

后疫情时代，聚焦地产后周期修复，重点关注家具边际改善

——轻工行业 2019 年年报与 2020 年一季度业绩总结

行业深度

● 财报总结：业绩符合预期，2020Q1 必选消费坚挺，家具与包装承压

2019 年，轻工板块实现营业收入 4958.66 亿元 (+4.68%)，归母净利润 220.71 亿元 (+24.25%)，营收增速延续下滑趋势，龙头增长带动盈利能力改善；疫情冲击下，2020Q1 板块实现营收 971.48 亿元 (-12.67%)，归母净利润 38.65 亿元 (-29.17%)，业绩基本符合预期。其中，2019 年造纸板块营收微增 0.52%，2020Q1 需求受阻，盈利持续承压。2019 年家具板块保持 10% 以上增长，工程业务驱动定制与建材家居业绩高增；2020Q1 受疫情影响大，终端渠道低迷导致业绩同比下滑 22.6%。包装板块营收增速持续放缓，疫情冲击下需求受挫最大。必选消费韧性较强，其中文娱用品受益消费升级大趋势，2019 年营收增速 27.75%，2020Q1 短期疫情导致需求疲软，预计未来将平稳增长；生活用纸行业整体增速趋缓，一季度用纸需求驱动行业增长，业绩亮眼。

● 投资策略：2020Q2 重点把握家具，继续推荐必选消费

疫情之下，各细分行业盈利普遍承压，而家具和包装受零售端影响最为明显，业绩下滑相对较大。但一季度为家具行业传统淡季且收入贡献占比较少，因此我们对家具行业全年业绩并不悲观；而必选消费需求刚性较强，成为 2020Q1 轻工行业唯一逆势增长的领域，全年业绩确定性最强。伴随经济与需求持续复苏，预计轻工板块景气度将逐步上行。我们判断，二季度为传统家装旺季，家具消费需求和订单实际转化情况将同步好转，竣工与交付改善的趋势下，工程端贡献占比较大的龙头公司有望率先走出行情，重点推荐家具与必选消费板块；此外，关注纸品下游消费需求复苏与龙头公司产能布局情况。

● 重点推荐标的：中顺洁柔，布局家具龙头公司

中顺洁柔：1) 全年业绩确定性强，浆价上涨有限，成本仍在红利期；2) 产品拓展有序，高端与高毛利产品占比稳步提升将进一步带动盈利性；3) 六大渠道协同布局，电商增速最快，新零售与母婴渠道加大投放力度，有望成为新增长点。

重点把握地产后周期家具行业，工程渠道与零售端需求加快释放，布局两条主线：1) 建材型家居企业受益于竣工传导机制，先于零售端复苏，受益标的帝欧家居、江山欧派；2) 中长期受益于精装房渗透率提升，工程业务占比相对较大的优质定制家具企业欧派家居、志邦家居。

● 风险提示：新冠疫情恢复不达预期；原材料价格上涨风险；消费需求复苏不及预期；全球经济衰退导致出口承压。

重点推荐标的的盈利预测和投资评级

证券	股票	2020-05-06	EPS			PE			投资
代码	名称	股价	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	评级
002511.SZ	*中顺洁柔	23.09	0.46	0.59	0.72	39.2	30.8	25.3	强烈推荐
002798.SZ	帝欧家居	28.93	1.47	1.83	2.29	17.04	15.72	12.62	未评级
603208.SZ	江山欧派	112.21	3.23	4.49	5.92	15.76	24.98	18.94	未评级
603833.SH	欧派家居	107.43	4.38	4.98	5.87	26.73	21.58	18.30	未评级
603801.SH	志邦家居	23.09	1.48	1.67	1.97	15.79	13.80	11.73	未评级

资料来源：wind，新时代证券研究所（除*外，其余公司均采用 wind 一致预期，股价为 2020 年 5 月 6 日收盘价）

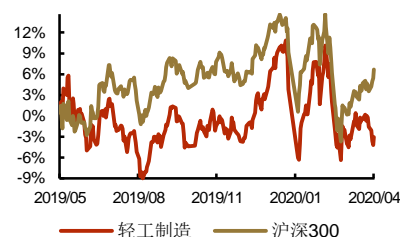
推荐（维持评级）

赵汐雯（分析师）

zhaoxiwen@xsdzq.cn

证书编号：S0280520020001

行业指数走势图



相关报告

《降准利好市场情绪修复，重点把握造纸、家居与家用消费》2020-03-15

《造纸股再次迎来上涨，家居聚焦精装房后产业链龙头》2020-03-08

《包装纸价格延续上涨，下跌中布局基本面优质、被错杀的标的》2020-02-29

《2020 年第一波涨价潮带动造纸股上涨，关注二三季度业绩表现》2020-02-23

《需求边际企稳，把握原材料供给侧改革》2020-02-11

目 录

1、 综述：2019 年盈利增强，2020Q1 营收与利润增速均下滑	4
2、 细分行业：必选消费确定性最强，包装与家具承压	6
2.1、 造纸：盈利逐年下滑，2020Q1 需求受阻，价格上涨乏力	6
2.2、 家具：2019 年盈利增速攀升，2020Q1 传统淡季但下滑明显	8
2.3、 包装：2020Q1 营收与归母净利润双双下滑，受疫情影响最大	11
2.4、 必选消费：韧性凸显，业绩维持较好增长	14
3、 小结与投资策略	17
4、 风险提示	18

图表目录

图 1： 轻工板块 2017 年开始营收增速逐年趋缓	4
图 2： 轻工板块 2019 年二季度开始营收增速抬升	4
图 3： 轻工板块 2019 年归母净利润同比大幅提升	4
图 4： 轻工单季度归母净利润增速波动较大	4
图 5： 2019 年轻工板块盈利能力有所增强	5
图 6： 轻工板块 2019 年开始单季度盈利性呈改善趋势	5
图 7： 2019 年轻工板块整体费用率上扬	5
图 8： 轻工板块单季度三项费用率走势	5
图 9： 2019 年轻工板块现金流较为充足，稳中有升	5
图 10： 2019 年轻工板块 ROE 提升，但 2020Q1 再下滑	5
图 11： 2019 年轻工板块资产负债水平明显改善	6
图 12： 2019 年轻工资产周转率小幅下滑	6
图 13： 造纸板块营收自 2017 年开始增速明显放缓	6
图 14： 造纸板块营收自 2019Q2 开始提升	6
图 15： 造纸板块 2010-2019 年归母净利润增速波动大	6
图 16： 造纸板块 2019Q2 开始盈利出现改善	6
图 17： 细分纸品看，自 2017 年开始总体营收趋势放缓	7
图 18： 造纸细分板块单季营收情况	7
图 19： 造纸细分板块年度归母净利润情况	7
图 20： 造纸细分板块单季归母净利润情况	7
图 21： 2017 年开始造纸板块毛利率与净利率下滑	8
图 22： 造纸板块期间费用率总体稳中上升	8
图 23： 2019 年造纸板块资产负债率小幅改善	8
图 24： 2017 年开始造纸板块 ROE 大幅下滑	8
图 25： 家具板块 2010-2019 年营收增速维持高增长	9
图 26： 家具板块 2018Q1-2020Q1 单季营收平稳增长	9
图 27： 2019 年家具板块归母净利润显著提升	9
图 28： 2019Q4 较 2018Q4 净利润大幅激增	9
图 29： 2019 年家具收入规模稳步提升，增速	9
图 30： 家具细分板块单季营收呈逐渐上升趋势	9
图 31： 2019 年成品家具净利润增速明显提升	10
图 32： 2020Q1 定制家具归母净利润增速下滑最明显	10
图 33： 2019 年家具板块毛利率与净利率小幅增长	11
图 34： 2020Q1 家具板块期间费用率抬升	11

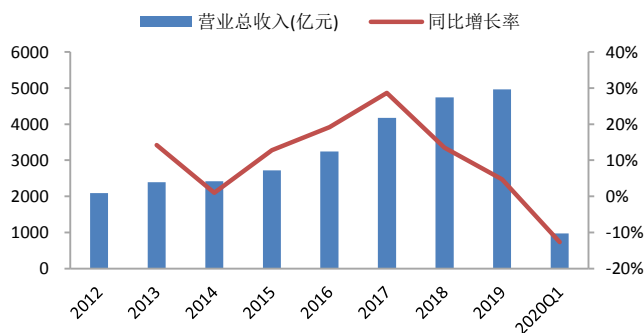
图 35: 家具板块资产负债率降低,但仍处于历史高位	11
图 36: 2020Q1 家具板块 ROE 弱化	11
图 37: 2019 年包装板块营收增速显著下滑	11
图 38: 2020Q1 单季度营收增速同比大幅下降 26pct	11
图 39: 2019 年包装板块净利润增速回升	12
图 40: 包装板块 2020Q1 业绩下滑明显	12
图 41: 包装细分板块中,纸包装收入规模最大	12
图 42: 2020Q1 包装细分板块单季营收增速趋缓	12
图 43: 2019 年纸包装归母净利润增速放缓	12
图 44: 2020Q1 金属包装受下游需求影响,下滑最大	12
图 45: 2020Q1 包装板块毛利率与净利率微降	14
图 46: 2018 年开始包装板块管理费用率逐年提升	14
图 47: 包装板块资产负债率逐年改善	14
图 48: 2020Q1 包装板块摊薄 ROE 明显下降	14
图 49: 近年来,文娱用品板块营收规模稳步增长	14
图 50: 文娱用品板块归母净利润规模持续攀升	14
图 51: 晨光文具 2013-2020Q1 营收增速平稳	15
图 52: 晨光文具 2013-2020Q1 归母净利润稳中有升	15
图 53: 晨光文具毛利率与净利率高于板块水平	15
图 54: 晨光文具期间费用率有所上升	15
图 55: 近年来,晨光文具资产负债率水平较为良好	15
图 56: 2020Q1 疫情影响晨光 ROE (摊薄) 大幅减少	15
图 57: 近年来,中顺洁柔营收规模稳步提升	16
图 58: 2020Q1 生活用纸需求激增,收入增速提升	16
图 59: 中顺洁柔 2013-2019 年归母净利润增速提升	16
图 60: 中顺洁柔单季度归母净利润持续攀升	16
图 61: 生活用纸行业中,中顺洁柔毛利率提升最快	16
图 62: 2015 年开始,受益营销团队,中顺净利率改善	16
图 63: 中顺洁柔资产负债率显著下降	17
图 64: 中顺洁柔 ROE (摊薄) 提升幅度最明显	17
表 1: 造纸板块主要经营数据一览	7
表 2: 家具板块主要经营数据一览	10
表 3: 包装板块主要经营数据一览	13
表 4: 中顺洁柔三费率有所提升,但整体控制水平仍良好	17
表 5: 必选消费板块主要经营数据一览	17

1、综述：2019 年盈利增强，2020Q1 营收与利润增速均下滑

2019 年轻工板块归母净利润增速回升，2020 年一季度受疫情影响同比回落。2019 年，轻工板块实现营业收入 4958.66 亿元，同比增长 4.68%，归母净利润 220.71 亿元，同比增长 24.25%；营收增速延续下滑，但得益于子板块增长动力提升，归母净利润较 2018 年有明显改善。2020Q1 实现营业收入 971.48 亿元，同比减少 12.67%，归母净利润 38.65 亿元，同比下滑 29.17%，除必选消费之外的细分板块均不同程度地受到疫情影响，2020Q1 盈利增速普遍下滑。

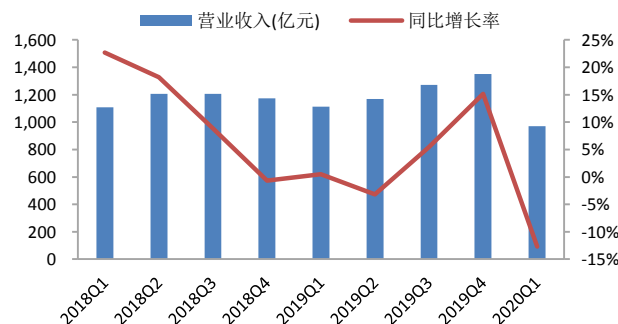
2019Q1-2020Q1 分季度营收增速分别为 0.51%、-3.20%、5.59%、15.15%、-12.67%，归母净利润增速分别为 -25.91%、-21.77%、-2.6%、-98.71%、-29.17%。2019 年，轻工板块单季度营收增速在 Q2 跌为负值后稳步抬升，2020Q1 受新冠疫情突发影响下滑明显；归母净利润方面，前三季度维持增长态势直至 Q4 淡季转跌，2020Q1 增速跌幅较 2019Q1 小幅扩大 4pct。

图1：轻工板块 2017 年开始营收增速逐年趋缓



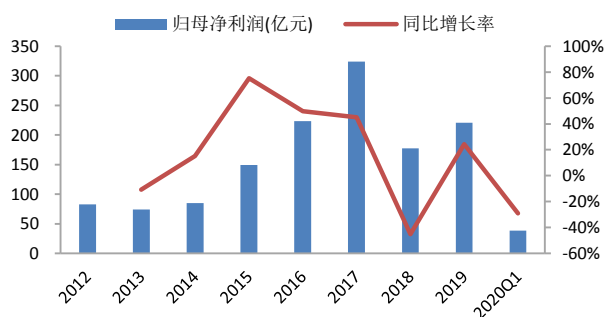
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2：轻工板块 2019 年二季度开始营收增速抬升



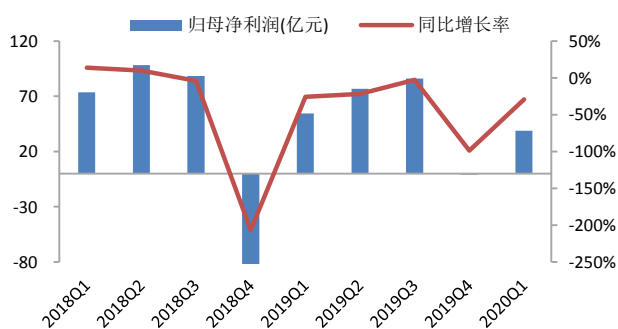
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3：轻工板块 2019 年归母净利润同比大幅提升



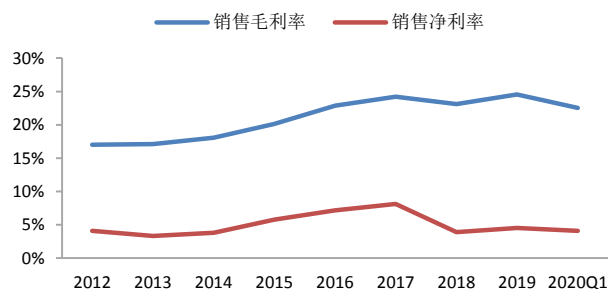
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4：轻工单季度归母净利润增速波动较大

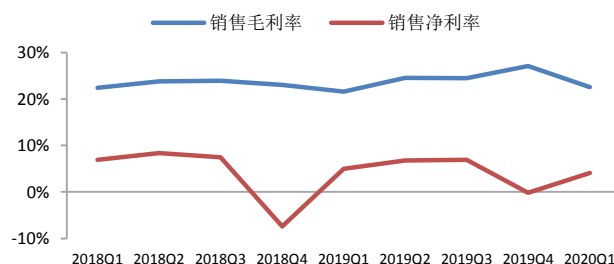


资料来源：Wind，新时代证券研究所

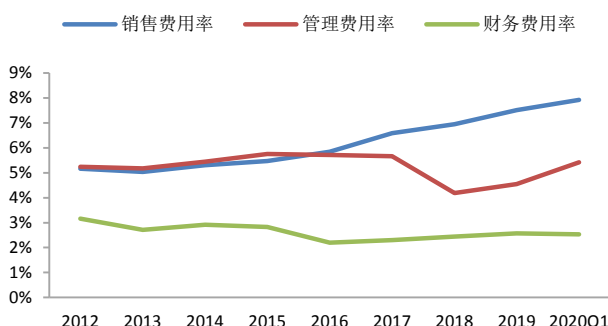
2019 年轻工板块盈利能力增强，而费用率也呈上行趋势。2019 年，毛利率与净利率分别为 24.55%、4.53%，同比分别提升 1.43pct、0.65pct，总体盈利能力在经历 2018 年行业结构调整的疲软期后，2019 年各子板块龙头公司利润回升带动整体盈利能力有所改善。2019 年，板块销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 7.51%、4.55%、2.58%，较上年同期变动 0.56pct、0.36pct、0.14pct，三项费用率整体小幅上升。2020Q1 毛利率与净利率分别为 22.52%、4.06%，同比分别增长 0.97pct、-0.91pct，净利率主要是受疫情影响有所下降；而销售费用率、管理费用率、财务费用率同比分别增长 0.76pct、1.00pct、0.21pct 至 7.92%、5.43%、2.53%。

图5： 2019 年轻工板块盈利能力有所增强

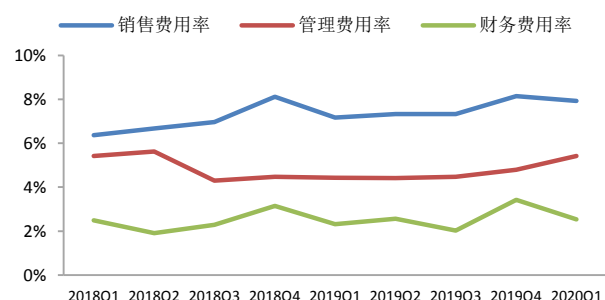
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 轻工板块 2019 年开始单季度盈利性呈改善趋势

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 2019 年轻工板块整体费用率上扬

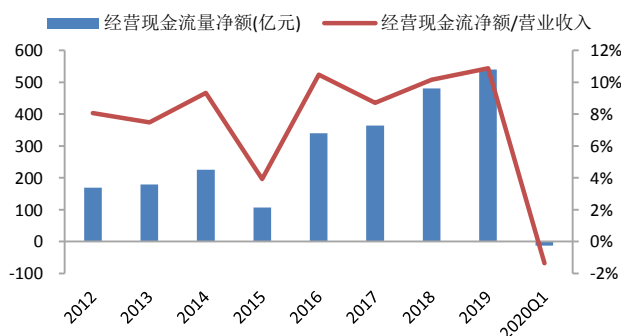
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 轻工板块单季度三项费用率走势

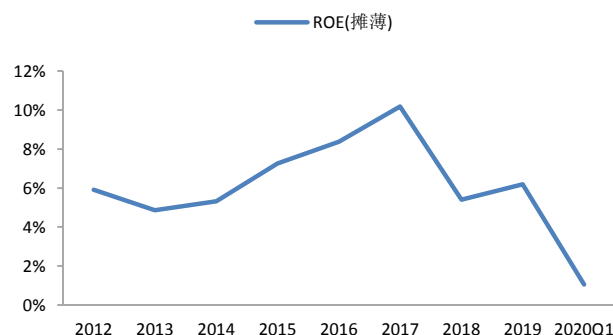
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2019 年轻工板块现金流充裕良好，ROE 稳步抬升。2019 年，轻工板块经营性现金流净额 539.78 亿元，经营性现金流净额/营业收入同比提升 0.73pct 至 10.89%，现金流情况总体稳中有升；ROE 同比增长 0.79pct 至 6.20%，盈利水平小幅改善。2020Q1 受疫情影响大部分企业工厂停工，经营性现金流下滑至 -13.38 亿元，ROE 同比下滑 0.56pct 至 1.61%。

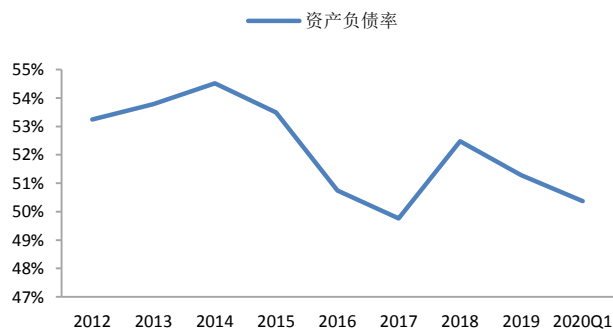
2019 年轻工板块整体负债水平下降，资产周转能力也有小幅下滑。资产负债率较上年同期下降 1.20pct 至 51.28%，负债水平改善且偿债能力有所提升；总资产周转率同比下滑 0.02 至 0.67。2020Q1 资产负债率同比下降 1.76pct 至 50.37%，资产周转率同比下降 0.03 至 0.13。

图9： 2019 年轻工板块现金流较为充足，稳中有升

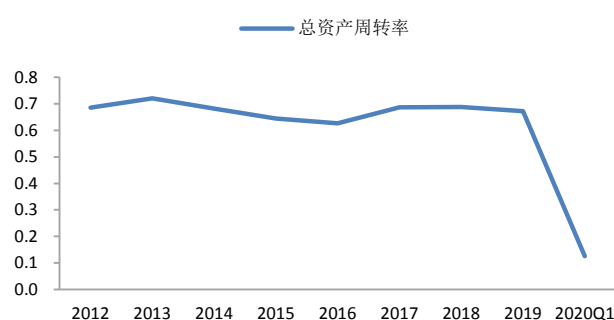
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 2019 年轻工板块 ROE 提升，但 2020Q1 再下滑

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11: 2019 年轻工板块资产负债水平明显改善

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

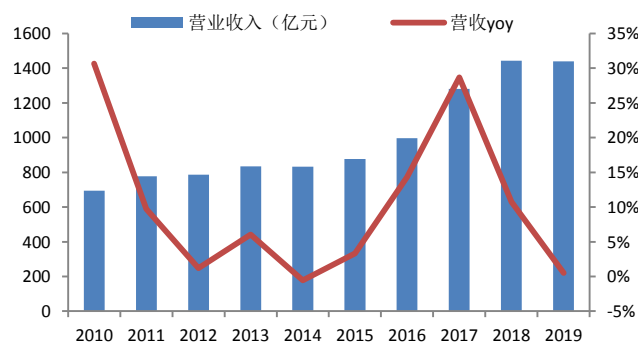
图12: 2019 年轻工资产周转率小幅下滑

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

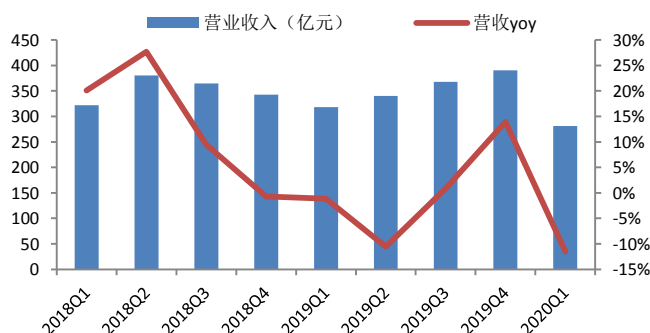
2、细分行业: 必选消费确定性最强, 包装与家具承压

2.1、造纸: 盈利逐年下滑, 2020Q1 需求受阻, 价格上涨乏力

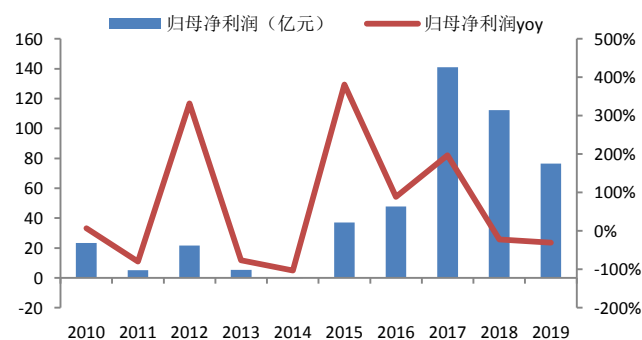
2019 年, 造纸板块实现营业收入 1439.99 亿元, 同比微增 0.52%, 增速较上年同期下降; 归母净利润 76.56 亿元, 同比下降 30.72%, 整体盈利增速大幅下降。分季度看, 2019Q1 营收与归母净利润增速分别为-1.14%、-51.66%, 主要是浆价二季度开始回落与纸价提价因素共同影响, 板块业绩呈现上升趋势; 2020Q1 受疫情影响, 纸企复工延迟, 叠加需求端受阻, 价格上涨乏力, 行业盈利增长承压。

图13: 造纸板块营收自 2017 年开始增速明显放缓

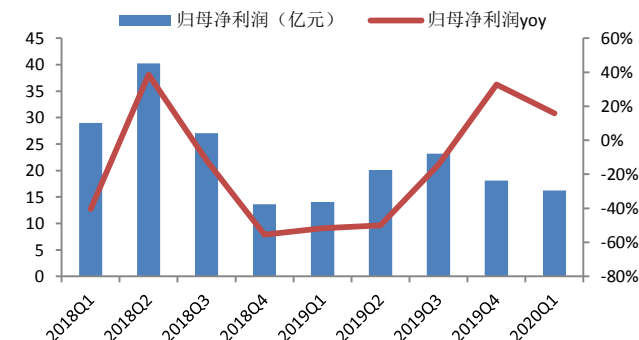
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图14: 造纸板块营收自 2019Q2 开始提升

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图15: 造纸板块 2010-2019 年归母净利润增速波动大

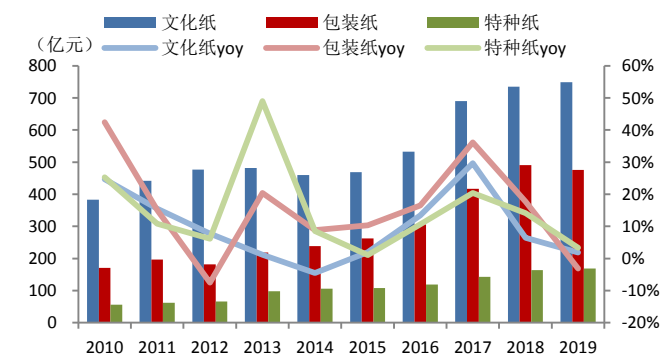
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图16: 造纸板块 2019Q2 开始盈利出现改善

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

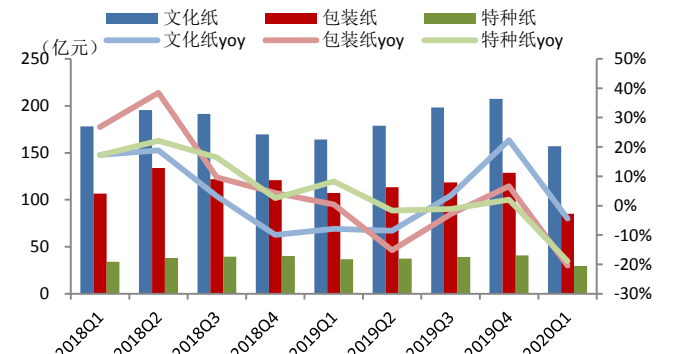
分纸种看，2019 年文化纸、包装纸与特种纸分别实现营收 748.47 亿元、475.77 亿元、169.20 亿元，同比增长 1.88%、-3.08%、3.37%；归母净利润 48.79 亿元、15.69 亿元、10.66 亿元，增速分别为-16.97%、-64.21%、56.64%。其中，文化纸板块受益于浆纸剪刀差拉大，年内业绩回暖；包装纸板块受银鸽投资年末计提大量固定资产减值损失拖累而表现欠佳；特种纸与烟酒、医药等消费需求相关度较高，业绩表现总体平稳。

图17： 细分纸品看，自 2017 年开始总体营收趋势放缓



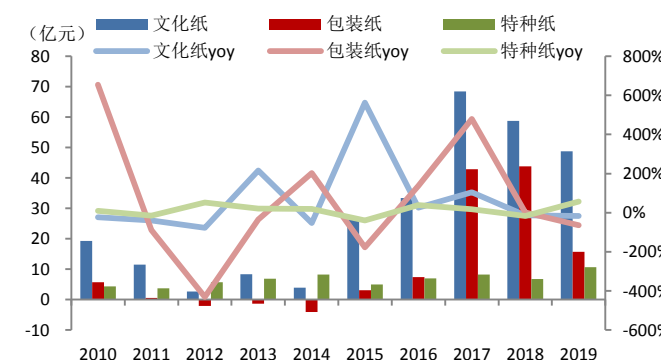
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图18： 造纸细分板块单季营收情况



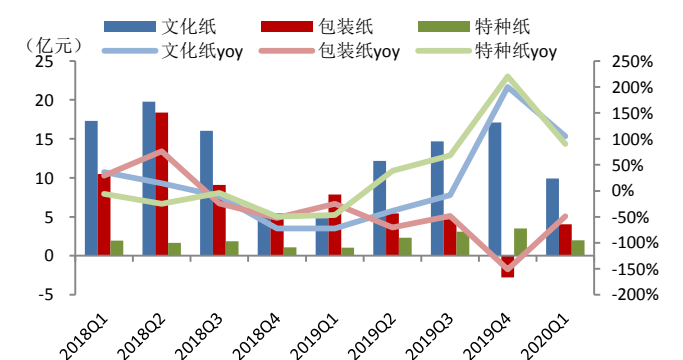
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图19： 造纸细分板块年度归母净利润情况



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图20： 造纸细分板块单季归母净利润情况



资料来源：Wind，新时代证券研究所

表1： 造纸板块主要经营数据一览

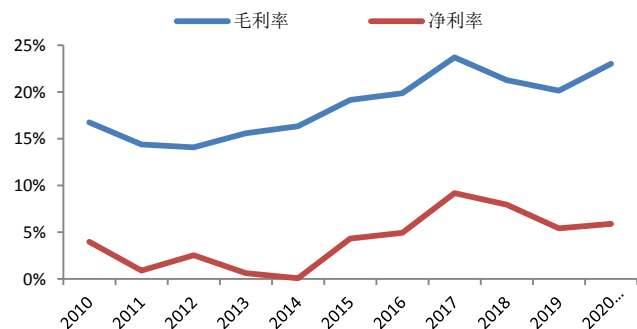
公司名称	2019A				2020Q1			
	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	毛利率	净利率	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	毛利率	净利率
晨鸣纸业	303.95	16.57	28.36%	5.77%	60.85	2.03	28.24%	3.47%
山鹰纸业	232.41	13.62	19.06%	5.82%	38.36	2.30	23.12%	5.98%
太阳纸业	227.63	21.78	22.54%	9.65%	55.52	5.36	24.59%	9.69%
华泰股份	135.39	6.80	14.08%	4.83%	25.84	1.55	17.07%	5.77%
博汇纸业	97.40	1.34	14.58%	1.37%	26.06	1.85	21.66%	7.11%
岳阳林纸	71.06	3.13	18.91%	4.41%	12.60	0.87	21.89%	6.93%
景兴纸业	52.51	1.89	10.97%	3.87%	8.64	0.43	13.30%	5.14%
仙鹤股份	45.67	4.40	18.70%	9.62%	9.04	1.05	23.53%	11.61%
齐峰新材	32.50	1.33	14.06%	4.08%	5.07	0.14	13.05%	2.70%
青山纸业	26.70	1.28	17.83%	5.43%	4.02	-0.17	18.47%	-3.67%
冠豪高新	25.95	1.70	25.43%	6.43%	4.66	0.24	21.75%	5.02%
*ST 银鸽	20.19	-6.38	2.40%	-32.20%	1.84	-0.67	6.26%	-38.82%
恒丰纸业	17.56	0.89	25.64%	5.03%	3.83	0.16	28.01%	4.53%

公司名称	2019A				2020Q1			
	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	毛利率	净利率	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	毛利率	净利率
荣晟环保	16.76	2.49	16.56%	14.87%	3.48	0.52	16.67%	14.95%
宜宾纸业	16.01	0.12	10.86%	0.77%	1.94	-0.34	14.08%	-17.27%
民丰特纸	13.99	0.13	16.62%	0.91%	3.08	0.08	20.38%	2.54%
凯恩股份	11.52	0.46	25.43%	5.98%	2.66	0.10	33.33%	7.00%
美利云	10.44	0.51	13.32%	4.96%	2.09	0.10	18.81%	4.91%

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

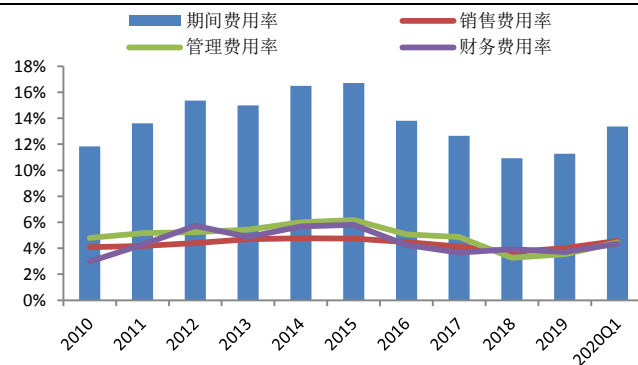
由于纸价回落至历史中低部区间, 2019 年造纸板块整体毛利率、净利率分别为 20.11%、5.40%, 较上年下降 1.15pct、2.54pct, 2020Q1 原料价格低位盘整, 叠加疫情下行业整合加速, 毛利率、净利率回升至 23.01%、5.90%。期间费用率自 2018 年起持续上涨, 2020Q1 达到 13.37%; 资产负债率降至 59.06%, 资本结构略有改善; 受盈利能力与杠杆率下滑影响, 2019 年摊薄 ROE 较上年下降 3.78pct 至 7.10%。

图21: 2017 年开始造纸板块毛利率与净利率下滑



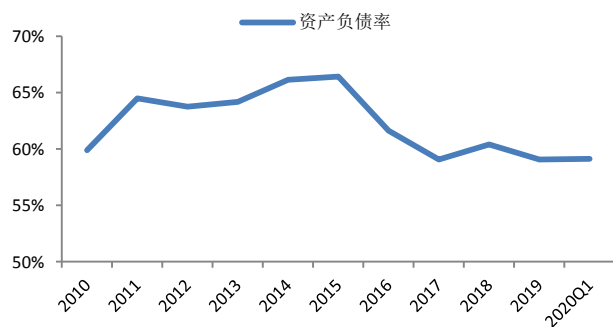
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图22: 造纸板块期间费用率总体稳中上升



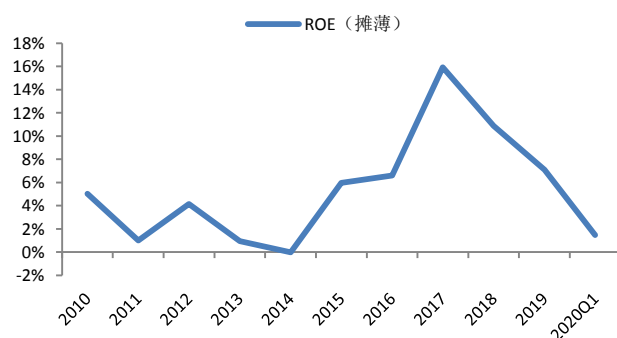
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图23: 2019 年造纸板块资产负债率小幅改善



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

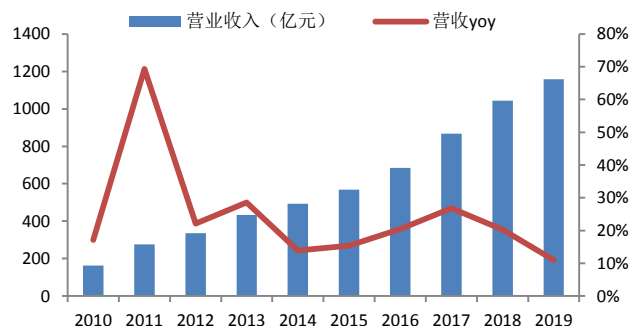
图24: 2017 年开始造纸板块 ROE 大幅下滑



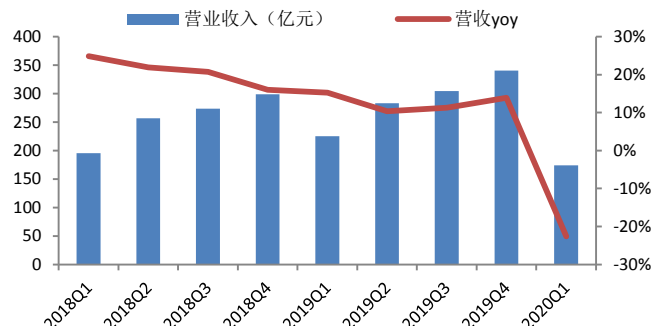
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2.2、家具: 2019 年盈利增速攀升, 2020Q1 传统淡季但下滑明显

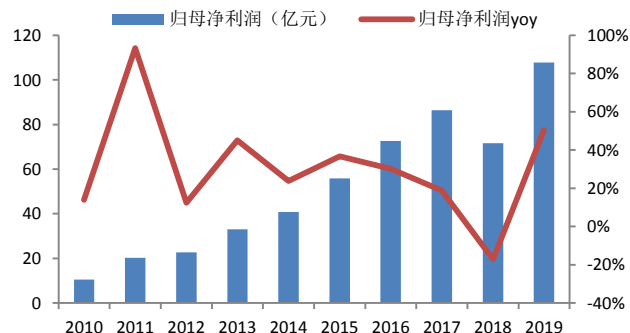
2019 年, 家具板块实现营收 1158.75 亿元, 同比增长 10.94%, 地产景气度下行导致营收增速连续 3 年下滑, 但在城镇化与消费升级的大趋势下, 存量房二次装修需求预计支撑板块保持 10% 以上的增速; 归母净利润 107.74 亿元, 若剔除 2018 年喜临门、浙江永强等企业计提资产减值损失的消极影响, 2017-2019 年 CAGR 达 11.66%。分季度看, 2019Q1-Q4 营收增速保持稳健, 且 2019Q4 竣工回暖带动当季业绩提速; 疫情影响下家具终端销售渠道受阻, 2020Q1 营收仅 174.07 亿元(-22.6%)。

图25: 家具板块 2010-2019 年营收增速维持高增长

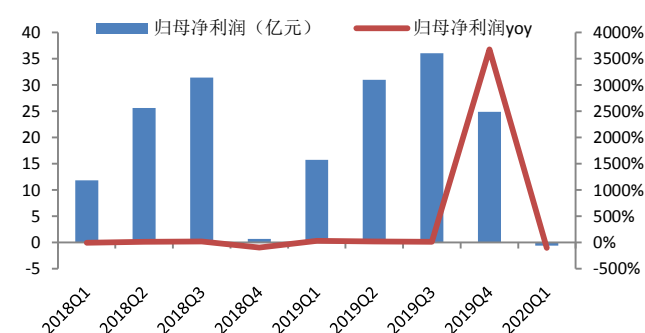
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图26: 家具板块 2018Q1-2020Q1 单季营收平稳增长

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

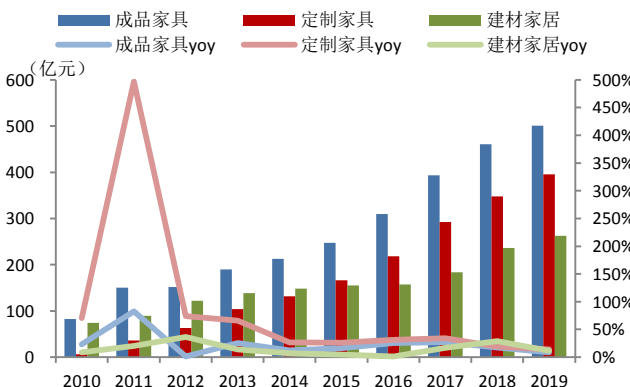
图27: 2019 年家具板块归母净利润显著提升

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

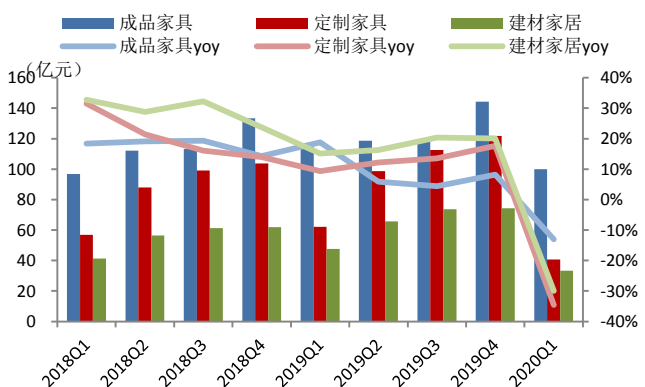
图28: 2019Q4 较 2018Q4 净利润大幅激增

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

分品类看, 2019 年成品家具、定制家具、建材家居营收增速分别为 8.67%、13.72%、11.28%, 归母净利润增速分别为 386.02%、14.19%、17.77%。其中, 成品家具板块受上年资产减值拖累, 净利润大幅回调; 定制家具与建材家居长期受益精装房渗透率提升, 工程端持续发力, 业绩增长较为稳健。2020 年初, 疫情爆发推迟交房速度与家装消费需求, 零售服务属性相对较强的定制家具与竣工逻辑的建材板块受挫相对明显, 2020Q1 二者营收分别下降 34.61%与 29.94%。

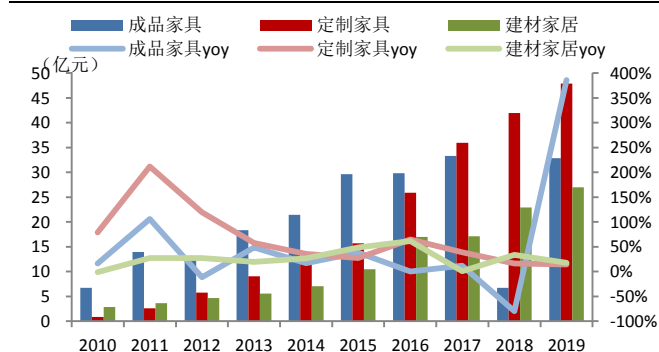
图29: 2019 年家具收入规模稳步提升, 增速

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图30: 家具细分板块单季营收呈逐渐上升趋势

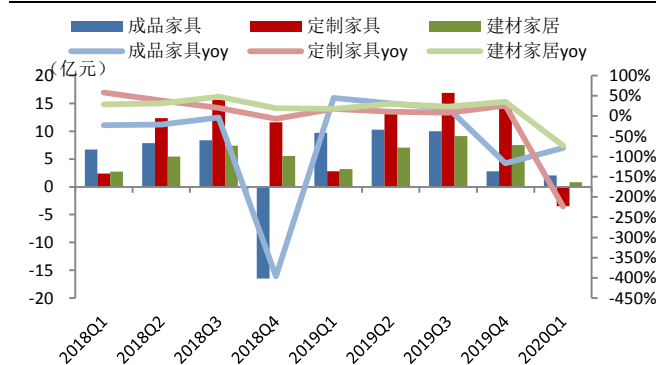
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图31: 2019年成品家具净利润增速明显提升



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图32: 2020Q1定制家具归母净利润增速下滑最明显



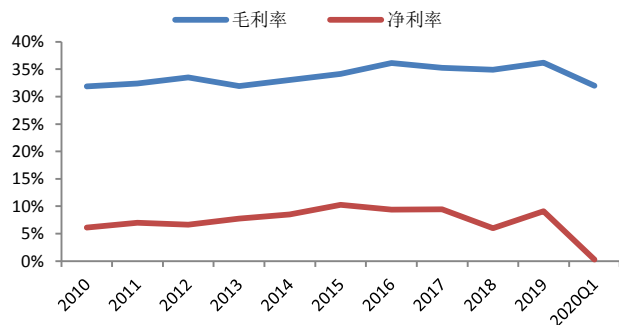
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

表2: 家具板块主要经营数据一览

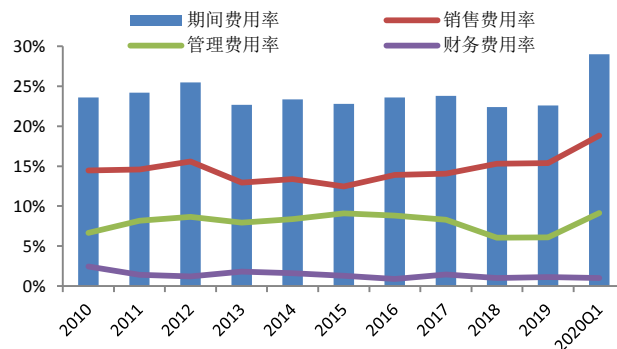
细分板块	公司名称	2019A				2020Q1			
		营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	毛利率	净利率	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	毛利率	净利率
成品家具	顾家家居	110.94	11.61	34.86%	11.00%	22.88	3.07	32.83%	13.77%
	美克家居	55.88	4.64	52.59%	8.19%	4.37	-2.67	35.04%	-62.06%
	宜华生活	52.44	-1.85	29.95%	-3.61%	6.98	-2.68	26.77%	-38.58%
	喜临门	48.71	3.80	34.75%	8.47%	7.25	-0.54	21.61%	-7.51%
	浙江永强	46.85	5.00	28.31%	10.63%	20.22	3.27	32.08%	16.14%
	曲美家居	42.79	0.82	43.59%	2.28%	8.39	-0.34	44.67%	-3.99%
	梦百合	38.32	3.74	39.72%	10.24%	10.58	0.80	37.68%	8.47%
	恒林股份	29.04	2.43	24.97%	8.52%	6.27	0.30	25.03%	4.85%
定制家具	欧派家居	135.33	18.39	35.84%	13.59%	14.30	-1.02	23.87%	-7.10%
	索菲亚	76.86	10.77	37.33%	14.24%	7.63	-0.17	30.87%	-3.52%
	尚品宅配	72.61	5.28	41.57%	7.28%	6.69	-1.56	34.25%	-23.33%
	志邦家居	29.62	3.29	38.53%	11.12%	3.26	-0.45	37.66%	-13.69%
	好莱客	22.25	3.65	40.06%	15.97%	1.87	-0.17	35.09%	-10.59%
	金牌厨柜	21.25	2.42	35.84%	11.39%	2.67	0.06	32.00%	2.32%
	皮阿诺	14.71	1.75	35.78%	11.74%	1.80	0.04	35.65%	2.38%
	我乐家居	13.32	1.54	43.83%	11.56%	1.95	0.02	31.66%	1.07%
建材家居	顶固集创	9.30	0.78	38.52%	8.37%	0.48	-0.25	37.48%	-51.37%
	大亚圣象	72.98	7.20	36.17%	10.10%	7.55	-0.56	32.64%	-8.42%
	帝欧家居	55.70	5.66	35.94%	10.01%	7.93	0.51	35.90%	6.22%
	蒙娜丽莎	38.04	4.33	38.51%	11.38%	4.85	0.40	38.11%	8.17%
	惠达卫浴	32.10	3.29	33.03%	10.79%	4.96	0.29	29.31%	5.41%
	江山欧派	20.27	2.61	32.22%	13.27%	3.01	0.37	29.19%	12.60%
	德尔未来	17.98	0.80	31.06%	3.83%	1.72	-0.24	19.92%	-16.80%
	菲林格尔	7.97	1.13	27.41%	14.16%	0.40	-0.15	10.63%	-37.97%

资料来源: wind, 新时代证券研究所

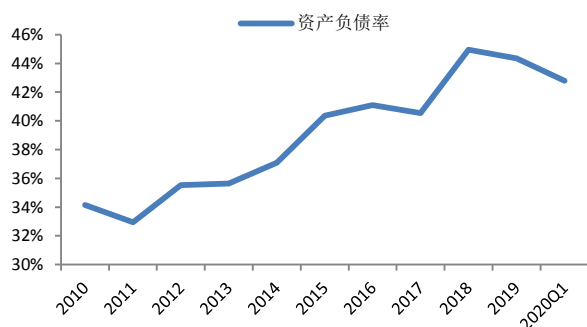
2019年,家具板块毛利率与净利率分别为36.20%、9.08%,较上年增加1.32pct、3.07pct,生产数字化、自动化持续驱动成本控制能力增强,期间费用率为22.61%,基本与上年持平。疫情冲击下,家具终端消费需求受阻,导致2020Q1板块盈利与控费能力明显弱化,但一季度是传统淡季,预计全年影响有限。负债率44.35%,较上年略有下降,但仍处于历史高位;ROE在净利率带动下回升至12.55%。

图33： 2019 年家具板块毛利率与净利率小幅增长

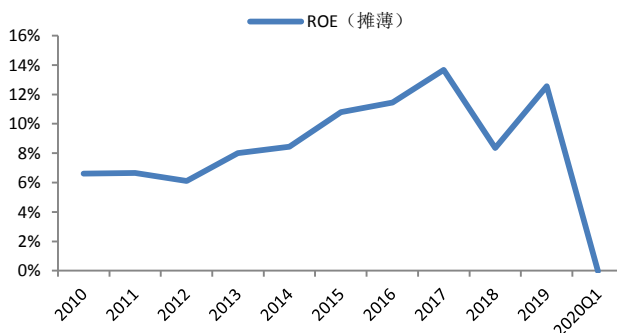
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图34： 2020Q1 家具板块期间费用率抬升

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图35： 家具板块资产负债率降低，但仍处于历史高位

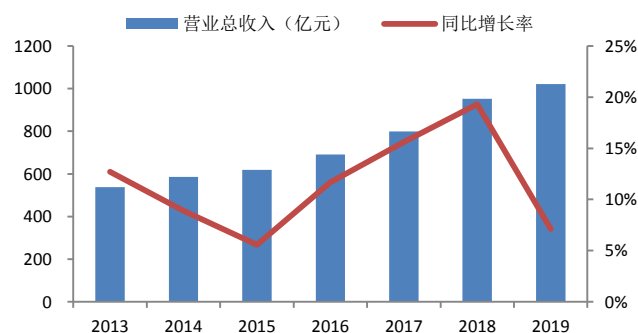
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图36： 2020Q1 家具板块 ROE 弱化

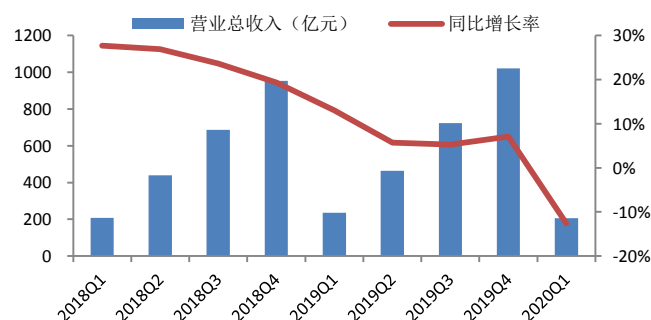
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.3、包装：2020Q1 营收与归母净利润双双下滑，受疫情影响最大

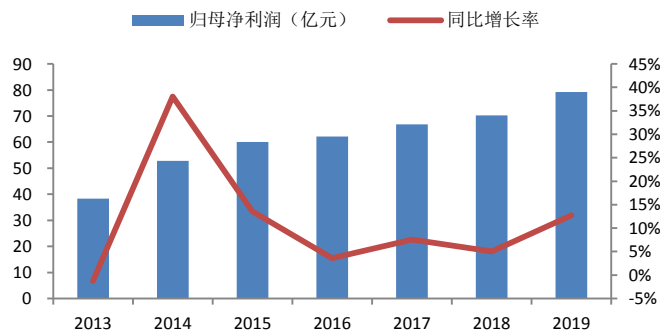
2019 年，包装板块实现营业收入 1020.40 亿元，同比增长 7.11%，增速较上年下降 12.21pct；归母净利润 79.14 亿元，同比增长 12.72%，增速较上年上升 7.69pct。分季度看，近两年包装板块营收增速持续放缓，2020Q1 营收与归母净利润分别为 205.13、12.99 亿元，同比下降 12.60%、29.50%。

图37： 2019 年包装板块营收增速显著下滑

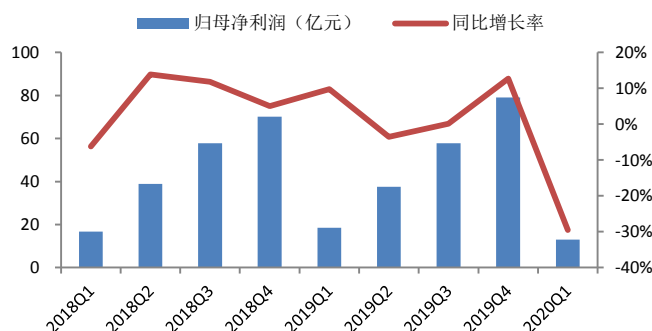
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图38： 2020Q1 单季度营收增速同比大幅下降 26pct

资料来源：Wind，新时代证券研究所

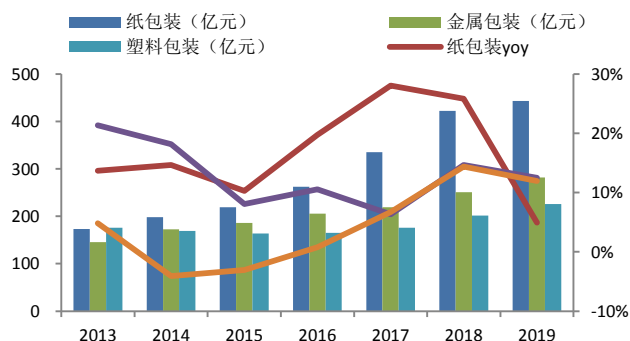
图39： 2019 年包装板块净利润增速回升

资料来源：Wind，新时代证券研究所

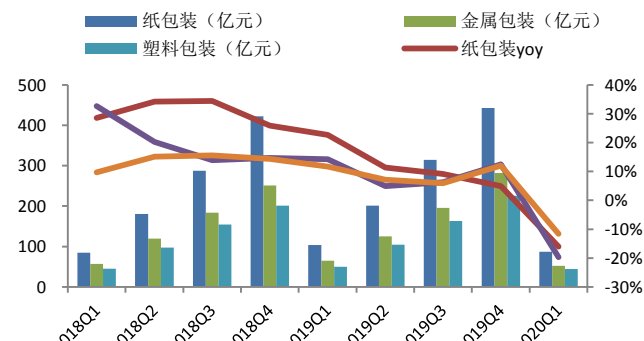
图40： 包装板块 2020Q1 业绩下滑明显

资料来源：Wind，新时代证券研究所

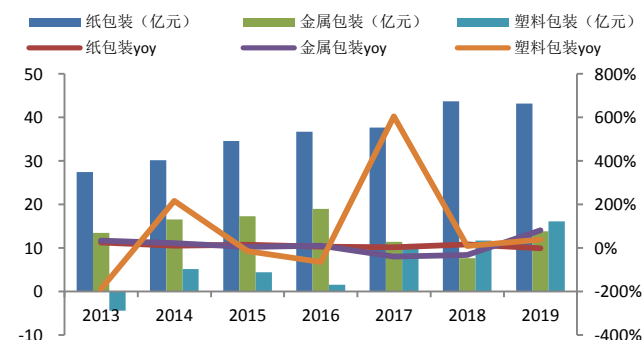
2019 年，纸包装、金属包装、塑料包装分别实现营收 443.21 亿元、282.22 亿元、225.62 亿元，同比增长 4.96%、12.48%、11.98%；实现归母净利润 43.22 亿元、13.85 亿元、16.11 亿元，同比变动-1.03%、+81.60%、37.70%。受国家环保政策与限塑令影响，近年塑料包装增速维持低水平，2020Q1 受疫情影响，各细分增长均承压，分别实现净利润 87.10、52.02、44.22 亿元，同比下降 16.06%、19.75%、11.59%，塑料包装相对坚挺，金属包装受冲击最大。

图41： 包装细分板块中，纸包装收入规模最大

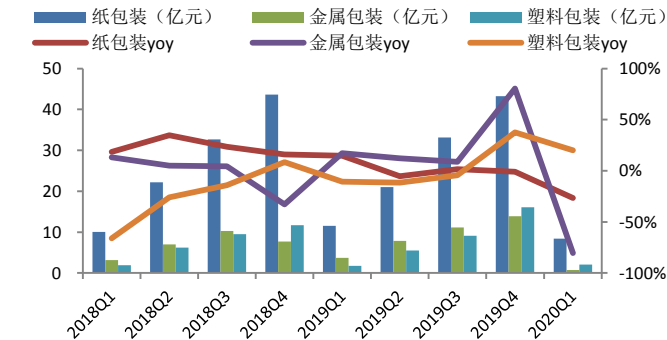
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图42： 2020Q1 包装细分板块单季营收增速趋缓

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图43： 2019 年纸包装归母净利润增速放缓

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图44： 2020Q1 金属包装受下游需求影响，下滑最大

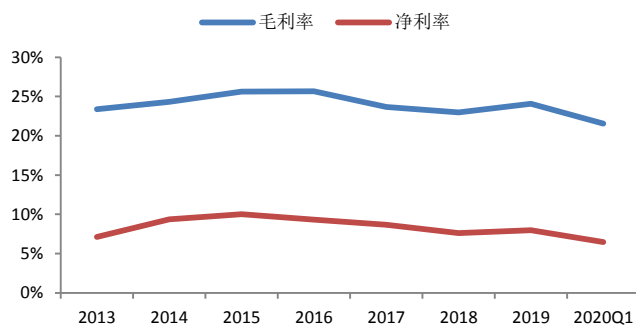
资料来源：Wind，新时代证券研究所

表3: 包装板块主要公司经营数据一览

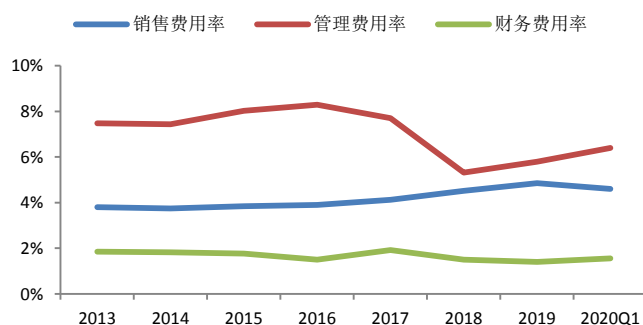
细分板块	公司名称	2019A				2020Q1			
		营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	毛利率	净利率	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	毛利率	净利率
纸包装	合兴包装	110.97	2.67	13.03%	2.62%	19.31	0.37	11.92%	2.09%
	裕同科技	98.45	10.45	30.03%	10.84%	18.23	1.42	25.31%	7.82%
	劲嘉股份	39.89	8.77	41.95%	24.23%	9.07	2.15	41.83%	24.22%
	美盈森	33.92	5.35	32.07%	15.64%	5.41	0.46	28.11%	8.42%
	东风股份	31.73	4.12	40.63%	13.38%	8.81	1.85	40.47%	21.42%
	吉宏股份	30.09	3.26	43.42%	11.51%	6.49	0.74	47.46%	12.20%
	顺灏股份	17.34	-1.98	26.94%	-11.14%	2.64	-0.08	27.31%	-2.49%
	东港股份	14.96	2.67	41.24%	17.89%	2.71	0.37	39.56%	14.02%
	大胜达	12.66	1.06	18.02%	7.89%	2.48	0.06	11.93%	2.14%
	环球印务	12.47	0.67	16.74%	6.82%	4.42	0.20	13.19%	5.54%
	陕西金叶	9.13	0.26	35.53%	3.64%	1.77	0.01	31.98%	0.69%
	新通联	6.85	0.30	21.28%	4.34%	1.32	0.02	22.07%	1.60%
	集友股份	6.72	2.02	43.76%	30.30%	0.84	0.04	41.74%	4.07%
	金时科技	5.85	1.80	39.46%	30.86%	1.22	0.35	44.24%	28.92%
	永吉股份	4.70	1.41	40.24%	29.85%	1.15	0.44	41.30%	38.08%
	新宏泽	4.23	0.26	31.93%	6.56%	0.58	0.05	32.80%	9.69%
	翔港科技	3.25	0.15	18.53%	4.47%	0.63	-0.03	18.24%	-5.34%
金属包装	奥瑞金	93.69	6.83	24.29%	7.40%	18.73	0.44	22.05%	2.81%
	宝钢包装	57.70	1.28	12.87%	2.66%	9.86	0.13	13.32%	1.80%
	万顺新材	44.52	1.34	12.26%	2.77%	10.68	-0.06	6.83%	-1.03%
	嘉美包装	26.24	1.72	18.69%	6.55%	2.88	-0.20	12.18%	-6.80%
	昇兴股份	25.49	0.53	13.50%	1.79%	3.95	0.07	12.54%	1.47%
	华源控股	16.66	0.67	20.75%	4.10%	2.35	0.04	18.99%	1.69%
	英联股份	11.70	0.80	21.28%	7.03%	2.02	0.15	20.93%	7.34%
	海顺新材	6.21	0.67	31.16%	10.58%	1.56	0.14	30.17%	9.34%
塑料包装	紫江企业	92.11	4.94	20.19%	5.64%	18.54	0.42	18.42%	2.34%
	双星新材	44.72	1.73	12.94%	3.88%	9.77	0.88	19.67%	8.97%
	永新股份	26.00	2.69	24.19%	10.55%	5.31	0.49	26.13%	9.40%
	通产丽星	21.50	5.36	36.84%	25.99%	3.18	0.36	28.55%	8.61%
	珠海中富	15.58	0.18	20.83%	1.03%	2.50	-0.38	19.54%	-15.20%
	王子新材	13.26	0.55	21.18%	5.12%	2.38	0.07	17.27%	1.63%
	浙江众成	12.46	0.64	24.39%	-1.02%	2.54	0.19	25.77%	2.51%

资料来源: wind, 新时代证券研究所

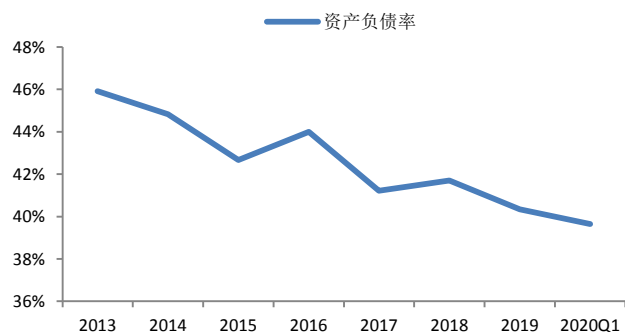
2019 年，包装板块毛利率、净利率 24.07%、7.98%，分别较上年提升 1.08pct、0.37pct，2020Q1 毛利率、净利率降至 21.57%、6.45%。2018-2020Q1 管理费用率逐年小幅上涨，2020Q1 达 6.40%；2020Q1 资产负债率持续下降至 39.65%，资本结构略有改善；包装产品下游主要为日常消费品，受疫情影响，消费者需求降低，导致摊薄 ROE 同比大幅下降，达 1.44%。

图45： 2020Q1 包装板块毛利率与净利率微降

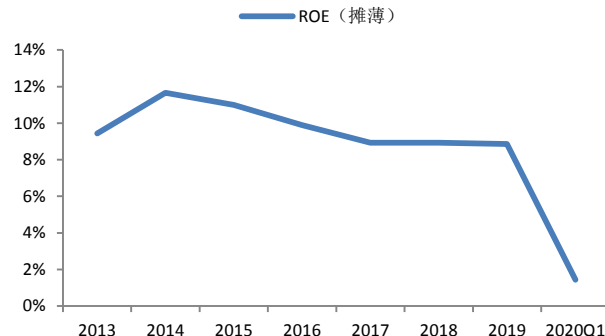
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图46： 2018 年开始包装板块管理费用率逐年提升

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图47： 包装板块资产负债率逐年改善

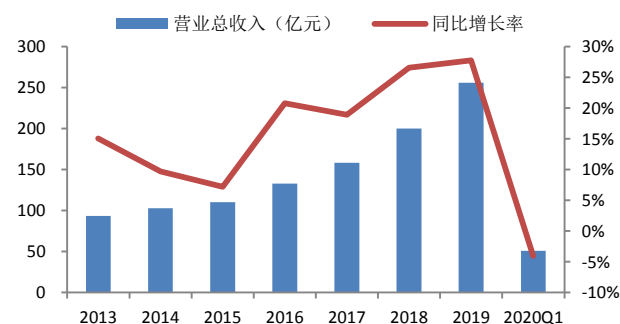
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图48： 2020Q1 包装板块摊薄 ROE 明显下降

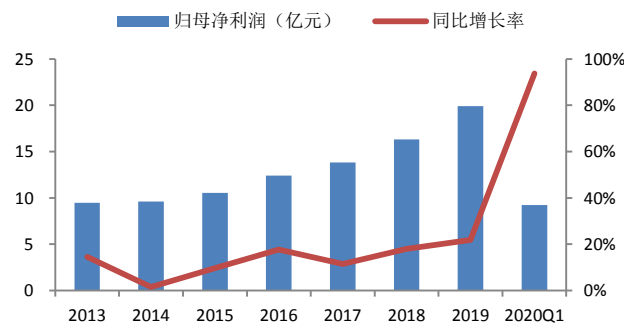
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.4、必选消费：韧性凸显，业绩维持较好增长

消费升级趋势下，文娱用品板块整体具有较强韧性，但受宏观经济影响较大。2019 年，实现营业收入 255.76 亿元，同比增长 27.75%；归母去净利润 19.90 亿元，同比上升 21.90%。2020Q1 营收与归母净利润分别同比变动-4.04%、93.77%，归母净利润增长主要由姚记科技游戏业务贡献，其他公司受疫情影响业绩浮动较大。

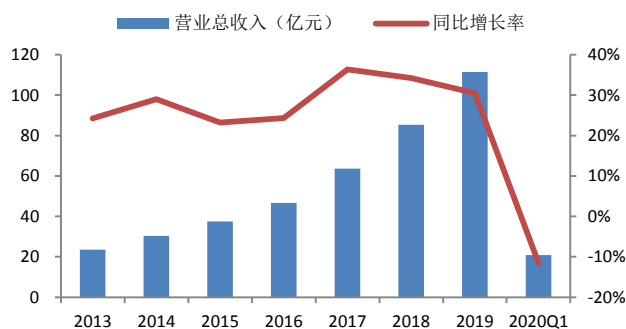
图49： 近年来，文娱用品板块营收规模稳步增长

资料来源：Wind，新时代证券研究所

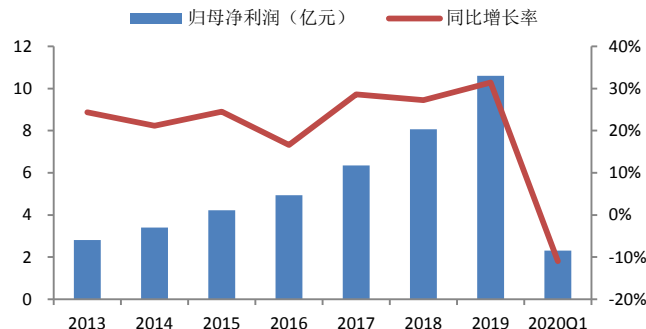
图50： 文娱用品板块归母净利润规模持续攀升

资料来源：Wind，新时代证券研究所

办公文具方面，龙头代表公司晨光文具 2019 年业绩持续高增，实现营业收入、归母净利润分别达 111.41、10.60 亿元，同比增长 30.53%、31.39%，归母净利润增速较上年提升 4.13pct。受今年一季度疫情影响，学校延迟开学，企业延迟复工，2020Q1 营收与归母净利润增速分别同比下降 11.55%、10.95%，在外围环境脆弱的情况下，保持较强的抗跌性，短期办公文具需求随着全面复工复产，负面影响逐步淡化，需求端有望稳步复苏。

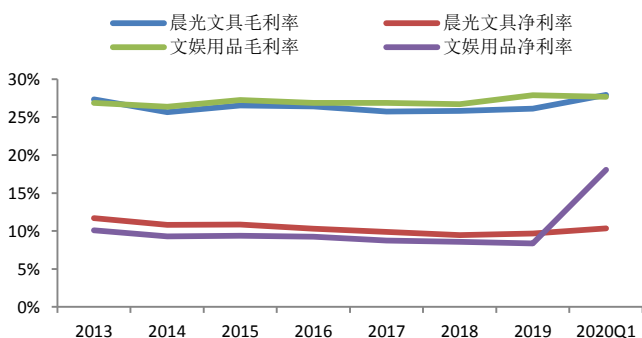
图51： 晨光文具 2013-2020Q1 营收增速平稳

资料来源：Wind，新时代证券研究所

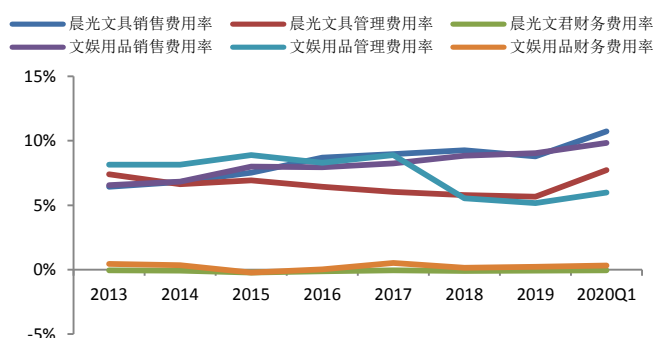
图52： 晨光文具 2013-2020Q1 归母净利润稳中有升

资料来源：Wind，新时代证券研究所

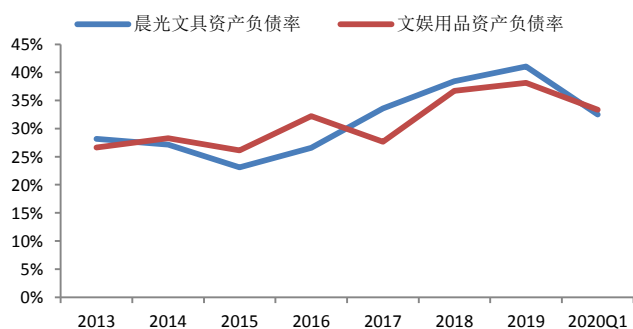
2019 年，晨光文具推进渠道优化升级，提升业务数字化水平，带动毛利率/净利率达 26.13%、9.66%，2020Q1 小幅升至 27.92%、10.35%；2020Q1 晨光文具资产负债率下降至 32.51%；2013-2019 年，晨光文具业绩领跑文具用品板块，2020 年一季度受疫情影响，办公文具需求短期有所降低，晨光文具摊薄 ROE 下降至 5%，但整体相对下降幅度较小，随着生活和复工正常化，全年业绩预计会平稳过渡。

图53： 晨光文具毛利率与净利率高于板块水平

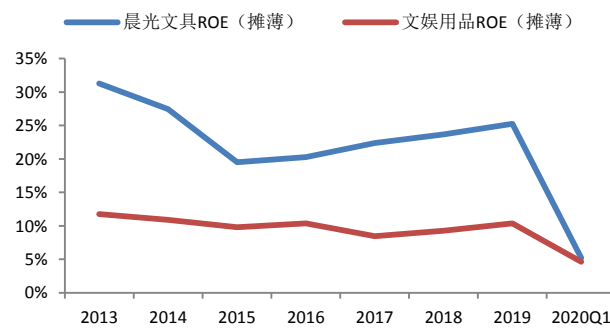
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图54： 晨光文具期间费用率有所上升

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图55： 近年来，晨光文具资产负债率水平较为良好

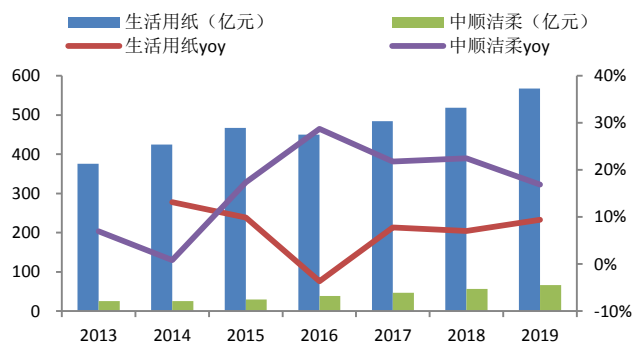
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图56： 2020Q1 疫情影响晨光 ROE（摊薄）大幅减少

资料来源：Wind，新时代证券研究所

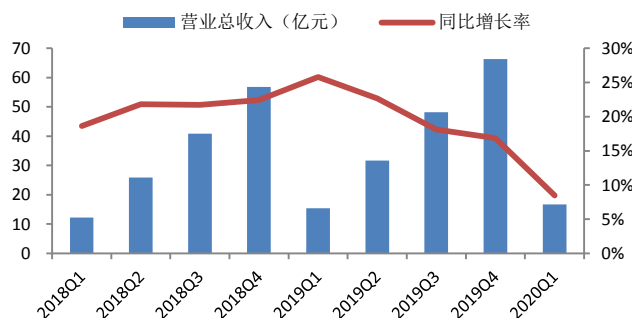
生活用纸板块，主要包含中顺洁柔、恒安国际、维达国际、金红叶纸业四家龙头企业。2019 年，实现总营收、归母净利润为 567.06、61.49 亿元，同比增长 9.38%、18.81%，整体增速趋缓。其中，唯一一家 A 股上市生活用纸企业中顺洁柔 2019 年实现营收、归母净利润为 66.35、6.04 亿元，同比增长 16.84%、48.36%。2015 年起，中顺洁柔营收和归母净利润增速持续高于行业平均水平，增长势能强劲；受疫情影响，生活用纸需求增加，2020Q1 归母净利润达 1.83 亿元，同比增长 48.67%。

图57：近年来，中顺洁柔营收规模稳步提升



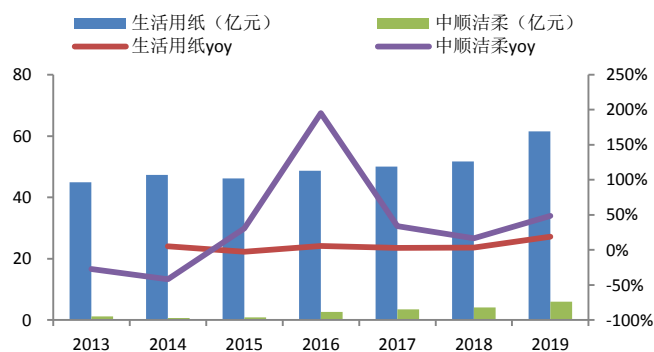
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图58：2020Q1 生活用纸需求激增，收入增速提升



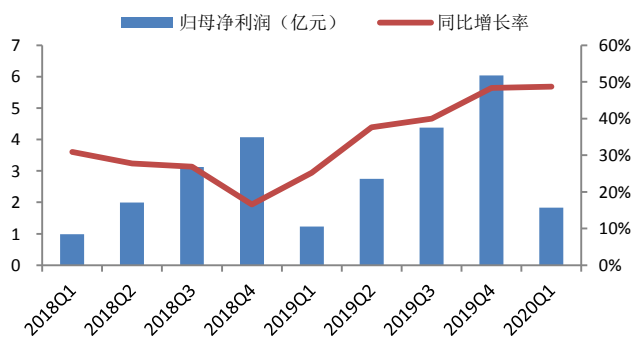
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图59：中顺洁柔 2013-2019 年归母净利润增速提升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

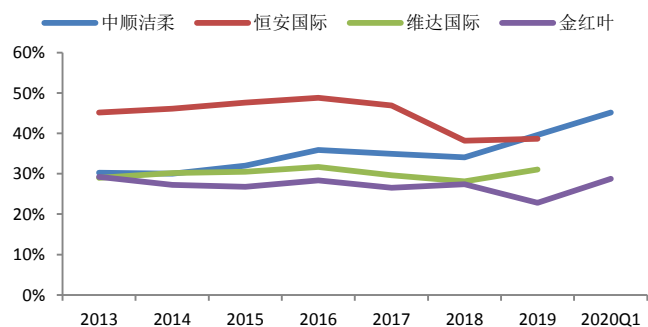
图60：中顺洁柔单季度归母净利润持续攀升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

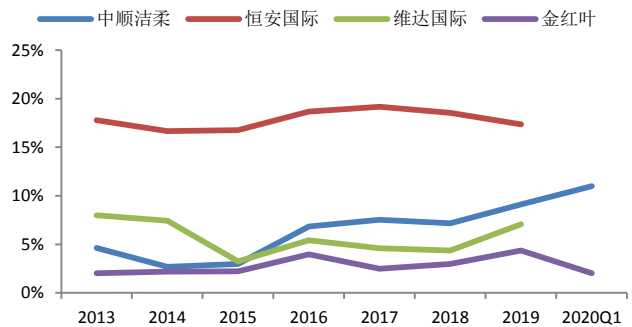
2019 年，中顺洁柔毛利率、净利率分别为 39.63%、9.10%，行业内仅次于恒安国际，受需求端增加，2020Q1 毛利率有所上升；2019 年，公司加强品牌建设，销售费用率和管理费用率在四大企业中相对较高，但财务费用率为行业内最低；2019 年，中顺洁柔资产负债率持续走低，为 32.35%；2015 年，公司组建新营销团队，带动 ROE 水平明显提升，仅次于恒安国际达 14.81%。

图61：生活用纸行业中，中顺洁柔毛利率提升最快



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图62：2015 年开始，受益营销团队，中顺净利率改善

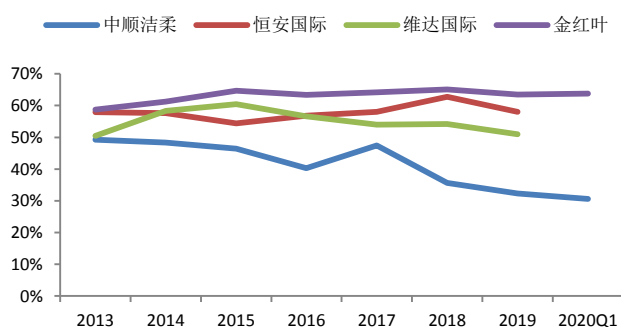


资料来源：Wind，新时代证券研究所

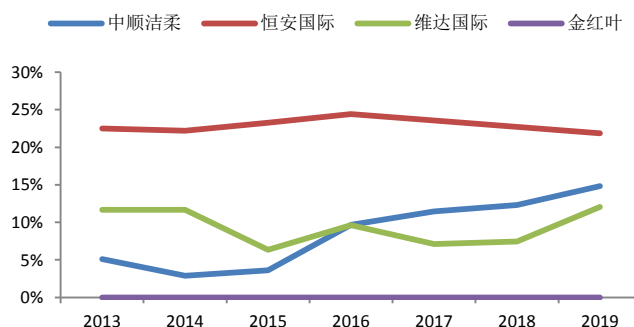
表4：中顺洁柔三费率有所提升，但整体控制水平仍良好

	销售费用率 (%)				管理费用率 (%)				财务费用率 (%)			
	中顺洁柔	恒安国际	维达国际	金红叶	中顺洁柔	恒安国际	维达国际	金红叶	中顺洁柔	恒安国际	维达国际	金红叶
2013	16.56	18.34	13.90	19.94	6.66	6.42	5.46	2.51	1.62	1.60	0.89	3.95
2014	15.67	20.30	14.88	19.73	6.66	6.55	5.91	2.21	2.88	2.07	1.04	2.86
2015	17.47	18.21	16.13	18.94	6.70	7.03	5.95	1.99	3.54	1.91	1.11	3.52
2016	18.93	19.27	17.20	17.86	5.39	7.68	6.04	2.05	1.55	1.79	1.37	3.95
2017	19.10	19.61	17.44	16.72	5.36	6.51	5.39	2.08	1.01	1.84	1.46	5.40
2018	17.84	11.05	15.99	15.32	5.45	5.84	5.10	5.64	0.98	3.02	1.53	4.34
2019	20.64	14.19	16.01	13.32	7.10	5.69	5.32	5.28	0.32	3.35	1.32	3.04
2020Q1	22.60			18.83	8.04			4.69	0.12			2.46

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图63：中顺洁柔资产负债率显著下降

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图64：中顺洁柔 ROE（摊薄）提升幅度最明显

资料来源：Wind，新时代证券研究所

表5：必选消费板块主要公司经营数据一览

公司名称	2019A				2020Q1			
	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	毛利率	净利率	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	毛利率	净利率
晨光文具	255.76	19.90	26.13%	9.66%	50.84	9.23	27.92%	10.35%
中顺洁柔	66.35	6.04	39.63%	9.10%	16.71	1.83	45.12%	10.98%

资料来源：wind，新时代证券研究所

3、小结与投资策略

总体上，轻工行业 2019 年年报与 2020 年一季报业绩符合预期。2020 年，新冠疫情之下，各细分行业公司业绩普遍承压，家具和包装受零售端影响最大，下滑幅度最为明显，但一季度是家具行业传统淡季，收入占比仅为全年的 15%，因此我们对家具行业全年业绩并不悲观。必选消费由于刚需属性，是轻工行业中唯一逆势增长的领域，全年业绩确定性最强。随着经济活动和消费需求持续复苏，将带动板块景气度逐步上行。我们判断，二季度是传统家装旺季，家具消费需求和订单实际转化情况将同步好转，竣工与交付改善下，工程端贡献占比较大的龙头公司有望率先走出行情，重点推荐家具与必选消费板块；此外，关注纸品下游消费需求复苏与龙头公司产能布局情况。

推荐标的：中顺洁柔：1) 全年业绩确定性强，浆价上涨有限，成本端可控；2) 产品拓展有序，高端与高毛利产品占比稳步提升进一步带动盈利性；3) 六大渠道协同布局，电商增速最快，新零售与母婴渠道加大投放力度，有望成为新增长点。

家具板块，工程渠道与零售端需求加快释放，布局两条主线：1）建材型家居企业，受益标的帝欧家居、江山欧派；2）工程业务占比相对较大的定制家具企业欧派家居、志邦家居。

4、风险提示

- 1）新冠疫情恢复速度不达预期，行业景气度延续弱势；
- 2）全球疫情管控与经济增速低于预期，国内出口承压；
- 3）原材料价格大幅上涨，对企业盈利性形成冲击；
- 4）国内宏观经济持续下行，消费需求复苏缓慢。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

赵汐雯，加拿大圣玛丽大学，金融学硕士。2015年开始从事行业研究工作，曾先后供职于民生证券研究院、方正证券研究所。2020年1月加盟新时代证券研究所，从事轻工和纺织服装领域研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>