

行业研究/专题研究

2020年05月05日

行业评级:

轻工制造

增持(维持)

陈羽锋 执业证书编号: S0570513090004
研究员 025-83387511
chenyufeng@htsc.com

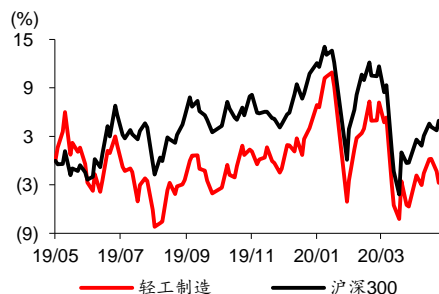
倪娇娇 执业证书编号: S0570517110005
研究员 021-28972202
nijiaojiao@htsc.com

周鑫 02128972068
联系人 zhou.xin@htsc.com

相关研究

- 1《帝欧家居(002798 SZ,买入): 精装放量趋势不改, 订单或快速恢复》2020.04
- 2《永艺股份(603600 SH,增持): 加强海外产能布局, 业绩符合预期》2020.04
- 3《合兴包装(002228 SZ,增持): 制造业务承压, PSCP 平稳运行》2020.04

一年内行业走势图



资料来源: Wind

精装红利凸显, 必选增长稳健

轻工制造 2019 年年报及 2020 年一季度业绩综述

轻工行业收入增速持续放缓, 疫情冲击影响短期业绩表现

轻工板块 2019 年营收同比增长 4%至 5019 亿元, 归母净利润同比下滑 4%至 284 亿元, 利润下滑一方面系造纸行业景气下行、企业利润普遍大幅下滑所致, 另一方面系东方金钰等企业计提商誉减值损失影响。2020Q1 轻工板块实现营收 953 亿元, 同比下滑 16%, 实现归母净利润 45 亿元, 同比下滑 27%。重点推荐: 1) 地产竣工回暖+精装房放量下工装主线标的以及经营稳健、抗风险能力强的龙头企业, 重点推荐帝欧家居、江山欧派、欧派家居、顾家家居; 2) 需求稳健的必选消费品, 重点推荐中顺洁柔、齐心集团、晨光文具。

家居: 零售经营仍然承压, 工程业务表现亮眼

2019 年 30 家家具上市企业营收同比增长 9.6%至 1077 亿元, 其中工程业务表现较为亮眼, 传统零售渠道经营仍然承压; 归母净利同比增长 46.8%至 98 亿元, 主要系部分企业 18 年计提商誉减值使基数较低所致。2020Q1 家居板块营收同比下滑 24.2%至 161 亿元, 归母净利润同比下滑 115.4%至 -2.3 亿元。我们认为疫情短期冲击不改全年地产竣工回暖+精装房放量趋势, 工装业务仍有望维持快速增长; 零售端考虑到家居需求韧性较强, 疫情有效控制后需求有望边际改善, 前期订单也有望逐步落地; 外贸方面, 若 Q2 海外疫情无法得到有效控制, 预计影响或将在二季度开始逐步显现。

造纸: 疫情冲击需求, 纸价与盈利再度承压

2019 年造纸板块 21 家企业共实现营收 1434 亿元, 同比增长 0.5%; 行业景气下行, 盈利能力持续下滑, 2019 年实现归母净利 79 亿元, 同比下滑 29.6%。2020 年新冠疫情再度冲击造纸行业下游需求, 2020Q1 造纸板块营收同比下滑 10.8%至 288 亿元, 归母净利润同比增长 11.32%至 17.51 亿元, 主要系文化纸企业盈利能力同比显著提升所致。包装纸供需格局进一步弱化, 纸价短期仍存在下行压力; 文化纸方面, 随着学校逐步开学, 需求端有望边际改善, 但考虑到库存高位压力, 预计纸价仍存下行风险。生活用纸需求稳健, 原材料跌价拉升盈利能力, 全年业绩或有较好表现。

包装: 原材料价格回落, 关注需求边际改善情况

2019 年 38 家包装印刷企业共实现营收 1020 亿元, 同比增长 7.1%; 实现归母净利 79 亿元, 同比增长 12.7%; 2020Q1 包装印刷企业营收同比下降 12.6%至 205 亿元, 归母净利润同比下降 29.5%至 13 亿元。疫情冲击电子、家电、食品饮料等包装主要下游行业需求, 包装企业营收短期或将承压; 中长期看, 疫情有望加速中小企业被动出清, 而行业龙头有望凭借疫情期间准时交付、生产设备高自动化等优势在此阶段快速抢占市场份额, 建议关注裕同科技、劲嘉股份。

消费轻工: 必选消费品消费韧性凸显, 稳健增长可期

文化办公用品作为必选消费品, 消费需求较为稳健, 2020 年一季度在新冠疫情冲击下, 文化办公用品零售额同比仅下滑 3.4%, 其中 3 月零售额同比增速已迅速转正。文具行业龙头晨光文具、齐心集团 2019 年延续优质增长, 20Q1 疫情冲击下经营仍较为稳健, 我们认为疫情对全年采购总量影响有限, 同时防疫类物资集采亦有望形成一定收入增量, 建议持续关注集采 SKU 丰富、物流配送体系完善、具备电商化对接平台的品牌企业。

风险提示: 疫情发展不确定性, 地产销售超预期下滑, 纸价大幅波动风险。

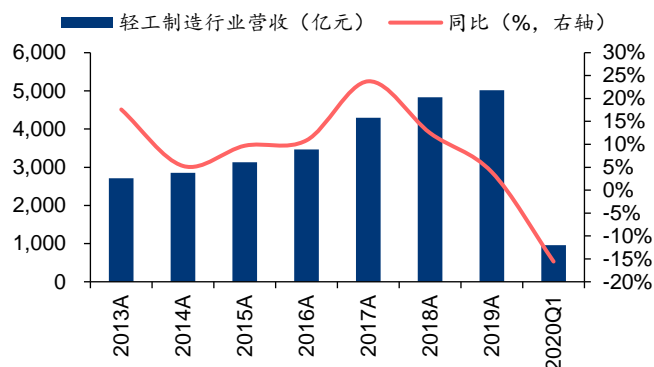
正文目录

轻工行业：收入增速整体放缓，疫情冲击影响短期表现	3
家居：零售经营仍然承压，工程业务表现亮眼	5
造纸：疫情冲击需求，纸价与盈利再度承压	13
包装：原材料价格回落，关注需求边际改善情况	17
消费轻工：必选消费品消费韧性凸显，稳健增长可期	20
投资建议：关注家居工装主线及需求稳健的必选消费品	23
风险提示	23

轻工行业：收入增速整体放缓，疫情冲击影响短期表现

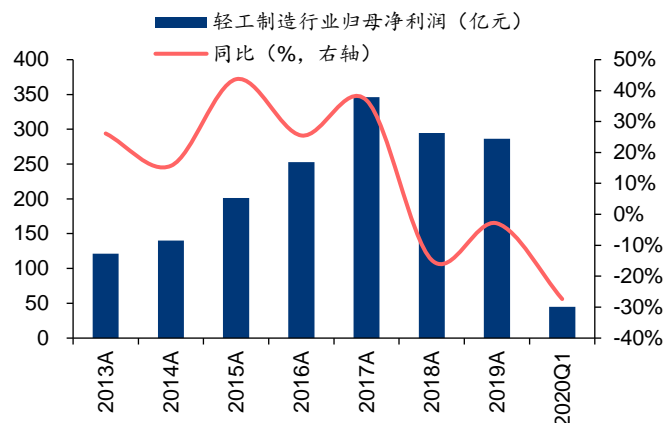
截至 2020 年 4 月 30 日，A 股 2019 年年报及 2020 年季报已披露完毕，轻工板块（申万分类）A 股非 ST 的 129 家企业 2019 年共实现营收 5019 亿元，同比增长 4%，实现归母净利润 284 亿元，同比下滑 4%，一方面系造纸行业景气下行，企业利润普遍大幅下滑，另一方面系东方金钰等企业计提商誉减值损失影响。2020Q1 轻工板块实现营收 953 亿元，同比下滑 16%，实现归母净利润 45 亿元，同比下滑 27%。

图表1：轻工板块营业收入合计（申万分类）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

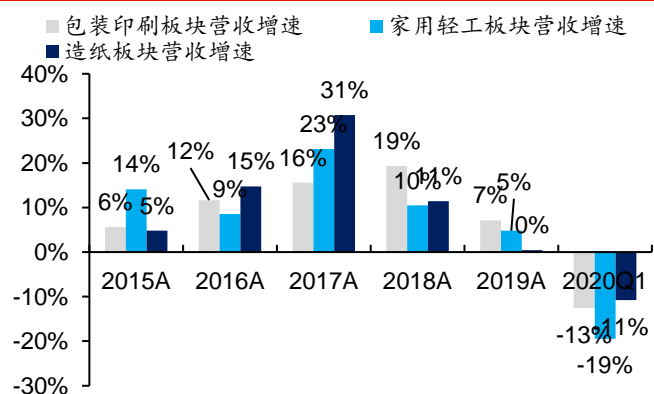
图表2：轻工板块归母净利润合计（申万分类）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

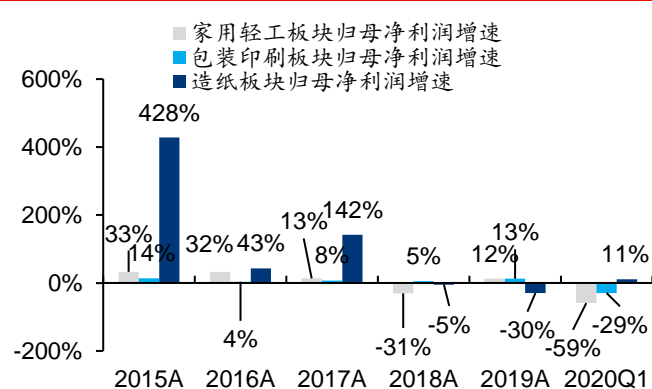
分板块看，2019 年家用轻工板块营收同比增长 5%，归母净利润同比增长 12%，其中家具行业受地产景气度下行等因素影响，营收增速同比下滑 8 pct 至 10%，归母净利同比增长 47%，主要系 2018 年永安林业、喜临门等企业计提商誉减值导致基数较低；造纸板块在下游需求疲软背景下盈利能力走弱，2019 年营收同比基本持平，归母净利润同比下滑 30%；包装板块 2019 年营收同比增长 7%，归母净利润同比增长 13%。

图表3：轻工各细分板块营业收入增速（申万分类）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：轻工各细分板块归母净利润增速（申万分类）

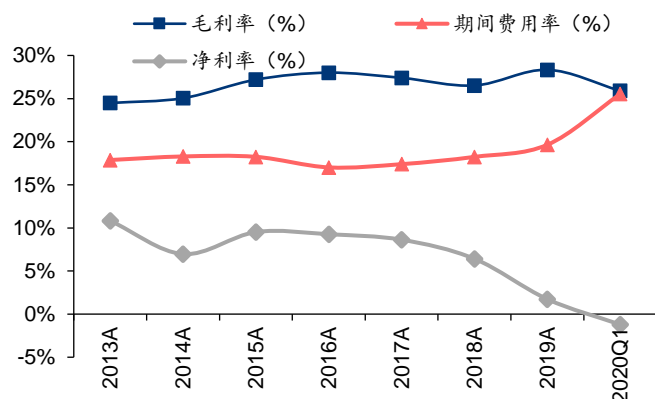


资料来源：Wind，华泰证券研究所

2019 年全年行业平均毛利率（算术平均法，下同）为 28.3%，较 2018 年同比提升 1.8 个百分点；行业平均期间费用率为 19.6%，较上年同期上升 1.4 个百分点，其中销售/管理+财务/财务费用率均值分别为 8.5%/9.5%/1.6%，同比分别变化+0.5/+0.5/+0.4 个百分点；净利率为 1.7%，同比下降 4.7 个百分点。

2020 年一季度行业平均毛利率为 25.9%，较 2019Q1 基本持平；行业平均期间费用率为 25.5%，较上年同期上升 5.8 个百分点，其中销售/管理/财务费用率分别为 11.0%/12.8%/1.9%，较上年同期分别变动+2.4/+3.4/+0.2 个百分点；净利率为-1.2%，同比下降 8.0 个百分点。

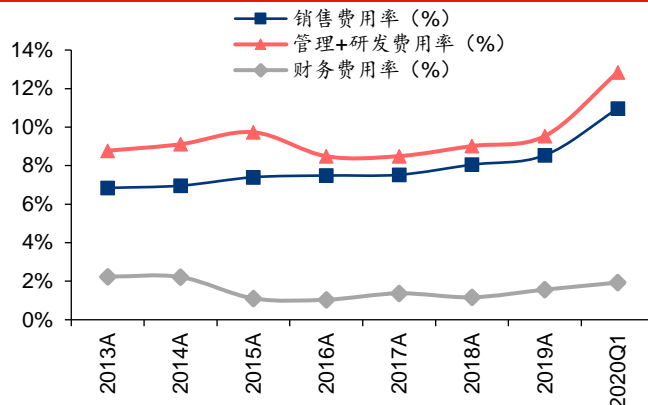
图表5：轻工板块盈利能力（申万分类）



注：计算行业均值时剔除东方金钰极端值影响，后同

资料来源：Wind，华泰证券研究所

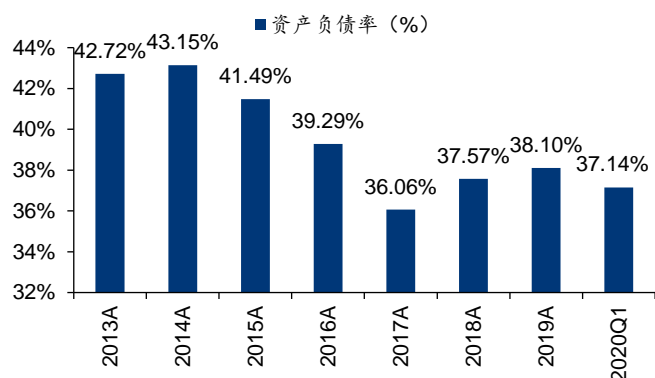
图表6：轻工板块期间费用率（申万分类）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

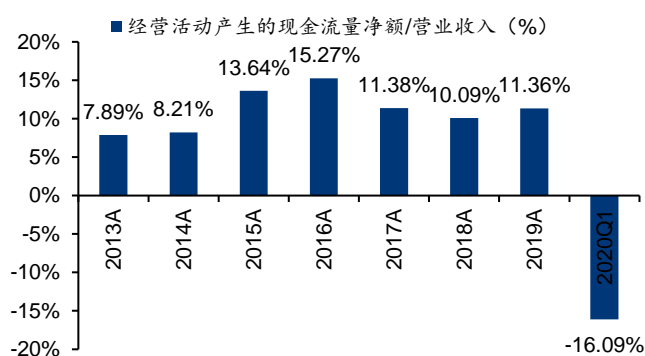
从资产结构看，2019 全年行业平均资产负债率为 38.1%，较 2018 年提升 0.5 个百分点；2020Q1 行业平均资产负债率为 37.1%，同比提升 1.3 个百分点。现金流方面，2019 年轻工板块经营性现金流净额占营收比重为 11.4%，较上年同期提升 1.3 个百分点；受疫情影响，2020 年一季度该比重同比下降 12.2pct 至-16.1%。

图表7：轻工板块资产负债率算术平均值（申万分类）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8：轻工板块经营性现金流净额占营收比重（申万分类）

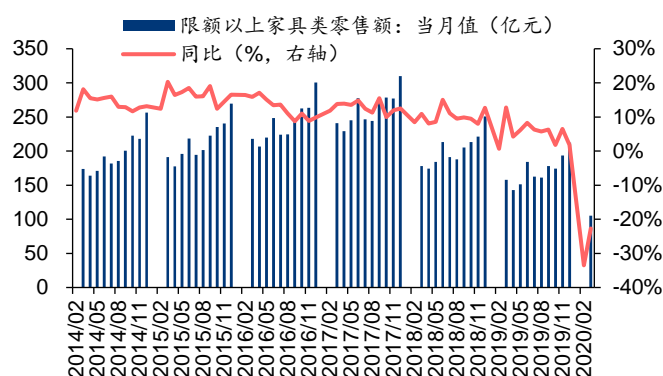


资料来源：Wind，华泰证券研究所

家居：零售经营仍然承压，工程业务表现亮眼

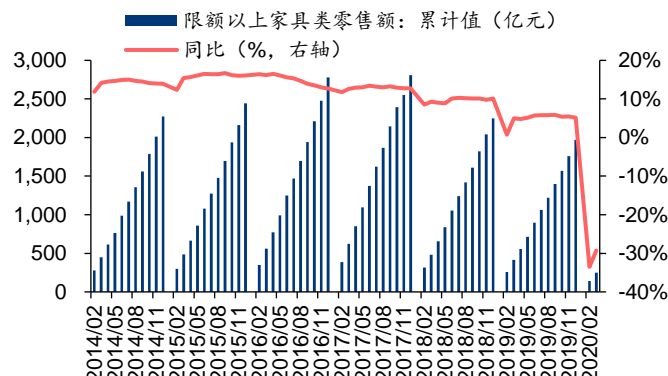
在地产销售面积增速下行、家居行业竞争持续加剧背景下，行业整体收入增速不断放缓。据国家统计局数据，2019 全年限额以上家具零售额为 1970 亿元，同比增长 5.1%，增速较 2018 年下滑 5.0pct；家具制造业企业累计实现利润 463 亿元，同比增长 10.8%，增速较 2018 年提升 6.5 个百分点。2020 年一季度在新冠疫情冲击下，家居行业一季度零售额同比下滑 29.9%至 1389 亿元，随着国内疫情逐步得到有效控制，3 月零售同比增速较 1-2 月提升 11pct，后续有望进一步修复。

图表9： 限额以上家具类零售额当月值及同比



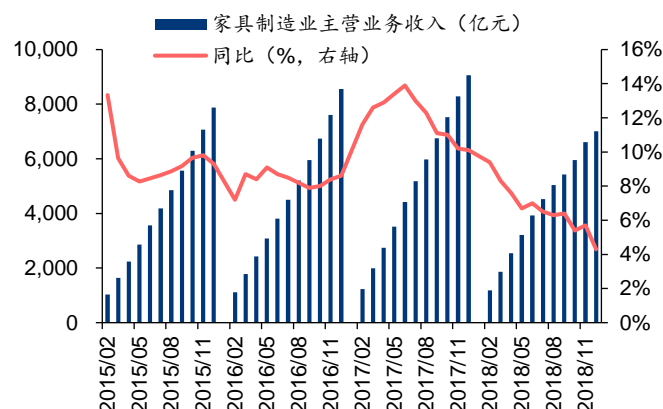
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10： 限额以上家具类零售额累计值及同比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

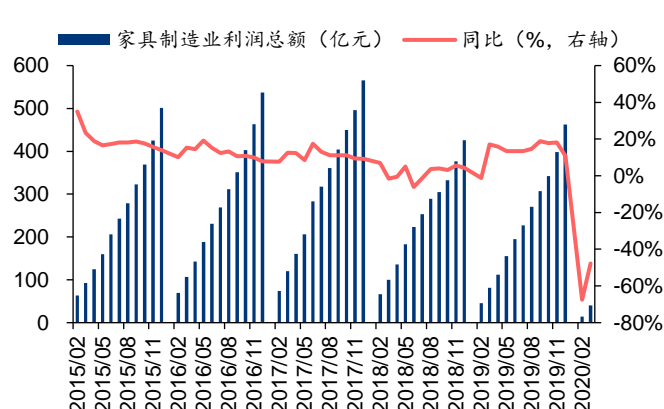
图表11： 家具制造业主营业务收入累计值及同比增速



注：2019 年以来该项数据未披露

资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

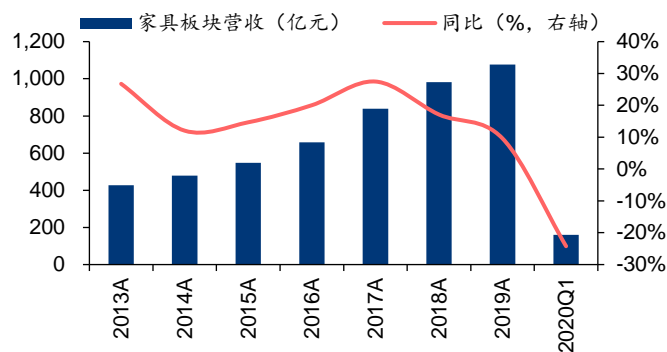
图表12： 家具制造业利润总额累计值及同比增速



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

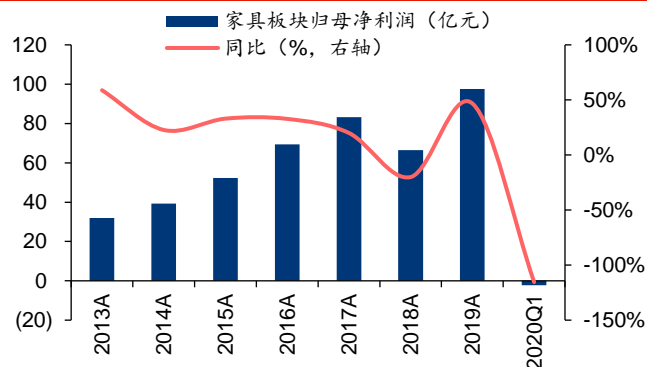
2019 年家居收入、利润增速放缓，疫情冲击下 2020Q1 业绩整体下滑。根据申万行业三级分类，目前 A 股上市家居企业共 30 家，2019 年实现营业收入合计为 1077 亿元，同比增长 9.6%，19Q1/Q2/Q3/Q4 营收同比增速分别为 17%/16%/15%/16%；2019 年 19Q1/Q2/Q3/Q4 归母净利润同比增速分别为 37.5%/18.4%/9.1%/14.1%（Q4 同比数据计算剔除永安林业、喜临门）。2020 年一季度受疫情影响，家居板块营收同比下滑 24.2%至 161 亿元，归母净利润同比大幅下滑 115.4%至-2.3 亿元。

图表13: 家具板块(申万三级分类)企业营业收入合计



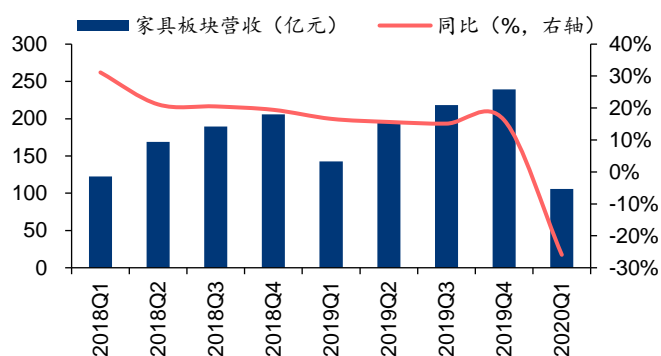
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表14: 家具板块(申万三级分类)企业归母净利润合计



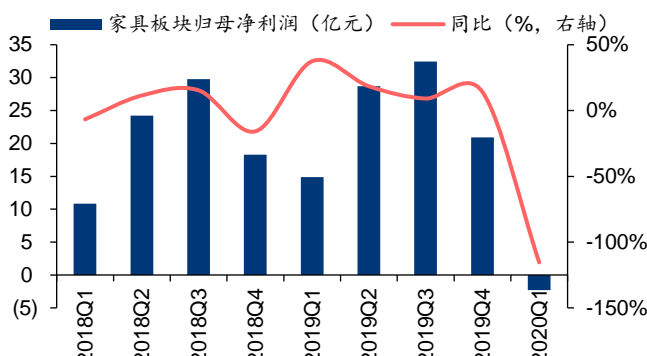
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表15: 家具板块单季度营业收入情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表16: 家具板块单季度归母净利润情况



注: 18Q4/19Q4 剔除永安林业、喜临门

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

我们选取 16 家家居上市企业（欧派家居、索菲亚、尚品宅配、好莱客、我乐家居、皮阿诺、志邦股份、金牌橱柜共 8 家定制家居企业，顾家家居、喜临门、梦百合共 3 家软体家居企业，美克家居、曲美家居、大亚圣象、江山欧派、帝欧家居共 5 家成品家居企业）作为代表性样本，对家居行业企业的业绩表现进行进一步总结回顾。

收入层面看,1)定制家居:收入增速前低后高趋势明显,8 大定制家居企业 19Q1/Q2/Q3/Q4 收入同比增速分别为 9%/12%/14%/18%, Q4 增速回升明显一方面系 2018Q4 地产景气下行导致家居企业经营承压、收入基数相对较低,另一方面系 2019 年下半年开始地产竣工回暖趋势显著,商品房交付带动一定家居消费需求;2020Q1 在新冠疫情影响下,定制家居企业线下经营时间减少、客流骤减,线上聚客后受到小区进出限制、难以迅速通过量尺、设计、安装进行客户转化,营收增速同比大幅下滑 34%。2)软体家居营收增长较为稳健,2019 年 3 家代表企业营收增速均在 15%以上,优于定制家居、成品家居整体情况,我们判断一方面系软体行业竞争格局较好且受精装修分流影响较小,另一方面喜临门、梦百合等近年发力内销市场、带来较大收入增量,顾家家居外延并表拉升收入增速;3)成品家居方面,2019 年整体营收同比增长 18%,其中以工程业务为主的帝欧家居、江山欧派增长亮眼。

图表 17: 主要家居企业单季度营业收入同比增速情况

分类	证券代码	证券简称	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	2018A	2019A
定制家居	603833.SH	欧派家居	32%	21%	11%	18%	16%	13%	20%	21%	-35%	19%	18%
	002572.SZ	索菲亚	30%	14%	20%	15%	-5%	12%	2%	8%	-36%	19%	5%
	300616.SZ	尚品宅配	39%	31%	23%	16%	16%	6%	8%	10%	-47%	25%	9%
	603801.SH	志邦家居	38%	19%	6%	4%	5%	13%	17%	44%	-21%	13%	22%
	603898.SH	好莱客	31%	23%	15%	0%	5%	3%	1%	9%	-48%	14%	4%
	603180.SH	金牌厨柜	26%	9%	19%	20%	6%	33%	24%	29%	-4%	18%	25%
	002853.SZ	皮阿诺	74%	24%	39%	22%	16%	32%	36%	39%	-16%	34%	33%
	603326.SH	我乐家居	26%	27%	25%	4%	23%	23%	26%	21%	5%	18%	23%
	定制家居整体情况（整体法）		34%	21%	16%	14%	9%	12%	14%	18%	-34%	19%	14%
软体家居	603816.SH	顾家家居	34%	27%	35%	53%	33%	16%	18%	19%	-7%	38%	21%
	603313.SH	梦百合	27%	20%	33%	39%	29%	18%	29%	26%	34%	30%	26%
	603008.SH	喜临门	84%	36%	30%	9%	-6%	26%	17%	22%	-14%	32%	16%
	软体家居整体情况（整体法）		43%	28%	33%	37%	22%	19%	20%	21%	0%	35%	20%
成品家居	600337.SH	美克家居	33%	46%	30%	1%	5%	9%	2%	9%	-59%	26%	6%
	603818.SH	曲美家居	15%	7%	30%	81%	155%	74%	39%	6%	-16%	38%	48%
	000910.SZ	大亚圣象	11%	4%	4%	-3%	1%	-5%	4%	2%	-47%	3%	1%
	002798.SZ	帝欧家居	936%	677%	801%	561%	38%	25%	28%	29%	-24%	707%	29%
	603208.SH	江山欧派	10%	16%	45%	30%	22%	74%	59%	64%	24%	27%	58%
	成品家居整体情况（整体法）		44%	45%	46%	33%	27%	18%	17%	13%	-34%	41%	18%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

进一步拆分定制家居企业各品类收入情况, 按整体法计算, 2019 年 7 家定制企业橱柜收入同比增速约 13%, 较 2018 年增速提升约 4 个百分点, 我们判断主要系在精装房放量趋势下, 家居企业发力工程大宗业务, 带动橱柜营收增速回升, 但橱柜零售渠道预计仍面临较大增长挑战; 7 家定制企业衣柜收入同比增长约 10%, 较 2018 年增速下降约 13 个百分点。

图表 18: 主要定制家居企业分品类营业收入及同比增速情况

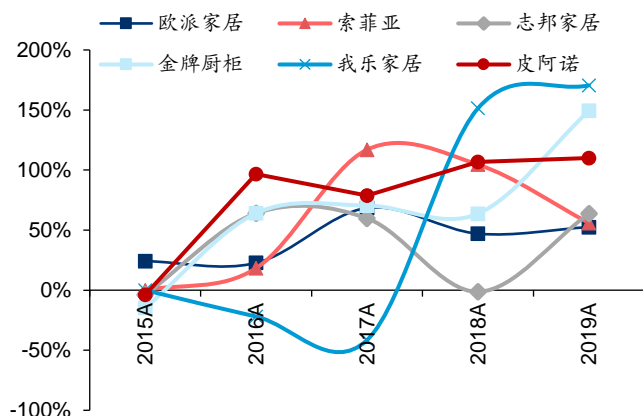
	证券简称	定制橱柜					定制衣柜				
		2015	2016	2017	2018	2019	2015	2016	2017	2018	2019
营业收入 (亿元)	欧派家居	38.45	43.69	53.54	57.65	61.93	13.37	20.22	32.96	41.48	51.67
	索菲亚	0.87	4.13	5.90	7.09	8.51	30.74	40.84	54.44	63.94	61.76
	志邦家居	11.20	14.19	18.76	19.28	21.17	0.22	0.91	2.25	4.30	7.34
	好莱客				0.25	0.70	10.64	14.16	18.31	20.58	20.20
	金牌厨柜	6.47	9.25	13.86	15.36	17.82			0.24	1.38	3.05
	皮阿诺	4.26	5.08	6.18	7.88	10.42	0.77	1.12	1.9	2.97	3.87
	我乐家居	5.52	5.47	5.78	5.88	7.27	0.27	1.29	3.37	4.94	6.05
	合计	66.77	81.81	104.02	113.29	127.82	56.01	78.54	113.47	139.59	153.94
营收 同比增速	欧派家居	12%	14%	23%	8%	7%	35%	51%	63%	26%	25%
	索菲亚	625%	375%	43%	20%	20%	33%	33%	33%	17%	2%
	志邦家居	10%	27%	32%	3%	10%		314%	147%	91%	71%
	好莱客					182%	20%	33%	29%	12%	-2%
	金牌厨柜	17%	43%	50%	11%	16%				475%	121%
	皮阿诺	-2%	19%	22%	28%	32%	24%	45%	70%	56%	30%
	我乐家居	8%	-1%	6%	2%	24%	286%	378%	161%	47%	23%
	增速（整体法）	12%	23%	27%	9%	13%	32%	40%	44%	23%	10%

注: 尚品宅配未披露橱柜等细分品类数据, 故未在表中列示; 我乐家居定制衣柜分类含全屋定制业务收入; 好莱客定制衣柜分类含配套品收入

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

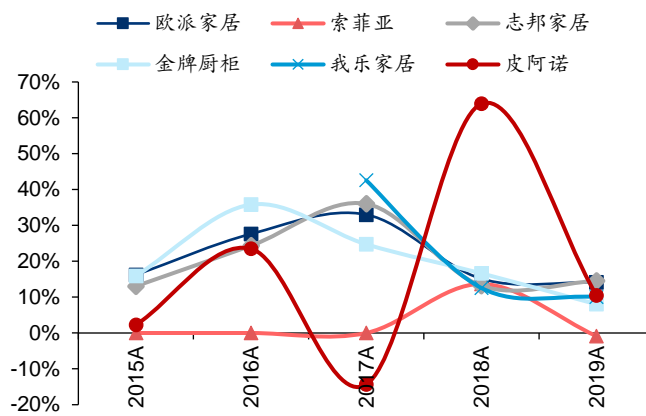
分渠道看, 精装放量趋势下, 定制家居企业积极与地产开发商合作、拓展大宗业务, 2019 年 6 家定制企业大宗业务收入同比增速均在 50% 以上, 成为收入增长的重要支撑; 反观传统零售渠道, 在地产景气下行、客流碎片化、行业竞争加剧环境下, 6 家定制家居企业零售渠道收入同比增速均不到 15%。

图表19: 主要定制家居企业大宗业务收入增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表20: 主要定制家居企业零售渠道收入增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

利润端, 2019Q1/Q2/Q3/Q4 定制家居归母净利润同比增速分别为 19%/11%/8%/26%, 2020 年一季度受疫情影响, 利润增速大幅下降至 215%。软体家居受益于主要原材料 TDI 价格持续下行, 利润端有较好表现, 2019Q1/Q2/Q3/Q4 归母净利润同比增速分别为 21%/48%/46%/241%, 其中 19Q4 利润增速大幅提升, 主要系受喜临门 18Q4 大幅计提商誉减值、基数较低所致。成品家居 2019Q1/Q2/Q3/Q4 归母净利润同比增速分别为 8%/24%/22%/47%, 利润增速整体呈现逐季修复的态势。

图表21: 主要家居企业单季度归母净利润同比增速情况

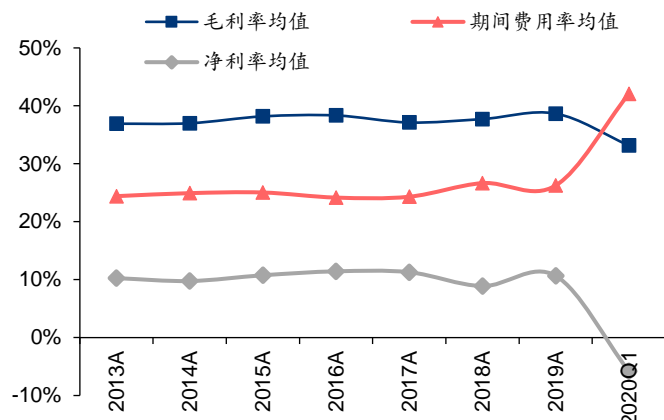
分类	证券代码	证券简称	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	2018A	2019A
定制家居	603833.SH	欧派家居	32%	33%	23%	5%	25%	13%	15%	24%	-210%	21%	17%
	002572.SZ	索菲亚	33%	22%	15%	-19%	4%	7%	2%	34%	-115%	6%	12%
	300616.SZ	尚品宅配	29%	39%	21%	6%	32%	19%	1%	5%	-589%	26%	11%
	603801.SH	志邦家居	48%	47%	20%	-13%	5%	21%	13%	39%	-241%	17%	21%
	603898.SH	好莱客	38%	76%	9%	-39%	8%	-24%	-10%	37%	-145%	10%	-5%
	603180.SH	金牌厨柜	84%	18%	30%	20%	3%	19%	8%	21%	-66%	26%	15%
	002853.SZ	皮阿诺	59%	34%	52%	21%	16%	25%	20%	29%	-74%	38%	23%
软体家居	603326.SH	我乐家居	-121%	68%	67%	-19%	116%	89%	12%	59%	230%	22%	51%
	定制家居整体情况 (整体法)		59%	36%	21%	-7%	19%	11%	8%	26%	-215%	17%	14%
	603816.SH	顾家家居	43%	7%	31%	1%	10%	23%	18%	20%	4%	20%	17%
	603313.SH	梦百合	-93%	-27%	127%	596%	1547%	124%	52%	50%	7%	19%	101%
	603008.SH	喜临门	24%	35%	-67%	-855%	-56%	87%	268%	116%	-331%	-255%	187%
	软体家居整体情况 (整体法)		9%	7%	10%	-209%	21%	48%	46%	241%	-16%	-42%	160%
成品家居	600337.SH	美克家居	33%	37%	23%	7%	6%	5%	5%	-4%	-499%	23%	3%
	603818.SH	曲美家居	12%	-47%	-64%	-315%	-58%	41%	-66%	101%	-387%	-124%	239%
	000910.SZ	大亚圣象	41%	23%	17%	-4%	10%	10%	3%	-11%	-188%	10%	-1%
	002798.SZ	帝欧家居	2215%	410%	1397%	380%	49%	48%	70%	28%	-23%	598%	49%
	603208.SH	江山欧派	-51%	20%	70%	-8%	10%	47%	96%	82%	259%	11%	71%
	成品家居整体情况 (整体法)		50%	35%	34%	-27%	8%	24%	22%	47%	-223%	13%	27%

注: 由于个别公司盈利由负转正, 因此在整体法下存在平均增长率高于所有单个公司增长率的情况

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

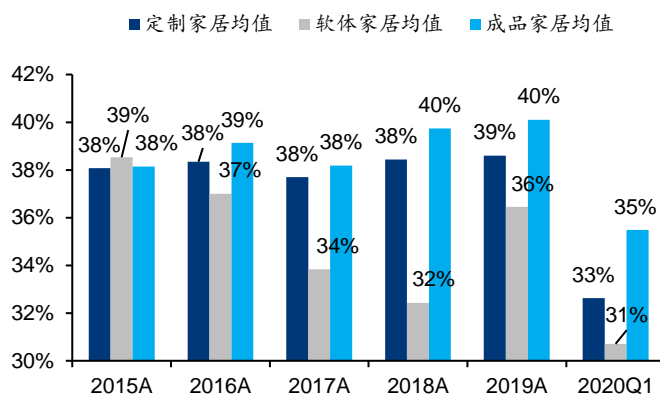
盈利能力方面, 定制家居企业挖掘内部降本增效空间, 在行业竞争加剧、低价套餐频出的情况下定制家居毛利率维持相对高位, 2019 年定制家居毛利率均值 38.6%, 同比提升约 0.2pct; 软体家居方面, 主要原材料 TDI 价格 2019 年持续下行 (据 Wind 数据, TDI 现货 19 年均价同比下跌 54%), 带动毛利率显著改善, 2019 年平均毛利率同比提升 4.0pct 至 36.4%; 成品家居平均毛利率达 40.1%, 处于历史高位。2020Q1 受疫情影响, 家居企业毛利率下滑明显, 同比下滑 3.8pct 至 33.2%。

图表22： 代表性家居企业盈利指标均值（算术平均法）



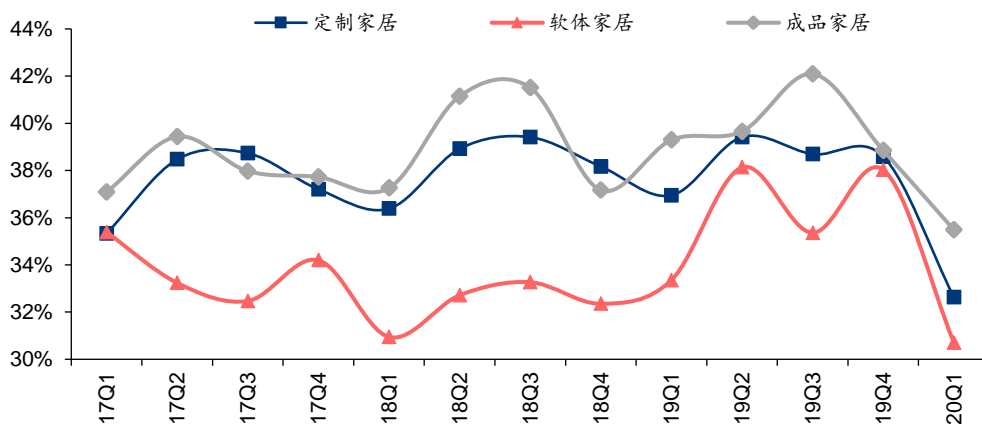
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表23： 定制、软体及成品家居企业毛利率均值差异（算术平均法）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

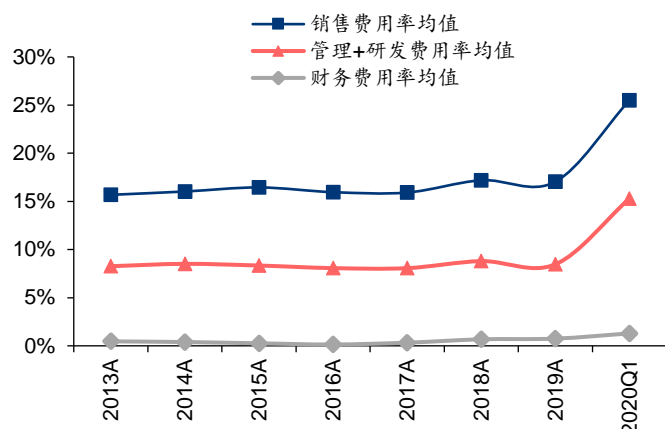
图表24： 2017 年以来代表性家居企业单季度毛利率走势图（算术平均法）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

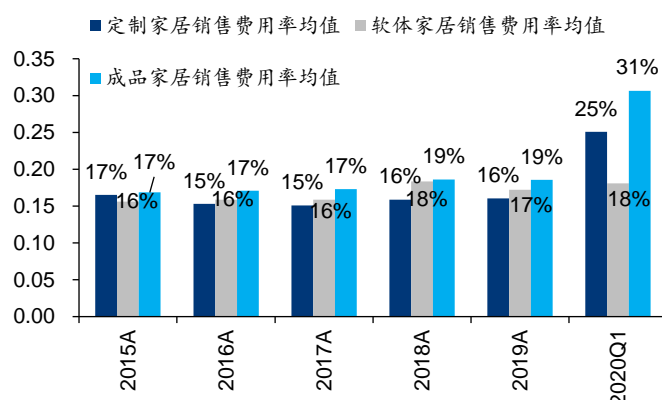
费用率方面，2019 年代表性家居企业平均期间费用率为 26.3%，同比下降 0.4 个百分点，其中销售/管理+研发/财务费用率分别为 17.0%/8.5%/0.7%，较上年同期分别变动 -0.2/-0.3/+0.1 个百分点。具体来看，定制家居 2019 年销售费用率同比提高 0.2pct 至 16.0%，分季度看，19Q1/19Q2/19Q3/19Q4/20Q1 代表性定制家居企业销售费用率分别为 21.5%/15.8%/14.6%/14.9%/25.1%，同比分别变动+1.1/-0.1/0.1/0.0/3.6pct，2019 年定制家居企业销售费用较为稳定，2020 年第一季度受疫情影响需求低迷，费用率普遍提升；2019 年软体家居销售费用率同比下降 1.1pct 至 17.2%，主要系 18 年喜临门广告费大幅增加导致基数较高所致；2019 年成品家居销售费用率较为稳定，同比持平。

图表25： 代表性家居企业费用率均值（算术平均法）



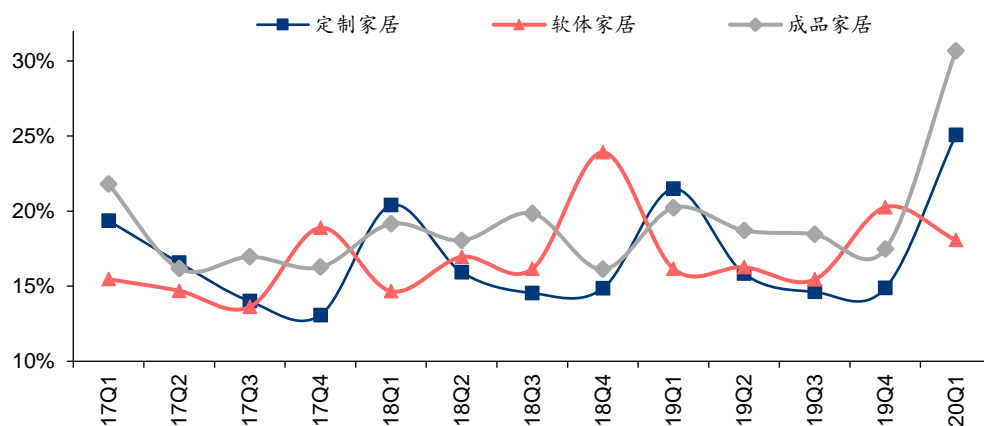
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表26： 代表性家居企业销售费用率均值（算术平均法）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

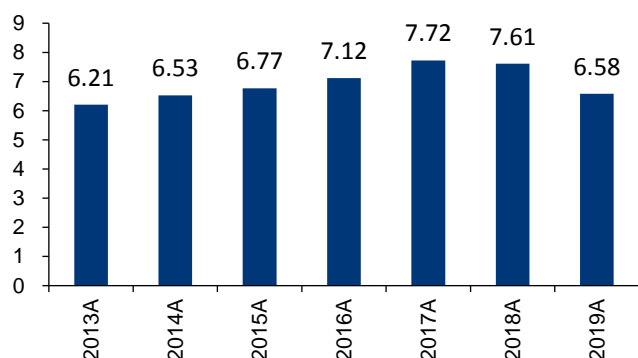
图表27： 代表性家居企业单季度销售费用率情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

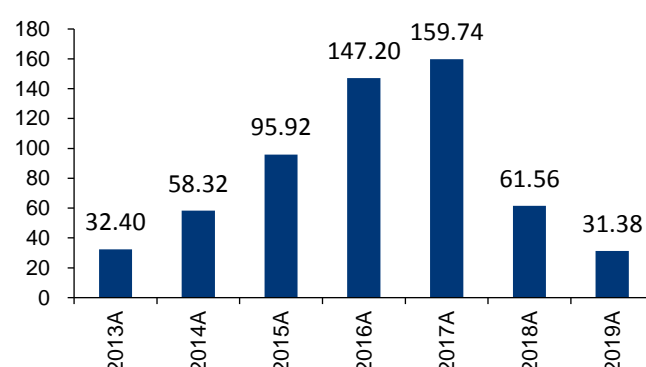
营运能力方面，2019 年代表性家居企业存货周转率平均为 6.58 次，较去年同期有显著下降 1.03 次；定制家居受益于先订单后生产的模式，存货周转率显著高于软体与成品家居，2019 年存货周转率均值 9.38 次，同比下降了 1.44 次；软体家居存货周转率平均为 4.39 次，同比减少了 0.67 次；软体家居存货周转率平均为 3.41 次，同比减少了 0.59 次。应收账款方面看，16 家代表性家居企业应收账款周转率仅喜临门、江山欧派分别同比小幅增长 0.37/0.17 次，其余企业同比均有下降，尤其是定制家居企业由于加大了大宗业务拓展力度、应收账款周转率下降较为显著。

图表28： 代表性家居企业存货周转率情况（算术平均法）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

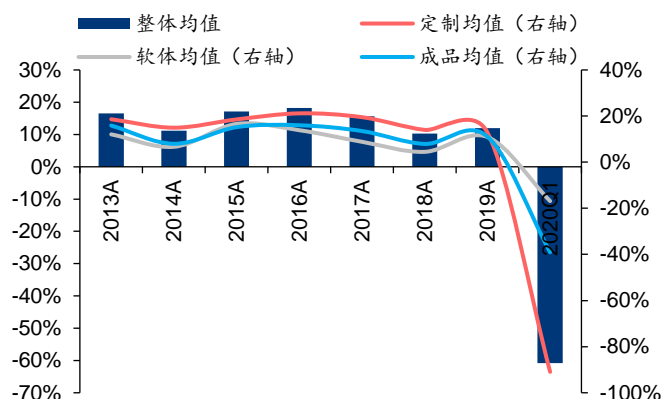
图表29： 代表性家居企业应收账款周转率情况（算术平均法）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

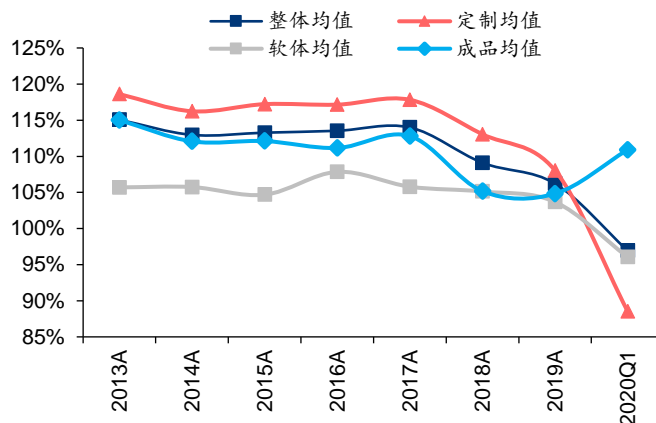
现金流方面，代表性家居企业收现比均值同比下降 2.9pct 至 106.2%，大宗业务快速发展使得现金流略有走弱；2020Q1 受新冠疫情的影响，现金流状况普遍恶化，定制家居经营性现金流净额下滑最为明显。预收账款角度看，2019 年代表性家居企业预收账款同比增长 13.2% 至 70.0 亿元，其中定制家居预收账款同比增长 2.9% 至 41.4 亿元，软体家居预收账款同比增长 39.4% 至 16.9 亿元，成品家居预收账款同比增长 23.4% 至 11.7 亿元；2020Q1 新冠疫情期间，尽管企业加大线上营销活动、积极锁定客户，但订单较去年同期预计仍有下滑，2020Q1 预收账款同比下降 2.2%。

图表30： 代表性家居企业经营活动产生的现金流占营收比重（算术平均）



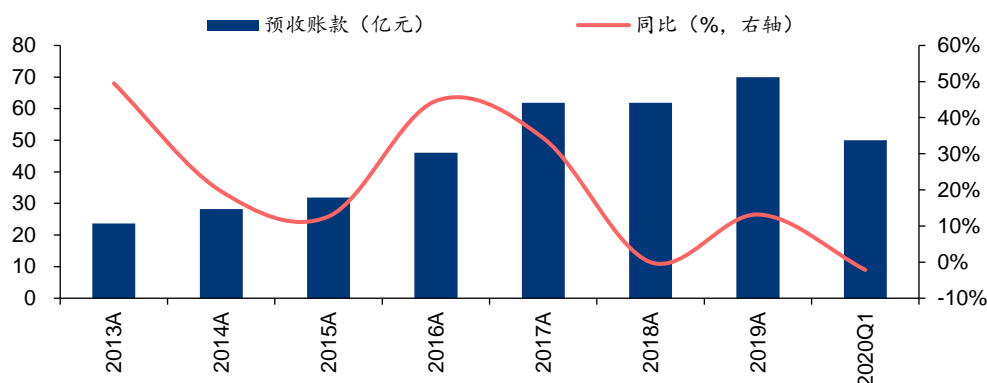
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表31： 代表性家居企业收现比（算术平均）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

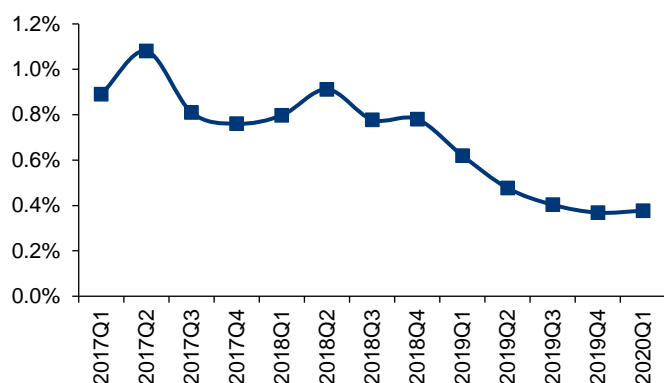
图表32： 代表性家居企业预收账款情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

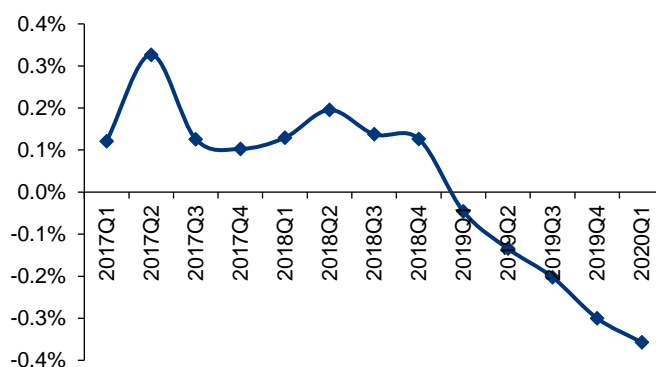
从机构持仓角度看，受地产销售持续下行，叠加疫情的影响，市场对家居等地产后周期行业持仓仍然处于低位，家用轻工板块 2020Q1 持仓占比 0.38%，环比 19Q4 提升 0.01pct，基本持平；超配比例降至-0.36%，为近 5 年来最低；从个股来看，江山欧派为家居行业中持有基金数最多（24 只），尚品宅配为公募基金持股占流通股比例最高（8.9%）的企业。

图表33: 家用轻工行业各季度公募基金重仓持股仓位情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表34: 家用轻工行业各季度超配比例



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表35: 2020 年一季度公募基金家具板块持股情况

代码	公司	申万三级行业	持有基金数	持股总量 (万股)	季报持仓变动 (万股)	持股占流通股 (%)	持股总市值 (万元)	持股占基金 净值比 (%)	持股占基金 股票投资 (%)
603208.SH	江山欧派	家具	24	353.47	204.19	4.37	27,895.70	0.0113	0.0156
603816.SH	顾家家居	家具	16	758.80	-538.82	1.30	26,648.96	0.0108	0.0149
002572.SZ	索菲亚	家具	15	2,310.71	-396.64	3.63	41,546.59	0.0168	0.0232
603833.SH	欧派家居	家具	14	378.18	-27.05	0.90	35,764.61	0.0144	0.0199
000910.SZ	大亚圣象	家具	10	1,847.44	1,126.28	3.38	20,211.01	0.0082	0.0113
300616.SZ	尚品宅配	家具	8	1,145.97	113.64	8.89	76,665.23	0.0310	0.0428
603801.SH	志邦家居	家具	6	305.52	107.38	2.78	6,229.55	0.0025	0.0035
603008.SH	喜临门	家具	4	343.67	-249.62	0.89	4,144.61	0.0017	0.0023
603313.SH	梦百合	家具	4	215.79	-78.03	0.64	3,847.48	0.0016	0.0021
603221.SH	爱丽家居	家具	3	0.35	0.35	0.01	6.00	0.0000	0.0000
603898.SH	好莱客	家具	2	49.12	49.12	0.16	686.70	0.0003	0.0004
002853.SZ	皮阿诺	家具	1	0.77	0.77	0.01	13.17	0.0000	0.0000
603180.SH	金牌厨柜	家具	1	3.04	-8.79	0.17	176.47	0.0001	0.0001
603661.SH	恒林股份	家具	1	0.21	0.21	0.01	7.27	0.0000	0.0000

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

展望后续, 我们认为疫情短期冲击不改全年地产竣工回暖+精装房放量趋势, 随着房企加速赶工, 精装修产业链订单有望迅速恢复, 工装业务企业收入仍有望维持快速增长; 零售端看, 考虑到家居需求具有较强韧性, 且家居企业在疫情期间加大线上营销力度、提前锁定客户, 我们认为随着疫情有效控制后小区进出限制放松、居民装修恢复, 需求有望边际改善, 前期订单也有望逐步兑现到报表端; 外贸方面, 新冠疫情自 3 月在海外加速扩散, 若二季度海外疫情无法得到有效控制, 预计部分外销订单延期交付、订单取消对外贸型企业的影响或将在二季度开始逐步显现, 建议持续关注海外疫情发展情况。

造纸：疫情冲击需求，纸价与盈利再度承压

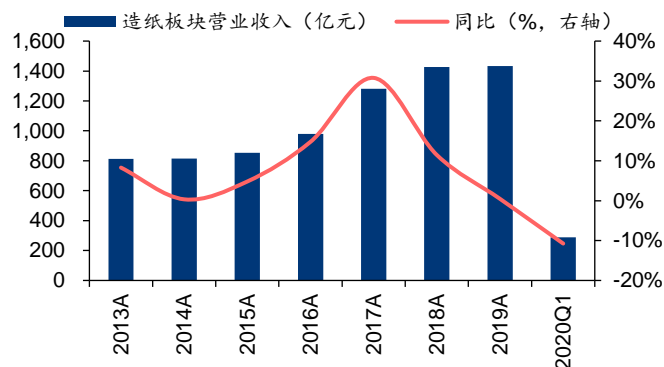
2019 年随着经济增长持续放缓、造纸下游需求疲软，供需格局有所走弱，纸价同比普遍下跌，据卓创资讯数据，2019 年箱板纸/瓦楞纸均价同比下跌 16%/19%，铜版纸/双胶纸均价同比下跌 16%/14%，主要原材料国废黄板纸/针叶浆/阔叶浆均价同比下跌 20%/25%/21%。受纸价下跌拖累，企业营收增速普遍放缓，2019 年造纸板块 21 家企业共实现营收 1434 亿元，同比增长 0.5%；行业景气下行，盈利状况持续下滑，造纸板块 2019 年实现归母净利 79 亿元，同比下滑 29.6%。2020 年新冠疫情再度冲击造纸行业下游需求，2020Q1 造纸板块营收同比下滑 10.8%至 288 亿元，归母净利润同比增长 11.32%至 17.51 亿元，主要系文化纸企业受益于原材料木浆价格同比大幅下降、盈利能力同比显著提升所致。

图表36：主要纸种均价及同比情况

	箱板纸	瓦楞纸	国废黄板纸	铜版纸	双胶纸	进口针叶浆	进口阔叶浆	进口本色浆	灰底白板纸	白卡纸
19Q1	4570	3848	2204	5510	5873	5638	5463	5956	4353	4979
19Q2	4227	3487	2128	5704	6086	5158	4908	5189	4200	5400
19Q3	3909	3247	1928	5743	6044	4611	4034	4550	4020	5265
19Q4	4063	3374	2011	6042	6250	4538	3803	4367	4036	5613
2019A	4195	3491	2069	5744	6060	4995	4567	5028	4159	5260
20Q1	4300	3619	2169	6006	6209	4495	3749	4364	4313	5882
19Q1	-3%	-2%	4%	-4%	-6%	1%	5%	-2%	-2%	-10%
19Q2	-8%	-7%	-9%	1%	-1%	-11%	-18%	-12%	-4%	-3%
19Q3	-25%	-30%	-35%	-15%	-13%	-31%	-33%	-34%	-15%	-3%
19Q4	-10%	-13%	-8%	-4%	-4%	-28%	-33%	-36%	-8%	6%
2019A	-16%	-19%	-20%	-16%	-14%	-25%	-21%	-28%	-10%	-10%
20Q1	-6%	-6%	-2%	9%	6%	-20%	-31%	-27%	-1%	18%

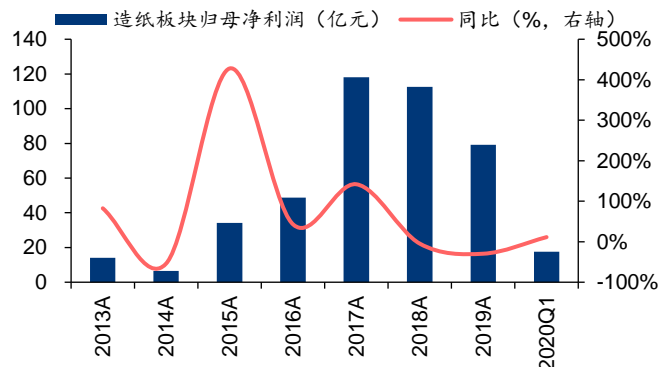
资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

图表37：造纸板块营业收入合计（申万分类）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

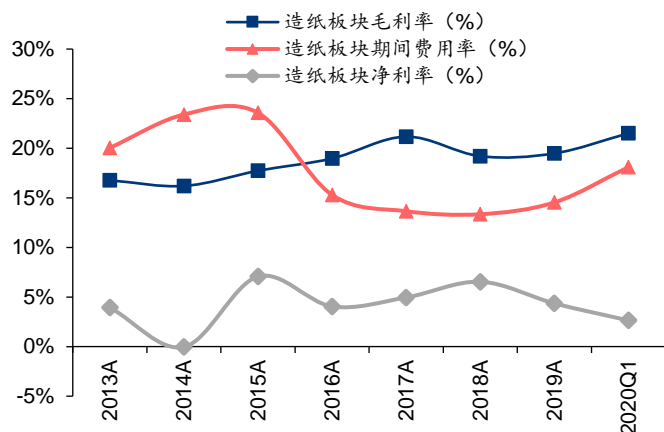
图表38：造纸板块归母净利润合计（申万分类）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

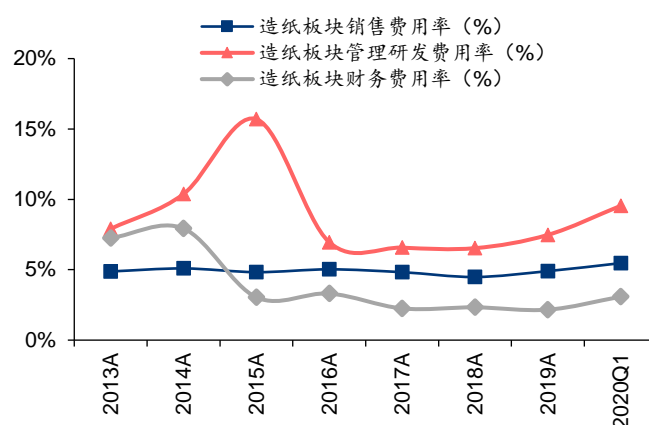
盈利能力方面，2019 年造纸板块毛利率均值为 19.5%，同比回升 0.3 个百分点；行业平均期间费用率为 14.5%，较上年同期提升 1.1 个百分点，其中销售/管理研发/财务费用率分别为 4.9%/7.5%/2.2%，较上年同比变动+0.4/+0.9/-0.2 个百分点；实现净利率 4.4%，较上年同期下降 2.2 个百分点。

图表39: 造纸板块盈利指标 (算术平均法)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

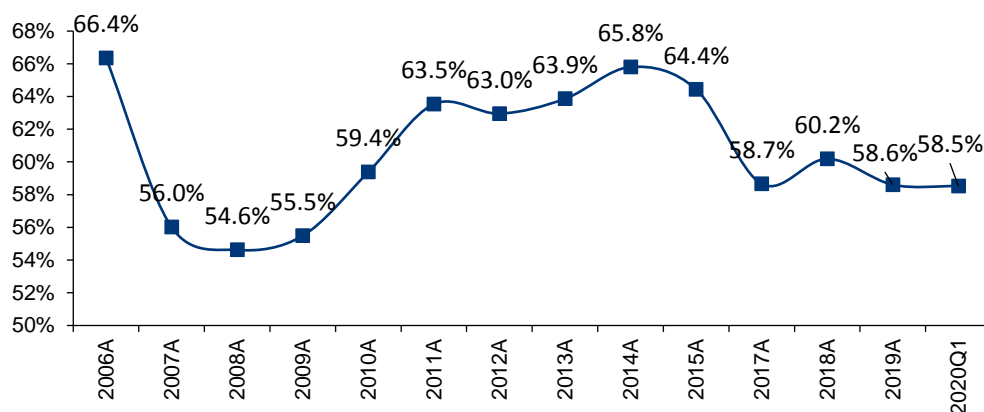
图表40: 造纸板块期间费用率 (算术平均法)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

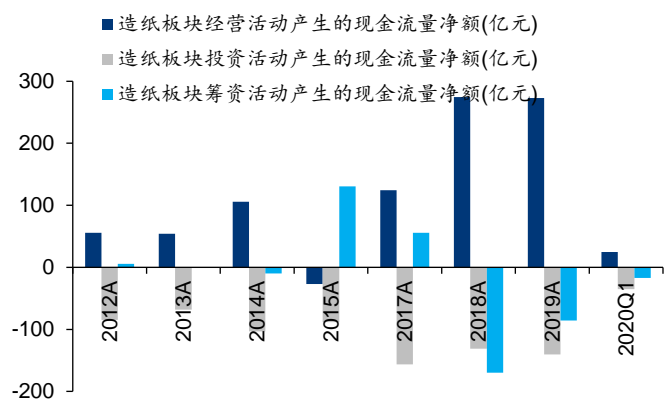
板块资产负债率略有下降, 经营性净现金流处于高位, 同比基本持平。截至 2019 年末造纸板块资产负债率为 58.6%, 较 2018 年下降 0.6 个百分点。现金流方面, 2019 年板块经营现金净流入 273 亿元, 同比基本持平, 仍处于高位; 投资性现金净流出 141 亿元, 净流出同比增长 7.2%, 投资性现金净流出增加显著的有太阳纸业、中顺洁柔。2019 年代表性造纸企业资本开支占投资支出比重下滑 2 个百分点至 66%。

图表41: 造纸板块资产负债率均值 (整体法)



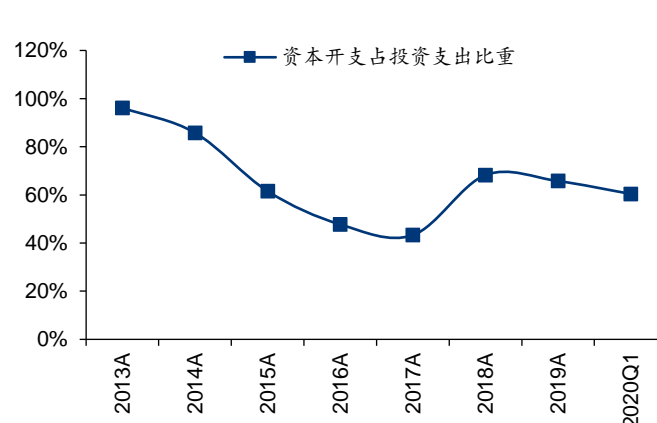
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表42: 造纸板块现金流情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表43: 代表性企业资本开支占投资支出比重均值 (算术平均法)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

个股层面，生活用纸企业中顺洁柔由于需求端韧性较强、原材料木浆价格持续下行，盈利归母净利同比大幅增长 48%；在行业景气下行的背景下太阳纸业作为龙头企业业绩仍然较为稳健：

中顺洁柔：2019 年中顺洁柔营收同比增长 16.8%至 66.35 亿元，归母净利润同比增长 48.4%至 6.04 亿元；扣非归母净利同比增长 50.0%至 5.89 亿元。2020Q1 营收同比增长 8.5%至 16.7 亿元，归母净利同比增长 48.7%至 1.83 亿元，疫情之下业绩表现仍然亮眼。受益于公司产品结构升级以及原材料成本跌价，2019 年毛利率同比大幅提升 5.39pct 至 39.95%。公司主要原材料木浆价格自 2018 年 11 月以来持续回落，据卓创资讯，2019 年针叶浆/阔叶浆价格分别同比下跌 25%/21%，20Q1 均价同比分别下跌 20%/31%，环比 19Q4 均价基本持平。我们预计随着前期高价纸浆库存消化，公司盈利弹性有望持续显现。此外，疫情有望提升居民卫生意识、催化生活用纸需求；同时 19 年新推出的个护品牌“朵蕾蜜”，实现营收 322 万元，毛利率达 39%，未来有望成为收入新增长点。

太阳纸业：2019 年太阳纸业实现营业收入 227.6 亿元，同比增长 4.6%，归母净利润 21.8 亿元，同比下降 2.7%，扣非后净利润 21.0 亿元，同比下降-5.1%。造纸板块销量为 362 万吨，同比增长 21.9%，实现营收 165.9 亿元，同比增长 4.5%，根据我们测算，2019 年造纸业务综合吨毛利为 1129.6 元/吨。分纸种来看，据卓创资讯数据，木浆系纸价在 2019Q1 触底后持续回升，Q4 双胶纸/铜版纸均价环比增长 6.4%和 9.6%；原材料木浆价格自 2019 年 3 月开始高位下跌，2019Q4 进口针叶浆和阔叶浆均价环比下跌 28.1%和 32.8%。废纸系纸价于 2019Q3 触底后开启旺季回升，Q4 箱板纸/瓦楞纸均价环比分别提升 3.9%和 3.9%。公司持续推进林浆纸一体化战略，2019 年公司老挝 120 万吨造纸项目中的 40 万吨再生纤维浆板生产线投产运行、80 万吨高档包装纸板项目启动实施；兖州本部 45 万吨特色文化用纸项目开工。广西北海 350 万吨林浆纸一体化项目已于 2020 年初取得环评。长期来看，林浆纸一体化战略下新增产能释放以及原材料自给比例提升将持续驱动公司业绩增长。

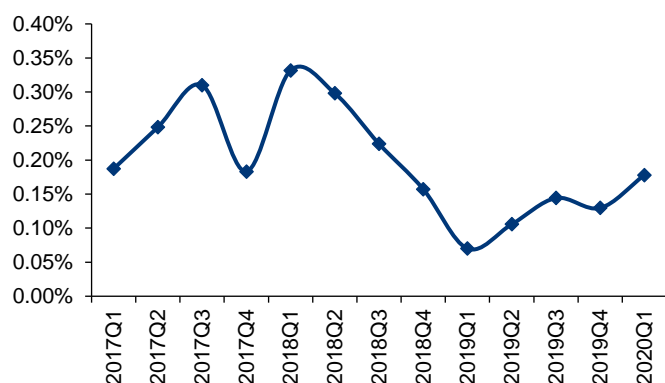
图表44： 代表性造纸企业 2019 年主要财务指标

公司代码	公司简称	营业收入 (亿元)	营收同比增速 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润同 比增速 (%)	ROE	毛利率	净利率	期间费用率
000488.SZ	晨鸣纸业	303.95	5%	16.57	-34%	7%	28%	6%	21%
600567.SH	山鹰纸业	232.41	-5%	13.62	-57%	10%	19%	6%	13%
002078.SZ	太阳纸业	227.63	5%	21.78	-3%	16%	23%	10%	11%
600308.SH	华泰股份	135.39	-8%	6.8	-5%	9%	14%	5%	8%
600966.SH	博汇纸业	97.4	17%	1.34	-48%	3%	15%	1%	12%
600963.SH	岳阳林纸	71.06	1%	3.13	-14%	4%	19%	4%	13%
002511.SZ	中顺洁柔	66.35	17%	6.04	48%	16%	40%	9%	28%
002067.SZ	景兴纸业	52.51	-12%	1.89	-44%	4%	11%	4%	10%
600103.SH	青山纸业	26.7	-7%	1.28	-18%	4%	18%	5%	13%
000488.SZ	晨鸣纸业	303.95	5%	16.57	-34%	7%	28%	6%	21%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

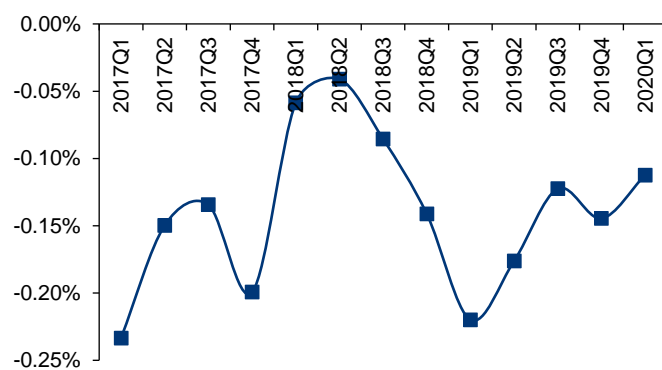
从机构持仓角度看，受造纸业下游需求持续疲软、行业景气度下行影响，板块基金重点持仓仓位自 2018Q1 以来连续 4 个季度持续下降，19Q1 持仓占比 0.07%达到低位，此后持仓比例逐步修复，2020Q1 达到 0.18%，超配比率提升至-0.11%。从个股来看，A 股唯一生活用纸企业中顺洁柔为造纸行业中持有基金数最多（60 只）的企业，太阳纸业为公募基金持股占流通股比例最高（6.9%）的企业，此外金光纸业要约收购博汇纸业有望带动行业集中度快速提升，2020Q1 博汇纸业基金增持较为明显。

图表45: 造纸行业各季度公募基金重仓持股仓位情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表46: 造纸行业各季度超配比例



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表47: 2020 年一季度公募基金造纸板块持股情况

代码	公司	申万三级行业	持有基金数	持股总量 (万股)	季报持仓变动 (万股)	持股占流通股 (%)	持股总市值 (万元)	持股占基金 净值比 (%)	持股占基金 股票投资 (%)
002511.SZ	中顺洁柔	造纸Ⅲ	60	7,191.66	3,734.96	5.68	121,898.58	0.0492	0.0680
002078.SZ	太阳纸业	造纸Ⅲ	26	17,836.26	281.87	6.94	156,602.40	0.0632	0.0873
600966.SH	博汇纸业	造纸Ⅲ	19	4,513.13	4,513.13	3.38	35,337.82	0.0143	0.0197
600567.SH	山鹰纸业	造纸Ⅲ	6	1,072.69	-1,880.09	0.23	3,282.43	0.0013	0.0018
000488.SZ	晨鸣纸业	造纸Ⅲ	2	149.68	149.68	0.09	715.45	0.0003	0.0004
600963.SH	岳阳林纸	造纸Ⅲ	2	35.98	-0.84	0.03	170.91	0.0001	0.0001
002521.SZ	齐峰新材	造纸Ⅲ	1	96.02	-11.59	0.23	505.05	0.0002	0.0003
600308.SH	华泰股份	造纸Ⅲ	1	117.91	-41.26	0.10	497.56	0.0002	0.0003

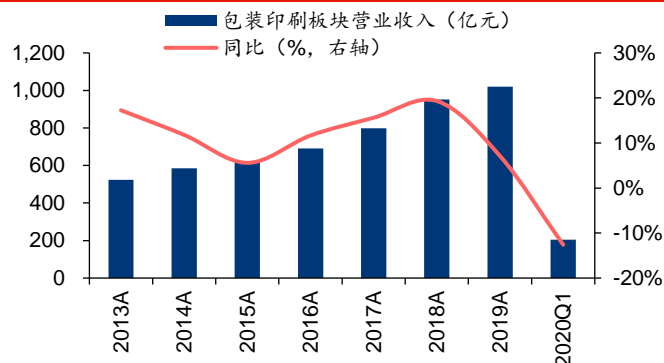
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

展望后续, 新冠疫情使得造纸行业整体需求受到抑制, 包装纸方面, 需求走弱叠加龙头纸企新增产能投产, 供需格局进一步弱化, 纸价短期仍存在下行压力; 文化纸方面, 新增产能投放缓慢, 行业供需格局较为稳定, 随着学校逐步开学、教辅需求回升, 需求端有望边际改善, 但考虑到库存高位压力, 预计纸价仍存下行风险, 盈利端看原材料木浆价格中枢下移有望对企业盈利形成一定支撑。生活用纸方面, 作为必选消费品, 生活用纸需求稳健, 且居民个人卫生习惯提升有望进一步拉动纸巾等生活用纸产品日常使用需求的上升, 原材料木浆价格的持续下降也将有助于企业盈利进一步提升, 全年业绩或有较好表现。

包装：原材料价格回落，关注需求边际改善情况

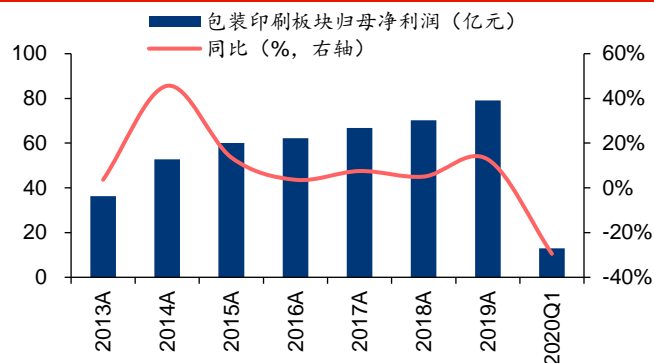
2019 年 38 家包装印刷企业共实现营收 1020 亿元，同比增长 7.1%；实现归母净利 79 亿元，同比增长 12.7%。2020 年一季度包装印刷企业营收同比下降 12.6%至 205 亿元，归母净利润同比下降 29.5%至 13 亿元。

图表48： 包装印刷板块营业收入合计（申万分类）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

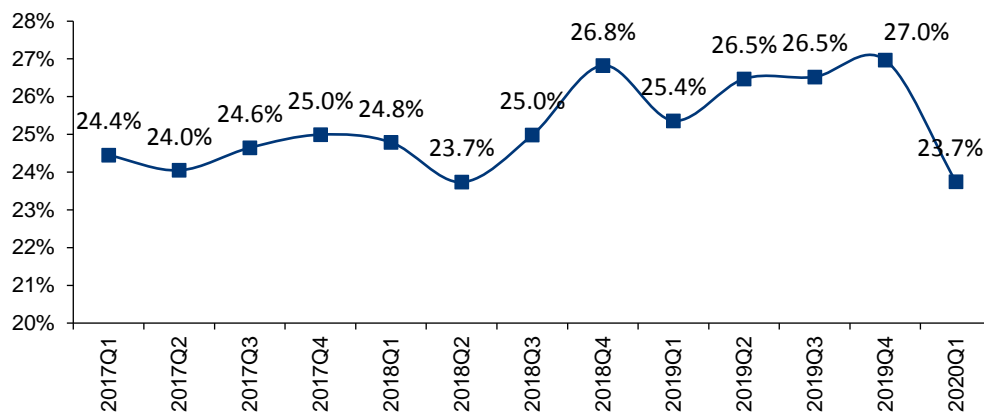
图表49： 包装印刷板块归母净利润合计（申万分类）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

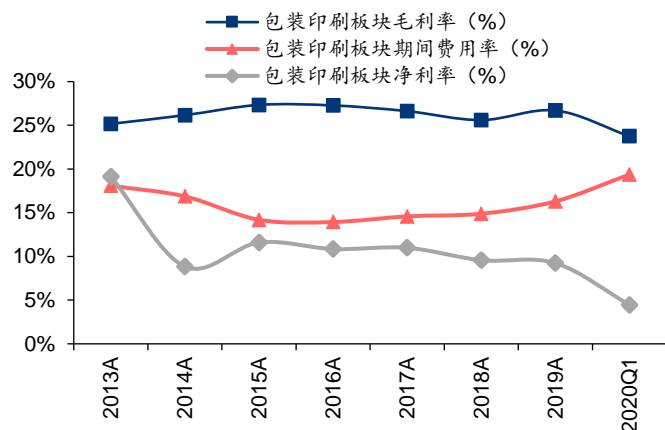
受益于原材料包装纸价格持续下行，2019 年包装板块单季度毛利率逐季提升，19Q1/Q2/Q3/Q4 分别为 25.4%/26.5%/26.5%/27.0%，2020Q1 受全球范围内的疫情影响，毛利率迅速下滑至 2018Q2 以来低位。2019 年造纸行业平均期间费用率为 16.3%，较上年同期上升 1.4 个百分点，其中销售/管理/财务费用率分别为 4.9%/10.2%/1.2%，较上年同期变化+0.3/+1.1/+0.1 个百分点；实现净利率 9.2%，同比下滑 0.3 个百分点。

图表50： 包装板块 2017 年以来单季度毛利率走势图



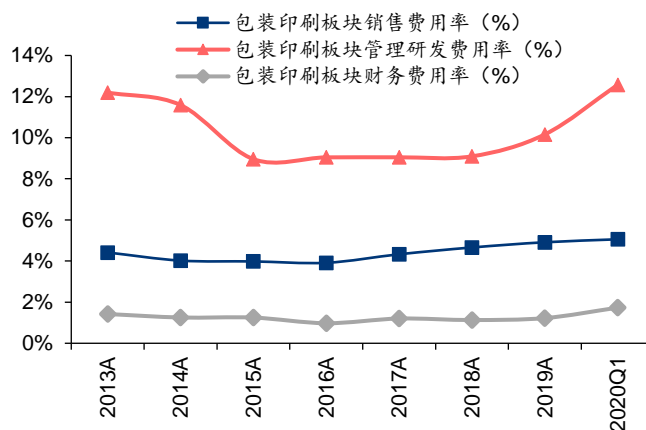
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表51: 包装印刷板块盈利能力 (算术平均法)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表52: 包装印刷板块期间费用率 (算术平均法)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

行业供给侧改革、疫情加速中下企业出清有望推动订单向龙头企业集中, 纸包装龙头裕同科技以及烟标龙头劲嘉股份等企业业绩稳健增长:

裕同科技: 2019 年裕同科技实现营收 98.45 亿元, 同比增长 14.77%; 实现归母净利润 10.45 亿元, 同比增长 10.51%。疫情期间, 20Q1 实现营收 18.23 亿元, 同比增长 2.14%, 实现归母净利润 1.42 亿元, 同比下滑 7.86%, 表现出经营的稳健性。分业务看, 主要业务精品盒 2019 年下半年实现收入 44.4 亿元, 同比增长 19.0%, 彩盒业务增速回暖。盈利方面, 2019 年公司 Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现净利率 8.6%/7.5%/11.7%/12.5%, 二季度开始盈利能力逐季提升。我们预计随着产能持续爬坡以及智能化生产线的推进, 公司盈利能力仍有提升空间。此外, 2020 年 4 月 7 日公司 14 亿可转债正式发行, 原股东获配 1174 万张 (占比 83.86%), 彰显原股东对公司的发展信心。募集资金主要用于建设宜宾环保纸塑项目、许昌智能工厂项目, 以及扩建越南和印尼生产线, 随着产能布局逐步完善, 长期成长值得期待。

劲嘉股份: 2019 年劲嘉股份实现营收 39.89 亿元, 同比增长 18.2%, 增速达到 2009 年以来高点; 实现归母净利润 8.77 亿元, 同比增长 20.9%; 扣非后归母净利润 8.59 亿元, 同比增长 24.1%。2019 年烟标营收同比增长 8.4%, 受益于行业良性发展, 烟标业务有望稳健增长; 酒包方面, 申仁包装年产 15 万吨白酒纸包装及 20 万箱烟标生产改扩建项目稳步推进, 与五粮液合资公司已开展经营工作, 酒包配套能力有望进一步提升。此外, 公司取得英美烟草、悦刻等品牌新型烟草产品包装供应商资格, 推动电子产品包装快速发展; 新型烟草布局初见成效, 19 年新型烟草营收同比增长 250.0%至 1817 万元。疫情影响下中小企业经营压力加大, 公司有望借势加强投资并购统筹, 围绕包装产业链以及新型烟草等新兴业务进行扩充, 进一步巩固竞争优势。

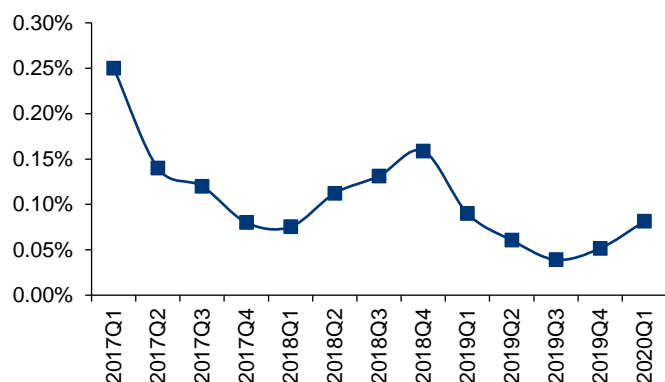
图表53： 代表性包装印刷企业 2019 年主要财务指标

公司代码	公司简称	营业收入 (亿元)	营收同比增速 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润同 比增速 (%)	ROE	毛利率	净利率	期间费用率
002228.SZ	合兴包装	110.97	-9%	2.67	14%	9%	13%	3%	10%
002831.SZ	裕同科技	98.45	15%	10.45	11%	17%	30%	11%	17%
002701.SZ	奥瑞金	93.69	15%	6.83	203%	12%	24%	7%	14%
600210.SH	紫江企业	92.11	2%	4.94	14%	11%	20%	6%	14%
002191.SZ	劲嘉股份	39.89	18%	8.77	21%	13%	42%	24%	15%
002303.SZ	美盈森	33.92	4%	5.35	33%	11%	32%	16%	18%
601515.SH	东风股份	31.73	-5%	4.12	-45%	10%	41%	13%	18%
002014.SZ	永新股份	26.00	11%	2.69	19%	15%	24%	11%	12%
002243.SZ	通产丽星	21.50	57%	5.36	553%	17%	37%	26%	21%
002565.SZ	顺灏股份	17.34	-16%	-1.98	-296%	-10%	27%	-11%	23%
002117.SZ	东港股份	14.96	-3%	2.67	4%	16%	41%	18%	21%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

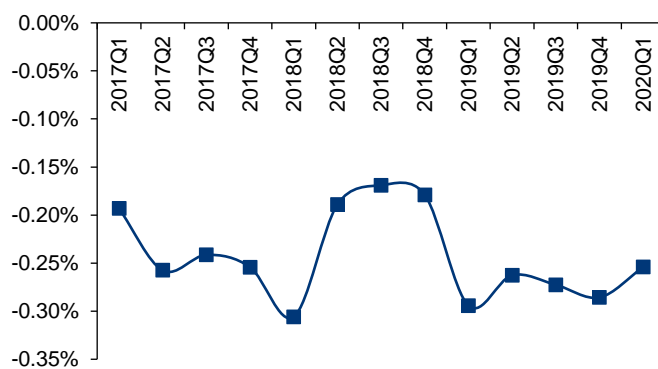
从机构持仓角度看，2020 年一季度包装板块公募基金持仓占比为 0.08%，季度环比提升 0.03pct，超配比例为-0.25%。从个股来看，纸包装龙头与新型烟草关注度较高，裕同科技为包装印刷行业中持有基金数最多的企业（14 只），集友股份位居第二（12 只）。

图表54： 包装行业各季度公募基金重仓持股仓位情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表55： 包装行业各季度超配比例



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表56： 2020 年一季度公募基金包装板块持股情况

代码	公司	申万三级行业	持有基金数	持股总量 (万股)	季报持仓变动 (万股)	持股占流通股 (%)	持股总市值 (万元)	持股占基金 净值比 (%)	持股占基金 股票投资 (%)
002831.SZ	裕同科技	包装印刷Ⅲ	14	4,113.93	2,027.88	4.70	90,522.04	0.0365	0.0505
603429.SH	集友股份	包装印刷Ⅲ	12	633.63	393.56	2.56	22,310.79	0.0090	0.0124
002803.SZ	吉宏股份	包装印刷Ⅲ	4	626.08	381.08	5.31	17,204.56	0.0069	0.0096
002701.SZ	奥瑞金	包装印刷Ⅲ	3	489.95	-660.88	0.21	1,974.48	0.0008	0.0011
002014.SZ	永新股份	包装印刷Ⅲ	2	1,381.04	19.79	2.76	12,774.65	0.0052	0.0071
002191.SZ	劲嘉股份	包装印刷Ⅲ	2	11.91	-174.21	0.01	109.70	0.0000	0.0001
002585.SZ	双星新材	包装印刷Ⅲ	1	132.55	132.55	0.16	670.70	0.0003	0.0004
601515.SH	东风股份	包装印刷Ⅲ	1	27.20	27.20	0.02	162.38	0.0001	0.0001

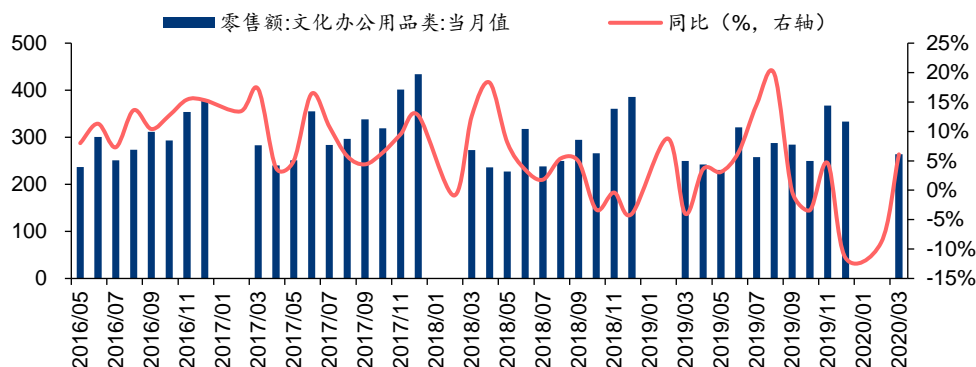
资料来源：Wind，华泰证券研究所

展望后续，疫情冲击电子、家电等包装主要下游行业需求，包装企业营收短期或将承压；但中长期看，疫情有望加速中小企业被动出清，而行业龙头有望凭借疫情期间准时交付、生产设备高自动化等优势在此阶段快速抢占市场份额，建议关注低估值龙头布局机会。

消费轻工：必选消费品消费韧性凸显，稳健增长可期

文化办公用品作为必选消费品，消费需求较为稳健，2019 年文化办公用品零售额同比增速分别为 3.3%，增速较 2018 年提升 0.3pct；2020 年一季度在新冠疫情冲击下，一季度文化办公用品零售额同比仅下滑 3.4%，其中 3 月零售额同比增速已迅速转正至 6.1%，凸显出文化办公用品作为必选消费品较强的消费韧性。

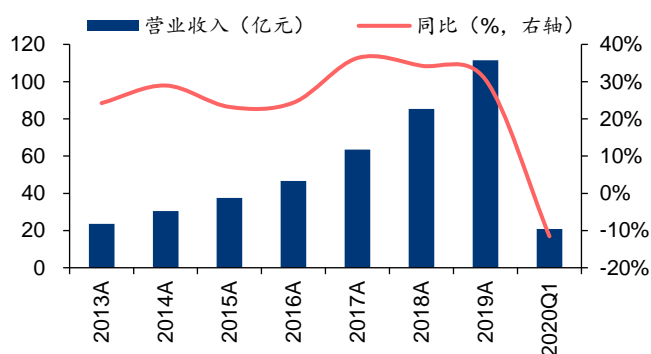
图表57：文化办公用品类零售额当月值及同比增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

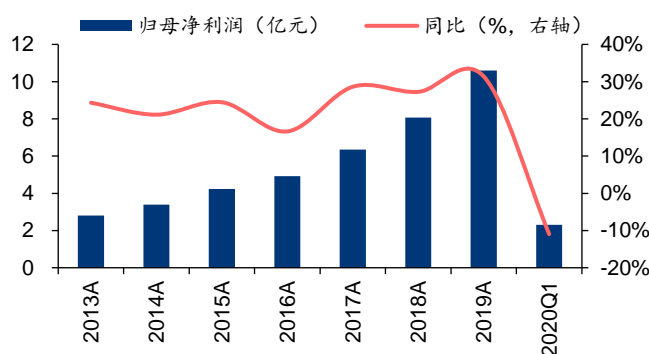
晨光文具：2019 年延续优质稳健增长，营收同比增长 30.5%至 111.41 亿元，归母净利润同比增长 31.4%至 10.60 亿元；扣非归母净利润同比增长 34.1%至 10.05 亿元。分季度看，2019Q1/Q2/Q3/Q4 营收同比增速分别为 28%/28%/33%/32%，归母净利润同比分别增长 26%/25%/32%/42%。根据公司 2020 年股权激励计划，公司层面的业绩考核指标为以 2019 年度为基数，2020-2022 年营业收入增速分别不低于 15%/45%/75%，归母净利润增速分别不低于 10%/34%/66%，彰显出公司对未来发展的信心。2020 年一季度新冠疫情影响下学校开学普遍延迟，使得公司零售渠道客流大幅减少，目前国内疫情已逐步得到有效控制，我们预计随着各省市大中小学开学工作有序推进，后续公司传统零售渠道经营有望逐步恢复。

图表58：晨光文具 2013 年以来营业收入及增速

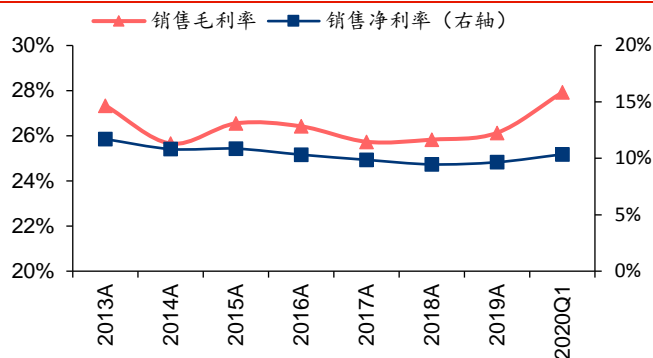


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

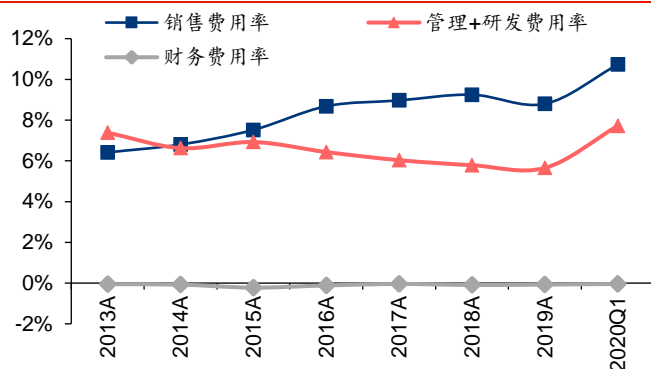
图表59：晨光文具 2013 年以来归母净利润及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

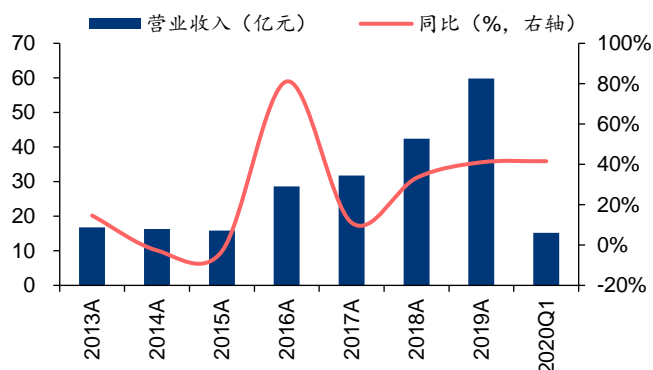
图表60: 晨光文具 2013 年以来销售净利率、毛利率情况

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

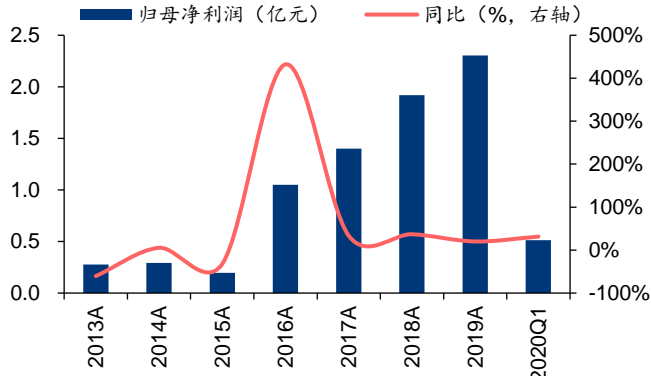
图表61: 晨光文具 2013 年以来各项费用率情况

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

齐心集团: 公司 2019 年营收同比增长 41.0%至 59.81 亿元, 归母净利润同比增长 20.1%至 2.30 亿元。2020 年一季度疫情影响下仍实现较好发展, 20Q1 营收同比增长 41.6%至 15.22 亿元, 归母净利同比增长 31.4%至 5132 万元, 扣非归母净利同比增长 39.0%至 4816 万元。文化办公用品需求偏刚性, 我们认为疫情对政企全年采购总量影响有限, 2020 年公司在存量客户份额提升基础上, 新中标客户也有望逐步放量, 驱动办公集采业务规模持续高增长; 公司将加强 MRO、员工福利等高利润率业务拓展力度, 在带来收入增量同时带动盈利能力稳步提升。此外, 好视通云视频在疫情期间向用户提供免费会议系统, 积累了众多企业级免费客户, 随着客户逐渐转化为付费用户, 也将支撑银澎云业务快速发展。

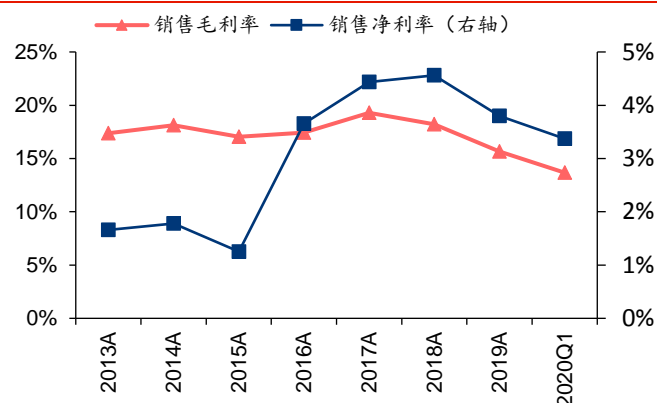
图表62: 齐心集团 2013 年以来营业收入及增速

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

图表63: 齐心集团 2013 年以来归母净利润及增速

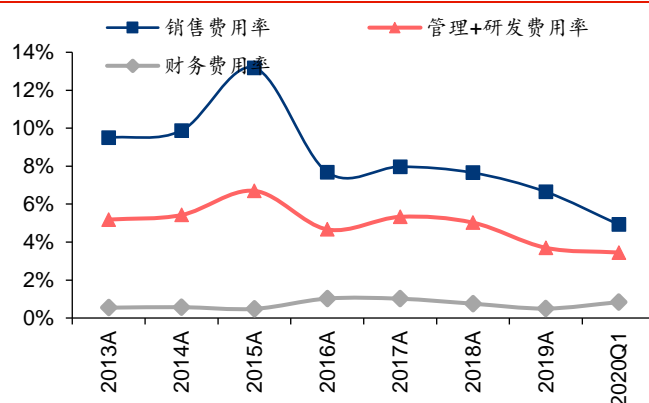
资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

图表64： 齐心集团 2013 年以来销售净利率、毛利率情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表65： 齐心集团 2013 年以来各项费用率情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

展望后续，受阳光化采购政策影响，政府央企阳光化采购加速推进，办公用品集采单位增多、采购品类持续丰富，办公集采行业仍有望延续快速增长。疫情短期影响企业办公采购节奏，但预计对全年采购总量影响有限，同时防疫类物资集采亦有望形成一定收入增量，建议持续关注集采 SKU 丰富、物流配送体系完善、具备电商化对接平台的品牌企业。

投资建议：关注家居工装主线及需求稳健的必选消费品

家居方面，我们认为疫情短期冲击不改全年地产竣工回暖+精装房放量趋势，随着房企加速赶工，精装修产业链订单有望迅速恢复，工装业务企业收入仍有望维持快速增长；零售端看，考虑到家居需求具有较强韧性，且家居企业在疫情期间加大线上营销力度、提前锁定客户，我们认为随着疫情有效控制后小区进出限制放松、居民装修恢复，需求有望边际改善，前期订单也有望逐步兑现到报表端；外贸方面，新冠疫情自 3 月在海外加速扩散，若二季度海外疫情无法得到有效控制，预计部分外销订单延期交付、订单取消对外贸型企业的影响或将在二季度开始逐步显现，建议积极关注海外疫情发展情况。重点推荐帝欧家居、江山欧派、欧派家居、顾家家居。

包装印刷方面，疫情冲击电子、家电等包装主要下游行业需求，包装企业营收短期或将承压；但中长期看，疫情有望加速中小企业被动出清，而行业龙头有望凭借疫情期间准时交付、生产设备高自动化等优势在此阶段快速抢占市场份额，建议关注低估值龙头布局机会。建议关注受益 5G 换机、消费电子景气回暖的彩盒包装龙头裕同科技、以及受益卷烟稳健发展、大包装布局持续推进的烟标龙头劲嘉股份。

造纸方面，新冠疫情使得造纸行业整体需求受到抑制，包装纸方面，需求走弱叠加龙头纸企新增产能投产，供需格局进一步弱化，纸价短期仍存在下行压力；文化纸方面，新增产能投放缓慢，行业供需格局较为稳定，随着学校逐步开学、教辅需求回升，需求端有望边际改善，但考虑到库存高位压力，预计纸价仍存下行风险，盈利端看原材料木浆价格中枢下移有望对企业盈利形成一定支撑。生活用纸方面，作为必选消费品，生活用纸需求稳健，且居民个人卫生意识提升有望进一步拉动纸巾等生活用纸产品日常使用需求的上升，原材料木浆价格的持续下降也将有助于企业盈利进一步提升，全年业绩或有较好表现。重点推荐需求稳健、盈利能力提升的生活用纸龙头中顺洁柔。

消费轻工方面，文化办公用品具备必选消费属性，需求偏韧性，疫情短期影响企业办公采购节奏，但预计对全年采购总量影响有限，同时防疫类物资集采亦有望形成一定收入增量，建议持续关注集采 SKU 丰富、物流配送体系完善、具备电商化对接平台的品牌企业，使得办公集采龙头企业，重点推荐齐心集团、晨光文具。

风险提示

疫情发展不确定性

若国内疫情反复或海外疫情持续扩散，将加剧企业经营不确定性，冲击轻工各个行业需求，进而将影响到企业经营与业绩。

地产销售低于预期

家用轻工属于地产后周期消费品种，虽然地产销售到家居品消费存在 4~6 个季度的滞后，但是如果地产销售增速超预期下滑，势必将影响家居收入高增长的可持续性。

纸价大幅波动

对于造纸企业而言，纸价波动将影响企业收入及盈利水平，进而影响到公司业绩表现；对于包装企业而言，成品纸为包装主要原材料，纸价大幅上涨将使公司成本大幅抬升、压缩企业盈利空间，进而影响到企业业绩。

免责声明

分析师声明

本人，陈羽锋、倪娇娇，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并未就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师陈羽锋、倪娇娇本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司