

轻工制造

家居板块 2019 年&2020Q1 业绩总结

——先抑后扬

评级：增持（维持）

分析师：徐稚涵

执业证书编号：S0740518060001

电话：021-20315133

Email: xuzh01@r.qlzq.com.cn

研究助理：郭美鑫

Email: guomx@r.qlzq.com.cn

研究助理：徐偲

Email: xucai@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	134
行业总市值(百万元)	771662.043
行业流通市值(百万元)	310652.572

相关报告

《2019 年轻工行业中报总结：家居板块——寻底虽漫长，曙光在前方》
2019.09.05

《2019 年轻工行业投资策略-黎明将至，价值回归，精选赛道，拥抱成长》
2019.01.05

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PE G	评级
		2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E		
帝欧家居	29.00	1.47	1.85	2.27	2.72	19.73	15.68	12.78	10.66	0.6	买入
欧派家居	106.3	4.38	4.67	5.67	6.67	24.29	22.78	18.76	15.95	3.4	买入
志邦家居	23.00	1.48	1.73	2.02	2.30	15.54	13.29	11.39	10.00	0.7	买入
蒙娜丽莎	24.09	1.07	1.36	1.76	2.16	22.51	17.71	13.69	11.15	0.6	买入
太阳纸业	8.35	0.84	0.87	1.03	1.12	9.94	9.60	8.11	7.46	2.6	买入
晨光文具	51.41	1.15	1.31	1.63	2.05	44.70	39.24	31.54	25.08	2.8	买入
中顺洁柔	17.26	0.46	0.66	0.72	0.87	37.52	26.15	23.97	19.84	0.6	买入

备注：股价取自 2020 年 04 月 30 日收盘价

投资要点
■ 家居：先抑后扬

■ 我们拆分轻工子板块独立进行 2019 年报&2020 年一季报分析，本文为家居板块 2019 年&2020 年一季报业绩总结。

■ **定制：成长性在于大宗和拓品类。**我们拆分工程和零售，以及详细拆解零售增长的主要驱动力：**1) 大宗贡献度持续提升。**拆分欧派、索菲亚、志邦及金牌渠道数据，2019 年，索菲亚、欧派、金牌大宗渠道对总营收增长贡献分别为 37%、72%、47%和 71%，均较 2018 年全年水平显著提升；**2) 零售渠道-开店：**第一梯队品牌开店放缓，经销门店调整和渠道延伸是主要方向。定制龙头于 18 年开始布局整装渠道，整装业务对收入的贡献度逐年提升。第二梯队品牌仍处于持续开店趋势中；**3) 零售渠道-同店：**橱柜单店提货额出现下调压力，衣柜经销渠道单店提货额大多数出现持平或提升。19 年司米橱柜单店提货额首次出现超过志邦和金牌，而欧派衣柜单店提货额几乎与索菲亚衣柜单店提货额相当；**4) 零售渠道-品类：**拓品类是零售渠道增长的核心驱动力。欧派衣柜/司米橱柜/金牌衣柜/我乐全屋定制对 2019 年总营收增量的贡献分别为 50%、38%、58%、40%和 45%。**建议关注大宗+整装渠道发力的龙头企业【欧派家居】，以及品类红利和大宗高成长【志邦家居】。**

■ **软体：内需存韧性，外需短期探底。**伴随内销回暖及海外产能起量带动外销边际改善，A 股软体板块 2019 年下半年业绩回暖，全年节奏先抑后扬。分品类看，增长结构多元化趋势明显，顾家床类产品内生增速 15%以上、梦百合电动床迅速放量。分市场看，内销 2019 年下半年明显回暖，龙头内销具备韧性；外销受疫情影响短期需求探底，订单集中化长期趋势不变。2020Q1，顾家家居、梦百合、喜临门收入分别下滑 7%、增长 34.4%、下滑 13.6%，软体板块业绩表现优于定制。**内销边际改善，外销需求短期冲击逐步 price in，迎长线布局良机。**伴随市场悲观预期逐步消化，建议关注内部治理优异、产品矩阵完善的【顾家家居】；海外产能设计规划完备、产能有序爬坡的【敏华控股】和【梦百合】；赛道优势明显、自主品牌持续恢复的【喜临门】。

■ **成品：工装板块高增长，格局仍具预期差。**受益精装房快速扩容的行业红利，业务结构以 B 端业务为主的工装企业 2019 年高增长。帝欧家居、江山欧派 2019 年收入增速分别为 29.3%、58%，**精装房投资逻辑持续验证，β 之外，板块龙头企业增速高于行业。**对比来看，2019 年以 C 端零售渠道为主的美克家居、大亚圣象营收承压。2020Q1，疫情背景下 B 端先于 C 端恢复，江山欧派保持 20%以上增长。β 之外，格局仍具预期差，**建议关注客户优势+规模效应提升的【帝欧家居】；客户储备资源丰富、供应链优势突出的【江山欧派】。**

■ **建议关注标的：**帝欧家居、欧派家居、志邦家居、蒙娜丽莎、晨光文具、太阳纸业、中顺洁柔

■ **风险提示：**原材料价格大幅上涨风险、宏观经济波动风险、行业政策变动风险

内容目录

轻工 2019 年基金持仓分析：持仓比例回升，超配造纸.....	- 5 -
轻工整体配置：持仓比有所回升，仍处低配区间	- 5 -
子板块配置：造纸重回超配区间，家居持续减持.....	- 6 -
家居：持仓比随景气度下滑，个股分化.....	- 6 -
造纸：盈利好转，持仓超配.....	- 7 -
包装：2019Q3 持仓比例开始回升.....	- 8 -
个股持仓：持仓风格偏爱稳健的消费龙头企业.....	- 9 -
年报&一季报业绩回顾：下半年业绩边际好转，估值探底回升.....	- 11 -
轻工行业年报&一季报业绩回顾.....	- 11 -
市场表现：估值探底回升，精装链标的涨幅居前	- 12 -
家居板块：先抑后扬	- 15 -
业绩小结：2019 年板块营收增速下滑，2020Q1 利润承压	- 15 -
定制：成长性在于大宗渠道和拓品类	- 18 -
软体：内销需求存韧性，疫情下外需短期探底.....	- 23 -
成品：B 端市场先于 C 端恢复，二季度展望向上.....	- 27 -
重点覆盖公司	- 30 -
风险提示.....	- 30 -
原材料价格上涨风险	- 30 -
地产景气程度下滑风险	- 30 -
行业政策变动风险	- 30 -

图表目录

图表 1：轻工行业基金持仓比与标配比（主动型基金）.....	- 5 -
图表 2：2020Q1 各行业基金持仓比排序（主动型基金）.....	- 5 -
图表 3：轻工子板块持仓比（主动型基金）.....	- 6 -
图表 4：轻工子板块超配比（主动型基金）.....	- 6 -
图表 5：家用轻工板块基金持仓比与标配比（主动型基金）.....	- 6 -
图表 6：2019 年基金持仓家用轻工个股 TOP15（全部持股口径）.....	- 7 -
图表 7：造纸板块基金持仓比与标配比（主动型基金）.....	- 7 -
图表 8：2019 年基金持仓造纸个股 TOP15（全部持股口径）.....	- 8 -
图表 9：包装印刷板块基金持仓比与标配比（主动型基金）.....	- 8 -
图表 10：2019 年基金持仓包装印刷个股 TOP15（全部持股口径）.....	- 9 -
图表 11：2018 年基金持仓轻工个股 TOP30（全部持股口径）.....	- 9 -
图表 12：2019 轻工及二级子板块主营业务收入增速.....	- 11 -

图表 13: 2019 轻工及二级子板块归母净利润增速.....	- 11 -
图表 14: 2020Q1 轻工及二级子板块收入增速.....	- 11 -
图表 15: 2020Q1 轻工及二级子板块归母净利润增速.....	- 11 -
图表 16: 轻工及二级子板块分季度收入增速.....	- 12 -
图表 17: 轻工及二级子板块分季度归母净利润增速.....	- 12 -
图表 18: 轻工制造 (SW 分类) 2019 年初至今涨跌幅 (%)	- 13 -
图表 19: 轻工及二级子板块 PE (ttm) 变动趋势.....	- 13 -
图表 20: 家具板块 (SW 分类) 指数表现.....	- 14 -
图表 21: 家具板块 (SW 分类) 2019 年初至今涨跌幅.....	- 14 -
图表 22: 31 家家居企业股价年初至今涨跌幅	- 14 -
图表 23: 家居板块营收规模 (亿元)	- 15 -
图表 24: 家居板块归母净利润情况 (亿元)	- 15 -
图表 25: 单季度家居板块营收规模 (亿元)	- 16 -
图表 26: 单季度家居板块归母净利润情况 (亿元)	- 16 -
图表 27: 9 家定制家居企业单季度营收及归母净利润增速对比	- 16 -
图表 28: 家居板块整体毛利率和净利率.....	- 17 -
图表 29: 家居板块费用率情况	- 17 -
图表 30: 定制家居企业单季度毛利率 (%)	- 17 -
图表 31: 定制家居企业单季度净利率 (%)	- 17 -
图表 32: 9 家定制家居企业预收账款 (亿元) 对比	- 17 -
图表 33: 大宗渠道对总收入增长贡献拆分.....	- 18 -
图表 34: 4 家定制企业零售业务增速出现放缓.....	- 18 -
图表 35: 2019 年定制家居第一梯队企业净开店	- 19 -
图表 36: 18-19 年欧派和尚品整装对收入的贡献度	- 19 -
图表 37: 定制三家企业经销商渠道开店和同店增长贡献拆分.....	- 19 -
图表 38: 第二梯队企业仍持续开店	- 20 -
图表 39: 橱柜经销商门店单店提货额 (万元/家)	- 21 -
图表 40: 衣柜经销商门店单店提货额 (万元/家)	- 21 -
图表 41: 拓品类对营收增长贡献拆分 (亿元)	- 21 -
图表 42: 定制龙头&家居制造企业收入单季度拟合.....	- 23 -
图表 43: 定制龙头&家居制造企业收入累计拟合.....	- 23 -
图表 44: A 股软体家居公司单季度营收及归母净利润增速对比	- 23 -
图表 45: 顾家、梦百合配套品收入规模及增速.....	- 24 -
图表 46: 顾家、梦百合配套品占比.....	- 24 -
图表 47: 顾家、敏华、梦百合、喜临门外销营收及增速 (亿元/港元)	- 24 -

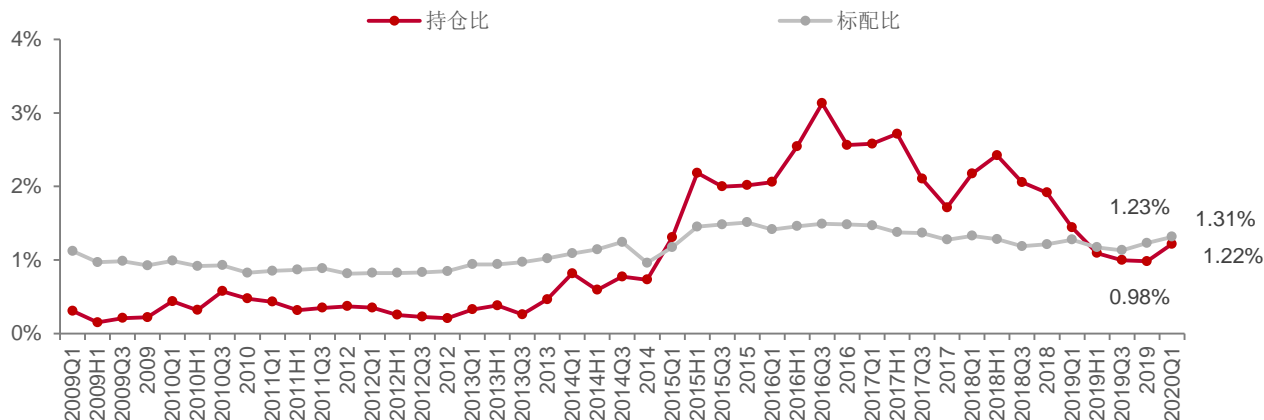
图表 48: 软体家居企业对美业务及海外产能情况梳理.....	- 25 -
图表 49: 顾家、敏华内销收入及增速 (亿元/港元).....	- 25 -
图表 50: 梦百合内销收入及增速.....	- 25 -
图表 51: A 股软体板块毛利率.....	- 26 -
图表 52: A 股软体板块净利率.....	- 26 -
图表 53: 顾家、梦百合、喜临门销售费用率.....	- 26 -
图表 54: A 股成品家居公司单季度营收及归母净利润增速对比	- 27 -
图表 55: 我国精装房渗透率不断提升.....	- 27 -
图表 56: 各线城市精装房渗透率.....	- 27 -
图表 57: 我国精装房开盘规模持续高速增长.....	- 28 -
图表 58: 各线城市精装房开盘量对比 (2019 年).....	- 28 -
图表 59: 国内外精装修发展现状对比.....	- 28 -
图表 60: 我国房地产行业集中度.....	- 29 -
图表 61: 部分大型房企精装修比例.....	- 29 -
图表 62: 建材、家电、家居工程渠道集中度对比	- 29 -
图表 63: 重点覆盖公司中报业绩一览表.....	- 30 -

轻工 2019 年基金持仓分析：持仓比例回升，超配造纸

轻工整体配置：持仓比有所回升，仍处低配区间

- **2019 年轻工板块持仓靠后，2020Q1 有所回升。**在主动型基金中，2019 年轻工行业基金持仓比为 0.98%，在 28 个行业中排名 21。2020Q1 轻工行业基金持仓比 1.22%，28 个行业中排名 20，2020Q1 持仓比和排名有所回升。
- **2019 年至今轻工处低配区间，2020Q1 趋势收敛。**轻工板块在主动基金持仓中从 2019Q1 开始处于低配区间，2019 年标配比 1.23%，对应 0.98% 持仓比低配 0.25pct.，2020Q1 标配比 1.31%，对应 1.22% 持仓比低配 0.1pct.，差额缩小，趋势收敛。

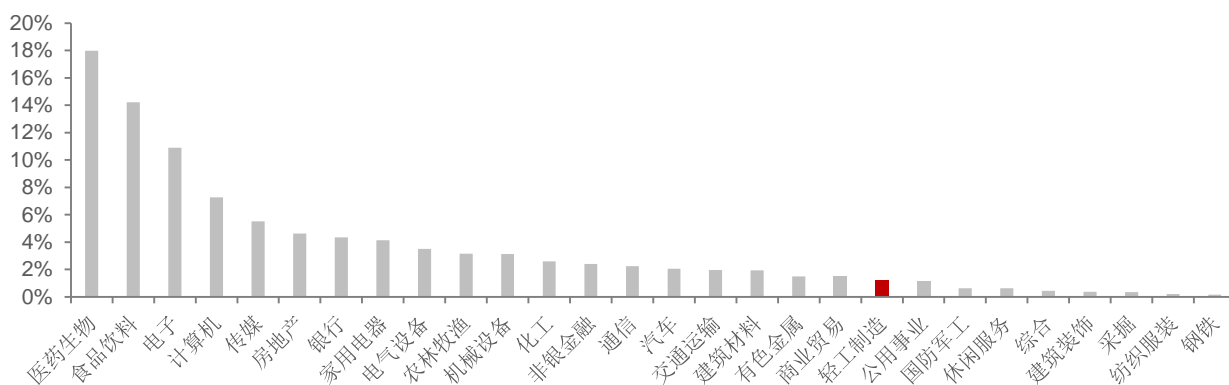
图表 1：轻工行业基金持仓比与标配比（主动型基金）



来源：wind、中泰证券研究所

备注：主动型基金统计口径为普通股票型+偏股混合型+灵活配置型基金

图表 2：2020Q1 各行业基金持仓比排序（主动型基金）

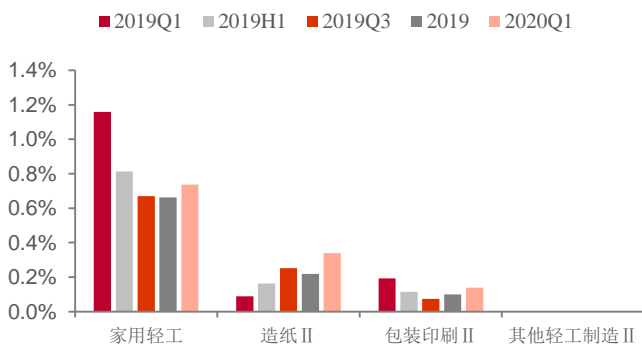


来源：wind、中泰证券研究所

子板块配置：造纸重回超配区间，家居持续减持

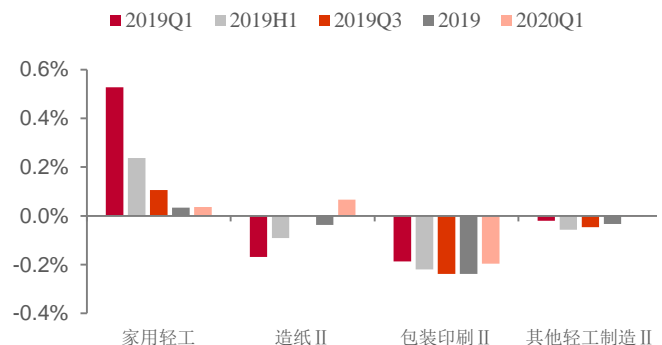
- 轻工二级子板块中,家用轻工/造纸/包装印刷/其他轻工 2019 年主动型基金持仓比例分别为 0.66%/0.22%/0.1%/0%; 2020Q1, 子板块主动型基金持仓比例分别为 0.74%/0.34%/0.14%/0%, 均不同程度上升。参照标配比, 造纸板块 2020Q1 回到超配区间; 终端竞争加剧叠加需求分流, 2019 年主动型基金持续减持家居板块, 2020Q1 有所回升。

图表 3: 轻工子板块持仓比 (主动型基金)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 4: 轻工子板块超配比 (主动型基金)

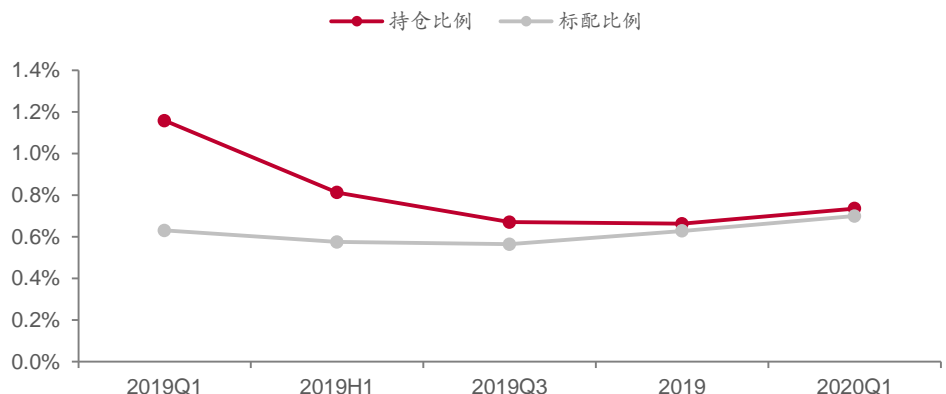


来源: wind、中泰证券研究所

家居：持仓比随景气度下滑，个股分化

- 竣工修复+地产回暖, 2020Q1 持仓比例回升。2018Q2 起伴随地产遇冷, 整体家用轻工板块持仓比例随家居市场景气度下行, 2019 年下半年竣工修复背景下, 板块持仓降幅逐季减缓, 2020Q1 出现回升。

图表 5: 家用轻工板块基金持仓比与标配比 (主动型基金)



来源: wind、中泰证券研究所

- 个股来看, 持仓与业绩具备一致性, 消费白马和具备业绩确定性的企业得到青睐。2019 持仓基金数前 5 名为: 晨光文具、欧派家居、索菲亚、顾家家居和周大生。持股占流通股比例前 5 名为: 尚品宅配、江山欧派、

帝欧家居、欧派家居和周大生。其中，晨光文具和志邦家居持仓基金数量增加最多，大亚圣象持仓基金数量显著下降；帝欧家居和齐心集团基金持股占流通股比例大幅增加，顾家家居、梦百合持股占流通股比例下降主要系首发原股东限售股份解禁流通所致。

图表 6: 2019 年基金持仓家用轻工个股 TOP15 (全部持股口径)

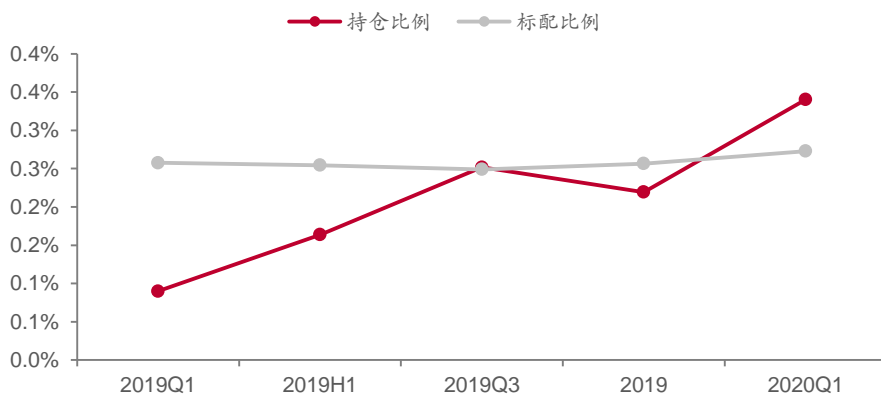
代码	名称	持有基金数	半年度基金数变动	持股总量(万股)	半年度持股变动(万股)	持股占流通股比(%)	半年度持股占流通股比变动(%)	持股总市值(万元)
603899.SH	晨光文具	363	74	10,961	-992	11.9	-1.1	532,729
603833.SH	欧派家居	290	10	2,277	-347	24.1	-4.4	266,435
002572.SZ	索菲亚	193	-7	7,371	-2,862	11.6	-4.2	154,423
603816.SH	顾家家居	172	-8	3,498	547	6.0	-16.6	159,958
002867.SZ	周大生	137	9	5,184	758	21.0	-5.9	98,659
600612.SH	老凤祥	131	-1	2,320	-105	7.3	-0.3	110,455
002798.SZ	帝欧家居	101	12	5,055	1,130	25.0	5.7	126,502
603801.SH	志邦家居	84	48	1,169	287	10.2	2.6	27,237
603313.SH	梦百合	82	23	1,441	140	4.4	-7.2	30,415
300616.SZ	尚品宅配	81	8	1,882	-205	27.2	-3.4	140,265
603208.SH	江山欧派	65	13	810	-189	26.3	-6.1	41,284
000910.SZ	大亚圣象	60	-30	5,380	-1,018	9.8	-2.0	75,263
603008.SH	喜临门	60	41	1,670	552	4.3	0.8	25,837
002605.SZ	姚记科技	54	2	1,415	872	5.2	3.1	27,519
002301.SZ	齐心集团	30	-17	6,747	3,012	10.5	4.7	80,531

来源: wind、中泰证券研究所

造纸: 盈利好转, 持仓超配

- 持仓比例持续回升。在经历了周期低迷之后, 2019 年下半年随着原材料价格下跌和部分纸种纸价回升, 纸企盈利能力改善, 行业景气度有望上行, 持仓比例总体回升, 2020Q1 回到超配区间。

图表 7: 造纸板块基金持仓比与标配比 (主动型基金)



来源: wind、中泰证券研究所

- 个股来看，行业龙头太阳纸业、山鹰纸业、中顺洁柔受青睐。2019 年持仓基金数前 5 名为：太阳纸业、山鹰纸业、中顺洁柔、晨鸣纸业和华泰股份。持股占流通股比例前 5 名为：太阳纸业、中顺洁柔、恒丰纸业、山鹰纸业和齐峰新材。太阳纸业、山鹰纸业持仓基金数增加最多，中顺洁柔遭减持。

图表 8: 2019 年基金持仓造纸个股 TOP15 (全部持股口径)

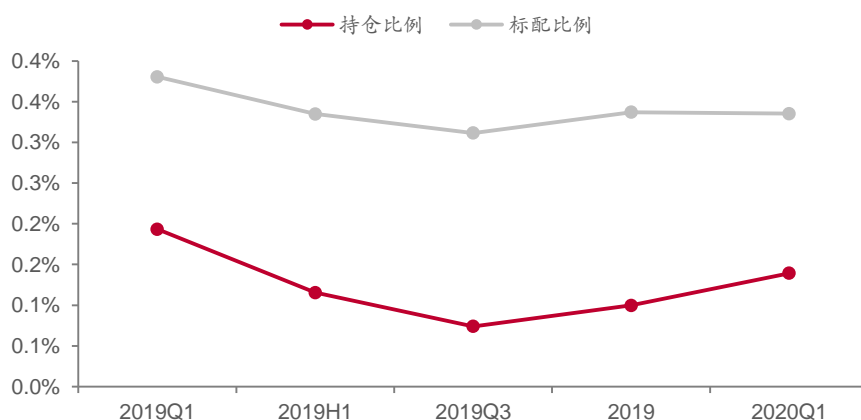
代码	名称	持有基金数	半年度基金数变动	持股总量(万股)	半年度持股变动(万股)	持股占流通股比(%)	半年度持股占流通股比变动(%)	持股总市值(万元)
002078.SZ	太阳纸业	239	82	33,427	6,917	13.0	2.6	328,925
600567.SH	山鹰纸业	161	84	20,754	13,239	4.5	2.9	78,241
002511.SZ	中顺洁柔	147	-47	11,936	-8,829	9.4	-6.9	151,110
000488.SZ	晨鸣纸业	82	10	5,054	1,052	3.0	0.6	25,724
600308.SH	华泰股份	28	-29	1,937	-880	1.7	-0.8	8,892
603165.SH	荣晟环保	21	3	65	-17	1.5	-0.4	1,105
603733.SH	仙鹤股份	17	3	37	34	0.6	0.5	524
600433.SH	冠豪高新	16	6	1,647	-787	1.3	-0.6	5,452
600356.SH	恒丰纸业	16	11	1,975	905	6.6	3.0	15,304
600966.SH	博汇纸业	16	0	535	-1,060	0.4	-0.8	2,839
002521.SZ	齐峰新材	13	3	1,733	1,249	4.1	2.9	10,329
002235.SZ	安妮股份	10	0	398	-249	0.8	-0.5	3,429
600963.SH	岳阳林纸	9	0	58	-25	0.1	0.0	259
002067.SZ	景兴纸业	7	-3	69	32	0.1	0.0	231
600103.SH	青山纸业	6	1	29	-37	0.0	0.0	60

来源: wind、中泰证券研究所

包装: 2019Q3 持仓比例开始回升

- 上游成本回落及需求上升预期带动包装印刷板块持仓比例回升。

图表 9: 包装印刷板块基金持仓比与标配比 (主动型基金)



来源: wind、中泰证券研究所

- 个股来看，核心关注劲嘉股份和裕同科技。2019 年持仓基金数前 5 名为：劲嘉股份、裕同科技、O.R.G.、集友股份和吉宏股份。持股占流通股

股比例前 5 名为：裕同科技、吉宏股份、集友股份、永新股份和劲嘉股份。客户多元化和社会化包装放量带动业绩高成长的裕同科技受机构青睐。

图表 10：2019 年基金持仓包装印刷个股 TOP15（全部持股口径）

代码	名称	持有基金数	半年度基金数变动	持股总量(万股)	半年度持股变动(万股)	持股占流通股比(%)	半年度持股占流通股比变动(%)	持股总市值(万元)
002191.SZ	劲嘉股份	138	-22	4,486	-3,675	3.5	-2.9	51,189
002831.SZ	裕同科技	132	43	3,780	1,314	8.9	-0.6	100,363
002701.SZ	奥瑞金	94	-14	7,883	-2,319	3.4	-1.0	34,763
603429.SH	集友股份	46	-	615	390	4.8	-	21,711
002803.SZ	吉宏股份	38	-3	907	251	7.7	-0.7	24,012
002969.SZ	嘉美包装	36	-	11	11	0.1	-	133
600210.SH	紫江企业	31	13	1,028	376	0.7	0.2	3,875
601515.SH	东风股份	27	-6	598	-1,323	0.4	-1.0	4,040
002014.SZ	永新股份	23	-5	2,381	1,254	4.8	2.5	23,145
002303.SZ	美盈森	21	2	2,765	-855	3.0	0.6	14,684
603058.SH	永吉股份	18	12	36	31	0.2	0.1	264
002117.SZ	东港股份	17	-16	254	-725	0.5	-1.3	3,164
002243.SZ	通产丽星	14	11	49	26	0.1	0.1	731
002522.SZ	浙江众成	11	0	27	-15	0.0	0.0	167
600076.SH	康欣新材	11	-2	184	2	0.2	0.0	807

来源：wind、中泰证券研究所

个股持仓：持仓风格偏爱稳健的消费龙头企业

- 2019 年轻工个股持有基金数前 5 名分别为：晨光文具、欧派家居、太阳纸业、索菲亚、顾家家居。持股占流通股比例前 5 名为：尚品宅配（27.2%）、江山欧派（26.3%）、帝欧家居（25%）、欧派家居（24.1%）、周大生（21%）。
- 其中，中顺洁柔、大亚圣象、华泰股份遭大幅减持，山鹰纸业、太阳纸业、帝欧家居获增，整体轻工持仓偏爱具备业绩确定性的消费龙头。

图表 11：2018 年基金持仓轻工个股 TOP30（全部持股口径）

代码	名称	持有基金数	半年度基金数变动	持股总量(万股)	半年度持股变动(万股)	持股占流通股比(%)	半年度持股占流通股比变动(%)	持股总市值(万元)
603899.SH	晨光文具	363	74	10,961	-992	11.9	-1.1	532,729
603833.SH	欧派家居	290	10	2,277	-347	24.1	-4.4	266,435
002078.SZ	太阳纸业	240	83	33,427	6,918	13.0	2.6	328,926
002572.SZ	索菲亚	193	-7	7,371	-2,862	11.6	-4.2	154,423
603816.SH	顾家家居	172	-8	3,498	547	6.0	-16.6	159,958
600567.SH	山鹰纸业	162	85	20,755	13,241	4.5	2.9	78,248
002511.SZ	中顺洁柔	147	-47	11,936	-8,829	9.4	-6.9	151,110
002191.SZ	劲嘉股份	138	-22	4,486	-3,675	3.5	-2.9	51,189
002867.SZ	周大生	137	9	5,184	758	21.0	-5.9	98,659
002831.SZ	裕同科技	132	43	3,780	1,314	8.9	-0.6	100,363
600612.SH	老凤祥	131	-1	2,320	-105	7.3	-0.3	110,455
002798.SZ	帝欧家居	101	12	5,055	1,130	25.0	5.7	126,502
002701.SZ	奥瑞金	94	-14	7,883	-2,319	3.4	-1.0	34,763
603801.SH	志邦家居	84	48	1,169	287	10.2	2.6	27,237
000488.SZ	晨鸣纸业	82	10	5,054	1,052	3.0	0.6	25,724
603313.SH	梦百合	82	23	1,441	140	4.3	-7.2	30,415
300616.SZ	尚品宅配	81	8	1,882	-205	27.2	-3.4	140,265
603208.SH	江山欧派	65	13	810	-189	26.3	-6.1	41,284
000910.SZ	大亚圣象	60	-30	5,380	-1,018	9.8	-2.0	75,263
603008.SH	喜临门	60	41	1,670	552	4.3	0.8	25,837
002605.SZ	姚记科技	54	2	1,415	872	5.2	3.1	27,519
603429.SH	集友股份	46	29	615	390	4.8	3.1	21,711
002803.SZ	吉宏股份	38	-3	907	251	7.7	-0.7	24,012
002969.SZ	嘉美包装	36	-	11	11	0.1	-	133
600210.SH	紫江企业	31	13	1,028	376	0.7	0.2	3,875
002301.SZ	齐心集团	30	-17	6,747	3,012	10.5	4.7	80,531
600308.SH	华泰股份	28	-29	1,937	-880	1.7	-0.8	8,892
601515.SH	东风股份	27	-6	598	-1,323	0.4	-1.0	4,040
603610.SH	麒盛科技	26	-	33	33	0.9	-	1,528
600135.SH	乐凯胶片	23	21	207	204	0.6	0.5	1,475

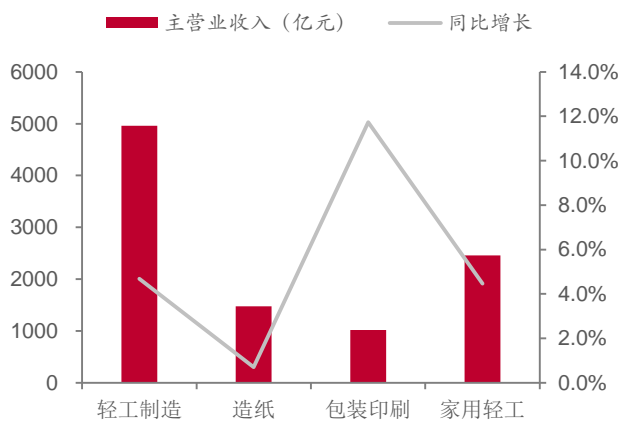
来源: wind、中泰证券研究所

年报&一季报业绩回顾：下半年业绩边际好转，估值探底回升

轻工行业年报&一季报业绩回顾

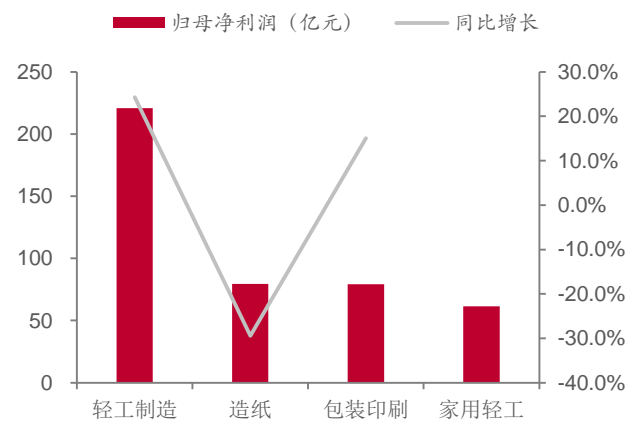
- **业绩总览:**2019 年轻工制造行业上市公司实现主营业务收入 4959 亿元，同比增长 4.7%。其中家用轻工、造纸和包装印刷板块占比分别为 49.5%、29.7%和 20.6%。从子版块表现看，家用轻工板块 2019 年营收同比增长 4.5%，造纸板块增长 0.7%，包装印刷板块营收增长 11.7%。2020Q1 轻工制造板块营收 971 亿元，同比下降 12.7%，家用轻工、造纸和包装印刷板块分别同比下滑 14.7%、10.6%、10.9%。
- 2019 年轻工制造行业上市公司合计实现归母净利润 221 亿元，同比增长 24.3%，其中包装印刷归母净利润增长 15.1%，造纸板块同比下降 29.4%，家用轻工板块扭亏。2020Q1 轻工制造板块净利润 38.6 亿元，同比下降 29.2%，其中家用轻工、造纸和包装印刷板块分别同比下滑 58.1%、增长 11%、下滑 33.7%。

图表 12：2019 轻工及二级子板块主营业务收入增速



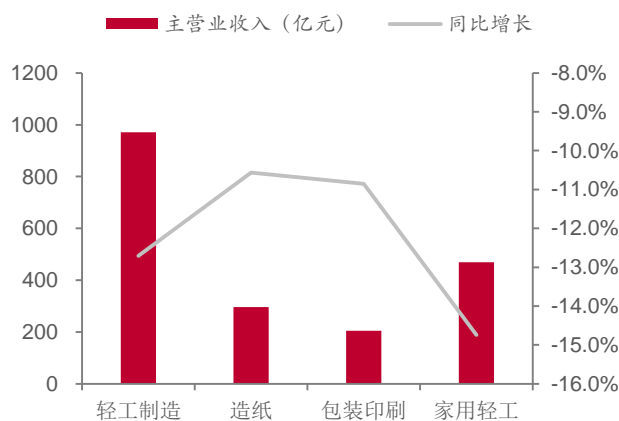
来源：wind、中泰证券研究所

图表 13：2019 轻工及二级子板块归母净利润增速



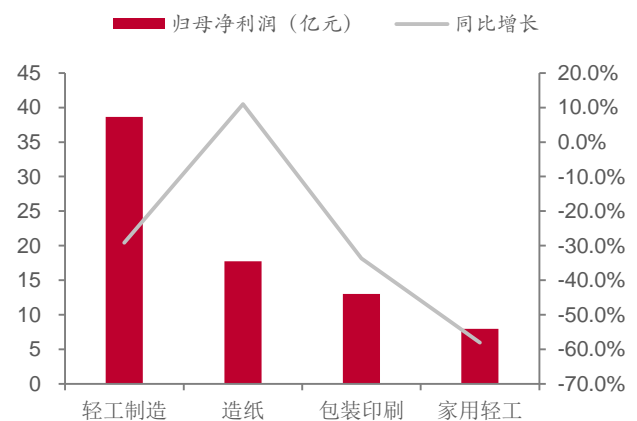
来源：wind、中泰证券研究所

图表 14：2020Q1 轻工及二级子板块收入增速



来源：wind、中泰证券研究所

图表 15：2020Q1 轻工及二级子板块归母净利润增速



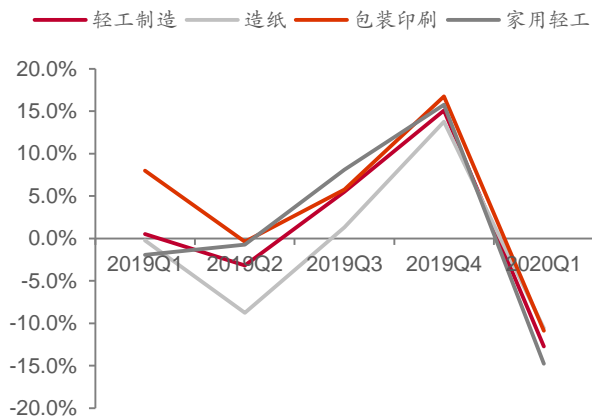
来源：wind、中泰证券研究所

- **季度趋势分析:** 收入增速回升，包装印刷利润增速好转。分季度看，

19Q1-20Q1 轻工制造行业营收增速分别为 0.5%/-3.3%/5.5%/15.1%/-12.7%，收入端 19Q4 增速显著好转，但 20Q1 受疫情影响同比负增长。从子版块表现看，家用轻工板块 19Q1-20Q1 营收增速分别为-1.9%/-0.7%/8.1%/15.7%/-14.7%，2019 年逐季加速；造纸板块 19Q1-20Q1 增速分别为-0.2%/-8.8%/1.3%/13.7%/-10.6%，下半年板块需求呈现好转趋势；包装印刷板块 19Q1-20Q1 营收增速分别为 8%/-0.4%/5.8%/16.7%/-10.9%。

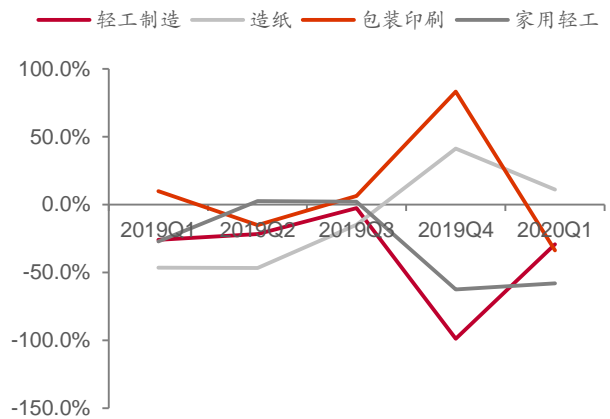
- 利润端，19Q1-20Q1 轻工制造行业归母净利润增速分别为 -25.9%/-22%/-2.6%/-98.7%（亏损收窄）/-29.2%。其中家用轻工板块 19Q1-20Q1 归母净利润增速则分别为 -27.1%/2.5%/2.2%/-62.5%/-58.1%；造纸 19Q1-20Q1 归母净利润增速分别为 -46.4%/-46.8%/-14.8%/41.2%/11%；包装印刷板块 19Q1-20Q1 归母净利润增速分别为 9.9%/-15.1%/6.3%/83.1%/-33.7%。

图表 16：轻工及二级子板块分季度收入增速



来源：wind、中泰证券研究所

图表 17：轻工及二级子板块分季度归母净利润增速



来源：wind、中泰证券研究所

市场表现：估值探底回升，精装链标的涨幅居前

- 轻工相对于沪深 300：2019 年年初至 2020 年 4 月 30 日，申万一级行业轻工制造累计上涨 10.89%（其中 2020 年年初至 4 月 30 日累计下跌 7.03%），同期沪深 300 指数累计上涨 29.96%（其中 2020 年年初至 4 月 30 日累计下跌 4.49%），轻工制造整体表现弱于沪深 300。

图表 18: 轻工制造 (SW 分类) 2019 年初至今涨跌幅 (%)



来源: wind、中泰证券研究所

- **板块估值探底回升。**轻工各板块整体呈现出估值中枢下移的情况，自 2015 年牛市结束后板块市盈率持续走低，2018 年受大盘整体低迷影响板块估值延续下滑态势，2019 年开始呈现回升状态。当前轻工行业 PE (ttm) 为 23 倍，18 年底为 17 倍。从子版块看，家用轻工板块 PE (ttm) 由 18 年年底的 21 倍升至 26 倍，造纸板块由 9 倍升至 15 倍，包装印刷板块由 24 倍升至 26 倍。

图表 19: 轻工及二级子板块 PE (ttm) 变动趋势



来源: wind、中泰证券研究所

- **家具板块:** 2019 年初至 2020 年 4 月 30 日，申万三级子版块家具板块累计上涨 13.27%，跑赢轻工制造 (10.89%)，低于沪深 300 (29.96%)。经历 1-3 月的大幅上涨，家具板块 2019 年 4 月起步入盘整，2019 年下半年开始，地产竣工端回暖带动家居板块业绩修复预期提升，指数市场表现向上震荡修复。

图表 20: 家具板块 (SW 分类) 指数表现


来源: wind、中泰证券研究所

图表 21: 家具板块 (SW 分类) 2019 年初至今涨跌幅


来源: wind、中泰证券研究所

- 对比 31 家家居公司 2020 年初至今涨跌幅: 精装标的江山欧派、帝欧家居及业绩高增长的梦百合涨幅居前。精装房高景气度可持续, 带动板块标的业绩高增长, 对应具备客户优势+成本优势的帝欧家居, 客户储备资源丰厚+供应链优势突出的江山欧派。

图表 22: 31 家家居企业股价年初至今涨跌幅

排名	简称	2020 年初至今涨跌幅	排名	简称	2020 年初至今涨跌幅	排名	简称	2020 年初至今涨跌幅
1	江山欧派	122.68%	12	美克家居	-8.58%	23	永安林业	-18.54%
2	中源家居	41.07%	13	德尔未来	-8.82%	24	大亚圣象	-21.02%
3	帝欧家居	15.77%	14	丰林集团	-8.83%	25	顶固集创	-21.36%
4	我乐家居	9.97%	15	欧派家居	-9.09%	26	菲林格尔	-21.50%
5	梦百合	7.34%	16	尚品宅配	-9.35%	27	恒林股份	-24.40%
6	威华股份	2.77%	17	皮阿诺	-11.28%	28	爱丽家居	-25.19%
7	志邦家居	-1.25%	18	好太太	-12.40%	29	喜临门	-30.45%
8	永艺股份	-4.56%	19	顾家家居	-12.84%	30	*ST 亚振	-38.70%
9	金牌厨柜	-6.57%	20	麒盛科技	-15.35%	31	宜华生活	-42.42%
10	浙江永强	-6.92%	21	曲美家居	-15.67%			

11	索菲亚	-7.38%	22	好莱客	-16.83%			
----	-----	--------	----	-----	---------	--	--	--

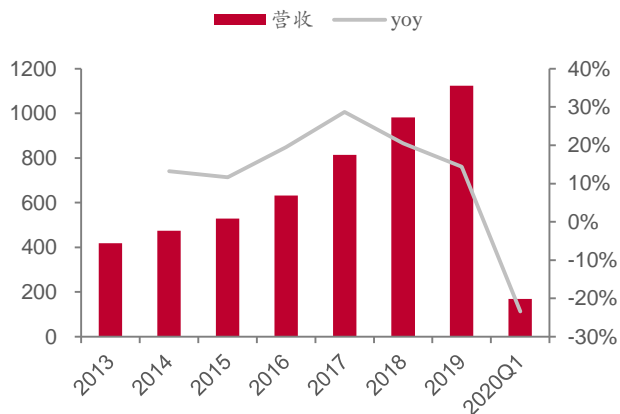
来源:wind、中泰证券研究所

家居板块：先抑后扬

业绩小结：2019 年板块营收增速下滑，2020Q1 利润承压

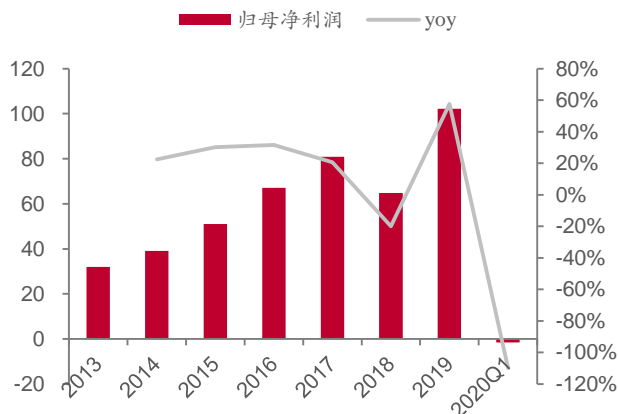
- **2019 年营收增速有所下滑，2020Q1 利润影响大于收入。**我们在申万分类三级子板块家具的基础上统计了包含帝欧家居在内的 31 家 A 股家居公司业绩。2019 年 31 家家居公司合计实现营业收入 1122.99 亿元，同比增长 14.4%，实现归母净利润 102.22 亿元，同比增长 57.6%；2020 年 Q1 受疫情影响，实现营业收入 169.6 亿元，同比下降 23.4%，实现归母净利润-1.54 亿元，同比下降 110.6%。

图表 23：家居板块营收规模（亿元）



来源: wind、中泰证券研究所

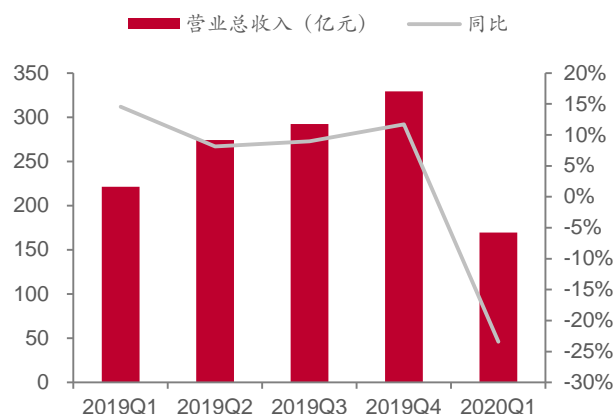
图表 24：家居板块归母净利润情况（亿元）



来源: wind、中泰证券研究所

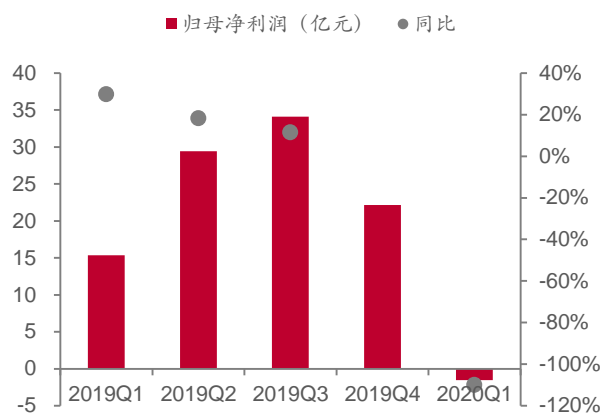
- **季度业绩：受疫情影响，20Q1 收入大幅下滑，出现普遍亏损。**分季度来看，2019 年 Q1/Q2/Q3/Q4 家居板块营收同比增速分别为 14.6%/8.1%/8.9%/11.7%，三季度开始环比改善；归母净利润 2019 年 Q1/Q2/Q3/Q4 同比增速分别为 29.7%/18.2%/11.5%/3140.3%，2019Q4 利润同比值异常主要系 2018Q4 喜临门和永安林业计提大额减值导致低基数所致。2020Q1 家居板块营收下滑 23%，利润下滑 110%。

图表 25: 单季度家居板块营收规模 (亿元)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 26: 单季度家居板块归母净利润情况



来源: wind、中泰证券研究所

- **定制板块 2019&2020Q1 收入: 渠道、品类、品牌决定抗风险力。**2019 年, 欧派家居、索菲亚、志邦家居、尚品宅配、皮阿诺、好莱客、金牌厨柜、我乐家居、顶固集创 9 家企业收入增速分别为 17.6%、5.1%、21.7%、9.3%、32.5%、4.3%、4.3%、24.9%、23.1%、11.9%。单季度来看, 2020Q1 志邦、金牌、我乐、皮阿诺等大宗渠道占比较高、衣柜品类放量的企业收入表现优于衣柜零售企业。对比年报, 2020Q1 定制板块延续震荡分化, 大宗渠道及拓品类较好的企业收入表现较优。此外, 2020Q1 受疫情影响, 板块收入承压、折旧摊销等费用刚性, 板块整体利润表现弱于收入表现。

图表 27: 9 家定制家居企业单季度营收及归母净利润增速对比

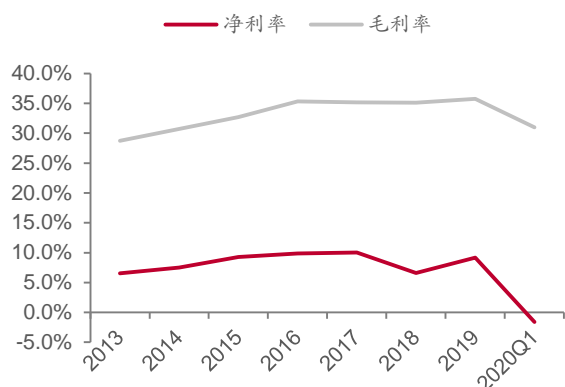
代码	简称	营收同比增长率(%)					归母净利润同比增长率 (%)				
		2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
603833	欧派家居	15.6	12.5	20.1	20.7	-35.1	25.1	13.5	14.7	24.1	-210.3
002572	索菲亚	-4.7	12.2	2.4	7.7	-35.6	3.7	6.8	1.9	33.8	-115.5
603801	志邦家居	5.2	13.3	16.9	43.7	-21.2	4.9	21.4	13.1	39.0	-241.3
300616	尚品宅配	15.7	5.6	8.4	9.8	-47.5	31.6	18.9	1.4	4.8	-589.3
002853	皮阿诺	16.3	31.5	35.6	39.2	-15.5	16.1	24.7	20.2	28.6	-74.1
603898	好莱客	5.2	3.0	0.6	8.8	-48.3	8.2	-24.2	-10.5	36.7	-144.8
603180	金牌厨柜	6.2	33.1	23.5	29.2	-3.9	2.7	18.7	7.5	21.4	-66.5
603326	我乐家居	22.6	23.1	25.6	21.0	5.4	116.2	89.1	12.2	59.3	230.5
300749	顶固集创	1.8	8.8	13.8	16.4	-54.0	-137.2	16.7	0.0	-0.2	-3812.5

来源:wind、中泰证券研究所

- **2019 年盈利能力小幅提升, 费用率保持高位, 2020Q1 板块净利率转负。**
 - 1) **费用率保持高位。**2019 年家居板块销售费用率 15.3%, 同比下降 0.3pct。加回研发费用后管理费用率维持高位, 同比下降 0.1pct. 至 9%。2020Q1 因为营收的大幅下滑费用率陡升。
 - 2) **2019 年毛利率向上, 盈利有所恢复。**受原材料成本下行及减税降费等利好, 2019 年家居板块综合毛利率 35.8% (+0.7pct.), 净利率 9.2% (+2.6pct.), 较去年同期

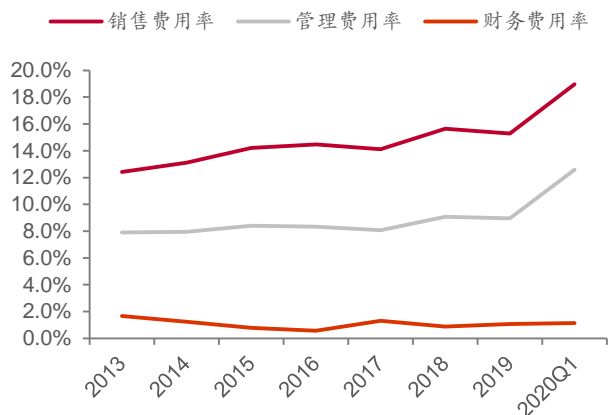
均有所提升。收入承压叠加费用刚性，2020Q1 板块净利率转负。

图表 28：家居板块整体毛利率和净利率



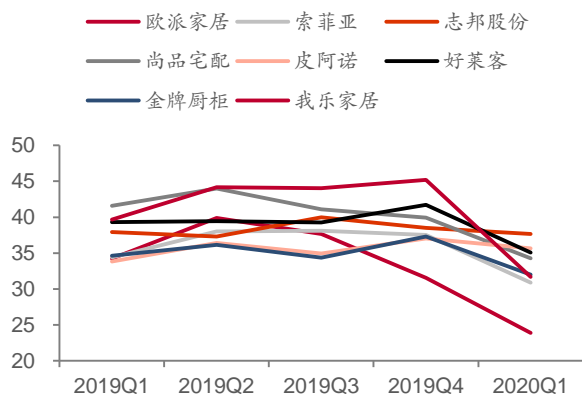
来源：wind、中泰证券研究所

图表 29：家居板块费用率情况



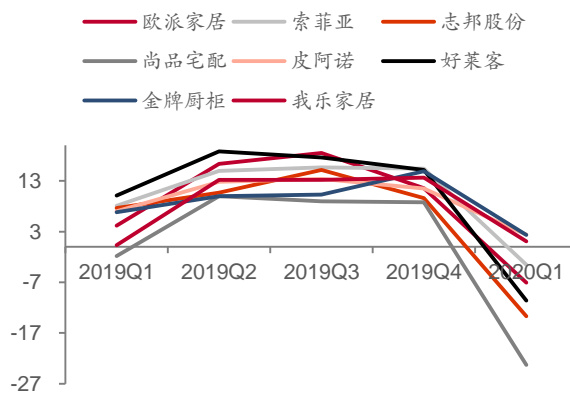
来源：wind、中泰证券研究所

图表 30：定制家居企业单季度毛利率 (%)



来源：wind、中泰证券研究所

图表 31：定制家居企业单季度净利率 (%)



来源：wind、中泰证券研究所

- 预收款角度：2020Q1 预收款出现分化，我乐家居、好莱客、皮阿诺、欧派家居预收款表现较好，同比增长 10%以上。

图表 32：9 家定制家居企业预收账款 (亿元) 对比

	预收款项					2020Q1	2020Q1-yoy
	2015	2016	2017	2018	2019		
欧派家居	7.51	10.8	13.81	12.77	11.6	9.08	16.55%
索菲亚	1.19	4.1	4.86	5.35	5.44	4.19	5.08%
志邦家居	2.03	3.26	4.74	3.77	3.7	2.58	0.98%
尚品宅配	6.3	7.7	10.61	12.7	13.19	10.78	-1.02%
皮阿诺	0.48	0.57	0.69	0.76	0.86	0.78	24.06%
好莱客	0.83	1.11	0.94	1.08	1.32	1.03	29.67%
金牌厨柜	1.25	1.48	1.92	2.37	3.03	1.93	-13.71%
我乐家居	0.29	0.55	1.14	1.41	2.22	1.82	37.68%

顶固集创	0.25	0.23	0.21	0.27	0.27	0.18	-17.27%
------	------	------	------	------	------	------	---------

来源:wind、中泰证券研究所

定制：成长性在于大宗渠道和拓品类

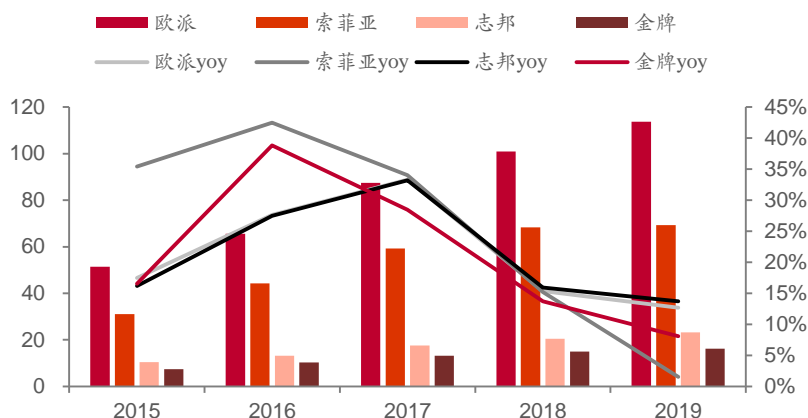
- **【1】工程渠道：大宗贡献度持续提升。**拆分欧派、索菲亚、志邦及金牌渠道数据，2019 年，欧派、索菲亚、志邦、金牌大宗渠道对总营收增长贡献分别为 37%、72%、47%和 71%，均较 2018 年全年水平显著提升。其中，索菲亚和金牌的对收入增长的贡献度已经超过 50%，较 2018 年有大幅提升。
- **零售渠道增速边际放缓。**从 2017 年开始，欧派、索菲亚、志邦及金牌的零售的增速均出现不同程度的放缓，但仍能实现正增长。2019 年欧派和志邦的零售业务均实现 10%+的增幅，索菲亚零售业务规模为 69 亿（+2%）。

图表 33：大宗渠道对总收入增长贡献拆分

		2015	2016	2017	2018	2019
欧派	总收入	56	71	97	115	135
	yoy	18%	27%	36%	19%	18%
	大宗业务	5	6	10	14	22
	yoy	24%	23%	68%	47%	53%
	大宗业务贡献度	11%	7%	15%	25%	37%
索菲亚	总收入	32	45	62	73	77
	yoy	35%	42%	36%	19%	5%
	大宗业务	1	1	2	5	8
	yoy	33%	17%	117%	105%	56%
	大宗业务贡献度	3%	1%	8%	22%	72%
志邦	总收入	12	16	22	24	30
	yoy	13%	32%	37%	13%	22%
	大宗业务	2	2	4	4	6
	yoy	-4%	64%	60%	-1%	64%
	大宗业务贡献度	-4%	25%	25%	-2%	47%
金牌	总收入	8	11	14	17	21
	yoy	14%	40%	31%	18%	25%
	大宗业务	0	1	1	2	5
	yoy	-15%	64%	70%	64%	149%
	大宗业务贡献度	-8%	9%	15%	30%	71%

来源: wind、中泰证券研究所

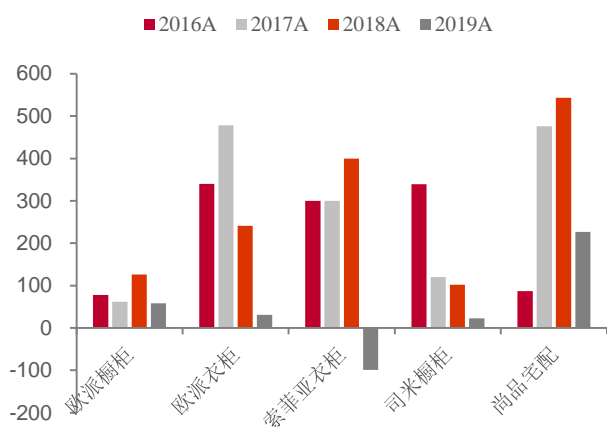
图表 34：4 家定制企业零售业务增速出现放缓



来源: wind、中泰证券研究所

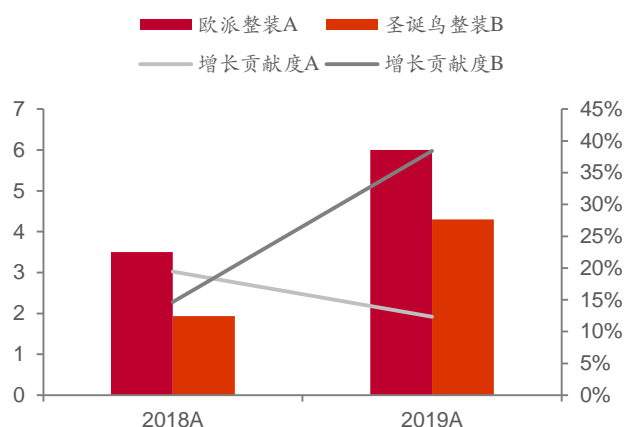
- **【2】零售渠道：第一梯队品牌开店放缓，经销门店调整和渠道延伸是主要方向。**定制家居第一梯队公司（欧派、索菲亚、尚品宅配）在 19 年均出现开店放缓。索菲亚衣柜在 19 年进入调整期，出现净关店；从新开店贡献度来看，19 年尚品净新开加盟商店 227 家，属于第一梯队公司中开拓门店最多的企业，新开店实现 6% 的增长。
- **定制龙头于 18 年开始布局整装渠道，整装业务对收入的贡献度逐年提升。**由于传统零售渠道客流冲击较为明显，其中家装公司作为前置入口，尚品和欧派在行业内率先开展渠道变革，于 2018 年开始试点推进整装业务。2019 年欧派和尚品的整装业务分别实现营业收入 6 亿/4.3 亿，对收入增量的贡献度分别为 12% 和 38%。

图表 35：2019 年定制家居第一梯队企业净开店



来源: wind、中泰证券研究所

图表 36：18-19 年欧派和尚品整装对收入的贡献度



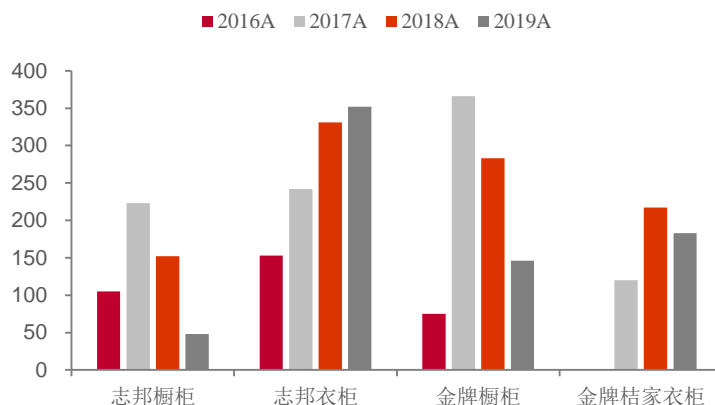
来源: wind、中泰证券研究所

图表 37：定制三家企业经销商渠道开店和同店增长贡献拆分

	指标	2015	2016	2017	2018	2019
欧派家居	橱柜经销收入增速	10%	5%	20%	3%	-1%
	净开店贡献	2%	2%	1%	3%	1%
	存量门店贡献	8%	4%	18%	0%	-3%
	存量门店单店提货额增长	8%	1%	16%	-1%	-5%
	衣柜经销收入增速	34%	55%	54%	22%	18%
索菲亚	净开店贡献	4%	11%	13%	6%	1%
	存量门店贡献	30%	43%	41%	16%	17%
	存量门店单店提货额增长	28%	29%	14%	-2%	11%
	橱柜经销收入增速	34%	27%	37%	14%	-8%
	净开店贡献	4%	8%	6%	9%	0%
尚品宅配	存量门店贡献	30%	20%	31%	5%	-8%
	存量门店单店提货额增长	29%	11%	17%	-4%	-15%
	橱柜经销收入增速	604%	377%	43%	20%	20%
	净开店贡献		14%	14%	6%	1%
	存量门店贡献	604%	363%	29%	14%	19%
	存量门店单店提货额增长		312%	-38%	9%	11%
尚品宅配	经销收入增速	52%	25%	41%	30%	6%
	净开店贡献	3%	4%	16%	16%	6%
	存量门店贡献	48%	21%	24%	14%	0%
	存量门店单店提货额增长	47%	13%	12%	-9%	-12%

来源: wind、中泰证券研究所

- **第二梯队品牌仍处于持续开店趋势中。**由于第二梯队品牌（志邦、金牌等）企业的存量门店基数较小，19 年志邦和金牌经销商门店分别净新开 400/329 家。

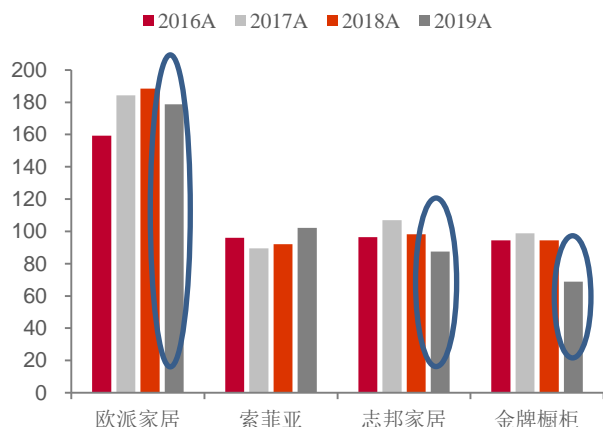
图表 38: 第二梯队企业仍持续开店


来源: wind、中泰证券研究所

- **橱柜单店提货额出现下调压力，衣柜经销渠道单店提货额大多数出现持平或提升。**1) 由于大宗业务分流，橱柜单店提货出现压力，除司米橱柜外，橱柜前三家品牌单店提货额均出现下滑。同时值得注意的是，司

米橱柜单店提货额首次超过志邦和金牌；2) 除索菲亚外，衣柜单店提货额均出现同比持平或提升，欧派衣柜单店提货额几乎与索菲亚衣柜单店提货额相当；3) **龙头绝对额领先**。欧派橱柜和衣柜、索菲亚衣柜头部企业领先身位不变，提货额分别为 179 万/200 万/203 万。

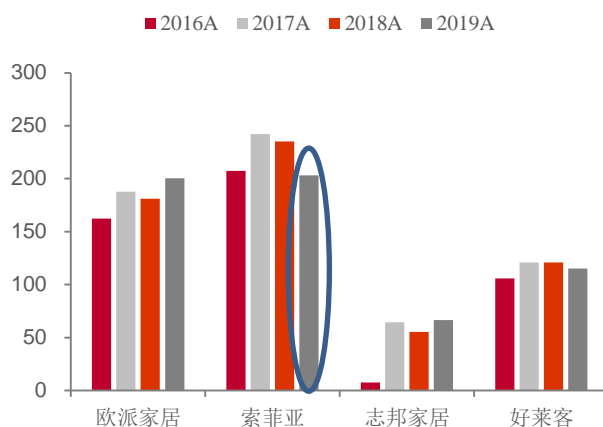
图表 39: 橱柜经销商门店单店提货额 (万元/家)



来源: wind、中泰证券研究所

备注: 门店取本年和前一年加盟门店数平均值。欧派不含欧铂丽数据

图表 40: 衣柜经销商门店单店提货额 (万元/家)



来源: wind、中泰证券研究所

备注: 门店取本年和前一年度加盟门店数平均值。

- **拓品类是零售渠道增长的核心驱动力**。传统品类增长出现乏力，主要表现在同店无明显提升且新开店放缓，同期品类拓展带来的收入贡献明显。欧派衣柜/司米橱柜/志邦衣柜/金牌衣柜/我乐全屋定制对 2019 年总营收增量的贡献分别为 50%、38%、58%、40%和 45%，对比 2018 年来看，除志邦和我乐外，其他公司对拓品类带来的业绩增长均有提升。其中，志邦则是因为 2018 年调整大宗客户结构造成收入增速有一定偏离于行业。

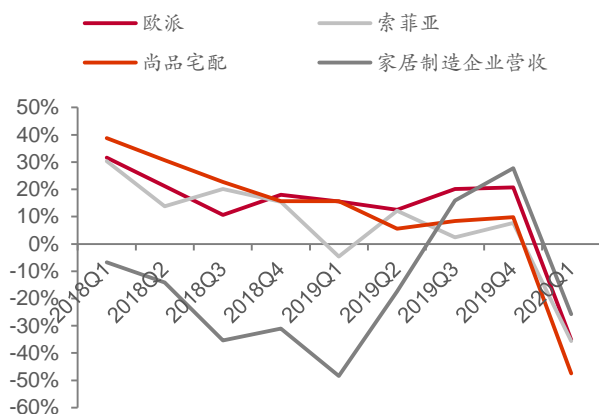
图表 41: 拓品类对营收增长贡献拆分 (亿元)

	品类	2015	2016	2017	2018	2019
欧派家居	总收入	56.1	71.3	97.1	115.1	135.3
	yoy	18%	27%	36%	19%	18%
	衣柜	13.4	20.2	33.0	41.5	51.7
	YOY	35%	51%	63%	26%	25%
	增长贡献	40%	45%	49%	47%	50%
尚品宅配	总收入	30.9	40.3	53.2	66.5	72.6
	yoy	61%	30%	32%	25%	9%
	配套产品	5.7	5.9	7.9	11.2	12.0
	YOY	105%	5%	33%	43%	7%
	增长贡献	25%	3%	15%	25%	13%
索菲亚	总收入	32.0	45.3	61.6	73.1	76.9
	yoy	35%	42%	36%	19%	5%
	橱柜	0.9	4.1	5.9	7.1	8.5
	YOY	625%	375%	43%	20%	20%
	增长贡献	9%	24%	11%	10%	38%
志邦家居	总收入	11.9	15.7	21.6	24.3	29.6
	yoy	13%	32%	37%	13%	22%
	衣柜	0.2	0.9	2.3	4.3	7.3
	YOY		314%	147%	91%	71%
	增长贡献	16%	18%	23%	74%	58%
金牌厨柜	总收入	7.8	11.0	14.4	17.0	21.3
	yoy	14%	40%	31%	18%	25%
	衣柜	0.0	0.0	0.2	1.4	3.1
	YOY				480%	121%
	增长贡献	0%	0%	7%	44%	40%
我乐家居	总收入	5.8	6.8	9.2	10.8	13.3
	yoy	11%	17%	35%	18%	23%
	衣柜	0.3	1.3	3.4	4.9	6.1
	YOY	286%	378%	161%	47%	23%
	增长贡献	34%	105%	87%	94%	45%

来源: wind、中泰证券研究所

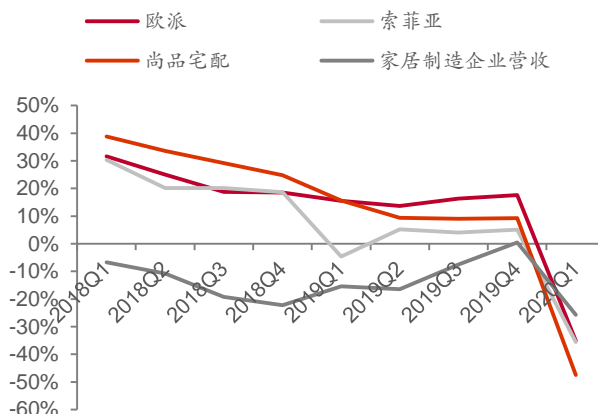
- **聚焦龙头-2019 年收入增长仍高于行业平均, 2020Q1 略有压力。**对比定制前三家营收增速与行业整体营收, 2018-2019Q2 单季度均高于行业, Q3 出现分化, 欧派在行业下行期通过调整终端策略增加返利促销, 三季度收入逆势增长 20%。4 季度由竣工逐步修复, 针对地产商的 2B 类型企业先于零售端占比较大的企业恢复, 所以 19Q4 和 20Q1 略微跑输行业。

图表 42: 定制龙头&家居制造企业收入单季度拟合



来源: wind、中泰证券研究所

图表 43: 定制龙头&家居制造企业收入累计拟合



来源: wind、中泰证券研究所

- 投资展望: 关注大宗+整装渠道发力的龙头企业【欧派家居】, 以及品类红利和大宗高成长【志邦家居】。

软体: 内销需求存韧性, 疫情下外需短期探底

- 2019 先抑后扬, 20Q1 软体板块内销需求保有韧性。2019 年, 顾家家居、梦百合、喜临门收入分别增长 20.95%、25.65%、15.68%, 伴随内销回暖及海外产能起量带动外销边际改善, A 股软体板块下半年业绩回暖, 全年节奏先抑后扬, 其中, 顾家全年内生业务保持正增长。2020 年一季度, 顾家家居、梦百合、喜临门收入分别下滑 7%、增长 34.4%、下滑 13.6%, 软体板块业绩表现优于定制, 体现需求韧性。此外, 由于 Q1 外销订单饱满, 产能全球化布局下受疫情影响较小, 叠加 Mor 并表, 梦百合在一季度实现 30%以上收入增长, 内生业务保持双位数增长。

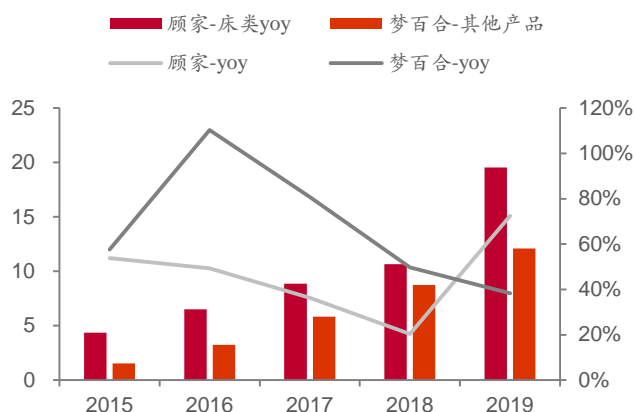
图表 44: A 股软体家居公司单季度营收及归母净利润增速对比

代码	简称	营收同比增长率(%)					归母净利润同比增长率(%)				
		2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
603816	顾家家居	32.8	16.1	17.9	19.4	-7.0	10.0	23.0	18.3	19.7	3.8
603008	喜临门	-5.6	25.9	16.9	21.9	-13.6	-56.0	86.6	267.5	115.6	-331.4
603313	梦百合	28.8	18.1	28.9	26.2	34.4	1547.3	123.9	52.2	49.6	6.5

来源:wind、中泰证券研究所

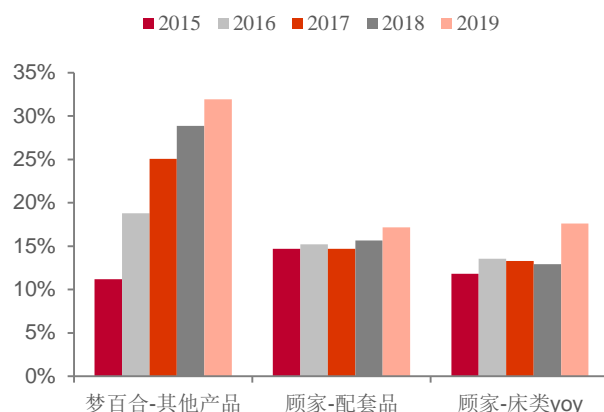
- 分品类: 增长结构多元化。2019 年, 顾家含玺堡等外延在内床类产品营收 19.5 亿元, 同比增 73%, 营收占比 18%; 剔除外延影响, 内生床类产品依然保持 15%以上的增长。梦百合于 2017 年先后推出梦百合智能电动床等新产品并迅速放量。2019 年电动床收入 4.02 亿元(+73.75%)、包含沙发床、电动床、其他记忆绵产品在内的其他产品合计收入 12.1 亿元, 占总收入比重 32%, 增长结构多元化。

图表 45: 顾家、梦百合配套品收入规模及增速



来源: wind、中泰证券研究所

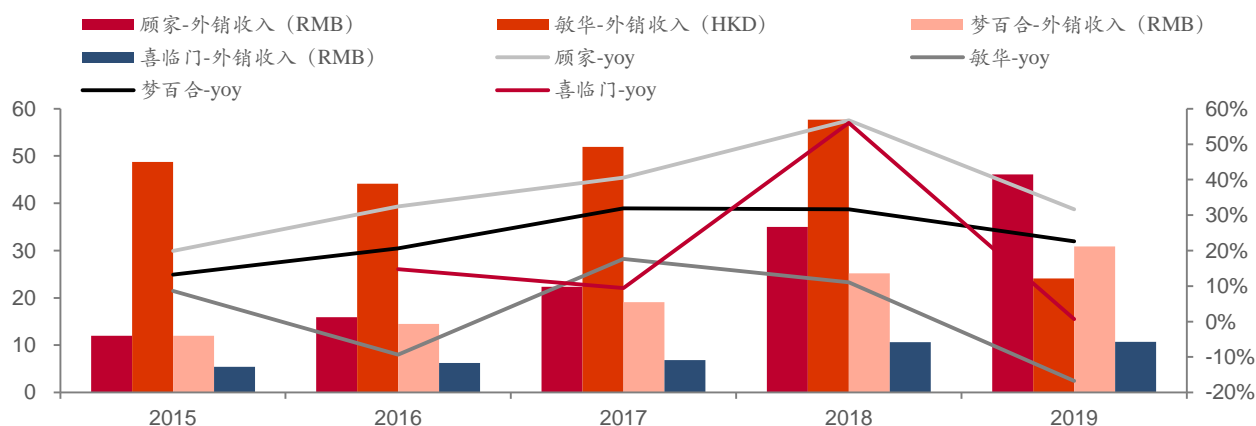
图表 46: 顾家、梦百合配套品占比



来源: wind、中泰证券研究所

- **外销: 受疫情影响短期需求探底, 订单集中化长期趋势不变。**软体板块对美出口业务占比较高, 受关税影响, 2019 年板块外销业务出现整体性下滑。全年看, 顾家内生外销业务负增长; 敏华 FY20H1 外销收入下滑 16.7%, 其中北美市场收入下滑 23%; 受益产能全球化布局梦百合外销业务表现亮眼, 2019 年增长 22.6%。我们认为, 受中美关税持续加征以及床垫反倾销影响, 短期存在产能转移以及订单再分配过程, 敏华、梦百合等海外产能规划完备的企业将中长期受益。此外, 受床垫第二轮反倾销影响, 梦百合海外客户或提前下单, 二季度抢单有望对冲部分疫情不利影响。

图表 47: 顾家、敏华、梦百合、喜临门外销营收及增速 (亿元/港元)



来源:wind、中泰证券研究所

*15-18 年数据对应敏华控股 FY16-19, 2019 敏华数据为 FY20H1

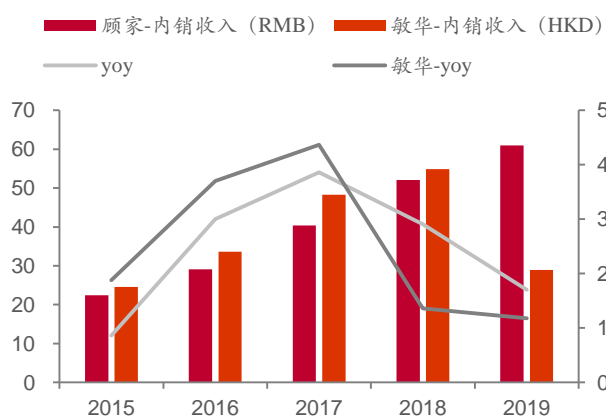
图表 48: 软体家居企业对美业务及海外产能情况梳理

公司	营业收入 (最近完整财年, 亿元)	对美业务占总收入比重	对美出口产品	海外产能	状态	目前海外产能对美业务覆盖度
顾家家居	110.9	约 20%	休闲沙发、功能沙发	越南	投产中	30%
梦百合	38.3	约 50%	薄垫、厚垫、沙发等	塞尔维亚	达产	50%
				泰国、美国	投产中	50%
敏华控股	98.2	约 30%	功能沙发	越南	投产中	90%
喜临门	48.7	不到 10%	床垫	泰国	达产	100%

来源:wind、中泰证券研究所

- **内销: 2019 下半年明显回暖, 龙头内销具备韧性。**剔除外延影响, 顾家家居 2019 下半年内销增速恢复至 10% 以上, 敏华控股 FY20H1 内销收入增长 12%, 环比 FY19H2 内销 6% 增速显著回升。床垫板块, 喜临门 2019 下半年国内自主品牌业务保持 20% 增长, 梦百合 2019 全年内销收入 7 亿元, 同增 36.8%, 其中 2019 下半年内销收入 4.5 亿元, 同比增长 161%。20Q1, 在疫情影响下, 顾家内销仅个位数下滑, 体现龙头企业在不环境下的内需韧性。

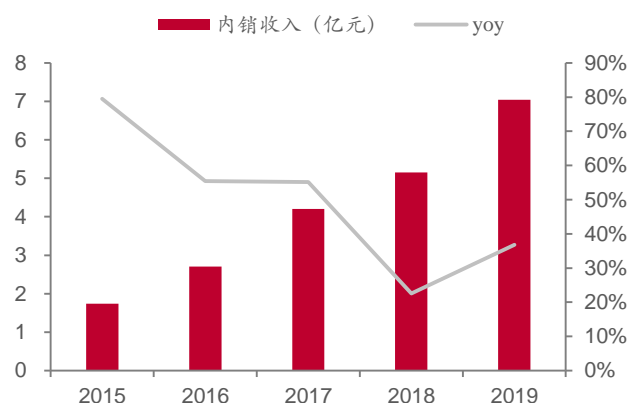
图表 49: 顾家、敏华内销收入及增速 (亿元/港元)



来源: wind, 中泰证券研究所

*15-18 年数据对应敏华控股 FY16-19, 2019 敏华数据为 FY20H1

图表 50: 梦百合内销收入及增速

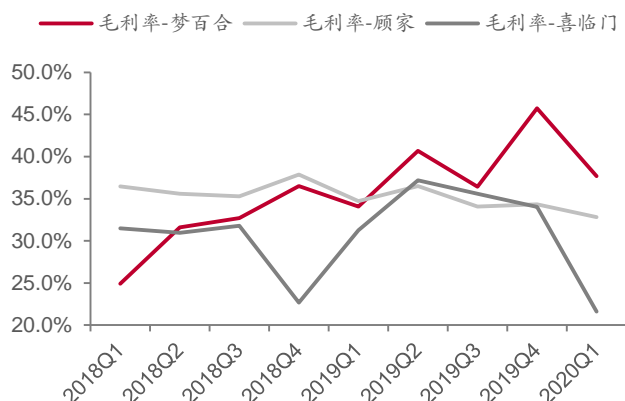


来源: 中泰证券研究所

- **利润端: 原材料红利贯穿 2019 全年, 费用刚性致 20Q1 利润承压。**1) 原材料弹性贯穿 2019 全年, 2018 下半年起 TDI 等原材料价格逐季回落, 软体家居公司成本红利贯穿全年, 梦百合单季毛利率波动上行。2) 由于

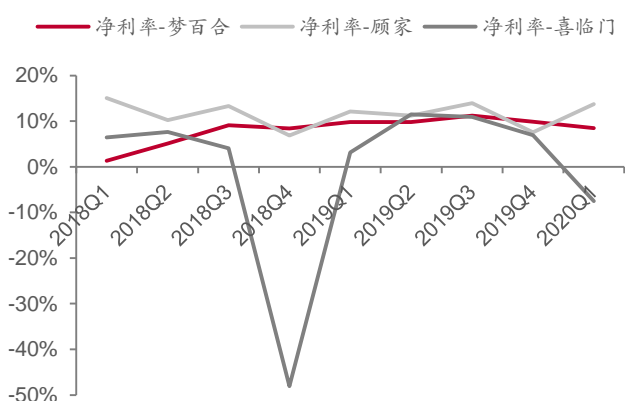
开工率不足、摊销折旧等费用刚性，2020Q1 顾家、喜临门等内销主导企业毛利率环比 19Q4 出现下滑。对比净利率，内部治理优异的龙头企业顾家家居体现较强抗风险能力。

图表 51: A 股软体板块毛利率



来源: wind、中泰证券研究所

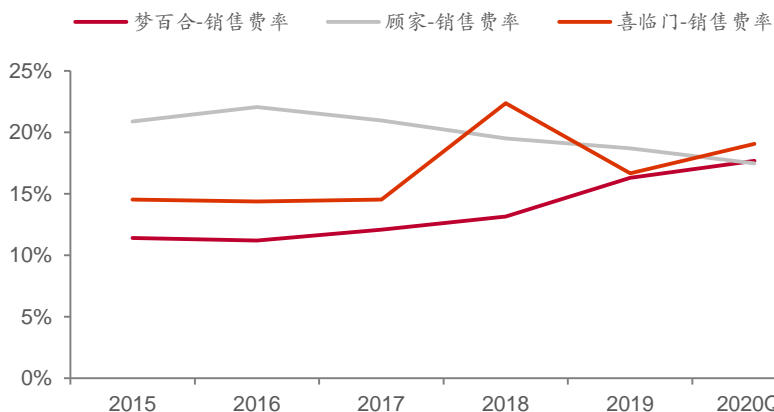
图表 52: A 股软体板块净利率



来源: wind、中泰证券研究所

- **费用端: 改革提效依旧为主线。**顾家 2019 年销售费用率 18.7%(-0.8pct.)，在外延并表影响下，销售费用管控得当。喜临门 2019 年销售费用率 16.7%(-5.7pct.)，全年削减广告支出，销售费用投放与收入紧密挂钩，实现效率提升。梦百合 2019 年销售费用率 16.3%(+3.1pct.)受产能转移及内销市场开拓影响，梦百合费用率有所提升。

图表 53: 顾家、梦百合、喜临门销售费用率



来源: wind、中泰证券研究所

- **投资展望: 内销边际改善, 外销需求短期冲击逐步 price in, 迎长线布局良机。**1) 外销端, 3 月开始的海外疫情对软体板块外销业务二季度业绩形成冲击, 敏华、梦百合等标的出现大幅回调。我们认为, 在贸易关税及反倾销背景下, 短期需求冲击不改行业产能出清、订单头部集中的长期趋势。伴随市场悲观预期逐步消化, 软体外销板块迎来长线布局窗口, 建议关注海外产能设计规划完备、产能有序爬坡的【敏华控股】和

【梦百合】。2) 内销端, 短期看, 家居消费需求偏刚性, 需求释放有望带动二季度内销市场回暖; 长期看, 软体板块不受精装房渠道分流影响, 下游需求相对稳定。建议关注内部治理优异、产品矩阵完善的【顾家家居】; 赛道优势明显、自主品牌持续恢复的【喜临门】。

成品: B 端市场先于 C 端恢复, 二季度展望向上

- 工装板块高增长, 一季度 B 端市场先于 C 端恢复。受益精装房快速扩容的行业红利, 业务结构以 B 端市场为主的工装企业 2019 年高增长。帝欧家居、江山欧派 2019 年收入增速分别为 29.3%、58%, 精装房投资逻辑持续验证, β 之外, 板块龙头企业增速高于行业。对比来看, 2019 年以 C 端零售渠道为主的美克家居、大亚圣象营收承压, 其中大亚圣象零售业务有所缩量, 工装业务增速 30% 以上。2020Q1, 疫情背景下 B 端先于 C 端恢复, 江山欧派保持 20% 以上增长。

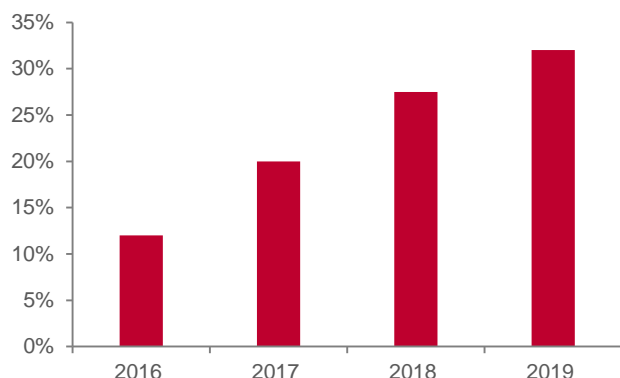
图表 54: A 股成品家居公司单季度营收及归母净利润增速对比

代码	简称	营收同比增长率(%)					归母净利润同比增长率(%)				
		2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
002798	帝欧家居	37.6	25.2	28.4	28.8	23.8	48.8	47.9	69.6	27.7	-23.1
603208	江山欧派	21.5	73.6	58.9	63.9	24.3	9.7	47.4	95.9	81.9	259.4
603818	曲美家居	154.8	73.8	39.4	5.7	-16.5	-57.9	41.1	-65.7	101.3	-387.1
600337	美克家居	5.2	8.7	1.7	9.5	-59.0	6.1	4.7	5.2	-4.3	-499.0
000910	大亚圣象	1.1	-5.2	4.2	1.5	-46.6	9.7	9.5	3.2	-10.9	-188.0
002631	德尔未来	2.4	4.7	2.9	-2.9	-46.1	-20.2	-28.3	-35.6	54.9	-198.6
603226	菲林格尔	-17.8	-15.1	4.3	8.1	-71.3	-24.4	9.6	10.9	57.0	-216.0

来源: wind、中泰证券研究所

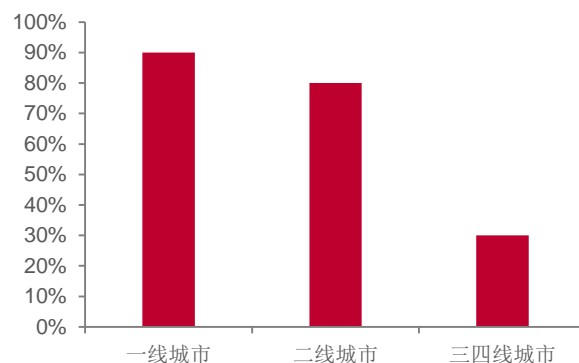
- 2019 年精装房行业延续高增长。一线城市领先。根据奥维云网的数据, 2019 年我国精装房渗透率从 27.5% 提升至 32%。分各线城市来看, 2019 年一线城市渗透率达到 90%, 领先于二三四线城市。

图表 55: 我国精装房渗透率不断提升



来源: 奥维云网 (AVC), 中泰证券研究所

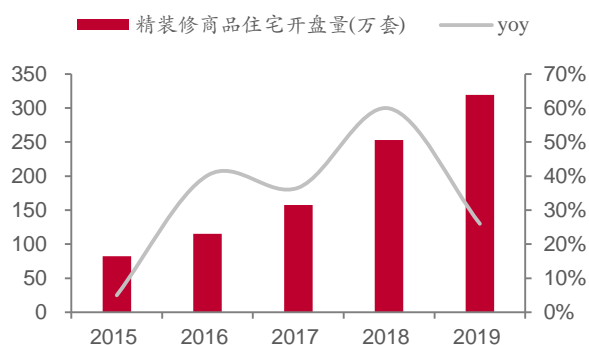
图表 56: 各线城市精装房渗透率



来源: 奥维云网 (AVC), 中泰证券研究所

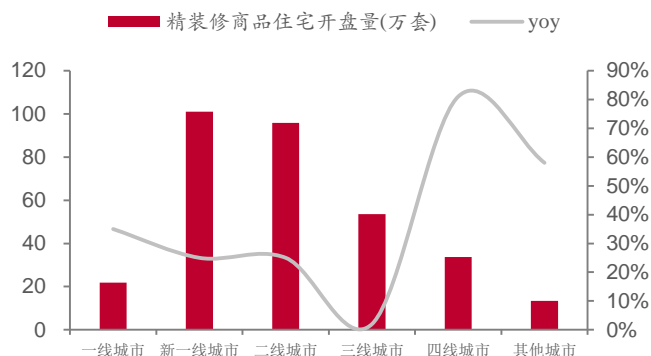
- **渗透率未及天花板，2020 年仍具下沉空间。**2019 年我国精装房开盘规模达到 319.3 万套，同比上升 26.22%。从结构上看，一线城市继续高速增长，三四线城市开始起量。随着未来城镇化率不断提升，二三线城市精装房渗透率将向一线城市逐步靠拢，全国精装房渗透率有望进一步提升。从产业逻辑和海外发展路径看，发达国家精装比例较高，日本、美国、欧洲等地区达到 80%以上，目前已形成规模化、标准化、个性化的住宅工业体系，相较海外市场国内精装房渗透率仍存提升空间。

图表 57：我国精装房开盘规模持续高速增长



来源：奥维云网（AVC），中泰证券研究所

图表 58：各线城市精装房开盘量对比（2019 年）



来源：奥维云网（AVC），中泰证券研究所

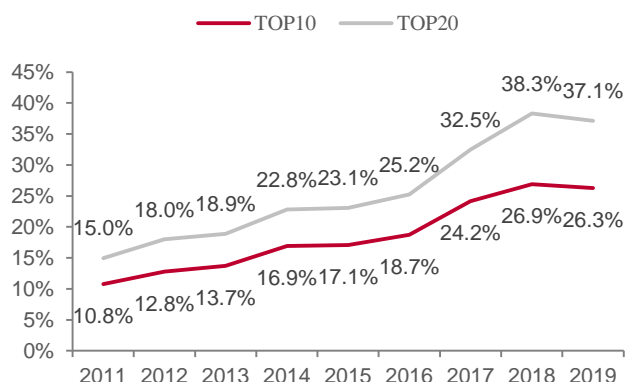
图表 59：国内外精装修发展现状对比

	中国	北美	欧洲	日本
兴起时间	20 世纪 90 年代	20 世纪 60 年代	20 世纪 50 年代	20 世纪 50 年代
发展阶段	成长期	成熟期	成熟期	成熟期
装修特点	逐渐标准化	定制化、个性化	简约化、生态节能	标准化、工业化
涵盖部品	所有空间粉刷完成，厨卫设备基本安装完成，最低配置包括灶台、调理台、洗池台、吊柜淋浴、洗面盆、坐便器等	普通住宅交付接近全装修的状态，交房之后购房者可自行选择购买各类构配件和卫浴厨房设备进行进一步装修	厨卫达到可使用状态，其他空间一般不装置顶棚照明，屋顶没有吊顶，简单装修，软装饰品个性化	墙体、地板、门窗、厨房设备、卫浴设备、中央空调设备、除了吊灯和吸顶灯之外的基本灯具等

来源：奥维云网（AVC），中泰证券研究所

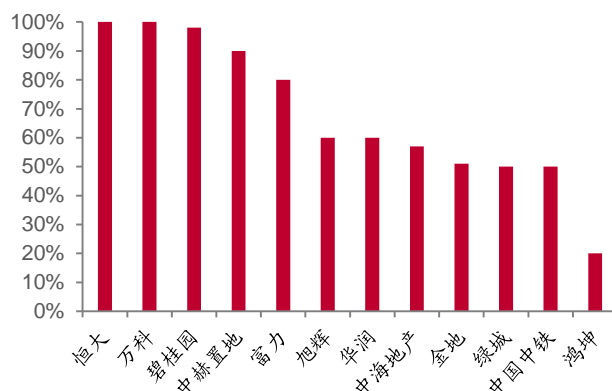
- **头部房企掌握精装房主要客流，买方集中带动卖方集中。**国内地产市场正处集中度上行通道，TOP100 房企各梯队集中度均有较大幅度的提升。地产行业走向集中，同时战略集采提高了对下游供应商的进入门槛，地产集中将通过精装房渠道向上游配套品市场传导，带动卖方集中。

图表 60：我国房地产行业集中度



来源：wind，中泰证券研究所

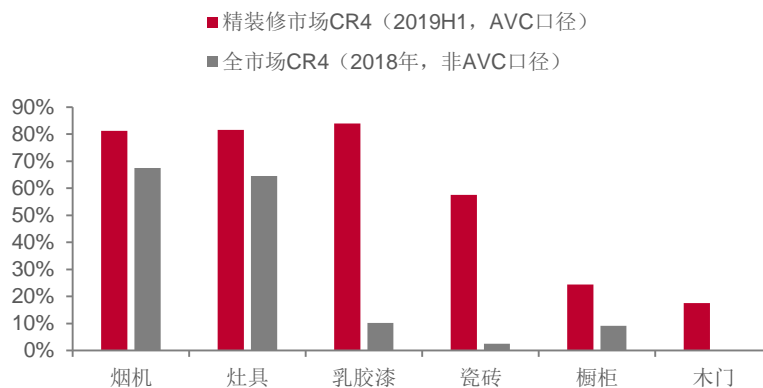
图表 61：部分大型房企精装修比例



来源：奥维云网 (AVC)，中泰证券研究所

- 在行业红利背景下，精装房市场格局具备预期差。1) 部分家居品类仍具备集中度提升逻辑，工程渠道的集中度通常高于零售渠道，精装房市场的高速扩容将助力行业加速洗牌，使得龙头企业享有渠道红利；2) 配套产品的标准化较高，规模效应强，生产的规模化有望带来盈利能力的持续提升。

图表 62：建材、家电、家居工程渠道集中度对比



来源：奥维云网 (AVC)、中怡康、中国木材与木制品流通协会、中泰证券研究所

- 投资展望：β之外，格局仍具预期差，持续看好工装龙头标的。建议关注客户优势+规模效应提升的【帝欧家居】；客户储备资源丰厚、供应链优势突出的【江山欧派】。

重点覆盖公司

图表 63: 重点覆盖公司中报业绩一览表

	代码	简称	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				毛利率		净利率	
			2019	YOY	2020Q1	YOY	2019	YOY	2020Q1	YOY	2019	2020Q1	2019	2020Q1
定制	603833	欧派家居	135.33	18%	14.30	-35.1%	18.39	17%	-1.02	-210%	35.8%	23.9%	13.6%	-7.1%
	002572	索菲亚	76.86	5%	7.63	-35.6%	10.77	12%	-0.17	-115%	37.3%	30.9%	14.2%	-3.5%
	603801	志邦家居	29.62	22%	3.26	-21.2%	3.29	21%	-0.45	-241%	38.5%	37.7%	11.1%	-13.7%
	300616	尚品宅配	72.61	9%	6.69	-47.5%	5.28	11%	-1.56	-589%	41.6%	34.2%	7.3%	-23.3%
软体	603816	顾家家居	110.94	21%	22.88	-7.0%	11.61	17%	3.07	4%	34.9%	32.8%	11.0%	13.8%
	603008	喜临门	48.71	16%	7.25	-13.6%	3.80	187%	-0.54	-331%	34.8%	21.6%	8.5%	-7.5%
	603313	梦百合	38.32	26%	10.58	34.4%	3.74	101%	0.80	7%	39.7%	37.7%	10.2%	8.5%
成品	603818	曲美家居	42.79	48%	8.39	-16.5%	0.82	239%	-0.34	-387%	43.6%	44.7%	2.3%	-4.0%
	000910	大亚圣象	72.98	1%	7.55	-46.6%	7.20	-1%	-0.56	-188%	36.2%	32.6%	10.1%	-8.4%
工装	002798	帝欧家居	55.70	29%	7.93	-23.8%	5.66	49%	0.51	-23%	35.9%	35.9%	10.0%	6.2%
	603208	江山欧派	20.27	58%	3.01	24.3%	2.61	71%	0.37	259%	32.2%	29.2%	13.3%	12.6%
其他轻工	300729	乐歌股份	9.78	3%	2.34	3.1%	0.63	9%	0.14	36%	46.5%	49.0%	6.4%	5.9%
	603848	好太太	12.60	-4%	1.22	-53.6%	2.79	7%	0.20	-61%	49.5%	49.7%	22.3%	15.9%
	603661	恒林股份	29.04	25%	6.27	7.5%	2.43	42%	0.30	-35%	25.0%	25.0%	8.5%	4.8%
	601828	美凯龙	164.69	16%	25.56	-27.7%	44.80	0%	3.93	-70%	65.2%	63.0%	28.5%	15.7%
	002925	盈趣科技	38.54	39%	7.39	6.6%	9.73	20%	1.68	9%	39.8%	39.0%	25.4%	22.8%
	603899	晨光文具	111.41	31%	20.84	-11.5%	10.60	31%	2.30	-11%	26.1%	27.9%	9.7%	10.4%
包装	002191	劲嘉股份	39.89	18%	9.07	-10.1%	8.77	21%	2.15	-17%	41.9%	41.8%	24.2%	24.2%
	603429	集友股份	6.71	46%	0.84	-45.3%	2.02	75%	0.04	-90%	43.8%	41.7%	30.3%	4.1%
	002228	合兴包装	110.97	-9%	19.31	-32.9%	2.67	14%	0.37	-46%	13.0%	11.9%	2.6%	2.1%
	002831	裕同科技	98.45	15%	18.23	2.1%	10.45	11%	1.42	-8%	30.0%	25.3%	10.8%	7.8%
造纸	002078	太阳纸业	227.63	5%	55.52	1.9%	21.78	-3%	5.36	41%	22.5%	24.6%	9.7%	9.7%
	002511	中顺洁柔	66.35	17%	16.71	8.5%	6.04	48%	1.83	49%	39.6%	45.1%	9.1%	11.0%
	600567	山鹰纸业	232.41	-5%	38.36	-26.5%	13.62	-57%	2.30	-50%	19.1%	23.1%	5.8%	6.0%

来源:wind、中泰证券研究所

风险提示

原材料价格上涨风险

- 上游木材、板材、及纸浆、纸品等主要原材料价格大幅上涨可能给家用轻工、造纸和包装印刷板块的盈利水平带来不利影响。

地产景气程度下滑风险

- 房地产市场是家用轻工板块的上游市场，地产景气程度直接影响到家用轻工板块各公司的需求，其景气程度下滑可能削弱板块盈利能力。

行业政策变动风险

- 轻工制造子行业如造纸、新型烟草等对政策敏感性较高。如未来政策形势发生变化，可能影响行业格局和企业业绩。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。