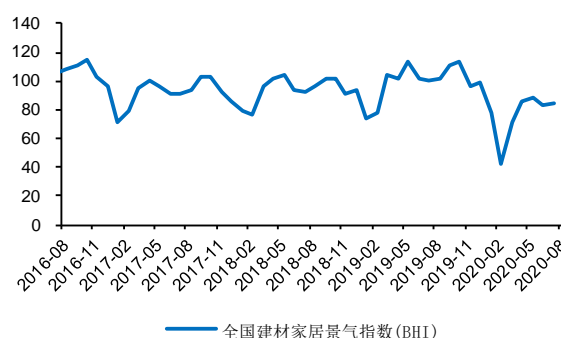


图29 BHI 指数快速反弹



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 4、轻工细分板块市盈率走势

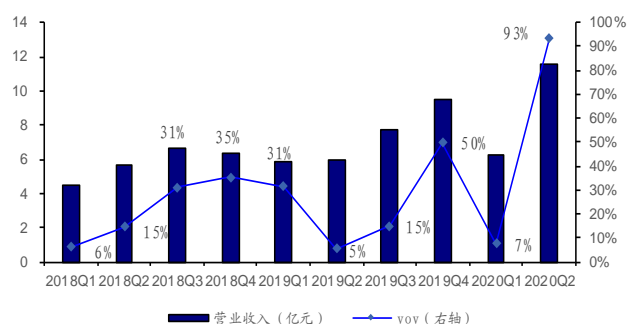
	营业收入		厨柜业务		衣柜业务		大宗渠道	
	亿元	YOY	亿元	YOY	亿元	YOY	亿元	YOY
欧派家居	35.36	6.91%	15.45	-2.33%	13.74	18.04%	6.63	57.38%
志邦家居	8.98	22.23%	6.10	11.00%	2.45	56.00%	2.51	99.00%
金牌厨柜	5.61	10.69%	4.45	-	1.09	65.00%	1.58	45.00%

数据来源：wind，兴业证券研究所

3.1.3 疫情催化居家办公需求，跨境电商尽享发展红利

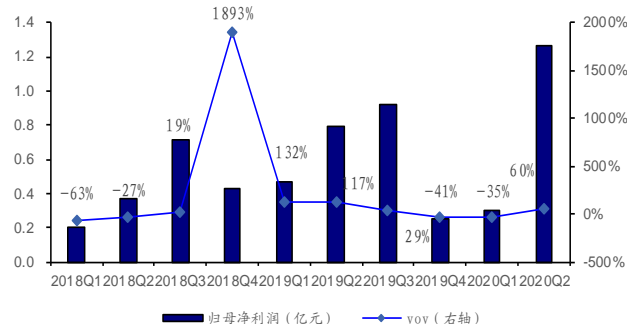
疫情影响下，海外居家办公需求增加，催化办公家具消费。海外疫情自 Q2 开始严重化，居家办公带动办公家具需求增长，跨境电商业务得以迅速发展。以办公椅为主营业务的恒林股份、永艺股份 Q2 收入分别同增 93%、30%，以升降桌为主营业务的乐歌股份 Q2 收入同增 72%，跨境电商红利明显。

图30 恒林股份 2018Q1 至今收入增长



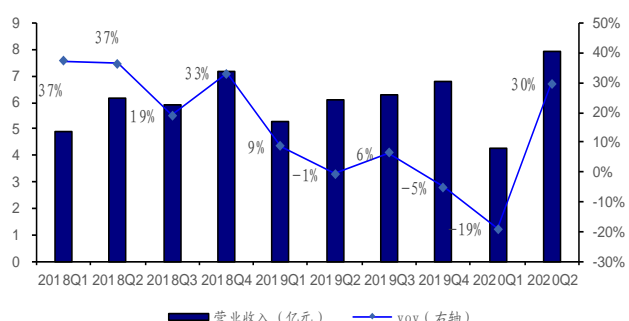
数据来源：公司定期报告，兴业证券经济与金融研究院整理

图31 恒林股份 2018Q1 至今利润增长



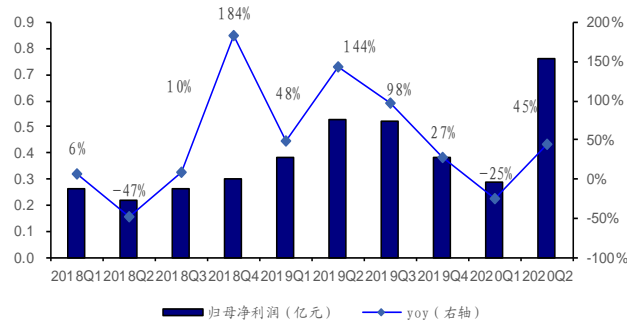
数据来源：公司定期报告，兴业证券经济与金融研究院整理

图32 永艺股份 2018Q1 至今收入增长



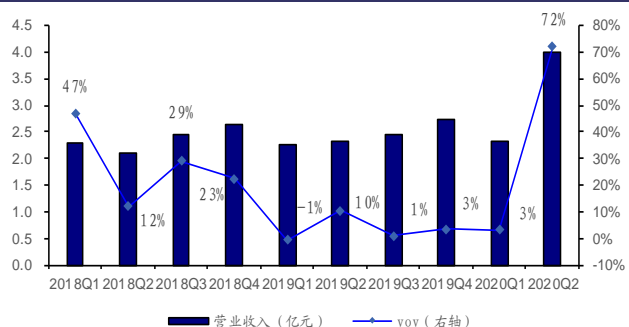
数据来源：公司定期报告，兴业证券经济与金融研究院整理

图33 永艺股份 2018Q1 至今利润增长



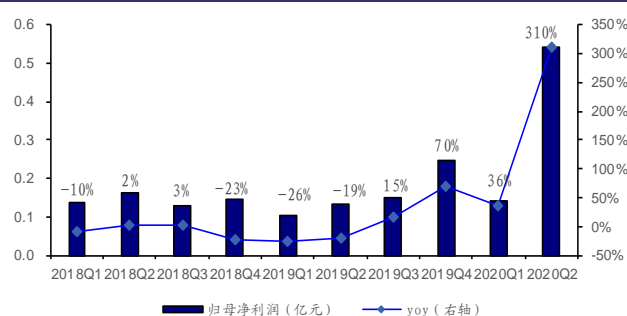
数据来源：公司定期报告，兴业证券经济与金融研究院整理

图34 乐歌股份 2018 年至今收入增长



数据来源：公司定期报告，兴业证券经济与金融研究院整理

图35 乐歌股份 2018 年至今利润增长



数据来源：公司定期报告，兴业证券经济与金融研究院整理

3.1.4 投资建议：重点推荐恒林股份，持续关注欧派家居、金牌厨柜、志邦家居

1、恒林股份：跨境电商迅速增长，厨博士收购落地可期

2020年1-6月，公司实现营收/归母净利/扣非归母净利分别为17.87/1.56/1.42亿元，同比增长51.06%、24.40%、60.19%；其中2020Q2营收/归母净利/扣非归母净利分别为11.60/1.26/1.15亿元，同比增长93.46%、59.54%、133.63%。分业务看，

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2020H1 办公椅/沙发/按摩椅销售收入分别为 9.12、3.01、0.47 亿元，同比变动 +31.28%、-8.52%、+197.67%，办公系统解决方案（Lista Office）实现收入 3.65 亿元。

ODM 业务稳中有增。2020H1 实现收入约 12.52 亿元，贡献了近 6% 的增长，其中办公椅/沙发/按摩椅/其他业务分别变动约 +5000 万、-3000 万、+3000 万、+2000 万；ODM 订单到收入确认间隔约 3 个月，Q3 收入主要来源于 Q2 订单，受海外疫情影响，Q3 及 Q4 收入或受波及，预计全年 ODM 业绩略有增长。

Lista Office 贡献并表增量。2020H1 实现收入 3.65 亿元，净利约 0.22 亿元，分别贡献了 30.85%、17.46% 的增长。瑞士子公司 Lista Office 自 2019 年 9 月并表，销售服务网络遍及瑞士各大、中型城市，以 25% 的市场占有率位居行业第一，客户包括 Credit Suisse AG、UBS、FIFA、瑞士再保险。

跨境电商高速发展。2020H1 实现收入约 1.7 亿元（主要为办公椅业务，集中体现在 Q2），贡献了近 15% 的增长。自 4 月份以来，海外疫情严峻，居家办公催化办公椅需求，公司持续推动跨境电商业务的发展，在社交网络平台（如 Facebook、google）投放产品广告进行线上 B2C 销售，促进了业绩提升。

厨博士收购落地可期。2020 年 5 月 12 日，公司签订了《资本合作意向书》战略框架协议，拟以 7 亿现金收购厨博士 100% 股权。预计公司于 2020Q4 前完成收购。通过收购厨博士，公司正式进军定制家居领域，业务范围涵盖商用和民用家具，有望为业绩增长提供新的支撑点。

图36 恒林股份 2014 年至今收入增长

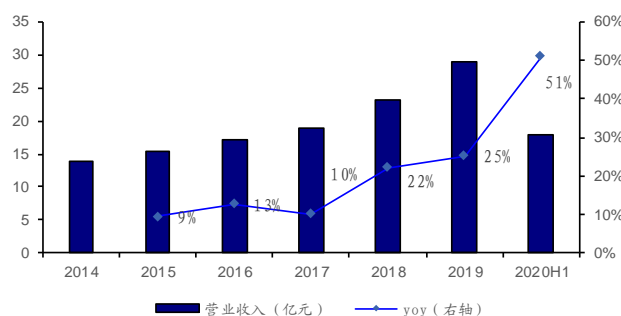
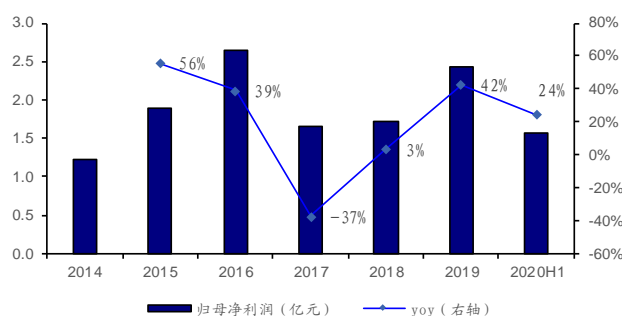


图37 恒林股份 2014 年至今利润增长



数据来源：公司定期报告，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司定期报告，兴业证券经济与金融研究院整理

2、欧派家居：厨衣木卫齐发力，大家居战略雏形已现

2020 年 1-6 月，公司实现营收/归母净利/扣非归母净利分别为 49.66、4.89、4.43 亿元，同比下滑 9.88%/22.70%/25.59%；其中 2020Q2 实现营收/归母净利/扣非归母净利分别为 35.36、5.91、5.68 亿元，同比增长 6.91%/9.23%/9.31%。

分产品看，2020H1 厨柜/衣柜/卫浴/木门分别实现收入 21.87、18.69、2.54、2.35

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

亿元，分别同比变动-16.03%、-6.83%、-3.09%、5.85%。受精装渠道挤压及疫情影响，整体厨柜收入下滑较为严重，其中 Q1、Q2 分别下滑 37.23%、2.33%。分渠道看，2020H1 直营/经销/大宗渠道分别实现收入 1.02、36.20、10.44 亿元，分别同比变动-11.96%、-14.51%、12.34%。零售端 Q2 恢复明显，直营/经销渠道 Q2 收入增速分别为 24.71%、1.37%。

大宗维持高增长：2020H1 公司实现大宗业务收入 10.44 亿元（占比 21.03%），同增 12.34%；其中 Q1 收入 3.81 亿元（YOY+24.97%），Q2 收入 6.62 亿元（YOY+57.38%）。报告期内，公司工程渠道及时优化成本结构，聚焦优质地产公司，进一步加大抢占百强地产份额，同时结合定制家居产品特性，深化产品+服务的配套组合，在集团+服务商的工程业务模式下推进属地化服务，提升服务效率，贴近企业用户需求，进一步巩固欧派品牌美誉度。

衣柜业务快速恢复：2020H1 公司实现衣柜业务收入 18.69 亿元（占比 37.63%），同减 6.83%；其中 Q1 收入 4.95 亿元（YOY+41.23%），Q2 收入 13.74 亿元（YOY+18.04%）。报告期内，公司欧派衣柜门店（衣柜独立）净增 10 家，欧铂丽门店（厨柜+衣柜）净增 29 家。截至报告期末，欧派衣柜门店达 2154 家，欧铂丽门店达 1017 家。

着力拓展整装业绩增长点：2020H1 公司整装大家居接单增速超过 70%。在区域管理方面，公司搭建起了覆盖全国的区域管理网络，从培训支持、主动营销、展示设计、店面服务等环节对经销商进行落地帮扶服务；在整装信息化方面，CAXA 软件已经实现了在整装定制家居产品的打通，供应链配套产品、主辅材的品类和 SKU 更趋丰富。截至报告期末，公司共拥有整装大家居经销商 293 家（净增 18 家），开设整装大家居门店 334 家（净增 46 家）。

图38 欧派家居 2014 年至今收入增长

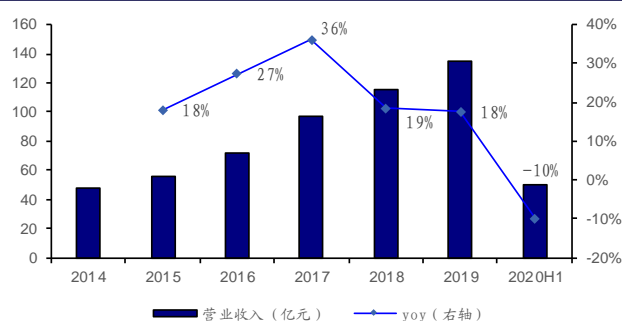
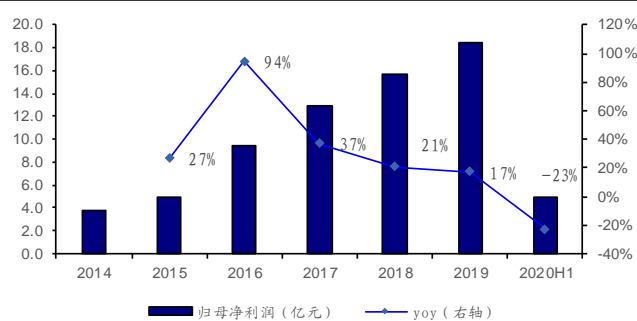


图39 欧派家居 2014 年至今利润增长



数据来源：公司定期报告，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司定期报告，兴业证券经济与金融研究院整理

3、金牌厨柜：大宗&厨柜高增长，经营稳健成长可期

2020H1 公司实现营收/归母净利/扣非归母净利分别为 8.29、0.61、0.28 亿元，同比变动+5.51%/-11.93%/-25.35%；其中 2020Q2 实现营收/归母净利/扣非归母净利

5.61、0.55、0.45 亿元，同比增长 10.69%/8.60%/21.93%。

大宗业务高增长：2020H1 公司实现大宗业务收入 2.41 亿元，同增 39.46%；其中 Q1 收入 0.83 亿元（YOY+30%左右），Q2 收入 1.58 亿元（YOY+45%左右）。报告期内，公司持续拓展与房地产企业的战略合作，与 38 家百强房地产企业签订战略集采协议，同时整合内部资源，加强各品类与大宗渠道的对接，加快衣柜、木门等品类在精装市场的拓展。

衣柜规模迅速提升：2020H1 公司实现衣柜业务收入 1.55 亿元，同增 55.37%；其中 Q1 收入 0.46 亿元（YOY+15%左右），Q2 收入 1.09 亿元（YOY+65%左右）。报告期内，公司净增衣柜门店 52 家（含在建）。截至报告期末，桔家衣柜门店达 572 家。

厨柜零售明显承压：2020H1 公司厨柜零售业务收入约 3.8 亿元，同比下滑约 20%。受疫情影响及精装修比例提升，工程配套率较高的厨柜零售市场份额受到较大冲击。报告期内，公司净增厨柜门店 6 家（含在建）。截至报告期末，定制厨柜门店达 1565 家。

木门业务高速发展：2020H1 公司木门 586.57 万元（零售业务为主），同比增长 285.76%。报告期内，公司依托橱柜、衣柜的品牌、渠道资源，以家居馆或厨衣、衣木综合店形式，加速渠道布局，截至报告期末，桔家木门专卖店及专区达 101 家。

图40 金牌厨柜 2014 年至今收入增长

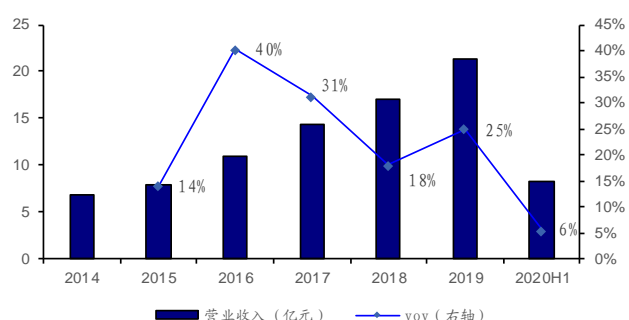
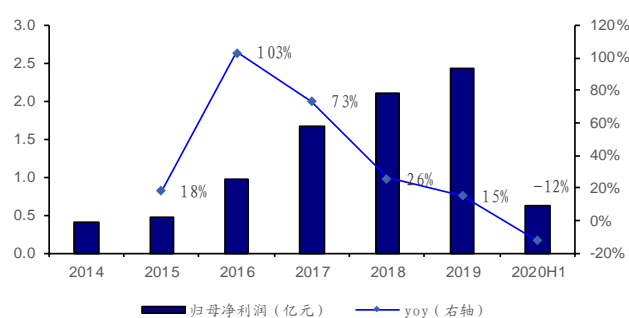


图41 金牌厨柜 2014 年至今利润增长



数据来源：公司定期报告，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司定期报告，兴业证券经济与金融研究院整理

4、志邦家居：大宗客户结构改善助力增长，衣柜业务持续扩张

2020H1 公司实现营收/归母净利/扣非归母净利分别为 12.24、0.51、0.43 亿元，同比变动+6.57%/-53.99%/-56.35%；其中 2020Q2 实现营收/归母净利/扣非归母净利 8.98、0.96、0.88 亿元，同比增长 22.22%/21.44%/19.05%。

大宗业务维持高增长：2020H1 公司实现大宗业务收入 3.37 亿元，同增 59.27%；Q1 基本持平，Q2 增长接近 100%。报告期内，公司大力拓展优质战略合作地产客

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

户，通过改善客户结构，经营质量不断提升，促进了订单收入的高速增长。截至2020年6月30日，百强地产客户占比已达30%以上。

衣柜规模迅速提升：2020H1公司实现衣柜业务收入3.43亿元，同增38.58%；Q1基本持平，Q2增长接近50%。报告期内，公司净增衣柜经销商115家，净增衣柜门店159家（新开门店集中在Q2，下同）。截至报告期末，定制衣柜经销商达1004家，门店1237家。

厨柜零售承压明显：2020H1公司零售端厨柜业务收入4-5亿元，同比下滑约20%；Q1下滑接近50%，Q2下滑8%-9%。受疫情影响及精装修比例提升，工程配套率较高的厨柜零售市场份额受到较大冲击。报告期内，公司净增厨柜经销商42家，净增厨柜门店62家。截至报告期末，定制厨柜经销商达1294家，门店1597家。

图42 志邦家居 2014 年至今收入增长

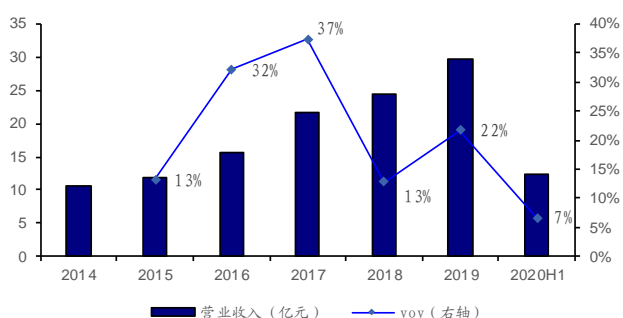
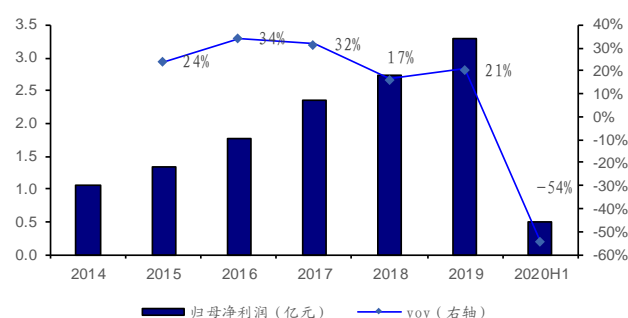


图43 志邦家居 2014 年至今利润增长



数据来源：公司定期报告，兴业证券经济与金融研究院整理

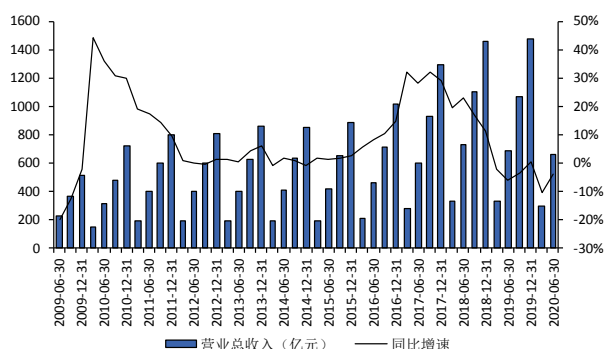
数据来源：公司定期报告，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2 造纸：需求逐步回暖，关注文化纸及白卡纸行情修复

3.2.1 Q2 纸价下滑明显，盈利能力略有下降

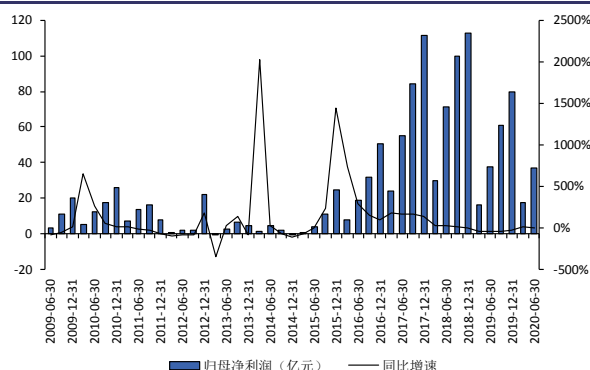
2020Q2 营收回升，行业净利润下滑。造纸行业上市企业 2020H1 实现营业收入 659.04 亿元，同比下降 3.88%，其中 Q2 为 362.82 亿元，同比上升 1.55%；2020H1 归属母公司净利润 37.20 亿元，同比上升 0.15%，其中 Q2 为 19.48 亿元，同比下降 10.97%。主要系疫情影响需求萎缩，Q2 纸价下滑明显。

图44 造纸板块营业收入及同比增速



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

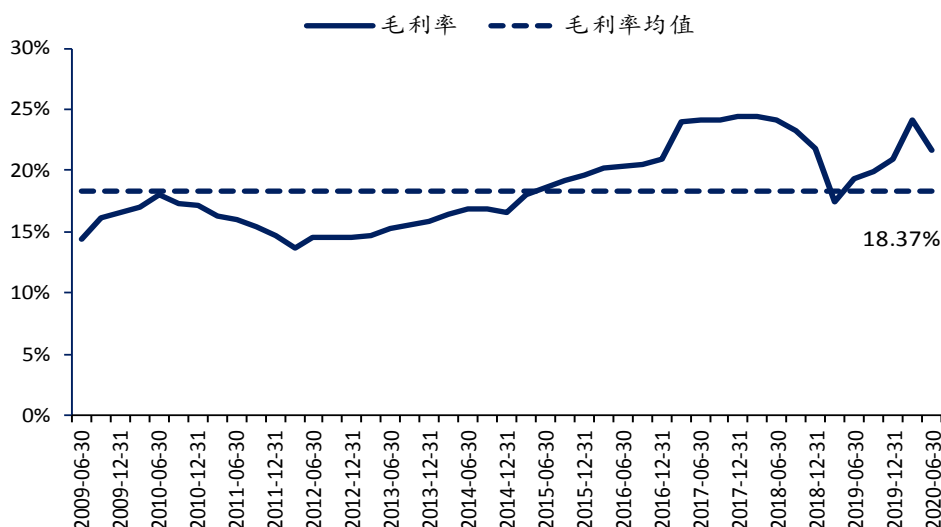
图45 造纸板块归母净利润及同比增速



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

疫情影响需求萎缩，Q2 毛利率同比下滑： 2020H1 毛利率为 21.69%，同比上升 2.29pct；其中 Q2 毛利率为 19.69%，同比下降 1.49pct。受疫情影响，海内外需求萎缩，文化纸及包装纸价格低位徘徊，对盈利能力造成了负面冲击。

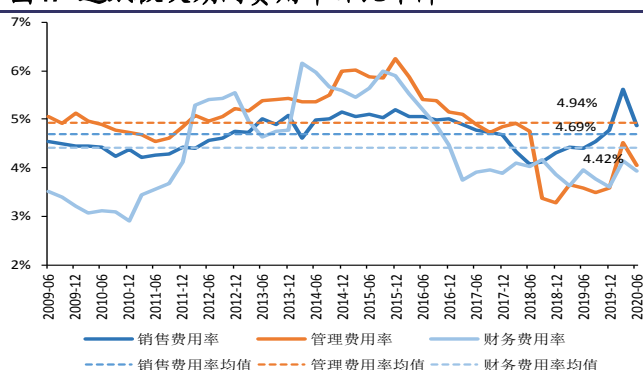
图46 造纸板块毛利率同比上升



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

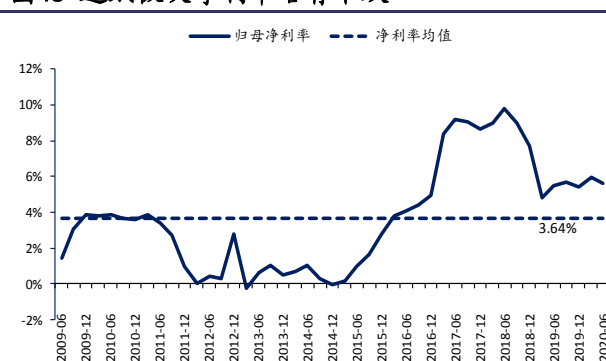
Q2 费用率环比下降，净利率略有下滑： 2020H1 销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 4.86/4.06/3.93%，同比变动+0.45/+0.49/-0.02pct；其中 Q2 销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 4.24/3.68/3.76%，同比变动-0.15/+0.18/-0.50pct。2020H1 净利率为 5.64%，同比提升 0.14pct；其中 Q2 净利率为 5.37%，同比下降 0.76pct。

图47 造纸板块期间费用率环比下降



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图48 造纸板块净利率略有下跌



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表5、轻工细分板块市盈率走势

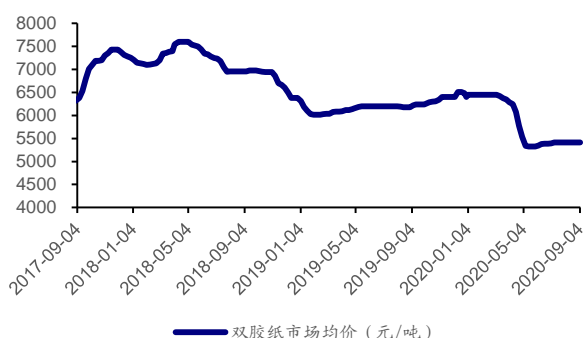
	营业收入同比/%		归属母公司净利同比/%		毛利率/%		毛利率同比变动/pct	
	2020H1	2019	2020H1	2019	2020H1	2019	2020H1	2019
晨鸣纸业	1.88	5.26	1.28	-34.00	25.11	28.36	-1.82	-2.91
太阳纸业	-3.23	4.57	5.61	-2.66	23.72	22.54	4.01	-0.91
山鹰纸业	-12.03	-4.62	-45.83	-57.48	17.10	19.06	-3.26	-3.99
博汇纸业	41.78	16.79	102.88	-47.73	17.54	14.58	2.78	-1.46
中顺洁柔	13.99	16.84	64.69	48.36	46.59	39.63	9.90	5.57
岳阳林纸	-2.65	1.33	384.18	-14.38	19.33	18.91	4.65	-1.88
华泰股份	-17.74	-8.29	2.38	-5.40	15.70	14.08	3.72	-0.66
齐峰新材	-25.10	-11.67	-1.79	127.43	14.37	14.06	2.23	2.77
恒丰纸业	12.58	9.01	33.59	33.88	29.43	25.64	6.33	2.43

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2.2 复学提上日程，双胶纸行情有望改善

随着各地中小学逐步复学，文化纸下游需求逐步回归正轨。预计9月份开学后，春季教材订购提上日程，叠加传统旺季因素，文化纸价格有望开启阶段性上涨行情。截至9月4日，双胶纸报价5413元/吨，环比持平，同比下调13.0%；双铜纸报价5234元/吨，环比上调0.7%，同比下调6.2%。规模纸厂陆续发布涨价函，多数计划于下月初上调100元/吨，中小厂家价格维持稳定，观望大厂涨价落实及订单情况为主。

图49 双胶纸价格走势



数据来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

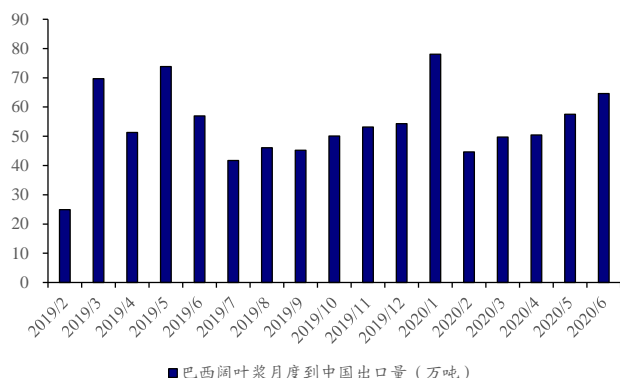
图50 双铜纸价格走势



数据来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

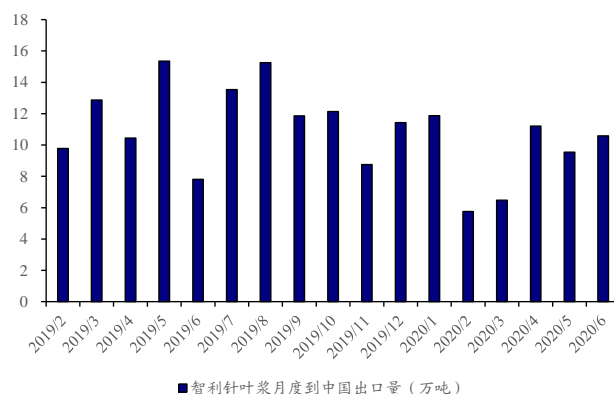
木浆库存高企，年内浆价预计低位徘徊。从需求端来看，根据 Brain McClay 统计数据，全球文化纸、生活用纸以及特种纸需求分别变动-23%、+7%、-4%，预计减少针叶浆、阔叶浆需求分别为 75 万吨、105 万吨；从供给端来看，供应韧性仍然存在，巴西阔叶浆及智利针叶浆月度出口量未见明显下滑，叠加国内木浆库存高企，预计木浆价格年内保持低位，利好纸浆系纸种盈利抬升。

图51 巴西阔叶浆月度出口量未见明显下滑



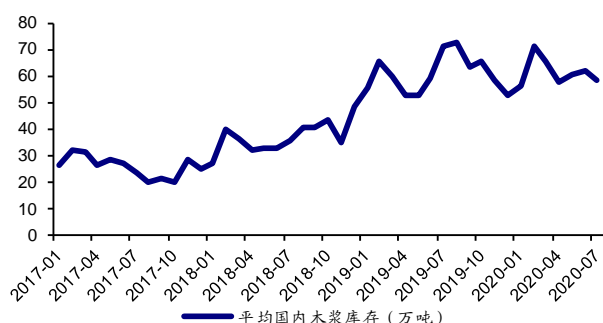
数据来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

图52 智利针叶浆月度出口量未见明显下滑



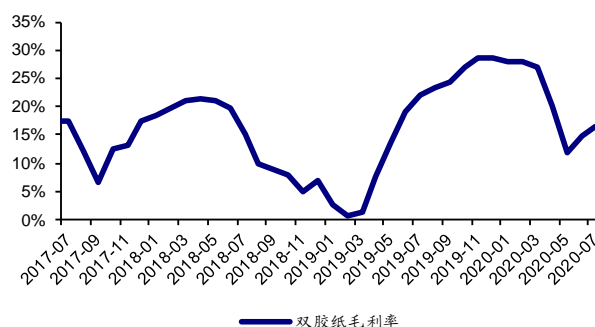
数据来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

图53 木浆库存位于高位



数据来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

图54 双胶纸毛利率回升

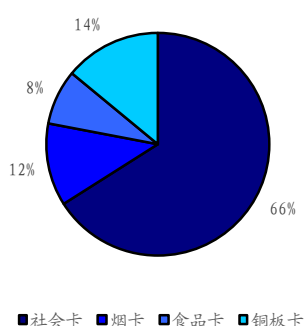


数据来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2.3 APP 收购博汇落地可期，格局优化利好白卡纸价维稳

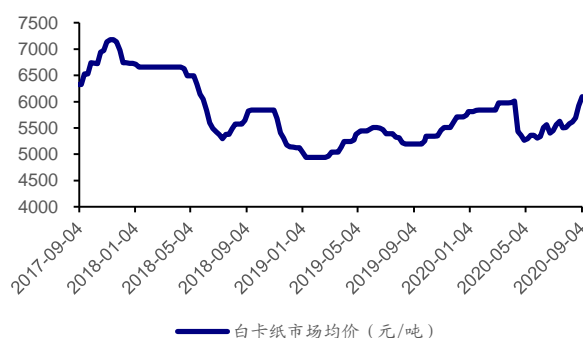
新增产能投放有限，潜在需求有所增加。供给端，2020 年白卡纸行业无较大新增产能投放；需求端，白卡纸下游需求集中在食品、香烟等必选消费品，“限塑令”将会带来一定的潜在需求增量（一次性餐具等），以及阜阳地区今年预计清退产能 200 多万吨，白卡纸可以抢占部分市场份额。从供需格局来看，白卡纸长期价格有较强支撑。截至 9 月 4 日，本周白卡纸报价 6,097 元/吨，环比上涨 2.9%，同比上涨 17.4%，价格维持相对高位。

图55 白卡纸下游需求构成



数据来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

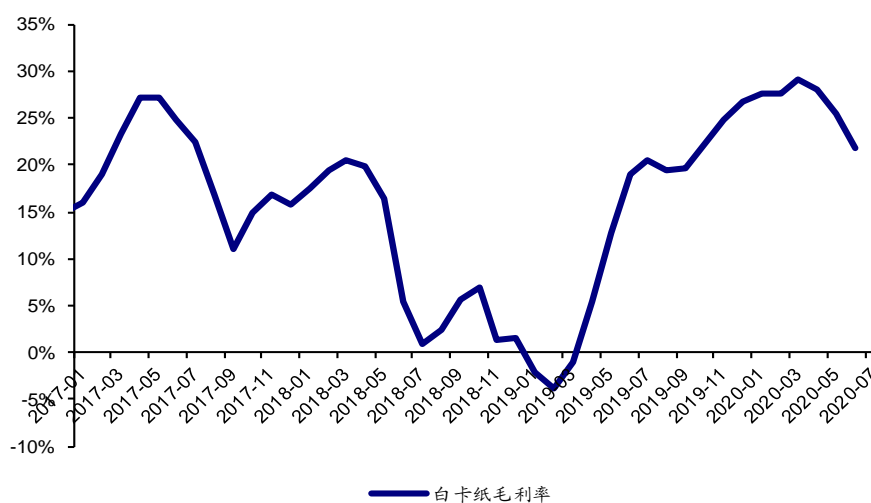
图56 白卡纸价格走势



数据来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

APP 收购博汇，行业集中度进一步提升。APP 对博汇的收购将进一步提升白卡纸行业集中度，行业 CR4 将超过 90%，APP、博汇、晨鸣、太阳、华泰等企业的话语权进一步增强。9 月份以来，规模纸厂提涨坚定，经销商跟随纸厂报盘价格跟涨，成交重心上移，利好纸企盈利。

图57 白卡纸毛利率走势



资料来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2.4 投资建议：关注白卡纸龙头博汇纸业、文化纸龙头太阳纸业

1、博汇纸业：产能扩张可期，行业红利持续释放

博汇纸业现有白卡纸产能 215 万吨，APP 收购后预计白卡纸产能超过 500 万吨（APP 国内白卡纸产能 350 万吨），是当之无愧的白卡纸龙头。目前白卡纸行业受限塑令影响，潜在需求不断释放，景气度有望保持。此外，APP 收购进展顺利，落地后行业集中度将进一步提高，龙头企业话语权增强，支撑白卡纸价高位维持。

图58 博汇纸业 2014 年至今收入增长

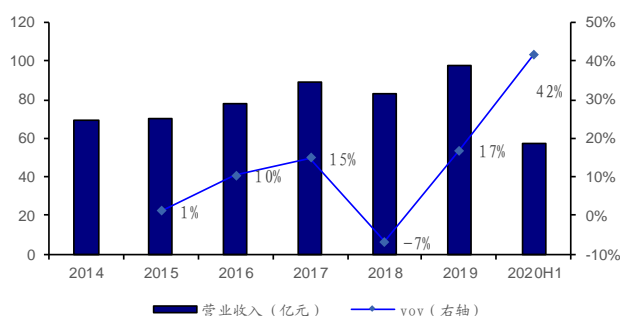
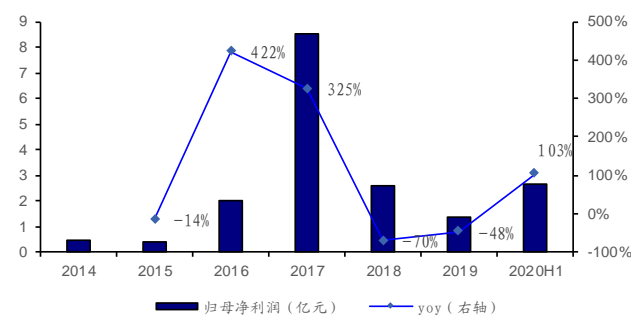


图59 博汇纸业 2014 年至今利润增长



数据来源：公司定期报告，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司定期报告，兴业证券经济与金融研究院整理

2、太阳纸业：“林浆纸一体化”优势明显，静待需求回暖

2019 年，老挝 120 万吨造纸项目中的 40 万吨再生纤维浆板生产线投产运行，80 万吨高档包装纸板项目启动实施；兖州本部颜店太阳纸业新材料产业园 45 万吨特色文化用纸项目在年内开工；广西北海林浆纸一体化项目稳步推进，并在 2020 年 1 月 2 日取得了 350 万吨制浆造纸产能的环评。公司三大生产基地相关项目全部投产后，太阳纸业的总产能将突破 1000 万吨，企业的综合实力和核心竞争力将实现大幅提升。

图60 太阳纸业 2014 年至今收入增长

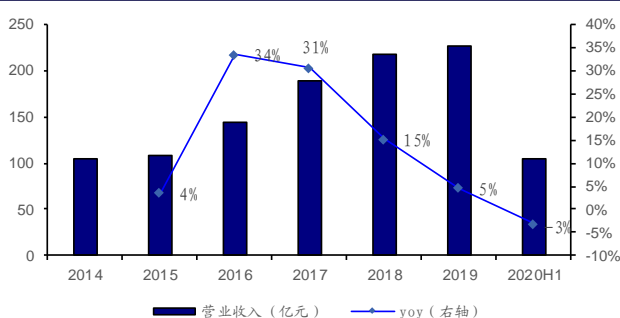
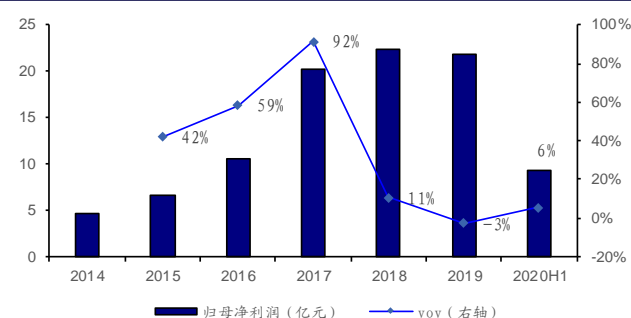


图61 太阳纸业 2014 年至今利润增长



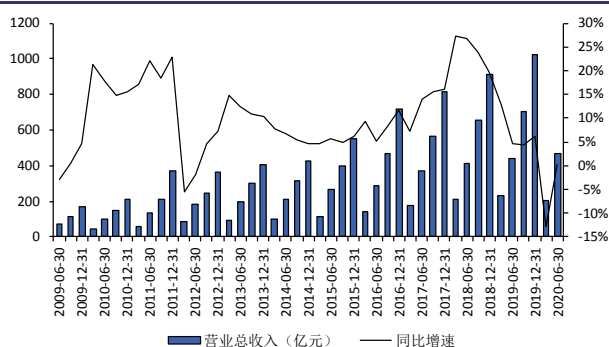
数据来源：公司定期报告，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司定期报告，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3 包装印刷：营收增速回正，盈利能力下滑减缓

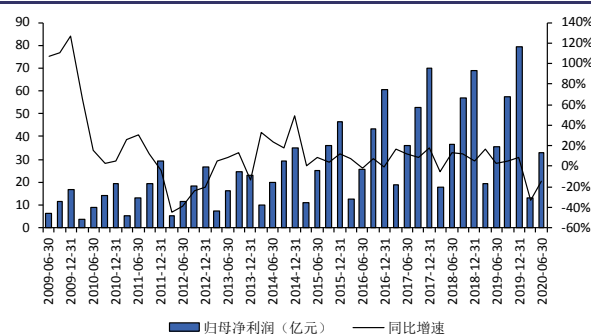
营业收入增速回正，盈利能力下滑减缓：包装印刷行业上市企业 2020H1 实现营业收入 467.21 亿元，同比上涨 0.12%，其中 Q2 为 262.08 亿元，同比上涨 24.24%；2020H1 归属母公司净利润 33.20 亿元，同比降低 14.79%，其中 Q2 为 20.21 亿元，同比上涨 28.54%；2020H1 毛利率达 22.58%，同比下降 1.14pct，其中 Q2 为 23.37%，同比下降 0.30pct。

图62 包装印刷板块营业收入及同比增速



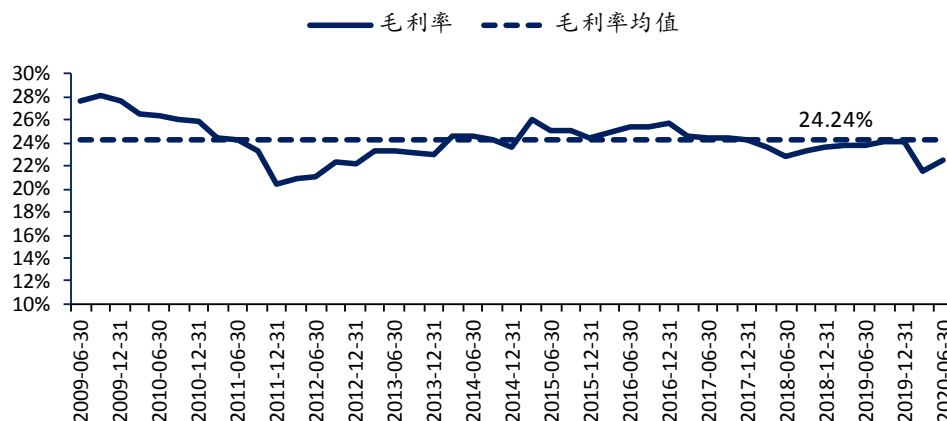
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图63 包装印刷板块归母净利润及同比增速



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

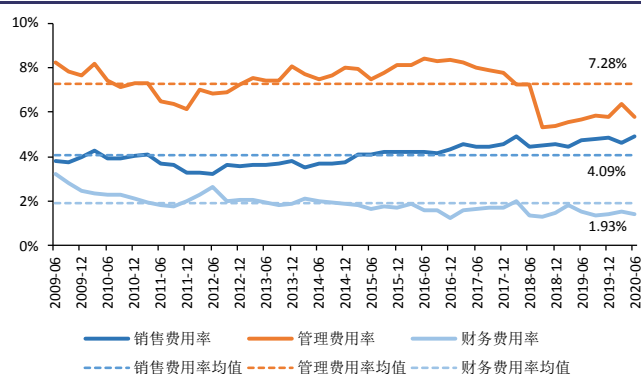
图64 包装印刷板块毛利率走势



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

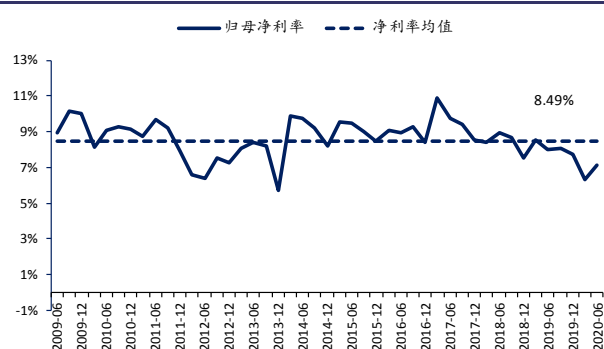
费用率有所上升，2020H1 净利率有所回升：2020H1 包装印刷行业销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 4.92/5.79/1.45%，同比变动+0.20/+0.10/-0.09pct；其中 Q2 销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 5.17/5.31/1.37%，同比变动+0.17/-0.55/+0.12pct。2020H1 包装印刷行业净利率 7.11%，同比降低 0.90pct，其中 Q2 为 7.71%，同比上升 0.26pct。

图65 包装印刷板块费用率上升



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图66 包装印刷净利率同比下降



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 6、包装印刷行业主要上市公司收入、净利增速及毛利率比较

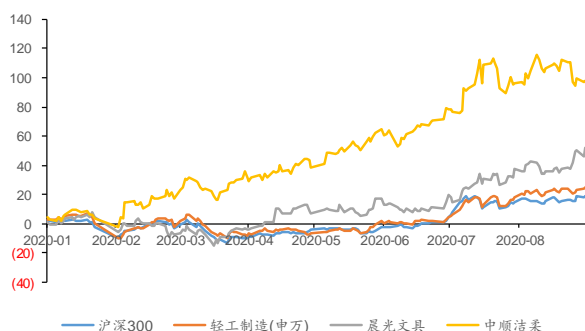
	营业收入同比/%		归属母公司净利同比/%		毛利率/%		毛利率同比变动/pct	
	2020H1	2019	2020H1	2019	2020H1	2019	2020H1	2019
纸包装								
裕同科技	17.00	14.77	10.62	10.51	25.85	30.03	-2.17	1.53
美盈森	-8.19	4.41	-42.55	33.42	27.99	32.07	-4.19	-0.33
合兴包装	-13.14	-8.79	3.32	14.48	13.17	13.03	0.51	0.49
新通联	-7.26	2.90	5.94	-4.99	24.10	21.28	4.92	2.38
东风股份	-8.92	-4.66	-28.43	-44.92	37.99	40.63	-2.51	2.00
金属包装								
奥瑞金	12.04	14.60	-62.62	203.15	21.72	24.29	-5.34	-1.49
昇兴股份	0.07	21.50	-238.60	25.29	9.40	13.50	-6.20	-0.25
宝钢包装	-1.73	15.92	72.32	204.38	15.25	12.87	2.40	1.64
烟标								
劲嘉股份	2.83	18.22	-10.64	20.88	39.15	41.95	-3.91	-1.71
东风股份	-8.92	-4.66	-28.43	-44.92	37.99	40.63	-2.51	2.00
陕西金叶	7.32	-6.45	520.60	14.41	27.77	35.53	-3.84	3.59
吉宏股份	37.42	32.62	74.33	53.05	54.68	43.42	11.77	0.36
塑料包装								
永新股份	8.04	11.47	17.60	19.44	26.08	24.19	2.39	2.24
通产丽星	-12.47	-5.65	-23.17	55.63	32.88	36.84	9.92	14.08
万顺股份	10.58	6.80	-25.02	10.31	9.12	12.26	-3.02	-1.29
其他包装								
王子新材	19.41	45.40	29.22	10.64	20.95	21.18	0.24	-3.18
海顺新材	7.24	22.44	45.45	1.23	33.66	31.16	1.98	-1.51
紫江企业	-5.16	2.23	-10.45	14.20	19.00	20.19	-1.18	1.33
广博股份	23.11	5.71	-206.49	101.89	15.34	16.16	-2.12	-3.06
东港股份	-35.59	-3.24	-48.08	3.88	39.98	41.24	0.08	2.29
鸿博股份	-30.72	-11.21	394.11	586.53	24.57	26.46	-0.99	4.94
盛通股份	-5.57	5.87	-126.61	13.82	14.90	23.18	-7.06	3.36
界龙实业	207.70	-19.70	902.29	-685.22	10.71	19.41	-7.99	-0.78

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3.4 必选消费：需求回升带动业绩上行

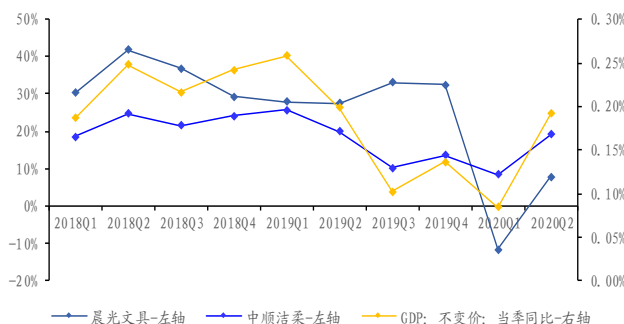
2020 年至今，晨光文具涨幅达 51.90%，跑赢沪深 300 指数 33.27pct，跑赢轻工板块 27.05pct。中顺洁柔涨幅达 98.21%，跑赢沪深 300 指数 79.57pct，跑赢轻工板块 73.35pct。生活用纸和文具作为必选消费品，需求刚性较强，对宏观经济波动不敏感，在经济下行时可起到防御作用，依然保持较为稳健的增长。

图67 洁柔与晨光涨幅领先市场（截至 09/01）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图68 洁柔&晨光营收增速与 GDP 增速对比



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

1、晨光文具：传统业务稳健增长，科力普增速有望提升

2020H1 公司实现营收/归母净利/扣非归母净利分别为 47.61、4.65、3.87 亿元，同比变动-1.60%/-1.44%/-9.42%；其中 2020Q2 实现营收/归母净利/扣非归母净利 26.78、2.34、2.13 亿元，同比增长 7.85%/10.15%/9.46%。

传统核心业务 Q2 实现正增长：2020H1 传统核心业务收入约 28 亿元，YOY-6%左右；其中 Q1 收入约 14 亿元（YOY-13%左右），Q2 收入约 14 亿元（YOY+1.5%左右）。分业务类别看，2020H1 书写工具/学生文具/传统办公文具分别实现收入 9.92、10.21、10.40 亿元，同比变动-12.43%、-4.99%、1.52%；其中 Q2 书写工具/学生文具/传统办公文具分别实现收入 5.62、4.81、5.40 亿元，分别同比变动-1.14%、-0.06%、+9.38%。分渠道看，2020H1 晨光科技实现收入 2.04 亿元，同增 63.92%。二季度学生逐步复学，书写工具及学生文具降幅明显收窄，复工进度明显快于复学，传统办公文具实现正增长，此外，疫情催化线上销售，晨光科技收入大幅增长，贡献业绩增量。

晨光科力普持续壮大：2020H1 晨光科力普收入 16.00 亿元，YOY+6.63%，净利润 0.40 亿元，净利率达到 2.51%，较 19 年提升 0.44pct；其中 Q1 收入 5.60 亿元（YOY-9.60%），Q2 收入 10.40 亿元（YOY+18.43%）。截至报告期末，晨光科力普在全国已投入 6 个中心仓，覆盖华北、华南、华东、华西、华中、东北六大区域，新增东北中心仓，大幅提升东北地区的订单响应时效；强化华北、华南及华中销售队伍建设，拓展当地市场，重点推进大型项目的覆盖；在上海、北京、广州、深圳、沈阳等十一个城市拥有配送队伍，提升了客户体验。报告期内科力

普入围华润集团、银联国际、智联招聘、融创集团等大客户，并成功上线了 MRO 线上商城。

零售大店稳步发展：2020H1 零售大店收入 2.35 亿元，YOY+1.83%，亏损 0.39 亿元，较去年同期亏损增加 0.28 亿元；其中 Q1 收入 0.95 亿元（YOY-13.60%），Q2 收入 1.40 亿元（YOY+15.87%）。受新冠疫情影响，Q1 公司零售大店大部分营业时间处于停业及非正常营业状态，Q2 以来客流量逐步回升，销售恢复加快。九木杂物社方面，加快渠道布局，新开店在重点城市的渠道布局愈趋完善；优化商品结构，探索新的品类机会，盲盒类产品 SKU 占比超过 20%；迅速开拓线上业务，上线九木杂物社天猫旗舰店；通过多个主题季及节假日行销提升顾客复购。截至报告期末，公司在全国拥有 404 家零售大店，其中晨光生活馆 109 家，九木杂物社 295 家（直营 180 家，加盟 115 家）。

表 7、晨光文具收入及利润拆分（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020Q1	2020Q2	2020H1
营业收入	63.58	85.34	111.42	20.84	26.77	47.61
YoY	36%	34%	31%	-12%	8%	-2%
毛利率	25.75%	25.81%	26.14%	27.93%	26.40%	27.07%
归母净利润	6.34	8.07	10.61	2.30	2.34	4.65
YoY	29%	27%	31%	-11%	10%	-2%
归母净利率	9.97%	9.46%	9.52%	11.05%	8.74%	9.76%
传统业务	47.95	55.26	65.78	13.75	14.44	28.19
yoy	22.75%	15.25%	19.05%	-12.89%	1.43%	-6.10%
净利润	6.54	8.05	9.92			4.63
净利率	13.64%	14.57%	15.09%			16.43%
晨光科技	1.85	2.34	2.97	0.93	1.11	2.04
yoy	135%	26%	27%	37%	37%	64%
净利润	0.07	0.10	-0.01			-0.03
精品文创	3.18	7.67	9.98			
yoy		66%	30%			
净利润	0.65	1.78	2.57			
净利率	20%	23%	26%			
上海安硕			3.65			1.6
净利润			-0.10			-0.24
零售大店	2.05	3.06	6.01	0.95	1.40	2.35
yoy	35%	49%	96%	-14%	16%	2%
净利润	-0.41	-0.30	-0.08			-0.39
生活馆收入	1.70	1.53	1.40	0.02	0.37	0.39
生活馆净利润	-0.31	-0.04	-0.01			
生活馆门店数量	152	140	119	111		109
九木收入	0.35	1.53	4.60	0.93	1.03	1.96
yoy		335%	201%	-37%	510%	19%
九木净利润	-0.10	-0.26	-0.07			
九木门店数量	25	115	261	272		295
直营		87	158	163		180
加盟		28	103	109		115
晨光科力普	12.55	25.86	36.58	5.60	10.40	16.00
yoy	143%	106%	41%	-9.60%	18%	7%
净利润	0.21	0.32	0.76			0.40
净利率	2%	1%	2%			3%

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2、中顺洁柔：上半年业绩优异，净利润同比大幅提升

2020年1-6月，公司实现营收/归母净利/扣费归母净利分别为36.16/4.53/4.47亿元，同比增长13.99%、64.69%、65.59%；其中2020Q2营收/归母净利/扣非后归母净利分别为19.45/2.69/2.60亿元，同比增长19.21%、77.74%、75.53%。

收入端：品类拓展+渠道完善，销售持续增长。疫情期间，公司顺应消费趋势，推出了口罩、消毒湿巾、消毒洗手液、漱口水等新品，形成了新的增长点；渠道方面，持续加大线上业务投入、布局和发展，线上消费增长明显。分品类看，生活用纸实现收入35.33亿元，同比增长13.35%；个人护理产品实现收入6721.46万元，较去年同期41.92万元增长明显。

利润端：浆价低位+产品升级，利润率提升明显。2020H1浆价低位维持，上半年进口针叶浆/阔叶浆均价分别较去年同期下降15.81%、34.88%；公司加大了Face、Lotion和自然木等重点品的销售力度并制定各大渠道的分销标准，高端、高毛利产品及非卷纸的占比不断提升，生活用纸毛利率达到46.19%，同比增加8.98pct。2020H1公司毛利率/净利率分别为46.59%、12.52%，同比增加9.90pct、3.85pct。

图69 中顺洁柔 2014 年至今收入增长

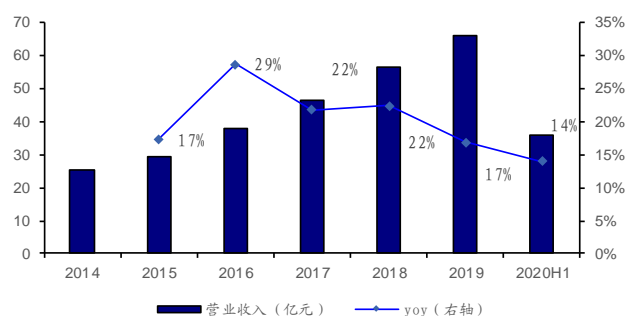
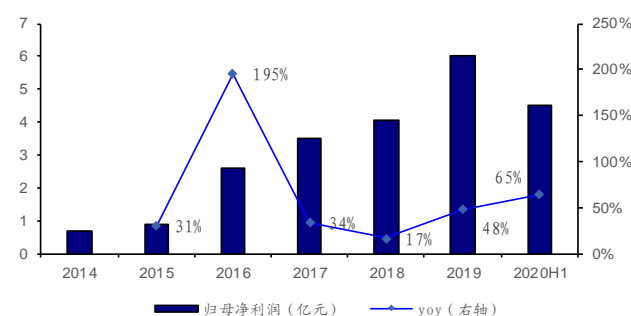


图70 中顺洁柔 2014 年至今利润增长



数据来源：公司定期报告，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司定期报告，兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示：宏观经济波动；地产销售不及预期；原材料价格上涨

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn



START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告