

## 轻工制造行业

# 19A & 20Q1 综述：必选业绩持续靓丽，家居左侧布局改善！

增持（维持）

2020 年 05 月 05 日

### 投资要点

■ 展望 Q2，我们建议首选边际修复预期较强的家居板块优质标的，并持续配置业绩增长确定性较强的必选板块：

■ （1）家居：Q2 订单改善预期较强，修复首选。**2B**：我们看好精装交房大势贯穿 20 年全年，对应企业 B 端订单在 Q2 迎来出货高峰、全年增长景气有望持续兑现，首选规模优势突出的**帝欧家居**，关注**江山欧派**以及由零售切入大宗业务并保持高增的**志邦家居**、**金牌厨柜**、**皮阿诺**。**2C**：Q1 线下销售下滑较多，Q2 伴随门店开业、客流恢复、线上引流订单转化，环比改善空间较大，持续推荐综合优势龙头**欧派家居**、**顾家家居**、**索菲亚**，以及 MCN 布局领先的**尚品宅配**，并关注加速自有品牌零售转型、海外生产布局完善的**梦百合**。

■ （2）必选消费：业绩为王，Q2 仍为配置的好选择。**生活纸**：Q1 收入稳增长、利润表现靓丽，Q2 补库需求持续拉动、全年业绩预期维持靓丽，推荐**中顺洁柔**（电商销售表现亮眼、“太阳”品牌及个股新品开拓顺利、子公司开展口罩销售），关注**恒安国际**（去库存取得成效、业绩边际向好）。**文具**：Q2 复学背景下**晨光文具**业绩有望环比改善，且公司深耕传统渠道布局、九木杂物社零售业态取得较好表现，长期推荐；**齐心集团**好视通业务受益于线上办公需求旺盛、B2B 疫情期间防疫物资需求旺盛，全年成长性仍然较强，建议关注。**烟草**：消费需求刚性、Q2 生产补库需求确定性强，关注**劲嘉股份**（传统烟标优势龙头、彩盒业务拓展顺利，新型烟草与云南中烟合作深入）。

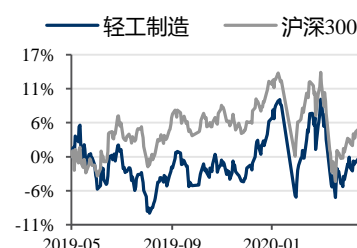
■ （3）造纸：调整充分，左侧关注下半年旺季的需求变化。**白卡纸**：行业格局向好，首选整合红利、规模成长的**博汇纸业**，并建议关注白卡相关布局的**晨鸣纸业**。**文化纸**：持续推荐老挝海外布局巩固低成本原料、延伸箱板布局的综合优势龙头**太阳纸业**。箱板纸：产业加速出清，关注产能投放有序、成长路径清晰的**山鹰纸业**。

■ （4）包装：Q2 聚焦内需品种修复。持续推荐烟标、酒包、环保包装等新业务开拓顺利的综合大包装龙头**裕同科技**；关注 Q2 下游啤酒饮料需求有望修复的**奥瑞金**（业绩估值均处于底部，受益于二片罐行业景气向上），以及受益于油价下跌的**永新股份**（高分红稳增长优质标的）。

■ 风险提示：原材料价格大幅波动，外销订单下滑，行业竞争加剧

证券分析师 史凡可  
执业证号：S0600517070002  
021-60199793  
shifk@dwzq.com.cn  
证券分析师 马莉  
执业证号：S0600517050002  
010-66573632  
mal@dwzq.com.cn  
研究助理 傅嘉成  
fujch@dwzq.com.cn

### 行业走势



### 相关研究

- 1、《轻工制造跟踪周报：3月住宅竣工同比转正，首选建材家居景气、关注零售家居修复》2020-04-19
- 2、《轻工制造跟踪周报：边际改善首选家居，持续强调白卡景气》2020-04-12
- 3、《轻工制造行业 2020 年二季度策略：必选业绩为王、龙头格局向好、建材家居边际改善，Q2 布局正当时！》2020-04-05

## 内容目录

<b>1. 19A &amp; 20Q1 综述：必选业绩持续靓丽，家居左侧布局改善！</b>	<b>4</b>
1.1. 家居：工装贡献主要增量，精装高景气有望贯穿全年	4
1.2. 必选消费：疫情下业绩为王，持续推荐高盈利生活用纸&文具学讯改善	7
1.3. 造纸：白卡纸格局优，文化纸需求边际改善、箱板纸盈利磨底	11
1.4. 包装：重点推荐中高端纸包龙头裕同科技，关注两片罐拐点	14
<b>2. Q2 展望&amp;精选个股</b>	<b>16</b>
<b>3. 风险提示</b>	<b>16</b>

## 图表目录

图 1：年度精装房开盘数量及同比（万套） .....	4
图 2：月度精装房开盘数量及同比（千套） .....	4
图 3：晨光文具业务拆分一览 .....	9
图 4：齐心集团业务拆分一览 .....	9
图 5：中顺洁柔季度数据一览 .....	10
图 6：电商渠道占比梳理 .....	10
图 7：劲嘉股份季度数据一览 .....	11
图 8：盈趣科技季度数据一览 .....	11
图 9：文化纸库存与价格 .....	13
图 10：箱板瓦楞纸库存与价格 .....	13
图 11：龙头企业外废配额（万吨） .....	13
图 12：木浆库存情况 .....	13
图 13：裕同科技季度数据一览 .....	15
图 14：裕同科技收入拆分 .....	15
表 1：家居板块收入、利润表现一览 .....	4
表 2：家居板块季度毛利率&经营性现金流一览（单位：亿元） .....	5
表 3：家居板块季度预收款&应收款一览（单位：亿元） .....	6
表 4：地产&家具月度数据跟踪 .....	6
表 5：精装家居龙头 B 端业务一览 .....	7
表 6：必选消费板块各季度收入、利润表现一览 .....	8
表 7：必选消费板块季度重点财务指标一览（单位：亿元） .....	8
表 8：造纸龙头各季报表现一览（单位：百万元、亿元） .....	11
表 9：造纸龙头吨净利表现（单位：百万元、亿元） .....	12
表 10：造纸龙头季度财务数据一览（单位：百万元） .....	12
表 11：各细分纸种与原料价格 .....	13
表 12：包装板块 19 年&20 年 Q1 表现一览 .....	14
表 13：包装龙头季度数据一览（单位：百万元） .....	14

## 1. 19A & 20Q1 综述：必选业绩持续靓丽，家居左侧布局改善！

### 1.1. 家居：工装贡献主要增量，精装高景气有望贯穿全年

家居 19Q4 增长普遍提速，疫情打断节奏、龙头 20Q1 表现分化。19Q4 在竣工数据回暖叠加 12 月精装楼盘集中交付，家居企业收入、利润表现普遍环比 19Q3 提速；20Q1 因春节提前、1 月销售淡季，2 月开始受疫情影响，龙头表现普遍承压，但亦有分化：(1) 软体家居海外业务占比较高、Q1 受影响相对最小(顾家家居收入-7%、麒盛科技+1.52%、梦百合剔除并表 MOR 预计双位数增长)，但伴随 3 月中旬海外疫情蔓延 Q2 或面临一定风险；(2) 建材类家居 Q1 大宗订单恢复较零售端更快，但受限于物流、楼盘开工较晚等因素确认收入延后，其中仅江山欧派(收入+24.29%)表现较好，看好 Q2 B 端优势龙头江山欧派、帝欧家居持续兑现高景气；(3) 定制家居主要为内销零售，Q1 因线下客流锐减、无法上门量房/安装受到较大冲击，欧派家居(收入-35.09%)、索菲亚(-35.58%)、尚品宅配(-47.46%)下滑幅度均较大，但大宗占比提升的二线定制龙头如金牌厨柜(-3.93%)、皮阿诺(-15.52%)、志邦家居(-21.19%)受到冲击相对较小。展望 Q2，伴随下游地产复工赶工、家居 B 端订单成长无虞(17-19 年精装房开盘套数 CAGR 高达 42.07%)，零售端 Q1 被压抑的消费需求逐渐释放、城市解禁门店开业、直播引流订单进入转化期，预计环比 Q1 将有显著改善，看好 Q2 家居板块改善。

表 1：家居板块收入、利润表现一览

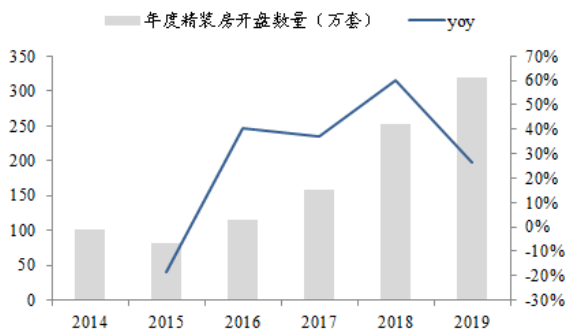
		收入（百万元）						归母净利润（百万元）						市值		
公司名称		18A	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	19A	20Q1	18A	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	19A	20Q1	（亿元）
定制家居	索菲亚	7,311	1,185	1,957	2,169	2,375	7,686	763	959	107	284	329	358	1077	(17)	171.98
	yoy	18.66%	-4.67%	12.18%	2.42%	7.69%	5.13%	-35.58%	5.77%	3.69%	6.84%	1.87%	33.79%	12.34%	-115.48%	
	欧派家居	11,509	2,203	3,307	4,025	3,998	13,533	1,430	1572	92	541	745	461	1839	(102)	446.94
	yoy	18.53%	15.57%	12.51%	20.10%	20.70%	17.59%	-35.09%	20.90%	25.14%	13.48%	14.65%	24.12%	17.02%	-210.30%	
	尚品宅配	6,645	1,274	1,864	1,920	2,203	7,261	669	477	(23)	186	172	193	528	(156)	134.21
	yoy	24.83%	15.66%	5.56%	8.39%	9.77%	9.26%	-47.46%	25.53%	31.56%	18.91%	1.42%	4.84%	10.76%	-589.26%	
	金牌厨柜	1,702	278	507	602	738	2,125	267	210	19	51	62	110	242	6	42.26
	yoy	18.01%	6.18%	33.14%	23.53%	29.16%	24.90%	-3.93%	26.05%	2.68%	18.74%	7.50%	21.38%	15.37%	-66.49%	
	志邦家居	2,433	414	735	809	1,004	2,962	326	273	32	79	123	96	329	(45)	51.37
	yoy	12.80%	5.20%	13.30%	16.94%	43.66%	21.75%	-21.19%	16.51%	4.91%	21.36%	13.06%	38.96%	20.72%	-241.27%	
	好莱客	2,133	362	575	619	669	2,225	187	382	38	110	112	103	365	(17)	42.08
	yoy	14.46%	5.22%	3.02%	0.58%	8.80%	4.34%	-48.30%	9.84%	8.17%	-24.21%	-10.46%	36.69%	-4.63%	-144.81%	
	皮阿诺	1,110	213	342	453	464	1,471	180	142	15	44	64	52	175	4	25.17
	yoy	34.34%	16.32%	31.53%	35.58%	39.17%	32.53%	-15.52%	37.95%	16.07%	24.69%	20.22%	28.64%	23.33%	-74.13%	
软体家居	顾家家居	9,172	2,460	2,550	2,765	3,319	11,094	2,288	989	295	263	358	244	1161	307	239.81
	yoy	37.61%	32.79%	16.10%	17.95%	19.42%	20.95%	-6.99%	20.29%	10.04%	23.01%	18.27%	19.74%	17.37%	3.81%	
	喜临门	4,211	839	1,203	1,310	1,520	4,871	725	-438	23	130	134	93	380	(54)	42.09
	yoy	32.11%	-5.57%	25.92%	16.86%	21.92%	15.68%	-13.58%	-254.54%	-56.01%	86.57%	267.54%	115.55%	-186.80%	-331.38%	
	梦百合	3,049	787	793	1,059	1,193	3,832	1,058	186	75	75	110	113	374	80	77.31
	yoy	30.39%	28.78%	18.06%	28.88%	26.21%	25.65%	34.43%	19.39%	1547.30%	123.91%	52.17%	49.63%	100.82%	6.54%	
	麒盛科技	2,391	514	627	803	584	2,529	522	293	65	95	111	123	395	70	58.43
	yoy	72.21%	0.00%	-6.75%	9.53%	23.70%	5.78%	1.52%	160.15%	0.00%	-6.62%	5.49%	94.85%	34.91%	6.47%	
	美克家居	5,261	1,067	1,643	1,504	1,374	5,588	437	451	67	149	138	109	464	(267)	71.72
	yoy	25.88%	5.15%	8.69%	1.66%	9.47%	6.21%	-58.99%	23.50%	6.11%	4.67%	5.18%	-4.28%	2.76%	-499.05%	
建材&成品家居	曲美家居	2,892	1,005	1,006	998	1,270	4,279	839	-59	12	60	8	2	82	(34)	34.45
	yoy	37.88%	154.79%	73.80%	39.37%	5.65%	47.99%	-16.48%	-124.04%	-57.91%	41.05%	-65.66%	101.32%	-239.09%	-387.10%	
	大亚圣象	7,261	1,413	1,670	2,030	2,184	7,298	755	725	63	134	271	252	720	(56)	61.10
	yoy	3.02%	1.08%	-5.25%	4.16%	1.54%	0.51%	-46.58%	9.95%	9.69%	9.51%	3.23%	-10.92%	-0.72%	-188.03%	
	惠达卫浴	2,900	656	827	886	3,210	496		239	53	90	84	102	329	29	35.06
	yoy	5.52%	0.24%	12.99%	8.62%	19.86%	10.70%	-24.44%	5.38%	18.66%	21.63%	2.70%	164.97%	37.78%	-45.72%	
	海鸥住工	2,225	548	645	641	736	2,569	454	42	5	50	54	22	131	(21)	25.47
	yoy	7.44%	9.24%	18.24%	21.09%	13.45%	15.50%	-17.16%	-54.38%	-78.67%	172.24%	1086.09%	212.71%	212.03%	-548.28%	
	帝欧家居	4,308	1,041	1,457	1,604	1,468	5,570	793	381	66	168	193	140	566	51	111.64
	yoy	707.31%	37.64%	25.25%	28.44%	28.80%	29.29%	-23.81%	598.10%	48.82%	47.93%	69.64%	27.74%	48.70%	-23.12%	

数据来源：Wind，东吴证券研究所

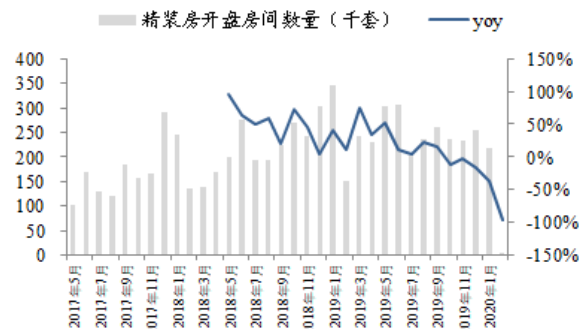
图 1：年度精装房开盘数量及同比(万套)

图 2：月度精装房开盘数量及同比(千套)





数据来源：奥维云网，东吴证券研究所



数据来源：奥维云网，东吴证券研究所

大宗业务开展致应收账款增长，软体原材料价格低位盈利能力提升。盈利能力方面，19Q4 单季定制板块中的索菲亚 /欧派家居 /尚品宅配 /志邦家居/金牌厨柜的毛利率分别为 37.50% /31.53% /39.91% /38.52%/37.29%，较去年同期分别+0.64 pct /-8.06 pct /-4.04 pct /+5.92pct/-2.04 pct，志邦家居毛利率提升幅度较大主要系大宗业务客户结构优化、盈利能力提升，其他龙头下滑预计与大宗业务收入占比提升有关；软体板块受益于原料弹性释放有相对靓丽表现。20Q1 受疫情影响，收入下滑而厂房产能利用率不足导致毛利率普遍下滑。现金流方面，19Q4 江山欧派 (+84.6%)、坚朗五金 (+51.76%) 单季度现金流表现较好，20Q1 因疫情影响收款延后普遍承压。应收账款方面，大宗业务发展使得家居企业的应收账款普遍提升。预收账款方面，19 年 Q4 零售家居企业预收账款同比有所改善，20Q1 因线下零售业务开展困难普遍略有下滑。

表 2：家居板块季度毛利率&amp;经营性现金流一览（单位：亿元）

	公司名称	毛利率									经营性现金流									
		18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	
定制家居	索菲亚	34.75%	39.76%	38.16%	36.87%	34.39%	38.02%	38.11%	37.50%	30.87%	-2.50	5.82	1.84	5.83	-4.19	6.47	3.75	6.98	-6.20	
	yoy	2.39%	1.08%	-2.00%	-1.95%	-0.36%	-1.74%	-0.05%	0.64%	-3.52%	872.46%	1405.54%	358.92%	1402.34%	67.63%	11.08%	103.64%	19.71%	-47.95%	
	欧派家居	33.91%	39.38%	38.83%	39.59%	34.22%	39.88%	37.67%	31.53%	23.87%	-3.76	9.20	9.73	5.01	-1.45	11.60	7.38	4.03	-7.97	
	yoy	2.91%	3.40%	2.28%	6.69%	0.31%	0.50%	-1.16%	-8.06%	-10.36%	1312.90%	2456.95%	2561.92%	1423.72%	61.54%	26.04%	-24.15%	-19.53%	-451.22%	
	尚品宅配	42.14%	44.11%	43.91%	43.95%	41.59%	43.98%	41.11%	39.91%	34.25%	-4.31	5.49	0.43	4.89	-6.01	4.18	2.29	5.73	-10.74	
	yoy	-2.08%	-2.14%	-1.35%	-0.55%	-0.55%	-0.13%	-2.80%	-4.04%	-7.34%	1075.10%	1087.68%	-4.38%	998.75%	-39.34%	-23.94%	428.46%	17.24%	-78.70%	
	金牌厨柜	39.58%	39.77%	37.67%	39.33%	34.64%	36.14%	34.37%	37.29%	32.00%	-1.14	1.20	1.23	1.97	-0.88	2.08	1.13	1.69	-2.82	
	yoy	4.91%	1.79%	-1.16%	-2.86%	-4.95%	-3.63%	-3.30%	-2.04%	-2.64%	430.12%	214.90%	216.97%	367.23%	22.93%	73.60%	-8.02%	-14.04%	-219.91%	
	志邦家居	36.81%	36.28%	38.55%	32.60%	37.92%	37.30%	39.99%	38.52%	37.66%	-1.59	4.07	-0.62	1.85	-1.28	2.45	0.84	1.43	-2.17	
	yoy	-0.68%	0.71%	2.74%	0.23%	1.11%	1.01%	1.44%	5.92%	-0.26%	524.63%	1043.16%	-273.56%	470.02%	19.70%	-39.78%	-235.65%	-22.50%	-69.35%	
软体家居	皮阿诺	32.39%	36.65%	36.11%	37.19%	33.83%	36.40%	34.96%	37.03%	35.65%	-0.72	-0.16	0.31	0.67	-1.27	0.33	-0.29	2.23	-2.05	
	yoy	-1.05%	0.62%	1.32%	3.86%	1.44%	-0.25%	-1.15%	-0.16%	1.82%	314.31%	-145.14%	-11.10%	102.09%	-76.61%	-304.46%	-194.88%	231.55%	-61.62%	
	好莱客	38.74%	39.62%	41.96%	37.57%	39.31%	39.44%	39.29%	41.72%	35.09%	-0.86	2.78	0.52	2.28	-0.45	1.65	1.30	1.52	-1.63	
	yoy	0.48%	1.32%	1.77%	0.78%	0.57%	-0.17%	-2.67%	4.15%	-4.23%	324.84%	625.11%	30.46%	519.86%	48.15%	-40.47%	147.07%	-33.17%	-264.48%	
	顾家家居	36.45%	35.58%	35.28%	37.87%	34.73%	36.52%	34.07%	34.34%	32.83%	0.20	1.41	3.11	5.38	2.48	4.48	7.29	6.99	-4.01	
	yoy	-1.43%	-2.96%	1.25%	-0.78%	-1.72%	0.94%	-1.21%	-3.53%	-1.90%	-47.74%	265.22%	814.92%	1290.89%	1154.85%	218.13%	134.16%	30.00%	-261.47%	
	喜临门	31.48%	30.94%	31.81%	22.68%	31.25%	37.20%	35.59%	34.03%	21.61%	-1.89	-0.34	-1.11	1.95	-0.73	2.82	1.71	1.19	-2.96	
	yoy	-4.14%	0.78%	-2.65%	-14.61%	-0.23%	6.26%	3.78%	11.35%	-9.64%	629.53%	-214.06%	-423.48%	423.15%	61.09%	-918.89%	-253.36%	-38.85%	-303.28%	
	梦百合	24.90%	31.61%	32.72%	36.51%	34.09%	40.68%	36.43%	45.72%	37.68%	-0.10	0.05	0.47	1.32	1.21	0.51	-0.25	-0.17	0.82	
	yoy	-2.86%	3.05%	1.81%	3.42%	9.18%	9.07%	3.71%	9.21%	3.60%	-129.52%	-82.90%	64.00%	395%	-1351.54%	858.05%	-152.35%	-112.75%	-31.92%	
建材&成品家居	麒盛科技		31.26%	38.98%	37.54%	40.35%	37.44%	38.16%	41.93%	39.32%			1.46	2.67	0.17	0.10	1.10	2.17	0.07	
	yoy						6.18%	-0.82%	4.39%	-1.03%						-24.38%	-18.79%	-57.11%		
	美克家居	55.21%	58.78%	56.52%	36.58%	54.39%	51.92%	53.07%	51.48%	35.04%	-1.72	-1.57	0.62	1.42	-2.97	5.78	1.92	1.32	-1.22	
	yoy	-2.67%	0.00%	4.02%	-13.06%	-0.82%	-6.86%	-3.45%	14.89%	-19.35%	-397.22%	-366.62%	19.03%	185.48%	-72.59%	-468.55%	207.39%	-6.54%	-58.94%	
	曲美家居	36.27%	37.31%	44.63%	45.55%	46.71%	40.70%	47.51%	40.33%	44.67%	-0.53	0.92	0.64	2.09	1.39	1.59	2.01	2.02	-0.35	
	yoy	-1.41%	-1.38%	4.70%	6.81%	10.43%	3.39%	2.88%	-5.22%	-2.04%	-241.00%	138.22%	60.59%	439.89%	-361.80%	72.37%	213.15%	-3.45%	-125.31%	
	大亚圣象	34.03%	36.13%	37.03%	37.63%	34.65%	35.88%	37.88%	35.79%	32.64%	-2.41	3.21	1.94	7.31	-3.04	2.48	1.93	4.13	-2.65	
	yoy	-12.94%	-12.24%	-6.76%	-4.50%	0.62%	-0.27%	0.85%	-1.84%	-2.01%	-779.86%	828.39%	421.60%	1987.51%	25.92%	-22.76%	-0.43%	-43.53%	-12.65%	
	惠达卫浴	25.89%	28.64%	29.36%	29.19%	29.14%	34.06%	34.74%	33.33%	29.31%	0.01	-0.78	0.05	0.13	-0.01	-0.48	1.94	0.82	-0.01	
	yoy	-3.32%	2.62%	6.50%	6.40%	3.25%	5.42%	5.38%	4.15%	0.16%	-95.44%	-365.20%	-80.69%	-55.91%	-235.47%	-39.00%	3511.95%	507.82%	-20.73%	

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 3：家居板块季度预收款&amp;应收款一览（单位：亿元）

公司名称	预收账款										应收票据及应收账款									
	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2
定制家居	索菲亚	3.70	5.31	5.08	5.35	3.99	5.10	5.91	5.44	4.19	2.90	4.17	5.54	5.96	6.68	8.22	8.80	10.41	9.98	
	yoy	-1.41%	17.72%	7.98%	10.07%	7.90%	-4.00%	16.47%	1.72%	5.08%	-22.54%	-7.59%	17.91%	22.69%	129.98%	96.93%	58.68%	74.57%	49.40%	
	欧派家居	10.27	12.77	11.62	12.77	10.88	14.32	13.64	11.60	9.08	2.25	3.29	4.14	3.69	5.09	5.31	5.93	6.11	6.42	
	yoy	7.84%	-3.00%	-0.85%	-7.55%	5.90%	12.14%	17.37%	-9.15%	-16.55%	-76.43%	-75.03%	-64.70%	-73.32%	126.82%	61.40%	43.40%	65.68%	26.04%	
	尚品宅配	9.79	10.43	11.13	12.70	10.89	11.48	11.58	13.19	10.78	0.05	0.09	0.10	0.23	0.39	0.60	0.68	0.63	0.46	
	yoy	23.49%	25.54%	21.74%	19.70%	11.25%	10.10%	4.02%	3.83%	-1.02%	-99.35%	-98.88%	-98.93%	-97.83%	655.39%	544.93%	590.41%	174.83%	17.12%	
	金牌厨柜	1.57	2.38	2.30	2.37	2.24	3.17	3.02	3.03	1.93	0.24	0.21	0.28	0.27	0.32	0.35	0.35	0.93	1.09	
	yoy	3.97%	14.32%	13.77%	23.41%	42.89%	33.00%	31.45%	27.92%	-13.71%	-84.15%	-89.73%	-86.31%	-85.85%	35.40%	63.50%	26.83%	244.45%	238.10%	
	志邦家居	2.76	3.20	2.91	3.77	2.55	3.55	3.37	3.70	2.58	2.32	1.49	1.69	2.49	2.40	3.14	3.03	4.58	3.94	
	yoy	3.31%	-8.02%	-18.80%	-20.54%	-7.53%	11.04%	15.61%	-1.84%	0.98%	-13.29%	-57.26%	-52.94%	-47.44%	3.42%	111.15%	79.69%	83.85%	64.43%	
软体家居	皮阿诺	0.50	0.78	0.83	0.76	0.63	1.42	1.31	0.86	0.78	2.13	2.86	3.47	3.43	4.07	6.04	7.69	6.14	6.47	
	yoy	-19.62%	-1.04%	14.95%	10.21%	25.18%	81.29%	56.62%	14.01%	24.06%	240.53%	261.15%	379.25%	399.63%	91.04%	111.25%	121.38%	78.78%	59.16%	
	好莱客	0.56	0.91	0.69	1.08	0.79	0.77	1.06	1.32	1.03	0.17	0.30	0.26	0.14	0.41	0.37	0.36	0.29	0.33	
	yoy	-19.62%	-1.04%	14.95%	10.21%	25.18%	81.29%	56.62%	14.01%	24.06%	240.53%	261.15%	379.25%	399.63%	91.04%	111.25%	121.38%	78.78%	59.16%	
	顾家家居	6.23	5.46	6.44	10.09	7.13	6.78	10.69	14.92	9.00	4.39	6.00	6.64	9.32	8.22	8.34	8.36	10.12	9.10	
	yoy	-11.14%	-16.12%	-20.23%	15.52%	40.58%	-15.47%	53.27%	22.15%	29.67%	-73.95%	-72.55%	-69.84%	-85.29%	145.72%	25.06%	36.91%	110.87%	-18.76%	
	喜临门	1.45	1.40	1.32	1.80	2.00	2.27	1.70	1.39	1.49	11.75	12.91	14.75	12.27	12.02	12.34	12.13	11.52	11.23	
	yoy	-104.02%	85.76%	62.82%	23.89%	37.59%	61.99%	28.90%	-22.61%	-25.41%	1552.05%	1608.83%	1716.90%	743.85%	2.22%	-4.44%	-17.75%	-6.09%	-6.55%	
	梦百合	0.13	0.17	0.09	0.25	0.18	0.21	0.44	0.60	0.97	3.27	4.28	4.73	5.68	4.99	5.53	6.45	7.91	7.45	
	yoy	-37.32%	35.83%	-33.14%	120.38%	38.54%	25.85%	377.11%	142.13%	428.70%	1447.34%	3377.02%	3324.66%	4947.18%	52.61%	29.09%	36.30%	39.30%	49.32%	
建材&成品家居	麒盛科技		0.08	0.00	0.09	0.06	0.05	0.06	0.04	0.08		3.56		2.12	2.32	3.44	4.90	2.69	2.59	
	yoy					-31.46%	-48.57%	-48.57%	21.87%							-3.48%	26.61%	26.61%	11.70%	
	美克家居	4.94	3.90	4.59	1.45	1.58	2.01	2.02	2.01	4.78	2.92	2.94	3.47	3.40	3.32	3.39	3.38	2.70	2.23	
	yoy	3.78%	-14.73%	5.13%	-66.00%	-67.09%	-48.42%	-55.94%	38.73%	202.34%	-38.66%	-35.74%	-20.40%	-20.47%	13.74%	15.21%	-2.62%	-20.38%	-32.80%	
	曲美家居	0.80	0.78	0.98	1.11	0.84	1.07	1.29	1.42	0.44	1.10	1.69	4.92	4.32	4.41	4.14	3.85	4.10	4.34	
	yoy	-21.66%	10.06%	-11.25%	34.99%	4.81%	36.60%	31.63%	27.82%	-47.51%	7.56%	137.89%	345.02%	425.25%	300.38%	145.47%	-21.75%	-5.00%	-1.66%	
	大亚圣象	3.81	5.51	4.13	4.26	3.39	4.53	3.89	4.01	3.10	8.17	9.14	9.67	8.75	9.14	10.41	11.39	10.33	8.93	
	yoy	4.22%	-0.83%	-5.16%	-20.48%	-10.83%	-17.79%	-5.98%	-5.85%	-8.76%	123.66%	59.44%	108.35%	63.39%	11.86%	13.95%	17.71%	17.98%	-2.26%	
	惠达卫浴	0.46	0.44	0.48	0.34	0.38	0.38	0.36	0.52	0.42	4.81	5.97	7.15	8.35	9.55	11.03	12.73	11.93	11.34	
	yoy	-20.64%	-21.15%	-0.07%	-9.91%	-18.21%	-13.89%	-24.54%	52.49%	11.45%	726.64%	973.15%	1385.89%	2119.55%	98.61%	84.84%	78.06%	42.79%	18.72%	
建材&成品家居	海翔精工	0.05	0.08	0.11	0.08	0.12	0.10	0.36	0.18	0.39	4.08	4.01	5.27	5.32	4.73	5.82	7.62	7.06	6.49	
	yoy	-72.04%	-39.82%	57.82%	-6.35%	124.50%	12.63%	225.01%	124.81%	234.44%	2076.40%	2758.22%	7497.86%	6103.45%	16.15%	45.14%	44.52%	32.78%	36.99%	
	帝欧家居	1.10	1.47	1.26	1.26	1.30	1.44	1.30	1.44	1.46	10.84	12.83	14.64	17.30	16.48	19.85	22.06	25.35	28.20	
	yoy	180.54%	292.23%	184.19%	116.49%	18.40%	-1.67%	3.43%	14.52%	11.92%	2662.94%	3324.60%	3208.19%	2871.83%	51.99%	54.68%	50.68%	46.58%	71.14%	
	江山欧派	0.78	1.08	1.34	1.40	1.44	1.37	2.19	2.81	2.80	3.18	3.34	4.46	4.72	4.82	5.93	6.00	6.79	7.22	
	yoy	-48.87%	56.29%	68.66%	50.31%	84.31%	27.16%	63.51%	100.96%	93.80%	504.15%	384.79%	460.99%	407.93%	51.65%	77.63%	34.39%	43.94%	49.93%	
	坚朗五金	0.79	0.72	0.95	1.01	0.85	0.83	1.05	1.15	0.98	10.53	14.34	17.18	13.90	15.79	18.87	21.08	15.38	16.97	
	yoy	-5.55%	-14.88%	23.33%	24.62%	-6.47%	-14.64%	11.26%	13.79%	16.12%	1300.60%	2174.71%	2140.87%	1621.62%	49.89%	31.60%	22.69%	10.60%	7.49%	
	蒙娜丽莎	0.32	0.25	0.33	0.27	0.18	0.32	0.29	0.29	0.28	5.38	6.92	6.86	7.54	7.10	8.57	8.04	8.31	9.15	
	yoy		35.19%	29.18%	3.63%	-41.79%	27.15%	-11.72%	7.83%	-53.73%		3622.68%	2563.31%	2762.27%	31.99%	23.81%	17.11%	10.29%	28.84%	

注：部分公司 20Q1 预收账款开始以合同负债科目列示。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

3月竣工数据同比转正，重视精装房后周期赛道发展，二线定制龙头或迎重要增长机遇。20年1-3月商品住宅竣工面积累计达10928万平方米，同比下降16.2%，降幅较1-2月收窄8.0pct，其中3月单月住宅竣工面积4167万平方米，同比上升1.2%，实现转正，利好后周期家居企业订单修复。（1）B端：优势龙头帝欧家居、江山欧派有望持续兑现订单高增，同时大宗业务成为定制龙头重要增长贡献，19年Q4大宗渠道增长迅猛的定制厨柜龙头志邦家居（收入+43.66%，利润+38.96%）、金牌厨柜（收入+29.16%，利润+21.38%）、皮阿诺（收入+39.17%，利润+28.64%）表现相对以零售为主的龙头更好，且20Q1展现了较强的抗风险能力，建议关注。（2）C端：进入4月以来，我们跟踪家居企业门店开业、客流恢复情况较好（尤其是二三四线城市），Q2零售订单有望修复，持续重点推荐板块中具有渠道、管理积累的细分龙头欧派家居、顾家家居、索菲亚、尚品宅配，并关注加速自有品牌零售转型、海外产能布局完善的梦百合。

表 4：地产&amp;家具月度数据跟踪



商品住宅数据 (万平方米)					精装修 (千套)			家具零售数据 (亿元)		
新开工面积	yoy	竣工面积	yoy	销售面积	yoy	开盘房间数	yoy	家具零售额	yoy	
2018年5月	15,019	24%	3,801	-8%	12,399	8%	201	96%	184	9%
2018年6月	17,513	21%	4,824	-13%	17,786	6%	276	63%	213	15%
2018年7月	14,074	36%	3,501	-7%	11,194	11%	194	49%	191	11%
2018年8月	13,622	31%	2,997	-23%	10,868	3%	193	58%	188	10%
2018年9月	14,104	18%	3,706	-4%	14,565	-1%	225	21%	205	10%
2018年10月	11,464	14%	4,536	-14%	11,954	-1%	270	73%	213	10%
2018年11月	14,661	23%	6,476	-14%	13,282	-4%	241	46%	221	8%
2018年12月	14,817	23%	18,838	6%	19,216	2%	304	4%	251	13%
2019年1月	-	-	-	-	-	-	347	42%	-	-
2019年2月	13,597	4%	8,926	-8%	12,320	-3%	151	11%	-	1%
2019年3月	14,870	19%	4,118	-9%	13,634	2%	242	74%	158	13%
2019年4月	14,868	18%	2,997	-5%	10,842	3%	230	35%	143	4%
2019年5月	15,790	5%	2,795	-26%	11,912	-4%	305	52%	152	6%
2019年6月	18,873	8%	4,094	-15%	17,472	-2%	306	11%	184	8%
2019年7月	14,829	5%	3,445	-2%	11,575	3%	204	5%	163	6%
2019年8月	14,227	4%	2,962	-1%	11,654	7%	237	23%	161	6%
2019年9月	15,255	8%	3,748	1%	15,240	5%	261	16%	178	6%
2019年10月	14,629	28%	5,390	19%	12,483	4%	236	-13%	174	2%
2019年11月	14,510	-1%	6,800	5%	13,672	3%	234	-3%	193	7%
2019年12月	16,016	8%	22,737	21%	19,339	1%	253	-17%	212	2%
2020年1月	-	-	-	-	-	-	219	-37%	-	-
2020年2月	7,559	-44%	6,761	-24%	7,489	-39%	4	-97%	-	-34%
2020年3月	13,240	-11%	4,167	1%	11,746	-14%	-	-	105	-23%

前十大地产商月度销售面积 (万平方米)										
企业简称	中国恒大	碧桂园	万科地产	保利发展	融创	绿地控股	中海地产	新城控股	阳光城	龙湖
1-3月销售面积	1,658.1	1,202.0	884.8	490.3	453.4	366.9	330.6	285.8	267.0	224.9
yoy	50%	-13%	-4%	-30%	-16%	-44%	-11%	-31%	3%	-21%
3月销售面积	694.5	571.0	378.1	201.4	228.7	220.0	149.6	136.7	136.9	120.8
yoy	35%	18%	5%	-29%	-13%	-40%	12%	-30%	33%	0%

数据来源：国家统计局，奥维云网，Wind 资讯，CRIC，东吴证券研究所

表 5：精装家居龙头 B 端业务一览

品类	品牌	B端业务主要客户及占比	18年B端业务营收 (亿元)	19年B端业务营收及同比增速 (亿元)	19年B端业务占比	19年B端业务盈利水平	20年B端业务预期增速
木门	江山欧派	前五大客户占比70%，分别是恒大（约30%）、万科（约20%）、保利、中海、旭辉。	8.80	16.84亿(+78.17%)	83%	毛利率:34.21%	+60%
定制橱柜	金牌厨柜	前三大客户占比14%，其中绿城占比约6%，中海占比约4%，新城占比约4%。	2.03	5.05亿 (+149.31%)	24%	毛利率:18%-20% 净利率:10%-12%	+80%-100%
	欧派家居	恒大、保利及部分腰部客户	14.18	21.62亿 (+52.53%)	16.18%	毛利率:42.5%	+50%
	皮阿诺	前两大客户占比50-60%，主要是恒大+美地置业，其中恒大19年3亿，新开发正荣、龙湖、鲁能、阳光100等。	3.06	6.43亿 (+110.04%)	44%	-	+50%
	志邦家居	前五大客户占比在60%左右。目前主要合作客户包括恒大、中南、绿地、新城等，新开拓保利等众多客户。	3.91	6.39亿 (+64%)	22.2%	毛利率:42%	+50%
定制衣柜	索菲亚	主要客户包括恒大、保利、融创、绿城、越秀城建等	6.00	7.55亿 (+约56%)	12.23%	毛利率:不到30%	+30%
建筑陶瓷	帝欧家居	碧桂园占比50%左右，万科占比13%左右，其余客户为富力、荣盛等	28.00	38亿 (+35.7%)	占瓷砖业务75%，占总体68%	毛利率:36%-37%	+30-40%
	蒙娜丽莎	前十大客户占比达到70%-80%。主要客户包括碧桂园、保利、万科等。	12.19	16亿 (+25-30%)	42%	毛利率:30%+	+50%
地板	大亚圣象	万科、保利、碧桂园，万科大概占收入30%+，前几位大客户占收入50%+。	13-14亿	约19亿 (+40%)	占地板业务35%，占总体26%	-	+30%以上

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

## 1.2. 必选消费：疫情下业绩为王，持续推荐高盈利生活用纸&amp;文具学讯改善

19 年兑现高增，细分龙头经营靓丽，20Q1 疫情下业绩为王。1) 从 19A 业绩来看，文具零售优势企业**晨光文具** 19A 收入+30.53%、利润+31.39%；其中 19Q4 营收+32.44%，利润+41.77%，盈利能力持续提升；办公集采&云视频龙头**齐心集团** 19A 收入+41.03%、

利润+20.06%；其中 19Q4 收入+9.62%、利润-9.5%，主要系银澎云部分订单延后确认收入。生活用纸持续受益于浆价下跌，盈利表现靓丽，**中顺洁柔** 19Q1/Q2/Q3/Q4 利润增速分别为 25.18%/49.66%/44.16%/76.28%，盈利弹性得到验证。新型烟草受益于国际 IQOS 保持高增，产业链优质标的**盈趣科技**（19A 收入+38.71%、利润+19.60%）订单快速修复，传统烟草**劲嘉股份**（19A 收入+18.22%、利润+20.88%）彩盒持续贡献主要增量。2）从 20Q1 业绩来看，生活用纸为疫情催化需求受益品种，木浆价格持续低位，盈利增长靓丽，**中顺洁柔**收入+8.46%，利润+48.67%；Q1 学汛延期，文具线下销售受到较大影响，龙头**晨光文具**业绩显现韧性（营收-11.55%，利润-10.95%），办公集采龙头齐心集团受益于云视频会议用户数量以及防疫物资需求高增业绩表现较好（营收+41.56%，利润+31.41%）；新型烟草**盈趣科技**受疫情影响较小，业绩符合预期（收入+6.63%，利润+9.05%），**劲嘉股份**受推迟复工拖累（收入-10.12%，利润-17.09%）。展望 Q2，我们持续看好文具、生活纸、烟草赛道龙头彰显必选消费属性，保持高质量成长！

表 6：必选消费板块各季度收入、利润表现一览

	公司名称	收入（百万元）						归母净利润（百万元）						市值（亿元）
		19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	19A	20Q1	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	19A	20Q1	
必选消费	晨光文具	2,356	2,483	3,109	3,194	11,141	2,084	259	213	331	258	1,060	230	472.97
	yoy	28.00%	27.57%	33.02%	32.44%	30.53%	-11.55%	26.42%	25.02%	32.22%	41.77%	31.39%	-10.95%	
	齐心集团	1,075	1,588	1,686	1,632	5,981	1,522	39	101	43	47	230	51	112.31
	yoy	53.75%	60.90%	58.13%	9.62%	41.03%	41.56%	30.84%	24.81%	48.56%	-9.50%	20.06%	31.41%	
	中顺洁柔	1,541	1,632	1,647	1,815	6,635	1,671	123	151	163	166	604	183	225.91
	yoy	25.78%	19.88%	10.21%	13.61%	16.84%	8.46%	25.18%	49.66%	44.16%	76.28%	48.36%	48.67%	
	盈趣科技	693	937	972	1,253	3,854	739	154	263	232	323	973	168	241.89
	yoy	4.28%	45.85%	36.97%	64.34%	38.71%	6.63%	-9.68%	16.18%	11.58%	55.37%	19.60%	9.05%	
	劲嘉股份	1,010	855	1,020	1,104	3,989	907	259	206	208	203	877	215	131.69
	yoy	24.08%	7.53%	32.76%	10.76%	18.22%	-10.12%	21.81%	23.71%	24.76%	13.14%	20.88%	-17.09%	
	集友股份	153	138	121	259	671	84	42	34	24	101	202	4	102.50
	yoy	59.06%	56.32%	16.43%	52.66%	46.49%	-45.30%	37.61%	44.84%	13.84%	153.49%	74.76%	-90.02%	

数据来源：Wind，东吴证券研究所

**盈利能力表现稳定，疫情下现金流和营运效率承压：**（1）**盈利能力**：晨光文具 19Q4 由于并表安硕，毛利率有所下滑（环比-3.22pct），20Q1 受精品文创和税费返还拉动，毛利率小幅提升（环比+3.43pct）；中顺洁柔毛利率逐季走高，持续受益于浆价下行及产品结构优化。（2）**现金流**，盈趣科技及集友股份 19Q4 业绩表现靓丽，经营性现金流大幅增长（同比+1019.89%、+1131.85%）；20Q1 疫情影响下，现金流普遍下降（晨光文具-359.86%、齐心集团-40.96%、中顺洁柔-34.81%、集友股份-91.77%）。（3）**营运效率**，19Q4 齐心集团、集友股份出货明显（同比-14.93%、-16.19%），疫情下存货普遍上升；齐心集团 19Q4 及 20Q1 应收账款持续高增（同比+96.64%、+115.19%），预计系 B2B 业务规模扩大、使用落地服务商服务增加所致。

表 7：必选消费板块季度重点财务指标一览（单位：亿元）



百万元	毛利率					经营性现金流				
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
晨光文具	27.07%	25.38%	27.71%	24.49%	27.92%	99.55	147.53	430.91	403.95	-258.69
yoy/较同期增减	-0.12%	1.27%	2.49%	-2.29%	0.85%	368.59%	-26.63%	31.24%	20.37%	-359.86%
齐心集团	16.29%	16.91%	11.34%	18.47%	13.67%	-685.43	754.22	119.93	387.85	-404.67
yoy/较同期增减	-4.86%	-2.83%	-3.42%	0.19%	-2.62%	-204.07%	1959.68%	166.86%	-37.39%	-40.96%
中顺洁柔	34.01%	39.23%	41.37%	43.19%	45.12%	507.08	227.91	304.67	320.72	330.55
yoy/较同期增减	-4.83%	4.85%	8.19%	12.23%	11.11%	341.93%	339.91%	16.06%	-33.09%	-34.81%
劲嘉股份	43.81%	42.16%	42.59%	39.49%	41.83%	19.07	326.38	260.32	584.12	50.50
yoy/较同期增减	-3.33%	1.28%	-0.94%	-3.64%	-1.98%	-90.73%	55.90%	38.79%	133.71%	164.79%
盈趣科技	39.15%	37.54%	39.53%	42.16%	38.96%	112.97	69.14	-28.80	545.61	219.81
yoy/较同期增减	-8.67%	-0.73%	-0.34%	-3.63%	-0.19%	-57.64%	-60.54%	-111.76%	1019.89%	94.58%
集友股份	47.81%	41.13%	40.88%	44.12%	41.74%	88.12	65.70	-17.01	80.54	7.25
yoy/较同期增减	-4.81%	-3.54%	-6.45%	-1.41%	-6.07%	361.10%	19.08%	-148.99%	1131.85%	-91.77%
百万元	存货					应收账款				
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
晨光文具	926.48	1276.98	1260.79	1378.11	1351.44	829.91	1136.68	1294.91	1026.09	1127.15
yoy/较同期增减	17.14%	43.51%	41.14%	32.17%	45.87%	40.05%	39.87%	29.47%	26.87%	35.82%
齐心集团	303.26	333.51	391.49	248.05	326.07	825.29	1141.45	1292.47	1922.29	1775.91
yoy/较同期增减	12.78%	33.84%	46.88%	-14.93%	7.52%	73.87%	57.06%	35.49%	96.64%	115.19%
中顺洁柔	799.15	889.00	1096.64	986.41	926.03	697.61	726.66	707.64	807.77	770.64
yoy/较同期增减	-7.69%	-15.40%	11.22%	15.02%	15.88%	22.68%	28.38%	0.00%	9.42%	10.47%
劲嘉股份	620.72	645.87	772.26	901.06	850.62	1017.71	770.97	861.31	595.80	823.51
yoy/较同期增减	-12.12%	-7.70%	0.32%	15.16%	37.04%	33.14%	5.62%	29.60%	-21.63%	-19.08%
盈趣科技	383.56	521.83	563.65	467.96	569.60	702.60	931.84	1200.58	1223.59	913.72
yoy/较同期增减	16.50%	73.68%	83.87%	40.39%	48.50%	37.81%	73.92%	126.11%	68.84%	30.05%
集友股份	103.06	83.75	111.88	98.34	118.01	138.54	113.96	136.90	230.54	177.26
yoy/较同期增减	42.93%	31.53%	29.01%	-16.19%	14.52%	21.80%	48.58%	37.23%	56.34%	27.95%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

**文具：办公集采成长蓝海，传统文具复苏在即。**（1）**办公：**根据产业沟通，办公集采市场空间达 3000-4000 亿，而截至目前覆盖度还不足 40%，尚有较大提升空间。国内龙头**晨光文具**（19A 科力普收入+41.45%，利润+136.50%）、**齐心集团**（19 年 B2B 业务收入+46.08%），受益政策红利、中标优质政企客户，看好其兑现高成长。20Q1 疫情期间科力普订单受损叠加物流限制，业绩小幅下滑，Q2 随着央企招标的陆续开启，预期需求有所改善。（2）**文创：**20Q1 由于学讯延期线下文具销售受到较大影响，**晨光文具**传统业务预计收入-12%，利润-7%，但公司深耕传统渠道布局，超过 8.5 万家零售终端形成强悍渠道护城河，且精品文创逻辑持续验证；晨光生活馆（含九木杂物社）预期收入-15%，期间随着九木杂物社开放加盟模式，通过直营和加盟结合方式快速扩张，坪效增长势头好。综合来看，我们认为随着国内疫情好转、中小学学讯到来，Q2 销售复苏在即。（3）**在线办公：**据艾媒咨询、亿欧数据显示，20 年新春期间受到疫情制约，中国远程办公企业超过 1800 万家、远程办公人员超过 3 亿人，**齐心集团**的好视通（19 年好视通收入占比 6%+、利润占比近 30%）累计客户数在 2 月持续有较好的增长（目前已有 25 万新增客户，19Q3 仅 6 万家），利于公司云视频会议的业绩释放。

图 3：晨光文具业务拆分一览

图 4：齐心集团业务拆分一览

单位: 百万元	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
营业收入	18.80	19.61	27.87	23.37	24.11	27.48	85.35	23.56	23.83	88.39	31.08	31.34	63.01	111.40	5981.27	5981.27	5981.27	5981.27	5981.27	5981.27	5981.27
YOY	33.00%	41.81%	35.00%	36.80%	26.30%	15.00%	28.00%	27.70%	27.70%	27.70%	31.00%	31.00%	31.00%	31.00%	31.00%	31.00%	31.00%	31.00%	31.00%	31.00%	31.00%
净利润	2.83	1.70	3.75	2.58	1.82	4.32	8.07	2.39	2.12	4.71	3.31	2.58	5.80	10.80	191.77	191.77	191.77	191.77	191.77	191.77	191.77
YOY	23.25%	36.24%	29.61%	24.62%	27.60%	25.20%	27.20%	26.40%	24.60%	25.20%	22.21%	41.77%	36.24%	31.39%	20.60%	20.60%	20.60%	20.60%	20.60%	20.60%	20.60%
净利润率	13.12%	8.74%	9.89%	10.70%	7.55%	9.37%	9.47%	10.09%	8.94%	5.33%	10.64%	8.09%	9.32%	9.52%	3.28%	3.28%	3.28%	3.28%	3.28%	3.28%	3.28%
主要财务指标																					
每股收益	5.00	5.20	10.20	6.20	2.80	9.20	18.40	5.60	5.73	11.33	7.17	3.37	10.54	21.87	3.20	3.20	3.20	3.20	3.20	3.20	3.20
YOY	5.80%	12.00%	10.30%	10.30%	7.20%	7.20%	8.52%	12.00%	10.10%	10.40%	14.17%	13.08%	13.42%	12.20%	12.20%	12.20%	12.20%	12.20%	12.20%	12.20%	12.20%
毛利率	33.00%	35.00%	34.00%	36.00%	-	34.00%	34.00%	34.00%	35.70%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%
净利率	4.80	3.30	8.30	6.31	3.87	10.20	18.30	6.30	4.45	10.73	8.17	6.55	10.54	26.45	5.33%	5.33%	5.33%	5.33%	5.33%	5.33%	5.33%
YOY	36.00%	17.92%	16.00%	-	-	11.80%	17.92%	31.21%	31.21%	27.14%	26.67%	45.07%	52.09%	42.59%	25.45%	25.45%	25.45%	25.45%	25.45%	25.45%	25.45%
ROE																					
总资产	32.00%	30.00%	31.32%	33.57%	37.05%	32.20%	33.50%	33.80%	33.45%	32.45%	35.76%	27.04%	32.20%	32.60%	32.60%	32.60%	32.60%	32.60%	32.60%	32.60%	32.60%
净资产	8.50	10.40	18.80	10.60	10.60	22.20	46.13	11.50	13.75	22.21	13.78	21.82	34.80	60.85	10.60	10.60	10.60	10.60	10.60	10.60	10.60
YOY	62.00%	75.10%	99.00%	-	-	16.70%	62.00%	35.20%	32.21%	33.60%	36.00%	28.59%	37.33%	34.10%	34.10%	34.10%	34.10%	34.10%	34.10%	34.10%	34.10%
毛利率	21.00%	18.27%	19.30%	15.42%	20.64%	18.00%	18.97%	18.50%	18.27%	18.38%	-	-	18.28%	18.32%	18.32%	18.32%	18.32%	18.32%	18.32%	18.32%	18.32%
净利率	4.82	4.40	9.28	3.81	5.41	10.99	20.17	5.30	4.91	10.25	9.97	9.27	13.22	23.87	5.33%	5.33%	5.33%	5.33%	5.33%	5.33%	5.33%
YOY	27.00%	16.52%	22.07%	-	-	34.40%	20.40%	9.00%	11.01%	10.47%	14.40%	22.88%	20.24%	15.60%	20.60%	20.60%	20.60%	20.60%	20.60%	20.60%	20.60%
净利率	9.10	6.30	16.47	6.13	6.50	0.71	1.17	0.18	0.90	1.86	0.98	1.80	1.71	3.45	3.45%	3.45%	3.45%	3.45%	3.45%	3.45%	3.45%
YOY	14.11%	12.03%	27.08%	11.18%	11.18%	29.57%	56.41%	14.26%	14.82%	11.18%	19.38%	18.57%	17.73%	48.81%	11.18%	11.18%	11.18%	11.18%	11.18%	11.18%	11.18%
YOY	21.20%	16.00%	16.00%	-	-	22.00%	21.01%	15.02%	14.61%	14.61%	17.44%	20.48%	20.48%	21.00%	21.00%	21.00%	21.00%	21.00%	21.00%	21.00%	21.00%
YOY	14.11%	12.03%	27.08%	11.18%	11.18%	29.57%	56.41%	14.26%	14.82%	11.18%	19.38%	18.57%	17.73%	48.81%	11.18%	11.18%	11.18%	11.18%	11.18%	11.18%	11.18%
YOY	19.52%	15.20%	16.00%	-	-	14.00%	15.24%	15.01%	7.75%	11.08%	26.30%	17.02%	19.15%	15.47%	15.47%	15.47%	15.47%	15.47%	15.47%	15.47%	15.47%
YOY	13.64	12.55	25.19	14.80	13.30	27.80	54.00	13.31	13.34	28.02	17.51	13.78	33.27	62.10	13.30%	13.30%	13.30%	13.30%	13.30%	13.30%	13.30%
YOY	15.78%	14.42%	16.00%	-	-	14.80%	14.80%	14.20%	6.20%	10.42%	19.99%	18.49%	19.23%	14.07%	14.07%	14.07%	14.07%	14.07%	14.07%	14.07%	14.07%
YOY	2.16	1.14	1.71	2.40	1.82	4.30	7.97	2.54	2.08	4.58	3.87	2.46	5.54	10.12	2.46%	2.46%	2.46%	2.46%	2.46%	2.46%	2.46%
YOY	13.30%	11.80%	13.72%	13.70%	12.80%	14.57%	14.12%	13.64%	13.72%	12.70%	12.70%	13.80%	13.82%	14.72%	13.70%	13.70%	13.70%	13.70%	13.70%	13.70%	13.70%
YOY	0.89	0.30	0.87	0.58	0.88	1.47	2.34	0.68	0.57	1.25	0.75	0.87	1.73	2.67	0.88%	0.88%	0.88%	0.88%	0.88%	0.88%	0.88%
YOY	10.00%	51.10%	11.34%	-	-	21.07%	20.20%	19.78%	48.30%	41.00%	28.00%	10.31%	17.14%	36.92%	10.31%	10.31%	10.31%	10.31%	10.31%	10.31%	10.31%
YOY	3.68	3.38	3.62	1.18	0.60	19.24	27.40	6.30	4.80	9.41	11.31	21.38	21.38	21.38	21.38%	21.38%	21.38%	21.38%	21.38%	21.38%	21.38%
YOY	100.00%	181.10%	158.00%	-	-	81.00%	100.00%	68.40%	48.12%	35.91%	36.90%	20.60%	35.90%	41.45%	41.45%	41.45%	41.45%	41.45%	41.45%	41.45%	41.45%
YOY	29.05%	31.90%	13.60%	10.50%	-	10.70%	12.00%	-	-	12.77%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
YOY	-0.18	0.20	0.10	0.12	0.10	0.22	0.32	0.10	0.10	0.20	0.20	0.22	0.17	0.78	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%
YOY	-5.50%	4.00%	1.00%	1.62%	1.12%	1.30%	1.20%	1.61%	2.15%	1.92%	2.60%	1.88%	2.10%	2.00%	2.10%	2.10%	2.10%	2.10%	2.10%	2.10%	2.10%
YOY	-0.39	0.30	1.18	1.41	0.87	1.84	3.00	1.18	1.21	1.89	1.41	1.81	3.70	6.41	0.39%	0.39%	0.39%	0.39%	0.39%	0.39%	0.39%
YOY	30.00%	69.32%	39.00%	30.00%	30.00%	56.53%	69.13%	86.14%	104.74%	97.00%	87.51%	108.21%	97.00%	96.00%	96.00%	96.00%	96.00%	96.00%	96.00%	96.00%	96.00%
YOY	0.00	4.07	0.00	0.04	0.10	-0.22	-0.30	-0.40	-0.30	-0.40	-0.30	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40%	-0.40%	-0.40%	-0.40%	-0.40%	-0.40%	-0.40%
YOY	0.00%	-12.01%	-	-	-	-11.80%	-9.00%	-3.43%	-5.20%	-4.52%	5.20%	-4.10%	0.00%	-1.33%	-1.33%	-1.33%	-1.33%	-1.33%	-1.33%	-1.33%	-1.33%
YOY	0	200	200	200	200	257	257	257	257	300	307	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300
YOY	45	45	45	45	45	115	115	115	115	212	212	212	212	212	212	212	212	212	212	212	212
YOY	145	145	145	145	145	140	140	140	140	125	125	125	125	125	125	125	125	125	125	125	125
YOY	102.45	102.45	102.45	102.45	102.45	102.45	102.45	102.45	102.45	102.45	102.45	102.45	102.45	102.45	102.45	102.45	102.45	102.45	102.45	102.45	102.45

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**生活用纸: 盈利能力持续提高, 电商渠道推动行业提速。** (1) **利润端**, 生活用纸企业受益于原料成本下降 (主要系 19 年针叶浆、阔叶浆单吨价格分别为 655/609 美元/吨), 同比-26%/-22%, 目前价格分别为 598/475 美元/吨), 且产品结构优化 (推出新棉初白棉柔巾、朵蕾蜜卫生巾等高毛利产品), 盈利能力持续提高 (**中顺洁柔** Q1/Q2/Q3/Q4 毛利率分别为 34.01%/39.23%/41.37%/43.19%, 20Q1 增至 45.12%)。我们预期 20Q2 浆价仍将延续弱势、利好生活纸板块盈利; (2) **收入端**, 高质量电商渠道推动行业 3 月增长环比提速 (洁柔 3 月销售额环比+107.43%、心相印环比+83.79%、维达环比+79.58%、清风环比+59.56%), 优势企业基于自身品牌力和产品品类多元化的优势, 在电商渠道获客能力强, 看好龙头在电商渠道持续提升份额。

图 5: 中顺洁柔季度数据一览

单位: 百万元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
营业收入	1,224.79	1,361.27	1,404.52	1,597.53	1,633.87	1,647.49	1,815.03	1,670.91	1,670.91
YOY	18.65%	24.78%	21.65%	24.20%	25.78%	19.88%	10.21%	13.61%	8.46%
归母净利润	98.56	101.22	111.02	94.18	123.38	151.50	162.93	166.02	183.43
YOY	30.93%	24.76%	25.31%	-8.08%	25.18%	49.66%	44.16%	76.28%	48.67%
扣非归母净利润	91.45	98.53	96.83	105.72	121.74	147.92	156.47	162.60	186.89
YOY	29.05%	31.96%	13.68%	10.50%	33.13%	50.13%	61.59%	53.80%	53.52%
毛利率	38.84%	34.38%	33.18%	30.96%	34.01%	39.23%	43.19%	45.12%	45.12%
期间费用率	28.95%	24.00%	24.14%	21.05%	23.51%	27.65%	29.23%	31.24%	30.77%
其中: 销售费用	256.86	236.77	274.44	244.95	265.54	342.23	337.04	424.74	377.69
销售费用率	20.97%	17.39%	18.36%	15.33%	17.24%	20.92%	20.46%	23.40%	22.60%
其中: 管理费用	82.72	72.72	50.64	54.91	56.65	70.13	79.12	88.61	95.76
管理费用率	6.75%	5.34%	4.93%	5.04%	5.89%	6.13%	8.11%	8.07%	8.04%
其中: 财务费用	15.00	17.23	12.72	10.90	5.90	8.93	10.93	-8.28	2.07
财务费用率	1.22%	1.27%	0.85%	0.68%	0.38%	0.55%	0.66%	-0.24%	0.12%
归母净利润率	8.05%	7.44%	7.56%	5.90%	8.01%	9.28%	9.89%	9.15%	10.98%
存货	865.76	1,050.85	986.01	857.56	799.15	889.00	1,096.64	986.41	926.03
较上年同期增减	38.32%	60.27%	71.18%	56.79%	-7.69%	-15.40%	11.22%	15.02%	13.88%
应收账款	6.86	12.77	8.08	2.83	1.48	3.41	10.64	0.30	1.15
较上年同期增减	4.27	8.68	-1.53	-6.60	-5.30	-9.36	2.55	-2.53	-0.33
应付账款	568.65	566.03	707.68	738.24	697.61	726.66	707.64	807.77	770.64
较上年同期增减	43.18	42.56	127.42	139.51	128.96	160.63	-4.03	69.54	73.03
应付账款及应付票据	481.09	439.97	380.50	577.36	804.35	841.56	1,048.99	780.87	810.33
较上年同期增减	160.24	122.26	-36.90	-8.64	323.26	801.59	668.49	203.51	5.99
预收账款	24.33	32.08	37.15	59.37	29.01	25.53	60.44	142.48	0.00
较上年同期增减	-13.87	11.10	-14.53	-2.22	4.68	-6.55	23.29	83.10	-29.01
经营性现金流净额	-209.39	94.99	262.52	499.32	507.08	227.91	341.62	376.52	330.50
较上年同期增减	-210.61	-257.29	710.67	710.67	710.67	322.90	322.90	322.90	322.90
筹资性现金流净额	-688.37	-214.80	-208.67	-586.13	-58.68	-111.00	-102.47	-51.46	-73.96
较上年同期增减	-640.05	-231.53	-168.45	-122.15	629.69	-359.86	106.20	53.94	-45.27
资本开支	-118.78	-141.18	-158.48	-121.68	219.18	118.40	163.83	80.61	117.26
较上年同期增减	69.99	50.61	34.04	15.12	8.24	40.24	47.01	-41.21	-22.52
ROE	3.19%	3.20%	3.49%	2.85%	3.65%	4.28%	4.37%	4.20%	4.40%
ROA	0.11%	0.11%	0.12%	-0.09%	0.16%	0.18%	0.18%	0.18%	0.18%
资产负债率	38.21%	41.35%	38.54%	35.65%	36.41%	34.91%	36.04%	32.35%	30.54%
YOY (%)	0.00%	-2.83%	-2.27%	-11.70%	-1.80%	-64.94%	-2.49%	-2.31%	-5.87%



(2) 生产数据来看, 烟草制品业利润总额 424.7 亿 (同比+31.5%、增速最高), 对应 1-2 月的卷烟产量同比实现 4.4% 的正增长 (约合 1037.5 万大箱)。由于烟草工业企业生产复工较晚、预期工业子公司的出货以库存消耗为主, 叠加草根调研得到生产瓶颈的部分地区销售出现断货现象、渠道库存很低, 我们判断产业 4-5 月迎来生产补库的确定性高, 利好产业链标的 (劲嘉股份、集友股份) Q2 订单反弹修复; 全年来看 19 年下半年烟草反腐告捷也有利于保障 20 年产业景气。

图 7: 劲嘉股份季度数据一览

单位: 百万元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
营业总收入	813.62	795.18	769.01	997.16	1,009.54	855.08	1,019.61	1,104.41	907.34
YOY	8.08%	18.81%	13.34%	17.90%	21.08%	7.53%	32.76%	10.76%	-10.12%
归母净利润	212.69	166.32	166.48	179.81	259.08	205.75	207.70	203.44	214.81
YOY	21.09%	10.52%	25.80%	29.37%	21.81%	23.71%	24.76%	13.11%	-17.09%
扣非归母净利润	209.25	151.68	159.71	171.56	253.81	198.23	207.90	198.76	214.03
YOY	25.15%	21.31%	21.55%	35.31%	21.30%	30.69%	30.17%	15.85%	-15.67%
毛利率	47.14%	40.88%	43.53%	43.13%	43.81%	42.16%	42.59%	39.49%	41.83%
期间费用率	14.23%	13.25%	15.71%	19.77%	11.86%	14.36%	16.07%	15.68%	13.58%
其中: 销售费用	27.04	25.69	26.22	38.25	29.87	27.56	34.99	52.81	26.62
销售费用率	3.32%	3.23%	3.41%	3.84%	2.96%	3.22%	3.43%	4.78%	2.93%
其中: 管理费用	97.42	90.29	51.07	109.27	61.70	54.44	86.76	58.91	63.48
管理费用率	11.97%	11.36%	6.63%	10.94%	6.11%	6.39%	8.51%	5.33%	7.00%
其中: 研发费用	0.00	0.00	49.76	29.76	32.45	39.92	44.20	58.89	35.47
研发费用率	0.00%	0.00%	6.47%	2.98%	3.21%	4.67%	4.34%	5.33%	3.91%
其中: 财务费用	-8.72	-10.65	-6.36	19.82	-4.32	0.88	-2.13	2.34	-2.32
财务费用率	-1.07%	-1.34%	-0.83%	1.99%	-0.43%	0.10%	-0.21%	0.21%	-0.26%
归母净利润率	26.14%	20.92%	21.68%	18.03%	25.66%	24.06%	20.37%	18.42%	23.67%
存货	706.32	699.74	769.79	782.45	620.72	645.87	772.26	901.06	850.62
较上年同期增减	43.10%	39.08%	26.74%	9.87%	-12.12%	-7.70%	0.32%	17.04%	37.04%
应收账款	103.25	64.42	133.82	119.09	120.27	148.71	108.97	124.82	157.13
较上年同期增减	36.18	-39.51	45.15	-1.15	17.02	84.29	-34.84	5.73	35.86
应付账款	764.42	729.98	661.59	760.22	1,017.71	770.97	861.31	595.80	823.51
较上年同期增减	-19.10	-79.12	-1.25	91.54	253.29	40.99	196.72	-164.42	-194.20
应付账款及应付票据	927.98	813.37	842.60	796.10	886.61	730.28	855.59	903.21	913.26
较上年同期增减	287.53	66.64	102.67	-35.21	-41.37	-83.08	12.99	107.10	26.65
预收账款	9.79	9.44	12.36	10.19	16.61	13.34	15.05	41.53	10.72
较上年同期增减	1.19	-0.13	1.85	0.14	6.82	3.90	2.69	31.34	-5.80
经营性现金流净额	205.81	209.35	187.56	249.93	19.07	326.38	260.32	584.12	50.50
较上年同期增减	94.17	-58.36	-35.71	32.73	-186.74	117.03	72.76	334.19	31.42
筹资性现金流净额	-136.81	-93.21	-466.73	-69.29	-27.09	-418.16	-5.62	-48.74	-29.80
较上年同期增减	-84.33	105.93	-455.12	-1292.11	109.73	-324.94	461.11	20.55	-2.71
资本开支	75.90	67.46	107.95	83.31	74.13	114.02	68.52	88.73	34.09
较上年同期增减	-33.38	8.88	26.18	-34.68	-1.77	46.56	-39.44	5.43	-40.04
ROE	3.26%	2.59%	2.64%	2.80%	3.91%	3.10%	3.14%	2.98%	3.06%
YOY (+)	-0.54%	-0.15%	-0.22%	0.30%	0.65%	0.51%	0.01%	0.18%	-0.86%
资产负债率	17.18%	20.61%	16.43%	17.45%	15.13%	13.15%	14.97%	16.62%	15.59%
YOY (+)	-3.44%	-1.21%	-6.83%	-0.19%	-2.05%	-7.45%	-1.17%	-0.84%	0.45%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 盈趣科技季度数据一览

单位: 百万元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
营业总收入	664.60	642.14	709.64	762.35	693.07	936.54	971.96	1,252.87	739.05
YOY	11.03%	-10.18%	-28.90%	-20.22%	4.28%	45.85%	36.97%	64.34%	6.63%
归母净利润	170.34	226.78	208.34	208.04	151.03	263.43	232.47	323.24	167.96
YOY	-8.76%	-10.48%	-31.81%	-12.65%	-9.68%	16.10%	11.50%	55.37%	9.08%
扣非归母净利润	166.81	198.01	192.20	170.30	134.55	244.49	231.58	280.17	158.45
YOY	-36.80%	-25.28%	-19.34%	23.47%	20.19%	39.53%	42.16%	61.51%	17.76%
毛利率	47.82%	38.27%	39.87%	45.79%	39.15%	37.54%	39.53%	42.16%	38.96%
期间费用率	16.92%	2.70%	6.40%	19.13%	15.25%	6.52%	8.13%	16.27%	12.46%
其中: 销售费用	10.05	11.73	13.51	12.93	9.40	14.43	12.72	27.01	12.13
销售费用率	1.51%	1.83%	1.90%	1.70%	1.36%	1.54%	1.31%	2.16%	1.64%
其中: 管理费用	55.57	63.75	26.31	46.96	48.10	17.25	41.63	62.64	54.84
管理费用率	8.36%	9.93%	3.71%	6.16%	6.94%	1.84%	4.19%	5.06%	7.56%
其中: 财务费用	46.86	-58.14	-36.22	4.36	10.45	-34.54	-42.10	13.08	-21.22
财务费用率	7.05%	-9.05%	-5.10%	0.57%	1.51%	-3.69%	-3.33%	1.04%	-2.87%
归母净利润率	25.66%	35.31%	29.36%	27.29%	22.22%	28.13%	23.92%	25.80%	22.73%
存货	329.23	300.46	306.55	333.33	383.56	521.83	563.65	467.96	569.60
较上年同期增减	13.25%	-2.88%	6.78%	16.50%	73.68%	83.87%	40.39%	48.50%	48.50%
应收账款	15.46	20.31	18.89	15.98	25.45	30.82	29.21	16.67	16.60
较上年同期增减	15.46	-0.77	-2.11	-1.38	9.99	10.51	10.33	0.69	-8.85
应付账款	509.83	535.78	530.98	724.70	702.60	931.84	1,200.58	1,223.59	913.72
较上年同期增减	509.83	-17.49	-312.58	-94.90	192.77	396.05	669.61	498.89	211.12
应付账款及应付票据	452.65	417.70	448.43	563.56	521.40	663.60	670.04	689.89	572.70
较上年同期增减	452.65	6.91	-147.46	-60.12	68.75	245.90	221.60	126.33	51.30
预收账款	32.95	29.26	32.26	14.37	12.80	14.83	21.88	16.47	0.00
较上年同期增减	32.95	-14.90	1.23	-13.66	-20.15	-14.43	-10.38	2.10	-12.80
经营性现金流净额	266.65	175.21	244.96	48.72	112.97	69.14	-28.80	545.61	219.81
较上年同期增减	-85.20	74.55	66.99	-263.37	-153.68	-106.07	-273.75	496.89	106.85
筹资性现金流净额	1600.61	-365.96	92.33	-1.48	0.00	-538.18	-31.80	-8.20	-1.05
较上年同期增减	1741.11	-355.50	91.72	45.71	-1600.61	-472.22	-124.13	-6.72	-1.05
资本开支	48.34	21.95	80.08	96.85	87.32	202.05	138.29	139.65	95.76
较上年同期增减	30.72	-3.55	-21.60	52.52	38.98	190.09	98.13	42.80	8.41
ROE	6.68%	6.73%	6.12%	5.75%	4.05%	7.02%	6.24%	8.10%	3.97%
YOY (+)	-15.59%	-15.78%	-17.80%	-9.62%	-2.63%	0.29%	0.12%	2.35%	-0.08%
资产负债率	15.65%	15.39%	18.33%	20.71%	19.39%	22.72%	22.87%	22.88%	20.22%
YOY (+)	15.65%	-21.72%	-19.19%	-15.83%	3.73%	7.33%	4.55%	2.18%	0.84%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 1.3. 造纸: 白卡纸格局优, 文化纸需求边际改善、箱板纸盈利磨底

木浆系盈利逐渐改善, 废纸系底部基本探明。(1) 从 19A 业绩来看, 木浆系双胶、铜板价格自 19 年 3 月触底后逐步攀升, 白卡纸 19Q1 触底反弹后波动上升, 因此**太阳纸业** Q1/Q2/Q3/Q4 毛利率分别为 17.70%、21.77%、23.84%、26.19%, **晨鸣纸业**分别为 23.03%、30.27%、27.49%、31.54%, **博汇纸业**分别为 15.23%、14.24%、11.18%、16.94%, 盈利能力改善。**废纸系**箱板纸、瓦楞纸 Q1-Q3 价格持续走弱, Q4 小幅提升, **山鹰纸业** Q1/Q2/Q3/Q4 扣非吨净利分别为 263/311/132/177 元/吨。(2) 从 20 Q1 业绩来看, 木浆系纸品盈利状况较好, 20Q1 铜版纸价格达 5933.62 元/吨, 同比增长 5.91%, 环比减少 3.29%, 双胶纸价格达 6427.16 元/吨, 同比增长 5.70%, 环比增长 0.86%; 此外针叶浆、阔叶浆 20Q1 较 19Q1 的下跌幅度分别达到 18.7%、33.4%。利好浆系纸企的盈利持续释放(20Q1 太阳纸业收入+1.86%; 利润+40.97%; 晨鸣纸业收入-1.21%, 利润+430.55%; 博汇纸业收入+20.09%, 利润+51.41%)。**废纸系**纸品盈利能力磨底(20Q1 山鹰纸业收入-26.47%; 利润-49.69%), 20Q1 箱板纸/瓦楞纸单吨均价分别为 4300 元/3618 元, 同比下降 6.0%、5.9%; 目前废纸系的单位盈利和单位价格已经回到 19Q3 低点。

表 8: 造纸龙头各季报表现一览 (单位: 百万元、亿元)

公司	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
----	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------



公司名称	收入 (百万元)						归母净利润 (百万元)						市值 (亿元)
	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	19A	20Q1	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	19A	20Q1	
太阳纸业	5,451	5,325	5,625	6,362	22,763	5,552	380	506	598	693	2,178	536	216.41
yoy	8.13%	-1.97%	-0.20%	12.43%	4.57%	1.86%	-38.34%	-17.18%	4.37%	58.93%	-2.66%	40.97%	
山鹰纸业	5,216	5,953	5,964	6,107	23,241	3,836	458	467	399	38	1,325	230	138.78
yoy	-3.74%	-8.90%	-0.33%	-5.00%	-4.62%	-26.47%	-24.33%	-57.56%	-34.63%	-95.77%	-57.48%	-49.69%	
晨鸣纸业	6,160	7,189	8,666	8,381	30,395	6,085	38	472	558	589	1,657	203	142.62
yoy	-14.94%	-13.49%	9.12%	55.70%	5.26%	-1.21%	-95.12%	-52.94%	-19.89%	1953.67%	-34.00%	430.55%	
博汇纸业	2,171	1,873	2,459	3,237	9,740	2,606	122	9	5	(3)	134	185	102.94
yoy	26.42%	-29.23%	20.05%	67.96%	16.79%	20.09%	-40.30%	-95.50%	-94.49%	98.68%	-47.73%	51.41%	

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 9: 造纸龙头吨净利表现 (单位: 百万元、亿元)

	吨净利 (元/吨)	2015	2016	2017	2018	2019
木浆系	太阳纸业	312	344	562	559	462
	晨鸣纸业	518	457	760	581	316
	博汇纸业	26	128	490	151	59
废纸系	山鹰纸业	69	97	569	695	286
	玖龙纸业	83	202	557	407	257
	理文纸业	429	508	913	797	525

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

木浆系企业经营性现金流好转, 在建工程分化: (1) **现金流**: 受益于浆价下行, 木浆系纸品盈利能力逐渐回暖, 龙头经营性现金流表现较为靓丽, 19Q4 太阳纸业/晨鸣纸业/博汇纸业经营性现金流增加 7.29 亿/7.07 亿/1.98 亿; 废纸系盈利磨底, 现金流相对较差, 19Q4 山鹰纸业减少 10.13 亿元。(2) **在建工程**, 龙头企业在建工程分化, 太阳纸业和山鹰纸业维持高速增长, 主要系产能高速扩张; 晨鸣纸业和博汇纸业快速下降随主要系在建产能转固定资产, 博汇纸业 100 万吨箱板瓦楞纸生产线转固定资产, 晨鸣纸业因黄冈晨鸣化学木浆项目转固定资产。

表 10: 造纸龙头季度财务数据一览 (单位: 百万元)

公司名称	资产负债率					经营性现金流				
	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
太阳纸业	56.70%	56.06%	54.74%	54.48%	55.05%	2670.16	-454.36	538.51	1931.62	283.36
yoy/较同期增减	-0.09%	-3.28%	-4.77%	-2.74%	-1.65%	2038.37	-1902.43	-656.35	728.50	-2386.80
山鹰纸业	64.30%	63.89%	63.42%	64.99%	65.89%	-399.46	947.36	1823.36	-1036.51	-60.80
yoy/较同期增减	-0.19%	-0.27%	-0.21%	2.69%	1.59%	-334.38	-1540.07	974.48	-1013.28	338.66
晨鸣纸业	75.51%	76.25%	75.81%	73.11%	72.80%	1424.69	1275.09	3799.45	5733.48	655.58
yoy/较同期增减	3.59%	3.30%	1.05%	-2.32%	-2.71%	157.00	-2202.27	-528.87	707.14	-769.10
博汇纸业	71.28%	72.24%	72.56%	72.78%	71.67%	344.85	353.23	269.69	169.53	488.07
yoy/较同期增减	6.98%	6.20%	5.93%	0.57%	0.39%	30.14	-79.23	-84.83	198.08	143.22
公司名称	在建工程					存货				
	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
太阳纸业	996.29	1085.83	2406.92	2541.75	3468.68	2439.14	2740.31	2783.61	2455.97	2711.20
yoy/较同期增减	-73.98%	-45.18%	-87.49%	-81.56%	248.16%	47.22%	49.74%	28.94%	13.29%	11.15%
山鹰纸业	3697.62	5150.41	6003.90	7069.49	7685.03	2715.42	2704.20	2446.72	2176.10	2918.91
yoy/较同期增减	90.33%	195.06%	47.47%	131.64%	107.84%	8.87%	-1.34%	-27.96%	-12.09%	7.49%
晨鸣纸业	5777.03	6100.36	9792.25	5476.12	490.98	5777.03	6100.36	4804.14	4774.43	5324.64
yoy/较同期增减	-12.90%	-5.12%	-12.63%	-53.87%	-91.50%	-12.90%	-5.12%	-26.06%	-29.49%	-7.83%
博汇纸业	5862.81	4547.66	148.19	92.32	94.25	1385.34	1766.72	1413.32	1324.77	1952.30
yoy/较同期增减	398.94%	221.30%	-94.56%	-98.33%	-98.39%	-21.69%	-11.17%	-29.64%	-22.34%	40.93%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

后期原纸景气判断: 受疫情影响、季节淡季、龙头调价策略, 短期纸价承压, 关注

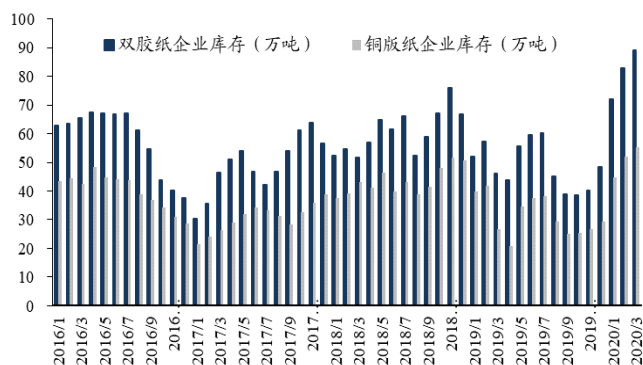
**需求改善。(1) 白卡纸：**行业供给端行业年内无较大新增产能投放；需求端消费集中在药品、香烟、食品等必选类，“限塑令”带来潜在增量（预期 100-300 万吨）；叠加竞争格局大幅优化（APP 中国 vs 博汇整合预期）。4-5 月白卡需求淡季叠加部分企业的调价策略，我们判断白卡价格预期弱势盘整，7 月旺季观察下游需求拉动；**(2) 文化纸：**淡季需求疲弱、企业间策略调整导致近期价格下跌，目前伴随限产停机、学讯需求边际复苏，纸价弱势维稳。综合来看，考虑企业的单位盈利已经趋于底部并实现企稳，重点关注下半年党刊需求释放带来的新一轮涨势；**(3) 箱板纸：**盈利磨底，小企业出现大面积亏损，考虑原料限制的逻辑持续加强、废纸内外价差拉大，此外本次疫情导致行业盈利的磨底时间显著延长，利好产业份额集中。

表 11：各细分纸种与原料价格

	铜版纸	双胶纸	白卡纸	内盘浆	针叶浆	阔叶浆	化机浆	溶解浆	箱板纸	瓦楞纸	国废	美废#13
18Q4	6484.60	6682.45	5451.81	5942.24	864.39	769.76	617.58	7676.06	4519.37	3846.88	2351.27	312.50
19Q4	6135.57	6372.28	5554.69	4055.72	593.35	485.27	466.97	5629.51	4074.89	3384.38	2118.43	131.20
19Q4同比	-5.38%	-4.64%	1.89%	-31.75%	-31.36%	-36.96%	-24.39%	-26.66%	-9.84%	-12.02%	-9.90%	-58.02%
19Q4环比	4.76%	2.70%	5.45%	-4.31%	-3.00%	-10.29%	-7.51%	-8.11%	4.29%	4.27%	1.94%	-6.09%
19Q1	5602.63	6080.64	4984.25	5503.12	725.92	718.10	540.34	7260.00	4572.81	3843.86	2343.10	229.49
20Q1	5933.62	6427.16	5888.90	4037.35	589.94	478.01	479.34	5400.00	4299.96	3617.70	2185.10	169.67
20Q1同比	5.91%	5.70%	18.15%	-26.64%	-18.73%	-33.43%	-11.29%	-25.62%	-5.97%	-5.88%	-6.74%	-26.07%
20Q1环比	-3.29%	0.86%	6.02%	-0.45%	-0.57%	-1.50%	2.65%	-4.08%	5.52%	6.89%	3.15%	29.32%
截至4月30日	5160.00	5425.00	5827.00	4099.00	598.00	475.00	525.00	5400.00	3760.00	3108.00	1889.00	270.00
本月变动(4.1-4.30)	-11.79%	-13.72%	-2.49%	0.15%	0.84%	-1.04%	2.94%	0.00%	-5.05%	-2.72%	5.83%	39.90%

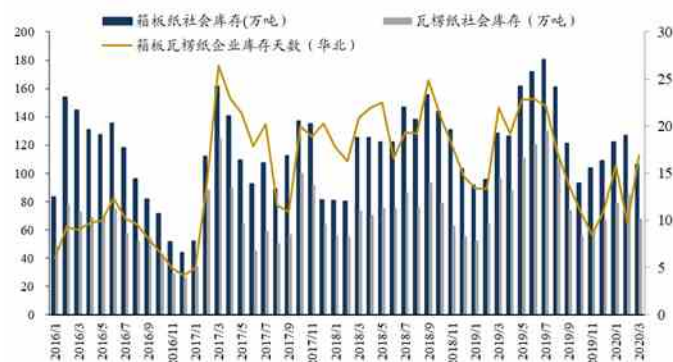
数据来源：卓创资讯，Wind，东吴证券研究所

图 9：文化纸库存与价格



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 10：箱板瓦楞纸库存与价格



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

**后期纸浆/废纸景气判断：木浆持续低位，废纸保持上涨。**20Q1 针叶浆、阔叶浆平均单价 589.94 美元/吨（环比-0.57%）、478.01 美元/吨（环比-1.50%）；但从库存天数来看，全球主要消费市场的港口库存尚处高位，判断浆价仍将低位运行。废纸方面，国内可循环的废纸逐渐减量（复工不足压缩国废循环总量），叠加进口配额不足（本周第六批配额发放、前 6 批配额合计 447.8 万吨、较去年同期-43.91%），预计废纸价格易涨难跌。

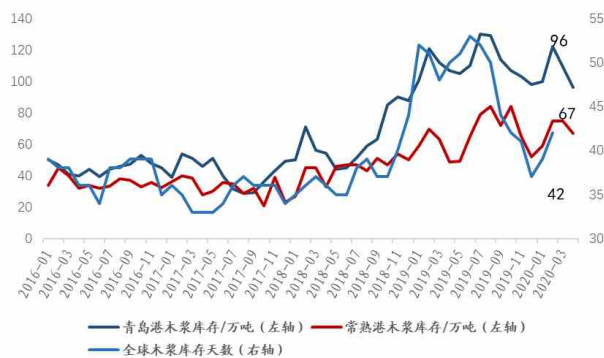
图 11：龙头企业外废配额（万吨）

图 12：木浆库存情况

单位 (万吨)	2020		2019		2018		2017		2016	
企业	前5批次	占比	总计	占比	总计	占比	总计	占比	总计	占比
玖龙纸业	121.80	27.97%	337.47	31.39%	621.79	34.01%	847	27.17%	1317	32.28%
理文造纸	58.42	13.42%	147.07	13.68%	282.45	15.45%	398	12.77%	533	13.06%
广州造纸	55.00	12.63%	73.00	6.79%	75.00	4.10%	62	1.99%	83	2.03%
山鹰纸业 (含福建联盛)	61.22	14.06%	143.29	13.33%	246.05	13.46%	256	8.21%	305	7.48%
联盛 (龙海)	12.34	2.83%	34.29	3.19%	64.22	3.51%	166	5.33%	179	4.39%
华泰纸业	57.00	13.09%	84.00	7.81%	98.40	5.38%	93	2.98%	121	2.97%
东莞建晖	18.11	4.16%	41.31	3.84%	70.81	3.87%	100	3.21%	101	2.48%
山东世纪阳光	4.01	0.92%	22.27	2.07%	35.72	1.95%	51	1.64%	53	1.30%
景兴纸业	6.81	1.56%	18.93	1.76%	35.46	1.94%	48	1.54%	68	1.67%
宁波亚洲	6.15	1.41%	19.90	1.85%	37.17	2.03%	36	1.15%	41	1.00%
东莞金洲	9.35	2.15%	18.53	1.72%	39.64	2.17%	55	1.76%	51	1.25%
荣成环保	8.01	1.84%	22.24	2.07%	33.06	1.81%	57	1.83%	65	1.59%
其他	17.20	3.95%	112.88	10.50%	188.31	10.30%	948	30.41%	1163	28.50%
总配额	447.83		1075.19		1828.07		3117		4080	
配额同比	-43.91%		-41.18%		-41.35%		-23.60%		-	

数据来源：中国固废化学品管理网，东吴证券研究所

木浆库存情况



数据来源：PPPC、Hawkins Wright，东吴证券研究所

#### 1.4. 包装：重点推荐中高端纸包龙头裕同科技，关注两片罐拐点

**19Q4 收入、盈利稳健增长，20Q1 疫情影响业绩下滑。**(1) **纸包装**：19Q4 **裕同科技** (收入+12.01%，利润+8.33%) 增长稳健，主要系大客户出货增速回暖所致，预期伴随消费类电子景气回暖迎发展机遇，20Q1 受疫情影响收入增速放缓，归母净利润同比下滑 7.86%。**劲嘉股份** 19Q4 收入+10.76%，利润+13.14%，20Q1 营收、归母净利润同比分别下滑 10.12%和 17.09%，目前估值低估持续关注。(2) **金属包装**：**奥瑞金** 19Q4 收入+51.33%，利润+99.22%，关注二片罐行业整合景气度向上带来的盈利弹性。(3) **塑料软包**：**永新股份** 19Q4 收入+10.52%、利润+10.59%，受益于油价下跌及子公司产能效益释放稳健成长。20Q1 收入-6.60%，利润-3.30%。

表 12：包装板块 19 年&amp;20 年 Q1 表现一览

	公司名称	收入（百万元）						归母净利润（百万元）						市值 (亿元)		
		18A	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	19A	20Q1	18A	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4		19A	20Q1
包装	裕同科技	8,578	1,785	1,899	2,662	3,499	9,845	1,823	946	154	142	312	437	1045	142	212.96
	yoy	23.47%	10.54%	13.59%	22.79%	12.01%	14.77%	2.14%	-60.98%	10.69%	11.81%	13.00%	8.33%	10.51%	-7.86%	
	美盈森	3,249	714	752	915	1,011	3,392	541	401	84	81	137	233	535	46	71.51
	yoy	13.70%	4.18%	1.93%	1.06%	9.85%	4.41%	-24.32%	-52.95%	2.32%	-12.15%	15.53%	115.56%	33.42%	-45.80%	
	劲嘉股份	3,374	1,010	855	1,020	1,104	3,989	907	725	259	206	208	203	877	215	131.69
	yoy	14.56%	24.08%	7.53%	32.76%	10.76%	18.22%	-10.12%	-14.24%	21.81%	23.71%	24.76%	13.14%	20.88%	-17.09%	
	东风股份	3,328	907	738	713	815	3,173	881	748	220	139	135	(83)	412	185	81.13
	yoy	18.76%	11.47%	-9.46%	0.20%	-17.49%	-4.66%	-2.84%	10.20%	5.79%	-7.02%	0.97%	-132.24%	-44.92%	-16.05%	
	合兴包装	12,166	2,876	2,609	2,766	2,846	11,097	1,931	233	68	65	61	72	267	37	41.17
	yoy	39.08%	8.24%	-18.15%	-15.96%	-6.09%	-8.79%	-32.87%	-94.78%	17.47%	4.95%	-1.98%	42.92%	14.48%	-46.17%	
	奥瑞金	8,175	2,051	2,093	2,311	2,914	9,369	1,873	225	237	249	201	(4)	683	44	95.62
	yoy	11.35%	2.90%	2.25%	4.59%	51.33%	14.60%	-8.66%	-87.54%	10.98%	0.54%	-16.56%	99.22%	203.15%	-81.42%	
	永新股份	2,332	568	583	705	743	2,600	531	225	51	55	79	84	269	49	45.38
	yoy	16.13%	12.16%	7.75%	15.22%	10.52%	11.47%	-6.60%	-60.66%	18.91%	13.69%	36.30%	10.59%	19.44%	-3.30%	

数据来源：卓创资讯，Wind，东吴证券研究所

**20Q1 纸包、塑包盈利能力略有下滑，现金流、应收账款仍承压。**(1) Q4 季度盈利表现来看，传统纸包装中的裕同科技 (毛利率+0.80%)、东风股份 (毛利率+3.31%) 同比都有向上，塑料包装中的永新股份 (毛利率+1.84%) 受益于原料价格下滑盈利能力提升；但 20Q1 大多公司盈利能力均有所下滑。(2) 受到下游需求影响，多数包装个股自 Q1 单季以来略显颓势，Q4 单季应收账款同比上升，回款情况较差导致经营性现金流整体承压。

表 13：包装龙头季度数据一览 (单位：百万元)



	毛 利 率										经营性能现金流									
(百万元)	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1		2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	
裕同科技	25.19%	24.59%	27.21%	28.50%	27.09%	28.02%	33.75%	29.30%	25.31%		203.78	796.42	768.36	798.89	750.75	1197.81	-145.30	313.25	307.83	
yoy 较同期增减	-6.02%	-7.15%	-1.33%	-0.43%	1.90%	3.43%	6.54%	0.80%	-1.78%		-62.04%	31.35%	70.30%	110.18%	268.42%	-25.30%	-328.75%	-60.79%	-59.00%	
美盈森	37.24%	30.39%	29.91%	32.86%	33.18%	31.23%	33.44%	30.69%	28.11%		46.66	109.63	78.08	39.56	138.85	124.45	60.39	117.44	150.51	
yoy 较同期增减	6.62%	-4.19%	-6.58%	-2.30%	-4.06%	0.84%	3.53%	-2.17%	-5.07%		217.09%	2084.01%	-48.05%	-59.89%	197.60%	15.51%	-22.65%	196.87%	8.39%	
劲嘉股份	47.14%	40.88%	43.53%	43.13%	43.81%	42.16%	42.59%	39.49%	41.83%		205.81	209.35	187.56	249.93	19.07	326.38	260.32	594.12	50.50	
yoy 较同期增减	3.41%	-4.98%	-1.00%	0.39%	-3.33%	1.28%	-0.94%	-3.64%	-1.98%		84.34%	-21.80%	-15.99%	15.07%	-90.73%	55.90%	38.79%	133.71%	164.79%	
东风股份	42.69%	33.92%	39.52%	38.53%	45.10%	34.83%	39.55%	41.84%	40.47%		-100.80	187.80	178.16	395.87	71.91	207.75	88.79	363.39	132.80	
yoy 较同期增减	-0.74%	-6.34%	-2.76%	-3.59%	2.41%	0.91%	0.03%	3.31%	-4.63%		-132.86%	-41.42%	-15.27%	11.83%	171.34%	10.62%	-50.16%	-8.21%	84.67%	
合兴包装	11.75%	11.62%	12.59%	13.53%	12.30%	13.06%	13.75%	13.05%	11.92%		-193.15	238.45	-6.82	519.58	133.86	44.87	234.03	-21.70	213.47	
yoy 较同期增减	-3.75%	-3.65%	-0.08%	-0.86%	0.55%	1.44%	1.16%	-0.48%	-0.38%		11.71%	265.68%	92.51%	130.72%	187.23%	-85.57%	371.24%	-104.18%	59.47%	
奥瑞金	26.87%	28.26%	25.92%	21.89%	26.71%	27.40%	26.29%	18.78%	22.05%		-127.38	996.72	613.28	595.36	661.55	240.80	225.91	369.37	-468.92	
yoy 较同期增减	0.28%	-1.93%	-3.80%	-0.89%	-0.16%	-0.86%	0.37%	-3.11%	-4.66%		-90.44%	-26.16%	49.50%	192.96%	619.35%	-75.84%	-63.16%	-37.96%	-170.88%	
永新股份	20.92%	21.69%	22.12%	22.79%	24.06%	23.34%	24.55%	24.63%	26.13%		-22.93	68.88	107.88	170.00	35.59	74.77	75.91	242.17	21.36	
yoy 较同期增减	-1.41%	1.18%	-0.18%	-2.37%	3.14%	1.65%	2.43%	1.84%	2.07%		-1448.62%	47.76%	207.77%	-12.34%	255.18%	8.54%	-29.64%	42.45%	-39.97%	
	存 货										应 收 账 款									
(百万元)	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1		2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	
裕同科技	821.97	804.28	978.04	943.76	871.89	955.40	1026.79	1,011.32	1,084.20		2809.90	2350.17	2950.86	3896.55	2777.64	2596.77	3564.23	4,069.26	3,271.32	
yoy 较同期增减	120.90%	84.40%	26.53%	33.00%	6.07%	18.79%	4.98%	7.16%	24.35%		20.09%	20.64%	22.04%	20.36%	-1.15%	10.49%	20.79%	4.43%	17.77%	
美盈森	735.67	803.23	736.86	667.20	666.09	779.05	728.61	834.85	728.61		760.81	793.05	929.67	998.12	822.11	820.70	951.88	1,088.78	705.51	
yoy 较同期增减	75.14%	83.12%	16.99%	2.02%	-9.46%	-10.95%	5.73%	9.20%	25.34%		22.03%	10.50%	15.90%	15.67%	8.06%	3.49%	2.39%	9.08%	-14.18%	
劲嘉股份	706.32	699.74	769.79	782.45	620.72	645.87	772.26	901.06	850.62		764.42	729.98	664.59	760.22	1017.71	770.97	861.31	595.80	823.51	
yoy 较同期增减	43.10%	39.08%	26.74%	9.87%	-12.12%	-7.70%	0.32%	15.16%	37.04%		-2.44%	-9.78%	-0.19%	13.69%	33.14%	5.63%	29.60%	-21.63%	-19.08%	
东风股份	880.82	740.07	817.65	690.54	593.31	565.28	648.54	698.81	602.65		962.37	900.23	881.36	991.68	1179.67	1071.11	1018.87	883.07	1,136.53	
yoy 较同期增减	1.03%	-8.41%	-1.89%	-26.45%	-32.64%	-23.62%	-20.68%	1.20%	1.37%		-5.56%	-0.14%	21.15%	62.20%	22.58%	18.98%	15.60%	-10.95%	-3.66%	
合兴包装	899.53	1237.83	1211.28	1196.26	885.28	956.19	938.25	1,082.22	973.86		1752.03	2722.54	2866.04	2680.70	2639.20	2633.00	2515.22	2,530.44	1,911.53	
yoy 较同期增减	23.50%	60.81%	24.72%	-2.01%	-1.58%	-22.75%	-22.54%	9.53%	10.01%		63.24%	113.80%	97.71%	17.39%	50.64%	-3.29%	-12.24%	-5.61%	-27.57%	
奥瑞金	789.11	889.24	673.99	702.69	754.01	765.71	753.92	1,085.59	1,173.82		2313.65	2129.99	2122.68	1748.71	1670.79	1792.36	1885.5	2,573.02	2,181.92	
yoy 较同期增减	33.36%	33.49%	-0.12%	-7.83%	-4.45%	-13.89%	11.86%	54.49%	55.68%		-6.22%	2.38%	-7.01%	-13.66%	-27.79%	-15.85%	-11.17%	47.14%	30.59%	
永新股份	313.08	325.70	363.04	305.60	302.82	284.78	297.57	266.51	257.57		403.41	426.03	459.92	445.67	420.01	421.50	461.91	458.33	429.42	
yoy 较同期增减	9.63%	21.26%	23.87%	-2.26%	-3.28%	-12.56%	-18.03%	-12.79%	-14.94%		16.55%	14.14%	5.22%	12.36%	3.60%	-1.06%	0.43%	2.89%	2.24%	

数据来源：卓创资讯，Wind，东吴证券研究所

**裕同科技：品质管理与一体化服务构建竞争优势，大包装战略奠基长期成长。**20Q1在疫情影响下公司保持相对较好的收入增长，尤其是扣非利润表现靓丽，体现公司盈利性较强的大客户业务较好的成长性和抗风险能力。(1) **3C 电子包装**，主要得益于公司在核心 A 客户供应体系中份额提升，以及新开发的亚马逊、oppo&vivo、戴森、谷歌等新客户贡献增量。(2) **酒包业务**，公司持续深化与泸州老窖、古井贡酒、洋河合作，19 年 8 月公司中标茅台纸包装采购项目，有望在 20 年贡献较大增量；(3) **烟标业务**：武汉艾特 19 年实现营收 3.95 亿 (+23.05%)，贡献净利润 0.60 亿 (-7.62%)，净利率有所降低、我们预计系烟标市场化进程加快、利润率回归正常，公司凭借突出的研发设计能力在 20 年新一轮招投标中获得较多增量中标、有望保障 20 年成长。(4) **化妆品业务**：与蓝月亮、妮维雅、联合利华合作持续深入。(5) 通过子公司云创涉足产业互联网包装印刷领域，并顺应禁塑大势投建环保纸塑包装业务。综合来看，我们长期看好公司竞争力及份额的提升，并认为随着消费类电子景气企稳公司拐点或逐步确认，重点推荐！

图 13：裕同科技季度数据一览

单位：百万元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
营业总收入	1,614.84	1,671.51	2,168.31	3,123.59	1,785.11	1,898.67	2,662.47	3,598.62	1,823.24
YOY	16.18%	31.45%	16.40%	28.83%	10.54%	13.59%	22.75%	12.01%	2.14%
扣非归母净利润	139.32	126.88	276.35	403.03	154.21	141.87	312.26	436.61	142.09
YOY	-14.14%	-14.88%	-7.81%	25.63%	10.69%	11.81%	13.00%	8.33%	-7.80%
扣非归母净利润	79.17	122.67	271.45	386.27	104.12	130.35	305.75	427.16	117.02
YOY	-49.99%	-7.43%	9.09%	34.22%	31.51%	6.26%	12.63%	10.58%	12.39%
毛利率	25.19%	24.01%	31.20%	30.74%	27.09%	28.09%	33.75%	29.30%	25.31%
期间费用率	21.81%	12.84%	14.81%	13.77%	20.92%	19.01%	17.79%	14.36%	17.02%
其中：销售费用	79.00	74.05	92.84	134.62	75.81	95.04	151.76	149.72	56.49
销售费用率	4.89%	4.43%	4.28%	4.31%	4.25%	5.01%	5.70%	4.28%	3.10%
其中：管理费用	176.20	171.14	132.35	144.20	137.16	148.91	179.76	192.88	139.42
管理费用率	10.91%	10.24%	9.90%	8.18%	12.57%	12.66%	11.34%	9.35%	12.43%
研发费用	0.00	0.00	82.34	111.19	87.25	91.45	122.28	134.54	87.24
管理+研发费用率	10.91%	10.24%	9.90%	8.18%	12.57%	12.66%	11.34%	9.35%	12.43%
其中：财务费用	96.95	-30.52	13.70	40.22	73.23	25.61	19.83	25.46	27.12
财务费用率	6.00%	-1.83%	0.63%	1.29%	4.10%	1.35%	0.74%	0.73%	1.49%
归母净利润	821.97	804.28	978.04	943.76	871.89	955.40	1,026.79	1,011.32	1,084.20
扣非归母净利润	120.90%	84.40%	26.53%	33.00%	6.07%	18.79%	4.98%	7.16%	24.35%
应收账款	91.91	116.58	91.60	123.34	152.98	94.63	74.74	94.81	128.46
较上年同期增减	37.06	73.39	54.24	82.64	61.07	-21.95	-18.86	-28.53	-24.52
应收账款	2,809.90	2,350.17	2,950.86	3,896.55	2,777.64	2,596.77	3,564.23	4,069.26	3,271.32
较上年同期增减	469.97	402.01	532.82	699.07	-37.26	246.61	613.37	172.70	-493.68
应付账款及应付票据	1319.56	1264.97	1489.31	1721.56	1268.98	1236.40	1782.60	1907.76	1591.73
较上年同期增减	-436.93	-411.10	233.90	340.06	-60.99	-26.57	293.29	166.20	322.75
预收账款	27.01	32.74	42.46	25.15	27.94	29.44	36.16	40.74	0.00
较上年同期增减	16.28	22.29	27.18	9.40	9.93	-3.30	-6.30	15.59	-27.94
经营性现金流净额	203.78	592.64	-28.05	30.52	750.75	447.06	-145.30	313.25	307.83
较上年同期增减	-333.06	141.45	66.40	340.50	546.97	-145.58	-117.25	282.73	-412.92
筹资现金流净额	246.29	-259.86	68.42	25.66	547.57	-650.97	333.56	-261.12	283.54
较上年同期增减	323.29	-232.96	83.02	-293.14	391.23	-371.11	365.14	-236.19	-264.03
资本开支	177.03	163.09	196.73	202.96	259.70	223.97	194.02	346.00	240.00
较上年同期增减	-52.86	-5.46	-20.83	82.18	122.66	60.89	-2.71	143.64	-50.19
ROE	2.75%	2.56%	5.35%	7.35%	2.70%	2.48%	5.35%	7.67%	2.22%
YOY (A)	-0.97%	-0.87%	-1.23%	0.73%	-0.05%	-0.03%	0.00%	-0.28%	-0.48%
资产周转率	44.77%	45.39%	46.83%	46.61%	45.92%	44.89%	48.47%	47.08%	46.13%
YOY (A)	5.78%	5.55%	4.64%	3.50%	1.14%	-0.56%	1.65%	0.47%	0.21%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 14：裕同科技收入拆分

单位：亿元	16H1	16H2	2016	17H1	17H2	2017	18H1	18H2	2018	19H1	19H2	2019
营业收入	20.21	35.21	55.42	26.61	42.87	69.48	32.86	52.92	85.78	36.84	61.61	98.45
YOY	31.13%	36.20%	34.35%	31.19%	31.76%	31.54%	24.59%	30.93%	28.50%	28.02%	31.23%	30.03%
毛利率	31.13%	36.20%	34.35%	31.19%	31.76%	31.54%	24.59%	30.93%	28.50%	28.02%	31.23%	30.03%
按产品拆分												
彩盒	14.41	27.20	41.61	19.46	32.30	51.76	24.37	37.31	61.68	26.15	44.36	70.51
YOY	35.05%	18.75%	24.39%	25.23%	15.51%	19.17%	7.30%	18.90%	14.32%			
占比	71.30%	77.25%	75.08%	73.13%	75.34%	74.50%	74.16%	70.50%	71.90%	70.98%	72.00%	71.62%
毛利率	32.76%	37.26%	35.70%	32.03%	33.02%	32.65%	25.33%	32.39%	29.60%	30.43%	31.91%	31.36%
纸箱	2.14	3.14	5.28	2.94	3.69	6.63	3.42	4.98	8.40	3.55	5.85	9.40
YOY	10.59%	8.92%	9.53%	11.05%	8.61%	9.54%	10.41%	9.41%	9.79%	9.64%	9.50%	9.55%
占比	25.53%	22.50%	25.51%	21.23%	12.71%	16.49%	12.82%	20.68%	17.60%	14.97%	22.06%	19.38%
说明书	1.61	2.94	4.55	2.47	4.05	6.52	2.97	3.89	6.86	3.68	6.08	7.16
YOY	53.42%	37.45%	43.30%	20.44%	-3.95%	5.21%	3.62%	4.88%	4.28%			
占比	7.97%	8.35%	8.21%	9.28%	9.45%	9.38%	9.04%	7.35%	8.00%	8.36%	6.62%	7.27%
毛利率	32.12%	41.87%	38.42%	37.16%	42.99%	40.78%	31.29%	45.35%	39.26%	33.37%	43.99%	39.42%
不干胶贴标	0.56	0.61	1.17	0.47	0.78	1.25	0.47	1.54	2.01	0.81	1.29	2.10
YOY	-16.07%	7.78%	6.84%	0.00%	97.44%	60.80%	72.55%	-16.23%	4.62%			
占比	2.77%	1.73%	2.11%	1.77%	1.82%	1.80%	1.43%	2.91%	2.34%	2.20%	2.09%	2.13%
毛利率	34.97%	39.34%	37.25%	31.71%	37.19%	35.13%	31.25%	25.24%	26.62%	24.72%	30.24%	28.11%
其他	1.35	1.46	2.81	1.28	2.04	3.32	1.63	5.20	6.83	3.25	6.03	9.28
YOY	-5.19%	39.73%	18.15%	27.94%	154.90%	105.72%	99.47%	15.99%	35.80%			
占比	6.68%	4.15%	5.07%	4.81%	4.76%	4.78%	4.95%	9.83%	7.96%	8.62%	7.97%	9.43%
毛利率	20.05%	26.07%	23.18%	29.57%	21.89%	24.85%	24.15%	20.91%	21.68%	18.65%	26.67%	23.86%
按渠道拆分												
外销	13.07	25.22	38.29	17.00	29.30	46.30	19.00	29.92	46.92	19.28	33.83	56.11
YOY	80.07%	16.18%	20.92%	11.76%	2.12%	5.66%	1.47%	23.09%	14.69%			
内销	7.14	9.99	17.13	9.61	13.56	23.17	13.86	23.00	36.86	17.56	24.78	42.34
YOY	34.59%	55.74%	35.26%	14.22%	69.62%	39.09%	29.69%	26.66%	7.74%	14.86%		

## 2. Q2 展望&精选个股

展望 Q2，我们建议首选边际修复预期较强的家居板块优质标的，并持续配置业绩增长确定性较强的必选板块：

**(1) 家居：Q2 订单改善预期较强，修复首选。**2B：我们看好精装交房大势贯穿 20 年全年，对应企业 B 端订单在 Q2 迎来出货高峰、全年增长景气有望持续兑现，首选规模优势突出的**帝欧家居**，关注**江山欧派**以及由零售切入大宗业务并保持高增的**志邦家居**、**金牌厨柜**、**皮阿诺**。2C：Q1 线下销售下滑较多，Q2 伴随门店开业、客流恢复、线上引流订单转化，环比改善空间较大，持续推荐综合优势龙头**欧派家居**、**顾家家居**、**索菲亚**，以及 MCN 布局领先的**尚品宅配**，并关注加速自有品牌零售转型、海外生产布局完善的**梦百合**。

**(2) 必选消费：业绩为王，Q2 仍为配置的好选择。**生活纸：Q1 收入稳增长、利润表现靓丽，Q2 补库需求持续拉动、全年业绩预期维持靓丽，推荐**中顺洁柔**（电商销售表现亮眼、“太阳”品牌及个股新品开拓顺利、子公司开展口罩销售），关注**恒安国际**（去库存取得成效、业绩边际向好）。文具：Q2 复学背景下**晨光文具**业绩有望环比改善，且公司深耕传统渠道布局、九木杂物社零售业态取得较好表现，长期推荐；**齐心集团**好视通业务受益于线上办公需求旺盛、B2B 疫情期间防疫物资需求旺盛，全年成长性仍然较强，建议关注。烟草：消费需求刚性、Q2 生产补库需求确定性强，关注**劲嘉股份**（传统烟标优势龙头、彩盒业务拓展顺利，新型烟草与云南中烟合作深入）。

**(3) 造纸：调整充分，左侧关注下半年旺季的需求变化。**白卡纸：行业格局向好，首选整合红利、规模成长的**博汇纸业**，并建议关注白卡相关布局的**晨鸣纸业**。文化纸：持续推荐老挝海外布局巩固低成本原料、延伸箱板布局的综合优势龙头**太阳纸业**。箱板纸：产业加速出清，关注产能投放有序、成长路径清晰的**山鹰纸业**。

**(4) 包装：Q2 聚焦内需品种修复。**持续推荐烟标、酒包、环保包装等新业务开拓顺利的综合大包装龙头**裕同科技**；关注 Q2 下游啤酒饮料需求有望修复的**奥瑞金**（业绩估值均处于底部，受益于二片罐行业景气向上），以及受益于油价下跌的**永新股份**（高分红稳增长优质标的）。

## 3. 风险提示

- (1) 原材料价格大幅波动，导致企业毛利率受损。
- (2) 外销订单下滑，海外疫情若不能得到良好控制，可能导致家居外销业务下滑。
- (3) 行业竞争加剧，导致公司盈利能力受损、市场份额下滑。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>