

行业整体业绩承压，必选消费表现突出

——造纸轻工行业 2019 年报及 2020 一季报总结

核心观点

- **2019 年轻工行业收入增速放缓，受疫情冲击，2020Q1 行业营收、归母净利润环比均大幅下滑。**分板块看，文娱用品、造纸收入同比下滑幅度小于轻工行业平均降幅，家具、包装印刷、其他家用轻工受疫情冲击程度较大，收入同比下滑幅度均高于轻工行业平均降幅。
- **造纸：2020Q1 盈利能力同比提升，预计文化纸盈利短期承压三季度后改善。**2019 年造纸板块营收增速回落，归母净利润下滑。受需求淡季及疫情带来的需求下滑影响，2020Q1 营收、归母净利润均环比下滑，另外受益木浆原材料与文化纸价格剪刀差扩大，2020Q1 毛利率、归母净利润率均同比提升。考虑到需求端受疫情抑制仍未恢复，预计文化纸盈利短期仍将维持低位，伴随需求逐步恢复，预计 2020Q3 起盈利将由当前较低位置稳步改善。箱板纸盈利水平已回落至较低位置，下半年盈利水平能否好转还需观察海外疫情发展情况。
- **家具：2019 年营收增速有所放缓，2020Q1 受疫情冲击明显。**家具板块受疫情冲击较大，2020Q1 营收、归母净利润均同比大幅下滑，其中成品家具由于部分线下消费可转为线上，受影响程度弱于定制家具。预计 Q2 延迟的家具需求将逐步释放。
- **包装印刷：疫情短期冲击终端需求，长期看好龙头大客户订单获取能力。**2019 年板块收入、归母净利润增速均有放缓，受疫情冲击，2020Q1 收入、盈利同比大幅下滑。近年来纸包装、金属包装行业份额均向龙头集中，随着疫情好转，下游需求逐步恢复，长期看好龙头企业的大客户订单获取能力。
- **文娱用品：受疫情冲击程度相对较小，2020Q1 营收同比略有下滑。**2019 年文娱用品营收增速同比基本持平，归母净利润增速提升。2020Q1 营收同比略有下滑，降幅显著小于其他板块，主要系文娱用品受疫情影响程度相对较小。

投资建议与投资标的

- **Q2 延迟的家具需求逐步恢复，Q3 文化纸盈利将会改善，必选消费为长期配置的优选标的。**①家具板块，延迟的家具需求将会释放，Q2 门店客流逐步恢复，前期线上订单转化，叠加全年预计竣工回暖，建议关注受益家具需求恢复、竞争优势显著的龙头家具企业**欧派家居(603833, 未评级)**、**尚品宅配(300616, 未评级)**、**索菲亚(002572, 未评级)**、**志邦家居(603801, 未评级)**。②造纸板块，随着需求好转，文化纸盈利预计三季度改善，推荐纸种布局齐全、具有成本优势的龙头纸企**太阳纸业(002078, 买入)**。③必须消费，受疫情影响程度较小，业绩确定性较高，建议关注传统业务壁垒深厚，科力普、九木新业务快速放量的文具龙头**晨光文具(603899, 未评级)**，以及疫情催化生活用纸需求、产品结构持续优化、浆价低位提升盈利能力的生活用纸龙头**中顺洁柔(002511, 未评级)**；④包装印刷板块，下游需求逐步恢复，看好龙头企业大客户订单获取能力，建议关注 5G 换机需求释放、烟包酒包等新客户逐步放量的纸包装龙头**裕同科技(002831, 买入)**，以及原材料铝价回落，二片罐行业景气向好，建议关注金属包装龙头企业**奥瑞金(002701, 未评级)**。

风险提示

- 新冠疫情对需求的影响超预期；地产销售、竣工不及预期。



行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

行业

造纸轻工行业

报告发布日期

2020 年 05 月 08 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

李雪君

021-63325888*6069

lixuejun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517020001

联系人

吴瑾

021-63325888-6088

wujin@orientsec.com.cn

联系人

庞盈盈

pangyingying@orientsec.com.cn

相关报告

- 本周成品纸价格均有下调，盈利整体回落： 2020-05-05
——造纸产业链数据每周速递
(2020/05/05)
- 短期需求延续弱势，成品纸价格均有下调： 2020-04-26
——造纸产业链数据每周速递
(2020/04/26)
- 本周铜版纸、白卡纸价格小幅下跌，其余纸 2020-04-19

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1 2019 年轻工行业营收同比增速放缓，受疫情影响 2020Q1 行业营收、归母净利润同环比均大幅下滑	5
2 造纸：2020Q1 盈利能力同比提升，预计文化纸盈利短期承压三季度后改善	8
3 家具：2019 年营收增速放缓，2020Q1 受疫情冲击明显	13
4 包装印刷：疫情短期影响终端需求，长期看好龙头大客户订单获取能力 ...	16
5 文娱用品：受疫情冲击程度相对较小，2020Q1 营收同比略有下滑	19
投资建议	21
风险提示	21

图表目录

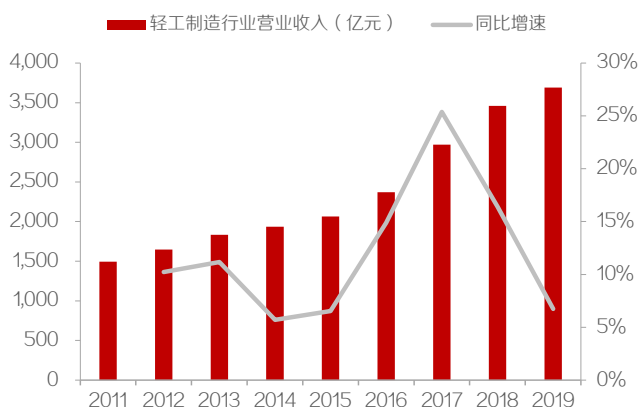
图 1: 2019 年轻工行业营收同比增速有所放缓.....	5
图 2: 2020Q1 轻工行业营收同环比均有下滑	5
图 3: 2020Q1 轻工各板块营收同比均有下滑，文娱用品板块降幅相对较小.....	6
图 4: 2020Q1 轻工各板块营收环比均有下滑，文娱用品板块降幅相对较小.....	6
图 5: 2019 年轻工行业归母净利润同比下滑	6
图 6: 2020Q1 轻工行业归母净利润同环比均大幅下滑.....	6
图 7: 相较于其他板块，文娱用品 2020Q1 归母净利润同比增速表现亮眼	7
图 8: 相较于其他板块，文娱用品 2020Q1 归母净利润环比增速表现亮眼	7
图 9: 2020Q1 轻工行业平均毛利率同比增加 0.82pct	7
图 10: 2020Q1 轻工行业期间费用率同比增加 2.62pct	7
图 11: 2020Q1 轻工行业平均归母净利率同比下滑 1.23pct，文娱用品受个股影响归母净利率同比大幅提升	8
图 12: 2019 年造纸板块营收同比增速放缓	9
图 13: 2020Q1 造纸板块营收环比大幅下滑.....	9
图 14: 2019 年造纸板块归母净利润同比下滑	9
图 15: 2020Q1 造纸板块归母净利润环比下降.....	9
图 16: 2020Q1 造纸板块毛利率、归母净利率同比提升.....	10
图 17: 2020Q1 造纸板块期间费用率同比提升.....	10
图 18: 2020Q1 文化纸价格整体平稳，4 月中旬以来快速回落.....	10
图 19: 2020Q1 双胶纸盈利处于历史中高位，近期快速回落至约 40%分位	11
图 20: 2020Q1 铜版纸盈利处于历史中高位，近期快速回落至约 20%分位	11
图 21: 2020Q1 箱板纸价格剧烈波动，主要源于原材料供给情况变化	12
图 22: 当前国废与外废之间仍存在价差	12
图 23: 当前全部采用国废的箱板纸企业盈利微弱，可利用外废原材料生产的企业仍能实现原材料环节盈利	12
图 24: 2019 年家具板块营收同比增速放缓.....	13
图 25: 2020Q1 家具板块营收同比大幅下滑.....	13
图 26: 2019 年定制家具营收同比增速高于成品家具.....	14
图 27: 2020Q1 定制家具营收同比降幅高于成品家具	14
图 28: 2019 年家具板块归母净利润同比增速较 2018 年改善	14
图 29: 2020Q1 家具板块归母净利润同比大幅下滑.....	14
图 30: 2019 年成品家具归母净利润同比增速改善明显	15
图 31: 2020Q1 定制家具归母净利润同比降幅高于成品家具.....	15

图 32: 2019 年家具板块毛利率略有提升	15
图 33: 2020Q1 家具板块毛利率同比有所回落	15
图 34: 2019 年家具板块净利率同比略有提升	16
图 35: 2020Q1 家具板块归母净利率为负	16
图 36: 2020Q1 家具板块期间费用率同比提升	16
图 37: 2019 年包装印刷板块营收同比增速回落	17
图 38: 2019 年包装印刷板块归母净利润同比增速回落	17
图 39: 2020Q1 包装印刷板块营收同比下滑	17
图 40: 2020Q1 包装印刷板块归母净利润同比下滑	17
图 41: 2019 年包装印刷板块毛利率有所提升	18
图 42: 2019 年包装印刷板块归母净利率有所下滑	18
图 43: 2020Q1 包装印刷板块毛利率同比下滑	18
图 44: 2020Q1 包装印刷板块归母净利率同比下滑	18
图 45: 2020Q1 包装印刷板块期间费用率同比提升	19
图 46: 2019 年文娱用品营收同比增速基本持平	20
图 47: 2020Q1 文娱用品营收同比略有下滑	20
图 48: 2019 年文娱用品归母净利润同比增速提升	20
图 49: 2020Q1 文娱用品归母净利润同比大幅增长	20
图 50: 2019 年文娱用品板块毛利率提升	21
图 51: 2020Q1 文娱用品板块毛利率同比下滑	21

1 2019 年轻工行业营收同比增速放缓，受疫情影响 2020Q1 行业营收、归母净利润同环比均大幅下滑

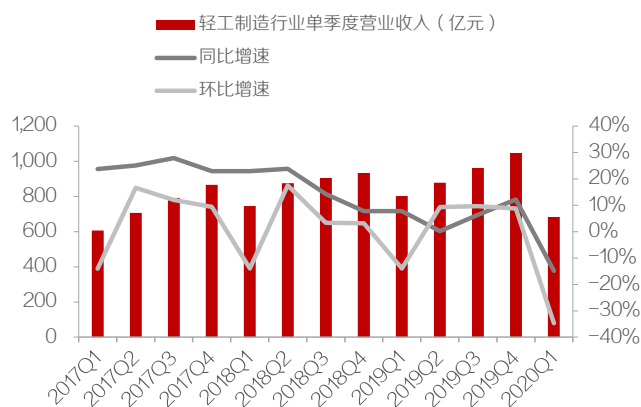
收入端，2019 年轻工行业营收同比增速放缓，受疫情影响 2020Q1 营收同环比均有下滑。本篇报告根据申万轻工制造分类，并剔除掉部分主业已脱离轻工行业的上市公司，以 91 家公司为样本进行分析。2019 年轻工行业实现营业收入 3692.70 亿元，同比增长 6.74%，较 2018 年同比增速（16.43%）有所放缓。受新冠疫情影响，2020Q1 行业实现营业收入 683.75 亿元，同比下降 14.86%，环比下降 34.72%。分板块看，文娱用品受疫情影响相对较小，2020Q1 营收同比下滑 0.91%，下滑幅度小于轻工行业平均降幅；造纸板块 2020Q1 营收同比下滑 10.81%，下滑幅度亦小于轻工行业平均降幅；家具、包装印刷、其他家用轻工板块 2020Q1 营收同比降幅均高于轻工行业平均降幅。随着疫情逐渐得到控制，复工复产有序进行，家具需求有望逐步恢复，学生开学带动文具消费等，预计 2020Q2 轻工行业营收同比增速将有所好转。

图 1：2019 年轻工行业营收同比增速有所放缓

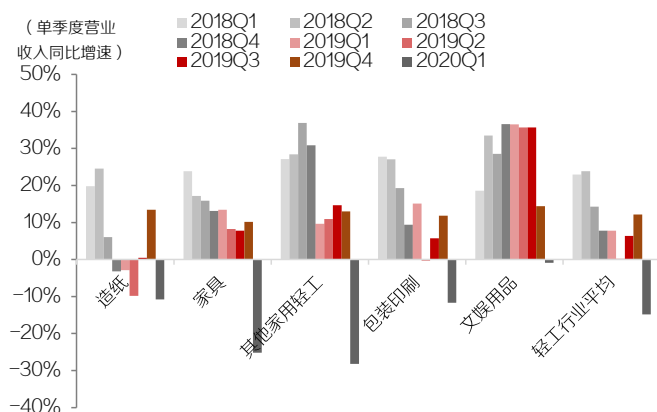


资料来源：wind，东方证券研究所

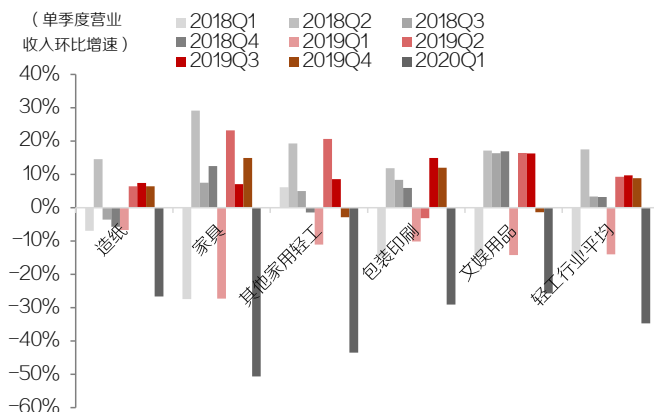
图 2：2020Q1 轻工行业营收同环比均有下滑



资料来源：wind，东方证券研究所

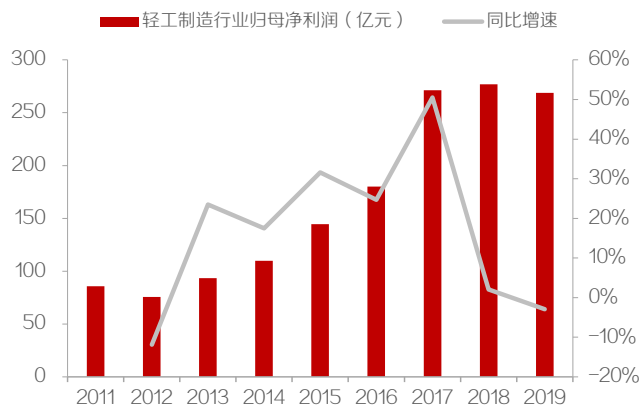
图 3：2020Q1 轻工各板块营收同比均有下滑，文娱用品板块降幅相对较小


资料来源：wind，东方证券研究所

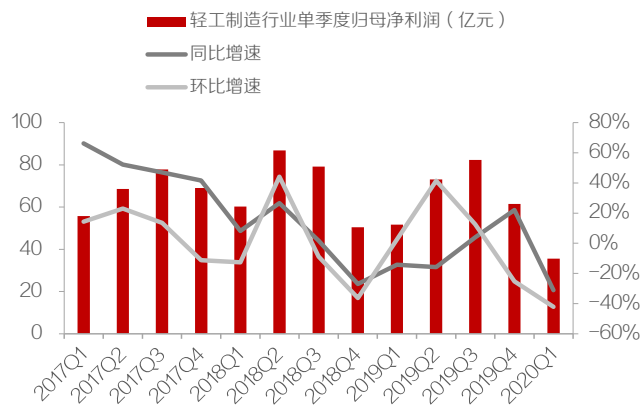
图 4：2020Q1 轻工各板块营收环比均有下滑，文娱用品板块降幅相对较小


资料来源：wind，东方证券研究所

利润端，2019 年轻工行业归母净利润同比下滑，2020Q1 受疫情影响归母净利润同环比均大幅下滑。2019 年轻工行业实现归母净利润 268.70 亿元，同比下降 2.93%，较 2018 年同比增速（+2.05%）有所回落。受新冠疫情影响，2020Q1 轻工行业盈利大幅下滑，行业实现归母净利润 35.61 亿元，同比、环比分别下滑 31.11%、42.14%。分板块看，文娱用品 2020Q1 归母净利润同比、环比分别增长 114.59%、116.02%，主要源于个股姚记科技净利润大幅增长；造纸板块 2020Q1 归母净利润同比增长 8.92%，环比下降 3.22%；家具、其他家用轻工、包装印刷受疫情冲击明显，归母净利润分别同比下滑 124.63%、73.49%、27.84%。

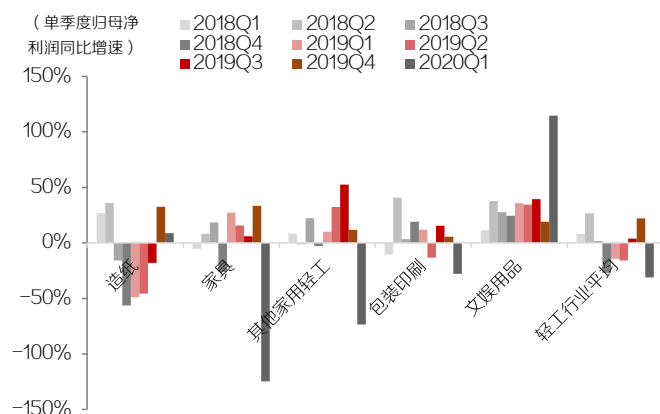
图 5：2019 年轻工行业归母净利润同比下滑


资料来源：wind，东方证券研究所

图 6：2020Q1 轻工行业归母净利润同环比均大幅下滑


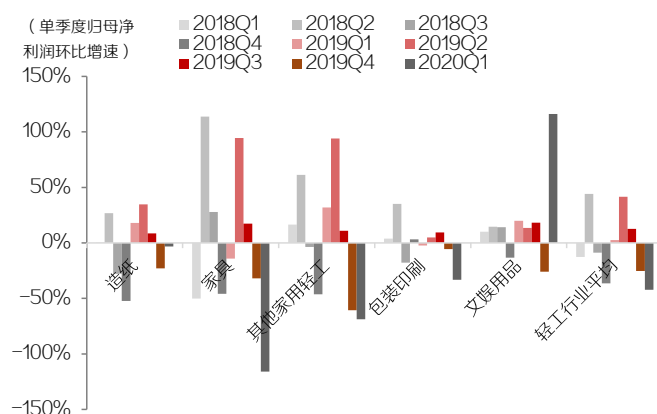
资料来源：wind，东方证券研究所

图 7：相较于其他板块，文娱用品 2020Q1 归母净利润同比增速表现亮眼



资料来源：wind，东方证券研究所

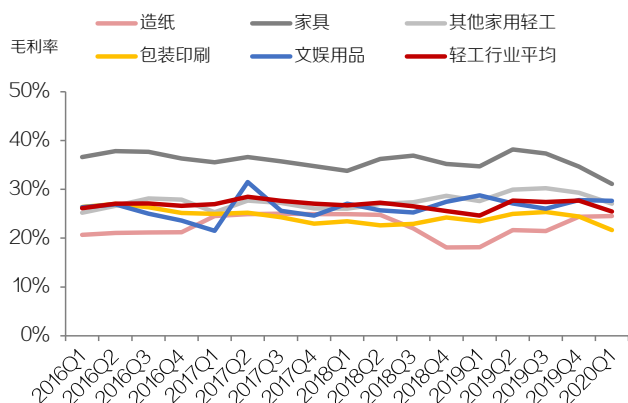
图 8：相较于其他板块，文娱用品 2020Q1 归母净利润环比增速表现亮眼



资料来源：wind，东方证券研究所

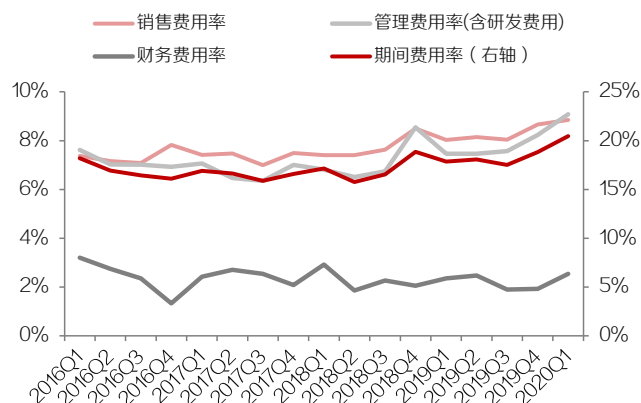
从盈利能力看，2020Q1 轻工行业毛利率同比略有提升，归母净利率同比有所下滑。2019 年轻工行业毛利率同比增加 0.47pct 至 26.95%，归母净利率同比下滑 0.72pct 至 7.28%。2020Q1 轻工行业毛利率为 25.45%，同比增加 0.82pct，其中造纸板块 2020Q1 毛利率同比增加 6.36pct，主要系木浆原材料与文化纸价格剪刀差扩大，2020Q1 木浆系纸品盈利同比处于高位，其他板块毛利率则同比均有下滑。2020Q1 轻工行业归母净利率为 5.21%，同比下降 1.23pct，其中造纸板块同比有所提升，文娱用品受个股姚记科技影响归母净利率同比亦有提升，其他板块则均有下滑。由于疫情影响行业收入，而部分费用支出偏刚性，2020Q1 轻工行业期间费用率 20.47%，同比增加 2.62pct。

图 9：2020Q1 轻工行业平均毛利率同比增加 0.82pct



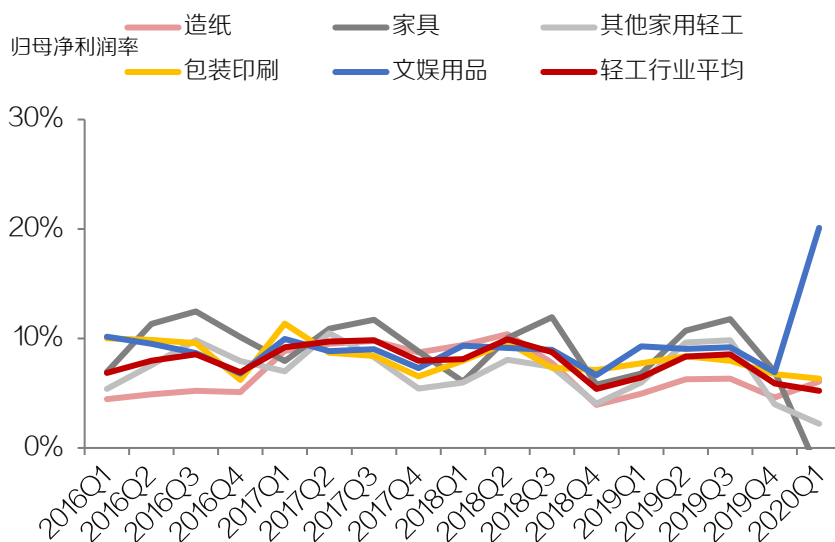
资料来源：wind，东方证券研究所

图 10：2020Q1 轻工行业期间费用率同比增加 2.62pct



资料来源：wind，东方证券研究所

图 11：2020Q1 轻工行业平均归母净利率同比下滑 1.23pct，文娱用品受个股影响归母净利率同比大幅提升

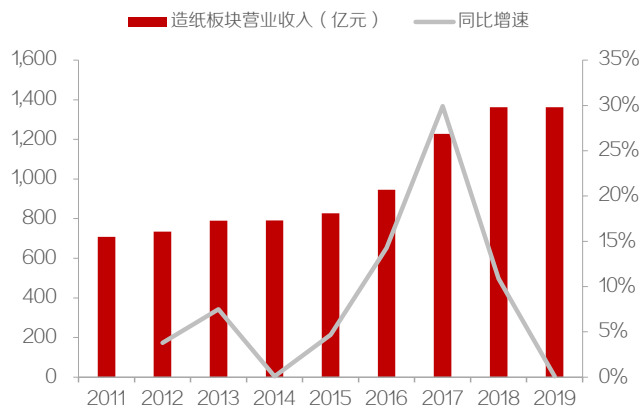


资料来源：wind，东方证券研究所

2 造纸：2020Q1 盈利能力同比提升，预计文化纸盈利短期承压三季度后改善

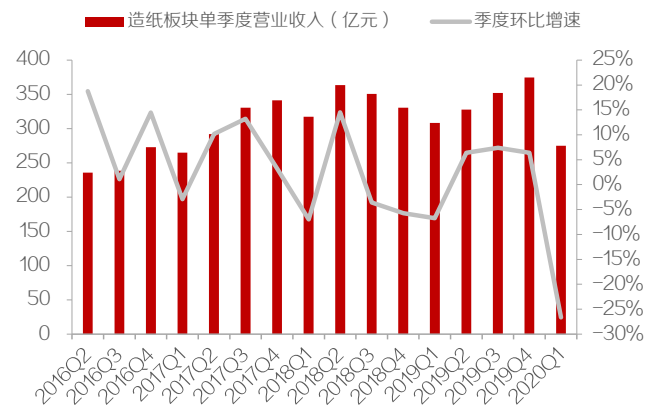
2019 年造纸板块营收同比增速回落，受需求淡季及疫情冲击影响，2020Q1 营收环比大幅下滑。2019 年造纸板块实现营收 1362.91 亿元，同比增长 0.08%，较 2018 年同比增速（10.88%）显著放缓。分季度来看，受益于文化纸二季度起的逐步提价，2019Q2 至 2019Q4 连续三个季度造纸板块营收环比增速维持在 6%以上。受需求淡季及疫情带来的需求下滑影响，2020Q1 造纸板块实现营收 274.87 亿元，环比下滑 26.65%。

图 12：2019 年造纸板块营收同比增速放缓



资料来源：wind，东方证券研究所

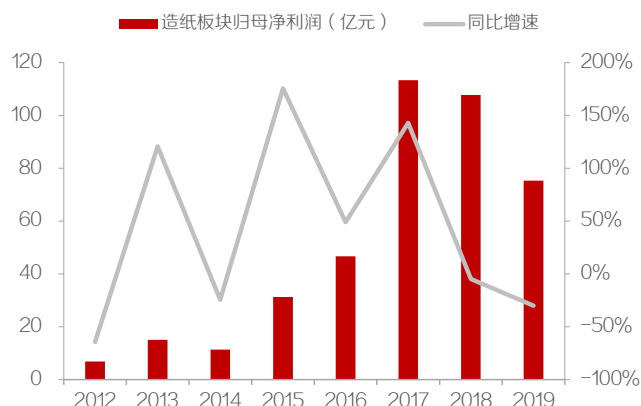
图 13：2020Q1 造纸板块营收环比大幅下滑



资料来源：wind，东方证券研究所

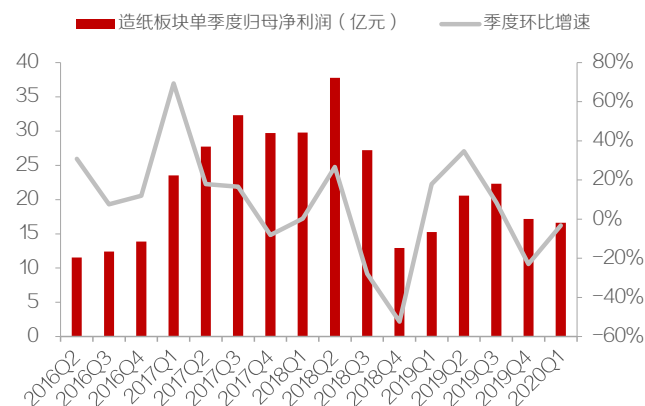
利润端，2019 年造纸板块归母净利润同比下滑，受益木浆原材料与文化纸价格剪刀差扩大，2020Q1 盈利能力同比提升。2019 年造纸板块实现归母净利润 75.32 亿元，同比下滑 30.05%。2020Q1 造纸板块实现归母净利润 16.63 亿元，环比下滑 3.22%，主要受春节淡季及疫情带来的需求下滑影响。从盈利能力来看，2020Q1 造纸板块毛利率同比提升 6.36pct 至 24.53%，归母净利润率同比提升 1.10pct 至 6.05%，主要源于文化纸价格同比增长，且同期原材料成本大幅下降，2020Q1 文化纸盈利能力同比提升。

图 14：2019 年造纸板块归母净利润同比下滑



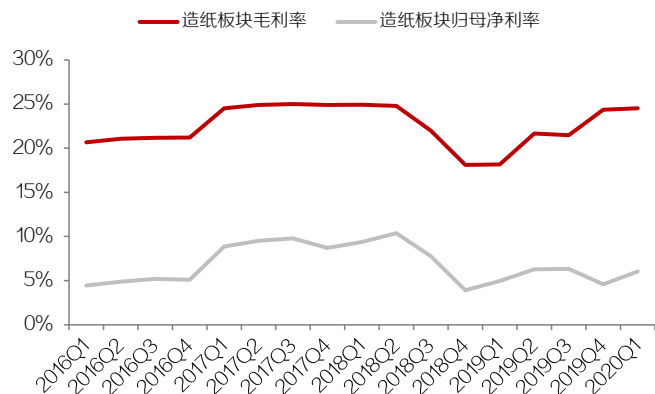
资料来源：wind，东方证券研究所

图 15：2020Q1 造纸板块归母净利润环比下降



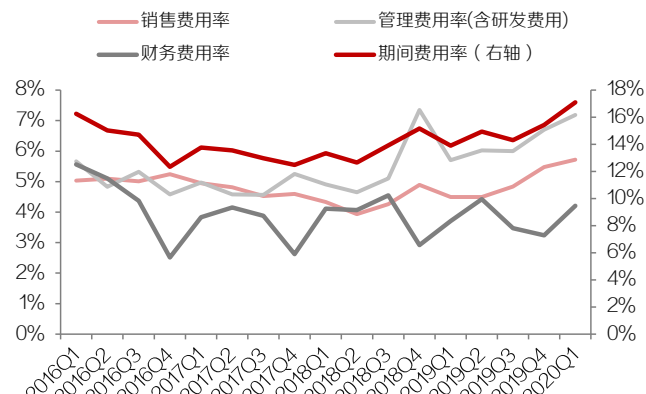
资料来源：wind，东方证券研究所

图 16：2020Q1 造纸板块毛利率、归母净利率同比提升



资料来源：wind，东方证券研究所

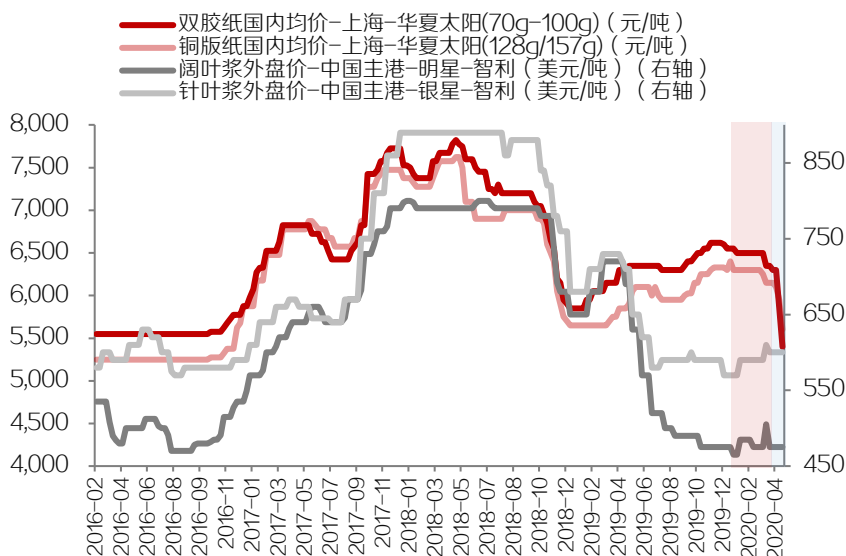
图 17：2020Q1 造纸板块期间费用率同比提升



资料来源：wind，东方证券研究所

预计文化纸盈利短期仍将维持低位，三季度后逐步改善。疫情爆发以来，受到国内开学延期、出口需求下滑的影响，文化纸需求出现较大幅度下滑，4月中旬以来双胶纸、铜版纸价格出现快速回落。按照当前的价格推测，现阶段双胶纸、铜版纸盈利已经分别处于历史约 40%、20%分位，均处于历史较低水平。我们预计，后期伴随需求逐步恢复，2020 年三季度起文化纸盈利将由当前较低位置稳步改善。

图 18：2020Q1 文化纸价格整体平稳，4月中旬以来快速回落



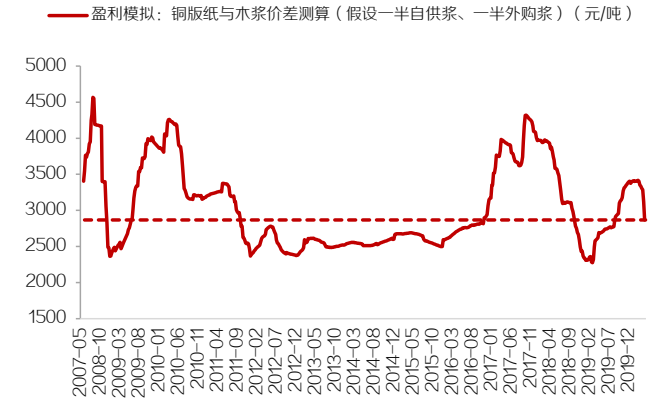
资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

图 19：2020Q1 双胶纸盈利处于历史中高位，近期快速回落至约 40%分位



资料来源：卓创资讯，choice，东方证券研究所

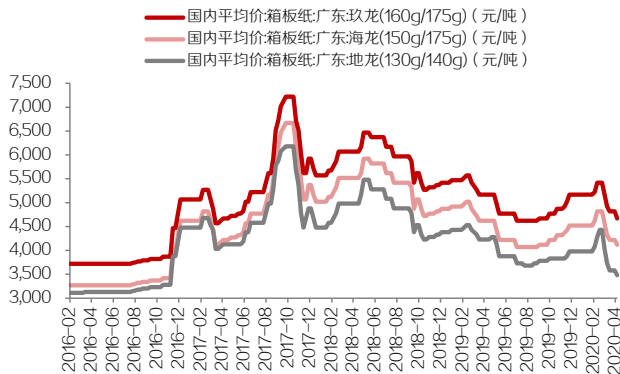
图 20：2020Q1 铜版纸盈利处于历史中高位，近期快速回落至约 20%分位



资料来源：卓创资讯，choice，东方证券研究所

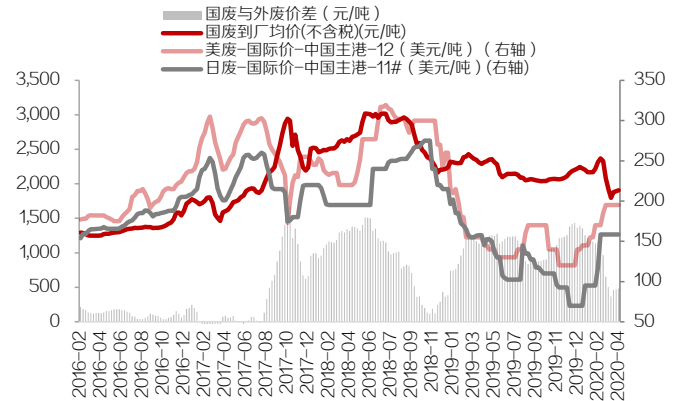
当前箱板纸盈利水平已回落至 2017 年以来约 30%的较低历史水平，预计短期盈利仍将承压，下半年盈利能否好转还需观察海外疫情发展情况。2020Q1 箱板纸价格剧烈波动，复工后箱板瓦楞纸由于原材料供应短缺导致行业开工率一度不足 50%，短期内供给收缩程度大于需求，产业链价格出现快速上涨。此后国废回收率逐步恢复、箱板纸开工率整体提升，需求疲软态势下，国废、箱板瓦楞纸价格累计回调 500-700 元/吨，箱板纸盈利相应回落至 2017 年以来约 30%的较低历史水平，其中全部使用国废的企业其造纸环节盈利微弱，而具有外废配额或海外布局废纸浆的企业，仍可以依靠外废与国废的价差实现原材料环节的盈利。由于箱板瓦楞纸终端需求与内需消费、出口贸易高度相关，在国内需求尚未恢复、海外疫情仍在蔓延的背景下，短期下游需求延续弱势，箱板瓦楞纸盈利仍处于低位；未来仍需持续跟踪全球疫情发展情况，若下半年海外疫情得到控制，伴随全球宏观经济回暖，箱板瓦楞纸盈利水平有望好转。

图 21：2020Q1 箱板纸价格剧烈波动，主要源于原材料供给情况变化



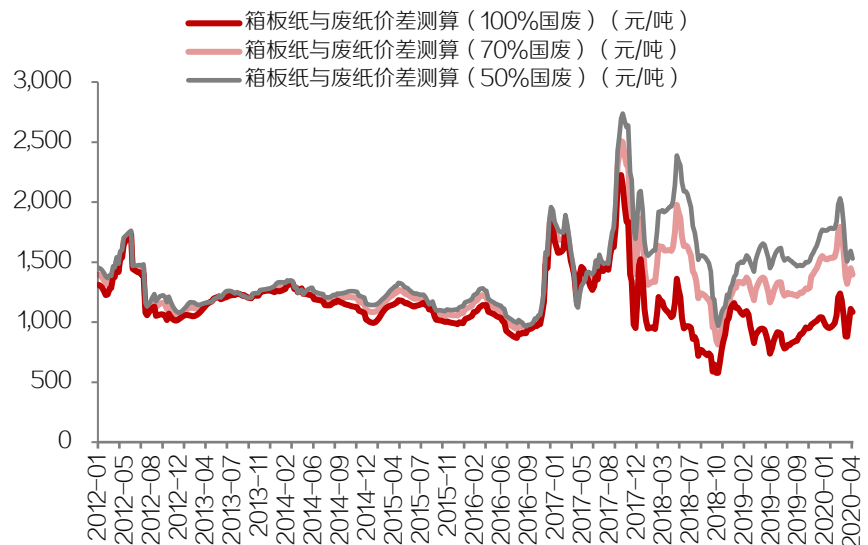
资料来源：卓创资讯，choice，东方证券研究所

图 22：当前国废与外废之间仍存在价差



资料来源：卓创资讯，choice，东方证券研究所

图 23：当前全部采用国废的箱板纸企业盈利微弱，可利用外废原材料生产的企业仍能实现原材料环节盈利

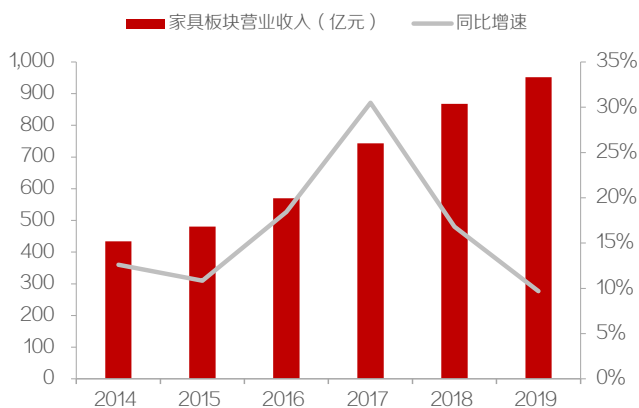


资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

3 家具：2019 年营收增速放缓，2020Q1 受疫情冲击明显

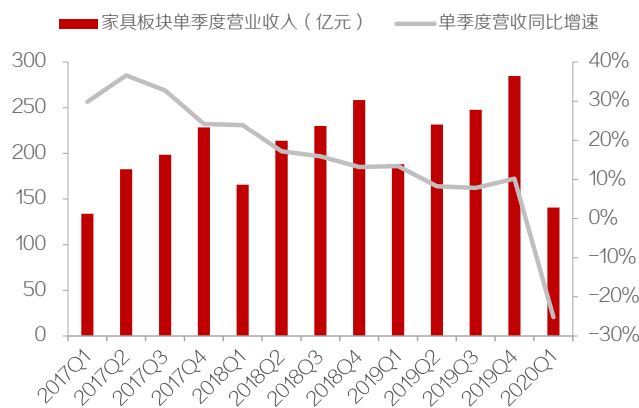
收入端，2019 年家具板块营收增速放缓，受春节提前、疫情冲击影响，2020Q1 营收同比大幅下滑。2019 年家具板块实现营业收入 952.10 亿元，同比增长 9.69%，较 2018 年同比增速（16.80%）有所放缓。受春节提前及疫情冲击影响，2020Q1 家具板块实现营收 140.60 亿元，同比下滑 25.20%。随着疫情得到控制，延迟的家具需求逐步恢复，预计 2020Q2 家具板块收入同比增速将有所好转。

图 24：2019 年家具板块营收同比增速放缓



资料来源：wind，东方证券研究所

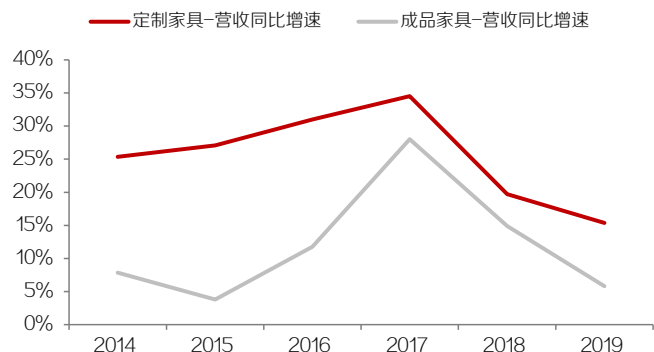
图 25：2020Q1 家具板块营收同比大幅下滑



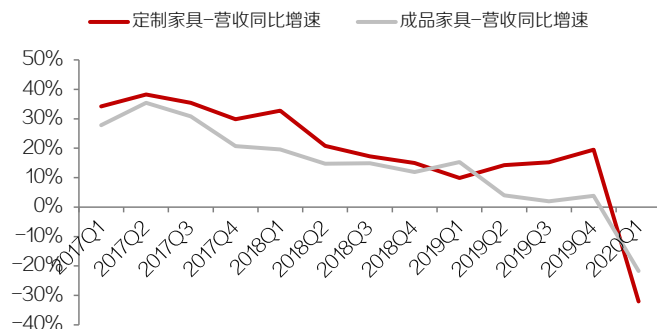
资料来源：wind，东方证券研究所

2019 年定制家具营收同比增速高于成品家具，2020Q1 成品家具受疫情冲击程度弱于定制家具。

这里将家具板块公司（22 家）划分为定制家具、成品家具两类，其中定制家具（包括欧派家居、索菲亚、尚品宅配、志邦家居、金牌厨柜、好莱客、皮阿诺、我乐家居）共 8 家，成品家具共 14 家。2019 年定制家具、成品家具营收分别同比增长 15.38%、5.81%，较 2018 年均有所放缓，其中定制家具同比增速表现优于成品家具。2020Q1 受疫情影响，定制家具、成品家具营收分别同比下滑 32.05%、21.70%，成品家具由于部分线下消费可转为线上，受疫情冲击程度弱于定制家具。

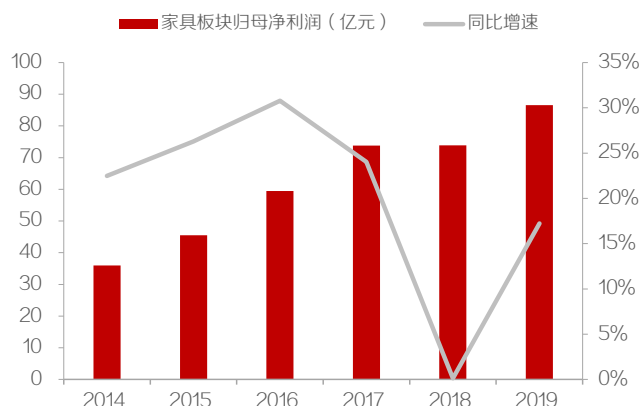
图 26：2019 年定制家具营收同比增速高于成品家具


资料来源：wind，东方证券研究所

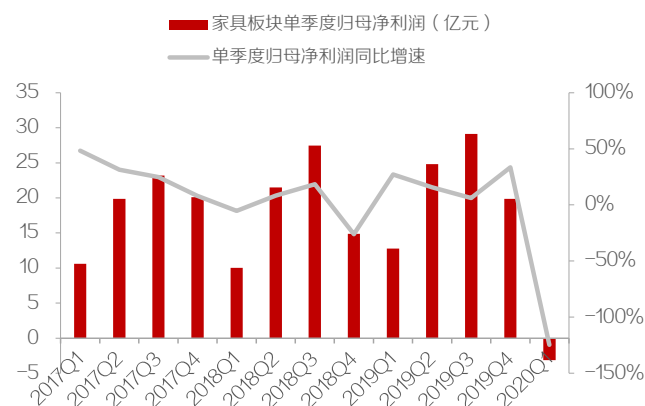
图 27：2020Q1 定制家具营收同比降幅高于成品家具


资料来源：wind，东方证券研究所

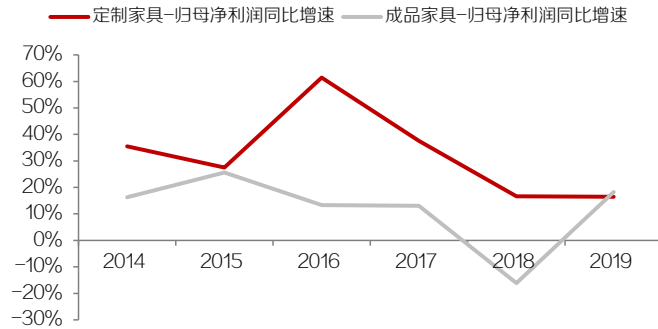
利润端，2019 年家具板块归母净利润同比增速较 2018 年有所改善，2020Q1 受疫情冲击盈利同比大幅下滑。2019 年家具板块实现归母净利润 86.58 亿元，同比增长 17.23%，较 2018 年同比增速（0.12%）改善，其中定制家具同比增长 16.45%，较 2018 年同比增速基本持平，成品家具同比增长 18.29%，较 2018 年同比增速（-16.17%）改善明显。受疫情冲击影响，2020Q1 家具板块归母净利润同比下滑 124.63%，其中成品家具受影响程度弱于定制家具，2020Q1 成品家具、定制家具归母净利润分别同比下滑 102.93%、197.94%。

图 28：2019 年家具板块归母净利润同比增速较 2018 年改善


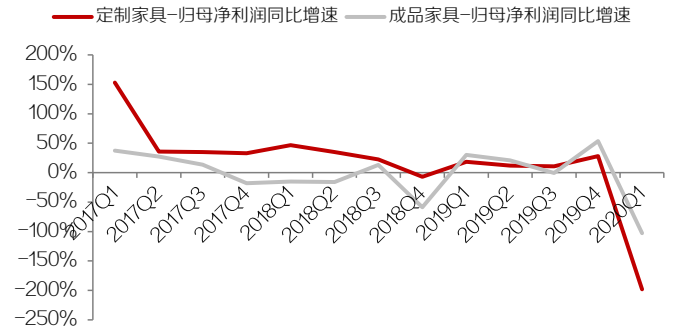
资料来源：wind，东方证券研究所

图 29：2020Q1 家具板块归母净利润同比大幅下滑


资料来源：wind，东方证券研究所

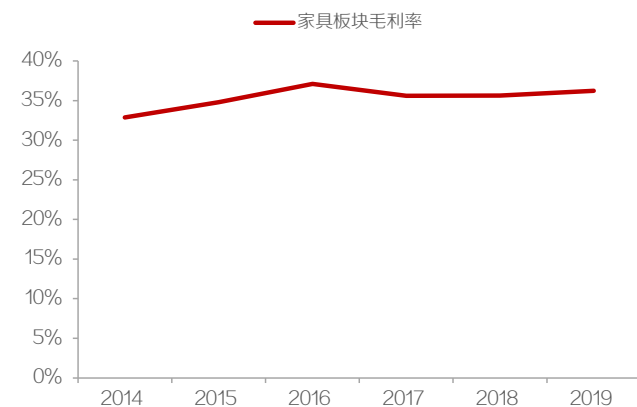
图 30：2019 年成品家具归母净利润同比增速改善明显


资料来源：wind，东方证券研究所

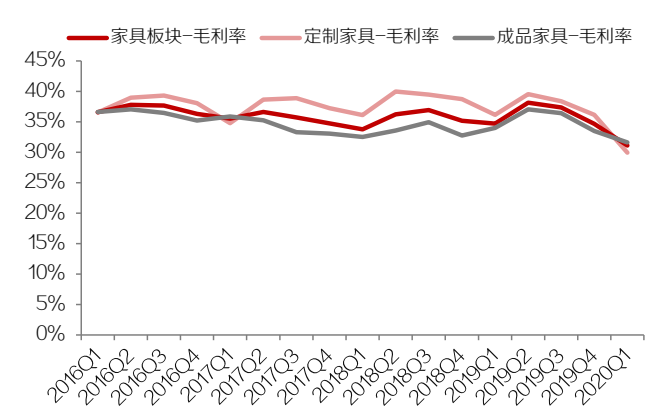
图 31：2020Q1 定制家具归母净利润同比降幅高于成品家具


资料来源：wind，东方证券研究所

从盈利能力看，2019 年家具板块盈利能力略有提升，2020Q1 受疫情冲击影响行业出现亏损。2019 年家具板块毛利率同比增加 0.60pct 至 36.23%，归母净利率同比增加 0.58pct 至 9.09%。2020Q1，家具板块毛利率为 31.13%，同比下降 3.60pct，其中定制家具降幅高于成品家具，家具板块归母净利率为-2.24%，其中定制家具、成品家具归母净利率分别为-6.61%、-0.3%。2019Q1 家具板块亏损主要系疫情冲击影响终端消费，同时部分费用支出偏刚性，期间费用率同比大幅提升。

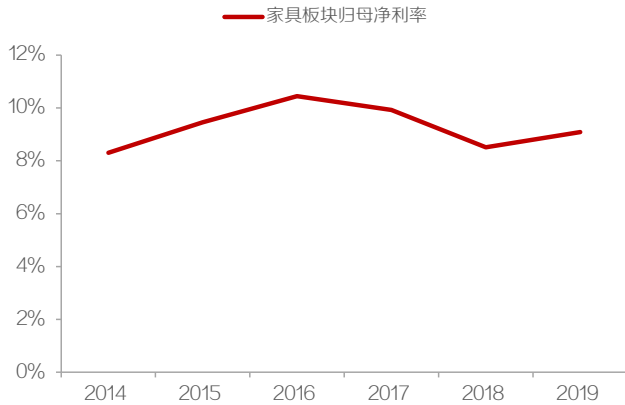
图 32：2019 年家具板块毛利率略有提升


资料来源：wind，东方证券研究所

图 33：2020Q1 家具板块毛利率同比有所回落


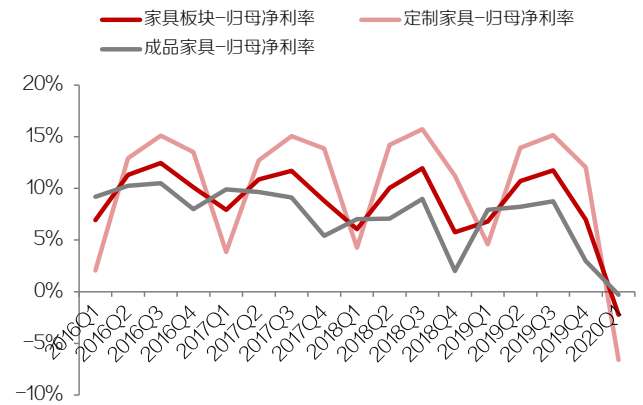
资料来源：wind，东方证券研究所

图 34：2019 年家具板块净利率同比略有提升



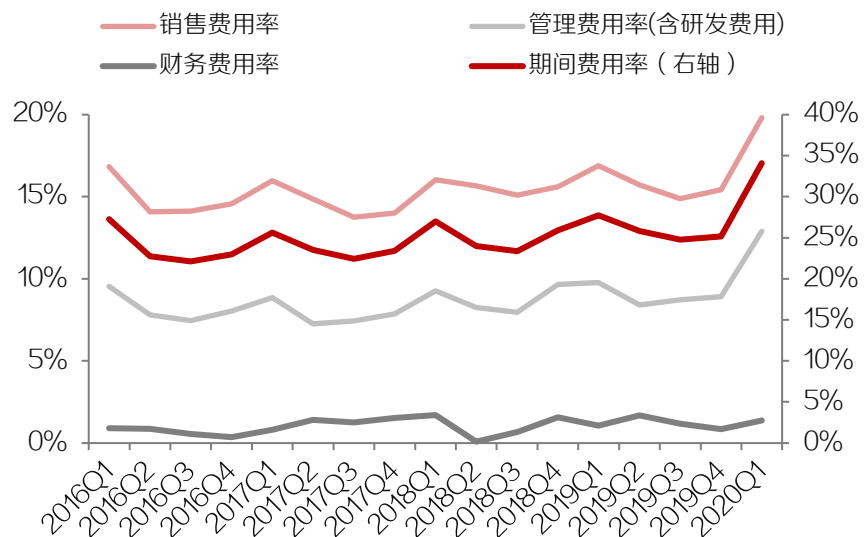
资料来源：wind，东方证券研究所

图 35：2020Q1 家具板块归母净利率为负



资料来源：wind，东方证券研究所

图 36：2020Q1 家具板块期间费用率同比提升

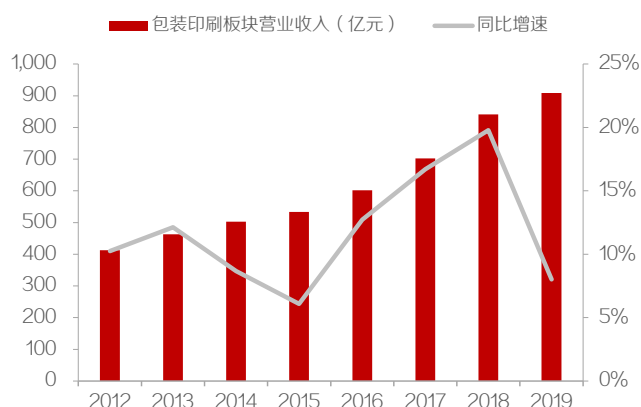


资料来源：wind，东方证券研究所

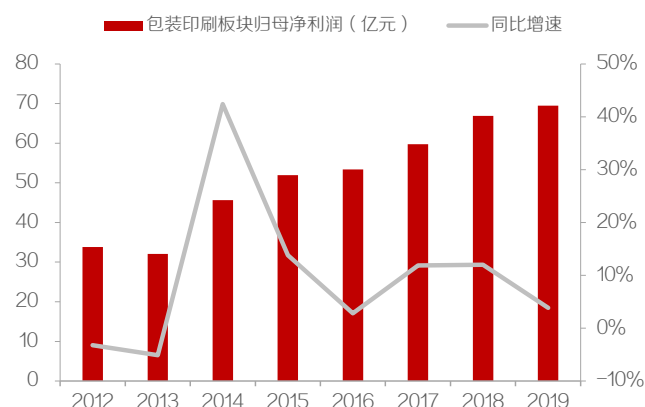
4 包装印刷：疫情短期影响终端需求，长期看好龙头大客户订单获取能力

2019 年包装印刷板块营收、归母净利润增速放缓，受疫情影响 2020Q1 营收、归母净利润同比下滑。2019 年包装印刷板块营收同比增长 8.03%，较 2018 年同比增速（19.79%）有所放缓，归母

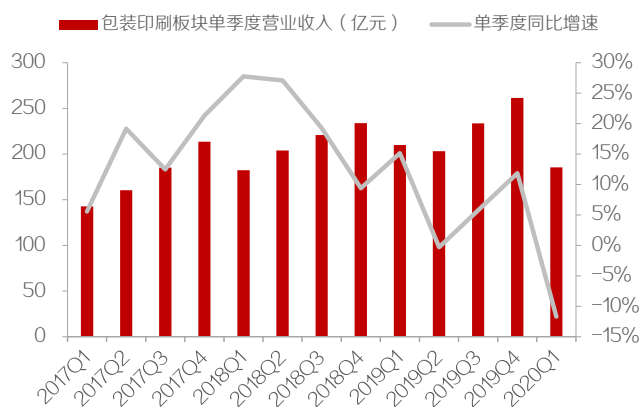
净利润同比增长 3.84%，较 2018 年同比增速（12.03%）放缓。受疫情影响，2020Q1 包装印刷板块营收、归母净利润分别同比下降 11.68%、27.84%。近年来纸包装、金属包装行业份额均向龙头集中，疫情短期影响终端需求，随着需求逐步恢复，长期看好龙头企业的大客户订单获取能力。

图 37：2019 年包装印刷板块营收同比增速回落


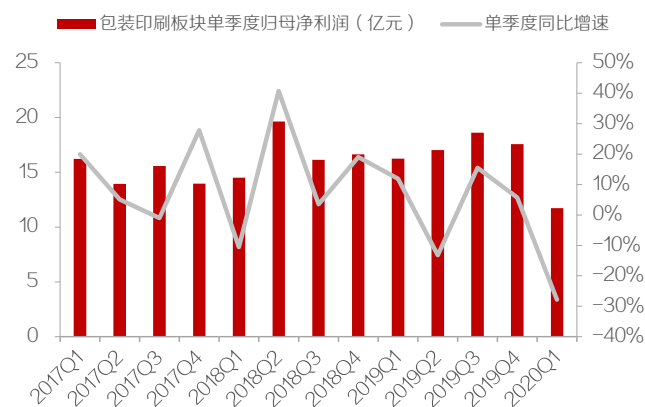
资料来源：wind，东方证券研究所

图 38：2019 年包装印刷板块归母净利润同比增速回落


资料来源：wind，东方证券研究所

图 39：2020Q1 包装印刷板块营收同比下滑


资料来源：wind，东方证券研究所

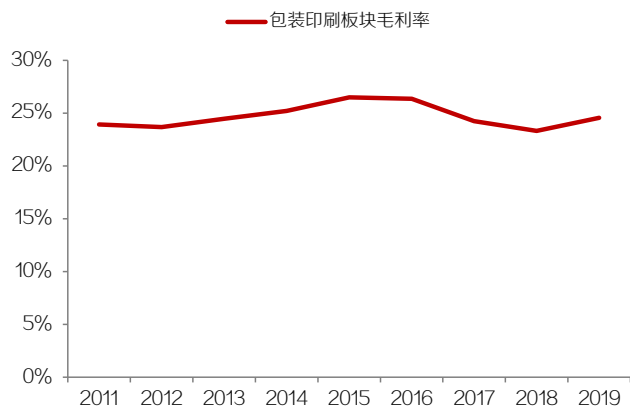
图 40：2020Q1 包装印刷板块归母净利润同比下滑


资料来源：wind，东方证券研究所

从盈利能力来看，2019 年包装印刷板块毛利率有所提升，归母净利率略有下滑，2020Q1 毛利率、归母净利率同比均有下滑。2019 年包装印刷板块毛利率同比增加 1.23pct 至 24.56%，归母净利率同比下滑 0.31pct 至 7.65%，毛利率提升主要源于原材料价格同比下滑，企业为获得客户订单、扩大市场份额，费用投入增加，导致归母净利率同比下滑。2020Q1 包装印刷板块毛利率、归母净利率

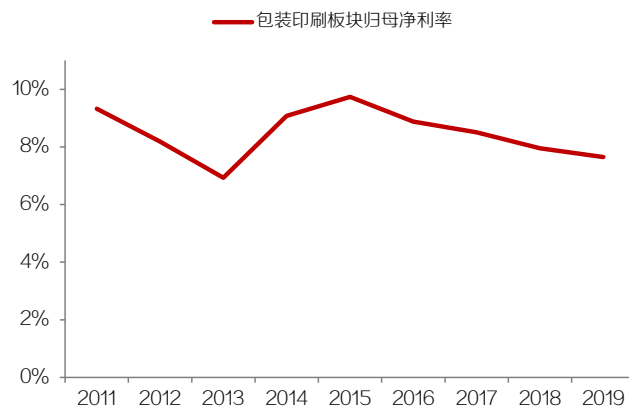
率分别同比下降 1.80pct、1.42pct，疫情冲击终端消费，同时疫情期间部分费用支出偏刚性，2020Q1 期间费用率同比增加 0.83pct。

图 41：2019 年包装印刷板块毛利率有所提升



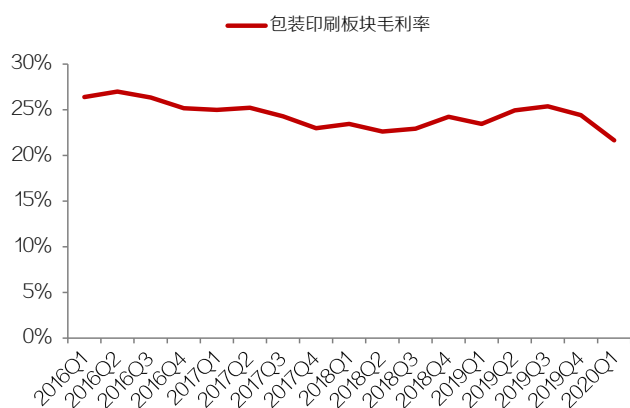
资料来源：wind，东方证券研究所

图 42：2019 年包装印刷板块归母净利率有所下滑



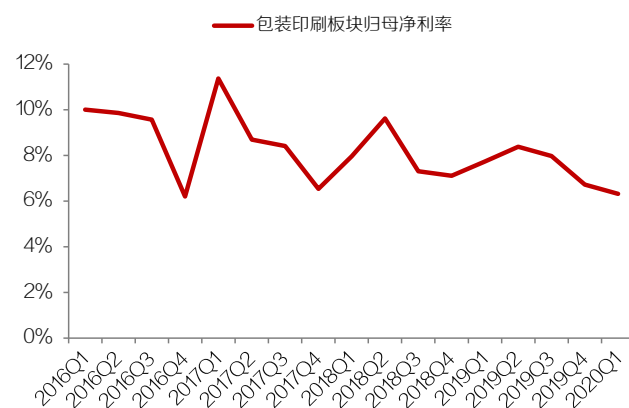
资料来源：wind，东方证券研究所

图 43：2020Q1 包装印刷板块毛利率同比下滑



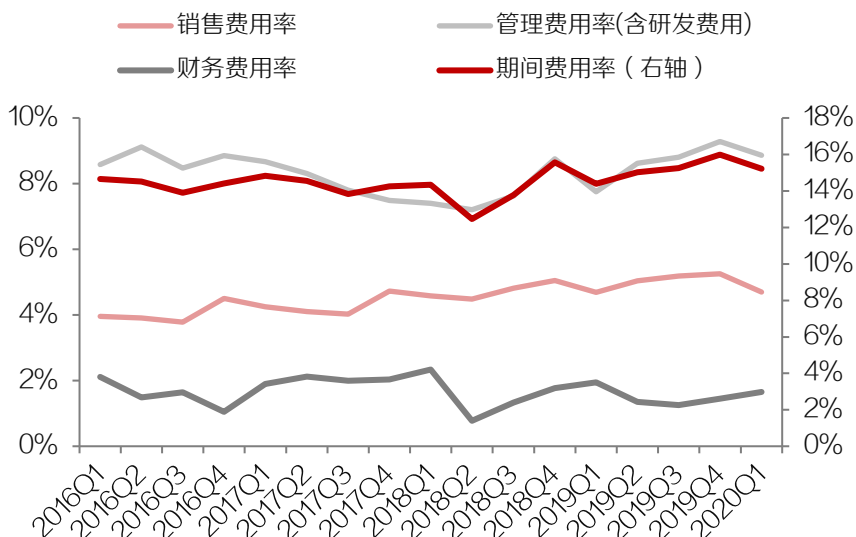
资料来源：wind，东方证券研究所

图 44：2020Q1 包装印刷板块归母净利率同比下滑



资料来源：wind，东方证券研究所

图 45：2020Q1 包装印刷板块期间费用率同比提升

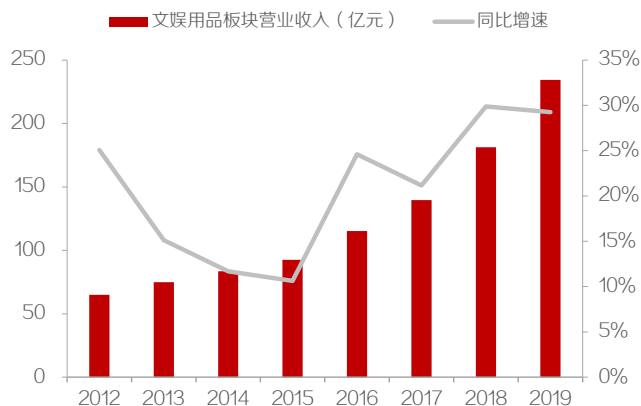


资料来源：wind，东方证券研究所

5 文娱用品：受疫情冲击程度相对较小，2020Q1 营收同比略有下滑

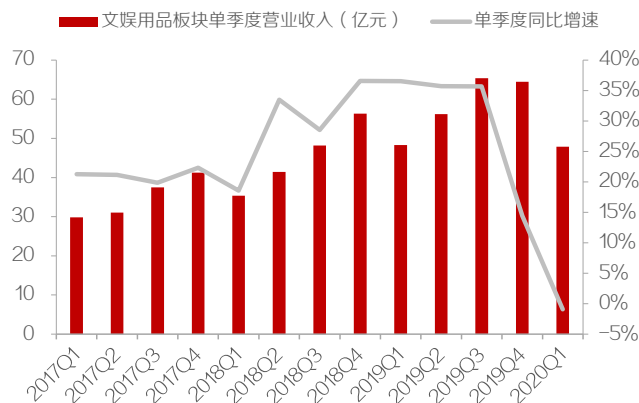
收入端，文娱用品板块 2019 年营收增速同比基本持平，2020Q1 受疫情冲击程度相对较小，营收同比降幅小于其他板块。2019 年文娱用品板块实现营收 234.37 亿元，同比增长 29.25%，增速与 2018 年基本持平。受疫情冲击影响，2020Q1 文娱用品板块实现营收 47.86 亿元，同比下滑 0.91%，相比于其他板块，文娱用品营收降幅较小，一是文娱用品中的文具作为必选消费消费韧性强，同时部分消费可转化为线上，受疫情影响相对较小，二是个股姚记科技受益疫情期间游戏业务放量，2020Q1 收入同比增长超 30%，因此整体而言，文娱用品板块 2020Q1 收入同比下滑幅度较小。

图 46：2019 年文娱用品营收同比增速基本持平



资料来源：wind，东方证券研究所

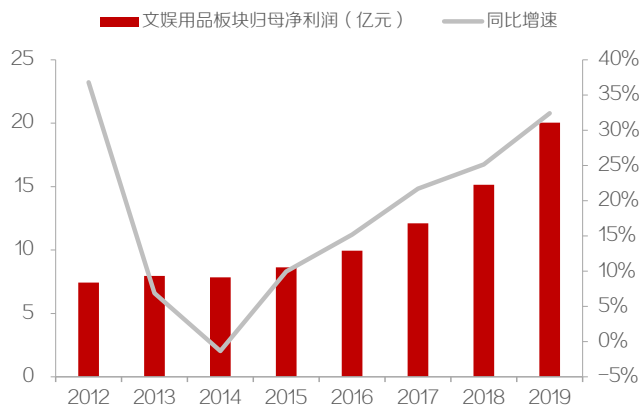
图 47：2020Q1 文娱用品营收同比略有下滑



资料来源：wind，东方证券研究所

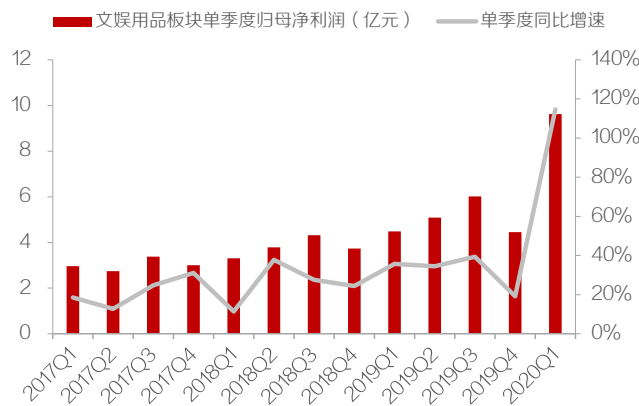
利润端，2019 年文娱用品归母净利润同比增速提升，受个股姚记科技影响，2020Q1 归母净利润同比大幅提升。2019 年文娱用品板块归母净利润同比增长 32.40%，较 2019 年增速（25.15%）有所提升。2020Q1 文娱用品板块归母净利润同比增长 114.59%，主要受个股姚记科技影响，姚记科技受益疫情期间游戏业务放量，以及投资收益增加，归母净利润同比增长约 11 倍，剔除姚记科技后，2020Q1 文娱用品板块归母净利润同比下滑 24.24%。从盈利能力看，文娱用品板块毛利率自 2016 年后连续三年提升，2019 年毛利率提升至 27.34%，毛利率提升主要源于龙头文具企业产品结构调整、供应链优化。受疫情冲击影响，2020Q1 文娱用品板块毛利率同比下滑 1.10pct 至 27.65%。

图 48：2019 年文娱用品归母净利润同比增速提升



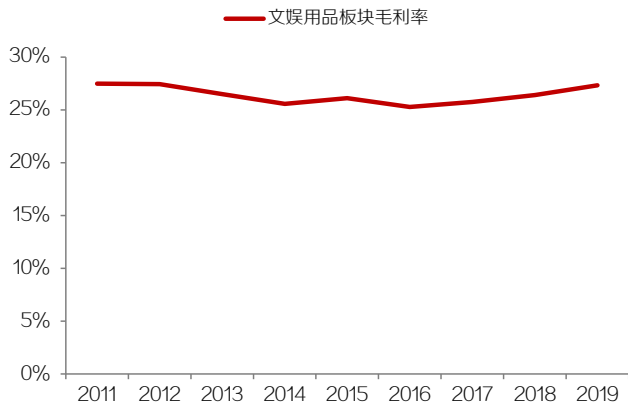
资料来源：wind，东方证券研究所

图 49：2020Q1 文娱用品归母净利润同比大幅增长



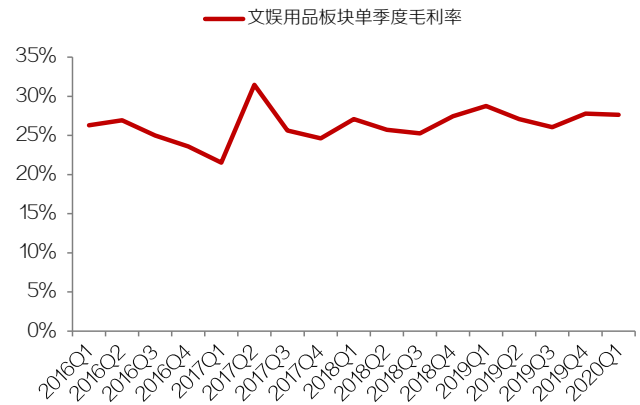
资料来源：wind，东方证券研究所

图 50：2019 年文娱用品板块毛利率提升



资料来源：wind，东方证券研究所

图 51：2020Q1 文娱用品板块毛利率同比下滑



资料来源：wind，东方证券研究所

投资建议

- **Q2 延迟的家具需求逐步恢复，Q3 文化纸盈利将会改善，必选消费为长期配置的优选标的。**
①家具板块，延迟的家具需求将会释放，Q2 门店客流逐步恢复，前期线上订单转化，叠加全年预计竣工回暖，建议关注受益家具需求恢复、竞争优势显著的龙头家具企业**欧派家居(603833, 未评级)**、**尚品宅配(300616, 未评级)**、**索菲亚(002572, 未评级)**、**志邦家居(603801, 未评级)**。②造纸板块，随着需求好转，文化纸盈利预计三季度改善，推荐纸种布局齐全、具有成本优势的龙头纸企**太阳纸业(002078, 买入)**。③必须消费，受疫情影响程度较小，业绩确定性较高，建议关注传统业务壁垒深厚，科力普、九木新业务快速放量的文具龙头**晨光文具(603899, 未评级)**，以及疫情催化生活用纸需求、产品结构持续优化、浆价低位提升盈利能力的生活用纸龙头**中顺洁柔(002511, 未评级)**；④包装印刷板块，下游需求逐步恢复，看好龙头企业大客户订单获取能力，建议关注 5G 换机需求释放、烟包酒包等新客户逐步放量的纸包装龙头**裕同科技(002831, 买入)**，以及原材料铝价回落，二片罐行业景气向好，建议关注金属包装龙头企业**奥瑞金(002701, 未评级)**。

风险提示

- **新冠疫情对需求的影响超预期的风险。**受新冠疫情冲击，经济放缓，消费疲软，若疫情影响幅度超出预期，终端消费难以恢复，则会对行业内公司经营产生不利影响。
- **地产销售、竣工不及预期的风险。**由于家具行业受地产景气因素影响较为明显，若地产销售、竣工不及预期，将影响家具行业接单情况，家具企业经营承压。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有太阳纸业(002078)股票达到相关上市公司已发行股份 1% 以上。

截止本报告发布之日，东证资管仍持有尚品宅配(300616)股票达到相关上市公司已发行股份 1% 以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

