

轻工制造 2019 年报及 2020 年一季报综述

家具受挫显分化，必选文娱显韧性，造纸包装正磨底

核心观点：

- **综述：家具受挫显分化，必选文娱显韧性，造纸包装正磨底。**2020 年 Q1 新冠疫情是对一次对所有上市公司的压力测试，2019Q4 与 2020Q1 的成绩主要对资本市场定价有三大启示：（1）检验龙头的成色；（2）提供行业集中度提升的机遇；（3）孕育了新趋势下新投资机会。
- **家具：景气整体承压，定制最为受损，TOB 精装最具韧性。**Q1 营收增速受疫情影响承压，2020Q1 收入增速为-24.2%，2020 年一季度家具企业半数亏损。（1）家居卖场：免除租金+资源赋能支持商户，催化龙头市占率提升；（2）TOB 家居：疫情影响 Q1 业绩，TOB 家居赛道全年高增逻辑不变；（3）软体家居：一季度表现优于定制，外销订单有望好于预期；（4）定制家居：行业盈利水平稳定，20Q1 受疫情冲击较大；（5）细分品类横向对比，成品家具盈利能力 2019 年同比提升明显；（6）行业竞争加剧导致费用率攀升，但家具公司 ROE 小幅回升。
- **文娱及新型烟草：文具零售迎曙光，生活用纸结构升级，新型烟草静候政策东风。**（1）零售文具：Q1 行业收入情况符合预期，终端学校的开学时间层次不齐，大部分开学时间均慢于市场预期，Q2 行业或承压；（2）生活用纸：2020 年防疫常态化增加新需求，生活用纸浆价低位，盈利水平扩张；（3）办公采集：物资集采业务表现好于预期，云视频业务发展有望提速；（4）新型烟草：中烟香港顺利上市后加大海外市场扩张，HNB 出口继续推进，而电子烟政策仍待明朗。
- **造纸包装：造纸 Q1 稳健但 Q2 磨底，包装 Q1 承压但 Q2 有望伴随消费复苏。**（1）造纸板块 2019 年收入增速回落。2019 年行业整体需求偏紧，景气程度较 2018 年略有降低，但呈现出逐季提升的趋势。2020 年一季度，造纸板块受疫情冲击较大。预计未来随疫情缓解，行业景气程度有望回暖。（2）白卡系包装：疫情期间下游国企复工较晚，烟标、酒盒 Q1 包装订单需求承压，目前正持续回暖中。消费电子包装 Q1 整体受影响有限，后续仍需要观望海外疫情变化。瓦楞系包装：国际贸易摩擦、疫情等影响，瓦楞纸箱需求遭遇较大压力，出口运输包装的需求锐减。中小包装厂经营压力增大，龙头公司获可迎来整合契机。
- **风险提示。**疫情变化导致下游复苏不及预期；行业集中度提升不及趋势；宏观经济波动导致业绩不达预期。

行业评级

买入

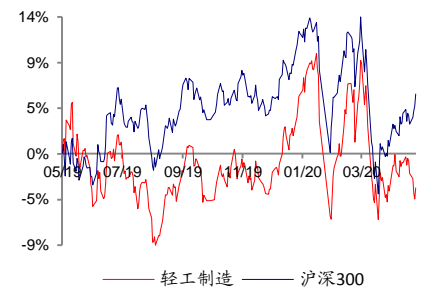
前次评级

买入

报告日期

2020-05-04

相对市场表现



分析师：

赵中平



SAC 执证号：S0260516070005



SFC CE No. BND271



0755-23953620

zhaozhongping@gf.com.cn

分析师：

陆逸



SAC 执证号：S0260519070005



021-60750604



gluyi@gf.com.cn

请注意，陆逸并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

轻工制造行业：ToB 家具景气 2020-04-14

确定向上，头部份额有望加

速提升

轻工制造行业：不仅是避险， 2020-04-10

生活用纸戴维斯双击可期

轻工制造：月观点：寻找两类 2020-04-07

宏观假设下景气向上的子行

业

联系人：

张兆函

zhangzhaohan@gf.com.cn

联系人：

徐成

xucheng@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
晨光文具	603899.SH	CNY	51.41	2020/04/29	买入	52.40	1.31	1.60	39.24	32.13	29.62	23.74	23.6	23.7
齐心集团	002301.SZ	CNY	15.3	2019/10/30	增持	12.80	0.49	0.68	31.22	22.50	23.45	17.77	11.4	13.5
中顺洁柔	002511.SZ	CNY	17.26	2020/05/01	买入	18.90	0.63	0.73	27.40	23.64	18.09	15.75	17.3	17.7
欧派家居	603833.SH	CNY	106.37	2020/04/29	买入	120.50	4.82	5.51	22.07	19.30	17.07	14.45	17.5	16.7
志邦家居	603801.SH	CNY	23	2020/04/27	买入	26.40	1.65	1.89	13.94	12.17	12.47	11.02	16.6	16.5
索菲亚	002572.SZ	CNY	18.85	2020/04/22	买入	20.80	1.30	1.49	14.50	12.65	10.34	8.94	19.2	19.6
尚品宅配	300616.SZ	CNY	67.55	2020/04/28	买入	77.28	2.76	3.14	24.47	21.51	21.04	18.14	13.7	13.8
顾家家居	603816.SH	CNY	39.86	2020/04/23	买入	47.46	2.26	2.61	17.64	15.27	13.56	13.74	19.9	19.7
江山欧派	603208.SH	CNY	113.48	2020/04/19	买入	97.02	4.62	6.34	24.56	17.90	18.91	13.55	22.1	23.7
劲嘉股份	002191.SZ	CNY	8.99	2020/04/29	买入	12.20	0.68	0.78	13.22	11.53	10.08	8.77	12.8	13.7
裕同科技	002831.SZ	CNY	24.28	2020/04/27	买入	27.20	1.36	1.62	17.85	14.99	11.24	9.52	17.5	17.7
太阳纸业	002078.SZ	CNY	8.35	2020/04/29	买入	9.90	0.90	1.06	9.28	7.88	4.20	3.77	14.1	14.5
晨鸣纸业	000488.SZ	CNY	4.91	2020/04/21	买入	5.31	0.59	0.63	8.32	7.79	2.24	2.23	8.5	8.3
帝欧家居	002798.SZ	CNY	29	2020/04/30	买入	32.94	1.83	2.22	15.85	13.06	12.12	10.21	16.7	17.4
海鸥住工	002084.SZ	CNY	5.03	2020/03/31	买入	6.20	0.31	0.41	16.23	12.27	9.10	7.43	8.8	10.5
美凯龙	601828.SH	CNY	9.52	2020/5/1	买入	15.60	1.30	1.49	7.3	6.4	10.9	9.4	11.0	10.2
红星美凯龙	01528.HK	HKD	4.59	2020/5/1	买入	8.13	1.41	1.45	3.0	2.9	10.9	9.4	11.0	10.2
晨鸣纸业	01812.HK	HKD	2.90	2020/4/21	买入	3.88	0.65	0.69	4.48	4.19	10.2	10.2	8.5	8.3

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、家具受挫显分化，必选文娱显韧性，造纸包装正磨底.....	6
（一）家具消费：景气整体承压，定制最为受损，ToB 精装最具韧性.....	6
（二）文娱消费：文具零售迎曙光，生活用纸结构升级，新型烟草静候政策东风.....	6
（三）造纸包装：造纸 Q1 稳健但 Q2 磨底，包装 Q1 承压但 Q2 有望伴随消费复苏.....	7
二、家具消费：景气整体承压，定制最为受损，TOB 精装最具韧性.....	8
（一）家居卖场：免除租金+资源赋能支持商户，催化龙头市占率提升.....	8
（二）ToB 家居：疫情影响 Q1 业绩，ToB 家居赛道全年高增逻辑不变.....	9
（三）软体家居：一季度表现优于定制，外销订单有望好于预期.....	12
（四）定制家居：行业盈利水平稳定，20Q1 受疫情冲击较大.....	14
（五）细分品类横向对比，成品家具盈利能力 2019 年同比提升明显.....	15
（六）行业竞争加剧导致费用率攀升，2019 年家具公司 ROE 小幅回升.....	17
四、文娱消费：文具零售迎曙光，生活用纸结构升级，新型烟草静候政策东风.....	20
（一）零售文具：Q1 行业收入情况符合预期，Q2 行业或承压.....	20
（二）生活用纸：2020 年防疫常态化增加新需求.....	21
（三）办公采集：物资集采业务表现好于预期，云视频业务发展有望提速.....	22
（四）新型烟草：HNB 出口继续推进，电子烟仍待明朗.....	24
四、造纸包装：造纸 Q1 稳健但 Q2 磨底，包装 Q1 承压但 Q2 有望伴随消费复苏.....	25
（一）下游需求不及预期，上市纸企收入增速回落.....	25
（二）19H2 主要纸种产品价格上涨，板块整体盈利能力提升.....	27
（三）疫情影响逐渐消退，关注后续需求修复.....	30
（四）白卡系包装：终端需求承压传导，细分行业逐渐回暖中.....	31
（五）瓦楞系包装：整体需求偏弱，龙头整合或有望提速.....	33
五、风险提示.....	35

图表索引

图 1: 家居卖场公司营业收入（累计值）增速情况	8
图 2: 家居卖场归母净利润（累计值）增速情况	8
图 3: 疫情对软体家具疫情影响路径总结	13
图 4: 软体家具一季度收入增速表现优于定制企业	13
图 5: 人民币兑美元汇率走势	14
图 6: 软体原材料 TDI, MDI 的价格走势图	14
图 7: 2020 年一季度成品家具收入增速低于定制家具	16
图 8: 2019 年定制家具毛利率持续上行	16
图 9: 2020 年一季度定制家具毛利率低于去年同期	16
图 10: 2019 年 13 家成品家具净利润率小幅提升	17
图 11: 2020 年一季度定制家具净利润率低于去年同期	17
图 12: 2020 年第一季度定制家具公司及成品家具公司应收账款周转天数	17
图 13: 家具公司平均三项费用率（年度）	18
图 14: 家具公司平均三项费用率（季度）	18
图 15: 家具公司平均净利润率（年度）	18
图 16: 家具公司平均净利润率（季度）	18
图 17: 家具公司平均加权 ROE	19
图 18: 家具公司平均 ROIC	19
图 19: 家具板块存货周转天数	19
图 20: 家具公司平均应付&应收账款周转天数（年度）	19
图 21: 2019 年定制家具毛利率持续上行（%）	14
图 22: 2020 年一季度定制家具净利率大幅下滑	14
图 23: ToB 家居公司分季度营业收入增速	10
图 24: ToB 家居公司分季度归母净利润增速	10
图 25: ToB 家居公司分季度毛利率对比	10
图 26: ToB 家居公司分季度归母净利率对比	10
图 27: 精装修渗透率（开盘口径）变化情况	11
图 28: ToB 家居企业大宗业务占比情况	11
图 29: ToB 家居企业经营性现金流/净利润	12
图 30: 中烟香港 HNB 出口收入（百万港元）	24
图 31: 中烟香港 HNB 出口销量（百万支）	24
图 32: 造纸公司平均收入年度同比	25
图 33: 造纸公司平均收入季度同比	25
图 34: 港口库存仍处高位（千吨）	26
图 35: 瓦楞纸社会库存量有所回升（千吨）	26
图 36: 白板纸社会库存量（千吨）	26
图 37: 白卡纸企业库存天数（天）	26
图 38: 箱板纸企业库存（千吨）	26
图 39: 废纸累计进口数量（万吨）	27

图 40: 木浆价格回落 (元/吨)	27
图 41: 除白卡纸外包装纸价格低位运行 (元/吨)	27
图 42: 19H2 文化纸价格维持高位 (元/吨)	28
图 43: 2019 年生活纸价格下行 (元/吨)	28
图 44: 造纸板块公司毛利率逐季提升	28
图 45: 造纸板块销售和管理费用率上升	29
图 46: 造纸板块净利润率有所回落	29
图 47: 造纸板块应收账款周转天数 (天)	30
图 48: 造纸板块应付账款周转天数 (天)	30
图 49: 包装公司营收收入 (累计值) 增速	31
图 50: 包装公司归母净利润 (累计值) 增速	31
图 51: 白酒产量累计同比	32
图 52: 卷烟产量累计同比	32
图 53: 包装公司单季度综合毛利率	32
图 54: 裕同科技总人数、总人效	33
图 55: 裕同科技生产人数、人均产值	33
图 56: 合兴包装营收增速	33
图 57: 合兴包装归母净利润增速	33
图 58: 我国出口金额累计同比	34
表 1: 疫情期间家居行业头部品牌帮扶政策	8
表 2: ToB 家居企业主要客户情况	11
表 3: 纸产品需求淡旺季分布明确	30

一、家具受挫显分化，必选文娱显韧性，造纸包装正磨底

2019 年全年轻工各细分子板块全年业绩已全部披露，决定各细分板块定价的是对 2020Q1 季报分析与后续板块景气度展望。2020 年 Q1 的新冠疫情是对一次对所有上市公司的压力测试，2019Q4 与 2020Q1 的成绩主要对资本市场定价有三大启示：

(1) 检验龙头的成色：不仅是报表增速的抗压能力更强（例如晨光文具、中顺洁柔等），更是考验了龙头公司相比同行在面对危机时展现的领导力和执行力，这些才是持续塑造公司核心竞争力的根源。

(2) 提供行业集中度提升的机遇：各细分子行业在 Q1 都遭受了经营性现金流滑坡，上市公司作为同行业佼佼者尚且有贷款、债券、股权等多种融资手段，大量中小企业压力更大，因此后续集中度加速提升趋势值得关注，尤其是家居卖场、ToB 精装和办公集采行业。

(3) 推动了办公线上化、交易线上化等趋势：就像 2003 年的非典对诸多行业产生不可逆的变化一样，2020 年的新冠疫情对于家居交易的互联网化、生活用纸中湿巾等高毛利消毒物资占比提升、办公集采和云办公渗透率提升都将会有不可逆的变化。

本章陈述主题结论，详细数据请参见正文各细分板块。

（一）家具消费：景气整体承压，定制最为受损，ToB 精装最具韧性

家具板块整体承压，Q1 收入增速-24%，半数企业亏损。从细分板块景气度来看，ToB 赛道因为 1 月未受影响且订单伴随 3 月地产复工快速反弹，整体韧性较强，由于精装化提升趋势与中小 ToB 企业缺乏现金流出让市场份额，预期全年高增可期；软体家居 1 月未受影响但 2-3 月份压力明显，电商渠道的高占比与高增速成为收入缓冲器，出口占比高企业更具韧性。展望 Q2 预计内销增速回升态势明显，出口压力受海外影响将逐步显现；定制家具由于 1 月工厂停工早，交易流程重服务难以通过线上完全实现，2-3 月份零售收入压力较大，工程端高占比企业相对抗压性强，Q2 订单增速预计持续修复中；卖场因减租支持品牌经销商经营导致收入承压，Q2 负面影响预计减弱，新零售叠加家装业务有望提供新成长动力。

（二）文娱消费：文具零售迎曙光，生活用纸结构升级，新型烟草静候政策东风

文具零售行业整体 Q1 因线下消费停止有所下滑，但随开学季逐步临近线下消费逐步复苏带动 Q2 景气度向上，但需要担忧经销商前期库存积压风险；办公集采业务 Q1 的 1-2 月承压，3 月因逐步复工叠加防疫物资拉动景气度快速修复，且龙头企业因防疫物资来源充足逐步拉开与二线公司距离，后续行业不利影响逐步消失，且办公集采在经济下行期渗透率有望加速提升；生活用纸高端化趋势明显有利于品牌龙头发展，参考 03 年非典该趋势在疫情后也难以逆转，头部企业有望迎来由利润率提升带动的 ROE 提升，估值水平有望显著上移；新型烟草仍处成长期受影响较小，国内市场发展仍需待政策东风。

（三）造纸包装：造纸 Q1 稳健但 Q2 磨底，包装 Q1 承压但 Q2 有望伴随消费复苏

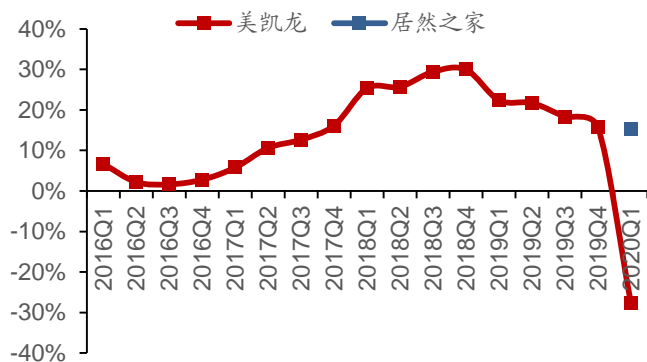
造纸作为经济后周期板块，其基本面表现往往滞后于下游消费，体现在 Q1 上市公司通过维持正常生产向经销商压货，在消费最为低迷的 Q1 反而整体收入表现较为稳健，叠加 19Q1 低基数板块公司普遍利润同比增速可观，而 Q2 开始经销商难以承受库存压力导致上游开始控量报价，在消费复苏期反而景气度下行，进入经销商去库存的景气磨底阶段；纸包装作为造纸下游直面终端消费疲软因此 Q1 整体承压，但 Q2 伴随消费复苏景气度有所修复，外销占比越高的公司 Q1 表现越平稳，但随之而来 Q2 压力也会越大。

二、家具消费：景气整体承压，定制最为受损，ToB 精装最具韧性

（一）家居卖场：免除租金+资源赋能支持商户，催化龙头市占率提升

免除租金支持卖场商户，头部家居卖场 Q1 收入下滑，但保障了卖场经营竞争力。Q1 疫情期间，家居卖场人流收到较大冲击，商户承担较大经营压力。美凯龙、居然之家均于 2020 年 2 月发布公告，为支持商户发展，商户 2020 年度任意一个月的租金及管理费，牺牲收入支持商户保障经营稳定。（居然之家 Q1 收入正增长系将武汉中商纳入合并报表）。

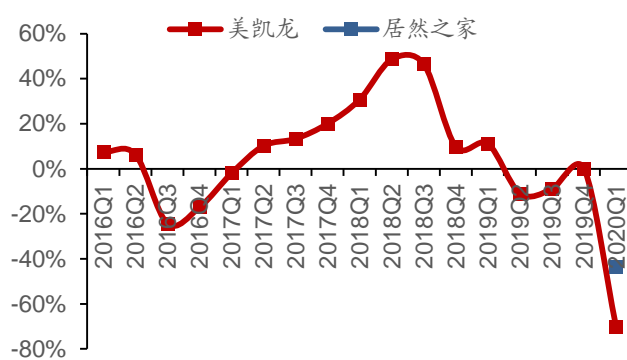
图1：家居卖场公司营业收入（累计值）增速情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：居然之家借壳上市目前仅有 2020Q1 单季度数据

图2：家居卖场归母净利润（累计值）增速情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

疫情后消费恢复将是一个缓慢的过程，部分中小型卖场面临压力。（1）疫情期间线下客流减少，卖场存在经销商退租压力；（2）不少中小型卖场物业并非自持，拥有较高的日常经营现金支付成本；（3）大部分中小型卖场融资成本高昂，资金实力薄弱。

疫情加速中小型卖场出清，龙头能力凸显。（1）减租支持：美凯龙以免除租金的形式为商户提供支持；（2）运营能力支持：公司向所有入驻商家阶段性免费提供设计云软件高阶功能，有效提升商户远程服务消费者的能力；（3）营销赋能：卖场通过阿里流量入口、线上直播等形式，帮助商户完成流量蓄客。

表1：疫情期间家居行业头部品牌帮扶政策

品牌	帮扶措施
红星美凯龙	1. 进行防疫物资储备，在每个经营单位都储备了应急工具，包括口罩、酒精、消毒液等等防控物资。
	2. 对经销商、商户进行租金，管理费减免，以及减免租金政策的落实与执行；
	3. 在行业里率先提出 1+1+1 的行业自救模式：一个月帮扶经销商，工厂出台相应的产品政策，帮扶一个月，经销商自救一个月，自己熬一个月，通过 1+1+1 的三厂合一的模式，赢得三个月左右的时间，用时间换空间；
	4. 提出了 1+M 的行业一揽子帮扶计划，1 是一个月的租金以及管理费，M 包括已经推出来的设计云、IMP 筋斗云，

全部免费向经销商开放。另外，整个大教育平台免费开放两个月的时间；

5. 与阿里巴巴达成战略合作协议，帮助实现经销商商品和服务的上线，2019 年上线上海和南京两个城市，目前正在推动 22 个城市上线的推进；

6. 集结 40 亿专项贷款：其中有 25 亿的信用贷款授信，为小微企业提供授信贷款；与 15 亿资金用于经销商的流动性资金支持。

金牌厨柜

1. 承担经销商一个月的工资；
2. 准备了不低于 5 个亿资金，给供应链小微企业做融资授信；
3. 通过天王计划为经销商引流。

方太集团

1. 把原有的经销商第一季度的有条件返利改为无条件返利；
2. 计划拨出 5200 多万的费用补到经销商的房租和人员补贴里面；
3. 针对一些如消毒碗柜的具体的产品，做出比较好的供应价的补贴；
4. 为线下经销商提供了网上直播平台；
5. 方太大学的销售学院准备了 48 门精品在线课程，对 4000 多名线下经销商店长和厨电顾问进行免费高质量的培训。

喜临门家具

1. 提供一个月的底薪支持；
2. 线上通过做小程序、微信营销、直播等扩大客源；
3. 对加盟商终台建设做支持，协助推进加盟商门店数字化。

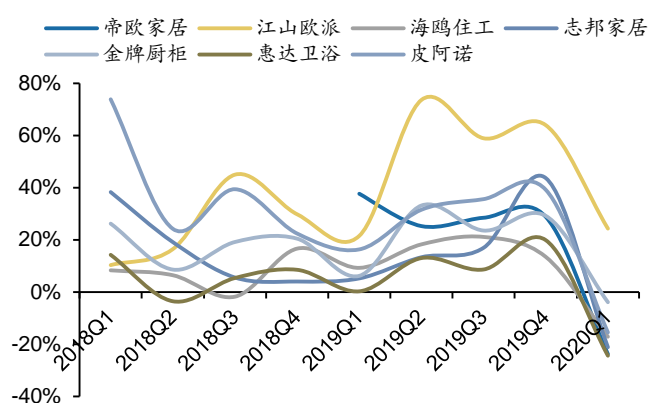
数据来源：“家居战疫·提振经济”家居行业直播论坛、广发证券发展研究中心

美凯龙：疫情加速中小型卖场出清，龙头能力凸显。（1）减租支持：美凯龙以免除租金的形式为商户提供支持；（2）运营能力支持：公司向所有入驻商家阶段性免费提供设计云软件高阶功能，有效提升商户远程服务消费者的能力；（3）营销赋能：卖场通过阿里流量入口、线上直播等形式，帮助商户完成流量蓄客。**往长期看，开拓家装业务挖掘消费者价值，携手阿里赋能平台商户。**公司大力开拓家装业务，聚合工厂、设计师、开发商等资源，储备订单，预计2020年有望释放带来收入增长。2019年与阿里融合的新零售同城站业务累计上线13个城市，覆盖29个商场和639个品牌。

（二）ToB 家居：疫情影响 Q1 业绩，ToB 家居赛道全年高增逻辑不变

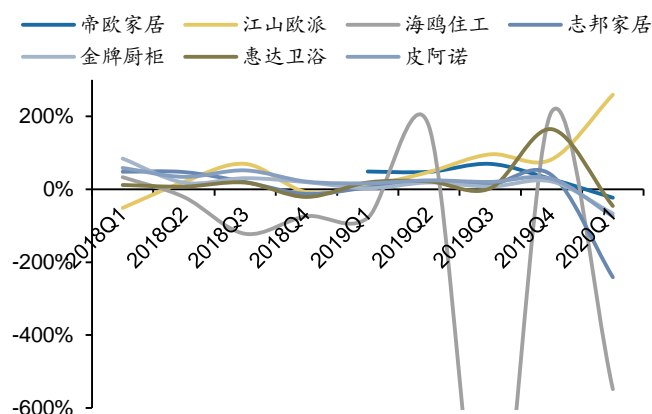
ToB家居主要企业2019年一季度收入及利润增速整体可观，2020年一季度受疫情影响较大，普遍出现负增长。2019年以来ToB家居赛道竞争逐步加剧，一季度龙头公司业绩增速大幅提升不明显，但整体维持可观水平。2020年由于年初新冠疫情影响，B端产业链上下游复工复产被迫长时间延后，一季度成为重灾区间，主要企业收入及利润增速均表现为负增长。

图3: ToB家居公司分季度营业收入增速



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

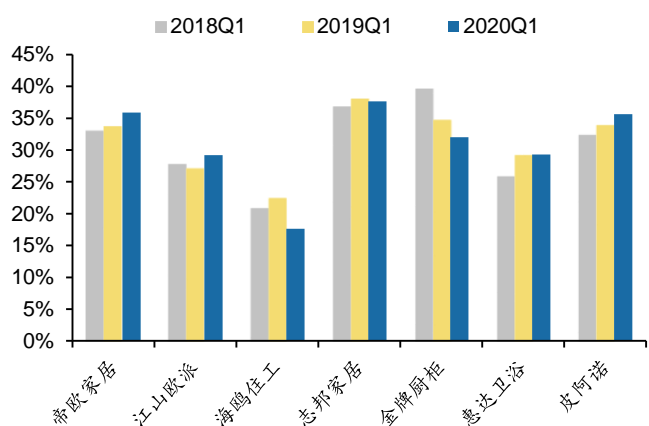
图4: ToB家居公司分季度归母净利润增速



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

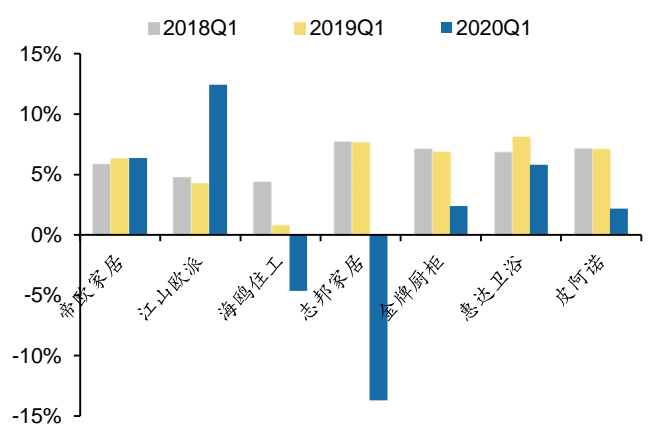
2019年一季度盈利水平整体强劲, 2020年一季度出现分化。2019年一季度各ToB家居企业毛利率及归母净利率水平延续强势表现, 但2020年一季度疫情之下头部企业盈利能力出现分化, 归母净利率下滑明显, B端优势龙头企业如帝欧家居、江山欧派等毛利净利端保持同步正增长。

图5: ToB家居公司分季度毛利率对比



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图6: ToB家居公司分季度归母净利率对比

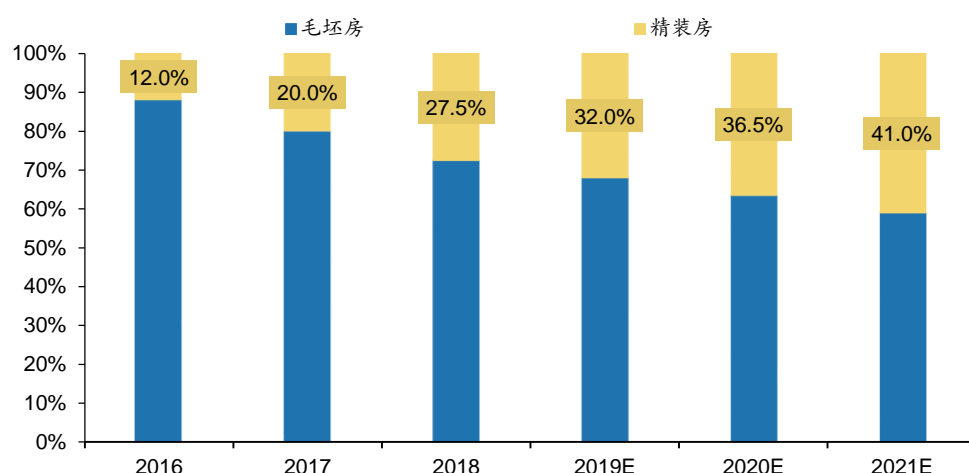


数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

随2月来运力逐步恢复, 3月复工率显著提升, ToB家居赛道景气度逐步确定向上。尽管市场原本预计的竣工潮受疫情后移, 但2020年Q1中后期运力与复工复产率逐步恢复已带动工程端家居企业订单边际改善, 预计Q2起订单将大概率好转助力需求快速恢复。

ToB家居赛道全年高增逻辑不变, 精装趋势助力后续需求恢复。竣工潮虽因疫情延后但并未消失, 根据奥维云网 (AVC) 地产大数据的统计预测, 预计5-6月将迎来赶工潮, 我们认为竣工端小高峰有望兑现。精装修方面, 2017-2019年精装修渗透率 (精装修新开盘项目占所有住宅开盘项目比例) 从20%逐步提升至32%, 2019年竣工端精装渗透率预计达25%左右。根据奥维云网预测数据, 预计2020-2029十年间精装修趋势不改, 2020-2022年精装开盘规模分别达364、430、520万套左右。

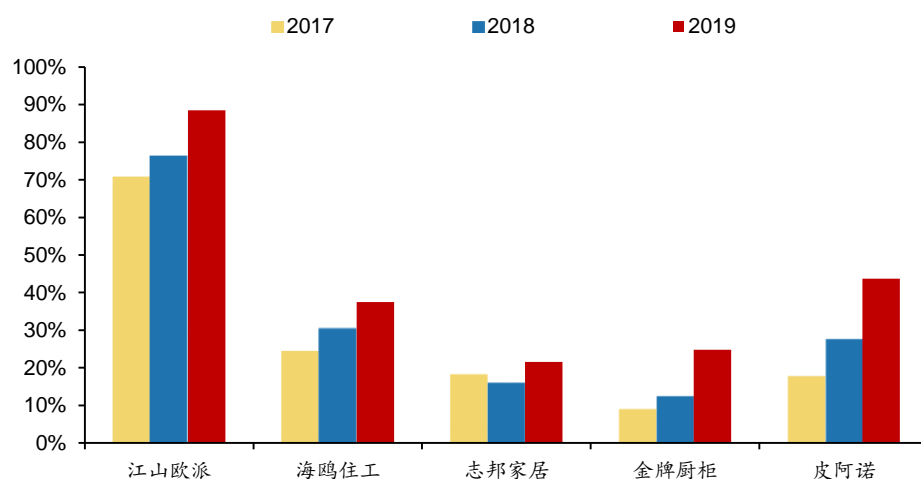
图7: 精装修渗透率 (开盘口径) 变化情况



数据来源: 奥维云网 (AVC) 地产大数据、广发地产研究小组、广发证券发展研究中心

精装修/工程端业务占比较高的企业, 2020年Q1表现受开工、物流、以及下游客户复工情况影响较大。但地产商选定的核心供应商为3-5家, 业务壁垒较高, 因此工程端企业有望受益于先发优势以及行业准入壁垒, 在未来1-2年内持续放量增长。后续ToB家具企业有望依托于疫情结束后的需求释放, 以及行业竣工潮及精装趋势向好推动订单与收入持续修复。虽Q1因疫情因素导致收入端出现较大波动, 但全年行业高增长逻辑不变。

图8: ToB家居企业大宗业务占比情况



数据来源: 各公司年报、广发证券发展研究中心

表 2: ToB 家居企业主要客户情况

公司	主要客户
帝欧家居	碧桂园 (02007.HK)、万科 (000002.SZ)、中国恒大 (03333.HK)、荣盛发展 (002146.SZ)、富力地产 (02777.HK)、雅居乐集团 (03383.HK) 等
江山欧派	万科 (000002.SZ)、中国恒大 (03333.HK)、保利地产 (600048.SH)、阳光城 (000671.SZ)、旭辉控股集团 (00884.HK) 等

海鸥住工	中国恒大 (03333.HK)、碧桂园 (02007.HK)、龙湖集团 (00960.HK)、越秀地产 (00123.HK)、万科 (000002.SZ)、旭辉、融创中国 (01918.HK) 等
志邦家居	百强地产客户占比达 30%，前 10 占比 60%，前 20 占比 60%
金牌厨柜	与房地产百强中 38 家签订战略合作协议
惠达卫浴	保利地产 (600048.SH)、万科 (000002.SZ)、龙湖集团 (00960.HK)、上海世博会、北京世园会等
皮阿诺	保利地产 (600048.SH)、阳光壹佰、奥园等

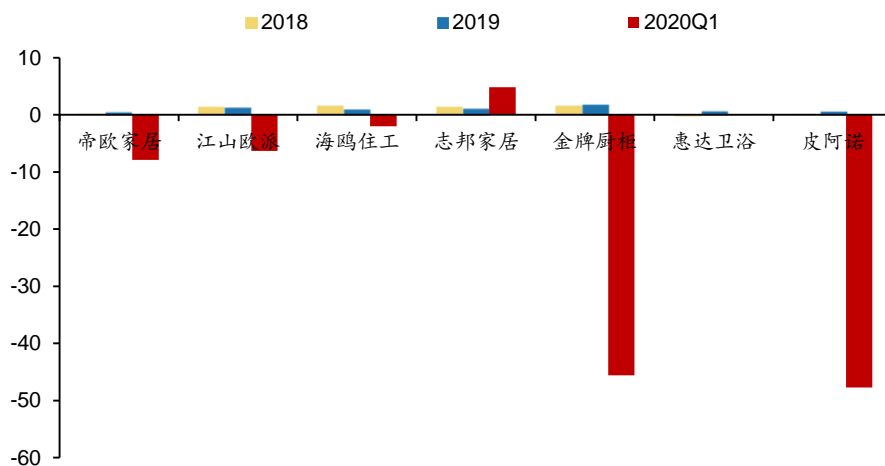
数据来源：各公司年报、广发证券发展研究中心

疫情加速中小企业淘汰，行业马太效应加剧，各ToB家具头部企业有望实现市占率进一步提升。一方面，工程端业务对中小企业来说入局门槛较高。另一方面，疫情期间全产业链的停摆对生产端企业造成巨大现金流压力，将加速一批受资金限制的中小竞争对手淘汰出局。

家具企业多数资产较重，现金流天然成为企业较为薄弱的一环，叠加疫情影响几乎阻断线下客流、交通运力停摆等问题则雪上加霜，中小企业现金结算周期、供货交付周期均变长，同时销售额显著下降，导致行业格局马太效应加剧。

相比之下，头部企业现金流抗风险能力更强，各主要头部ToB家具企业2019年经营性现金流/净利润比重均在0.5~1.0范围，疫情加速中小企业淘汰背景下，头部企业份额有望加速提升，以帝欧家居为代表的ToB优势企业有望充分受益。

图9：ToB家居企业经营性现金流/净利润



数据来源：各公司年报、广发证券发展研究中心

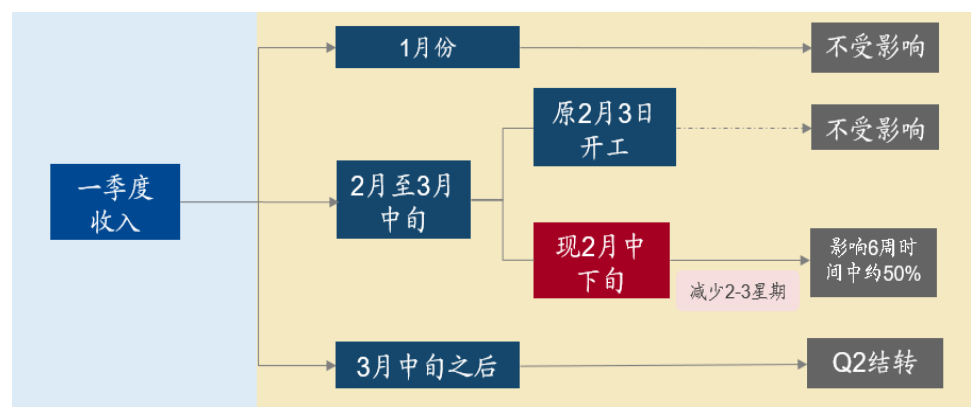
短期内家居行业零售承压仍大，但ToB家居企业仍优势明显。随着长期地产行业景气度回暖，对板块信心的提振以及消费者对品牌认可度的提升，仍长期看好以帝欧家居为代表的在品牌、渠道、资金和管理上的优势龙头企业。

(三) 软体家居：一季度表现优于定制，外销订单有望好于预期

软体家居一季度收入相对景气，外销占比较高企业表现较好。软体家居收入端表现整体优于定制，主要来自于2大原因，一是软体家具销售流程时间较短，结转

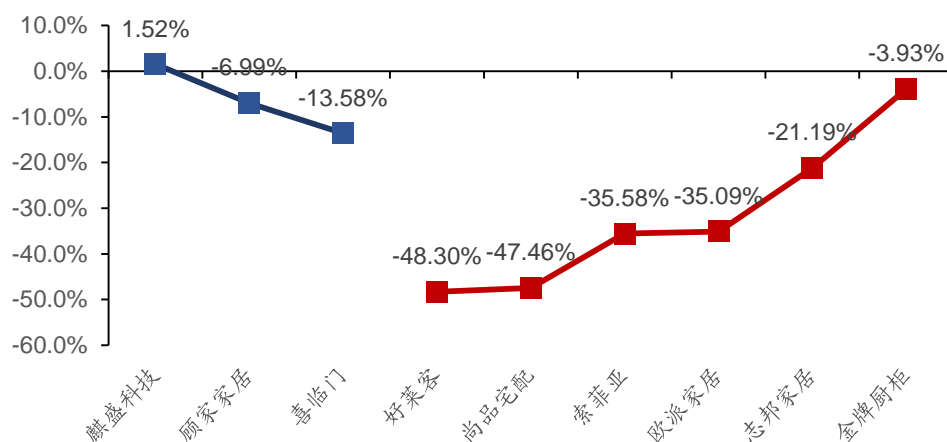
收入时间变快。从收入确定节奏上观察，软体家具偏标品，内销经营时间上整体减少27%（延迟复工3周），但部分产品可在线上销售，叠加一季度为全年收入占比低点，因此实际受疫情影响可控。二是软体企业外销业务较多，一季度外销受疫情影响较弱。从上市公司业务结构观察，软体家具企业兼顾内外销业务，而外销部分受影响较少，有助于抵消部分内销影响，外销部分占比较高的企业将优于行业水平。

图10：疫情对软体家具疫情影响路径总结



数据来源：广发证券发展研究中心

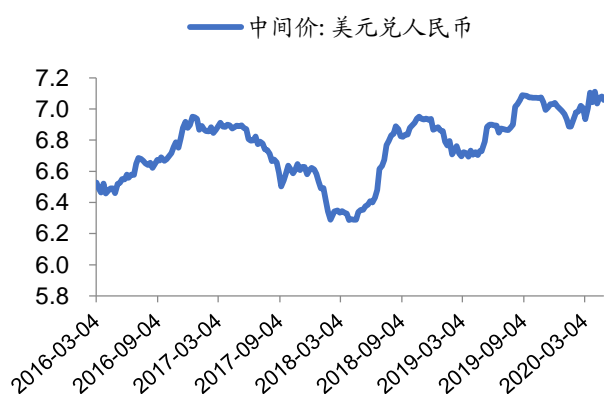
图11：软体家具一季度收入增速表现优于定制企业



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

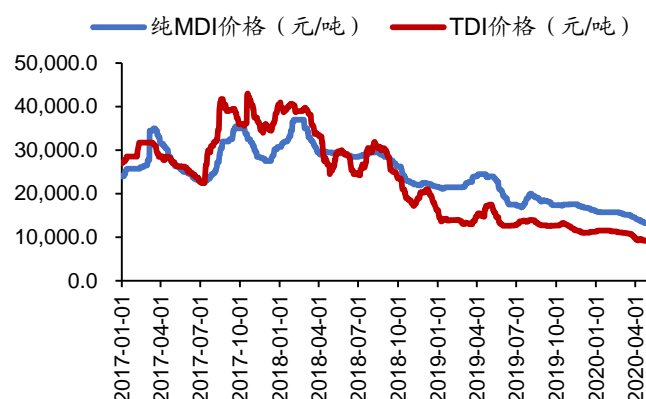
盈利水平依然向好，外销情况有望好于预期。影响外销盈利水平的两大因素汇率与原材料价格水平，目前依然趋势向好。2019年8月人民币对美元汇率破7，2020年4月30日人民币对美元汇率中间价格为7.06，当前人民币仍处于贬值区间，汇率维稳助力汇兑损益波动平稳。原材料中价格波动较大原料主要为MDI、TDI，从原材料供给端来看，行业中有新增产能投放，供给端持续增长，而从需求端来看，TDI与MDI作为海绵原材料，主要用于家具与汽车领域，整体行业需求端显颜色，压制原材料价格持续维持低位，助力企业外销毛利率水平稳定。

图12: 人民币兑美元汇率走势



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图13: 软体原材料TDI, MDI的价格走势图



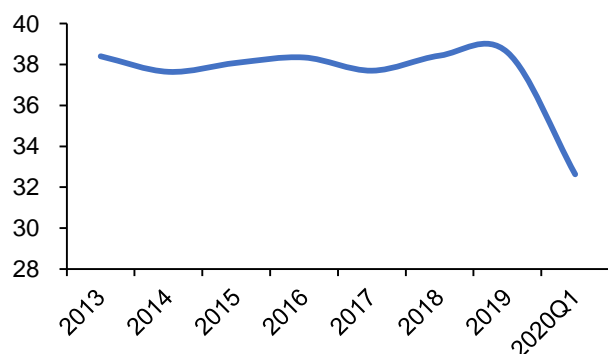
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

外销压力二季度逐步显现, 但订单情况有望好于预期。外销收入部分由于海外疫情的不确定性较大, 因此外销全年影响程度仍需观察海外疫情进展, 由于疫情有一定的持续性, 预计外销占比较高的企业 Q2 收入端压力将逐步体现。但随着欧洲、美国的疫情限制逐步解封, 特朗普宣布了“三阶段”重启经济的方针、意大利总理孔特宣布全国 5 月 4 日起重新开放等, 线下零售门店陆续恢复, 外销订单回暖程度有望好于市场预期。看好软体家居如顾家家居等, 有望依托于内销与外销行业逐步回暖而推动基本面持续向好, 助力估值水平回升。

(四) 定制家居: 行业盈利水平稳定, 20Q1 受疫情冲击较大

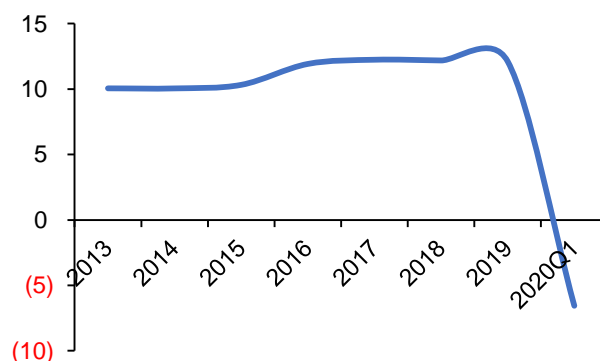
2019年: 定制家具盈利能力持续提升, 20Q1受疫情冲击较大。定制家具企业 2019 年整年行业盈利能力仍略有提升, 9 家定制家居企业 2019 年毛利率为 38.60%, 同比提升 0.16 个百分点。受疫情影响, 2020 年一季度定制家居企业毛利率仅为 32.63%, 同比大幅下滑 4.32 个百分点。净利率方面, 2019 年定制家居企业平均销售净利率为 12.11%, 较 2019 年小幅下滑 0.08 个百分点, 行业盈利能力仍处较高水平。同样, 受疫情影响, 2020 年一季度定制家居企业转亏, 平均销售净利率为 -6.56%。

图14: 2019年定制家具毛利率持续上行(%)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图15: 2020Q1定制家具净利率大幅下滑(%)



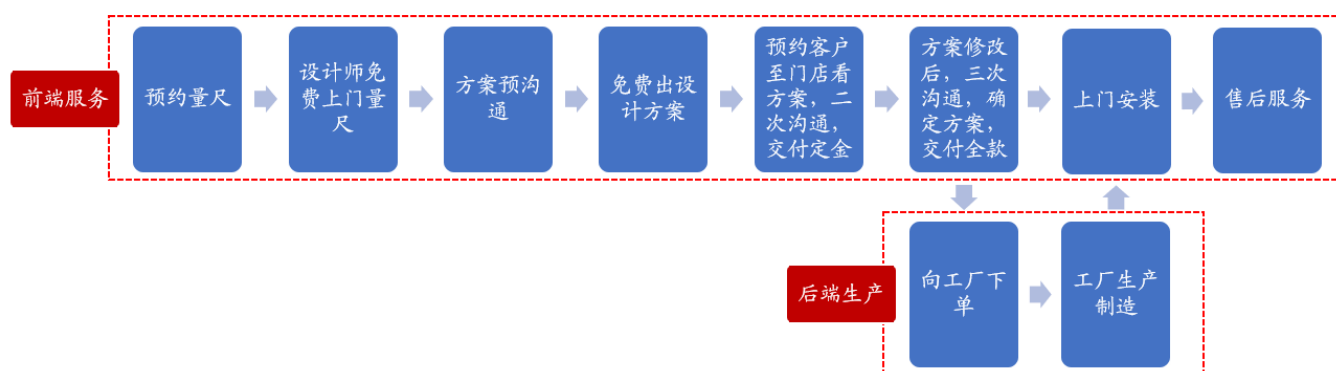
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

线下客流逐渐回暖, 预计Q2-Q4定制家居营收增速逐季加速。Q1受疫情影

响，线下客流冲击较大，根据索菲亚（002572.SZ）4月17日公告：《4月15日投资者关系活动记录表》，4月份客流较3月已有边际回暖。我们认为家居需求偏刚性，疫情会延缓需求满足的时间，随着疫情防控的逐渐放松，下游客流预计将大幅回暖，Q2-Q4定制家居营收增速有望逐季加速。

疫情或改变行业长期服务模式。定制家居服务流程长：1. 线上/ 线下预约量尺；2. 设计师免费上门量尺；3. 方案预沟通；4. 设计师免费出设计方案；5. 预约客户至门店看方案，二次沟通，交付定金；5. 方案修改后，三次沟通，确定方案后交付全款；6. 上门安装；7. 售后服务。量尺、方案沟通等多个服务环节依赖线下。受疫情影响，线下服务受阻，定制企业多向线上转移。众多定制龙头开启直播团购活动，欧派家居、索菲亚、尚品宅配、金牌厨柜等公司的线上直播营销均获得较好成绩。除营销、引流向线上转移外，部分企业还开始尝试将量尺线上化，如尚品宅配推出“量尺宝”产品。我们认为，定制家居行业流量吸引方式多变，需要不断适应行业发展，发掘最新的流量获取方式；同时服务流程上依赖线下转化，经销商的服务能力依旧重要。本次疫情后，线上营销、线上量尺等流程线上化的尝试或将改变行业长期服务模式。

图 16：定制家具购买流程较长



数据来源：广发证券发展研究中心

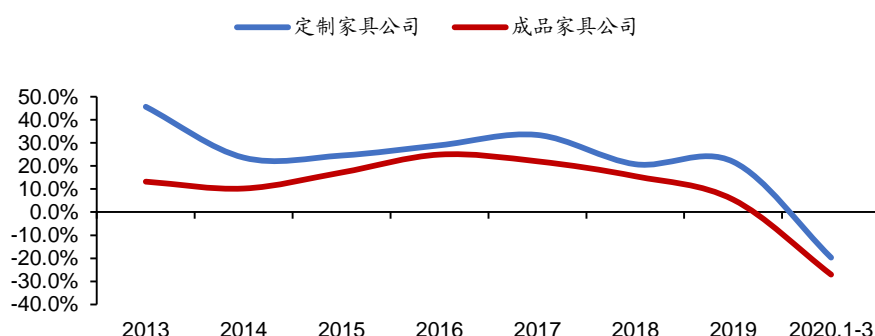
（五）细分品类横向对比，成品家具盈利能力 2019 年同比提升明显

家具一季度整体下滑幅度较大，定制家居表现优于成品。我们跟踪的9家主流定制家具企业（索菲亚、好莱客、欧派家居、尚品宅配、志邦家居、我乐家居、金牌厨柜、江山欧派等）2019年等权重平均收入增速为21.8%，同比上升1.1个百分点，2019年第四季度定制企业平均收入增速为27.1%，同比上升12.6个百分点，2020年一季度呈现放缓趋势，收入同比增速为-19.7%。2019年14家成品家具公司收入增速为5.4%，同比回落10.1个百分点，2020年一季度收入增速为-27.1%，同比下滑43.5个百分点，收入增速低于定制家具公司。

定制家具盈利能力稳定，成品家具盈利能力2019年同比提升明显。定制家具企业2019年整年及2020年一季度盈利能力仍有所提升，9家定制家居企业2019年毛利率为37.9%，同比提升0.1个百分点，超过同期成品家具企业毛利率2.0个百分点，2020年一季度定制家居企业毛利率为32.2%，同比下降3.6个百分点，超过同期成品家具企业毛利率0.6个百分点。2020年一季度成品家具毛利率为31.7%，同比下

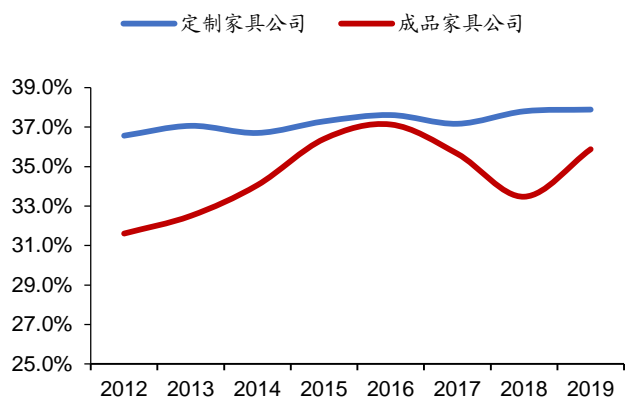
降3.0个百分点，环比回落1.1个百分点。

图17: 2020年一季度成品家具收入增速低于定制家具



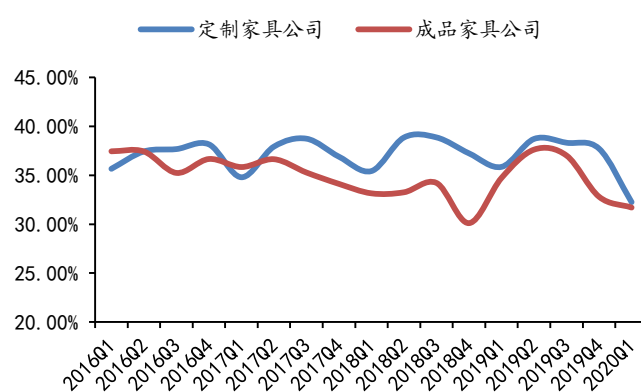
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图18: 2019年定制家具毛利率持续上行



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

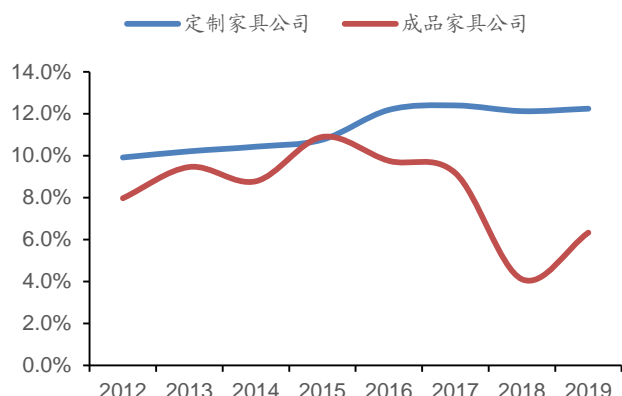
图19: 2020年一季度定制家具毛利率低于去年同期



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

2020年一季度定制家具企业亏损较多。2019年定制家具公司净利润率为12.2%，高于同时期13家成品家具公司5.9个百分点，其中2019年四季度净利润率为12.6%，同比上升1.1个百分点，高于同时期13家成品家具公司11.6个百分点；2020年一季度家具企业半数亏损。纵向对比来看，2019年定制家具净利润率高于去年同期0.1个百分点，13家成品家具制造企业净利润率则较去年同期上升2.2个百分点。

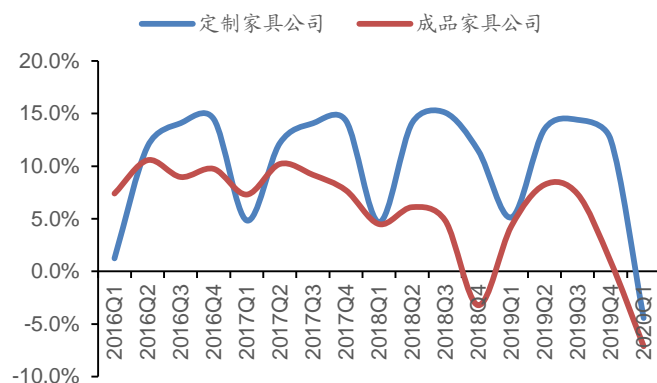
图20: 2019年13家成品家具净利润率小幅提升



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

注: 因永安林业2019年出现较大幅商誉减值所以剔除计算

图21: 2020年一季度定制家具净利润率低于去年同期

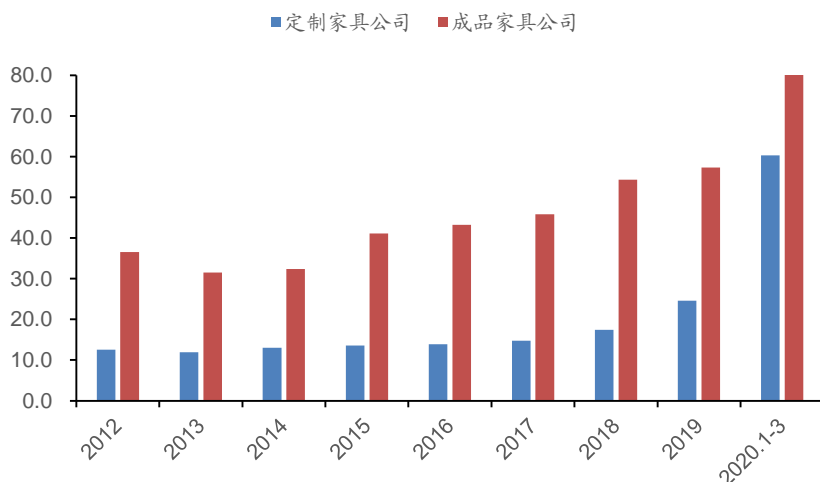


数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

注: 因永安林业2019年四季度出现较大幅商誉减值所以剔除计算

定制家具公司和成品家具公司2019年一季度应收账款周转天数44.5天, 同比小幅增长。2019年应收账款周转天数44.50天, 较2018年持续上升。对比9家定制家具公司和14家成品家具公司数据, 定制家具公司由于大宗业务占比不断提高导致应收账款周转天数同比持续提升, 但存货和应收账款周转天数仍显著低于成品家具公司。

图22: 2020年第一季度定制家具公司及成品家具公司应收账款周转天数

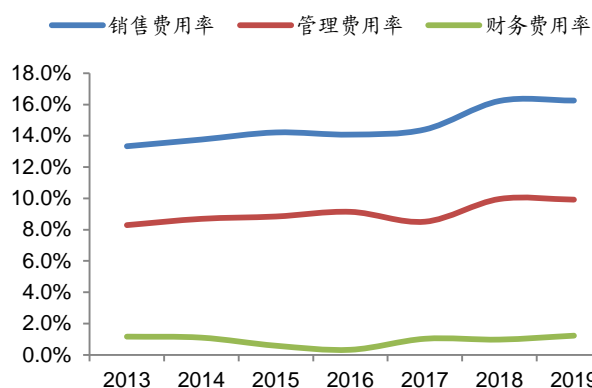


数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

(六) 行业竞争加剧导致费用率攀升, 2019年家具公司 ROE 小幅回升

2019年家具板块销售费用率、财务费用率略有上升。我们跟踪的23家主流家具公司2020年一季度销售费用率、管理费用率(含研发费用率)、财务费用率均值分别为23.7%、17.3%和1.7%, 销售费用率、管理费用率同比大幅上升, 财务费用率同比小幅上升。2019年全年销售费用率、管理费用率(含研发费用率)、财务费用率均值分别为16.3%、9.9%和1.2%, 销售费用率、财务费用率均有所提。2019年第四季度销售费用率略微提升, 管理费用率、财务费用率同比略有下降。

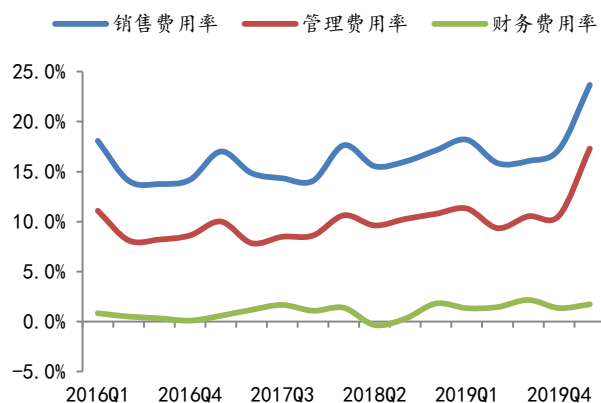
图23: 家具公司平均三项费用率 (年度)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

注: 销售费用率中含研发费用

图24: 家具公司平均三项费用率 (季度)

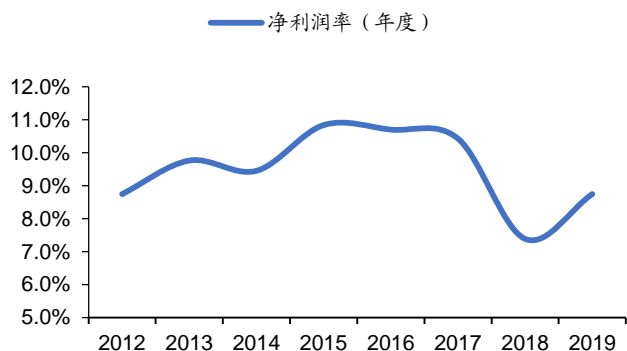


数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

注: 销售费用率中含研发费用

2020年一季度净利水平大幅下滑。一季度受三项费用率上升影响，家具公司近半数亏损，低于2019年一季度4.6%的净利率水平。2019年平均净利率8.7%，同比上升1.4个百分点。2019年四季度净利率为5.7%，同比上升2.9个百分点。

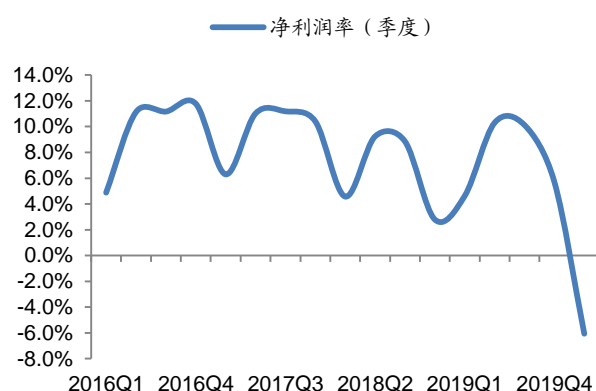
图25: 家具公司平均净利率 (年度)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

注: 因永安林业2019年出现较大幅商誉减值所以剔除计算

图26: 家具公司平均净利率 (季度)

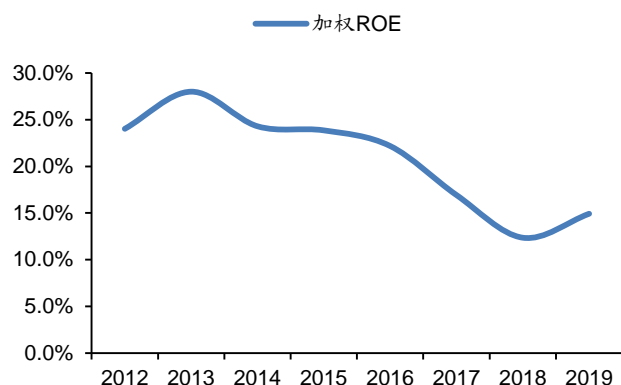


数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

注: 因永安林业2019年四季度出现较大幅商誉减值所以剔除计算

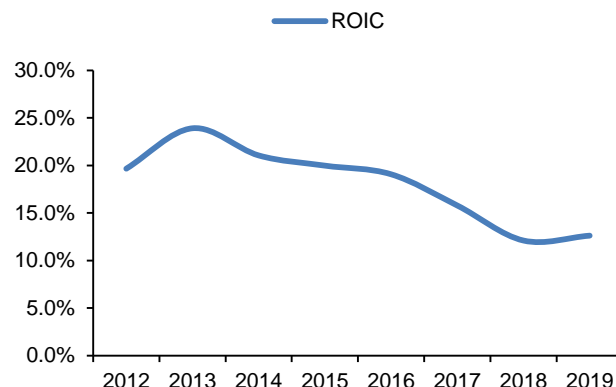
2019年主流家具公司的净资产回报率和投入回报率呈现上升趋势。我们跟踪的22家公司2019年加权ROE的均值为14.9%，同比上升2.6个百分点。ROIC均值为12.6%，同比上升0.5个百分点。

图27: 家具公司平均加权ROE



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

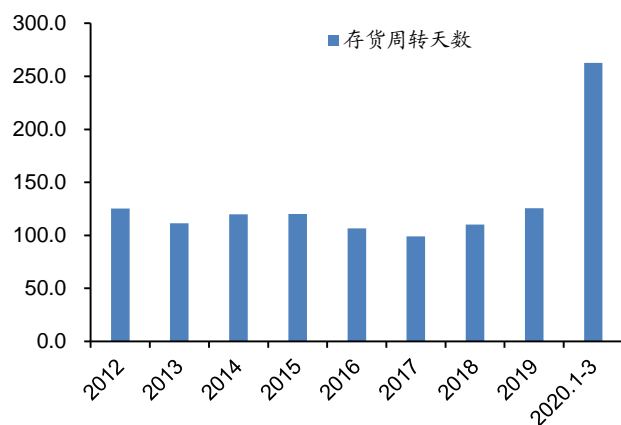
图28: 家具公司平均ROIC



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

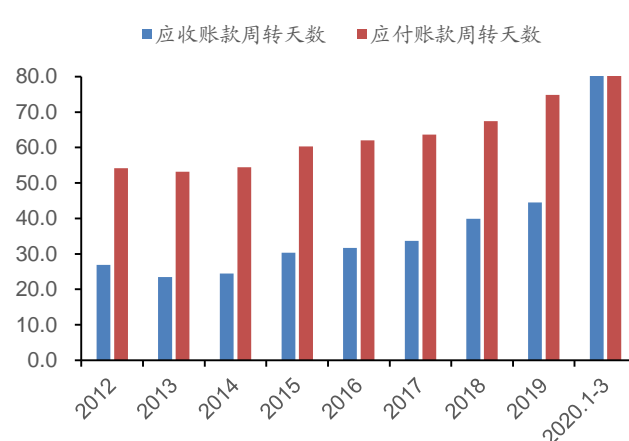
2020年一季度存货周转天数、应付账款的周转天数同比大幅提升, 应收账款周转天数同比小幅提升。我们跟踪的23家主流家具制造领域公司2020年一季度等权重平均存货周转天数、应付账款周转天数、应收账款周转天数分别为262.81天、134.64天、81.09天, 存货周转天数、应付账款的周转天数同比大幅提升, 应收账款周转天数同比小幅提升。2019年全年等权重平均存货周转天数、应付账款周转天数、应收账款周转天数分别为125.57天、74.80天、44.50天, 存货周转天数、应付账款周转天数、应收账款周转天数同比均小幅上升。

图29: 家具板块存货周转天数



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图30: 家具公司平均应付&应收账款周转天数 (年度)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

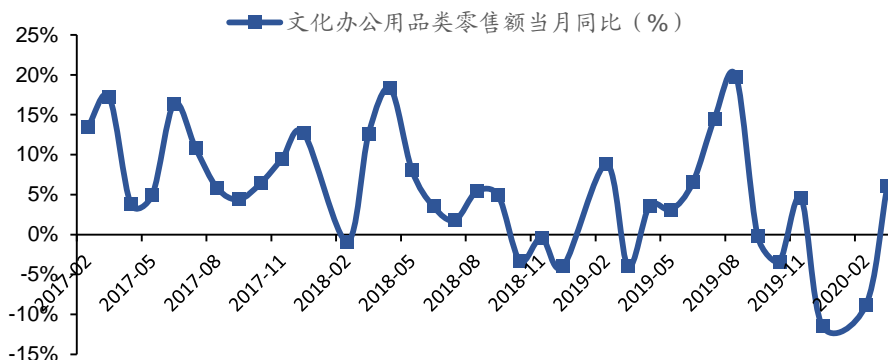
四、文娱消费：文具零售迎曙光，生活用纸结构升级， 新型烟草静候政策东风

（一）零售文具：Q1 行业收入情况符合预期，Q2 行业或承压

Q1收入符合预期，Q2行业或承压。一季度随着各省份陆续确认开学时间，文具零售终端为开学季进行备货，一季度收入下滑有限，从统计局公布的3月社零中文化办公用品类零售额同比数据也可印证，3月当月同比提升6.1%，1-2月当月数据为-8.9%，3月文化办公用品类零售额回暖明显。展望二季度来看，实际终端学校的开学时间层次不齐，大部分开学时间均慢于市场预期，如上海、广东、重庆等均在4月底开学，因此预计二季度线下学生客流或低于预期，同时终端需要时间消耗库存，虽终端需求仍在，但预计零售文具修复时间或将延长，下半年有望恢复正常，而位于商场的零售终端店表现则有望随着客流回暖而触底回升。

同时，零售文具行业在疫情期间也积极通过直播等新零售销售手段，配合出售防护类产品，如消毒洗手液等，以弱化传统学生业务所带来的负面影响。因此看好文具作为学生必选消费品需求流失有限，长期看好晨光文具作为行业龙头，行业核心竞争力不改。

图31：3月社零中文化办公用品类零售额同比回升明显



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

表3：部分各省份开学时间各不相同，推迟时间较长

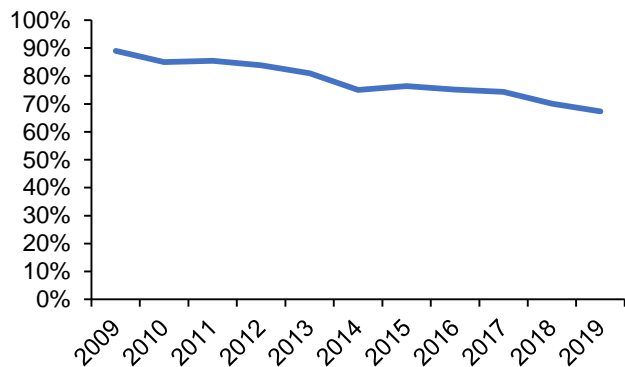
	截至 2020 年 2 月 2 日	截至 2020 年 2 月 7 日	截至 2020 年 5 月 2 日
黑龙江	2 月 17 日	不早于 3 月 2 日	4 月 7 日
重庆	2 月 17 日	2 月底前不开学	4 月 20 日
广东	2 月 17 日	2 月底前不开学	4 月 27 日
浙江	2 月 17 日	2 月底前不开学	4 月 13 日
上海	2 月 17 日	2 月底前不开学	4 月 27 日
安徽	2 月 17 日	2 月底前不开学	4 月 7 日
江苏	2 月 17 日	2 月底前不开学	3 月 30 日

数据来源：人民日报、广发证券发展研究中心

(二) 生活用纸：2020 年防疫常态化增加新需求

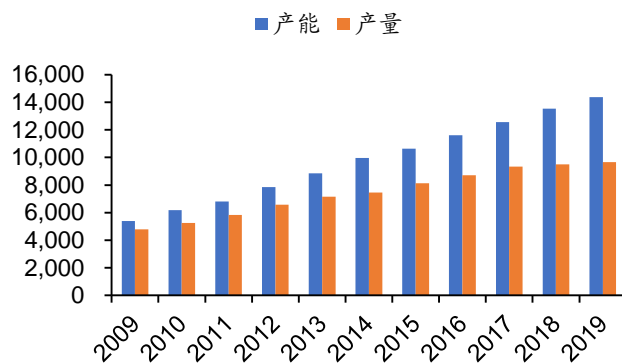
2019 年生活用纸行业产能继续扩张，开工率下滑；浆价低位，盈利水平扩张。根据卓创资讯，2019 年生活用纸行业产能继续扩张，净增产能达 82 万吨，产能增速约 6.06%。受竞争加剧影响，行业开工率继续下滑，2019 年开工率同比下滑 2.76 个百分点至 67.34%。另一方面，浆价维持低位，行业整体毛利率水平维持高位。由于竞争加剧，生活用纸吨价也持续下跌，根据卓创资讯，2019 年全年平均价格为 7399 元/吨，同比下跌 10.64%。

图 32：2019 年生活用纸行业开工率下滑



数据来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

图 33：2019 年生活用纸行业产能继续增长（千吨）



数据来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

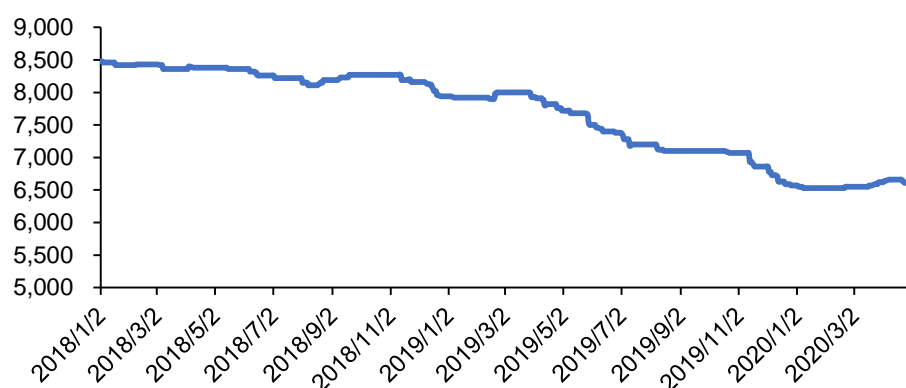
图 34：2019 年生活用纸行业毛利率维持较高水平



数据来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

疫情增强健康生活意识，或增加长期行业需求。2020 年新冠疫情促成消费者形成不同场景的纸品需求：具备消毒杀菌功能的湿巾、洗手间的湿厕纸、电梯内的一次性抽纸以及一次性厨房用纸等。同时，受疫情影响，人们健康生活意识加强；另外，在疫情期间形成的使用习惯，如使用消毒湿巾、厨房用纸等，将有望让消费者形成使用粘性，增加行业长期需求。2020 年 Q1，生活用纸平均吨价止跌转涨，行业景气度提升。另外，受海外疫情的爆发与回流影响，本次新冠疫情全球范围的持续周期将长于非典疫情，防疫常态化将大大的增加全年清洁产品消费，并将对长期生活用纸的高端化产生影响。

图35: 20Q1生活用纸价格略有上涨(元/吨)



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图 36: 电梯间里的专用抽纸



数据来源: 观察者网、广发证券发展研究中心

图 37: 消费湿巾使用场所增加

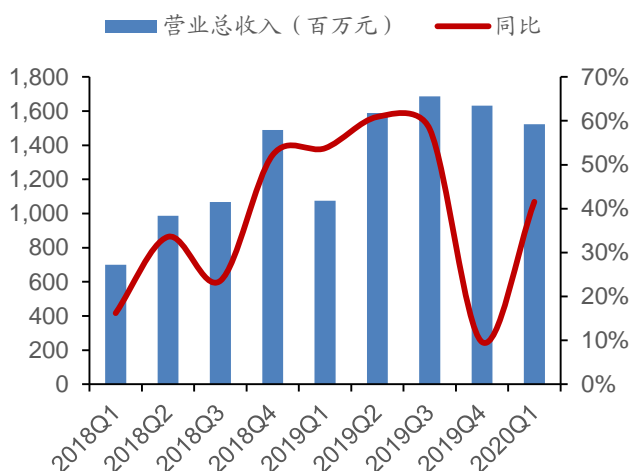


数据来源: 美华连锁超市公众号、广发证券发展研究中心

(三) 办公采集: 物资集采业务表现好于预期, 云视频业务发展有望提速 防疫物资销售旺盛弥补办公物资需求下滑, Q1 集采业绩表现好于预期。

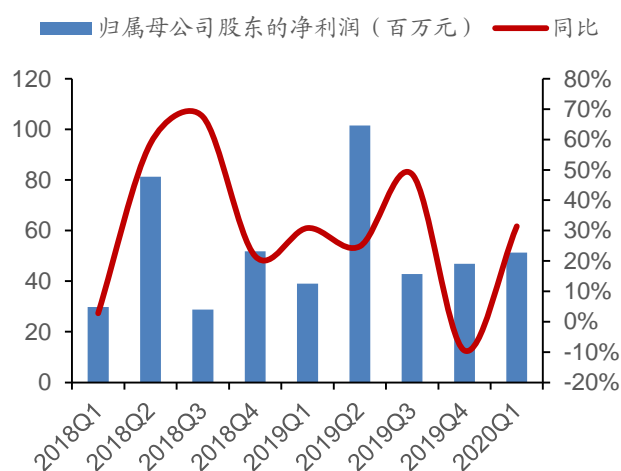
2020Q1 齐心实现营业收入 15.2 亿元, 同比增长 41.6%; 归母净利润 5100 万, 同比增长 31.4%, 业绩表现亮眼。虽然新冠疫情对消耗性办公物资需求造成负面影响, 但 2 月上旬全国多个省份开始筹备复工复产, 消毒液、洗手液等清洁物品及口罩、护目镜等防护工具作为企业在疫情期间开展正常经营生产活动的必需品销售旺盛, 尤其是 3 月以来疫情持续好转, 企业逐步结束居家办公, 员工实地到岗使得防疫物资采购需求爆发, 有效弥补了消耗性办公物资需求的下滑。

图38：齐心集团历年分季度营收及增速情况



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

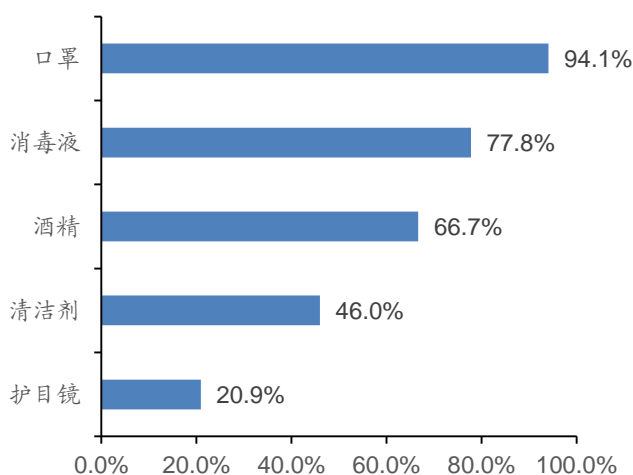
图39：齐心集团历年分季度归母净利润及增速情况



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

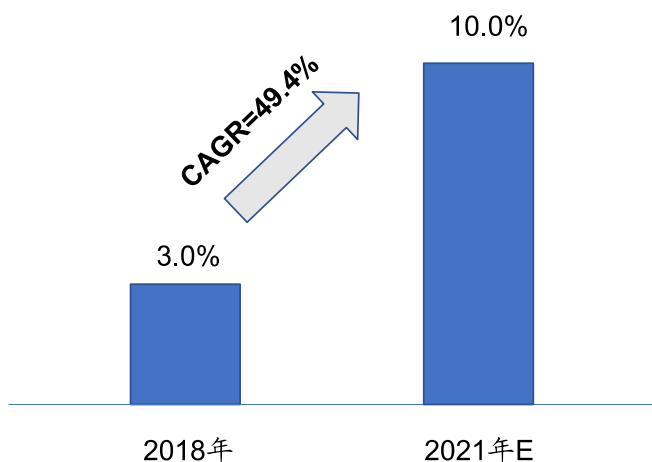
大众健康意识提升或使防疫物资采购常态化，MRO 市场广阔拓宽集采业务发展空间。新冠疫情使得大众对健康生活习惯的关注度上升，根据 QuestMobile 在 2020 年 3 月的用户调研，被调研人群中 50% 的人倾向于在疫情后常备口罩、消毒液、酒精等防护用品，未来企业的防疫物资采购需求可能热度不减。MRO 标准品有 5 千亿市场需求，随着工业品线上采购渗透率的逐年提升，头部客户的 MRO 采购需求未来有望超着集采方向发展。齐心提前布局 MRO 集采业务，在 2019 年中成立专业的 MRO 团队、在 2019 年末成立 MRO 子公司，同时公司持续中标中国电建、大唐集团等头部客户的 MRO 订单，为 B2B 业务带来一定的增量业绩机会。

图40：2020年3月关于疫情后家中常备物的调研



数据来源：QuestMobile、广发证券发展研究中心

图41：2018-2021年中国工业品采购线上渗透率



数据来源：艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

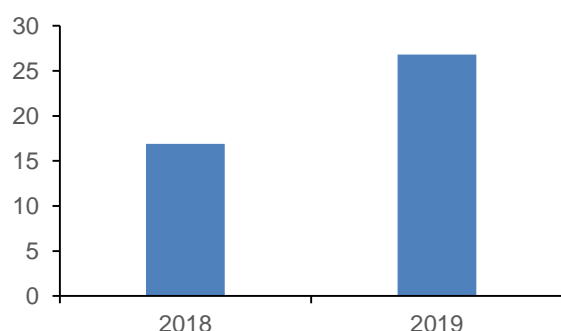
疫情加快云视频用户教育进程加速，后续转化落地催化业绩增长。据齐心集团 2020 年 4 月 20 日投资者关系活动记录表，好视通推出免费视频服务后吸引了 25 万家新增注册用户数，公司目前正积极部署客户转化策略，例如通过分析新注册用户

户软件使用频率的方式筛选出重点客户并持续跟踪联系，未来部分新增免费用户会成为付费客户，转化有望在 Q2 落地。疫情突发事件在短期内使得好视通用户规模扩大，用户在体验过程中对云视频远程办公的认知有进一步推进，长期来看行业渗透率有望持续提升。

（四）新型烟草：HNB 出口继续推进，电子烟仍待明朗

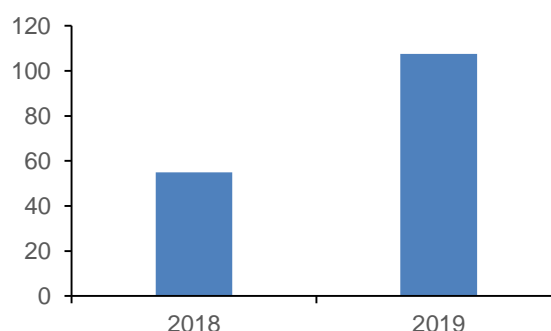
HNB：内销市场尚未放开，出口市场试点推进中。根据中国烟草进出口唯一平台中烟香港披露的 2019 年报，中烟公司出口 HNB 实现收入 2682 万港元（YoY+58.8%），出口 HNB 销量 1.08 亿支（YoY+96.1%）。HNB 出口实现高速增长，但总体还处于非常初期的状态，期待后续规模进一步扩大。相关产业链（加热不燃烧薄片/设备等）公司有望在未来持续受益。

图 42：中烟香港 HNB 出口收入（百万港元）



数据来源：中烟香港 2019 年报、广发证券发展研究中心

图 43：中烟香港 HNB 出口销量（百万支）



数据来源：中烟香港 2019 年报、广发证券发展研究中心

电子烟国内市场：线上销售禁令+疫情影响，国内电子烟品牌接连受创。行情待回暖，政策待明晰。2019 年 10 月国家烟草专卖局发布《关于进一步保护未成年人免受电子烟侵害的通告》，要求下架电子烟网络店铺产品、撤回电子烟网络广告，电子烟相关销售仅留下线渠道。2020 年初，疫情影响线下客流，对国内电子烟品牌造成巨大冲击。

电子烟海外市场：FDA 2020 年初发布针对电子烟监管方案，调味封闭式电子烟（除烟草及薄荷醇口味外）被要求下架，开放式电子烟可正常销售。总体来说，FDA 方案短期对于相关调味型封闭小烟造成冲击，但是中长期看，电子烟消费预计不改趋势，符合要求的口味电子烟仍具有发展机会。劲嘉股份电子烟业务，也在 Q1 成功突破进入美国市场，未来有望持续放量。

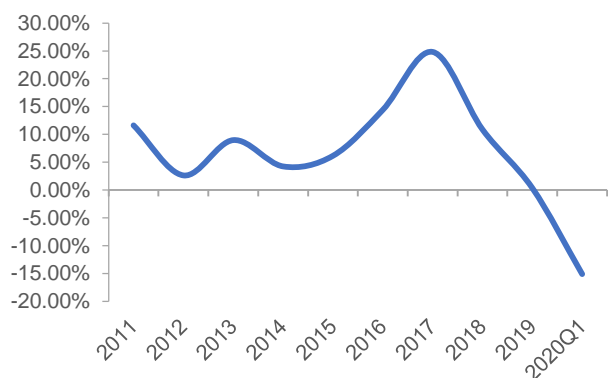
四、造纸包装：造纸 Q1 稳健但 Q2 磨底，包装 Q1 承压但 Q2 有望伴随消费复苏

2019年受外废进口政策进一步收紧，国废回收量到达瓶颈影响，废纸景气度出现季节性波动。文化纸方面，受益于行业赛道优化，需求增加提升行业景气度。2019年下半年各纸种景气度提升，而浆纸系由于原材料价格处于低位，纸价上行增厚了企业利润。整体来看，2019年行业整体需求偏紧，景气程度较2018年略有降低。

（一）下游需求不及预期，上市纸企收入增速回落

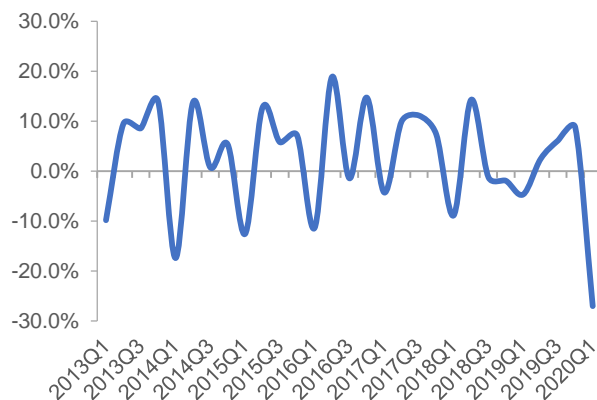
造纸公司收入增速有所放缓。我们跟踪的13家主流造纸制造领域公司2019年等权重平均收入增速为0.4%，较2018年增速降低10.5个百分点，全年行业景气度继续下行。分季度来看，2019年呈现了营收增速逐季加速的现象，行业景气度提升。2020年一季度营收同比下滑15.1%，受疫情影响，造纸公司营收出现下滑。我们预计，随着未来疫情冲击的逐渐缓解，下游需求逐渐修复，景气度将继续周期上行的趋势。

图44：造纸公司平均收入年度同比



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

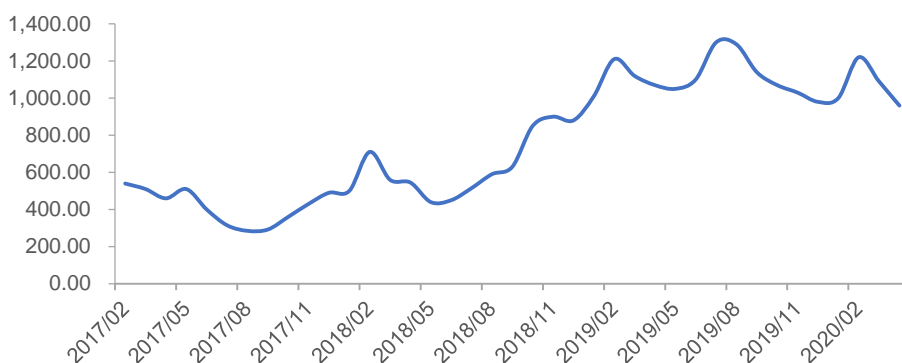
图45：造纸公司平均收入季度同比



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

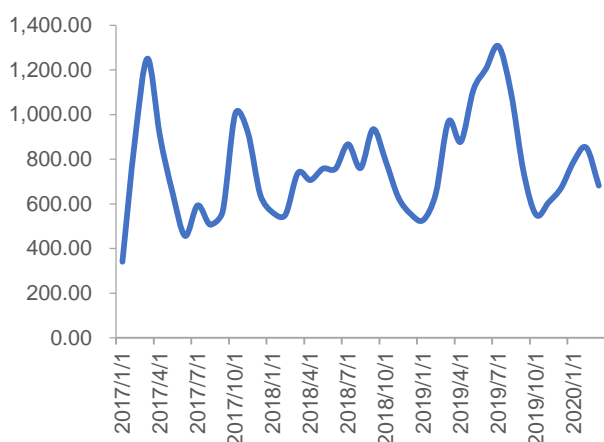
下游原材料需求减少，木浆港口库存仍处高位。2018年四季度开始，受经济增速波动、行业去库存等因素导致需求下降，下游企业原材料需求下降，导致原材料木浆库存量不断攀升。而港口库存去化困难，当前木浆港口库存仍处高位，截止2020年4月30号青岛港木浆库存为96万吨。另外，2019年各主要纸种均进入去库存阶段，主要纸种企业库存均略有下降。2020年一季度受疫情影响，行业景气度大幅下行，部分纸种企业、社会库存出现大幅增加。

图46: 港口库存仍处高位 (千吨)



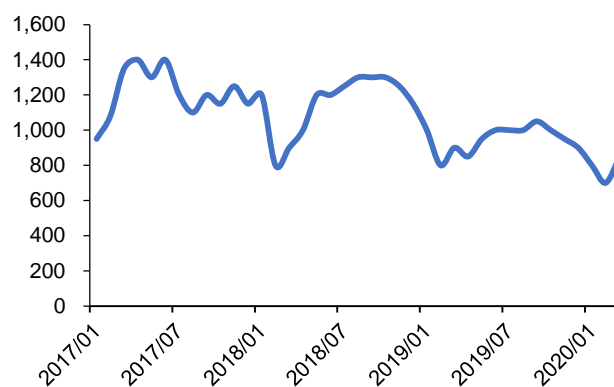
数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图47: 瓦楞纸社会库存量有所回升 (千吨)



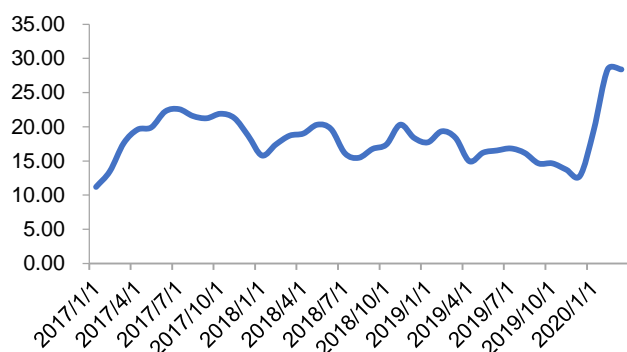
数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图48: 白板纸社会库存量 (千吨)



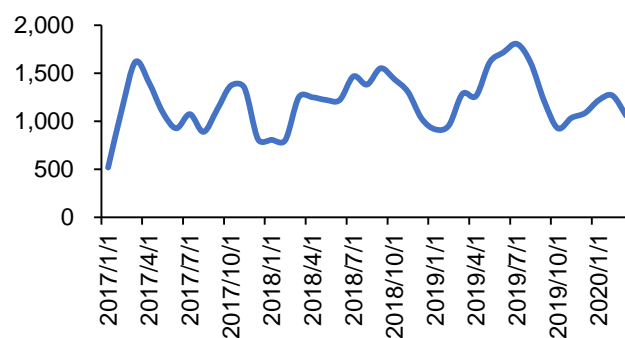
数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图49: 白卡纸企业库存天数 (天)



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图50: 箱板纸企业库存 (千吨)

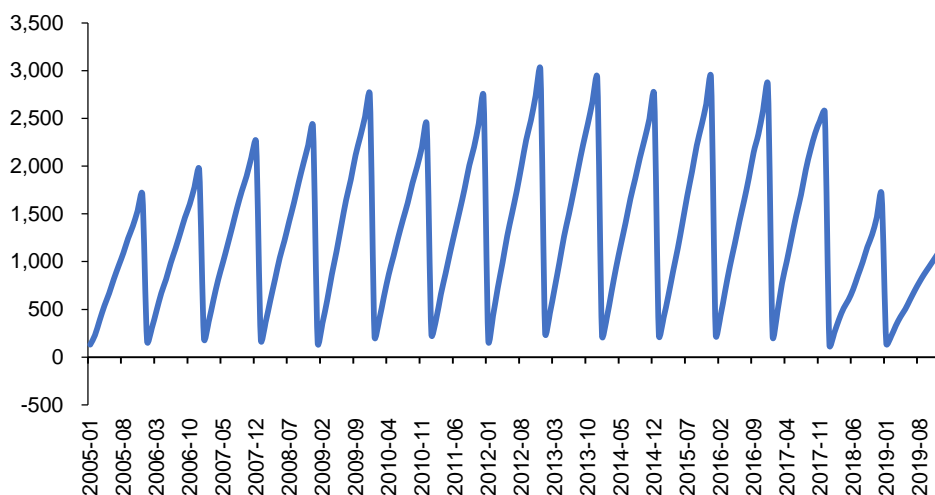


数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

政策管控趋严, 原材料废纸进口额下降。2017年年底环保部下发《进口废纸环境保护管理规定》和《限制进口类可用作原料的固体废物环境保护管理规定》, 限制外废进口。2018年3月, 《进口可用作原料的固体废物环境保护控制标准——废纸或纸板》正式实施。2018年5月, 国家海关总署发布特急文件《海关总署关于对进口美国废物原料实施风险预警监管措施的通知》, 对美废进口的监管力度进一

步加强。废纸进口量自2017年下半年开始大幅下降。2019年全年进口废纸量为1093万吨，较2018年同比减少35.82%。

图51：废纸累计进口数量（万吨）



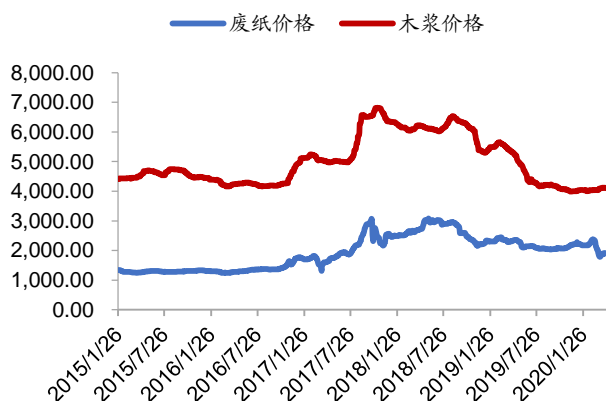
数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

（二）19H2 主要纸种产品价格上涨，板块整体盈利能力提升

受经济下行、下游需求减少的影响，木浆价格大幅回落，19H2纸浆维持低位震荡。

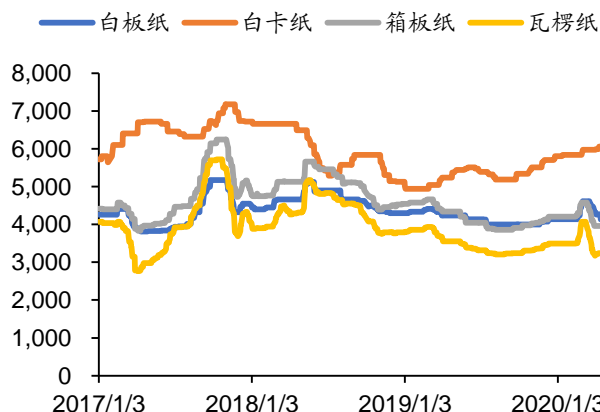
包装纸中白卡纸价格大幅上涨，其他纸种低位企稳后年底大幅上涨。行业产能集中度情况直接影响纸种价格走势，受益于环保监管加速淘汰落后产能、关停中小企业，白卡纸行业集中度持续提升，高产业集中度决定了龙头公司在行业内的话语权。2019年9月起，白卡纸进入上涨通道，受可能的行业集中度提升前景预期下，白卡纸持续上涨。废纸系包装纸方面，2019年11月起，行业进入春节备货的大旺季，国废价格上行，推升废纸系包装纸：白板、箱板、瓦楞等纸种价格快速上行。随后进入一季度淡季价格迅速下跌。

图52：木浆价格回落（元/吨）



数据来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

图53：除白卡纸外包装纸价格低位运行（元/吨）

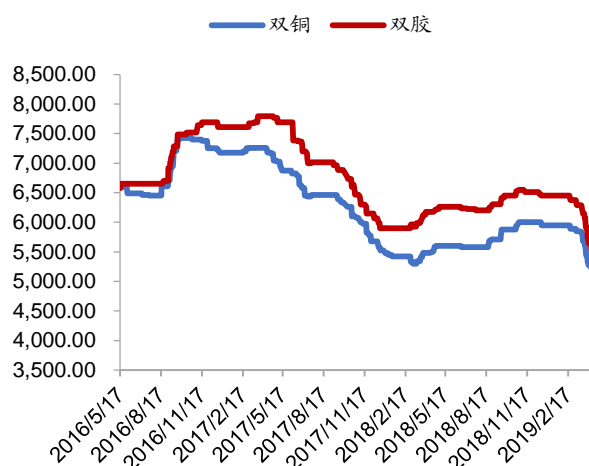


数据来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

19H1文化纸价格企稳，19H2开始小幅上行，生活用纸价格持续下降。文化纸

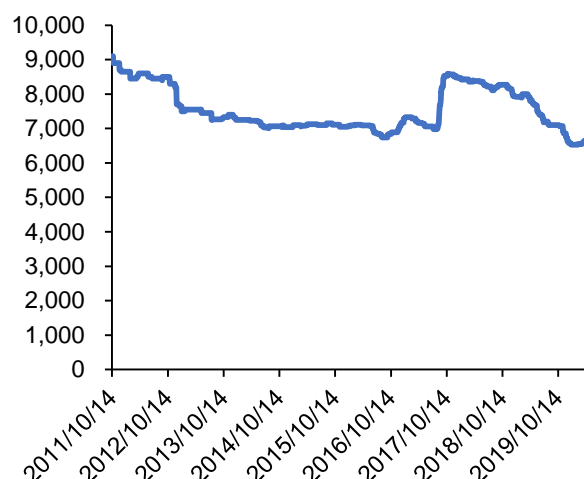
周期波动相对较小，行业产能集中度高，下游需求平稳增长。2017年以来，纸浆价格上涨推动文化纸行业行情涨势较强，双铜纸、双胶纸价格水涨船高，2018年三季度起受经济增速放缓和下游需求减少的影响，文化纸价格持续下降，2019 Q1受节后补库存带动，价格有所回升。随后受益于行业景气度提升影响，价格维持较高水平运行。2019年受疫情影响，行业景气度大幅下降，文化纸价格下跌。2017年上半年以来生活用纸受原材料木浆影响，价格持续下滑。2019年受行业景气度下行与行业持续新增产能影响，生活用纸价格持续下行。2020年一季度，受益于疫情爆发后人们健康意识的增强，生活用纸的价格小幅上行。

图54: 19H2文化纸价格维持高位 (元/吨)



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

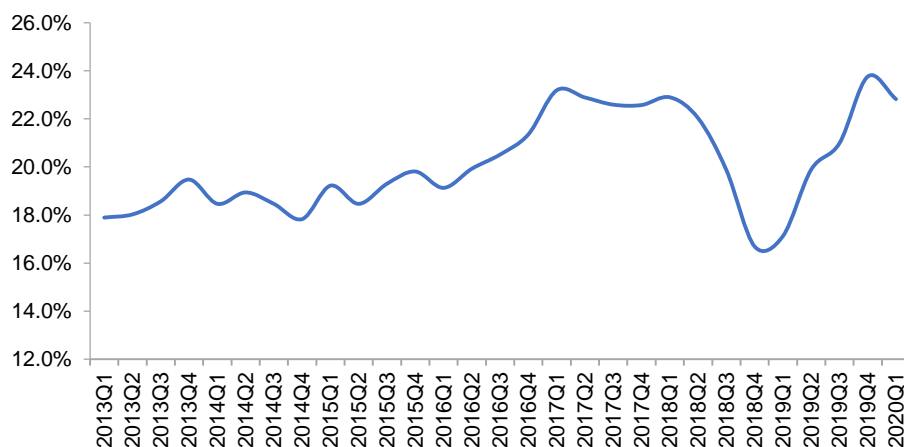
图55: 2019年生活纸价格下行 (元/吨)



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

造纸板块公司2019年整体毛利率提升，2020Q1略有下滑。我们跟踪的13家主流程造纸制造领域公司2019年等权重平均毛利率为20.6%，较2018年提升0.2个百分点。分季度来看，2019年呈现出毛利率逐季上行的趋势，行业景气度上行。2020年一季度，受疫情影响终端需求，行业平均毛利率环比下降1个百分点，仍处较高水平。

图56: 造纸板块公司毛利率逐季提升

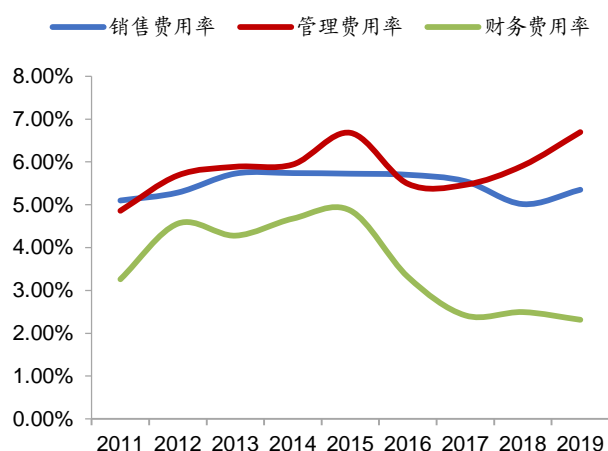


数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

销售、管理费用率提升。2019年造纸行业公司整体毛利率提升的同时，销售费用率、管理费用率均略有提升。具体来看销售、管理、财务费用率分别为5.3%、6.7%、2.3%，较2018年同比变动分别为+0.3、+0.8、-0.2pct。2020年一季度，受行业景气度下行影响，造纸公司各项费用率均有提升，其中销售、管理、财务费用率分别为6.0%、8.2%、2.6%。

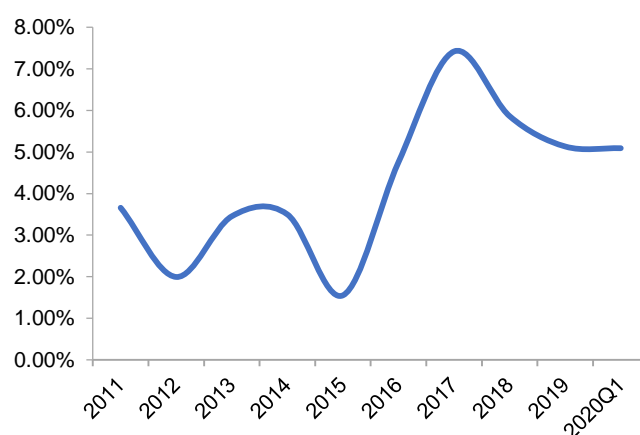
净利润率有所回落。我们跟踪的13家主流造纸制造领域公司2019年等权重平均净利润率为5.1%，有所回落仍维持高位（2011-2018年分别为3.7%、2.0%、3.5%、3.5%、1.1%、4.7%、7.4%、5.9%），2020年一季度净利润率维持2019年相同水平。

图57：造纸板块销售和管理费用率上升



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

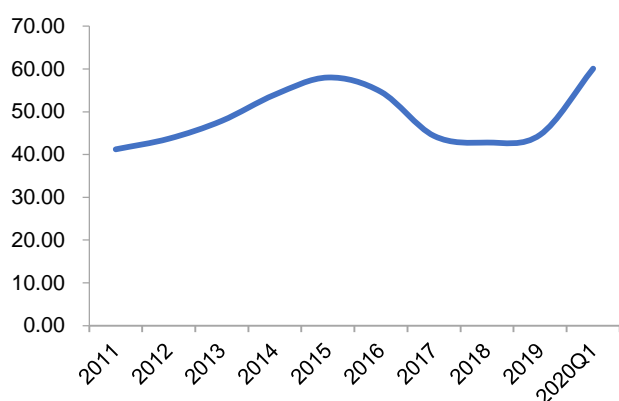
图58：造纸板块净利润率有所回落



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

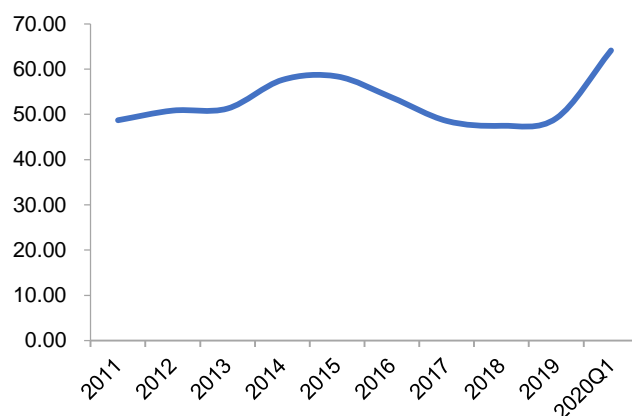
应收账款周转天数小幅提升。2019年主流造纸公司应收账款周转天数快速下降至44.6天，（2011-2018年应收账款周转天数分别为41.2天、43.7天、47.9天、54.0天、58.0天、54.6天、44.3天、42.8天）。2019年应收账款周转天数虽略有提升，但仍处历史较低水平。2020年一季度，受疫情影响，行业应收账款周转天数达60.1天，预计随着疫情的逐渐缓解，需求逐渐修复，应收账款周转天数有望下行。应付账款方面，2019年应付账款周转天数小幅增加至49.1天。2020年一季度增加至64.1天。

图59: 造纸板块应收账款周转天数(天)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图60: 造纸板块应付账款周转天数(天)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

(三) 疫情影响逐渐消退, 关注后续需求修复

纸产品下游消费市场季节性波动, 5月份后下游需求迎来小旺季, 产品需求促纸企量价齐升。纸产品尤其文化纸需求具有显著周期性, 啤酒旺季即将到来, 酒标铜版纸需求旺盛; 3-4月与10-12月期间为香烟旺季, 用于制作烟包的单铜纸需求量增加; 双铜纸、双胶纸淡旺季分布基本一致, 驱动因素略有不同。3、4月份春季展销会、9-12月年前促销使得宣传单用量较大, 双铜纸需求有所增加; 3-5月学生秋季教材备货、9-12月学生春季教材备货催生大量双胶纸需求。

表4: 纸产品需求淡旺季分布明确

月份 纸种	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
单铜纸 (酒标)	平	平	旺季	旺季	旺季	旺季	前旺后平	平	平	趋旺	旺	平
	春节期间印厂放假, 年底劳动力成本高		临近5-9月啤酒旺季, 经销商提前备货				经销商提前备货导致7-9月酒标需求减少			临近春节, 白酒消耗量增加		
单铜纸 (烟包)	平	平	旺季	旺季	趋淡	淡季	淡季	平	平	旺季	旺季	旺季
	春节期间印厂放假, 年底劳动力成本高		节日香烟消耗量大, 3-5月备货导致需求增长			雨季来临, 烟包需求减少			8月下旬烟包需求逐步回归		临近春节, 香烟需求量增加	
双铜纸	旺季	淡季	旺季	旺季	平	平趋淡	淡季	平	旺季	旺季	旺季	旺季
	节日宣传画、促销单、价格单用量较大		年后为保证印厂正常运作, 大量进货, 春季展销会较多, 宣传单用量增加。			因初夏农忙, 大部分印厂工人放假			商品销售和年前促销大量印制广告及传单, 春季教材封面备货及印刷			
双胶纸	平	淡季	旺季	旺季	旺季	平	平	淡季	旺季	旺季	旺季	前旺后平

节日期间双胶用量减少	3-5 月为学生秋季教辅材料备货及开印期，双胶纸需求加大	秋季教辅材料扫尾期	9-12 月为学生春季教材备货及开印期	春季教辅材料扫尾期
------------	------------------------------	-----------	---------------------	-----------

数据来源：中纸联、广发证券发展研究中心

二季度重点关注双胶、铜版、白卡等主要纸种止跌拐点。造纸板块疫情期间受到冲击较大，预计随着疫情的逐渐缓解，下游需求转暖，重点关注文化纸、白卡等纸种止跌拐点。

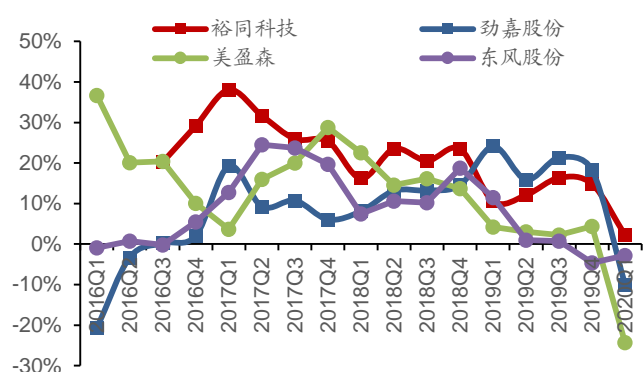
核心推荐标的：太阳纸业。公司海内外产能渐次落地打开中长期成长空间，我们持续看好公司产业链整合优势，多纸种布局将增强公司盈利能力的持续性与稳定性。

（四）白卡系包装：终端需求承压传导，细分行业逐渐回暖中

烟标、酒盒：疫情期间下游国企复工较晚，Q1包装订单需求承压，目前正持续回暖中。烟草公司、部分酒厂为国企央企，复工皆严格按照政策要求因此复工较晚，包装订单与下游生产环节挂钩，因此Q1受冲击较大。由于消费需求的回暖，烟酒包装订单在持续回暖中。

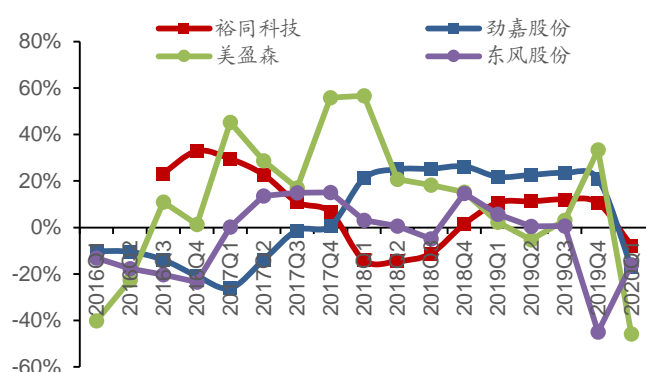
消费电子包装：消费电子包装Q1整体受影响有限，后续仍需要观望。由于海外疫情的持续发酵，或有可能在未来对消费电子包装订单造成影响。

图61：包装公司营收收入（累计值）增速



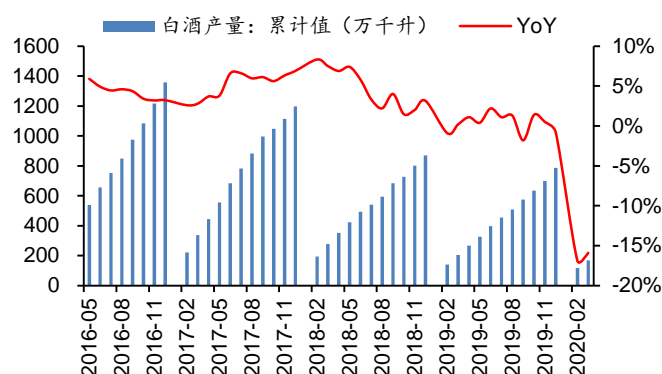
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图62：包装公司归母净利润（累计值）增速



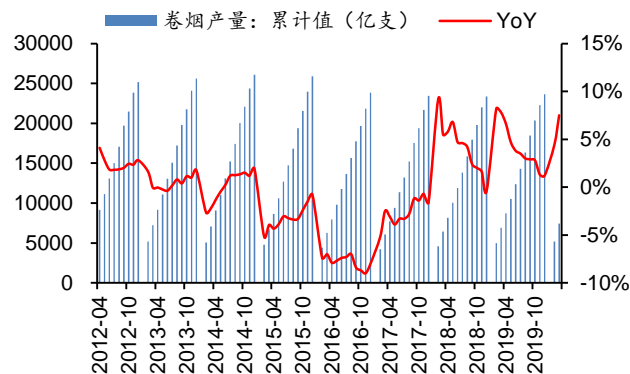
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图63: 白酒产量累计同比



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

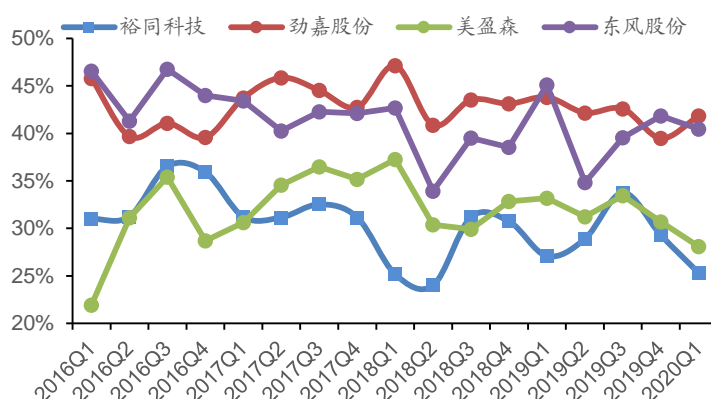
图64: 卷烟产量累计同比



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

纸包装公司综合毛利率基本维持稳定, 2020Q1受疫情影响有一定幅度下滑。总体来看, 除了2017年中至2018年中由于上游原材料价格疯涨导致毛利率大幅下滑外, 其余时间各公司毛利率均保持较稳定状态。部分公司因产品结构变化, 或有小幅度的毛利率走低趋势。

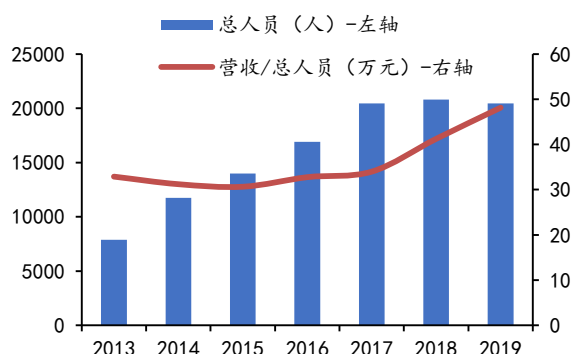
图65: 包装公司单季度综合毛利率



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

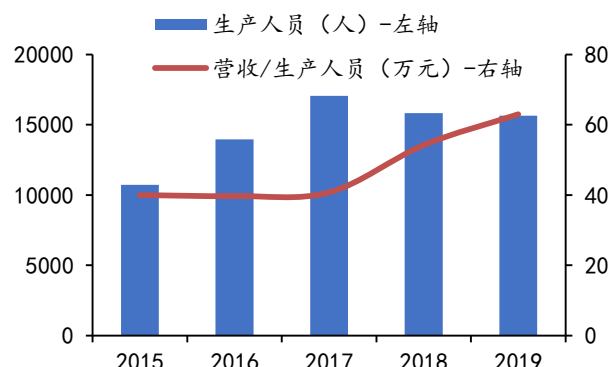
裕同科技: 环保包装抓住政策机遇蓄势待发, 3C、烟标等领域客户拓展取得新进展。 (1) 公司全降解产品获欧盟认证, 在昆山、东莞、广西、宜宾等地均已布局环保材料生产项目; (2) 受益5G浪潮的设备更新需求, 公司与谷歌、小米、亚马逊等优质客户合作, 开拓智能互联产品包装领域; (3) 精品盒业务把握烟酒包装升级契机, 中标茅台、云南中烟包装项目, 未来可拓展空间广阔。智能制造降本增效成果显著。公司践行信息化、自动化取得初步成效, 人均产值持续提升。2019年总人均产值提升16.71%, 生产人员人均产值提升16.20%, 在公司营收保持增长的情况下, 公司总体人员、生产人员数量均有所下降。

图66: 裕同科技总人数、总人数



数据来源: 裕同科技各年年报、广发证券发展研究中心

图67: 裕同科技生产人数、人均产值



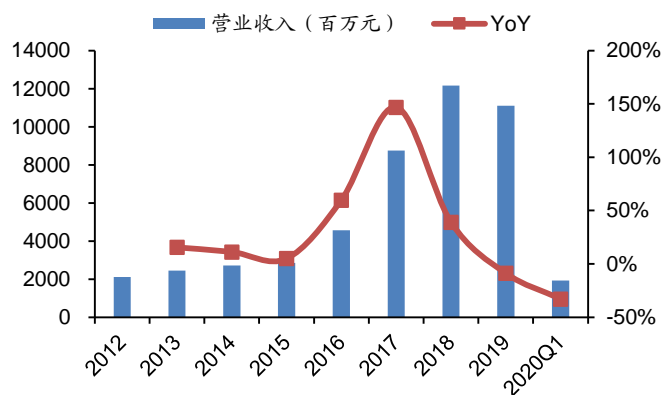
数据来源: 裕同科技各年年报、广发证券发展研究中心

劲嘉股份: 酒包取得新进展, 茅台申仁扩产项目即将落地; 3C包装, 切入国际顶尖新型烟草品牌供应链。 (1) 公司与茅台技开司、四川五粮液开展战略合作, 打造西南智能化研究包装领先企业: 茅台集团审议通过申仁包装生产扩建项目; 与四川五粮液合资的嘉美包装正式投产运营。(2) 3C包装业务取得英美烟草、雷诺烟草、菲莫国际、悦刻等国际知名品牌的新型烟草产品包装的和合格供应商资格。精品烟盒、酒包、3C包装共同推动, 彩盒业务有望持续作为营收增长主要动力。**新型烟草产业发展卓有成效, 自主研发能力不断提升。**2019年公司新型烟草销售收入达到1817万元, 比上年同期增长250.10%。公司研发生产HNB烟具、推出雾化烟自有品牌、提供代工服务等, 深挖新型烟草产业发展潜力, 有望打造新的利润增长点。

(五) 瓦楞系包装: 整体需求偏弱, 龙头整合或有望提速

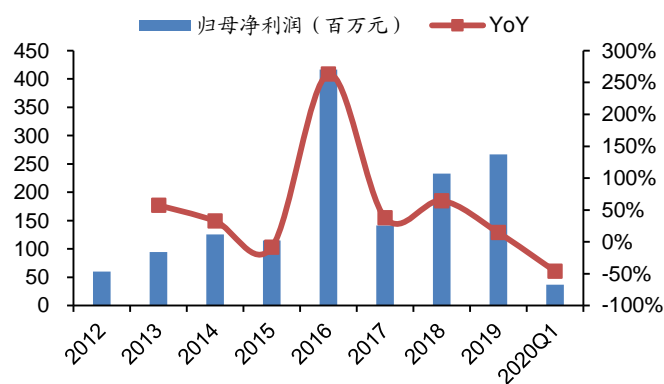
国际贸易摩擦、疫情等影响下, 瓦楞纸箱需求遭遇较大压力。截止2020年3月, 我国出口金额累计同比增长-13.3%, 出口运输包装的需求锐减。瓦楞纸箱龙头公司合兴包装2019年收入增速-8.79%, 归母净利润在处置股权资产等因素下取得14.48%的正增长, 实际经营的增长压力依然巨大。2020年Q1合兴包装营收与归母净利润同比增速分别为-32.87%、-46.17%。

图68: 合兴包装营收增速



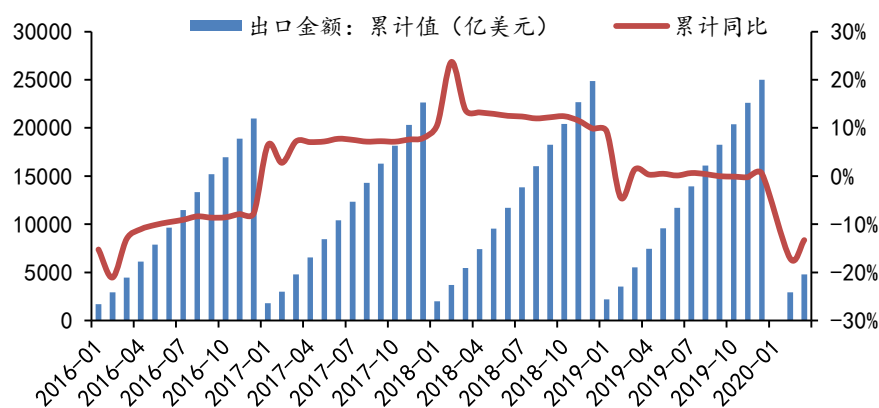
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图69: 合兴包装归母净利润增速



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图70: 我国出口金额累计同比



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

龙头公司继续践行“百亿制造、千亿服务”战略目标，疫情期间中小厂商生存困难，或有利于龙头公司进一步整合。2019年1月，合兴包装“联合包装网”2.0版正式上线，通过为合作伙伴提供生产、系统、研发、财务等全产业链服务，推动PSCP项目的深度发展。截止2019年末，PSCP平台拥有客户约1716家，实现销售收入超34亿元（同比增长19.85%）。

五、风险提示

家居板块：房地产行业政策调控力度加大；重点城市供给改善不及预期；三四线成交热度快速下行；库存累积快于预期；房企融资持续收紧；地产历史经验与实际情况出现背离；家具行业竞争压力加大；多元渠道拓展低于预期；公司投资并购事项受阻；收购承诺利润可能不达预期；原材料价格上涨影响盈利水平；产能投放不及预期；同业竞争风险加剧。

造纸板块：经济波动影响导致下游需求增速不及预期，社会库存增加。造纸行业供给端新增产能超预期释放，中小产能淘汰过程受到经济增速下行影响力度下降，小产能复产导致供需面恶化，产能出清受阻。原材料木浆及废纸价格持续高位导致行业盈利能力回落，纸浆期货上市初期原材料价格受到金融属性影响波动加剧。原材料废纸政策加速海外进口废纸下降，国废供需失衡。贸易纠纷导致海外出口不确定性增加，影响随出口品出口的包装用纸需求。海外进口成品纸波动影响。工业用纸企业新产能投放爬坡期盈利波动大，新产能海外扩张受政策、管理等方面制约；消费用纸方面新产品推广不及预期，渠道拓展不及预期。

新兴成长板块：电子烟行业再次出现安全问题，引发舆论关注；出现未成年人吸烟问题，引发舆论关注；政策推出迟缓，导致行业发展信心不足，资本方迟疑、创业者迟疑、经销商迟疑等；政策超预期偏紧，导致行业受到重击。包装行业落后产能淘汰速度不及预期；原材料价格持续维持高位，或反弹上涨，导致包装企业净利润水平再次被压缩；烟包装、酒包装、食品饮料包装、医药包装、化妆品奢侈品包装等领域，客户依赖过往的供应体系，导致行业头部企业多元化拓展不及预期。

广发造纸轻工行业研究小组

赵中平：首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。2019年度新财富最佳分析师第4名，IIChina最佳分析师第1名，水晶球最佳分析师第3名。

陆逸：资深分析师，亚利桑那州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。2019年度新财富最佳分析师第4名（团队），IIChina最佳分析师第1名（团队），水晶球最佳分析师第3名（团队）。

张兆函：联系人，厦门大学理学学士，澳洲国立大学统计与应用金融硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

徐成：联系人，南京大学管理学学士，北京大学管理学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。2019年度新财富最佳分析师第4名（团队），IIChina最佳分析师第1名（团队），水晶球最佳分析师第3名（团队）。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。