

轻工制造行业年报和一季报总结：

精装红利持续释放，必选消费业绩稳健

上次评级： 同步大势

报告摘要：

轻工行业综述：2019 年轻工行业实现营收 4956.92 亿元，同比增长 2.40%；实现归母净利润 220.71 亿元，同比增长 8.29%，营收增速于 2019Q2 达到低点后上升；归母净利润增速则逐季有所上升。2020Q1 受疫情影响明显，营收下滑 15.78%，归母净利润下滑 35.48%。

家具板块：① 2019 年定制家居板块零售端增长缓慢，但得益于房地产竣工回暖&精装修红利带动大宗渠道高增长，2019Q4 定制家居企业增速显著回升；成品家居板块增速表现优于定制家居，其中，顾家家居零售变革带动 2019H2 内销增速回升，江山欧派受益精装红利全年实现高增长。②行业景气承压，2019 年基金减持明显，2020Q1 有所企稳，而外资则增加了索菲亚、志邦家居等公司的持股比例。

造纸板块：①纸浆产业链受益于纸价的触底回升以及浆价的持续下跌，2019 年行业景气于 2019H2 逐步回升。上市公司整体全年营收小幅增长，毛利率于 2019Q2 触底回升，但全年利润仍略有下滑，②废纸产业链则受下游需求疲软影响，景气承压，2019Q4 受益库存去化，景气有所回升。上市公司整体营收小幅下滑（产能有序扩张），但利润下滑明显。③生活用纸受益原材料下跌，盈利能力大幅提升，而中顺洁柔得益于年前的囤货准备，2020Q1 业绩表现亮眼。④2019 年文化纸行业景气呈 V 型走势，全年看基金持仓保持平稳，其中，太阳纸业、博汇纸业基金持仓显著上升。

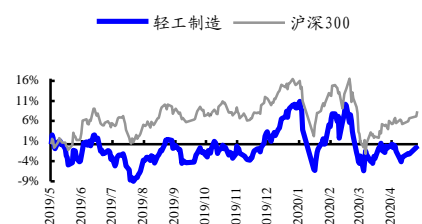
包装板块：虽然纸价下跌利于成本压力释放，但 2019 年下游需求疲软拖累景气，纸和纸板容器制造行业实现营收 2897.17 亿元，同比下滑 3.15%；利润 138.91 亿元，同比下滑 4.95%。从上市公司看，以工业包装为主的合兴包装业绩承压，以电子包装、烟标为主的裕同科技、劲嘉股份业绩表现坚挺。

文具板块：2020Q1 虽短期受疫情影响，但 3、4 月单月同比增速分别达 6.1%/ 6.5%，必选消费韧性十足。随学校陆续开学，晨光文具业绩有望迎来回升，而齐心集团办公直销业务维持高增，SaaS 业务则有望受益疫情推动云视频渗透率提升，充分享受行业红利。

考虑到行业估值优势明显，基本面边际改善显著，上调行业评级。

风险提示：疫情反复，地产调控，出口下滑，价格波动。

历史收益率曲线



涨跌幅（%）	1M	3M	12M
绝对收益	-0.25%	-1.34%	-6.31%
相对收益	-3.29%	0.54%	-11.29%

行业数据

成分股数量（只）	132
总市值（亿）	8868
流通市值（亿）	6281
市盈率（倍）	25.03
市净率（倍）	1.81
成分股总营收（亿）	5069
成分股总净利润（亿）	251
成分股资产负债率（%）	51.11

相关报告

《2020 年轻工制造投资策略：精装房带动消费建材高增，关注确定性投资机会》

20191203

《轻工制造：文化办公、日用品社零快速增长，赛道投资价值凸显》

20190917

《工业大麻：政策边际放宽，应用场景想象无穷》

2019-04-17

重点公司主要财务数据

重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
尚品宅配	63.93	2.66	2.76	3.41	24.1	23.2	18.7	买入
顾家家居	45.65	1.86	2.25	2.77	24.5	20.3	16.5	买入
梦百合	24.32	1.10	1.40	2.05	22.2	17.4	11.9	买入
中顺洁柔	19.50	0.46	0.65	0.77	42.3	30.1	25.5	买入
晨光文具	53.13	1.15	1.29	1.59	46.1	41.2	33.3	买入

证券分析师：唐凯

执业证书编号：S0550516120001
021-20363260 Tang.kai@nescn

联系人：钟天皓

执业证书编号：S0550120030010
021-20363260 zhongth@nescn

目 录

1. 轻工行业综述.....	5
1.1. 基金配置：2020Q1 基金持股比例略有上升.....	5
1.2. ROE：家用轻工板块上涨明显，造纸、其他轻工制造大幅下滑.....	6
1.3. 涨跌幅：2019 年板块上涨，2020 年出现回落.....	8
2. 家用轻工：零售渠道增长放缓，精装红利持续释放.....	9
2.1. 行业综述：2019H2 竣工回暖带动景气回升.....	9
2.1.1. 上游：板材价格保持平稳，TDI/MDI 下跌.....	9
2.1.2. 下游：地产新开工平稳，竣工于 2019H2 显著回暖.....	10
2.2. 定制：大宗业务带来业绩增长新动能，关注二季度零售端回升.....	11
2.3. 成品：2019 年业绩表现优异，关注零售变革&精装红利催化增长.....	14
2.4. 家具板块基金配置：2020Q1 基金持股比例略有上升，外资流入显著.....	17
3. 造纸：景气分化明显，生活用纸表现亮眼.....	19
3.1. 纸浆产业链：生活纸高景气有望贯穿全年，关注文化纸景气回升拐点.....	19
3.2. 废纸产业链：景气继续承压，静候疫情消退后需求回升.....	23
3.3. 基金持仓：太阳纸业、博汇纸业基金持仓提升显著.....	25
4. 包装：集中度继续提升，产业横纵延伸持续进行.....	27
5. 其他轻工行业：文具必选消费属性突出，行业增长韧性十足.....	29

图表目录

图 1: 2020Q1 各细分板块基金持股比例	5
图 2: 2020Q1 各细分板块基金持股比例同比变动	5
图 3: 2019 年至今板块涨跌幅	9
图 4: 2019 年至今轻工板块涨跌幅前十	9
图 5: 2019 年至今轻工板块涨跌幅前十	9
图 6: 鱼珠人造板指数	10
图 7: 聚合 MDI 价格 (元/吨)	10
图 8: TDI 华南市场价 (元/吨)	10
图 9: 房屋竣工面积 (万平方米)	11
图 10: 房屋新开工面积 (万平方米)	11
图 11: 建材家居卖场累计销售额及同比	11
图 12: 6 家定制企业季度平均营收及归母增速	12
图 13: 6 家定制企业年度平均营收及归母增速	12
图 14: 定制龙头企业经销渠道增速	12
图 15: 定制龙头企业大宗渠道增速	12
图 16: 定制企业毛利率	13
图 17: 定制企业期间费用率基本持平	13
图 18: 定制企业销售费用率	13
图 19: 定制企业管理费用率	13
图 20: 成品家居企业季度平均营收及归母增速	15
图 21: 成品家居企业年度平均营收及归母增速	15
图 22: 成品家居企业营业收入 (亿元)	15
图 23: 主要软体企业自主品牌开店数 (家)	16
图 24: 主要成品家居企业毛利率	16
图 25: 主要成品家居企业期间费用率	16
图 26: 主要成品家居企业净利率	16
图 27: 主要成品家居企业扣非净利率	16
图 28: 家具板块基金持股占比	17
图 29: 家具板块基金持仓同比变化	17
图 30: 针叶浆及阔叶浆价格	19
图 31: 各地区纸浆发货量同比增速	19
图 32: 文化纸价格	20
图 33: 双胶纸毛利率	20
图 34: 主要造纸企业营收规模 (亿元)	20
图 35: 主要造纸企业营收增速	20
图 36: 主要造纸企业归母净利润 (亿元)	21
图 37: 主要造纸企业净利润增速	21
图 38: 主要造纸企业毛利率	21
图 39: 主要造纸企业期间费用率	21
图 40: 主要纸企分季度毛利率 (2018-2020Q1)	22
图 41: 中顺洁柔营收增长情况 (年频率)	22
图 42: 中顺洁柔分季度营收增长情况	22
图 43: 中顺洁柔毛利率及净利率情况 (年频率)	23

图 44: 中顺洁柔分季度毛利率情况	23
图 45: 成品纸、国废以及外废价格	23
图 46: 废纸进口量	23
图 47: 箱板纸毛利率	24
图 48: 箱板纸开工率	24
图 49: 主要造纸企业营收规模 (亿元)	24
图 50: 主要造纸企业营收增速	24
图 51: 主要造纸企业归母净利润 (亿元)	25
图 52: 主要造纸企业净利润增速	25
图 53: 主要纸企毛利率	25
图 54: 造纸板块基金持股占比	26
图 55: 造纸板块基金持仓同比变化	26
图 56: 主要造纸企业基金持股比例	26
图 57: 2020Q1 主要造纸企业基金持仓变化	26
图 58: 2019 年包装行业小类收入总额占比	27
图 59: 2019 年包装行业小类利润总额占比	27
图 60: 包装企业营收规模 (亿元)	28
图 61: 包装企业营收增速	28
图 62: 包装企业归母净利润规模 (亿元)	28
图 63: 包装企业归母净利润增速	28
图 64: 包装企业扣非归母净利润规模 (亿元)	28
图 65: 包装企业扣非归母净利润增速	28
图 66: 包装企业毛利率	29
图 67: 包装企业费用率	29
图 68: 文化办公用品零售额增长情况	29
图 69: 晨光文具营业收入	30
图 70: 晨光文具净利润	30
图 71: 科力普营收情况	31
图 72: 零售大店营收情况	31
图 73: 齐心集团营业收入	31
图 74: 齐心集团净利润	31
表 1: 基金持股占比前十轻工制造公司的持股变动	6
表 2: 沪 (深) 港通持股占比前十大公司持股变化情况	6
表 3: 轻工各子行业净资产收益率	7
表 4: 各子行业净利润率	7
表 5: 各子行业资产负债率	7
表 6: 各子行业总资产周转率	8
表 7: 2019 年轻工板块 ROE 最高的十家公司	8
表 8: 9 大定制家居企业门店情况	14
表 9: 家具板块公司基金持股占比变动情况	17
表 10: 家具板块公司沪 (深) 港通持股占比变动情况	18
表 11: 主要造纸企业沪 (深) 港通持股占比变化情况	26

1. 轻工行业综述

2019 年轻工行业实现营收 4956.92 亿元，同比增长 2.40%；实现归母净利润 220.71 亿元，同比增长 8.29%。分季度看，2019Q1-2020Q1 营收同比增速分别为-3.01%/-4.16%/4.85%/12.47%/-15.76%，营收增速于 19Q2 达到低点后上升，20Q1 受疫情影响下滑；归母净利润增速分别为-27.93%/-19.73%/-2.52%/98.17%/-35.48%，利润增速逐季有所上升，19Q4 大幅上升，20Q1 受疫情影响下滑明显。

分板块看：

SW 家具：2019 年 SW 家具板块实现营收 1065.48 亿元，同比增长 9.98%，增速下滑 6.09pct；归母净利润 96.21 亿元，同比增长 49.73%，增速上升 73.84pct。20Q1 实现营收 160.77 亿元，同比减少 24.23%；实现归母净利润-2.30 亿元，同比减少 115.45%，受疫情影响显著。

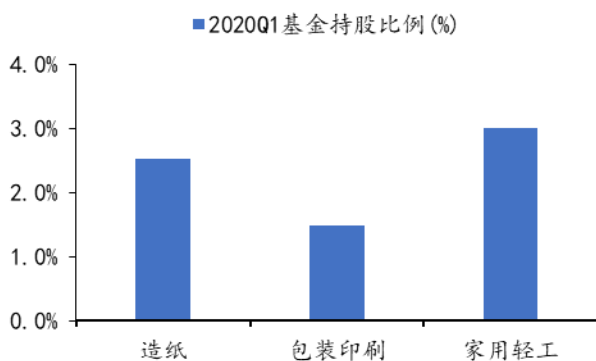
SW 造纸：2019 年 SW 造纸板块实现营收 1473.45 亿元，同比增长 0.61%；归母净利润 79.59 亿元，同比减少 29.30%。文化纸/包装纸/生活用纸营收增速分别为-1.33%/-2.13%/13.81%；归母净利润增速分别为-24.83%/-47.17%/54.23%。2019 年，生活用纸消费刚性较强，营收、利润均实现较快增长。

SW 包装：2019 年 SW 包装板块实现营收 1020.40 亿元，同比增长 6.09%；归母净利润 79.14 亿元，同比增长 8.66%；2020Q1 实现营收 205.13 亿元，同比减少 12.90%；归母净利润 12.99 亿元，同比减少 33.19%。分包装类型看，19 年纸/塑料/金属包装分别实现营收 368.37/213.14/287.41 亿元，同比增长分别为 6.42%/6%/12.2%。

1.1. 基金配置：2020Q1 基金持股比例略有上升

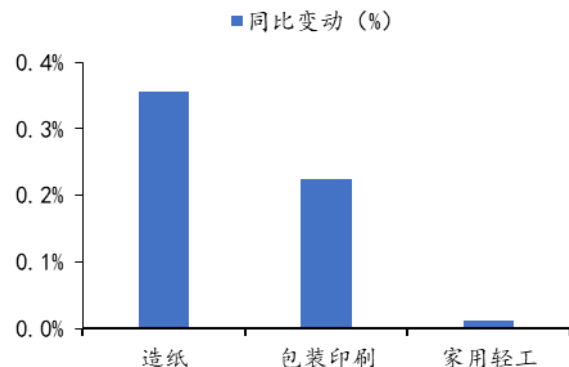
轻工板块基金持股比例略有上升。2020Q1 轻工板块基金持股比例由 2.04% 同比上升至 2.4%，各细分板块基金持股比例也均有上升，其中家用轻工基金持股比例同比上升 0.87pct 至 3.01%，造纸上升 0.22pct 至 2.53%，包装印刷上升 0.01pct 至 1.49%，家用轻工板块上升较多。配置数量上，2020Q1 基金共配置轻工板块股票数 58 支。

图 1：2020Q1 各细分板块基金持股比例



数据来源：Wind，东北证券

图 2：2020Q1 各细分板块基金持股比例同比变动



数据来源：Wind，东北证券

表 1: 基金持股占比前十轻工制造公司的持股变动

公司名称	2020Q1			2019Q4			2019Q3		2019Q2		2019Q1	
	持股总	持股占	持股占	持股总	持股占	持股占	持股总	持股占	持股总	持股占	持股总	持股占
	市值	流通股	比环比	市值	流通股	比环比	市值	流通股	市值	流通股	市值	流通股
	(亿元)	比	变动	(亿元)	比	变动	(亿元)	比	(亿元)	比(%)	(亿元)	比(%)
吉宏股份	5.11	15.74%	6.70%	2.83	9.05%	7.36%	0.75	1.69%	1.68	10.57%	0.01	0.08%
公牛集团	14.48	15.57%										
帝欧家居	6.06	12.90%	-12.73%	12.97	25.63%	15.4%	4.14	10.25%	7.22	19.46%	6.68	17.76%
创源文化	1.34	11.22%	7.49%	0.52	3.73%	3.45%	0.03	0.29%	0.01	0.13%	0.01	0.07%
尚品宅配	9.23	10.70%	-18.03%	14.80	28.73%	8.55%	10.78	20.18%	16.32	31.66%	14.71	24.40%
周大生	4.83	10.65%	-10.87%	10.14	21.52%	7.36%	7.27	14.16%	15.56	27.59%	9.69	16.95%
裕同科技	9.17	9.67%	0.54%	10.32	9.13%	0.55%	4.99	8.58%	4.78	9.61%	5.98	8.81%
中顺洁柔	18.91	8.82%	-0.67%	15.19	9.48%	4.64%	7.58	4.84%	25.61	16.36%	7.53	6.31%
齐心集团	6.94	7.91%	-2.81%	8.35	10.72%	9.36%	1.02	1.36%	4.70	6.33%	0.01	0.025
太阳纸业	16.85	7.47%	-7.54%	37.95	15.01%	5.99%	18.23	9.01%	20.29	11.685	11.23	6.16%

数据来源: Wind, 东北证券

北上资金方面, 定制家具环比增持。截止 2020 年 4 月底, 北上资金持股占比前五大公司分别为索菲亚、志邦家居、中顺洁柔、金牌橱柜和欧派家居, 依旧以家居企业为主。近一年看, 索菲亚/ 志邦家居/ 中顺洁柔/ 喜临门/ 大亚圣象外资增持明显, 欧派家居/ 顾家家居外资减持明显。

表 2: 沪(深)港通持股占比前十大公司持股变化情况

公司名称	2020/04/29			2020/3/31		2019/12/31		2019/09/30		2019/6/29	
	沪(深)股	沪(深)股	沪(深)股通	沪(深)股通	沪(深)股通	沪(深)股通	沪(深)股通	沪(深)股通	沪(深)股通	沪(深)股通	沪(深)股通
	通持股市	通持股数	持股占流通	持股占流通	持股占流通	持股占流通	持股占流通	持股占流通	持股占流通	持股占流通	持股占流通
	值(亿元)	量(万股)	股比	股比	股比	股比	股比	股比	股比	股比	股比
索菲亚	26.81	14,375.36	15.75%	15.50 %	14.89%	8.17%	7.75%				
志邦家居	22.05	983.78	8.95 %	7.88 %	1.84 %	0.95 %	0.75 %				
中顺洁柔	17.08	9,543.69	7.29 %	7.82 %	6.94 %	7.28 %	2.23 %				
金牌橱柜	0.56	93.78	5.30 %	1.47 %	2.08 %	0.90 %	1.02 %				
欧派家居	22.07	2,091.55	4.97 %	4.29 %	13.82 %	10.60 %	7.65 %				
晨光文具	15.13	2,909.41	3.16 %	2.88 %	3.64 %	3.31 %	2.28 %				
尚品宅配	3.95	592.15	2.98 %	2.82 %	3.58 %	3.81 %	3.43 %				
喜临门	1.24	1,149.07	2.96 %	2.38 %	1.66 %	0.59 %	0.70 %				
大亚圣象	1.80	1,591.93	2.87 %	3.11 %	2.62 %	1.46 %	1.10 %				
顾家家居	6.56	1,649.62	2.82 %	2.81 %	3.93 %	18.39 %	11.92 %				

数据来源: Wind, 东北证券

1.2. ROE: 家用轻工板块上涨明显, 造纸、其他轻工制造大幅下滑

造纸板块下滑明显, 主要源自净利润的变动。2019 年, 轻工制造行业 ROE 从 2018 年的 4.75% 小幅上升到 2019 年的 5.08%, 同比增加 0.33pct。其中, 家用轻工 ROE 同比提升 2.55pct 至 3.26%; 造纸板块由于超过一半以上公司净利润下滑, ROE 同比下滑最多, 达 6.1pct 至 4.66%; 其他轻工制造板块由于个别公司净利润大幅减少,

拖累整个板块, ROE 下滑 5.19pct 至 4.20%; 包装印刷 ROE 同比下滑 0.13pct 至 8.67%。家具板块的 ROE 由 2018 年的 7.49% 增加至 2018 年 11.33%, 主要因为永安林业、喜临门、浙江永强等公司净利润大幅增加, 推动家具板块 ROE 上涨。2019 年, 申万轻工板块共有 15 家公司亏损, 其中有 12 家为家用轻工公司。若剔除亏损的公司, 则轻工板块净利润率为 8.98%, ROE 为 10.63%。申万轻工板块所有公司 2019 年 ROE 的算术平均值为 5.71, 共有 82 家上市公司超过平均值, 占有轻工板块的 59.85%。

表 3: 轻工各子行业净资产收益率

板块	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
轻工制造	9.86%	8.86%	7.72%	4.35%	4.11%	7.13%	8.84%	10.72%	4.75%	5.08%
造纸	12.22%	2.37%	8.31%	-2.17%	-6.29%	2.64%	6.40%	12.05%	10.76%	4.66%
家用轻工	7.12%	11.91%	6.77%	7.57%	8.28%	8.93%	10.73%	10.73%	0.71%	3.26%
家具	10.09%	25.55%	4.97%	6.55%	8.05%	10.98%	14.87%	14.74%	7.49%	11.33%
包装印刷	11.75%	9.69%	9.04%	5.39%	7.77%	7.77%	7.74%	9.86%	8.80%	8.67%
其他轻工制造	-	42.83%	35.16%	25.95%	14.89%	10.71%	3.44%	10.28%	9.39%	4.20%

数据来源: Wind, 东北证券

表 4: 各子行业净利润率

板块	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
轻工制造	4.94%	4.14%	4.06%	3.31%	3.81%	5.75%	7.14%	8.09%	3.87%	4.53%
造纸	4.18%	1.22%	2.55%	0.52%	0.04%	4.13%	5.11%	8.91%	7.90%	5.47%
家用轻工	3.74%	5.19%	3.98%	4.49%	4.85%	5.59%	7.60%	7.34%	-0.24%	2.51%
家具	5.83%	7.44%	4.48%	6.57%	7.52%	9.25%	9.89%	10.01%	6.59%	9.15%
包装印刷	10.25%	8.39%	7.60%	5.96%	8.58%	8.71%	9.13%	8.75%	7.94%	7.98%
其他轻工制造	-	18.95%	16.84%	14.99%	8.12%	6.75%	-2.06%	3.45%	9.65%	7.30%

数据来源: Wind, 东北证券

表 5: 各子行业资产负债率

板块	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
轻工制造	54.68%	54.12%	53.24%	53.79%	54.52%	53.49%	50.74%	49.76%	52.48%	51.28%
造纸	59.38%	63.53%	62.95%	63.86%	65.80%	64.44%	58.93%	58.65%	60.19%	58.61%
家用轻工	49.01%	42.84%	44.57%	43.60%	44.09%	45.83%	47.13%	45.84%	50.07%	50.15%
家具	47.70%	44.66%	44.59%	43.86%	41.26%	43.87%	41.92%	39.61%	44.34%	43.49%
包装印刷	46.36%	44.41%	40.77%	41.90%	40.39%	40.60%	42.07%	40.03%	41.92%	40.34%
其他轻工制造	-	46.45%	40.78%	43.07%	59.58%	69.43%	75.57%	78.99%	66.34%	54.83%

数据来源: Wind, 东北证券

表 6: 各子行业总资产周转率

板块	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
轻工制造	67.31%	69.97%	68.55%	72.01%	68.16%	64.46%	62.62%	68.62%	68.79%	67.17%
造纸	58.08%	54.31%	50.55%	50.31%	46.39%	44.12%	46.93%	54.64%	54.55%	52.55%
包装印刷	65.16%	72.83%	64.13%	64.34%	62.72%	63.03%	64.03%	66.40%	68.90%	68.41%
家用轻工	90.13%	99.24%	103.92%	114.71%	111.30%	96.42%	79.90%	83.31%	82.37%	80.39%
家具	67.10%	68.92%	63.41%	65.25%	67.96%	68.13%	70.52%	84.15%	81.31%	77.59%
其他轻工制造	-	-	115.96%	99.74%	84.43%	50.70%	38.87%	36.41%	42.84%	31.21%

数据来源: Wind, 东北证券

部分细分领域龙头公司 ROE 维持高水平。2019 年轻工板块 ROE 最高的三家公司分别为公牛集团、麒盛科技、吉宏股份。除此之外，晨光文具、集友股份、金牌厨柜、周大生、爱丽家居、顾家家居、欧派家居、索菲亚、老凤祥等细分领域龙头公司在过去五年里 ROE 始终维持在 20%+。2019 年 ROE 前二十的企业中，家具公司共有 10 家、包装印刷和文娱用品各 3 家、珠宝首饰 2 家、造纸和其他家用轻工各 1 家。增幅方面，2019 年喜临门、浙江永强、姚记科技 ROE 提升 10%+，分别提升 32.95pct、17.69pct、11.90pct。其中喜临门通过不断优化业务结构，2019 年实现净利润 3.8 亿，由亏转盈，同比增长 186.76%；浙江永强 2019 年营业收入增加，营业利润同比增加 800%，全年实现 5 亿净利润，同比扭亏；姚记科技移动游戏业务快速发展，游戏板块营业收入同比增加 77.27%，2019 年实现 3.45 亿净利润，同比增加 151.48%。

表 7: 2019 年轻工板块 ROE 最高的十家公司

名称	2012ROE	2013ROE	2014ROE	2015ROE	2016ROE	2017ROE	2018ROE	2019ROE
公牛集团	-	-	-	75.40	71.72	59.75	69.60	52.36
麒盛科技	-	-	-	57.48	16.53	35.52	38.01	29.65
吉宏股份	23.12	18.53	8.58	14.60	12.85	17.04	35.43	28.63
晨光文具	37.19	35.27	31.83	21.44	21.81	24.45	26.16	28.17
集友股份	-	46.34	34.59	29.97	29.94	21.41	20.04	23.50
金牌厨柜	20.56	22.77	27.90	26.33	39.53	27.78	22.65	22.92
周大生	31.53	22.42	27.54	26.49	28.09	21.60	22.18	22.91
爱丽家居	-	-	-	27.25	44.36	22.10	36.52	22.23
顾家家居	48.49	52.41	49.43	49.88	37.25	22.26	22.96	21.98
江山欧派	21.00	23.69	23.59	29.80	27.61	15.89	14.71	21.76

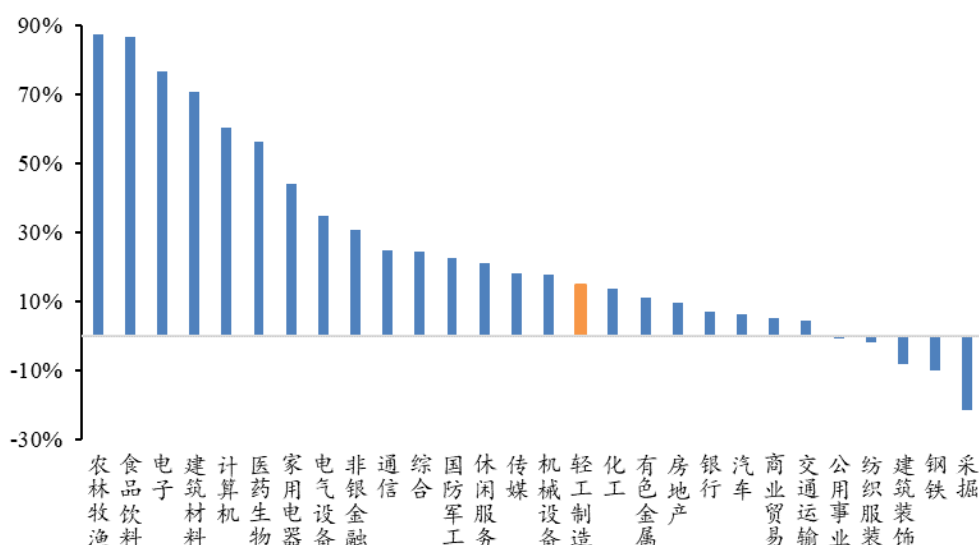
数据来源: Wind, 东北证券

注: 标蓝色数据为上市前

1.3. 涨跌幅: 2019 年板块上涨, 2020 年出现回落

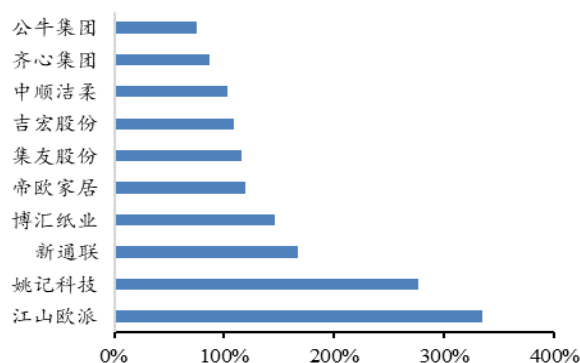
2019 年板块上涨, 2020 年出现回落。2019 年至今申万轻工板块上涨 14.87%，在 28 个一级行业中排名 16。2019 年至 5 月 5 日，申万轻工板块下跌 7.25%，在 28 个一级行业中排名 18。个股方面，2019 年至今涨幅前三的公司分别为江山欧派、姚记科技和新通联；跌幅前三的公司分别为 ST 秋林、ST 赫美和东方金钰。

图 3：2019 年至今板块涨跌幅



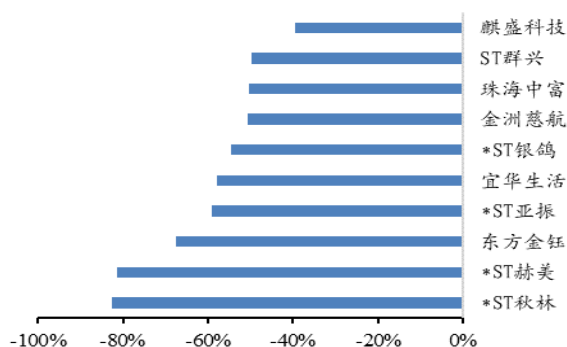
数据来源：Wind，东北证券

图 4：2019 年至今轻工板块涨跌幅前十



数据来源：Wind，东北证券

图 5：2019 年至今轻工板块涨跌幅前十



数据来源：Wind，东北证券

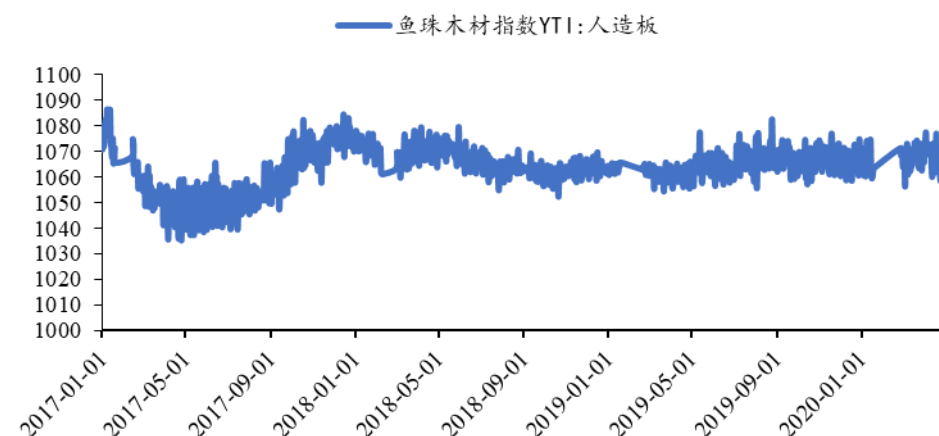
2. 家用轻工：零售渠道增长放缓，精装红利持续释放

2.1. 行业综述：2019H2 竣工回暖带动景气回升

2.1.1. 上游：板材价格保持平稳，TDI/MDI 下跌

定制原材料板材价格基本保持平稳，软体原材料 TDI/MDI 价格下跌。2019 年 12 月 31 日，鱼珠人造板指数收于 1067.29 点，较年初小幅上涨 0.30%，基本保持平稳。2020 年 4 月 30 日收于 1,070.52 点，较年初小幅增长 0.86%。2019 年 Q1/ Q2/ Q3/ Q4 MDI 均价为 14269/ 14493/ 12683/ 12609 元/吨，分别环比变动 13.68%/ 1.57%/ -12.49%/ -0.59%，分季度涨跌互现。2019 年全年均价 13507 元/吨，同比下跌 27.91%。2020 年至今均价 12000 元/吨，同比下跌 20.45%。2019 年 Q1/ Q2/ Q3/ Q4 TDI 均价为 13796 / 14553 / 13235/ 11920 元/吨，分别环比变动-29.77%/ 5.49%/ -9.06%/ -9.94%，整体成下跌态势。2019 年全年均价 13363 元/吨，同比下跌 52.31%。2020 年至今均价 10672 元/吨，同比下跌 26.51%。

图 6: 鱼珠人造板指数



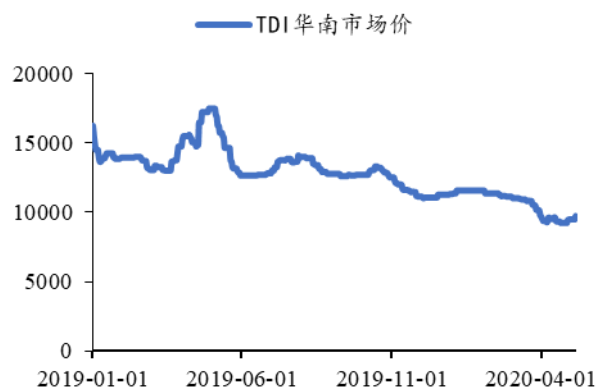
数据来源: Wind, 东北证券

图 7: 聚合 MDI 价格 (元/吨)



数据来源: Wind, 东北证券

图 8: TDI 华南市场价 (元/吨)

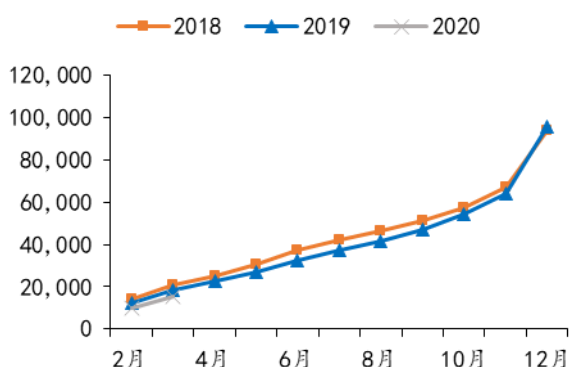


数据来源: Wind, 东北证券

2.1.2. 下游: 地产新开工平稳, 竣工于 2019H2 显著回暖

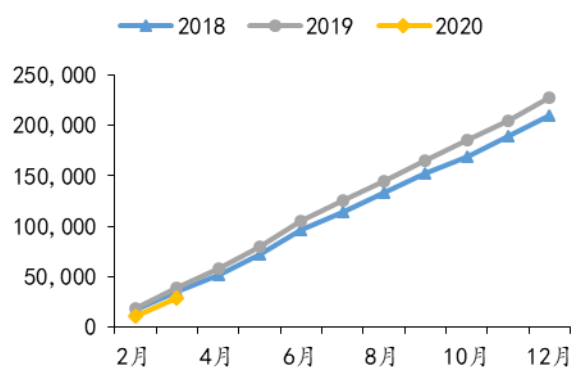
2019 年地产新开工平稳, 分季度新开工面积同比有所提升, 竣工下半年明显回升。2019 年房屋新开工面积 Q1/Q2/Q3/Q4 分别为 38728 / 66780 / 60198 / 61447 万平方米, 分别同比提升 11.88% / 9.12% / 6.05% / 8.26%; 房屋竣工面积 Q1/Q2/Q3/Q4 分别为 18474 / 13952 / 14323 / 49193 万平方米, 分别同比变动 -10.79% / -15.04% / 2.29% / 15.97%。房屋竣工在下半年明显回升, 尤其在四季度同比提升了 15.97 个百分点。截止至 2020 年一季度, 房屋新开工面积为 28203 万立方米, 受疫情影响同比下跌 27.18%; 房屋竣工面积为 15557 万立方米, 同比下滑 15.79%。

图 9: 房屋竣工面积 (万平方米)



数据来源: Wind, 东北证券

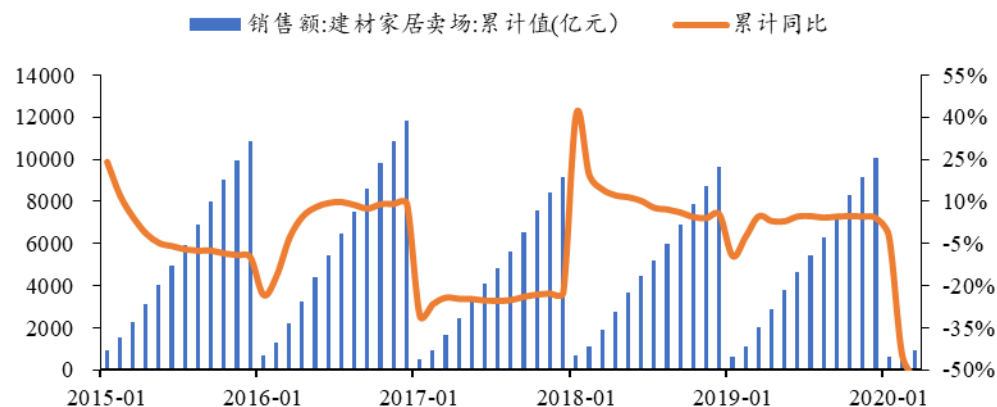
图 10: 房屋新开工面积 (万平方米)



数据来源: Wind, 东北证券

2019 年建材家居卖场销售额实现稳健增长, 2020 年 Q1 季度受疫情影响销售额显著下滑。2019 年全国建材家居卖场销售额达到 10,057 亿元, 同比增长 4.09%。2020Q1 全国建材家居卖场销售额达到 934.60 亿元, 同比下滑 53.45%。

图 11: 建材家居卖场累计销售额及同比

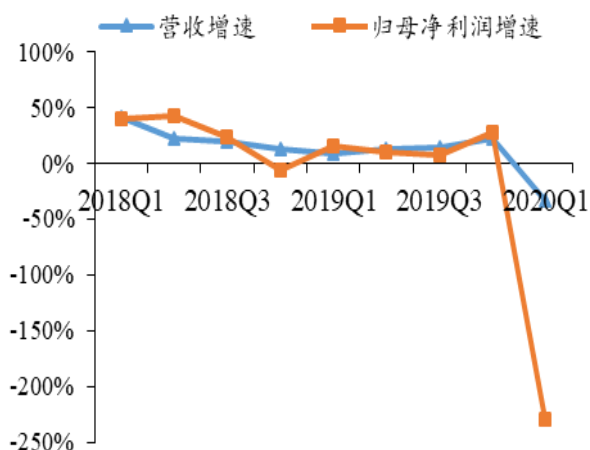


数据来源: Wind, 东北证券

2.2. 定制: 大宗业务带来业绩增长新动能, 关注二季度零售端回升

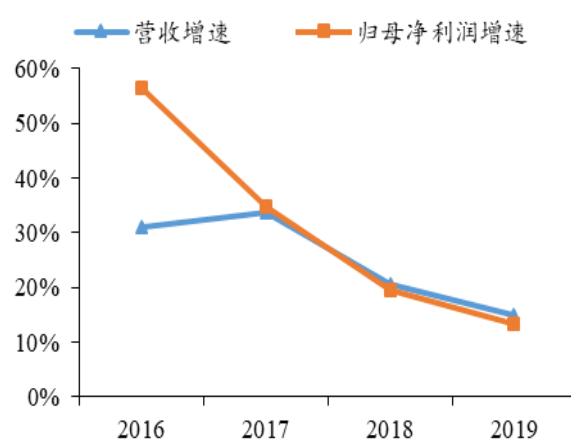
定制龙头营收、利润增速显著放缓。2019 年欧派家居/ 索菲亚/ 尚品宅配/ 好莱客/ 志邦家居/ 皮阿诺分别实现营收 135.33/ 76.86/ 72.61 / 22.25/ 29.62/ 14.71 亿元, 分别同比增长 17.59%/ 5.13%/ 9.26%/ 4.34%/ 21.75%/ 32.53%, 营收增长分别同比变动 -0.94/ -13.52/ -15.57/ -10.13/ 8.95/ -1.81 pct, 除志邦家居外, 各家定制公司营收增速均有所放缓。分别实现利润 18.39/ 10.77/ 5.28/ 3.65/ 3.29/ 1.75 亿元, 分别同比变动 17.02%/ 12.34%/ 10.76%/ -4.63%/ 20.72%/ 23.33%, 利润增速变动分别为 -3.88/ 6.57/ -14.77/ -14.47/ 4.20/ -14.62pct。除索菲亚和志邦家居以外, 其余定制企业利润增速均出现下滑。

图 12: 6 家定制企业季度平均营收及归母增速



数据来源: Wind, 东北证券

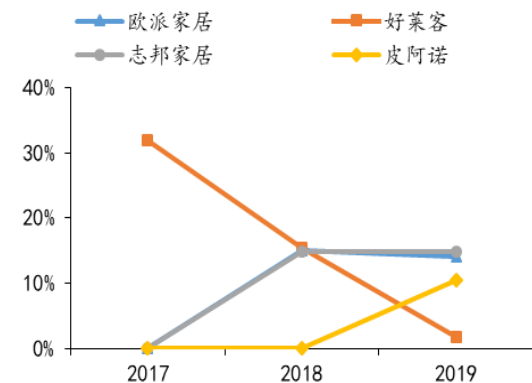
图 13: 6 家定制企业年度平均营收及归母增速



数据来源: Wind, 东北证券

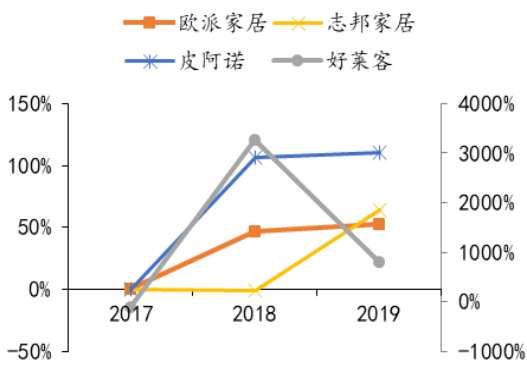
大宗渠道高增长，显著拉动定制家居企业营收增速。定制家居企业在传统渠道上增速稳健，2019 年欧派家居/好莱客/志邦家居/皮阿诺在经销渠道的增速分别达到了 14.11%/ 1.81%/ 14.90%/ 10.50%。相较之下，大宗渠道在近年高速增长，2019 年欧派家居/好莱客/志邦家居/皮阿诺在大宗渠道的增速分别达到了 52.53%/ 795.25%/ 63.70%/ 110.04%，对比传统经销渠道增速强劲，有效地拉动了整体营收增速。

图 14: 定制龙头企业经销渠道增速



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 15: 定制龙头企业大宗渠道增速



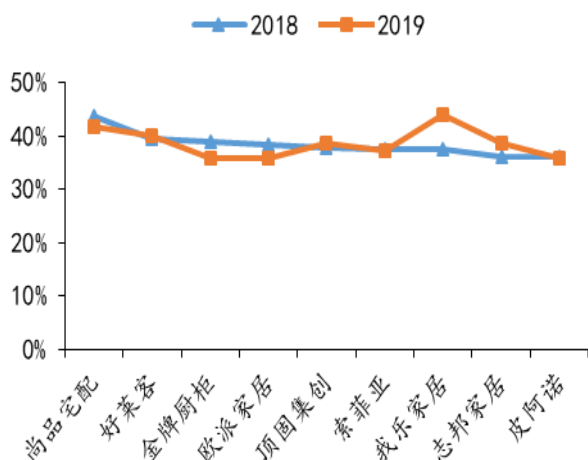
数据来源: 公司公告, 东北证券

毛利率、费用率整体表现平稳。2019 年，除了尚品宅配、金牌厨柜、欧派家居、索菲亚、皮阿诺几家定制公司毛利率出现小幅下滑外，其余定制公司毛利率保持持平或小幅提升，总体来看，平均毛利率由 2018 年的 38.36% 提升至 2019 年的 38.59%，有一定程度的上升。在费用率方面，除了顶固集创、索菲亚、我乐家居、志邦家居有小幅上升外，其他定制公司的期间费用率都有所下降。总体来看，平均期间费用率由 2018 年的 25.35% 变动至 2019 年的 25.36%，基本持平。

费用率细项拆分来看，经过 2018 年销售费用高投入后，2019 年上市公司更为注重销售费用投放效率，尚品宅配/ 欧派家居/ 好莱客/ 金牌厨柜销售费用率同比减少，索菲亚基本持平，我乐家居、皮阿诺加大零售转型，销售费用率同比增加。管理费

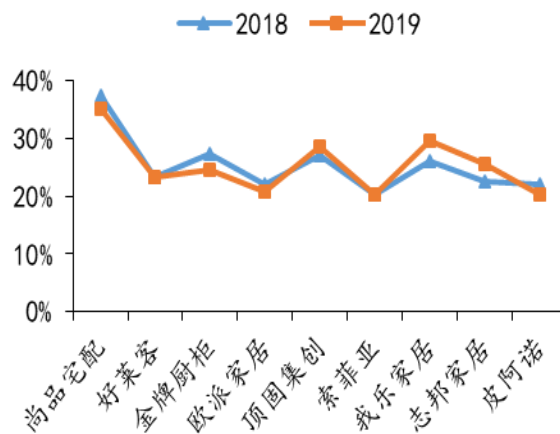
用率方面，金牌厨柜、皮阿诺、我乐家居管理费用率压缩明显，其他公司变化不大。

图 16: 定制企业毛利率



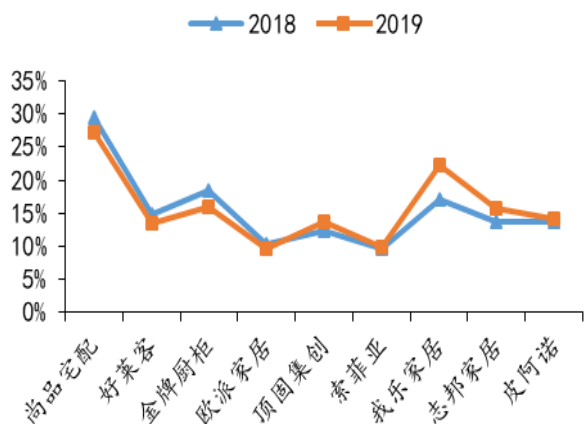
数据来源: Wind, 东北证券

图 17: 定制企业期间费用率基本持平



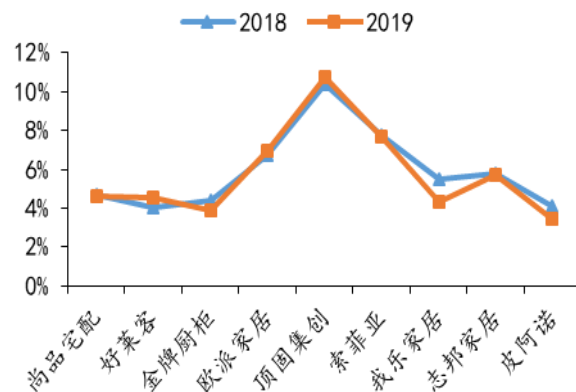
数据来源: Wind, 东北证券

图 18: 定制企业销售费用率



数据来源: Wind, 东北证券

图 19: 定制企业管理费用率



数据来源: Wind, 东北证券

门店持续下沉，但边际贡献减弱。2019 年，除皮阿诺、顶固集创、我乐家居外，其余龙头定制企业门店数均实现净增长。其中，欧派家居、索菲亚、尚品宅配、志邦家居和金牌厨柜净增门店数最多，各类门店合计净增 354 家、231 家、220 家、464 家、385 家。龙头定制企业门店下沉，渠道力持续增强。

表 8: 9 大定制家居企业门店情况

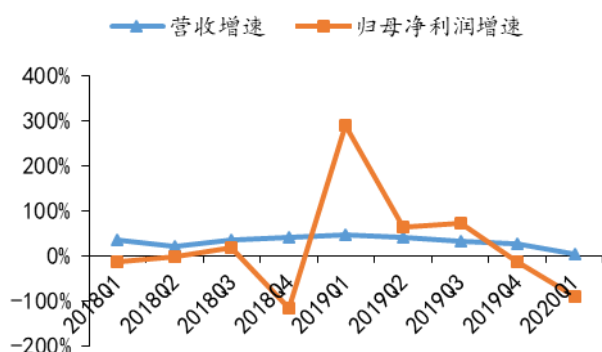
公司	2018 年门店				2019 年门店				2019 年净增门店			
	衣柜	橱柜	木门	其他	衣柜	橱柜	木门	其他	衣柜	橱柜	木门	其他
欧派家居	2113	2276	825	欧泊丽 935 家, 欧派卫浴 559 家	2144	2334	985	欧泊丽 988 家, 欧派卫浴 611 家	31 (+1.4 7%)	58 (+2.5 5%)	160 (+19. 39%)	欧泊丽净 增 53 家, 欧派卫浴 净增 52 家
索菲亚	2510	822	128	大家居店 98 家	2501	845	227	大家居店 216 家	-9 (-0.36 %)	23 (+2.8 0%)	99 (+77. 34%)	大家居店 净增 118 家
尚品宅配	加盟店 2100 家, 直营店 101 家				加盟店 2327 家, 直营店 94 家				加盟店净增 227 家, 直营店净减 7 家			
志邦家居	726	1487	117	全屋定制 33 家	1078	1535	156	全屋定制 58 家	352 (+48. 48%)	48 (+3.2 3%)	39 (+33. 3%)	全屋定制 净增 25 家
金牌厨柜	337	1413	9	--	520	1559	63	整装专卖 店 2 家	183 (+54. 30%)	146 (+10. 33%)	54 (+600 .0%)	整装专卖 店净增 2 家
好莱客	经销店 1745 家, 直营店 21 家				经销店 1778 家, 直营店 17 家				经销店净增 33 家, 直营店净减 4 家			
皮阿诺	540	716	--	--	272	204	--	综合门店 489	-268 (-49.63 %)	-512 (-71.51 %)	--	综合门 店净增 489
顶固集创	566	--	206	精品五金 508 家	572	--	184	精品五金 514 家	6 (+1. 06%)	--	-22	精品五 金净增 6 家
我乐家居	--	787	--	全屋定制 496 家	--	658	--	全屋定制 512 家	--	-129 (-16.3 9%)	--	全屋定制 净增 16 家

数据来源: 公司公告, 东北证券

2.3. 成品: 2019 年业绩表现优异, 关注零售变革&精装红利催化增长

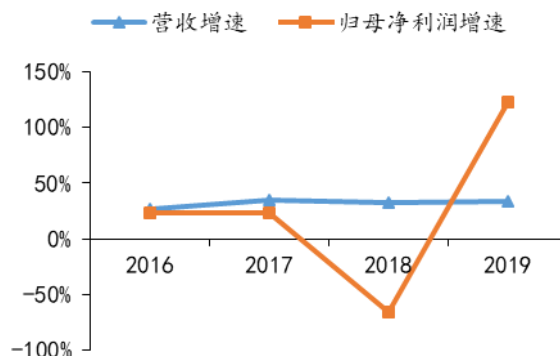
龙头公司营收增速回升, 归母净利表现亮眼。2019 年顾家家居/ 喜临门/ 梦百合/ 曲美家居 / 江山欧派分别实现营收 110.94/ 48.71/ 38.32/ 42.79/ 20.27 亿元, 分别实现增长 20.95%/ 15.68%/ 25.65%/ 47.99%/ 57.98%, 平均增速 33.65%, 相比 2018 年的 33.01% 有小幅提升; 分别实现归母净利润 11.61/ 3.80/ 3.74/ 0.82/ 2.61 亿元, 分别同比变动 17.36%/ 186.80%/ 100.82%/ 239.09%/ 71.11%, 平均增速 123.04%, 远高于 2018 年的 -65.57%, 表现亮眼。其中一大原因为 2018 年出现亏损的喜临门、曲美家居均扭亏为正, 且增幅显著。

图 20: 成品家居企业季度平均营收及归母增速



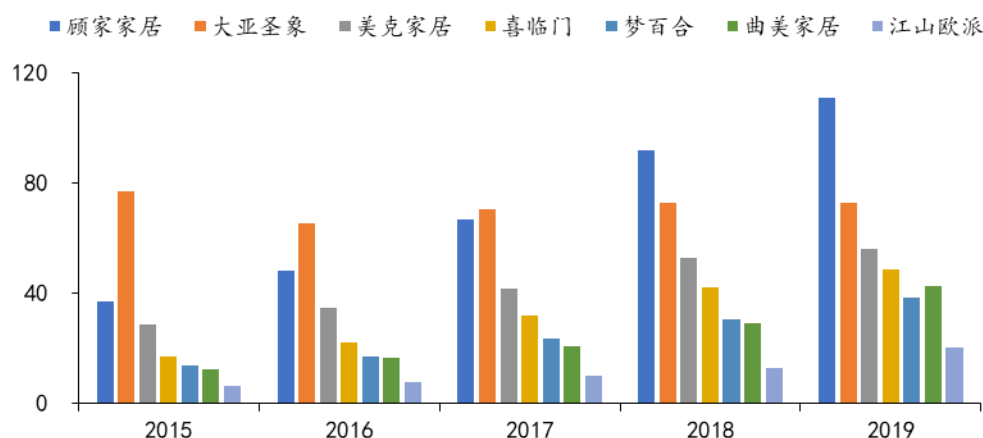
数据来源: Wind, 东北证券

图 21: 成品家居企业年度平均营收及归母增速



数据来源: Wind, 东北证券

图 22: 成品家居企业营业收入 (亿元)

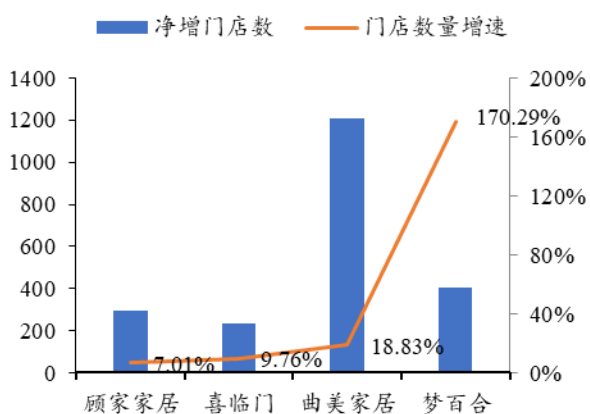


数据来源: Wind, 东北证券

软体品牌持续开店，渠道继续下沉。2019 年软体龙头继续开店，顾家家居/ 喜临门 / 梦百合分别净增门店 296 家、233 家、1211 家、407 家，门店数量增速分别为 7.01%、9.76%、18.83%、170.29%，其中以梦百合增速最为显著。另外，通过外延并购的各软体品牌下的企业持续贡献门店增长。例如曲美家居并购的 Ekornes 旗下企业中，Stressless 新增 64 家，IMG 新增 1063 家，Svane 新增 39 家。

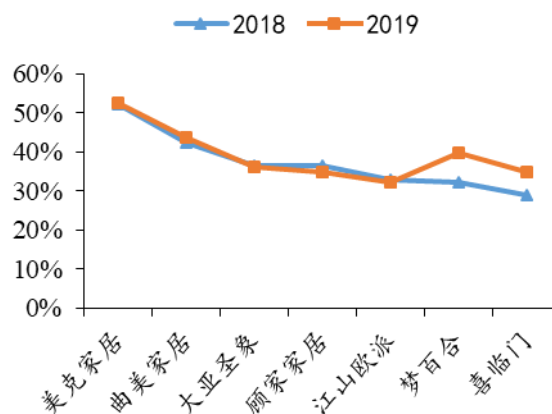
毛利率基本持平或有所增长，费用率基本持平。2019 年，我们主要跟踪的八家成品家居企业中，只有三家毛利率出现非常小幅的下滑，其余企业的毛利率基本持平或有所上升。其中毛利率提升最多的为梦百合，同比提升 7.64pct 至 39.72%。费用率方面，除梦百合有小幅上涨（同比增长 4.14pct 至 25.58%）外，其余主要成品家居企业期间费用率基本持平或有小幅下降。

图 23: 主要软体企业自主品牌开店数 (家)



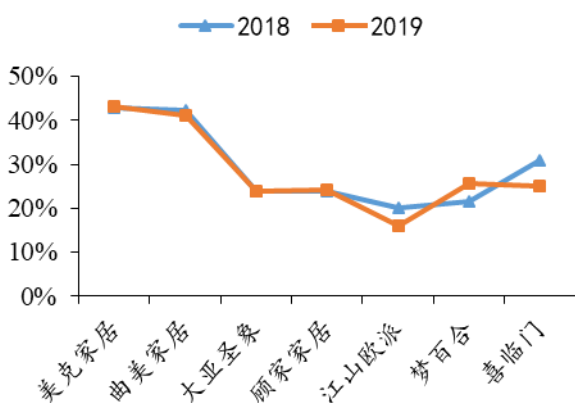
数据来源: Wind, 东北证券

图 24: 主要成品家居企业毛利率



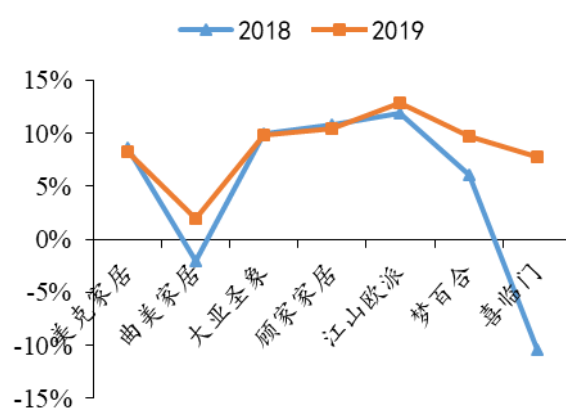
数据来源: Wind, 东北证券

图 25: 主要成品家居企业期间费用率



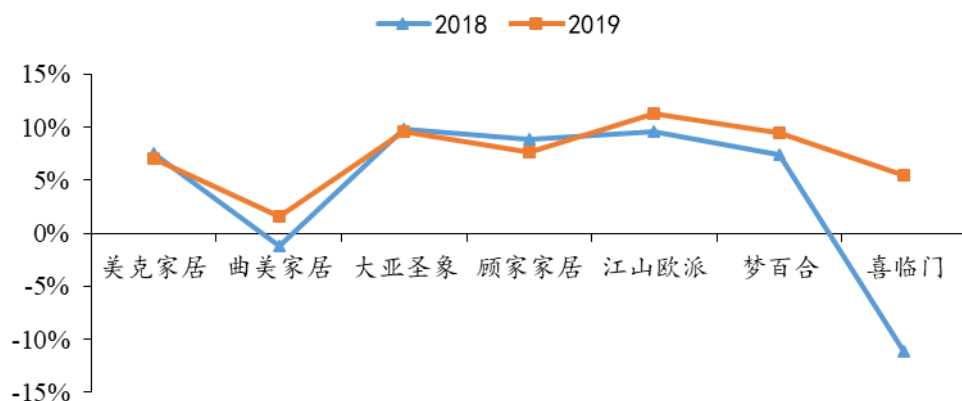
数据来源: Wind, 东北证券

图 26: 主要成品家居企业净利率



数据来源: Wind, 东北证券

图 27: 主要成品家居企业扣非净利率

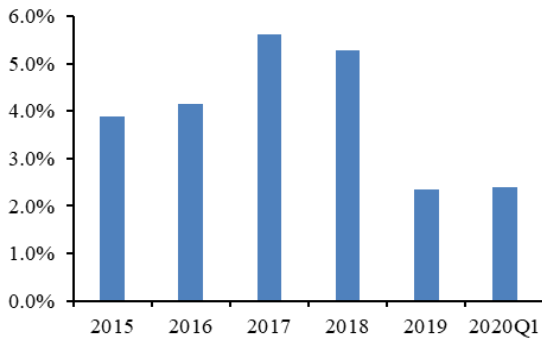


数据来源: Wind, 东北证券

2.4. 家具板块基金配置：2020Q1 基金持股比例略有上升，外资流入显著

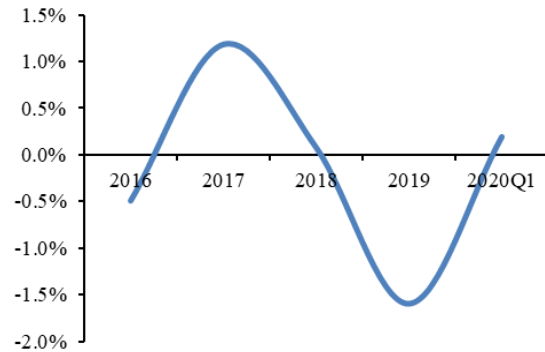
2019 年基金减持明显，2020Q1 家具板块基金持仓同比小幅上升。受行业景气下滑 & 竞争格局恶化影响，2019 年家具板块基金减持明显，2020 年 Q1 家具板块基金持股数量 1.57 亿股，持股占比为 2.40%，同比小幅上升 0.19pct。

图 28: 家具板块基金持股占比



数据来源：Wind，东北证券

图 29: 家具板块基金持仓同比变化



数据来源：Wind，东北证券

表 9: 家具板块公司基金持股占比变动情况

公司名 称	2020Q1			2019Q4			2019Q3		2019Q2		2019Q1	
	持股 总市 值(亿 元)	持股占 流通股 比	持股占 比环比 变动	持股 总市 值(亿 元)	持股占 流通股 比	持股占 比环比 变动	持股总 市值 (亿元)	持股占 流通股 比	持股总 市值 (亿元)	持股占 流通股 比(%)	持股 总市 值(亿 元)	持股占 流通股 比(%)
尚品宅配	9.23	10.70%	-18.03%	14.8	28.73%	8.55%	10.78	20.18%	16.32	31.66%	14.71	24.40%
大亚圣象	3.53	5.90%	-0.04036	7.61	9.94%	5.31%	2.69	4.63%	7.16	11.89%	7.28	8.96%
江山欧派	3.41	5.35%	-22.96%	4.45	28.31%	5.07%	2.55	23.24%	3.46	32.64%	1.25	10.41%
索菲亚	5.75	5.02%	-7.13%	16.22	12.15%	7.51%	5.06	4.64%	19.36	16.09%	10.84	6.62%
金牌厨柜	0.41	3.79%	-0.24%	0.5	4.03%	1.02%	0.35	3.00%	0.11	1.11%	0.44	3.01%
欧派家居	12.1	3.04%	-21.75%	27.44	24.80%	12.99%	12.45	11.81%	28.35	28.60%	14.64	13.09%
志邦家居	0.62	2.78%	-7.48%	2.74	10.26%	7.22%	0.69	3.04%	1.75	7.63%	2.17	6.66%
威华股份	1.03	2.62%	2.51%	0.04	0.11%				0.07	0.16%	0.02	0.05%
顾家家居	4.65	2.26%	-3.82%	16.27	6.08%	-4.57%	4.75	10.66%	9.51	22.75%	5.93	11.26%
梦百合	1.34	2.22%	-3.28%	3.85	5.50%	1.71%	0.72	3.78%	2.25	11.52%	1.05	4.36%
麒盛科技	0.27	2.07%	1.11%	0.17	0.96%							
恒林股份	0.12	1.18%	0.54%	0.08	0.64%				0.07	0.72%		
皮阿诺	0.16	1.00%	-0.87%	0.17	1.87%	1.23%	0.07	0.64%	0.09	1.01%		
浙江永强	0.61	0.93%	0.53%	0.32	0.40%	-0.23%	0.43	0.63%	1.23	1.96%	0.46	0.62%
喜临门	0.43	0.91%	-3.47%	2.63	4.38%	2.08%	0.92	2.30%	1.23	3.50%	0.79	2.27%
好太太	0.05	0.55%	-0.12%	0.07	0.68%	0.05%	0.07	0.62%	0.38	3.69%	0.13	0.94%
好莱客	0.07	0.16%	-0.56%	0.36	0.72%				1.61	3.15%	0.49	0.74%
永艺股份	0	0.01%	-0.91%	0.34	0.92%	0.06%	0.3	0.86%	1.45	4.89%	0.77	2.96%
爱丽家居	0	0.01%										

数据来源：Wind，东北证券

北上资金方面，多数公司环比增持。截止 2020 年 4 月底，北上资金持股占比前五大的家具板块公司分别为索菲亚、志邦家居、金牌橱柜、欧派家居和尚品宅配。环比来看，多数公司持股占比皆有所上升，仅两家遭减持。其中索菲亚增持 0.25%；志邦家居增持 1.07%；金牌橱柜增持 3.83%；欧派家居增持 0.68%；尚品宅配增持 0.16%；喜临门增持 0.58%；仅大亚圣象、浙江永强遭减持 0.24%/0.21%。

表 10: 家具板块公司沪（深）港通持股占比变动情况

公司名称	2020/4/29			2020/3/31	2019/12/31	2019/9/30	2019/6/29
	沪（深）股通 持股市值（亿 元）	沪（深）股通 持股数量（万 股）	沪（深）股通 持股占流通 股比	沪（深）股通 持股占流通 股比	沪（深）股通 持股占流通 股比	沪（深）股通 持股占流通 股比	沪（深）股通 持股占流通 股比
索菲亚	26.81	14375.36	15.75%	15.50%	14.89%	8.17%	7.75%
志邦家居	2.20	983.78	8.95%	7.88%	1.84%	0.95%	0.75%
金牌厨柜	0.56	93.78	5.30%	1.47%	2.08%	0.90%	1.02%
欧派家居	22.07	2091.55	4.97%	4.29%	13.82%	10.60%	7.65%
尚品宅配	3.95	592.15	2.98%	2.82%	3.58%	3.81%	3.43%
喜临门	1.24	1149.07	2.96%	2.38%	1.66%	0.59%	0.70%
大亚圣象	1.80	1591.93	2.87%	3.11%	2.62%	1.46%	1.10%
顾家家居	6.56	1649.62	2.82%	2.81%	3.93%	18.39%	11.92%
好莱客	0.74	547.73	1.76%	1.76%	2.04%	1.78%	0.81%
永艺股份	0.51	431.15	1.42%	1.01%	2.32%	0.87%	0.54%
丰林集团	0.18	695.33	0.64%	0.64%	0.64%	0.64%	0.73%
美克家居	0.34	831.66	0.48%	0.30%	0.87%	0.61%	0.09%
好太太	0.03	27.47	0.38%	0.34%	0.54%	0.77%	0.09%
浙江永强	0.31	797.58	0.36%	0.57%	0.60%	1.13%	0.63%
*ST 宜生	0.06	334.78	0.22%	0.22%	0.48%	0.68%	1.42%
威华股份	0.00	0.05	0.00%	0.00%	0.00%	0.05%	0.06%
曲美家居	0.00	0.02	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.05%
德尔未来	0.00	0.01	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

数据来源：Wind，东北证券

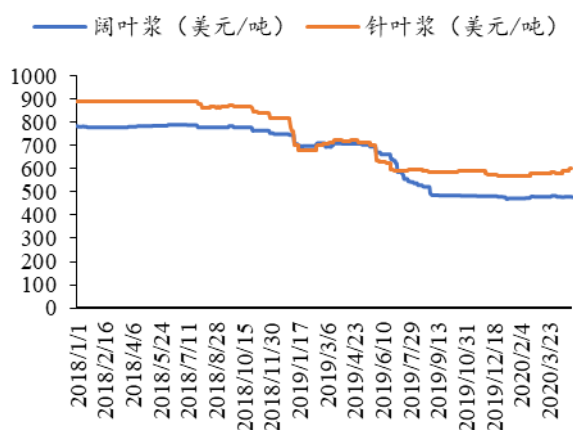
3. 造纸：景气分化明显，生活用纸表现亮眼

3.1. 纸浆产业链：生活纸高景气有望贯穿全年，关注文化纸景气回升拐点

➤ 2019 年成品纸&纸浆价差打开，吨纸利润持续回升

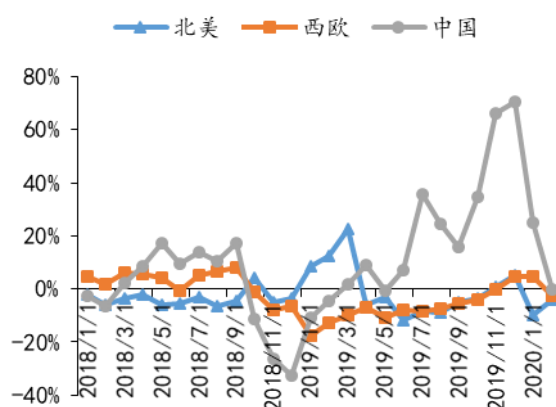
库存压力&海外木浆需求偏弱，浆价 2019 年快速下跌。纸浆库存从 2018 年末便开始受下游需求疲软影响而持续攀升，叠加下游较差的需求导致浆价快速回落。虽然从 2019 年下半年开始我国纸浆需求明显恢复，但受欧美地区纸浆需求疲软影响，纸浆库存去化相对缓慢，浆价于 2019H2 呈底部震荡状态。今年三四月外盘浆价有所上涨，主要因为疫情影响工厂开工率，但目前下游需求疲软，欧美复工节奏相对缓慢，预计该提价难以落实，浆价全年以底部震荡为主。

图 30：针叶浆及阔叶浆价格



数据来源：Wind，东北证券

图 31：各地区纸浆发货量同比增速

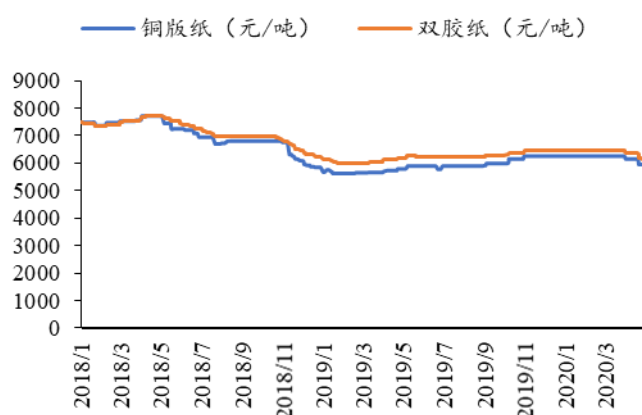


数据来源：Bloomberg，东北证券

2019H1 库存调整完成，文化纸重启上涨趋势，文化纸盈利能力持续修复。2019 造纸行业产成品存货去库存明显，8-11 月持续负增长，产成品存货增速回落至近几年低位。其中，文化用纸去库存成效较为突出，铜版纸与双胶纸库存均有大幅下降，目前已回落至历史低位。随行业库存调整完成，2019 年 6 月，以晨鸣、APP 和华泰纸业为代表的纸厂陆续发提价函开启纸价温和上涨的趋势，截至 2019 年 12 月底双胶纸/铜版纸出厂价分别为 6417/ 6260 元/吨，较 2019 年 1 月低位分别上涨约 417/ 620 元/吨。叠加浆价于 2019H2 处于底部震荡状态，文化纸吨利润持续修复。

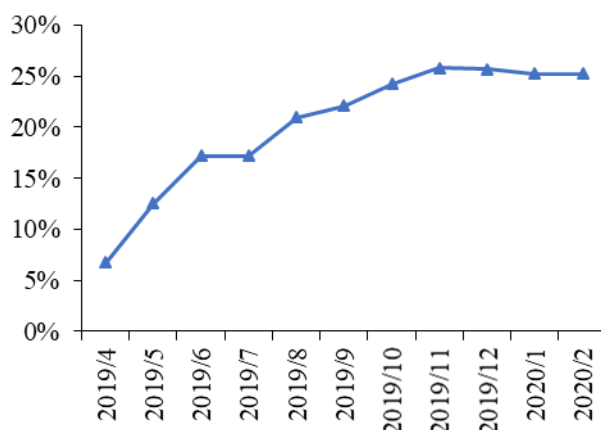
2020Q2 文化纸景气承压。疫情对终端需求的影响从三月开始浮现，三月中旬至今双胶纸/铜版纸较高点下跌 300 元/吨（该价格为出厂价，终端经销价下滑幅度更大），预计吨纸净利润环比 2020Q1 有所压缩。考虑到目前纸价已接近中小纸厂成本线，APP、太阳、晨鸣等龙头协同减产，且五月学校开学带动需求边际改善，5 月价格有望迎来企稳。

图 32: 文化纸价格



数据来源: Wind, 东北证券

图 33: 双胶纸毛利率

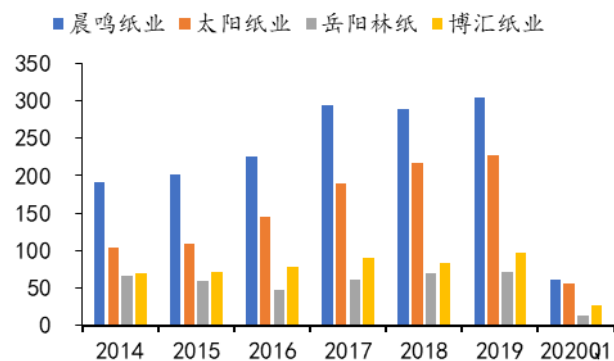


数据来源: 卓创资讯, 东北证券

文化纸企业利润逐季度回升

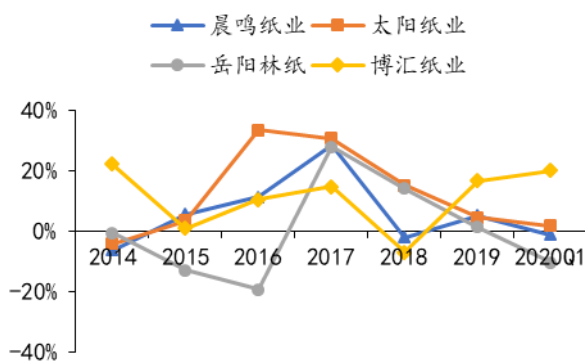
造纸龙头营收、利润增速显著放缓。2019 年主要造纸企业晨鸣纸业/ 太阳纸业/ 岳阳纸业/ 博汇纸业分别实现营收: 303.95/ 227.63/ 71.06/ 97.4 亿元, 分别同比变动 5.26%/4.57%/ 1.33%/ 16.79%, 纸价同比下跌, 但新产能投产贡献增量, 营收端小幅增长。虽然文化纸价格从 2019 年 3 月开始回升, 但受 2018 年吨纸利润高基数影响, 晨鸣纸业/ 太阳纸业/ 岳阳纸业/ 博汇纸业分别实现利润 16.57/ 21.78/3.13/ 1.34 亿元, 分别同比变动-34.00%/ -2.66%/ -14.38%/ -47.73% (晨鸣、博汇净利润下滑幅度较大, 主因白卡纸收入占比高, 以及晨鸣有较多的资产减值损失)。

图 34: 主要造纸企业营收规模 (亿元)



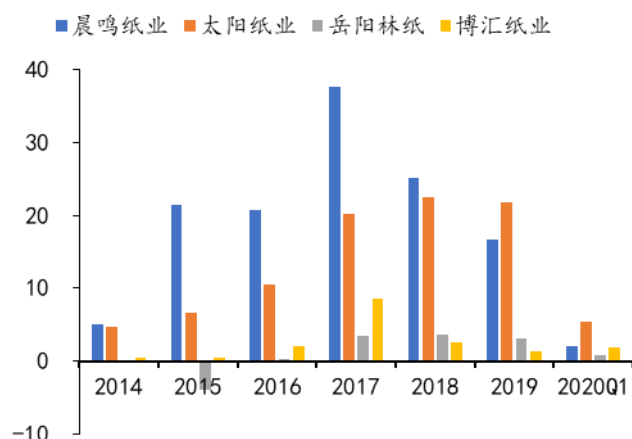
数据来源: Wind, 东北证券

图 35: 主要造纸企业营收增速



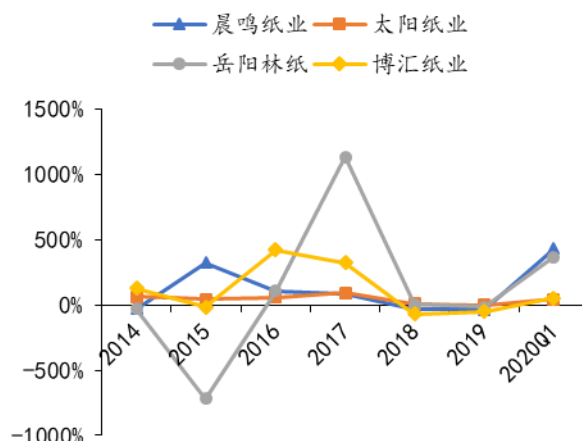
数据来源: Wind, 东北证券

图 36: 主要造纸企业归母净利润 (亿元)



数据来源: Wind, 东北证券

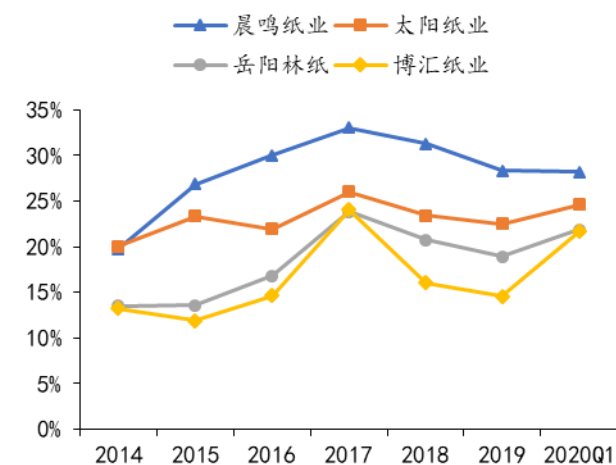
图 37: 主要造纸企业净利润增速



数据来源: Wind, 东北证券

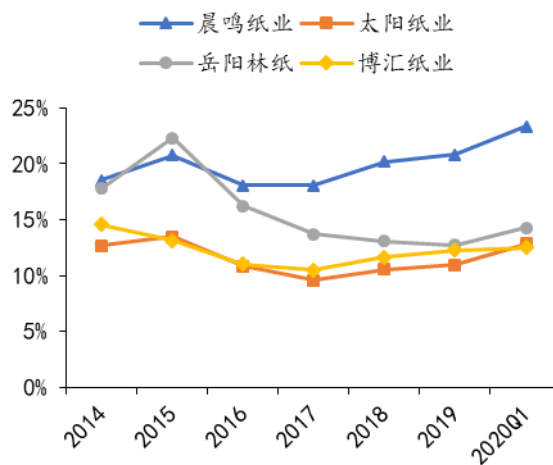
2019 年毛利率迎触底向上, 但预计 2020Q2 将有所承压。从毛利率看, 2019 年主要造纸企业晨鸣/ 太阳/ 岳阳/ 博汇毛利率分别为 28%/ 23%/ 19%/ 15%, 分别同比下滑 2.91%/0.91%/1.88%/1.46。但分季度看, 上市公司毛利率从 2019Q2 开始回升, 环比持续上行。但与行业趋势相近, 2020Q2 公司成品纸出厂均价将环比有所下调。

图 38: 主要造纸企业毛利率



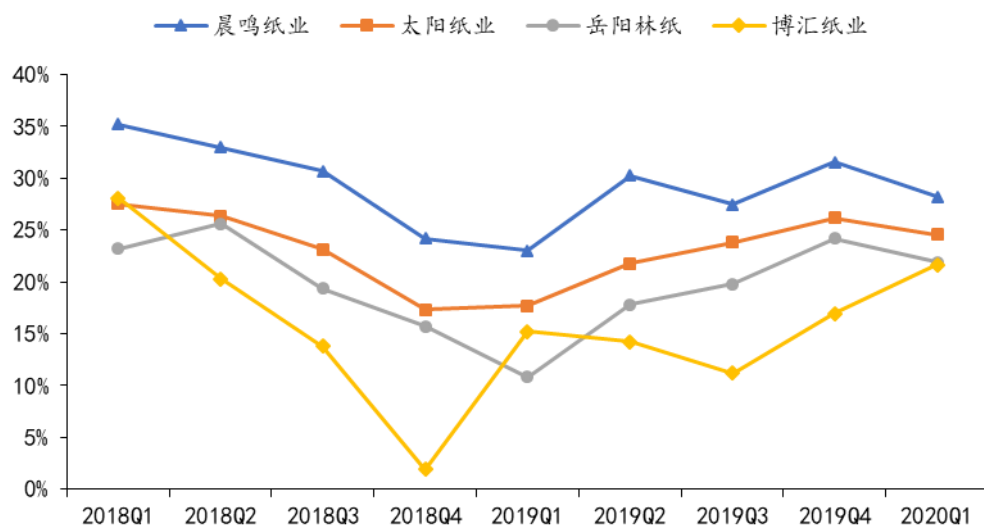
数据来源: Wind, 东北证券

图 39: 主要造纸企业期间费用率



数据来源: Wind, 东北证券

图 40: 主要纸企分季度毛利率 (2018-2020Q1)



数据来源: 东北证券, Wind

► 关注高景气的生活用纸赛道投资机会

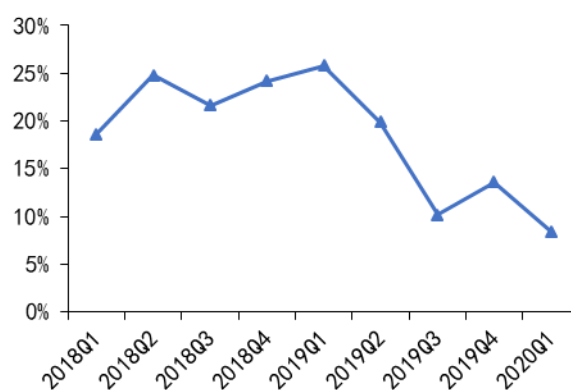
生活用纸受益浆价下跌, 疫情期间必选消费属性凸显, 中顺洁柔业绩表现亮眼。洁柔 2019 年实现营收 66.35 亿元, 同比增长 16.84%, 2020Q1 在疫情期间, 得益于必选消费属性&年前经销商库存压仓备货, 营收实现 16.71 亿, 同比增长 8.46%。利润端看, 得益于木浆价格的持续下跌, 2019/ 2020Q1 归母净利润分别同比增长 48.36%/ 53.52%。全年看, 木浆价格预计将继续维持底部震荡, 洁柔毛利率有望维持高位。而营收端, 传统优势品类平稳增长, 个人护理新品&子品牌将贡献业绩增量, 打开成长空间。

图 41: 中顺洁柔营收增长情况 (年频率)



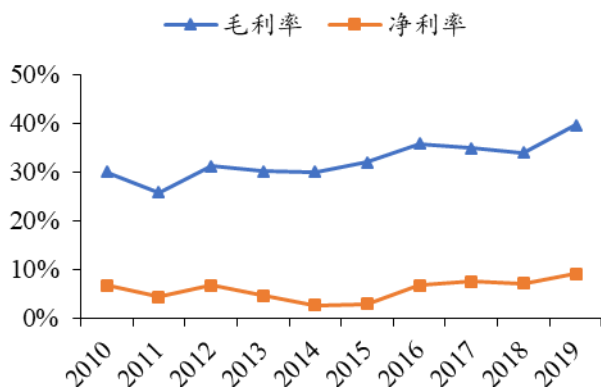
数据来源: Wind, 东北证券

图 42: 中顺洁柔分季度营收增长情况



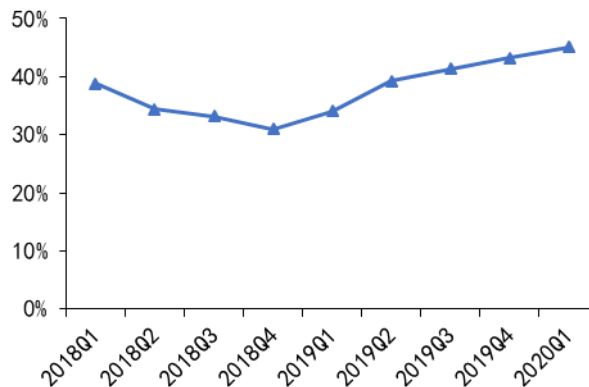
数据来源: Wind, 东北证券

图 43: 中顺洁柔毛利率及净利率情况 (年频率)



数据来源: Wind, 东北证券

图 44: 中顺洁柔分季度毛利率情况



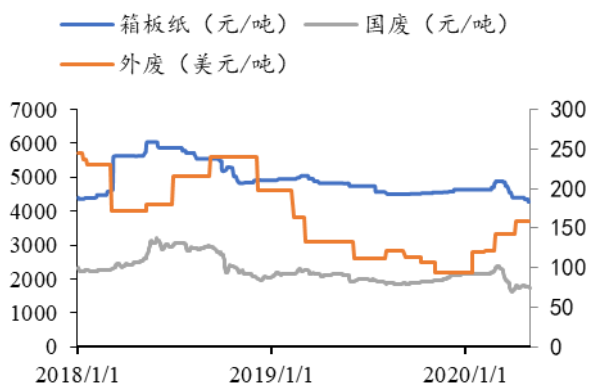
数据来源: Wind, 东北证券

3.2. 废纸产业链: 景气继续承压, 静候疫情消退后需求回升

➤ 行业: 需求承压, 行业景气于 2019Q3 触底

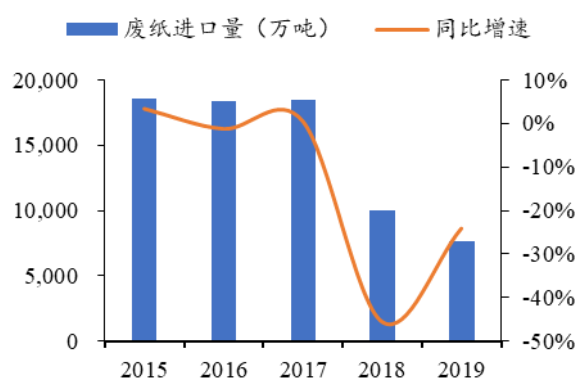
需求承压, 成品纸&废纸价格共同下行, 2019Q4 价格回暖, 景气小幅回升。2019 年受下游需求疲软&中美贸易摩擦导致下游预期悲观影响, 成品纸与废纸价格于 2019 年前三季度整体呈逐阶下行状态, 箱板纸/国废价格分别从年初高点 5035/ 2250 元/吨下跌至 4500/ 1850 元/吨。此外, 受我国外废进口进口量大幅减少影响, 外废价格亦出现大幅下跌, 美废 11# 价格从 2019 年年初 198 美元/吨下跌至 93 美元/吨。但得益于行业库存有效去化&外废缺口催化供给偏紧, 纸价于 2019Q4 小幅回升。

图 45: 成品纸、国废以及外废价格



数据来源: Wind, 东北证券

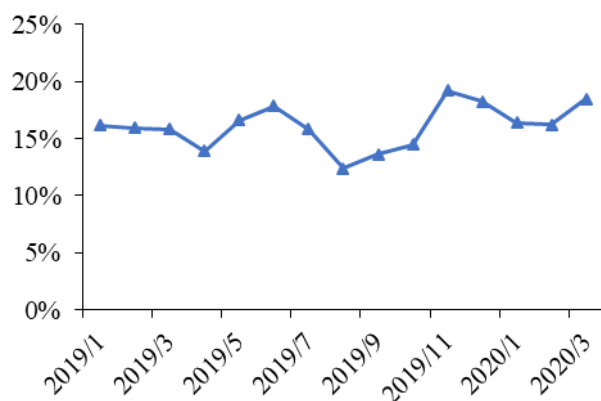
图 46: 废纸进口量



数据来源: Wind, 东北证券

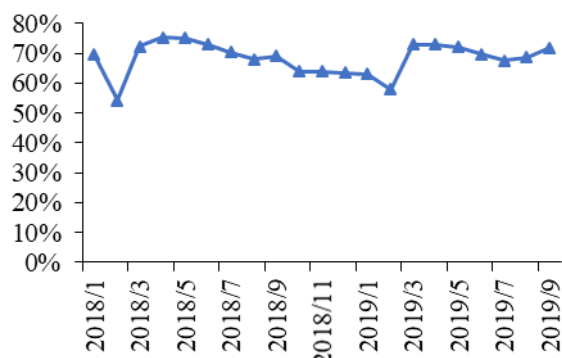
成品纸供需格局失衡, 吨纸利润压缩触底, 2019Q4-2020Q1 环比修复。由于箱板瓦楞纸产能过剩明显&行业集中度仍有待提高, 在需求不佳的情况下, 行业价格战明显, 成品纸价格下跌幅度大于废纸, 吨纸利润持续压缩, 预计 2019Q3 行业吨纸利润水平已接近 2015 年的周期底部, 中小纸厂出现普遍亏损。2019Q4 吨纸利润跟随纸价反弹有所回升, 2020Q1 则得益于疫情期间国废缺口凸显带动供给端的被动收缩, 吨纸利润大幅改善。

图 47: 箱板纸毛利率



数据来源: Wind, 东北证券

图 48: 箱板纸开工率

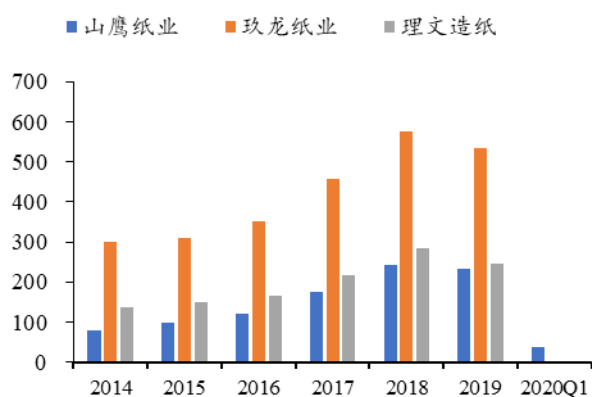


数据来源: Wind, 东北证券

➤ 公司: 全年业绩承压, 吨纸利润于 2019Q3 触底回升

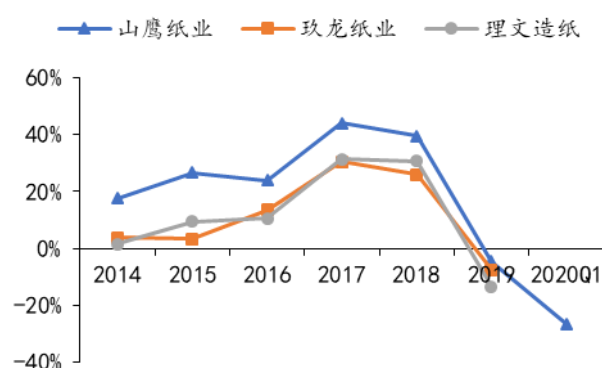
造纸龙头营收、利润增速显著放缓。2019 年主要造纸企业山鹰纸业/玖龙纸业/理文造纸分别实现营收: 232.41/ 533/ 247 亿元, 分别同比变动-4.62%/-7.63%/-13.33%, 平均增速为-8.53%, 各家造纸企业营收增速均出现下滑; 分别实现利润 13.62/ 38.8/ 28.98 亿元, 分别同比变动-57.48%/-32.85%/-32.22%。

图 49: 主要造纸企业营收规模 (亿元)



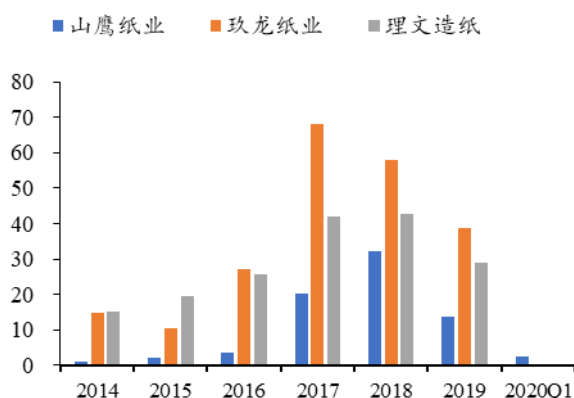
数据来源: Wind, 东北证券

图 50: 主要造纸企业营收增速



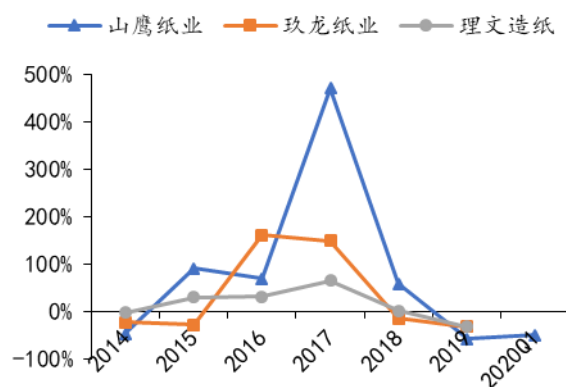
数据来源: Wind, 东北证券

图 51: 主要造纸企业归母净利润 (亿元)



数据来源: Wind, 东北证券

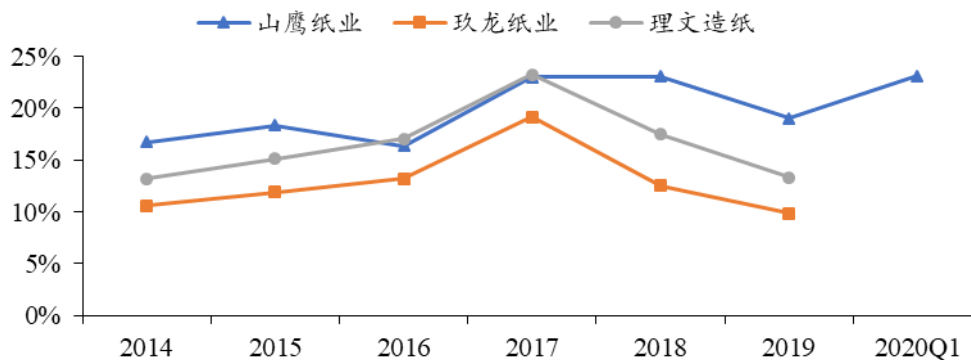
图 52: 主要造纸企业净利润增速



数据来源: Wind, 东北证券

毛利率下滑全年下滑,但从三季度起逐步回升,预计二季度毛利率再度承压。2019年主要造纸企业山鹰/玖龙/理文毛利率分别为 19%/ 10%/ 13%, 分别同比变动 -3.99%/-2.62%/-4.17%。由于港股没有披露分季度的毛利率数据,我们以山鹰纸业为研究对象,2019Q1-2020Q1 分季度毛利率分别为 19.8%/ 20.1%/ 17.4%/ 18.3%/ 23.1%。但因二季度内需恢复不及预期&外需承压,纸价出现较大幅度下行,预计上市公司二季度毛利率将有所下滑。

图 53: 主要纸企毛利率

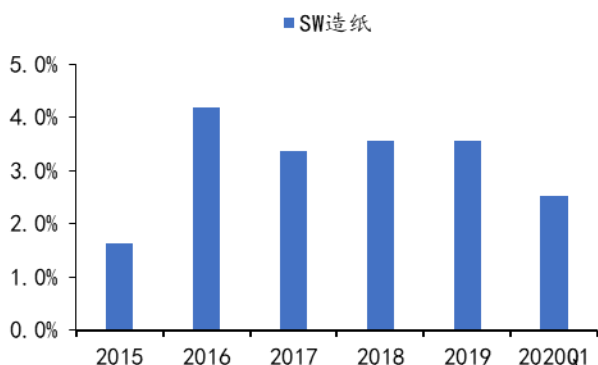


数据来源: Wind, 东北证券

3.3. 基金持仓: 太阳纸业、博汇纸业基金持仓提升显著

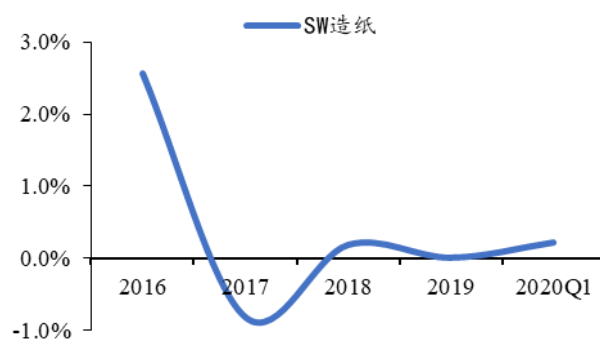
2019 年基金持股持平, 2020Q1 造纸板块基金持仓同比小幅上升。得益于造纸板块景气于 2019Q3 开始逐步回升, 2019 全年看基金持仓比例整体持平。2020 年 Q1 造纸板块基金持股数量 4.31 亿股, 持股占比为 2.53%, 同比小幅上升 0.22pct。

图 54: 造纸板块基金持股占比



数据来源: Wind, 东北证券

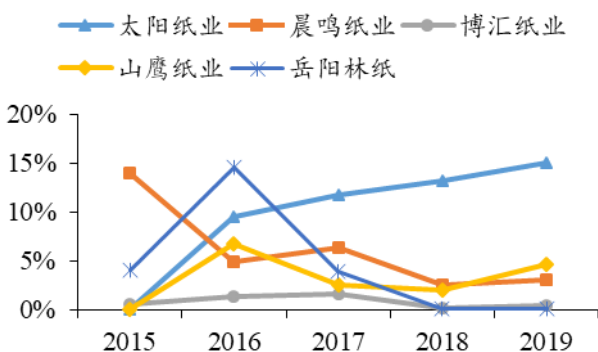
图 55: 造纸板块基金持仓同比变化



数据来源: Wind, 东北证券

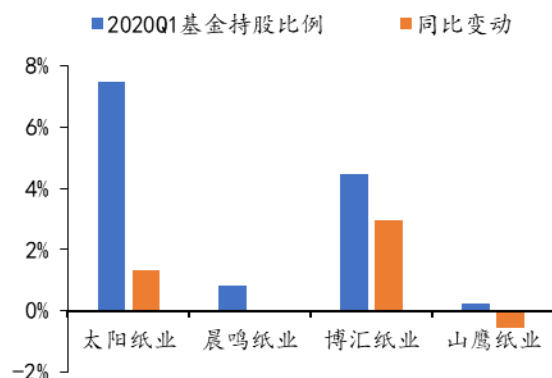
太阳纸业、博汇纸业基金持仓显著上升。2020 年 Q1 主要造纸企业太阳/晨鸣/博汇/山鹰/岳阳林纸的基金持仓比分别为 7.47%/0.83%/4.48%/0.25%/0.03%，同比变动为 -1.31/-0.01/2.94/-0.56/-0.001pct，其中太阳纸业、博汇纸业基金持仓显著上升。

图 56: 主要造纸企业基金持股比例



数据来源: Wind, 东北证券

图 57: 2020Q1 主要造纸企业基金持仓变化



数据来源: Wind, 东北证券

北上资金方面，晨鸣纸业环比增持。截止 2020 年 4 月底，太阳/晨鸣/山鹰/岳阳林纸北上资金持股占比为 1.36%/1.39%/0.91%/0.04%，环比来看持股变动为 -0.19/0.30/-0.03/0pct。晨鸣纸业环比增持，太阳、山鹰纸业环比遭遇减持。

表 11: 主要造纸企业沪（深）港通持股占比变化情况

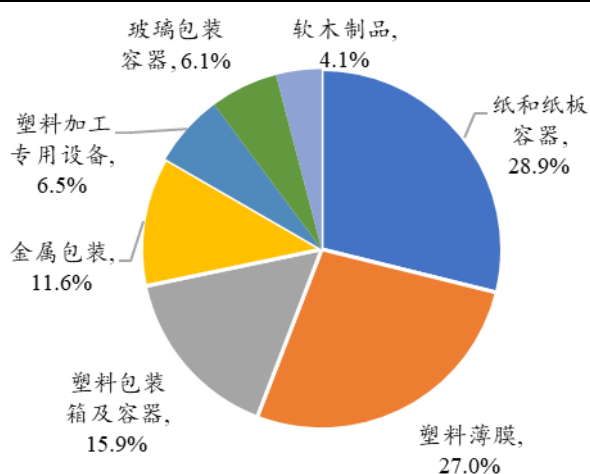
公司名称	2020/04/29			2020/3/31	2019/12/31	2019/09/30	2019/6/29
	沪（深）股通持股市值（亿元）	沪（深）股通持股数量（万股）	沪（深）股通持股占流通股比	沪（深）股通持股占流通股比	沪（深）股通持股占流通股比	沪（深）股通持股占流通股比	沪（深）股通持股占流通股比
太阳纸业	2.83	3,536.73	1.36%	1.55%	1.48%	0.69%	0.57%
晨鸣纸业	1.11	2,329.54	1.39%	1.09%	0.79%	0.32%	0.34%
山鹰纸业	1.26	4,199.88	0.91%	0.94%	1.56%	0.92%	0.81%
岳阳林纸	0.02	48.27	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%

数据来源: Wind, 东北证券

4. 包装：集中度持续提升，产业横纵延伸持续进行

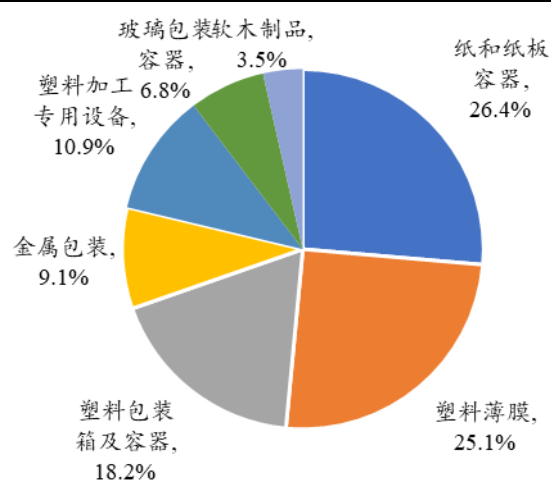
行业营收、产量均实现稳健增长。 营收方面：2019 年，我国包装行业规模以上企业（年营收 2000 万以上）7916 家，较去年增加 86 家，累计完成主营收入 10032.53 亿元，同比增长 1.06%，增速下滑 5.47pct。全国包装行业累计完成利润总额 526.76 亿元，同比增长 4.28%，增速上升 2.36pct。其中，纸和纸板容器制造实现营收 2897.17 亿元（占比 28.88%），同比增长-3.15%；利润 138.91 亿元（占比 26.37%），同比增长-4.95%。金属包装容器及材料制造实现营收 1167.3 亿元（占比 11.64%），同比增长 5.26%；利润 47.95 亿元（占比 9.1%），同比增长-6.49%。

图 58：2019 年包装行业小类收入总额占比



数据来源：中国造纸业协会，东北证券

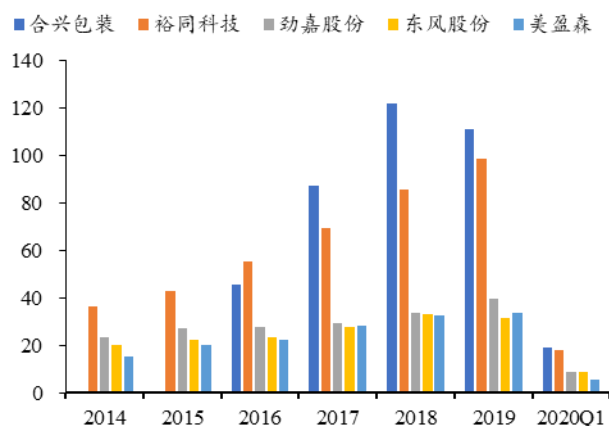
图 59：2019 年包装行业小类利润总额占比



数据来源：中国造纸业协会，东北证券

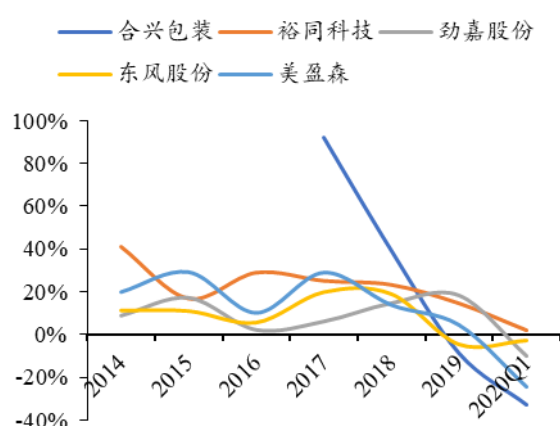
电子消费包装&烟标包装增速较快，行业集中度持续提升。 前六大 A 股上市的纸包装企业分别为合兴包装/ 裕同科技/ 山鹰纸业/ 劲嘉股份/ 东风股份/ 美盈森，分别实现营收 110.97/ 98.45/ 43.93/ 39.89/ 31.73/33.92 亿元，分别同比增长-8.79%/ 14.77%/ 0.55% / 18.22%/ -4.66%/ 4.41%，整体增速远快于纸包装行业营收-3.15%的增速。行业集中度持续提升。分赛道看，以工业包装为主的合兴包装、山鹰纸业营收增速较慢，以消费电子包装为主的裕同科技增速较快，而以烟标为主的劲嘉股份、东风股份增速差异较大，主因劲嘉布局 3C 包装及酒包贡献业绩增量，东风股份受客户结构调整及招标政策变化影响，烟标业务有所下滑。

图 60: 包装企业营收规模 (亿元)



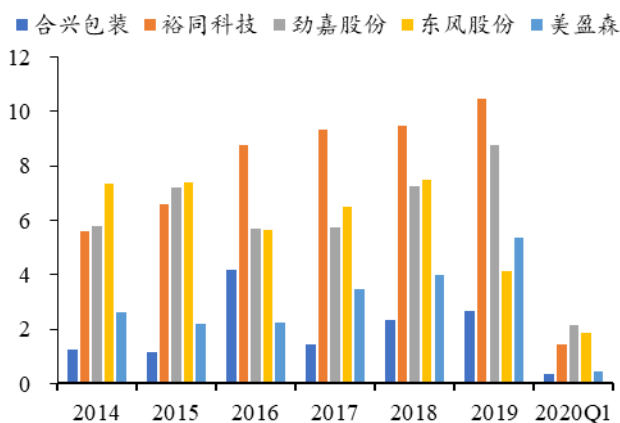
数据来源: Wind, 东北证券

图 61: 包装企业营收增速



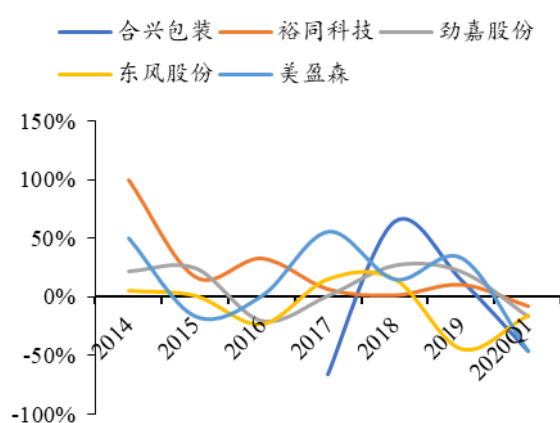
数据来源: Wind, 东北证券

图 62: 包装企业归母净利润规模 (亿元)



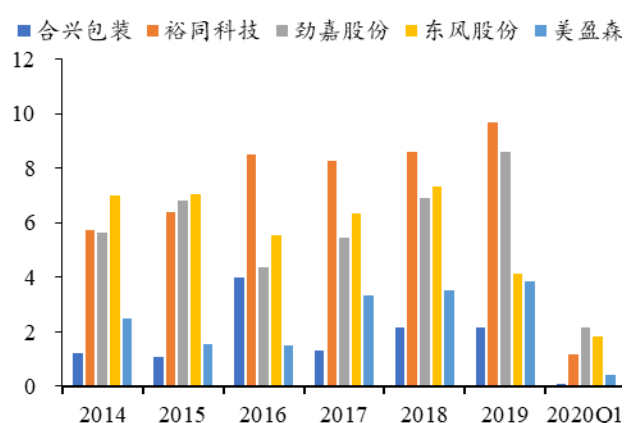
数据来源: Wind, 东北证券

图 63: 包装企业归母净利润增速



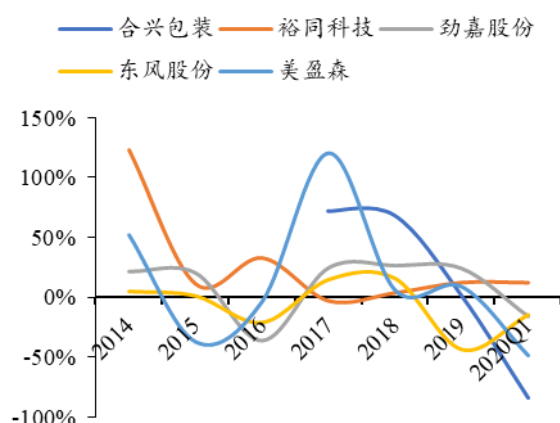
数据来源: Wind, 东北证券

图 64: 包装企业扣非归母净利润规模 (亿元)



数据来源: Wind, 东北证券

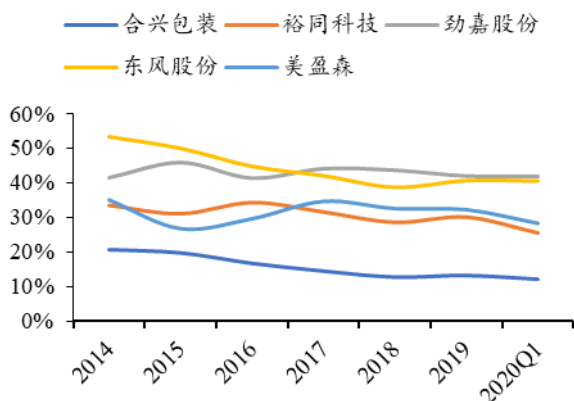
图 65: 包装企业扣非归母净利润增速



数据来源: Wind, 东北证券

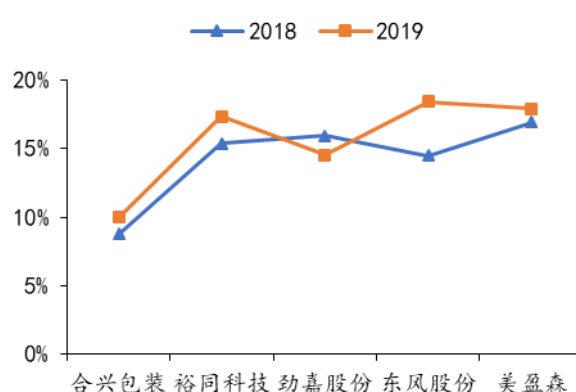
毛利率小幅回升，费用率基本持平。得益于 2018H2-2019H1 的原材料价格持续下行，包装企业毛利率普遍同比回升，其中，劲嘉股份综合毛利率下行，主要是因为酒包和彩盒包装新业务毛利率相对较低，以及烟标业务结构调整所致。

图 66: 包装企业毛利率



数据来源: Wind, 东北证券

图 67: 包装企业费用率

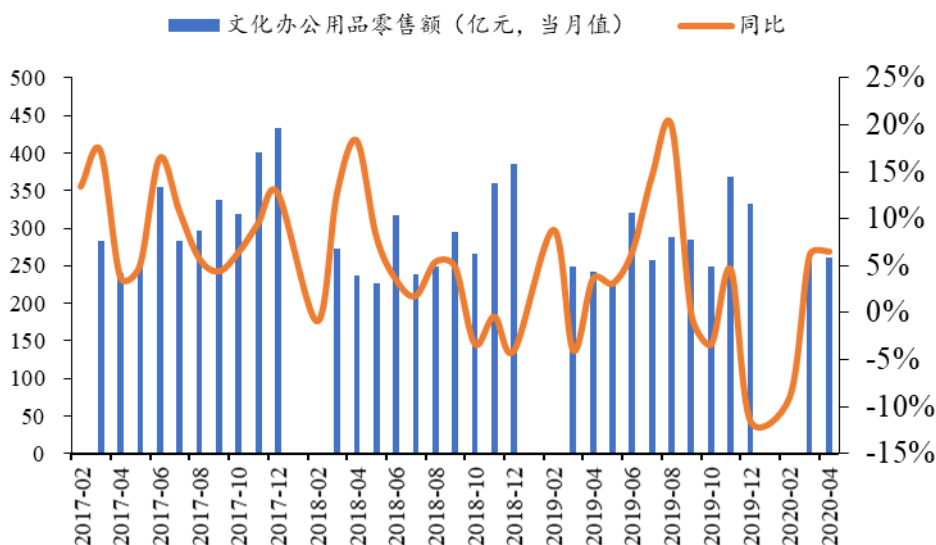


数据来源: Wind, 东北证券

5. 其他轻工行业: 文具必选消费属性突出, 行业增长韧性十足

必选消费属性突出, 疫情冲击过后增速修复明显。从文化办公用品零售额数据看, 近几年行业增长稳健, 大约维持在 5%-10% 之间。一季度虽然受疫情影响增速有所下滑, 但随着学校开学&企业复工的推进, 行业增速快速回升, 3、4 月单月同比增速分别达 6.1%/6.5%, 充分体现文化办公用品必选消费属性。预计随着疫情影响进一步消退, 行业重回稳健增长态势。

图 68: 文化办公用品零售额增长情况



数据来源: Wind, 东北证券

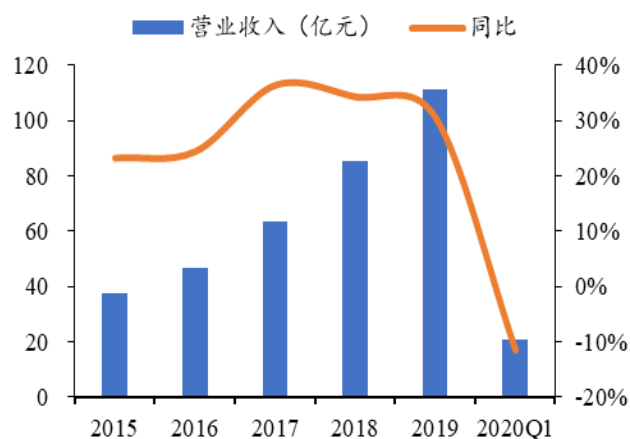
➤ **晨光文具：2019 年顺利收官，2020Q1 受疫情小幅影响**

2019 年：实现营收 111.41 亿元，同比增长 30.5%，归母净利润 10.6 亿元，同比增长 31.4%，扣非后同比增长 34.1%。分季度看，Q1/ Q2/ Q3/ Q4 营收分别同比增长 28.0%/ 27.6%/ 33.0%/ 32.4%，归母净利润分别同比增长 26.4%/ 25.0%/ 32.2%/ 41.8%。分业务看，传统业务得益于安硕并表，营收同比增长 20%，净利率同比提升超 1.5pct，产品升级战略显成效；科力普实现营收 36.58 亿元，同比增长 41.45%，实现净利润 7580 万元，净利率同比增加 0.9pct 至 2.1%；**零售大店**实现营收 6.0 亿元，同比增长 96.3%，实现净利润-804.7 万元，亏损金额较 2018 年大幅减少 2226 万元。

2020Q1：实现营收 20.84 亿，同比变动-11.55%；归母净利润 2.30 亿元，同比变动-10.95%。零售业务，疫情冲击下，终端门店客流减少&学生普遍开展网上授课，文具需求减弱，预计公司一季度营收下滑幅度大于整体，此外，公司前期并表安硕文教亦对一季度零售营收有所贡献。科力普业务则随着下游客户复工，收入下滑幅度相对较小。

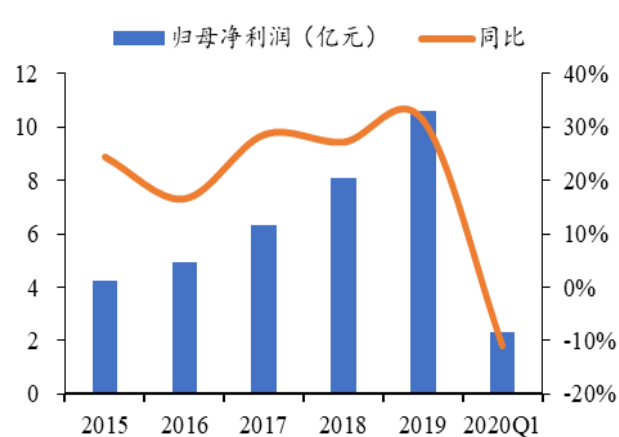
股权激励彰显中长期发展信心，看好一体两翼协同发展。①公司于 4 月 10 日发布股权激励计划，考核目标为以 2019 年为基数。2020-2022 年营收增长率分别不低于 15%/ 45%/ 75%，净利润增长率分别不低于 10%/ 34%/ 66%，彰显公司长远发展信心。②目前各地学校已推进毕业班、非毕业班及高校学生陆续返校开学，下游需求恢复，公司经营有望快速恢复正轨。

图 69：晨光文具营业收入



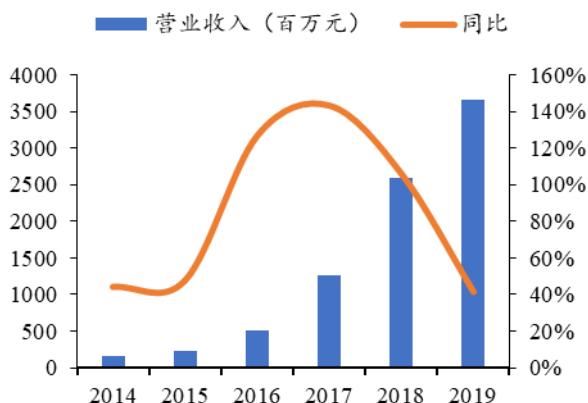
数据来源：Wind，东北证券

图 70：晨光文具净利润



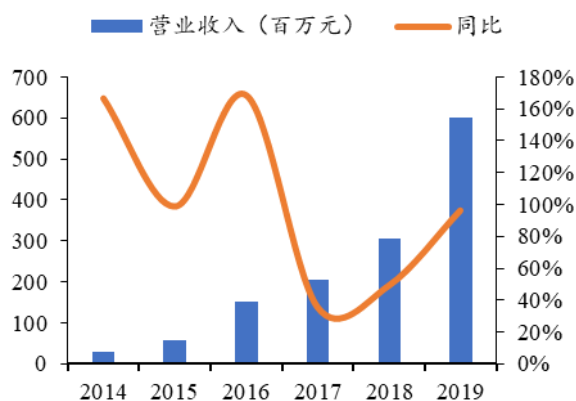
数据来源：Wind，东北证券

图 71: 科力普营收情况



数据来源: Wind, 东北证券

图 72: 零售大店营收情况



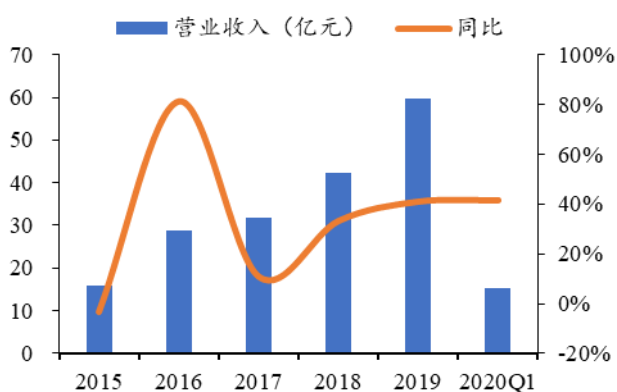
数据来源: Wind, 东北证券

► 齐心集团：办公直销高速增长，云视频有望受疫情催化迎来高速增长期

公司 2019 年营收为 59.81 亿元，同比增长 41.03%；净利润为 2.30 亿元，同比增长 20.06%。B2B 办公业务/ SaaS 分别实现营收 56.82/ 3.00 亿元，分别同比变动+46.08%/ -14.85%，B2B 办公业务乘阳光集采东风持续高增。

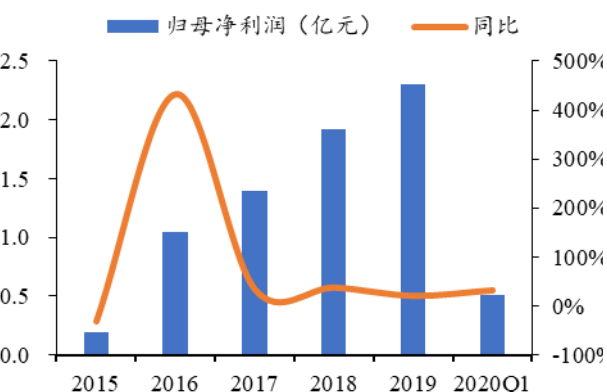
2020Q1 营收为 15.22 亿元，同比增长 41.56%；净利润为 0.51 亿元，同比增长 31.41%。疫情期间，公司 B2B 业务通过顺丰等第三方物流完成销售服务，同时新增的防疫物资品类如口罩等近期销量较好，对冲部分品类需求下滑。以及疫情推动了云视频需求高增，公司用户数量大幅增长。公司一季度营收实现较快增长，业绩表现超预期。中长期看，办公直销赛道仍处高速发展阶段，公司积极拓展 MRO 业务进一步打开成长空间，而 SaaS 业务则有望受益疫情对消费行为的长期改变，云视频渗透率有望迎来快速提升，公司作为相关领域的领军企业，将从中充分受益。

图 73: 齐心集团营业收入



数据来源: Wind, 东北证券

图 74: 齐心集团净利润



数据来源: Wind, 东北证券

分析师简介:

唐凯: 美国纽约州立大学宾汉姆顿分校会计学硕士, 武汉大学经济学学士、数学学士。现任东北证券轻工组组长。曾任尼尔森(上海)分析师, 久谦咨询有限公司咨询师, 东海证券研究员。具有5年证券研究从业经历。

钟天皓: 中国人民大学保险学硕士, 中南财经政法大学保险本科, 现任东北证券轻工行业研究人员。2018年以来具有2年证券研究从业经历。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouyingl@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn