

轻工制造

行业研究/深度报告

疫情影响基本结束，家具需求有望持续释放

—2019 年年报及 2020 年一季报综述

深度研究报告/轻工制造

2019 年 5 月 15 日

报告摘要：

- **造纸行业收入增速平稳，业绩增长承压。**2019年造纸板块业绩承压。板块全年实现营收、归母净利润1473.45亿元、79.59亿元，分别同比+0.71%、-29.42%。2020Q1造纸板块受疫情冲击较大，但受益于原料木浆价格持续下探，利润端有所改善。营收同比下降10.56%，归母净利润则逆势增长10.96%。盈利能力方面，19年毛利率同比下降0.97pct至20.89%，净利率下降2.43pct至5.47%；2020Q1盈利水平有所回升，毛利率同比上涨6.66pct至24.14%，净利率上涨1.31pct至6.08%。
- **受疫情影响，家具行业一季度营收及利润出现较大幅度下滑。**2019年家具板块收入1065.48亿元，同比增长13.53%；利润端大幅回暖，实现归母净利润96.21亿元，同比增长57.64%。2020Q1板块受新冠疫情冲击严重，营收规模大幅下滑，利润端由盈转亏。板块整体实现营收160.77亿元，同比下降20.95%，实现归母净利润-2.30亿元。盈利能力方面，2019年毛利率同比微增0.62pct至35.75%，净利率增长2.56pct至9.15%；2020Q1毛利率同比下降3.45pct至31.0%，净利率下滑8.26pct至-1.56%。
- **定制家具销售渠道逐渐分化，大宗业务渠道增速迅猛。**2019年，品牌定制家具企业在销售渠道方面仍然主要依赖经销商渠道，但已初现分化趋势。渠道结构较2018年末相比，经销商渠道占比均在一定程度上出现小幅下降，直营渠道占比基本稳定，而大宗业务渠道则有明显提升。欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌橱柜、好莱客经销商渠道分别同比-2.4/-4.3/-3.5/-5.7-2.2pct，而大宗业务渠道对公司整体营收贡献度则提高+3.7/+4.3/+6.1/+10.3/+0.5pct。从各渠道收入增速看，大宗业务渠道收入同比增速也显著高于经销商渠道和直营渠道。未来随着我国精装住宅渗透率进一步提升，大宗业务放量速度或将持续提速，对定制家具企业的重要性也将显著提升。
- **投资建议：家具板块，**推荐关注传统零售渠道优势明显且产品品类齐全的定制家具龙头欧派家居，建议关注在工程渠道具有先发优势且持续扩张的二线龙头志邦家居、金牌橱柜；**造纸板块**推荐关注龙头企业太阳纸业，以及生活用纸龙头中顺洁柔；**文具用品板块**，推荐关注文具行业龙头，业绩增长确定性较强的晨光文具。
- **风险提示：**原材料价格上涨、房地产销售增速下行、行业竞争加剧、需求疲软。

盈利预测与财务指标

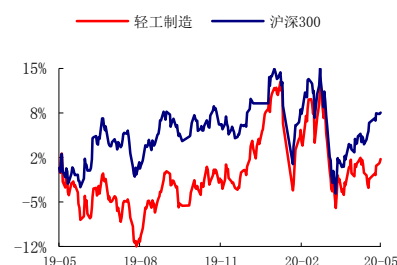
代码	重点公司	现价 5月14日	EPS			PE			评级
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
603833	欧派家居	110.45	4.38	4.87	5.74	25	23	19	推荐
002708	太阳纸业	8.68	0.84	0.89	1.08	10	10	8	推荐
002511	中顺洁柔	19.02	0.46	0.60	0.72	41	32	26	推荐
603899	晨光文具	52.90	1.15	1.32	1.64	46	40	32	推荐
603801	志邦家居	26.84	1.48	1.67	1.97	18	16	14	/
603180	金牌橱柜	71.80	3.61	4.16	4.89	20	17	15	/

资料来源：公司公告、民生证券研究院（“/”表示未覆盖公司，未覆盖公司使用wind一致预期）

推荐

维持评级

行业与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：陈柏儒

执业证号：S0100512100003

电话：010-85127729

邮箱：chenbairu@mszq.com

目录

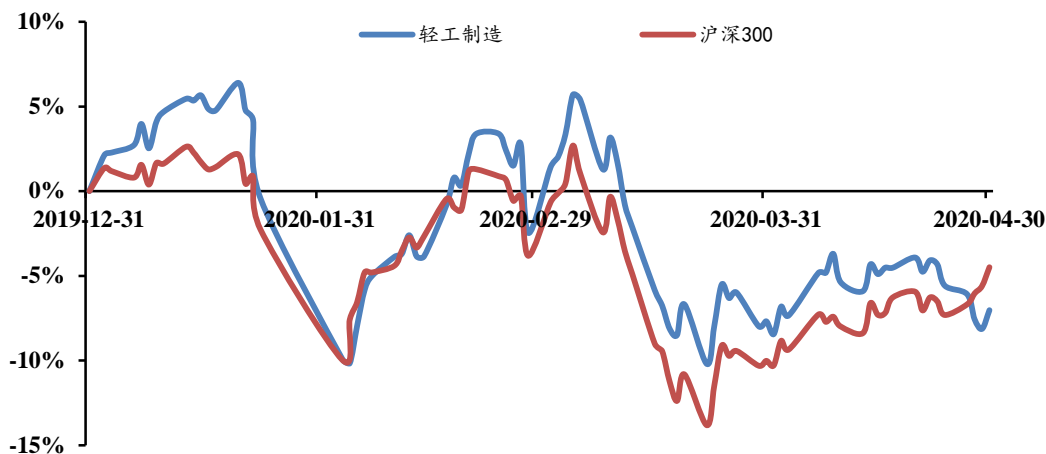
一、行业年初以来跑输大盘，Q1 受疫情影响业绩下滑	3
(一) 年初以来轻工行业下跌 7.03%，跑输大盘 2.54PCT	3
(二) 2019 年轻工行业营收规模增速趋缓，但盈利能力有所回升	3
(三) 2020Q1 轻工行业业绩表现受疫情影响有所下滑	4
(四) 文娱用品板块业绩增速明显领先	5
二、造纸、家具行业收入增速承压，文娱用品持续向好	7
(一) 造纸：收入增速承压，但原料价格下行或带动盈利能力改善	7
(二) 家具：工程渠道增长强劲，Q1 受疫情冲击较小	11
(三) 包装：营收增速趋缓，但盈利能力止跌回暖	17
(四) 文娱用品：业绩表现持续向好，盈利水平保持稳定	19
三、投资建议	22
四、风险提示	22
插图目录	23
表格目录	24

一、行业年初以来跑输大盘，Q1 受疫情影响业绩下滑

(一) 年初以来轻工行业下跌 7.03%，跑输大盘 2.54pct

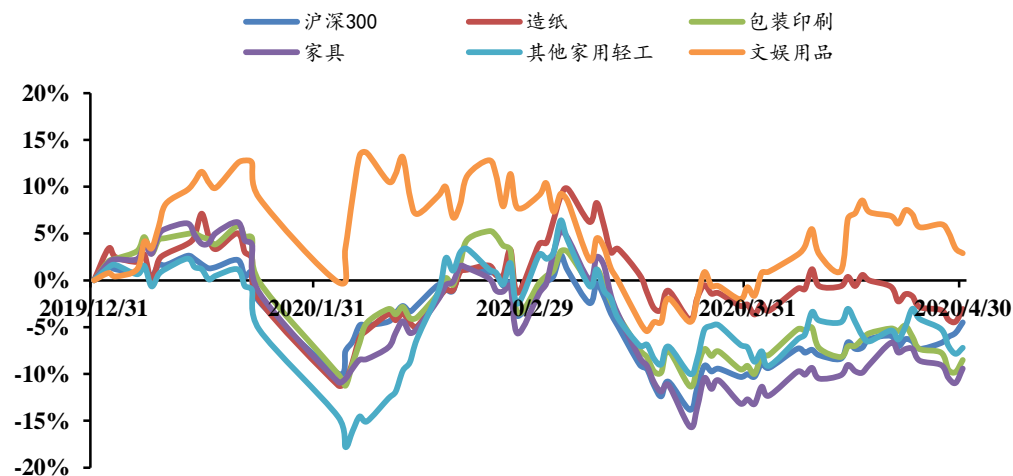
今年年初以来(截至4月30日收盘),沪深300指数下跌4.49%,轻工行业下跌7.03%,跑输大盘2.54pct;子板块中,文娱用品板块增长较为强劲,跑赢大盘7.39pct。

图1: 轻工制造板块年初以来表现弱于大盘



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图2: 年初以来文娱用品板块增长强劲, 跑赢大盘 7.39pct

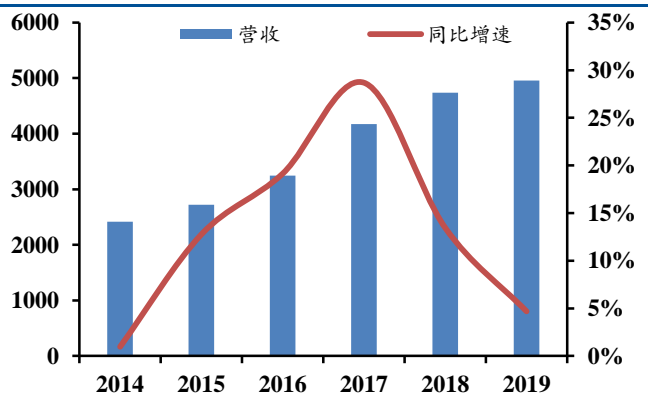


资料来源: Wind, 民生证券研究院

(二) 2019 年轻工行业营收规模增速趋缓, 但盈利能力有所回升

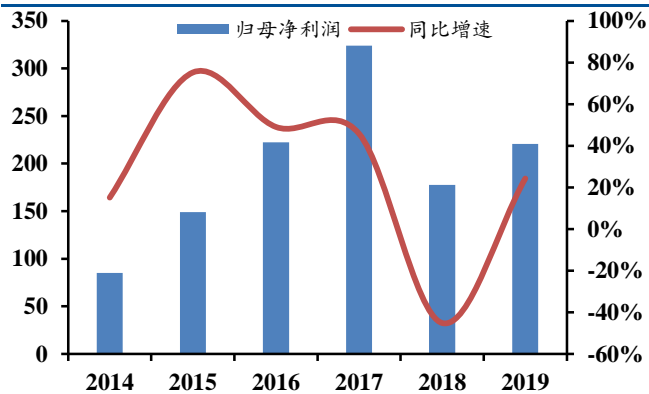
2019 年轻工行业业绩增速进一步趋缓, 营收规模由 2018 年的 4736.93 亿元增长至 4958.88 亿元, 同比增长 4.68%; 归母净利润自 2018 年的 177.63 亿元回升至 220.71 亿元, 同比增长 24.25%。

图 3：2019 年轻工行业营收增速进一步趋缓（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

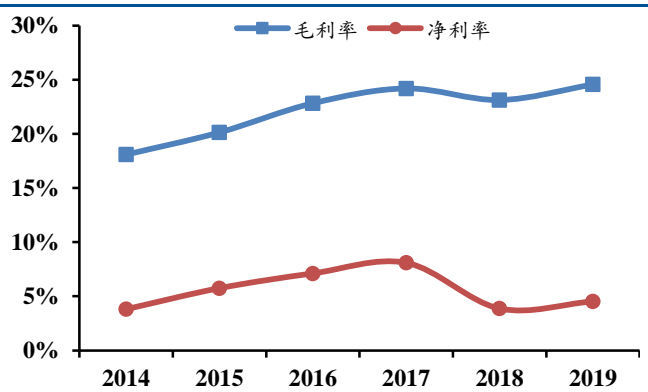
图 4：2019 年轻工行业归母净利润情况有所回暖（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

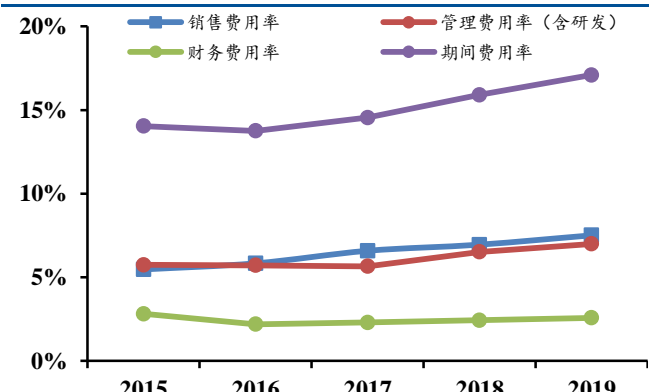
轻工行业盈利能力有所回升，其中毛利率水平回升明显，由 2018 年的 23.67% 增长 1.43pct 至 24.55%。净利率水平亦有小幅回暖，2019 年行业整体净利率同比增长 0.66pct 至 4.53%。轻工行业整体销售费用率、管理费用率（含研发）、及财务费用率继续延续去年小幅增长的态势，行业整体期间费用率同比增长 1.18pct 至 17.09%。

图 5：2019 年轻工行业毛利率及净利率水平均有所提升



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：2019 年轻工行业三费率均有小幅上升

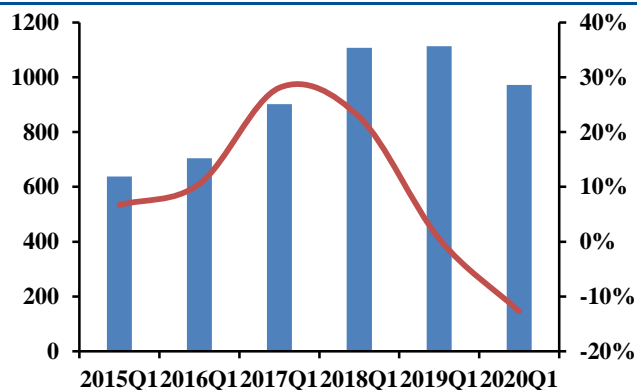


资料来源：Wind，民生证券研究院

（三）2020Q1 轻工行业业绩表现受疫情影响有所下滑

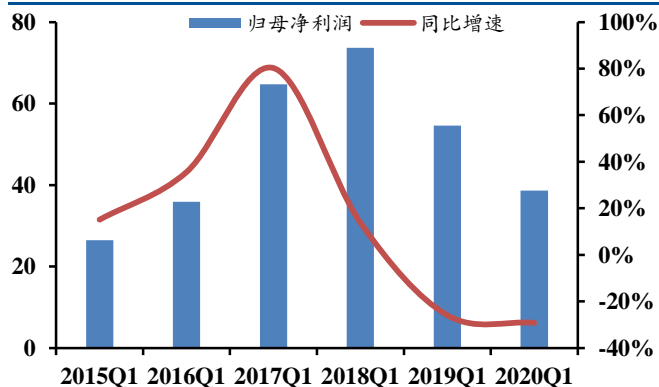
2020Q1 轻工行业整体业绩表现受疫情影响短期承压。报告期内实现营业收入 971.48 亿元，同比下滑 12.70%，实现归母净利润 38.65 亿元，同比下滑 29.16%。盈利能力方面，行业整体毛利率小幅增长 0.97pct 至 22.52%，然而行业整体期间费用率同比增长 2.43pct 至 18.02%，其涨幅明显高于行业整体毛利率涨幅，因此行业净利率同比下降 0.91pct 至 4.06%。

图 7：2020Q1 轻工行业营收规模受疫情影响下滑（亿元）



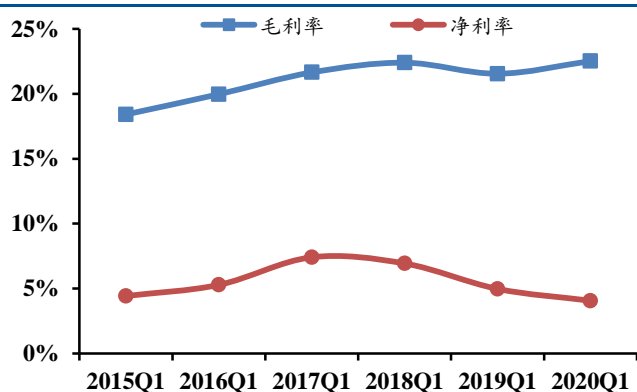
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：2020Q1 轻工行业归母净利润大幅下滑（亿元）



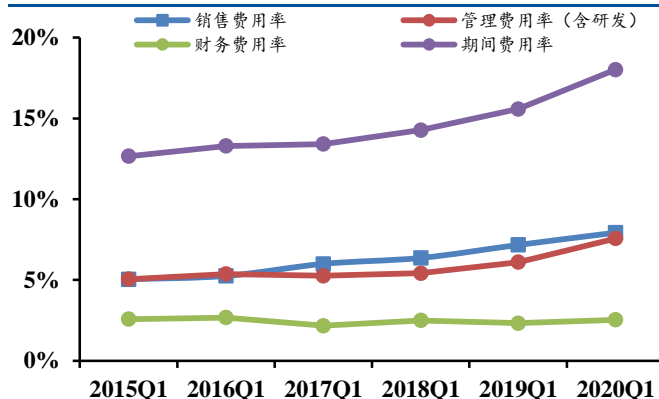
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 9：2020Q1 轻工行业毛利率有所回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 10：2020Q1 轻工行业整体期间费用率有所增长

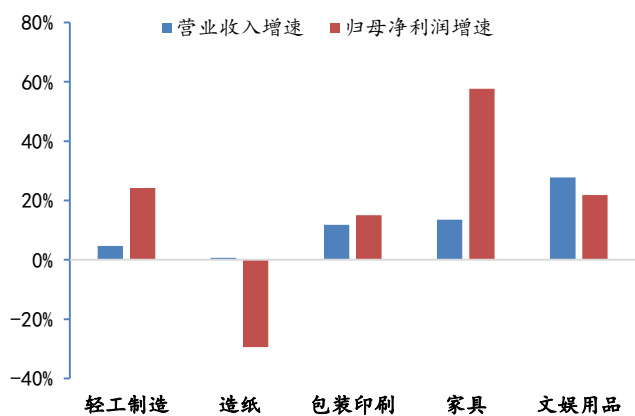


资料来源：Wind，民生证券研究院

（四）文娱用品板块业绩增速明显领先

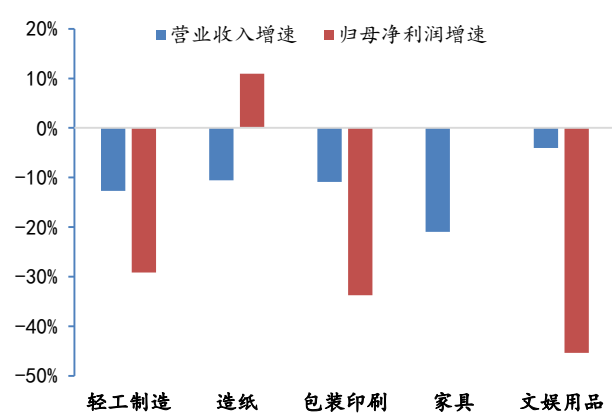
分板块来看，收入端方面，2019 年文娱用品板块(+27.75%)、家具板块(+13.53%)、及包装印刷板块(+11.74%)营业收入同比增速明显高于轻工行业的整体增速(+4.68)。2020Q1，黑天鹅事件新冠疫情对轻工各板块营收增速拖累较大，其中文娱用品板块(-4.04%)、造纸板块(-10.56%)、及包装印刷板块(-10.86%)在收入增速表现方面优于行业整体水平(-12.70%)；利润端方面，2019 年家用轻工板块大幅回暖，归母净利润由 2018 年的 13.98 亿元同比增长 340.38%至 61.55 亿元，其中家具板块(+57.64%)及其他家用轻工板块(+26.54%)均优于行业整体的归母净利润增速(+24.25%)。2020Q1 造纸板块逆势增长，归母净利润增速为+10.96%，但疫情对其他轻工板块打击较大，利润水平有明显下滑，其中家具板块 2020Q1 更是出现亏损情况，归母净利润为-2.30 亿元。

图 11：2019 年家具板块归母净利润增速较快



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 12：2020Q1 造纸板块利润端逆势增长



资料来源：Wind，民生证券研究院

二、造纸、家具行业收入增速承压，文娱用品持续向好

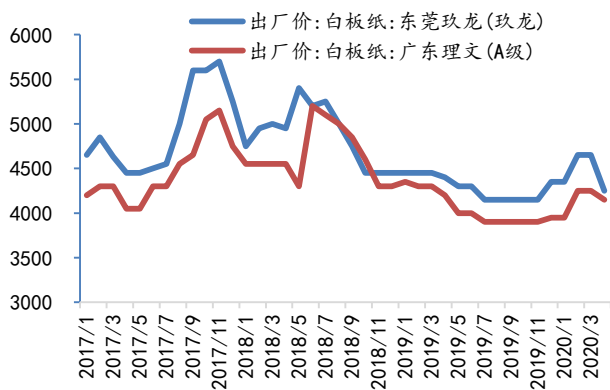
(一) 造纸：收入增速承压，但原料价格下行或带动盈利能力改善

1、文化纸价格回暖包装纸价格下行，原料木浆价格继续下探

2019 年文化纸价格逐渐回暖，包装纸价格下行，原料木浆价格进一步下降。文化纸方面，双胶纸及铜版纸价格年内稳步提升，双胶纸价格由年初的 5700 元/吨提升至年末的 6400 元/吨，铜版纸价格也由 5700 元/吨大幅增长至 6800 元/吨水平。2020Q1 由于受新冠疫情影响，各地推迟复工开学，产品需求短期遇冷，带动价格下行。双胶纸及铜版纸价格分别由年末水平跌至 4700 元/吨及 5800 元/吨。包装纸方面，白卡纸价格呈回暖迹象，终端纸价年内上涨约 1000 元左右至 5600 元/吨。然而，白板纸、瓦楞纸、箱板纸价格均持续下行，分别由 4450/4000/5000 元/吨左右水平下降至 4000/3600/4150 元/吨。2020Q1，包装纸价格受疫情影响价格再次小幅下探，因此带动包装纸企 2020Q1 营收承压。

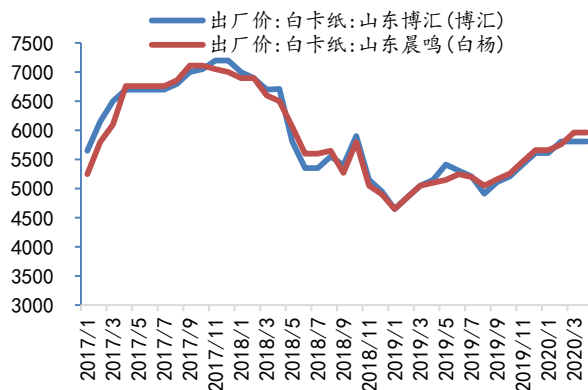
原材料方面，国废价格于 2019 年下半年快速拉升，由年内 1800 元/吨左右的低点上涨至年末的 2010 元/吨；美废价格则呈下降趋势，由 245-300 美元/吨左右水平下降至 160-185 美元/吨。木浆价格则持续下探，针叶浆价格由 5450-5700 元/吨下降至 4400 元/吨左右，阔叶浆价格由 5450 元/吨下跌至 3700 元/吨，利好木浆系纸企盈利能力。

图 13：19 年白板纸价格小幅下跌（元/吨）



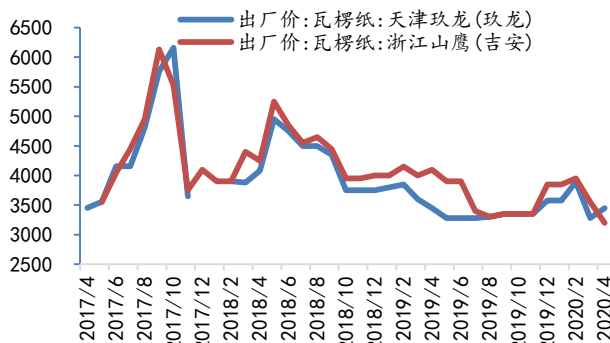
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 14：19 年白卡纸价格逐渐回暖（元/吨）



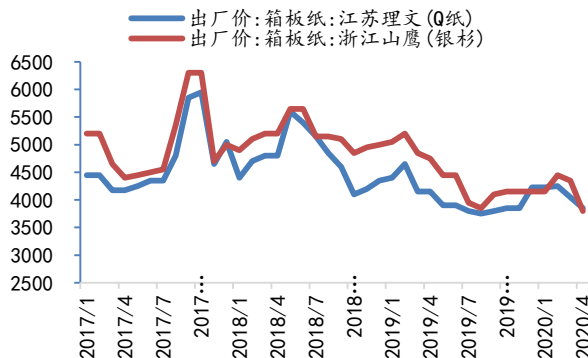
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 15：19 年瓦楞纸价格进一步下跌（元/吨）



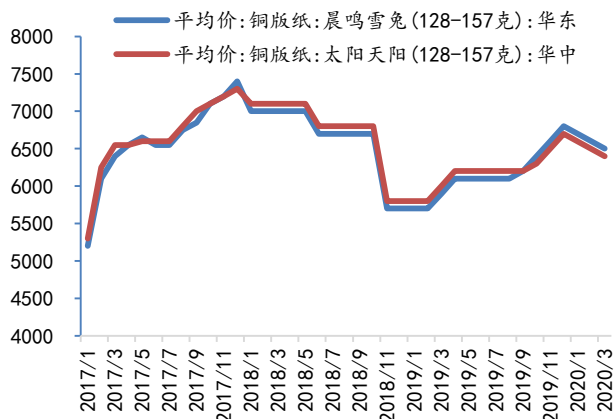
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 16：19 年箱板纸价格下跌（元/吨）



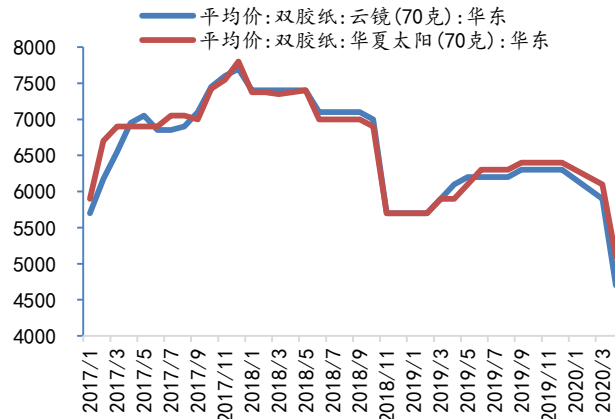
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 17: 19 年铜版纸价格有所回升 (元/吨)



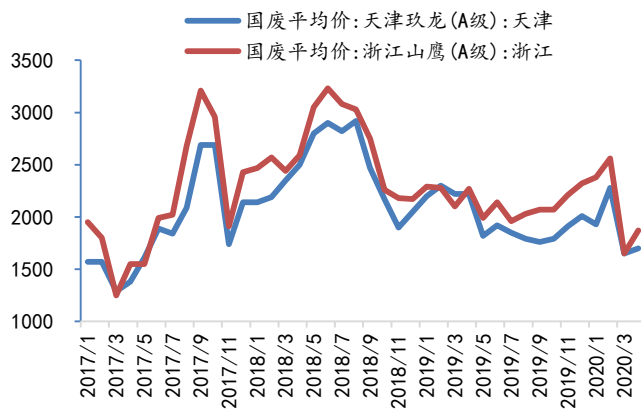
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 18: 19 年双胶纸价格逐渐回暖 (元/吨)



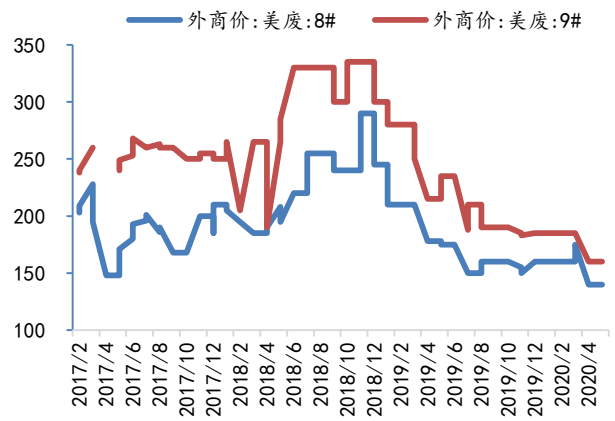
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 19: 19 年下半年国内废纸价格快速拉升 (元/吨)



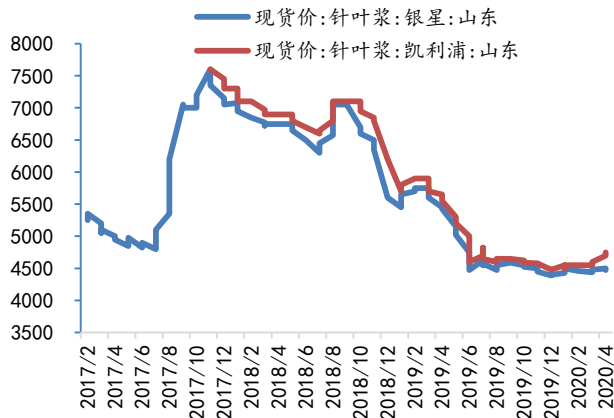
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 20: 19 年美废价格呈下降趋势 (美元/吨)



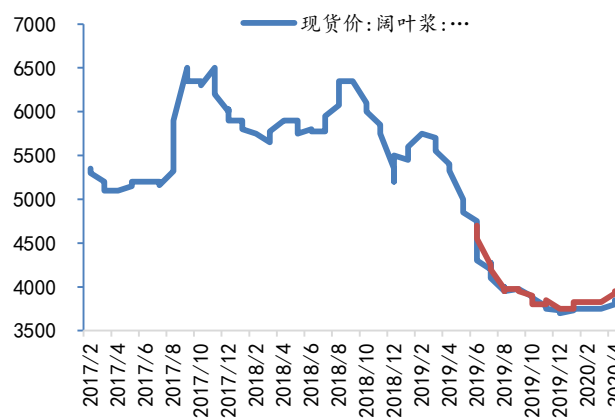
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 21: 19 年针叶浆价格持续下行 (元/吨)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 22: 19 年阔叶浆价格持续下行 (元/吨)

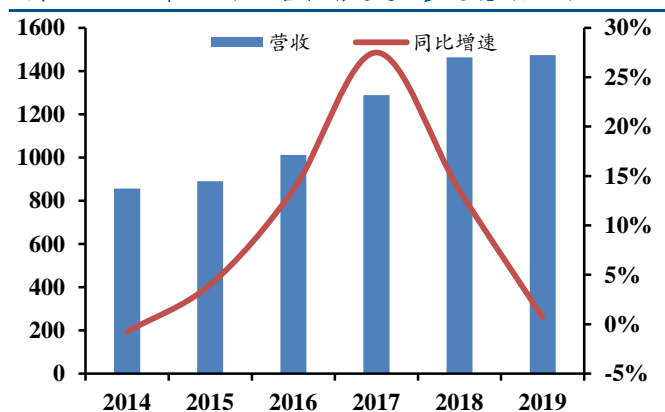


资料来源: Wind, 民生证券研究院

2、19 年造纸板块业绩承压，2020Q1 利润端有所回暖

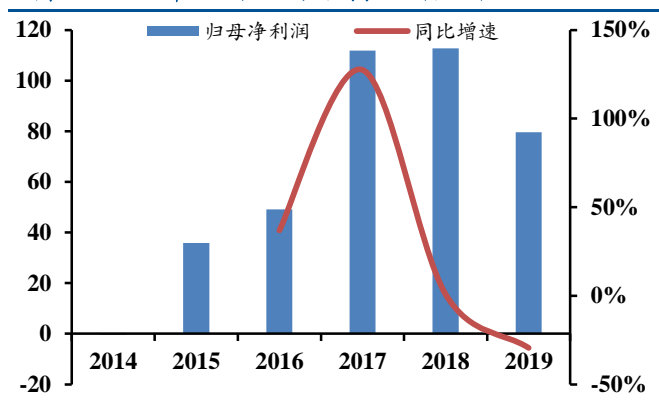
2019 年造纸板块收入端增速趋缓，同时利润规模大幅下滑。板块全年实现营业收入、归母净利润 1473.45 亿元、79.59 亿元，分别同比+0.71%、-29.42%。2020Q1，造纸板块受新冠疫情影响，工厂复工迟缓且产品运输不畅，致使收入同比下滑 296.22%，但由于终端纸价有所提升，且纸浆价格持续下探，利润端有所回暖，归母净利润同比增长 10.96%至 17.22 亿元。

图 23：2019 年造纸板块营收增速进一步趋缓（亿元）



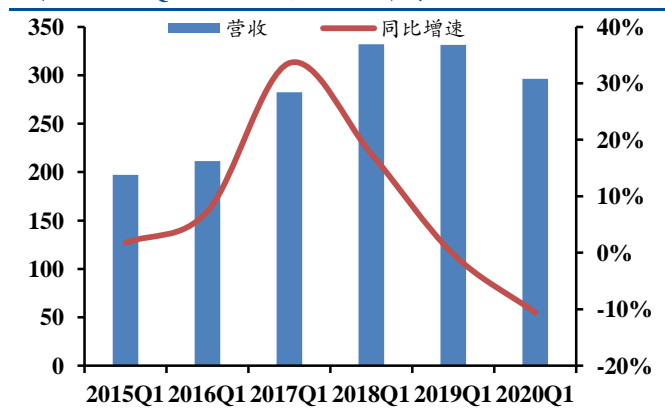
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 24：2019 年造纸板块利润端承压（亿元）



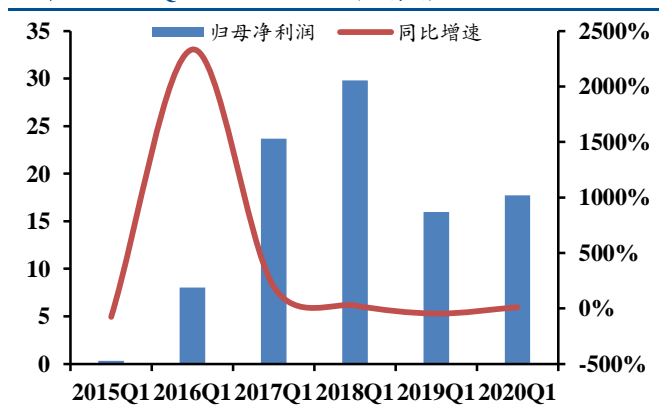
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 25：2020Q1 造纸板块收入规模下滑（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

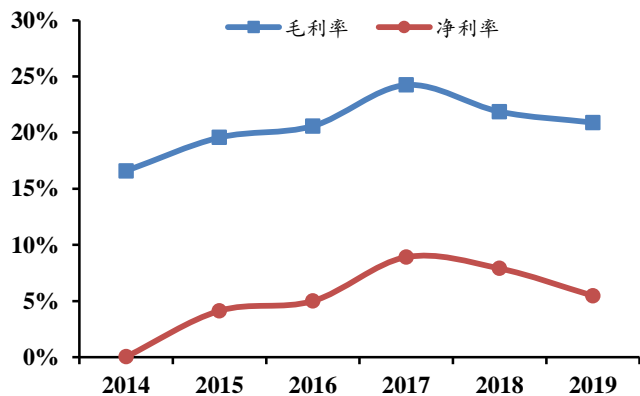
图 26：2020Q1 造纸板块利润端逆势增长（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

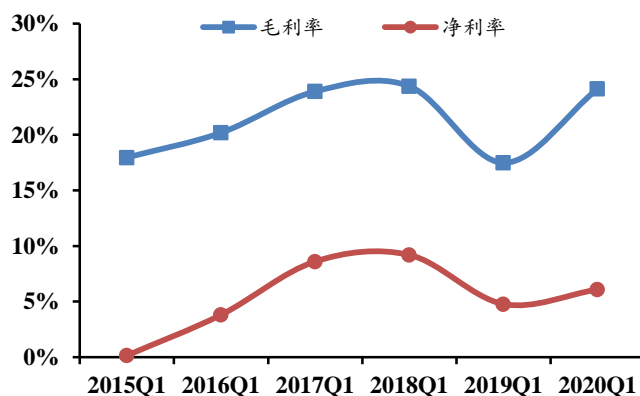
盈利能力方面，造纸板块毛利率与净利率已连续两年出现下滑，其中毛利率同比下降 0.97pct 至 20.89%，净利率同比下降 2.43pct 至 5.47%。2020Q1，由于原料废纸价格上涨支撑废纸系终端产品价格逐渐进入上行通道，且原料木浆价格持续下探，带动造纸板块整体毛利率及净利率均有明显回升，分别同比增长 6.66pct/1.31pct 至 24.14%/6.08%。

图 27：2019 年造纸板块盈利能力进一步下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 28：2020Q1 造纸板块毛利率及净利率均明显回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

3、洁柔业绩表现板块内领先

太阳纸业位于老挝 120 万吨造纸项目中的 40 万吨再生纤维浆板生产线已于年内投产运行，80 万吨高档包装纸项目启动实施；同时，位于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也于年内开工；广西北海林浆纸一体化项目稳步推进，并于 2020 年 Q1 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，持续扩张的产能为公司未来业绩增长提供有效保证。

博汇纸业拟向金光纸业转让公司 100% 的股权，若金光纸业最终成功受让博汇纸业全部股权进展顺利，行业竞争格局将得到显著改善，APP 中国拥有的白卡纸产能将占中国整体产能约 47.6%，行业集中度得到明显提升。进入 2020 年，我国禁塑令预期将进一步收紧，纸包装产品作为塑料包装的有效替代品，其需求或快速提升，公司业绩有望随需求提振进一步放量。

中顺洁柔 2019 年销售渠道持续强化，GT/KA/AFH/EC/RC/SC 等渠道全面发力，推动公司业绩提升。同时，公司产品品类进一步扩张，于年内推出全新个人护理品牌“朵蕾蜜”，进军个人护理领域，并陆续开发了女性护理卫生湿巾、卸妆湿巾和婴儿湿巾、婴儿吸汗巾等多样高端生活用品，未来或成为公司业绩增长强劲驱动力。产品结构方面持续优化，高毛利产品比例提升至 70%，驱动公司生活用纸毛利率达到 39.95%，位居国内生活用纸行业第一。在产能方面，2019 年湖北中顺新建高档生活用纸项目第一期工程 10 万吨/年完成了竣工验收工作并陆续投入使用，随着公司生活用纸产能规模持续扩张，公司产品市占率或进一步提升。并且，公司还投资建设 30 万吨竹浆纸一体化项目，拟实现竹-浆-纸一体化的生产模式，充分参与高中-低端生活用纸市场竞争，并且启用“太阳”作为该项目生活用纸品牌，打造全方位立体化的品牌矩阵，全面触达消费者。

山鹰纸业年内业绩表现受终端包装纸价格持续下行而短期承压，但随着我国禁塑令进一步收紧，包装纸价格在需求提振的支撑下逐渐回暖，公司未来仍然可期。同时，公司箱板瓦楞纸产能规模领先，截至 2019 年末，公司在全国拥有 5 个箱板瓦楞纸造纸基地，分别位于安徽马鞍山、浙江嘉兴海盐、湖北荆州公安、福建漳州和广东肇庆，2019 年产量达 446.52 万吨，随着后续产能项目陆续投产，公司箱板瓦楞纸产能有望达到 720 万吨，为公司业绩增

厚提供坚实的产能基础。

表 1：2019 年中顺洁柔利润端增速领先

公司名称	营业收入 (亿元)	营收同比 增速	归母净利 (亿元)	归母净利润 同比增速	毛利率	毛利率 同比变化	净利率	净利率 同比变化
太阳纸业	227.63	4.57%	21.78	-2.66%	22.54%	-0.91%	9.65%	-0.65%
博汇纸业	97.40	16.79%	1.34	-47.73%	14.58%	-1.46%	1.37%	-1.70%
中顺洁柔	66.35	16.84%	6.04	48.36%	39.63%	5.57%	9.10%	1.93%
山鹰纸业	232.41	-4.62%	13.62	-57.48%	19.06%	-3.99%	5.82%	-8.29%

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 2：2020Q1 博汇纸业及中顺洁柔在收入端增速突出

公司名称	营业收入 (亿元)	营收同比 增速	归母净利 (亿元)	归母净利润 同比增速	毛利率	毛利率 同比变化	净利率	净利率 同比变化
太阳纸业	55.52	1.86%	5.36	40.97%	24.59%	6.89%	9.69%	2.70%
博汇纸业	26.06	20.09%	1.85	51.41%	21.66%	6.43%	7.11%	1.47%
中顺洁柔	16.71	8.46%	1.83	48.67%	45.12%	11.11%	10.98%	2.97%
山鹰纸业	38.36	-26.47%	2.30	-49.69%	23.12%	3.34%	5.98%	-2.66%

资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）家具：工程渠道增长强劲，Q1 受疫情冲击较小

1、2B 业务增速迅猛，且 20Q1 受疫情冲击较小

定制家具销售渠道逐渐分化，大宗业务渠道增速迅猛。2019 年，品牌定制家具企业在销售渠道方面仍然主要依赖经销商渠道，但已初现分化趋势。渠道结构较 2018 年末相比，经销商渠道占比均在一定程度上出现小幅下降，直营渠道占比基本稳定，而大宗业务渠道则有明显提升。欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌厨柜、好莱客经销商渠道分别同比 -2.4/-4.3/-3.5/-5.7-2.2pct，而大宗业务渠道对公司整体营收贡献度则提高 +3.7/+4.3/+6.1/+10.3/+0.5pct。从各渠道收入增速看，大宗业务渠道收入同比增速也显著高于经销商渠道和直营渠道。未来随着我国精装住宅渗透率进一步提升，大宗业务放量速度或将持续提速，对定制家具企业的重要性也将显著提升。

表 3：品牌定制家具销售渠道变化情况

公司名称	渠道结构		渠道收入（亿元）		
	2018	2019	2018	2019	YOY
欧派家居	经销商：80.4%	经销商：78.0%	经销商：92.51	经销商：105.56	经销商：+14.1%
	直营：2.6%	直营：2.6%	直营：3.03	直营：3.48	直营：+14.9%
	大宗：12.3%	大宗：16.0%	大宗：14.18	大宗：21.62	大宗：+52.5%
索菲亚	经销商：88.2%	经销商：83.9%	经销商：64.51	经销商：64.45	经销商：-0.1%
	直营：3.2%	直营：3.4%	直营：2.35	直营：2.64	直营：+12.7%
	大宗：8.0%	大宗：12.3%	大宗：5.84	大宗：9.48	大宗：+62.2%
志邦家居	经销商：70.1%	经销商：66.6%	经销商：17.05	经销商：19.18	经销商：+14.9%
	直营：6.4%	直营：6.3%	直营：1.57	直营：1.82	直营：+16.3%
	大宗：16.1%	大宗：22.2%	大宗：3.91	大宗：6.39	大宗：+63.7%
金牌厨柜	经销商：83.5%	经销商：77.8%	经销商：14.21	经销商：16.53	经销商：+16.3%

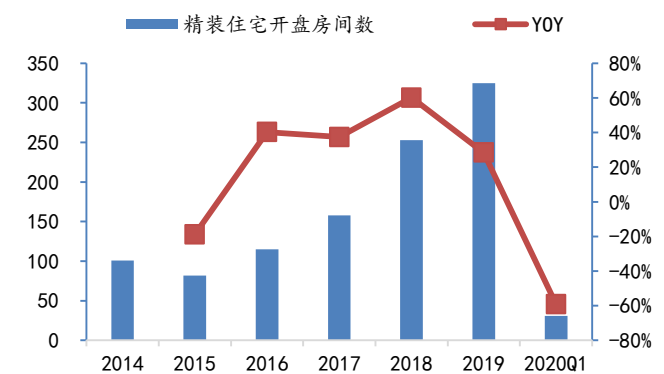
大宗: 11.9% 大宗: 22.2% 大宗: 2.03 大宗: 4.72 大宗: +150.9%

	经销商: 93.4%	经销商: 91.2%	经销商: 19.92	经销商: 20.28	经销商: +1.8%
好莱客	直营: 4.5%	直营: 4.0%	直营: 0.96	直营: 0.88	直营: -8.4%
	大宗: 0.0%	大宗: 0.5%	大宗: 0.01	大宗: 0.12	大宗: +795.3%

资料来源: 各公司年报, 民生证券研究院

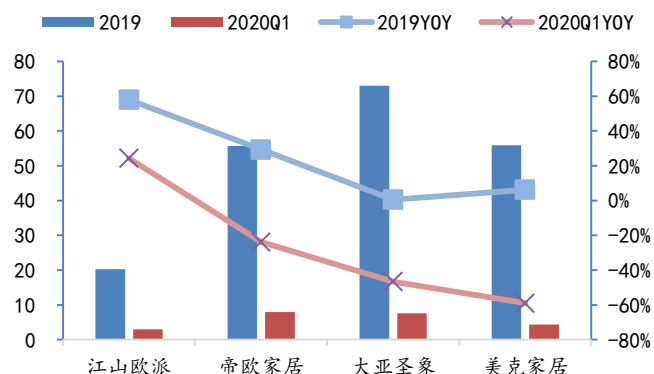
受益于我国精装住宅市场快速发展, 2B 成品家具企业业绩增速领先。根据奥维云网数据, 我国精装住宅开盘房间数量快速增长, 2019 年已达到约 325 万套, 同比增长约 28.5%。精装住宅开发商对家具产品的需求快速增长, 因此主要对接精装住宅开发商的 2B 成品家具企业的收入增速显著高于 2C 成品家具企业。2019 年, 在工装渠道布局较多的江山欧派及帝欧家居收入增速分别为+58.0%、+29.3%, 而主做 C 端业务的大亚圣象及美克家居收入增速缓慢, 仅为+0.51%、6.21%。2020Q1, 家具消费需求受新冠疫情影响短期遇冷, 对家具企业业绩冲击较大。然而, 根据国家统计局投资司调查显示, 至 3 月底我国建筑业企业、房地产开发企业复工率接近 90%, 较 2 月底有大幅提升。此外, 统计局发布的 3 月份建筑业商务活动指数为 55.1%, 较上月回升 28.5pct。因此, 2B 端成品家具企业在收入端率先放量, 受疫情冲击相对较小。2020Q1, 江山欧派及帝欧家居收入同比增速分别为+24.3%/-23.8%, 显著优于大亚圣象及美克家居的-46.6%/-59.0%。

图 29: 我国精装住宅开盘房间套数快速增长 (万套)



资料来源: 奥维云网, 民生证券研究院

图 30: 成品家具企业 2019 及 2020Q1 收入情况对比 (亿元)

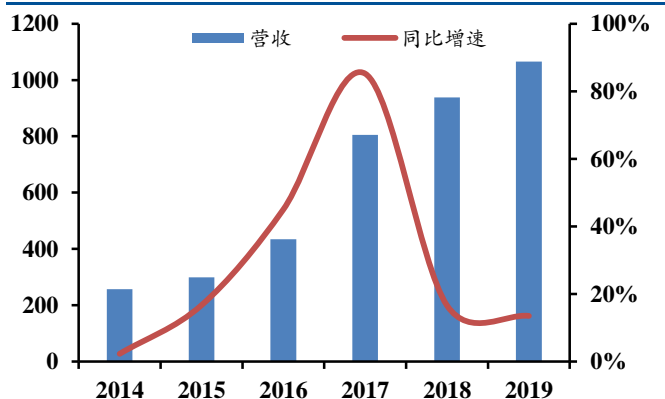


资料来源: Wind, 民生证券研究院

2、19 年家具板块利润端大幅回升, 20Q1 业绩表现受新冠疫情拖累严重

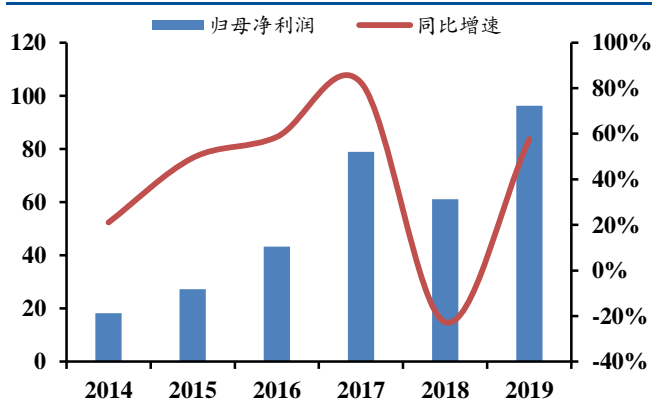
2019 年家具板块收入端增长速度进一步趋缓, 全年实现营业收入 1065.48 亿元, 同比增长 13.53%; 利润端大幅回暖, 实现归母净利润 96.21 亿元, 同比增长 57.64%。2020Q1 家具板块业绩表现受新冠疫情影响短期承压, 营业收入同比下降 20.95%至 160.77 亿元, 归母净利润更是由盈转亏, 由去年同期的盈利 13.77 亿元下降至亏损 2.30 亿元。

图 31: 2019 年家具板块营收增速承压 (亿元)



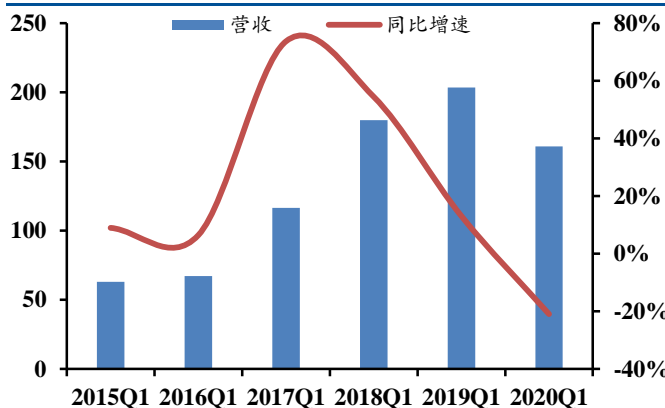
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 32: 2019 年家具板块利润情况有所回暖 (亿元)



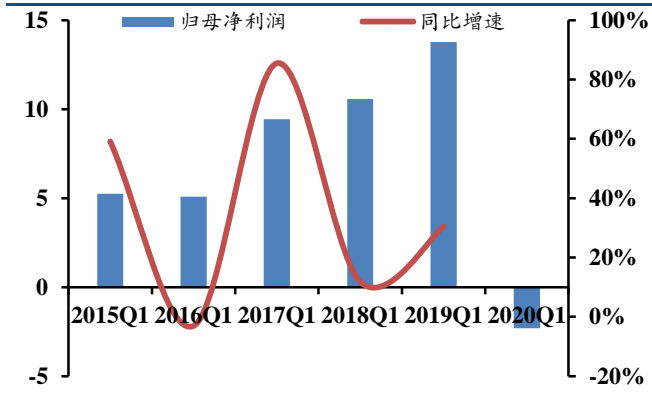
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 33: 2020Q1 家具板块营收规模出现负增长 (亿元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

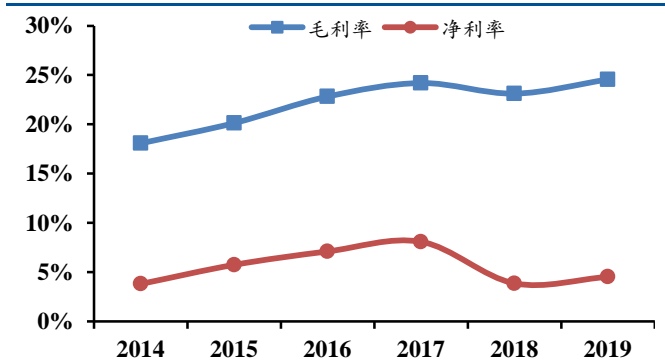
图 34: 2020Q1 家具板块利润端出现亏损 (亿元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

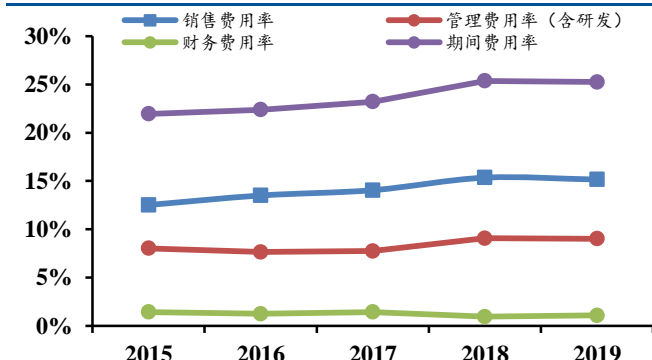
2019 年家具板块盈利能力有所回升，其中毛利率同比增长 0.62pct 至 35.75%，期间费用率同比微降 0.12pct 至 25.24%，从而拉动净利率同比增长 2.56pct 至 9.15%。

图 35: 2019 年家具板块毛利率及净利率均有所回升



资料来源: Wind, 民生证券研究院

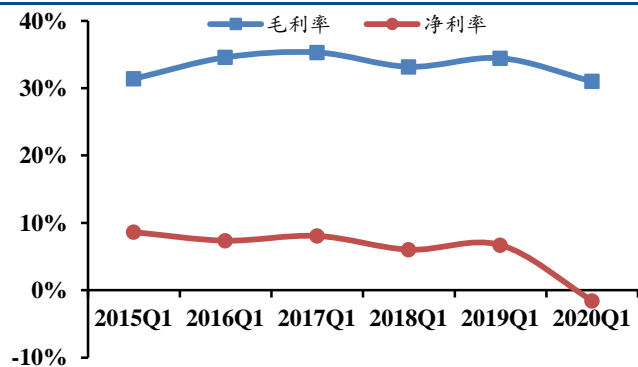
图 36: 2019 年家具板块期间费用率小幅下降



资料来源: Wind, 民生证券研究院

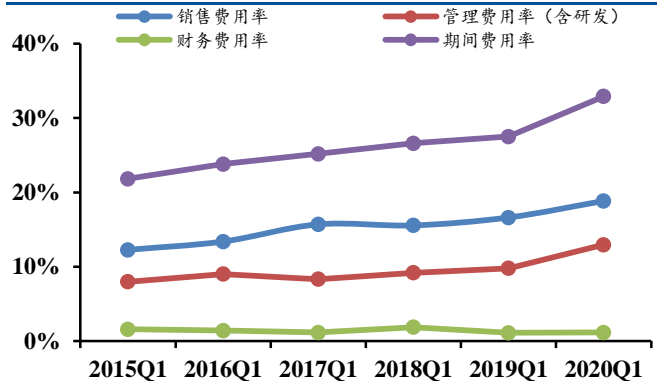
2020Q1 家具板块盈利能力受新冠疫情压制严重。毛利率同比下降 3.45pct 至 31.00%，叠加期间费用率增长 5.41pct 至 32.92%（销售费用率、管理费用率（含研发）、财务费用率分别同比+2.22/+3.15/+0.03pct 至 18.84%/12.94%/1.14%），使得净利率水平大幅下滑 8.26pct 至 -1.56%。

图 37: 2020Q1 家具板块盈利能力受疫情影响有所下降



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 38: 2020Q1 家具板块期间费用率大幅增长



资料来源: Wind, 民生证券研究院

3、布局工程渠道家具企业业绩高增

欧派家居全品类多渠道锐意进取,积极采取多项举措巩固自身龙头优势。橱柜方面,公司对橱柜事业部启动终端全渠道营销战略转型,积极开拓经销商工程渠道,同时深耕电商并试点分销等新型渠道。衣柜方面,公司在营销端以 19800 套餐快速抢夺市场及存量,渠道端以拎包入住项目积极截取流量,模式端用 T5 扩大客单值,促进销售增长。同时,公司木门、卫浴等品类均持续高增。2019 年,公司橱柜、衣柜、木门、卫浴分别同比 +7.43%/+24.56%/+25.86%/+37.67% 至 61.93/51.67/5.97/6.24 亿元。同时,公司持续优化渠道布局,主动顺应我国精装住宅市场快速发展的趋势潮流。在工程业务端,主动开拓工程橱柜品类,并整合公司资源,成立独立团队对接工程业务项目,同时进一步巩固自身服务优势。全年工程业务收入同比增长 52.53% 至 21.62 亿元。整装业务端推进顺利,公司 2019 年整装业务接单收入接近 7 亿元,同比增长约 106%,截至 2019 年末,公司拥有整装经销商 275 家,开设整装大家居门店 288 家。

索菲亚 2019 年将品牌战略升级为“柜类定制专家”,公司全年柜类定制产品拥有经销商 1500 多位,拥有专卖店高达 2501 家。在全新的品牌战略下,公司衣柜产品实现收入 61.76 亿元,在营收规模上位居衣柜行业首位,且其衣柜业务毛利率同比增长 0.46pct 至 40.49%,仍然维持在较高水平。同时,在公司“大家居”战略框架的统筹下,公司橱柜及木门业务与衣柜业务协同发展。公司司米橱柜收入端同比增长 21.99% 至 8.79 亿元,并实现了首年盈利 2344.05 万元。华鹤木门实现营收 1.91 亿元,对公司业绩贡献度持续提高。公司也积极推进在渠道端的横向布局,公司工程业务开拓顺利,自营工程业务收入同比增长约 56%,电商渠道持续投入,电商引流客户占比由 2018 年的 16% 增长至 27%,并进一步开拓整装渠道,进一步完善公司的全渠道布局。

尚品宅配各项业务稳步推进,定制家具全年实现收入 52.67 亿元,同比增长约 4.96%。配套家具产品实现营收约 12 亿元,同比增长 7.30%。整装业务增长靓丽,全年实现营业收入约 4.3 亿元,同比增长 121.62%,其中,公司圣诞鸟自营整装渠道 2019 年在广州、佛山、成都三地交付整装项目 1693 户,同比增长约 99%,贡献收入约 2.75 亿元,同比增长 109%,HOMKOO 整装云会员数量达到 2497 家,同比增长 108%,实现收入约 3.46 亿元,

同比增长 190%。

顾家家居内销业务与外贸业务均增长稳健。其中，公司外销业务主推国家战略和大客户战略，均取得良好效果，大客户集中度持续提升。2019 年公司外销业务实现收入约 46.08 亿元，同比增长 31.66%。公司内销业务全年实现营收 60.97 亿元，同比增长 17.03%。产品方面推陈出新，差异化自身产品定位、价格定位、材质定位，打造立体化的产品矩阵。渠道方面持续深化渠道管理，持续进驻新物业，开拓新渠道，进驻空白城市百余个，目前已初步实现“1+N+X”布局。截至 2019 年末，公司自主品牌拥有直营店数量 84 家，有所精简，经销店净增加 296 家至 4518 家。其他品牌门店净增加 114 家达到 1968 家。

志邦家居紧紧把握我国精装住宅渗透率持续提高的趋势，持续加深公司业务与房地产开发商的合作，快速扩张其工程渠道业务。目前，公司百强地产客户占比已达 30%，其中前 10 占比 60%，前 20 占比 60%。2019 年，公司工程业务实现收入 6.39 亿元，同比增长 63.7%，成为公司业绩增长的重要驱动力。经销商渠道方面，公司通过多品牌、多品类战略布局多层次市场，打造系统全面的营销网络。截至 2019 年末，公司拥有厨柜经销商 1252 家，门店 1535 家，拥有衣柜经销商 889 家，门店 1078 家。公司同时持续投入线上新零售渠道及海外业务渠道，努力获取流量，扩大公司市场份额。产品方面，公司全品类协同发展，2019 年厨柜、衣柜业务分别同比+9.80%/+70.80%至 21.2/7.34 亿元。木门业务主攻工程渠道，增长强劲。2019 年贡献收入 2763.05 万元，同比增长 254.91%。

帝欧家居受益于我国地产竣工逐渐回暖，精装房渗透率持续提升，支撑公司业绩表现逆势高增。建筑陶瓷业务方面，欧神诺在工装业务布局上先发优势明显，与碧桂园、万科、恒大等存量客户份额大幅增长，同时持续深化并开拓雅居乐、富力、华润置地、敏捷、华侨城等头部及大中型地产开发商客户，继续扩大公司在工装渠道方面的客户资源优势。零售渠道方面，公司加速网点覆盖及服务下沉，截至 2019 年末，欧神诺陶瓷经销商超过 900 家，终端门店达到 2980 个。在工装渠道及零售渠道的双重驱动下，欧神诺 2019 年实现营收 50.06 亿元，同比增长 35.97%，贡献净利润 5.05 亿元，同比增长 42.05%。卫浴业务方面，公司持续巩固零售渠道，扩大销售网点覆盖面积，提升经销商质量，同时充分发挥卫浴业务与建筑陶瓷业务间的协同效应，利用欧神诺在工装渠道的资源优势，公司卫浴业务已与碧桂园、融创、龙湖等知名地产商建立合作，为公司卫浴业务进一步拓宽渠道，未来增长可期。

金牌厨柜 2019 年厨柜、衣柜、木门全品类协同并进，分别贡献营业收入 17.81/3.05/0.76 亿元，同比增长 16.02%/121.36%/20787.71%。其中，厨柜业务增长主要依靠大宗渠道发展靓丽。公司厨柜大宗业务目前已与百强房地产商中的 38 家展开合作，全年贡献销售收入 4.72 亿元，同比增长 150.89%。厨柜零售业务门店数量净增 188 家至 1599 家，渠道铺设进展顺利。衣柜业务增长迅速，截至 2019 年末，公司拥有衣柜专卖店 520 家（含在建），未来公司将加速衣柜业务在精装市场的发展，依托厨柜业务在大宗渠道的客户资源，推动衣柜产品的导入，公司衣柜业务较高增速有望延续。木门业务借助广州建博会等展会平台，品牌影响力得到有效提升，快速推动渠道布局，截至 2019 年末，公司桔家木门专卖店数量

达 63 家。

江山欧派业绩表现增长迅猛，2019 年实现营业收入 20.27 亿元，同比增长 57.98%，实现归母净利润 2.61 亿元，同比增长 71.11%，业绩增长主要受益于工程渠道规模的快速扩张。2020Q1 在新冠疫情各地停工停产，消费冷淡客流冷清的不利环境下，公司依托工程业务复工较早的优势，业绩表现逆势增长，营业收入及归母净利润分别同比 +24.29%/+259.44% 至 3.01/0.37 亿元。目前，公司已经拥有成熟的工程业务团队，与恒大、万科、保利、中海等头部地产商建立了战略合作关系，在工程业务渠道竞争优势突出。零售端，公司优化精简销售网络，截至 2019 年末，公司木门门店数量净减少 8 家至 602 家。产能方面，公司目前正按计划有序推进 120 万套木门项目的建设，同时河南兰考生产基地产能也正在逐步提升，随着公司产能的逐渐扩张，对公司未来收入规模进一步增长提供了有力支撑。

表 4：2019 年拥有工程渠道布局的家具企业营收稳健增长

公司名称	营业收入 (亿元)	营收同比 增速	归母净利 (亿元)	归母净利润 同比增速	毛利率	毛利率 同比变化	净利率	净利率 同比变化
欧派家居	135.33	17.59%	18.39	17.02%	35.84%	-2.54%	13.59%	-0.07%
索菲亚	76.86	5.13%	10.77	12.34%	37.33%	-0.25%	14.24%	1.06%
尚品宅配	72.61	9.26%	5.28	10.76%	41.57%	-2.11%	7.28%	0.10%
顾家家居	110.94	20.95%	11.61	17.37%	34.86%	-1.51%	11.00%	0.03%
志邦家居	29.62	21.75%	3.29	20.72%	38.53%	2.58%	11.12%	-0.10%
帝欧家居	55.70	29.29%	5.66	48.70%	35.94%	0.94%	10.01%	1.29%
金牌厨柜	21.25	24.90%	2.42	15.37%	35.84%	-3.15%	11.39%	-0.96%
江山欧派	20.27	57.98%	2.61	71.11%	32.22%	-0.51%	13.27%	1.67%

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 5：2020Q1 新冠疫情对家具企业业绩冲击较大

公司名称	营业收入 (亿元)	营收同比 增速	归母净利 (亿元)	归母净利润 同比增速	毛利率	毛利率 同比变化	净利率	净利率 同比变化
欧派家居	14.30	-35.09%	-1.02	-	23.87%	-10.36%	-7.10%	-11.28%
索菲亚	7.63	-35.58%	-0.17	-	30.87%	-3.52%	-3.52%	-11.61%
尚品宅配	6.69	-47.46%	-1.56	-	34.25%	-7.34%	-23.33%	-21.53%
顾家家居	22.88	-6.99%	3.07	3.81%	32.83%	-1.90%	13.77%	1.66%
志邦家居	3.26	-21.19%	-0.45	-	37.66%	-0.26%	-13.69%	-21.33%
帝欧家居	7.93	-23.81%	0.51	-23.12%	35.90%	2.27%	6.22%	0.02%
金牌厨柜	2.67	-3.93%	0.06	-66.49%	32.00%	-2.64%	2.32%	-4.52%
江山欧派	3.01	24.29%	0.37	259.44%	29.19%	2.10%	12.60%	8.83%

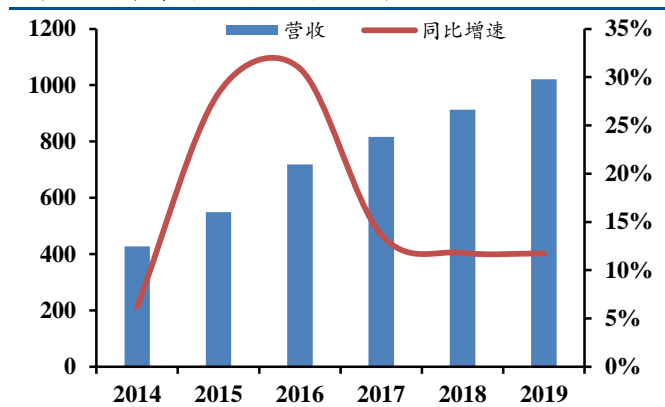
资料来源：Wind，民生证券研究院

(三) 包装：营收增速趋缓，但盈利能力止跌回暖

1、包装：收入增速逐渐趋缓，利润端压力有所缓解

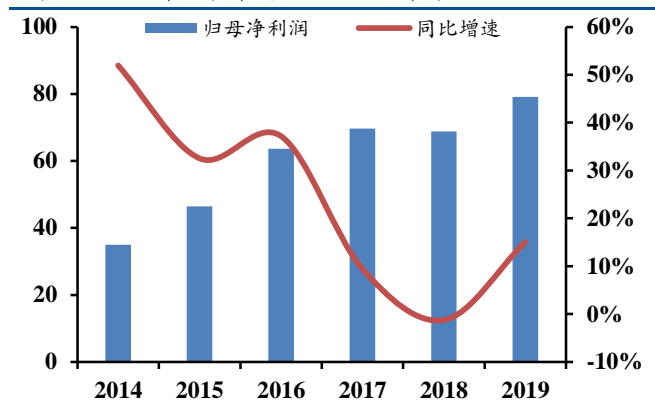
包装印刷板块近年来营收规模持续增长，但增速逐渐趋缓。2019 年，板块实现营业收入 1020.40 亿元，同比增长 11.74%；实现归母净利润 79.14 亿元，同比增长 15.06%，利润端增速有所回升。2020Q1，春节假期叠加新冠疫情人们普遍居家隔离，消费冷淡，包装印刷板块业绩承压。营业收入及归母净利润分别同比下降 10.86%、33.76%至 205.13 亿元及 12.99 亿元。

图 39：包装印刷板块营收增速逐渐趋缓（亿元）



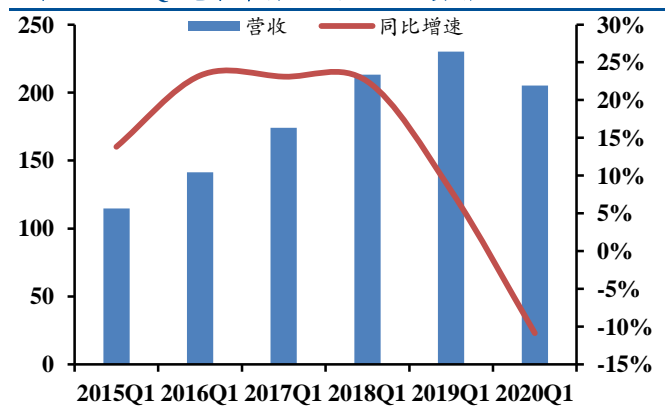
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 40：2018 年包装印刷板块利润端有所回暖（亿元）



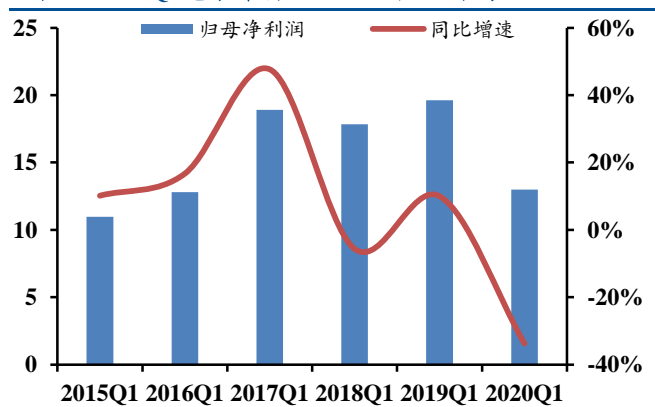
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 41：2020Q1 包装印刷板块收入规模负增长（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

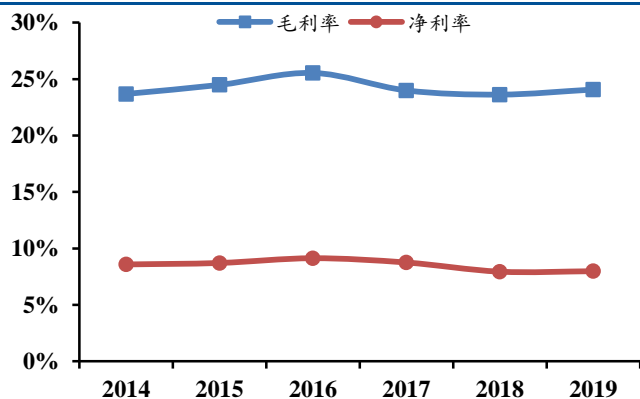
图 42：2020Q1 包装印刷板块利润端大幅下滑（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

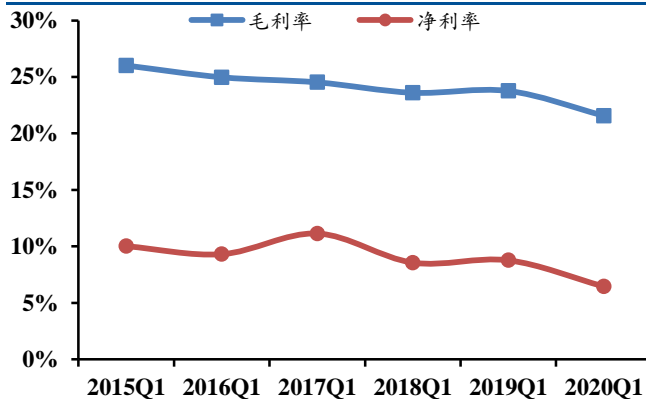
盈利能力方面，2019 年包装印刷板块销售毛利率及净利率水平止跌回暖，分别小幅增长 0.45pct 及 0.04pct 至 24.07%、7.98%。2020Q1，板块盈利能力受疫情拖累较为严重，毛利率下滑 2.19pct 至 21.57%，净利率下滑 2.32pct 至 6.45%。

图 43: 2019 年包装印刷板块盈利水平小幅上扬



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 44: 2020Q1 包装印刷板块净利率下滑幅度较大



资料来源: Wind, 民生证券研究院

2、积极拓展新客户驱动收入增长

裕同科技持续加大新市场的开发力度，并不断开发优质客户，成功导入或拓展展蓝思、宝洁、联合利华等优质大客户，且部分新客户订单已开始陆续放量。同时，公司进一步稳定供应链，完善环保包装产业链布局，与广西湘桂糖业集团已成立合资公司，年产 6.8 万吨蔗渣浆板项目开工，纵向延伸环保包装业务的上游产业链布局，从而有效降低环保包装原材料成本。分业务看，公司彩盒业务增速回升，精品盒及纸箱业务收入分别同比增长 14.31%、11.97% 至 70.5 亿元及 9.4 亿元。同时，2020Q1，在疫情扰动的大环境下，公司营业收入仍然实现同比增长 2.14% 至 18.23%，创收能力不俗。

劲嘉股份立足于烟标业务，顺应客户的实际需求，不断加大创新研发力度，持续拓展电子产品、酒品等细分行业的精品包装产品市场，同时积极开拓新型烟草等领域的新兴产业。公司烟标业务 2019 年实现营收 27.82 亿元，同比增长 8.42%，业绩增长稳健。公司彩盒业务持续扩张，深耕精品烟酒包装、电子产品包装、快消品包装等彩盒包装领域，不断开拓英美烟草、雷诺烟草、菲莫国际、悦刻等优质客户。年内公司还对申仁包装进行生产改扩建，拟建设规模为年产满足 15 万吨白酒的纸质包装品以及 20 万箱烟标，从而实现申仁包装在精品酒包装领域的扩展及延伸，并进一步深化与茅台技开司的战略合作。在公司多项举措的驱动下，公司彩盒业务业绩表现持续高增，实现营收 8.36 亿元，同比增长 87.31%。新型烟草业务推进顺利，年内贡献营业收入约 1817 万元，同比增长 250.10%，随着我国新型烟草市场不断完善及发展，公司新型烟草业务有望成为业绩新增长点。

奥瑞金于 2019 年 10 月正式完成对波尔亚太的收购，重塑了国内二片罐行业的产能格局，有效地提升了公司在行业的市占率水平，公司二片罐业务整合取得了阶段性进展。同时，随着国内啤酒罐化率持续提高，行业的供需格局得到了有效改善，公司二片罐业务盈利能力持续提升。三片罐业务方面，泰国红牛对公司主要客户中国红牛申请强制清算被法院驳回，保证了公司主要客户的正常经营，公司三片罐业务业绩有望回暖。

表 6：2019 年奥瑞金归母净利润大幅提升

公司名称	营业收入 (亿元)	营收同比 增速	归母净利 (亿元)	归母净利润 同比增速	毛利率	毛利率 同比变化	净利率	净利率 同比变化
裕同科技	98.45	14.77%	10.45	10.51%	30.03%	1.53%	10.84%	-0.56%
劲嘉股份	39.89	18.22%	8.77	20.88%	41.95%	-1.71%	24.23%	0.06%
奥瑞金	93.69	14.60%	6.83	203.15%	24.29%	-1.49%	7.40%	4.66%

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 7：2020Q1 裕同科技营业收入受疫情冲击较小

公司名称	营业收入 (亿元)	营收同比 增速	归母净利 (亿元)	归母净利润 同比增速	毛利率	毛利率 同比变化	净利率	净利率 同比变化
裕同科技	18.23	2.14%	1.42	-7.86%	25.31%	-1.78%	7.82%	-1.16%
劲嘉股份	9.07	-10.12%	2.15	-17.09%	41.83%	-1.98%	24.22%	-3.23%
奥瑞金	18.73	-8.66%	0.44	-81.42%	22.05%	-4.67%	2.81%	-8.73%

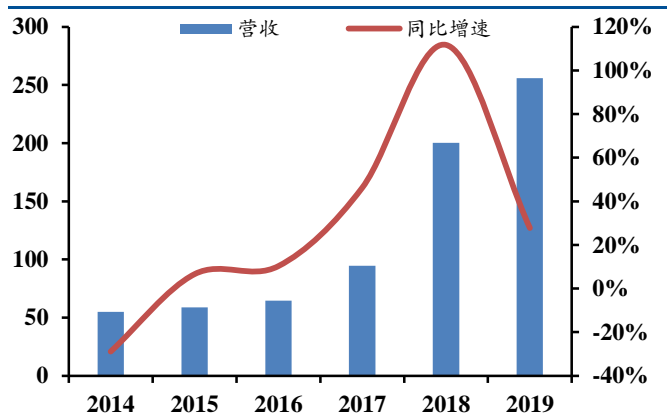
资料来源：Wind，民生证券研究院

（四）文娱用品：业绩表现持续向好，盈利水平保持稳定

1、2019 年文娱用品业绩表现延续增长，2020Q1 受疫情冲击较大

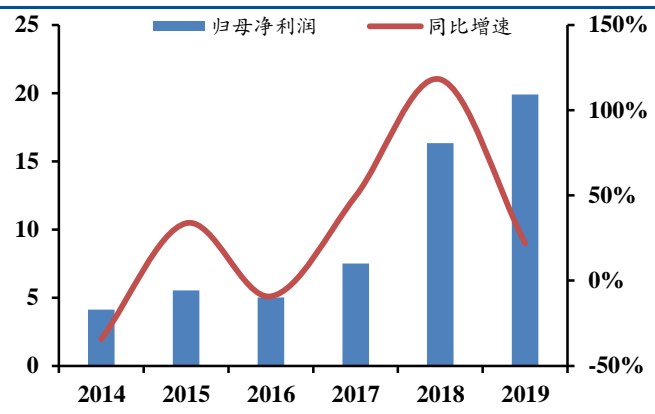
2019 年文娱用品板块营收规模进一步增长，全年实现营业收入 255.76 亿元，同比增长 27.75%。利润端增速有所回落，全年实现归母净利润 19.90 亿元，同比增长 21.86%。2020Q1，剔除姚记科技游戏业务对板块营收及利润的影响后，文娱用品板块业绩表现受疫情扰动下滑明显。营业收入同比下降 14.12%至 45.50 亿元，归母净利润同比下降 45.38%至 2.60 亿元。

图 45：2019 年文娱用品板块营收规模持续扩张（亿元）



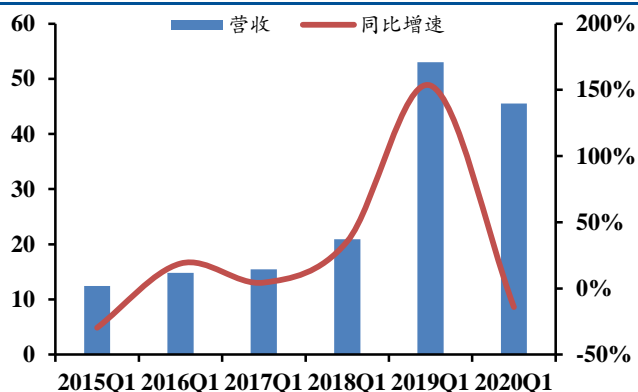
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 46：2019 年文娱用品板块净利润增速有所回落（亿元）



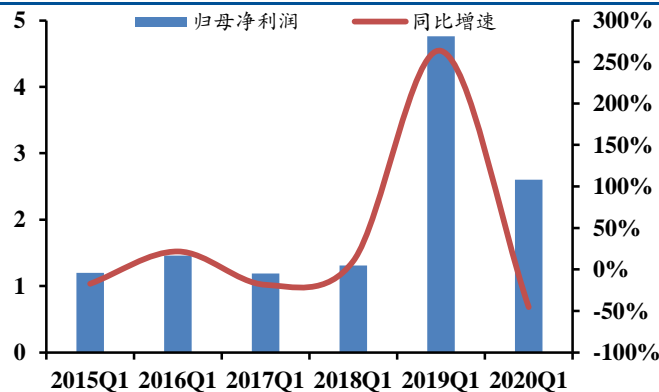
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 47：2020Q1 文娱用品板块营收规模下降（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 48：2020Q1 文娱用品板块利润受疫情扰动下滑明显（亿元）

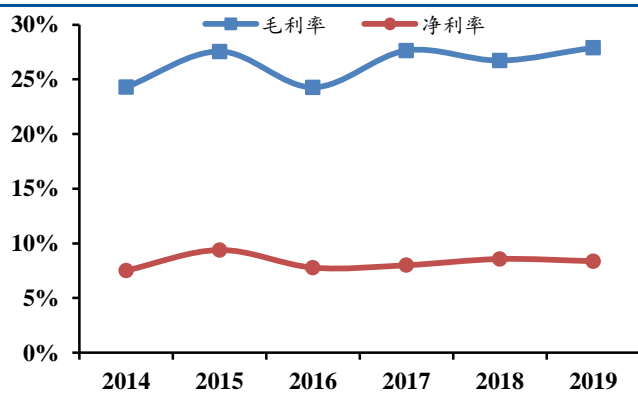


资料来源：Wind，民生证券研究院

注：2020Q1 文娱用品板块营业收入及归母净利润情况均为剔除姚记科技后的结果

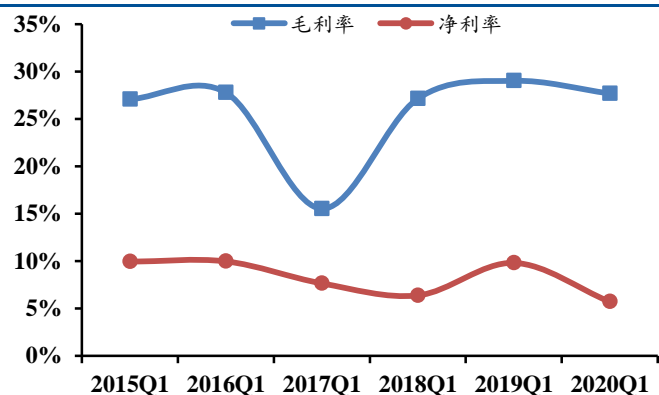
盈利能力方面，近年文娱用品板块毛利率、净利率保持相对稳定。2019 年，板块销售毛利率同比增长 1.18pct 至 27.90%，净利率则同比微降 0.20pct 至 8.37%。2020Q1，文娱用品板块盈利能力受疫情扰动短期承压，剔除姚记科技游戏业务对板块整体盈利水平的影响，板块销售毛利率及净利率分别同比下降 1.33/4.10pct 至 27.68%/5.71%。

图 49：近年来文娱用品板块盈利水平相对稳定



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 50：2020Q1 文娱用品板块利润率受疫情扰动下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

2、文娱用品龙头业绩表现持续高增

晨光文具渠道端持续优化升级，截至 2019 年末，公司拥有 35 家一级合作伙伴，近 1200 个城市的二、三级合作伙伴，“晨光系”零售终端超过 8.5 万家，较 2018 年末增长约 9000 家。在持续优化的终端渠道体系驱动下，公司传统核心业务实现营收 66.51 亿元，同比增长约 21%。非传统业务方面，晨光科力普业绩持续高增，2019 年实现收入 36.58 亿元，同比增长 41.45%，贡献净利润 7580.35 万元，同比增长约 135.89%，成功入围山西省政府、中国移动、浦发银行、小米等优质采购项目，并推出省心购业务，以好货低价、低运营成本的模式拓展小微企业市场。晨光生活馆（含九木）门店铺设顺利，2019 年门店净增 125 家至 380 家，贡献收入约 6 亿元，同比增长 96.34%，实现净利润 804.67 万元，利润端大幅减亏，盈利可期。

齐心集团全年业绩高速增长，2019 年实现营业收入 59.81 亿元，同比增长 41.03%；实现归母净利润 2.30 亿元，同比增长 20.06%。其中，公司 B2B 业务在其构建的商品与供应链管理、商务与交付服务、数据化运营平台三大核心能力的支撑下，贡献收入约 45.5 亿元，同比增长约 64.37%。同时，公司在云视频业务方面持续加大研发投入，研发费用同比增长 34.24%，并积极与腾讯云、天津飞腾、上海兆芯、中标软件等产业链生态伙伴及国产化产业链的核心厂商战略合作，不断提升公司的云服务能力。

表 8：2019 年及 2020Q1 晨光文具、齐心集团业绩情况

时间	公司名称	营业收入 (亿元)	营收同比 增速	归母净利润 (亿元)	归母净利润 同比增速	毛利率	毛利率 同比变化	净利率	净利率 同比变化
2019 年	晨光文具	111.41	30.53%	10.60	31.39%	26.13%	0.30%	9.66%	0.19%
2019 年	齐心集团	59.81	41.03%	2.30	20.06%	15.65%	-2.55%	3.85%	-0.71%
2020Q1	晨光文具	23.56	28.00%	2.59	26.42%	27.07%	-0.12%	11.02%	0.16%
2020Q1	齐心集团	10.75	53.75%	0.39	30.84%	16.29%	-4.86%	3.72%	-0.75%

资料来源：Wind，民生证券研究院

三、投资建议

家具板块：疫情期间，多数家具零售卖场、经销商门店、地产开发项目复工延期，零售终端客流量寥寥，由于小区不具备上门量尺条件而进展缓慢，因此短期来看对家具企业零售及工程业务销售额影响较大。同时，疫情期间租金及薪资等固定成本对中小企业现金流压力较大，随着疫情持续时间进一步的延长，中小型家具企业或迫于经营压力而被迫退出。

目前，各地地产项目复工程度较高，因此对于家具板块标的来说，工程业务的确定性较强，其业务恢复早于零售终端客流量的恢复，因此在工程业务提前布局的家具企业有望更快地从疫情影响中恢复。另外，从五一期间的各地卖场客流情况来看，传统零售渠道出现了需求的集中释放，故我们维持家具消费属于刚性消费，只会延迟不会消失的观点，推荐关注传统零售渠道优势明显且产品品类齐全的定制家具龙头欧派家居，建议关注在工程渠道具有先发优势且持续扩张的二线龙头志邦家居、金牌橱柜。

造纸板块：受外废配额持续收紧及国内疫情影响废纸打包回收，我国原料废纸供应缺口将进一步凸显，预期废纸原料价格将逐渐增长，为终端箱板瓦楞纸价格提升提供支撑。从需求端看，疫情过后消费回暖，势必提振包装纸的需求，同时今年我国禁塑令进一步收紧，纸包装作为塑料包装的替代品，其需求也有望得到增长。推荐关注龙头企业太阳纸业。生活用纸方面，疫情刺激生活用纸需求增长，且目前木浆价格处于低位，持续利好生活用纸企业的盈利能力。推荐关注生活用纸龙头中顺洁柔。

文具用品板块：前期疫情期间国内复工及开学均受延迟，文具销售需求短期承压，但随着国内全面复工及全面开学，文具消费需求也有望快速释放，预计全年文具销售表现仍然可期。推荐关注文具行业龙头，业绩增长确定性较强的晨光文具。

四、风险提示

原材料价格上涨、房地产销售增速下行、行业竞争加剧、终端需求不振。

插图目录

图 1: 轻工制造板块年初以来表现弱于大盘	3
图 2: 年初以来文娱用品板块增长强劲, 跑赢大盘 7.39pct	3
图 3: 2019 年轻工行业营收增速进一步趋缓 (亿元)	4
图 4: 2019 年轻工行业归母净利润情况有所回暖 (亿元)	4
图 5: 2019 年轻工行业毛利率及净利率水平有所提升	4
图 6: 2019 年轻工行业三费率均有小幅上升	4
图 7: 2020Q1 轻工行业营收规模受疫情影响下滑 (亿元)	5
图 8: 2020Q1 轻工行业归母净利润大幅下滑 (亿元)	5
图 9: 2020Q1 轻工行业毛利率有所回升	5
图 10: 2020Q1 轻工行业整体期间费用率有所增长	5
图 11: 2019 年家具板块归母净利润增速较快	6
图 12: 2020Q1 造纸板块利润端逆势增长	6
图 13: 19 年白板纸价格小幅下跌 (元/吨)	7
图 14: 19 年白卡纸价格逐渐回暖 (元/吨)	7
图 15: 19 年瓦楞纸价格进一步下跌 (元/吨)	7
图 16: 19 年箱板纸价格下跌 (元/吨)	7
图 17: 19 年铜版纸价格有所回升 (元/吨)	8
图 18: 19 年双胶纸价格逐渐回暖 (元/吨)	8
图 19: 19 年下半年国内废纸价格快速拉升 (元/吨)	8
图 20: 19 年美废价格呈下降趋势 (美元/吨)	8
图 21: 19 年针叶浆价格持续下行 (元/吨)	8
图 22: 19 年阔叶浆价格持续下行 (元/吨)	8
图 23: 2019 年造纸板块营收增速进一步趋缓 (亿元)	9
图 24: 2019 年造纸板块利润端承压 (亿元)	9
图 25: 2020Q1 造纸板块收入规模下滑 (亿元)	9
图 26: 2020Q1 造纸板块利润端逆势增长 (亿元)	9
图 27: 2019 年造纸板块盈利能力进一步下滑	10
图 28: 2020Q1 造纸板块毛利率及净利率均明显回升	10
图 29: 我国精装住宅开盘房间套数快速增长 (万套)	12
图 30: 成品家具企业 2019 及 2020Q1 收入情况对比 (亿元)	12
图 31: 2019 年家具板块营收增速承压 (亿元)	13
图 32: 2019 年家具板块利润情况有所回暖 (亿元)	13
图 33: 2020Q1 家具板块营收规模出现负增长 (亿元)	13
图 34: 2020Q1 家具板块利润端出现亏损 (亿元)	13
图 35: 2019 年家具板块毛利率及净利率均有所回升	13
图 36: 2019 年家具板块期间费用率小幅下降	13
图 37: 2020Q1 家具板块盈利能力受疫情影响有所下降	14
图 38: 2020Q1 家具板块期间费用率大幅增长	14
图 39: 包装印刷板块营收增速逐渐趋缓 (亿元)	17
图 40: 2018 年包装印刷板块利润端有所回暖 (亿元)	17
图 41: 2020Q1 包装印刷板块收入规模负增长 (亿元)	17
图 42: 2020Q1 包装印刷板块利润端大幅下滑 (亿元)	17
图 43: 2019 年包装印刷板块盈利水平小幅上扬	18
图 44: 2020Q1 包装印刷板块净利率下滑幅度较大	18

图 45: 2019 年文娱用品板块营收规模持续扩张 (亿元)	19
图 46: 2019 年文娱用品板块净利润增速有所回落 (亿元)	19
图 47: 2020Q1 文娱用品板块营收规模下降 (亿元)	20
图 48: 2020Q1 文娱用品板块利润受疫情扰动下滑明显 (亿元)	20
图 49: 近年来文娱用品板块盈利水平相对稳定	20
图 50: 2020Q1 文娱用品板块利润率受疫情扰动下滑	20

表格目录

表 1: 2019 年中顺洁柔利润端增速领先	11
表 2: 2020Q1 博汇纸业及中顺洁柔在收入端增速突出	11
表 3: 品牌定制家具销售渠道变化情况	11
表 4: 2019 年拥有工程渠道布局的家具企业营收稳健增长	16
表 5: 2020Q1 新冠疫情对家具企业业绩冲击较大	16
表 6: 2019 年奥瑞金归母净利润大幅提升	19
表 7: 2020Q1 裕同科技营业收入受疫情冲击较小	19
表 8: 2019 年及 2020Q1 晨光文具、齐心集团业绩情况	21

分析师简介

陈柏儒，北京交通大学技术经济学硕士，2012年加盟民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。