

信义山证 汇通天下

证券研究报告

轻工制造

报告原因：深度报告

2020年5月13日

轻工行业 2019 年报&2020 一季报综述

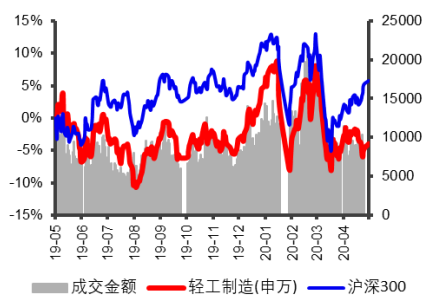
维持评级

家具受益地产改善 19Q4 边际向好，生活用纸量利同增

看好

行业研究/深度报告

轻工板块近一年市场表现



分析师：杨晶晶

证书编号：S0760519120001

电话：15011180295

邮箱：yangjingjing@sxzq.com

相关报告：

《【山证轻工】轻工行业 2020 年度投资策略：C 端受益轻工消费升级，B 端正处高速增长轨道》2019-12-26

地址：

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
北京市西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

➤ **整体回顾：2019 盈利能力显著改善，2020Q1 受疫情影响收入承压。**(1)

2019 年报总结：营收稳健增长，净利润增速大幅回升。分季度来看，2019 Q4 轻工板块营收、净利润增速环比显著加快。2019Q4，SW 轻工板块营业收入同比增长 2.40%，增速环比 Q3 提升 3.26 个百分点；归母净利润同比增长 98.17%，增速环比 Q3 提升 100.69 个百分点。(2) 2020 一季报：受新冠肺炎疫情影响，业绩短期下滑。Q1 子板块跌幅与受疫情冲击的程度紧密相关：文娱用品板块表现出较强的防御性，家具板块业绩下滑幅度最大。

➤ **家具：受益地产竣工改善，发力新零售和大宗业务。**(1) 成长性：软体家具增速较快，定制家具二、三阵营表现亮眼。(2) 全品类大家居战略、家具工程业务的快速开拓、地产竣工数据的回暖等，在较大程度上支撑家具上市公司的业绩增长。地产竣工改善超预期，带动家居流量端回暖，地产端利好已经在 2019Q4 业绩中显现。

➤ **文娱用品：文具零售稳健向好，办公直销持续高增长。**(1) 成长性：2019 年营收、净利润大幅增长。2019 年文化办公用品市场稳健向好，“开学经济”、电商营销、线上线下联动助力文具行业下半年跑出冲刺行情。(2) 个股盈利能力分化：晨光文具盈利能力小幅提升，各产品赛道推陈出新，推动多类产品毛利率、量价齐升；齐心集团 2019 年毛利率下滑，主要系新增品类不具备集采规模效应所致。

➤ **造纸包装：生活用纸、高端包装纸业绩亮眼。**(1) 造纸行业：2019 年维持低景气度，生活用纸释放盈利弹性。浆价目前维持在 4000 元/吨的低位水平，受益于原材料低成本优势，生活用纸企业的盈利能力有望继续提升。(2) 包装印刷：高端包装纸业绩优于箱板瓦楞包装。2020 年 3 月，包装用纸下游的通讯器材、粮油食品等行业零售额显著回弹。

➤ **投资建议：“疫”去春来，回暖可期，静待轻工消费回补行情。**随着我国新冠肺炎疫情防控和社会经济发展工作的持续推进，轻工消费回补行情值得期待，建议关注因疫情需求滞后兑现的家具，受益全面复学复课的文具、以及防疫必需品生活用纸。

风险提示：

➤ 宏观经济增长不及预期；地产调控政策风险；市场竞争加剧风险；原材料价格波动风险；经销商管理风险；大宗业务回款风险等。

目录

1.整体回顾：2019 盈利能力显著改善，2020Q1 受疫情影响收入承压	7
1.1 2019 年报总结：营收稳健增长，净利润增速大幅回升	7
1.2 2019 Q4 轻工板块业绩环比向好	9
1.3 2020 一季报：受新冠肺炎疫情影响，业绩短期下滑	11
2.家具：受益地产竣工改善，发力新零售和大宗业务	15
2.1 成长性：软体家具增速较快，定制家具二、三阵营表现亮眼	15
2.2 单季度拆分：地产竣工改善超预期，2019Q4 业绩环比向上	17
2.3 盈利能力显著提升，软体家具受益低成本原材料	18
3. 文娱用品：文具零售稳健向好，办公直销持续高增长	20
3.1 成长性：2019 年营收、净利润大幅增长	20
3.2 个股盈利能力分化，期间费用率有所下降	21
4. 造纸包装：生活用纸、高端包装纸业绩亮眼	22
4.1 造纸行业：2019 年维持低景气度，生活用纸释放盈利弹性	22
4.2 包装印刷：高端包装纸业绩优于箱板瓦楞包装	26
5. 投资建议：回暖可期，静待轻工消费回补行情	30
6. 风险提示	30

图表目录

图 1：SW 轻工板块营业收入合计及同比增速	7
图 2：SW 轻工板块归母净利润合计及同比增速	7
图 3：SW 轻工板块毛利率（%）	7
图 4：SW 轻工板块净利率（%）	7
图 5：SW 轻工板块期间费用率（%）	8
图 6：SW 轻工细分板块 2019 年研发费用	8
图 7：SW 轻工板块现金流量指标	8
图 8：SW 轻工板块资产负债率	8
图 9：SW 轻工板块单季度营业收入增速	9
图 10：SW 轻工板块单季度归母净利润增速	9
图 11：SW 轻工板块 2020Q1 营业收入及同比	11
图 12：SW 轻工板块 2020Q1 归母净利润及同比	11
图 13：SW 轻工细分板块 2020Q1 营业收入增速	11
图 14：SW 轻工细分板块 2020Q1 归母净利润增速	11
图 15：SW 家具板块 2020Q1 营业收入及同比	12
图 16：SW 家具板块 2020Q1 归母净利润及同比	12
图 17：SW 文娱用品板块 2020Q1 营业收入及同比	12
图 18：SW 文娱用品 2020Q1 归母净利润及同比	12
图 19：SW 造纸板块 2020Q1 营业收入及同比	13
图 20：SW 造纸 2020Q1 归母净利润及同比	13
图 21：SW 包装印刷板块 2020Q1 营业收入及同比	13
图 22：SW 包装印刷板块 2020Q1 归母净利润	13

图 23：SW 家具板块营业收入合计及同比增速	15
图 24：SW 家具板块归母净利润合计及同比增速	15
图 25：商品房住宅销售面积及同比增速	15
图 26：住宅竣工面积及同比增速	15
图 27：30 大中城市商品房成交套数当周值（套）	16
图 28：30 大中城市商品房成交面积当周值（万 m^2 ）	16
图 29：SW 家具板块单季度营业收入增速	18
图 30：SW 家具板块单季度归母净利润增速	18
图 31：SW 家具板块毛利率和净利率	18
图 32：SW 家具板块期间费用率（%）	18
图 33：TDI 市场价（主流价）走势	19
图 34：SW 文娱用品板块营业收入合计及同比增速	20
图 35：SW 文娱用品板块归母净利润合计及同比增速	20
图 36：SW 文娱用品板块单季度营业收入增速	20
图 37：SW 文娱用品板块单季度归母净利润增速	20
图 38：SW 文娱用品板块毛利率和净利率	21
图 39：SW 文娱用品板块期间费用率（%）	21
图 40：SW 造纸板块营业收入合计及同比增速	22
图 41：SW 造纸板块归母净利润合计及同比增速	22
图 42：SW 造纸板块毛利率和净利率	23
图 43：SW 造纸板块期间费用率（%）	23
图 44：木浆进口平均单价	24
图 45：部分木浆 CFR 现货价	24

图 46：中顺洁柔非卷纸类产品毛利率优势显著	24
图 47：中顺洁柔 2020Q1 毛利率、净利率创新高	24
图 48：2018-2019 年瓦楞纸均价走势图	25
图 49：瓦楞纸毛利率趋势图	25
图 50：废纸进口数量累计值及同比变化	25
图 51：SW 包装印刷板块营业收入合计及同比增速	26
图 52：SW 包装印刷板块归母净利润及同比增速	26
图 53：SW 包装印刷板块单季度营业收入增速	27
图 54：SW 包装印刷板块单季度归母净利润增速	27
图 55：3 月饮料类零售额同比增长 6.3%	28
图 56：3 月粮油食品零售额同比增长 19.2%	28
图 57：3 月日用品类零售额同比增长 0.3%	29
图 58：3 月通讯器材类零售额同比增长 6.5%	29
图 59：SW 包装印刷板块毛利率和净利率	29
图 60：SW 包装印刷板块期间费用率（%）	29
表 1：重点关注个股 2019 年单季度业绩拆分	9
表 2：重点关注个股 2020 一季报业绩及同比变动情况	13
表 3：2019 年家具板块上市公司业绩概览	17
表 4：家具板块重点关注个股 2019 年报盈利能力指标及变动情况	19
表 5：2019 年文娱用品板块上市公司业绩概览	20
表 6：文娱用品重点关注个股 2019 年报盈利能力指标及变动情况	22
表 7：2019 年造纸板块上市公司业绩概览	22

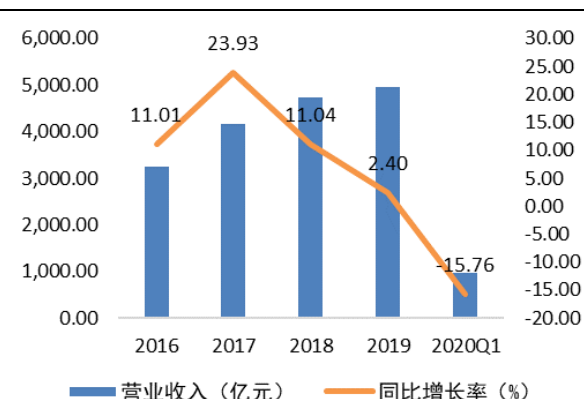
表 8：2020 年第一批至第二批核定废纸进口量统计	25
表 9：造纸板块重点关注个股 2019 年报盈利能力指标及变动情况.....	26
表 10：2019 年包装印刷板块上市公司业绩概览	27
表 11：包装印刷板块重点关注个股 2019 年报盈利能力指标及变动情况.....	29

1.整体回顾：2019 盈利能力显著改善，2020Q1 受疫情影响收入承压

1.1 2019 年报总结：营收稳健增长，净利润增速大幅回升

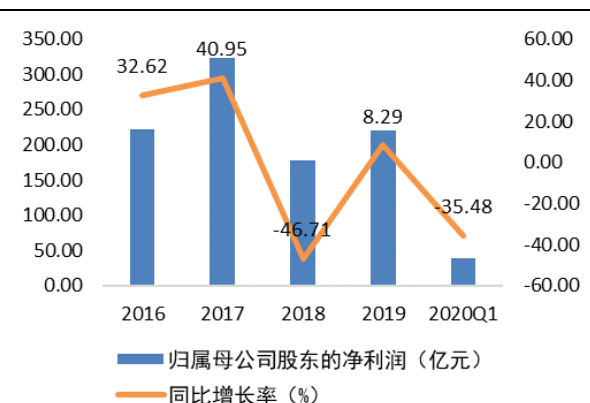
2019 年，轻工板块营收稳健增长，净利润增速大幅回升。2019 年，SW 轻工板块实现营业收入 4956.92 亿元，同比增长 2.40%，增速相对去年同期下降 8.64 个百分点，营收增速在申万行业中排在第 21 位；实现归母净利润 220.71 亿元，同比增长 8.29%，增速相对去年同期提升 55.00 个百分点，净利润增速在申万行业中排在第 12 位。

图 1：SW 轻工板块营业收入合计及同比增速



资料来源：山西证券研究所、wind

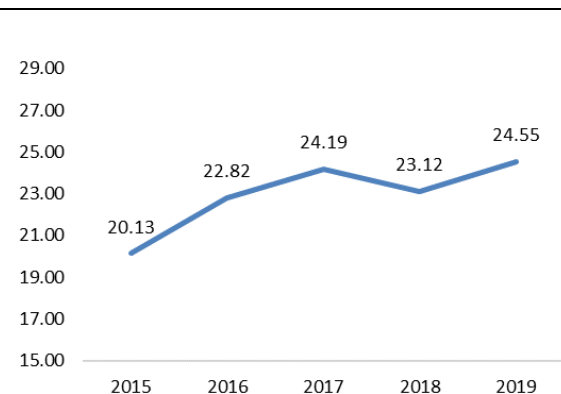
图 2：SW 轻工板块归母净利润合计及同比增速



资料来源：山西证券研究所、wind

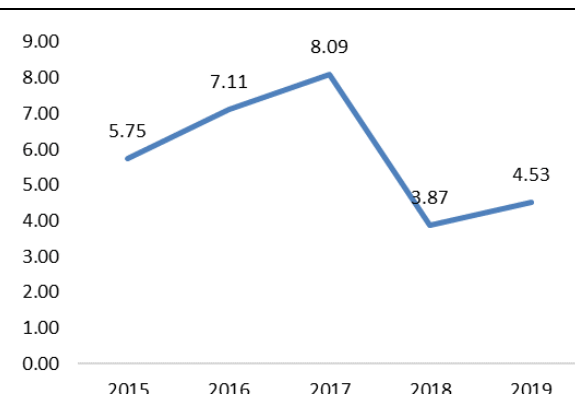
2019 年，轻工板块盈利能力显著改善。2019 年，SW 轻工板块整体毛利率为 24.55%，同比增加 1.43 个百分点，净利率为 4.53%，同比增加 0.66 个百分点。在原材料保持低位、增值税下调的作用下，轻工板块成本控制较为得当，毛利率和净利率实现小幅提升。

图 3：SW 轻工板块毛利率 (%)



资料来源：山西证券研究所、wind

图 4：SW 轻工板块净利率 (%)



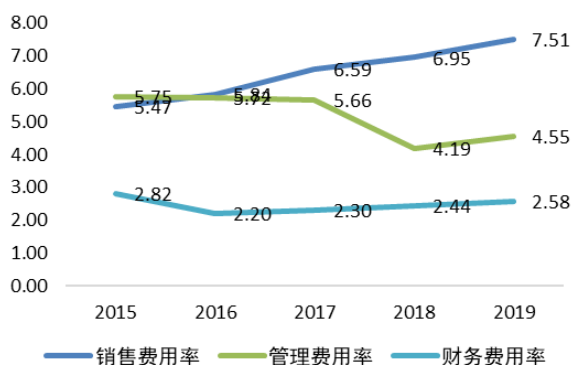
资料来源：山西证券研究所、wind

2019 年，轻工板块三项期间费用率均有增加。具体来看，2019 年 SW 轻工板块销售、管理、财务费用率分别为 7.51%、4.55%、2.58%，分别同比增加 0.56、0.36、0.14 个百分点。由此可见，2019 年轻工板块

上市公司各项费用支出加大，特别是销售费用率，更是在近 5 年来持续攀升。

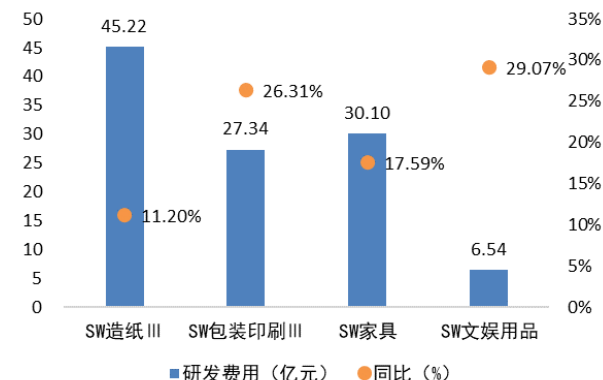
2019 年，轻工板块继续加大研发投入，各子版块研发费用保持快速增长。2019 年，轻工板块研发费用合计为 121.69 亿元，同比增长 18.39%，研发费用/营业收入比重为 2.45%。其中，造纸板块研发费用投入最多（45.22 亿元），文娱用品板块研发支出增长最快（YOY+29.07%）。2019 年家具、文娱用品、造纸、包装印刷研发费用/营业收入比重分别为 2.83%、2.56%、3.07%和 2.68%。

图 5：SW 轻工板块期间费用率（%）



资料来源：山西证券研究所、wind

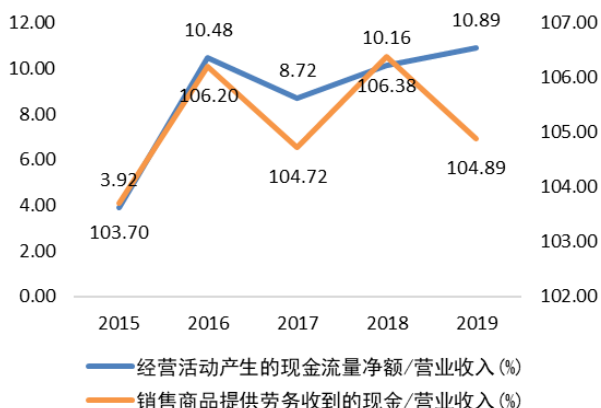
图 6：SW 轻工细分板块 2019 年研发费用



资料来源：山西证券研究所、wind

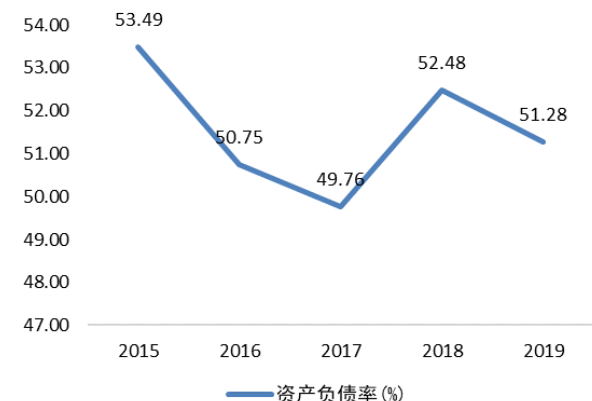
2019 年，轻工板块货币资金持续增加，整体经营现金流比率向好，资产负债率有所下降。截至 2019 年报告期末，SW 轻工板块货币资金为 1087.21 亿元，同比增加 10.77%。2019 年，SW 轻工板块整体收现比（销售商品提供劳务收到的现金/营业收入）为 104.89%，同比下降 1.50 个百分点；经营性活动现金流净额/营业收入比例为 10.89%，同比提升 0.73 个百分点。2019 年，SW 轻工板块资产负债率为 51.28%，同比下降 1.20 个百分点，其中，SW 家具、文娱用品、造纸和包装印刷板块的资产负债率分别为 43.49%（-0.88pct）、38.13%（+1.43pct）、58.61%（-1.58pct）和 40.34%（-1.58pct）。

图 7：SW 轻工板块现金流量指标



资料来源：山西证券研究所、wind

图 8：SW 轻工板块资产负债率



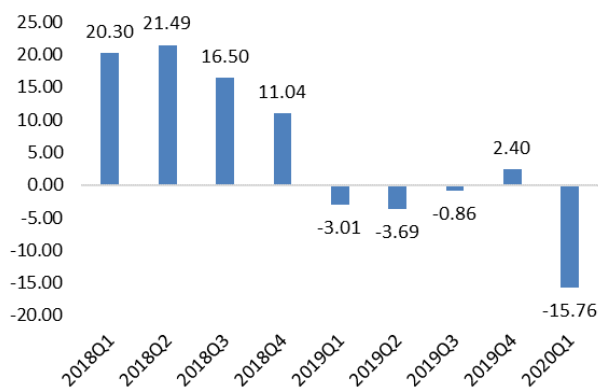
资料来源：山西证券研究所、wind

分板块看，2019 年文娱用品、包装、造纸板块收现比改善较为明显。2019 年，文娱用品、包装、造纸板块收现比分别为 116.46%、101.24%和 101.24%，分别同比增加 2.88、1.65 和 1.20 个百分点，维持优秀现金流表现；家具板块收现比小幅下降 1.56pct 至 106.18%，主要是受到家具企业大力开拓大宗及整装业务、收款模式发生改变、加大经销渠道支持力度等因素影响。

1.2 2019 Q4 轻工板块业绩环比向好

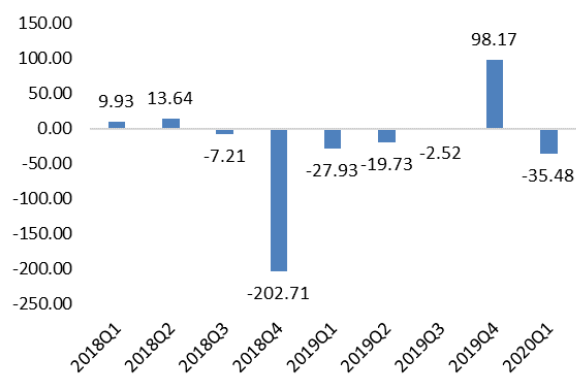
分季度来看，2019 Q4 轻工板块营收、净利润增速环比显著加快，扭转 19 年前三个季度持续负增长的局面。2019Q4，SW 轻工板块营业收入同比增长 2.40%，增速环比 Q3 提升 3.26 个百分点；归母净利润同比增长 98.17%，增速环比 Q3 提升 100.69 个百分点。2019Q1-Q3，SW 轻工板块营业收入分别同比增长-3.01%、-3.69%、-0.86%；归母净利润分别同比增长-27.93%、-19.73%、-2.52%。

图 9：SW 轻工板块单季度营业收入增速



资料来源：山西证券研究所、wind

图 10：SW 轻工板块单季度归母净利润增速



资料来源：山西证券研究所、wind

表 1：重点关注个股 2019 年单季度业绩拆分

板块	证券简称	营业收入：单季度同比增速					归母净利润：单季度同比增速				
		Q1 (%)	Q2 (%)	Q3 (%)	Q4 (%)	Q4 环比 (pct)	Q1 (%)	Q2 (%)	Q3 (%)	Q4 (%)	Q4 环比 (pct)
家具	索菲亚	-4.67	12.18	2.42	7.69	5.27	3.69	6.84	1.87	33.79	31.91
	欧派家居	15.57	12.51	20.10	20.70	0.59	25.14	13.48	14.65	24.12	9.47
	我乐家居	22.64	23.10	25.58	20.98	-4.60	116.22	89.12	12.22	59.26	47.04
	尚品宅配	15.66	5.56	8.39	9.77	1.38	31.56	18.91	1.42	4.84	3.42
	曲美家居	154.79	73.80	39.37	5.65	-33.72	-57.91	41.05	-65.66	101.32	166.98
	顾家家居	32.79	16.10	17.95	19.42	1.47	10.04	23.01	18.27	19.74	1.46
	金牌厨柜	6.18	33.14	23.53	29.16	5.63	2.68	18.74	7.50	21.38	13.88
	志邦家居	5.20	13.30	16.94	43.66	26.72	4.91	21.36	13.06	38.96	25.90
	好莱客	5.22	3.02	0.58	8.80	8.22	8.17	-24.21	-10.46	36.69	47.15
	美克家居	5.15	8.69	1.66	9.47	7.81	6.11	4.67	5.18	-4.28	-9.46

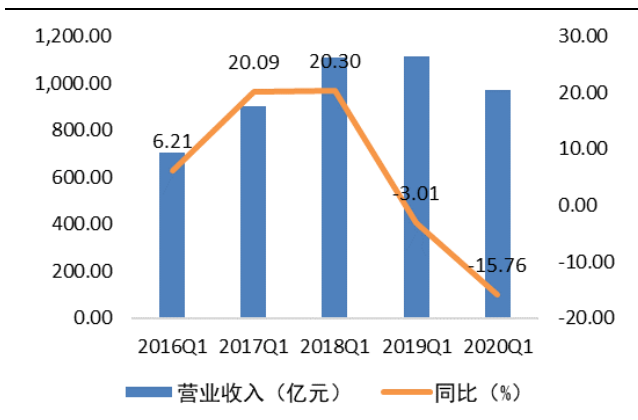
	顶固集创	1.82	8.84	13.77	16.41	2.64	-137.19	16.67	0.03	-0.24	-0.27
	江山欧派	21.51	73.61	58.90	63.94	5.04	9.66	47.39	95.89	81.90	-13.99
	梦百合	28.78	18.06	28.88	26.21	-2.67	1,547.30	123.91	52.17	49.63	-2.54
	喜临门	-5.57	25.92	16.86	21.92	5.05	-56.01	86.57	267.54	115.55	-151.99
	皮阿诺	16.32	31.53	35.58	39.17	3.58	16.07	24.69	20.22	28.64	8.42
	大亚圣象	1.08	-5.25	4.16	1.54	-2.62	9.69	9.51	3.23	-10.92	-14.15
	帝欧家居	37.64	25.25	28.44	28.80	0.36	48.82	47.93	69.64	27.74	-41.90
	海鸥住工	9.24	18.24	21.09	13.45	-7.64	-78.67	172.24	1,086.09	212.71	-873.39
	惠达卫浴	0.24	12.99	8.62	19.86	11.24	18.66	21.63	2.70	164.97	162.27
文娱	齐心集团	53.75	60.90	58.13	9.62	-48.51	30.84	24.81	48.56	-9.50	-58.06
用品	晨光文具	28.00	27.57	33.02	32.44	-0.58	26.42	25.02	32.22	41.77	9.56
造纸	中顺洁柔	25.78	19.88	10.21	13.61	3.41	25.18	49.66	44.16	76.28	32.12
	太阳纸业	8.13	-1.97	-0.20	12.43	12.63	-38.34	-17.18	4.37	58.93	54.57
	晨鸣纸业	-14.94	-13.49	9.12	55.70	46.58	-95.12	-52.94	-19.89	1,953.67	1,973.57
	博汇纸业	26.42	-29.23	20.05	67.96	47.91	-40.30	-95.50	-94.49	98.68	193.18
	宜宾纸业	-30.25	13.88	30.29	102.81	72.52	2,242.10	-110.45	-7.93	109.63	117.56
	山鹰纸业	-3.74	-8.90	-0.33	-5.00	-4.67	-24.33	-57.56	-34.63	-95.77	-61.14
	岳阳林纸	-12.83	-3.53	10.90	9.34	-1.56	-121.17	-56.76	89.15	697.76	608.62
	劲嘉股份	24.08	7.53	32.76	10.76	-22.00	21.81	23.71	24.76	13.14	-11.62
包装	裕同科技	10.54	13.59	22.79	12.01	-10.78	10.69	11.81	13.00	8.33	-4.66
印刷	合兴包装	8.24	-18.15	-15.96	-6.09	9.88	17.47	4.95	-1.98	42.92	44.90
	奥瑞金	2.90	2.25	4.59	51.33	46.74	10.98	0.54	-16.56	99.22	115.78

资料来源：山西证券研究所、wind

1.3 2020 一季报：受新冠肺炎疫情影响，业绩短期下滑

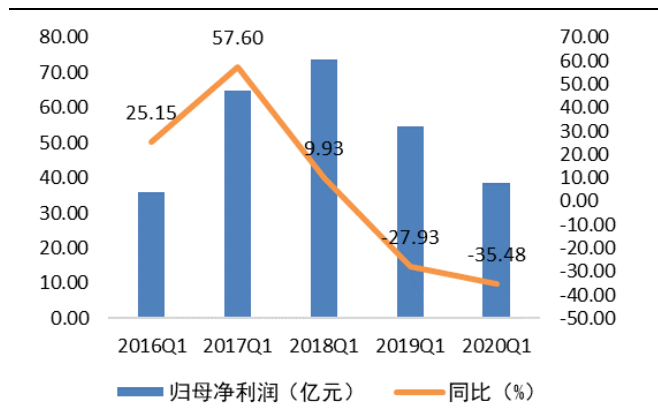
2020Q1，由于新冠肺炎疫情影响，轻工板块营收、净利润均发生下滑，下滑幅度在预期范围之内。2020Q1，轻工板块实现营业收入 971.48 亿元，同比下滑 16.76%，增速相对去年同期下降 12.75 个百分点，营收增速在申万行业中排在第 21 位；实现归母净利润 38.65 亿元，同比下滑 35.48%，增速相对去年同期下降 7.55 个百分点，净利润增速在申万行业中排在第 12 位。

图 11：SW 轻工板块 2020Q1 营业收入及同比



资料来源：山西证券研究所、wind

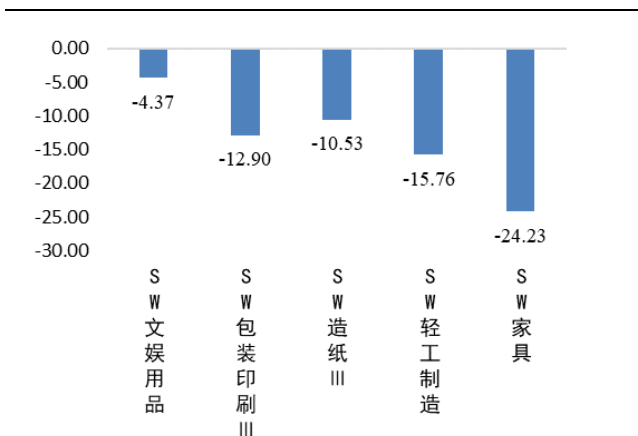
图 12：SW 轻工板块 2020Q1 归母净利润及同比



资料来源：山西证券研究所、wind

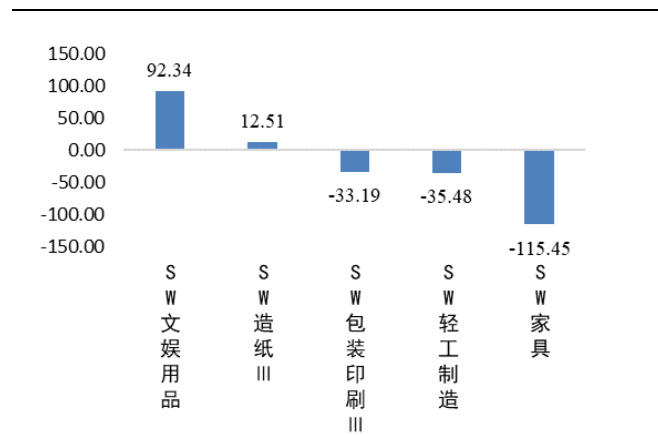
一季度子板块跌幅与受疫情冲击的程度紧密相关：文娱用品板块表现出较强的防御性，家具板块业绩下滑幅度最大。文娱用品板块 2020Q1 营收、净利润增速均排在各细分版块第一名，分别为-4.37%、92.34%；SW 家具 2020Q1 营收同比下滑 24.23%，归母净利润同比下滑 115.45%，受疫情的影响最严重。

图 13：SW 轻工细分板块 2020Q1 营业收入增速



资料来源：山西证券研究所、wind

图 14：SW 轻工细分板块 2020Q1 归母净利润增速

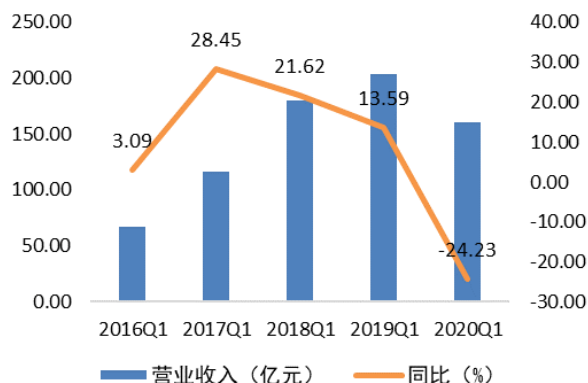


资料来源：山西证券研究所、wind

重度依赖线下和服务属性较强的家具板块受到疫情冲击影响最大，家具属于可选消费，具有“面对面”、“人对人”、重服务、多环节、长周期、重线下销售、产品非标化、低频次、高单价等消费属性，因此家具行业受到疫情冲击的敏感度较高。2020Q1，SW 家具板块实现营业收入 160.77 亿元，同比下滑 24.23%，增

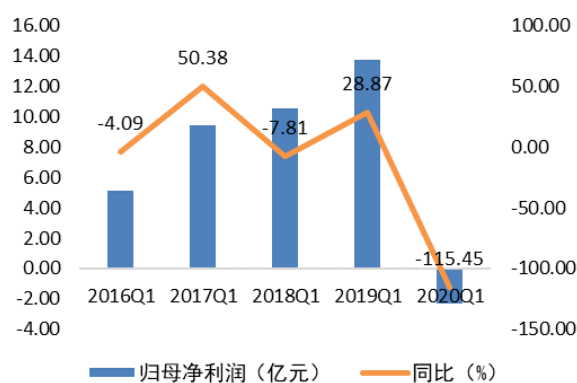
速相对去年同期下降 37.82 个百分点；实现归母净利润-2.30 亿元，同比下滑 115.45%，增速相对去年同期下降 144.32 个百分点。

图 15：SW 家具板块 2020Q1 营业收入及同比



资料来源：山西证券研究所、wind

图 16：SW 家具板块 2020Q1 归母净利润及同比

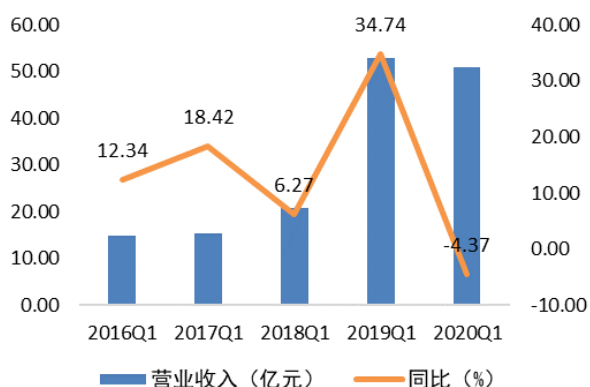


资料来源：山西证券研究所、wind

文娱用品、生活用纸属于必选消费、相对刚需，具有标准化、可囤积的特点，表现出较强的防御性，而且可以通过电商下单、快递到家等与外界接触较少的方式进行采购，随时随地需要用到、渠道替代性效应较强，因此受到此次疫情的冲击较小。

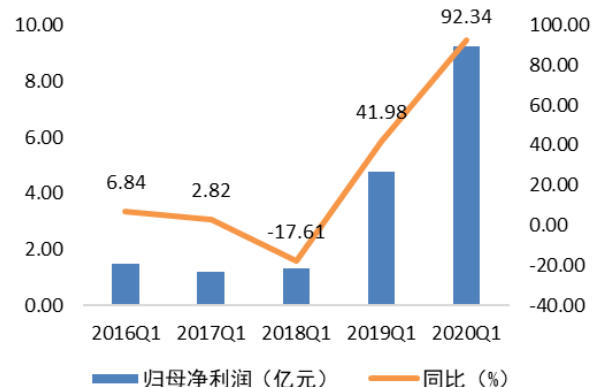
2020Q1，文娱用品板块防御性凸显，净利润增速大幅加快。2020Q1，SW 文娱用品板块实现营业收入 50.84 亿元，同比下滑 4.37%，增速相对去年同期下降 39.10 个百分点；实现归母净利润 9.23 亿元，同比增长 92.34%，增速相对去年同期提升 50.37 个百分点。

图 17：SW 文娱用品板块 2020Q1 营业收入及同比



资料来源：山西证券研究所、wind

图 18：SW 文娱用品 2020Q1 归母净利润及同比



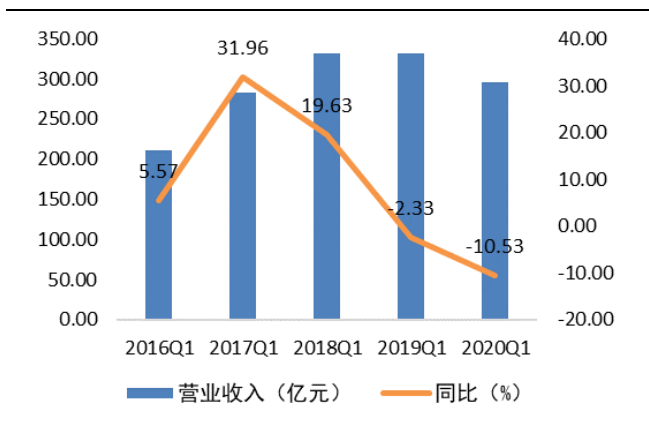
资料来源：山西证券研究所、wind

2020Q1，文化办公用品零售实现逆势增长。据国家统计局数据显示，2020 年 3 月文化办公用品零售总额为 264 亿元，同比增长 6.10%，环比 1-2 月份加快 15.00 个百分点，增速相对去年同期提升 10.10pct。在 15 个社会消费品大类中，文化办公用品零售总额的 3 月同比增速排名第五，仅次于粮油食品、中西药品、通讯器材和饮料类，而且增速大幅好于去年同期，我们认为主要系今年春节早于去年、疫情期间停课

不停学、“开学经济”提前释放所致。

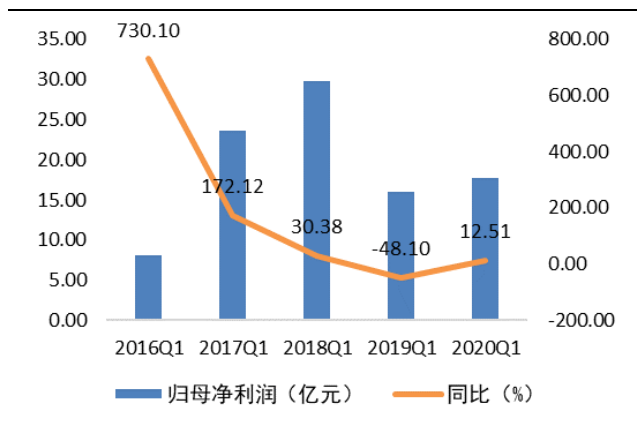
2020Q1，造纸板块净利润增速大幅提升，实现正增长。2020Q1，SW 造纸板块实现营业收入 296.22 亿元，同比下滑 10.53%，增速相对去年同期下降 8.20 个百分点；实现归母净利润 17.72 亿元，同比下滑 12.51%，增速相对去年同期提升 60.61 个百分点。

图 19：SW 造纸板块 2020Q1 营业收入及同比



资料来源：山西证券研究所、wind

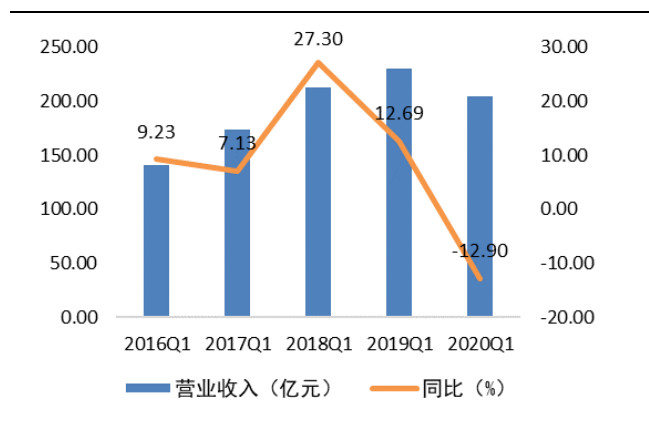
图 20：SW 造纸 2020Q1 归母净利润及同比



资料来源：山西证券研究所、wind

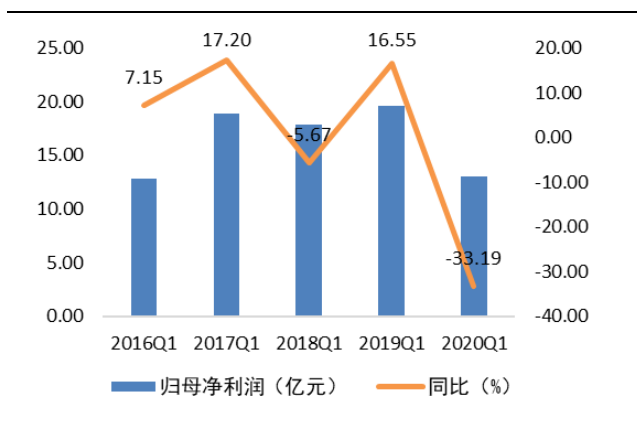
2020Q1，包装印刷行业景气度处于较低水平，主要是受到下游行业需求较弱和上游纸价下跌的影响。2020Q1，SW 包装印刷板块实现营业收入 205.13 亿元，同比下滑 12.90%，增速相对去年同期下降 25.59 个百分点；实现归母净利润 12.99 亿元，同比下滑 33.19%，增速相对去年同期下降个 49.73 百分点。

图 21：SW 包装印刷板块 2020Q1 营业收入及同比



资料来源：山西证券研究所、wind

图 22：SW 包装印刷板块 2020Q1 归母净利润



资料来源：山西证券研究所、wind

表 2：重点关注个股 2020 一季报业绩及同比变动情况

板块	证券简称	2020Q1 营收 YOY(%)	同比变动 (pct)	2020Q1 净利润 YOY(%)	同比变动 (pct)	毛利率 (%)	同比变动 (pct)	净利率 (%)	同比变动 (pct)
家具	欧派家居	-35.09	-50.66	-210.30	-235.44	23.87	-10.36	-7.10	-11.28
	索菲亚	-35.58	-30.90	-115.48	-119.17	30.87	-3.52	-3.52	-11.61

	尚品宅配	-47.46	-63.12	-589.26	-620.81	34.25	-7.34	-23.33	-21.53
	好莱客	-48.30	-53.52	-144.81	-152.98	35.09	-4.23	-10.59	-20.70
	皮阿诺	-15.52	-31.84	-74.13	-90.20	35.65	1.82	2.38	-4.63
	金牌厨柜	-3.93	-10.11	-66.49	-69.18	32.00	-2.64	2.32	-4.52
	江山欧派	24.29	2.78	259.44	249.78	29.19	2.10	12.60	8.83
	志邦家居	-21.19	-26.39	-241.27	-246.17	37.66	-0.26	-13.69	-21.33
	顾家家居	-6.99	-39.79	3.81	-6.23	32.83	-1.90	13.77	1.66
	大亚圣象	-46.58	-47.66	-188.03	-197.72	32.64	-2.01	-8.42	-12.67
	我乐家居	5.43	-17.21	230.49	114.26	31.66	-8.01	1.07	0.73
	顶固集创	-53.96	-55.78	-3,812.52	-3,675.33	37.48	-0.71	-51.37	-50.75
	美克家居	-58.99	-64.15	-499.05	-505.15	35.04	-19.35	-62.06	-68.16
	梦百合	34.43	5.65	6.54	-1,540.76	37.68	3.60	8.47	-1.31
	曲美家居	-16.48	-171.27	-387.10	-329.20	44.67	-2.04	-3.99	-5.99
	喜临门	-13.58	-8.01	-331.38	-275.37	21.61	-9.64	-7.51	-10.64
	惠达卫浴	-24.44	-24.67	-45.72	-64.38	29.31	0.16	5.41	-3.10
	帝欧家居	-23.81	-61.46	-23.12	-71.94	35.90	2.27	6.22	0.02
	海鸥住工	-17.16	-26.41	-548.28	-469.60	17.63	-4.84	-5.13	-5.96
文娱用品	晨光文具	-11.55	-39.55	-10.95	-37.38	27.92	0.85	10.35	-0.67
	齐心集团	41.56	-12.20	31.41	0.56	13.67	-2.62	3.44	-0.27
造纸	山鹰纸业	-26.47	-22.73	-49.69	-25.36	23.12	3.34	5.98	-2.66
	宜宾纸业	-19.32	10.93	-184.47	-2,426.57	14.08	12.82	-17.27	-33.77
	太阳纸业	1.86	-6.27	40.97	79.31	24.59	6.89	9.69	2.70
	晨鸣纸业	-1.21	13.73	430.55	525.66	28.24	5.21	3.47	2.83
	中顺洁柔	8.46	-17.31	48.67	23.49	45.12	11.11	10.98	2.97
	岳阳林纸	-10.19	2.64	368.90	490.07	21.89	11.09	6.93	9.24
	博汇纸业	20.09	-6.33	51.41	91.71	21.66	6.43	7.11	1.47
包装印刷	劲嘉股份	-10.12	-34.20	-17.09	-38.90	41.83	-1.98	24.22	-3.23
	裕同科技	2.14	-8.41	-7.86	-18.55	25.31	-1.78	7.82	-1.16
	奥瑞金	-8.66	-11.56	-81.42	-92.40	22.05	-4.67	2.81	-8.73
	合兴包装	-32.87	-41.11	-46.17	-63.64	11.92	-0.38	2.09	-0.51

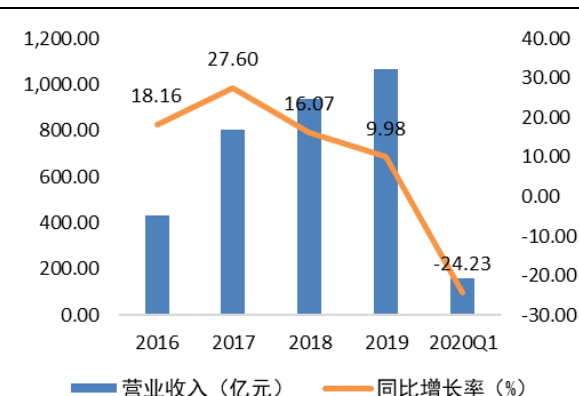
资料来源：山西证券研究所、wind

2.家具：受益地产竣工改善，发力新零售和大宗业务

2.1 成长性：软体家具增速较快，定制家具二、三阵营表现亮眼

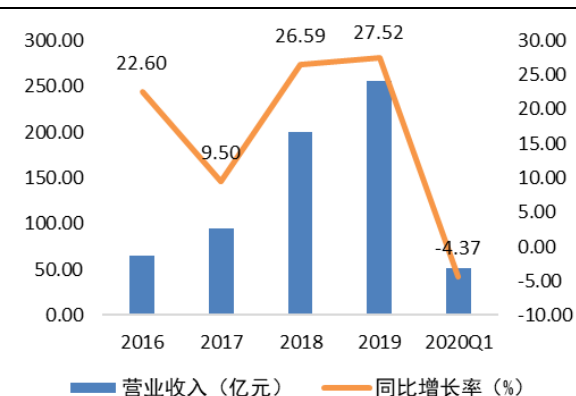
2019 年，家具板块净利润增速大幅提升。2019 年，SW 家具板块实现营业收入 1065.48 亿元，同比增长 9.98%，增速相对去年同期下滑 6.09 个百分点；实现归母净利润 96.21 亿元，同比增长 49.73%，增速相对去年同期提升 73.84 个百分点。

图 23：SW 家具板块营业收入合计及同比增速



资料来源：山西证券研究所、wind

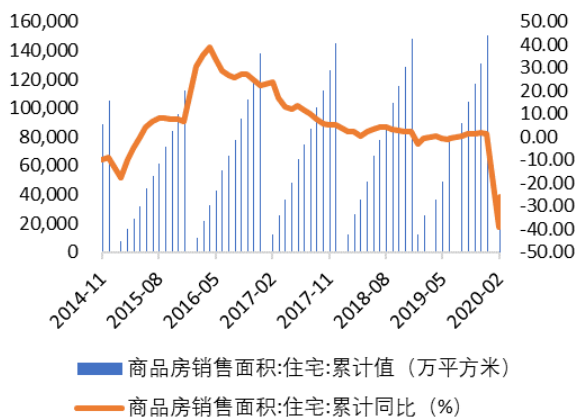
图 24：SW 家具板块归母净利润合计及同比增速



资料来源：山西证券研究所、wind

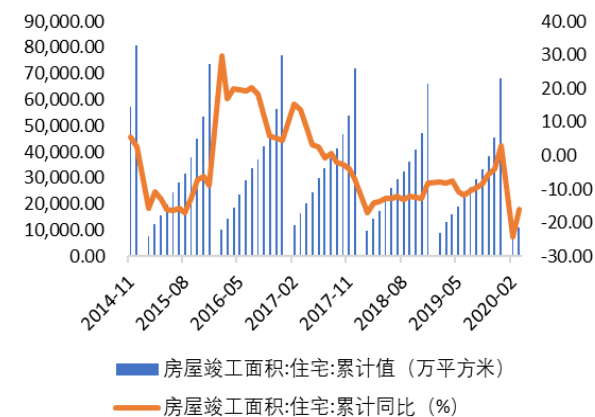
全品类大家居战略、家具工程业务的快速开拓、地产竣工数据的回暖等，在较大程度上支撑家具上市公司的业绩增长。地产竣工改善超预期，带动家居流量端回暖，地产端利好已经在 2019Q4 业绩中显现。2019 年全年住宅竣工面积重现正增长，一扫持续三年之久的下行阴霾；全年住宅销售面积同比增长 1.5%。据国家统计局数据显示，全国住宅竣工面积 68011 万平方米，同比增长 3.00%，增速比去年同期回升 11.10pct，自 17 年 9 月以来，住宅竣工面积累计增速首度扭转为正。

图 25：商品房住宅销售面积及同比增速



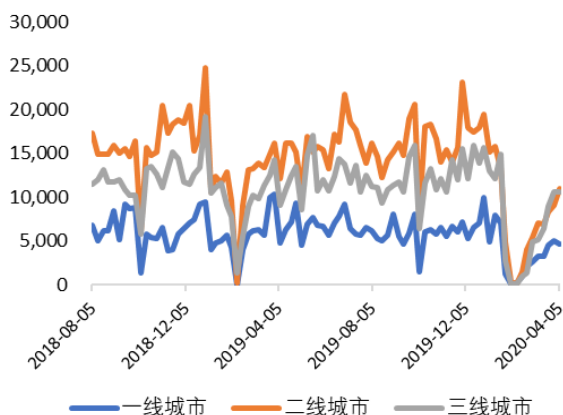
资料来源：山西证券研究所、wind

图 26：住宅竣工面积及同比增速



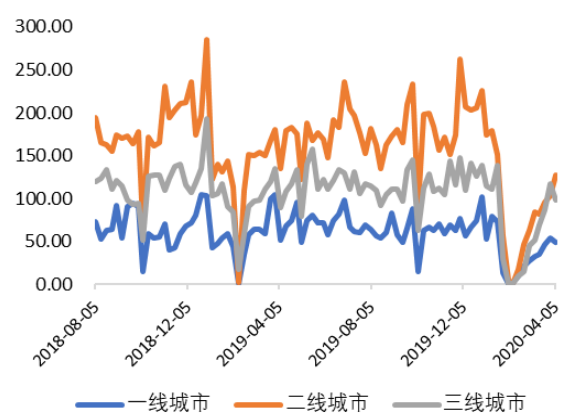
资料来源：山西证券研究所、wind

图 27：30 大中城市商品房成交套数当周值（套）



资料来源：山西证券研究所、wind

图 28：30 大中城市商品房成交面积当周值（万㎡）



资料来源：山西证券研究所、wind

定制家具行业：定制家具龙头地位稳固，欧派家居、索菲亚、尚品宅配依然处于第一阵营，皮阿诺、金牌厨柜、我乐家居和志邦家居 2019 营收增速均超过 20%，在大宗业务、全品类大家居等方面表现出强劲的增长动能。从营收角度来看，皮阿诺、金牌厨柜、我乐家居和志邦家居 2019 营收增速均超过 20%，成长性优于三大龙头欧派、索菲亚和尚品宅配，主要是在大宗业务、全品类大家居等方面表现出强劲的增长动能。其中，皮阿诺表现最为亮眼，2019 年营收同比增长 32.53%，金牌厨柜、我乐家居和志邦家居 2019 年营收增速同比为 24.91%、23.10%和 21.92%。从净利润角度来看，大多数公司归母净利润增速在 10%以上，我乐家居、皮阿诺盈利能力表现胜过三大定制龙头。索菲亚、尚品宅配 2019 年归母净利润分别为 10.70、5.28 亿元，同比增长 11.56%、10.59%。我乐家居和皮阿诺盈利能力突出，分别实现 51.40%、23.85%的归母净利润增速。

定制家具龙头地位稳固，在近三年地产和渠道红利递减、行业竞争骤然加剧的背景下，欧派家居营收/净利润、市场份额保持快速增长，表现出优秀的经营能力和成长性。2017-2019 年间，同处定制家具第一阵营的欧派家居、索菲亚、尚品宅配营业收入的年均复合增长率分别为 18.06%、11.69%、16.79%；归母净利润的年均复合增长率分别为 18.95%、9.00%、17.91%；在 9 家定制家具上市公司中，欧派营收所占比重由 33.25%提升 0.99pct 至 34.24%，归母净利润所占比重由 36.15%提升 2.26pct 至 38.41%。

软体家具：2019 年报成长性亮眼，三大软体家具上市公司营收增速均在 15%以上。顾家家居 2019 年实现营业收入 110.94 亿元，较上年同期增长 20.95%；实现归母净利润 11.61 亿元，较上年同期增长 17.37%。喜临门 2019 年实现营业收入 48.71 亿元，同比增长 15.68%；实现归母净利润 3.80 亿元，同比增长 186.80%。梦百合 2019 年实现营业收入 38.32 亿元，同比增长 25.65%；实现归母净利润 3.74 亿元，同比增长 100.82%。

表 3：2019 年家具板块上市公司业绩概览

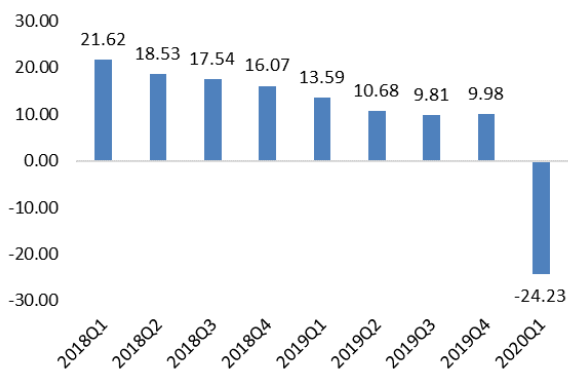
证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)	营业收入-同比 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润- 同比 (%)	扣非后归母净 利润(亿元)	扣非后归母净 利润-同比 (%)
603833.SH	欧派家居	135.33	17.59	18.39	17.02	12.27	16.81
603816.SH	顾家家居	110.94	20.95	11.61	17.37	3.73	8.49
002572.SZ	索菲亚	76.86	5.13	10.77	12.34	5.89	9.71
000910.SZ	大亚圣象	72.98	0.51	7.20	-0.72	-0.84	7.05
300616.SZ	尚品宅配	72.61	9.26	5.28	10.76	26.94	4.45
600337.SH	美克家居	55.88	6.21	4.64	2.76	-1.08	3.91
600978.SH	*ST 宜生	52.44	-29.15	-1.85	-147.92	-155.51	-2.07
603008.SH	喜临门	48.71	15.68	3.80	186.80	156.51	2.65
002489.SZ	浙江永强	46.85	6.82	5.00	563.94	657.62	2.12
603818.SH	曲美家居	42.79	47.99	0.82	239.09	294.34	0.69
603313.SH	梦百合	38.32	25.65	3.74	100.82	60.36	3.61
603801.SH	志邦家居	29.62	21.75	3.29	20.72	12.53	2.85
603661.SH	恒林股份	29.04	25.28	2.43	42.38	40.21	1.88
603610.SH	麒盛科技	25.29	5.78	3.95	34.91	34.83	3.94
603600.SH	永艺股份	24.50	1.63	1.81	74.50	92.42	1.45
002240.SZ	威华股份	22.79	-9.51	-0.59	-154.66	173.37	-0.66
603898.SH	好莱客	22.25	4.34	3.65	-4.63	4.58	3.22
603180.SH	金牌厨柜	21.25	24.90	2.43	15.37	22.28	1.98
603208.SH	江山欧派	20.27	57.98	2.61	71.11	85.69	2.29
601996.SH	丰林集团	19.43	21.63	1.70	22.65	30.56	1.63
002631.SZ	德尔未来	17.98	1.66	0.80	-23.24	-72.06	0.25
002853.SZ	皮阿诺	14.71	32.53	1.75	23.33	47.33	1.80
603326.SH	我乐家居	13.32	23.10	1.54	51.24	45.42	1.33
603848.SH	好太太	12.60	-3.81	2.79	7.25	10.88	2.45
603221.SH	爱丽家居	11.46	-16.53	1.42	-18.99	-28.48	1.35
603709.SH	中源家居	10.70	20.45	0.34	-59.76	-77.20	0.16
300749.SZ	顶固集创	9.30	11.93	0.78	1.80	1.31	0.67
603226.SH	菲林格尔	7.97	-4.59	1.13	14.12	18.62	0.96
000663.SZ	*ST 永林	7.02	-6.98	-2.36	82.25	80.45	-2.63

资料来源：山西证券研究所、wind

2.2 单季度拆分：地产竣工改善超预期，2019Q4 业绩环比向上

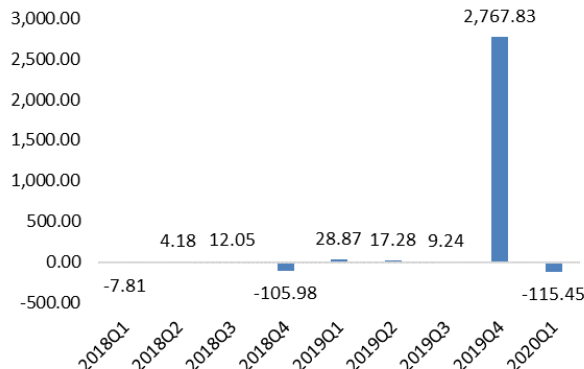
分季度来看，2019 Q4 家具板块营收增速环比小幅加快，净利润增长亮眼。2019Q4，SW 家具板块营业收入同比增长 9.98%，增速环比 Q3 提升 0.17 个百分点；归母净利润同比增长 2767.83%，增速环比 Q3 提升 2758.59 个百分点。

图 29：SW 家具板块单季度营业收入增速



资料来源：山西证券研究所、wind

图 30：SW 家具板块单季度归母净利润增速



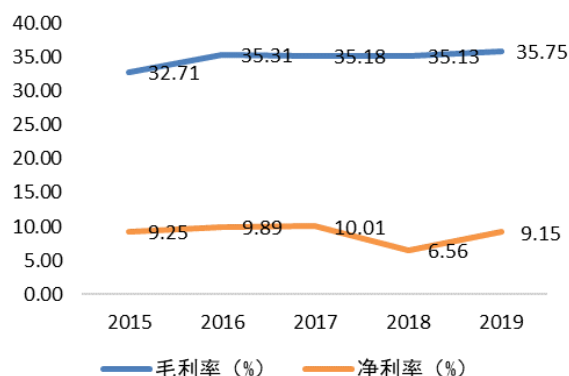
资料来源：山西证券研究所、wind

多数家具上市公司 2019Q4 营收增速环比显著提升，其中，江山欧派、志邦家居、金牌厨柜 Q4 营收增速环比分别提升 51.29、27.31、17.02pct。索菲亚 2019Q4 归母净利润同比增长 31.00%，增速环比 Q3 提升 29.13pct，我乐家居、志邦家居 Q4 归母净利润同比增长 59.71%、41.22%，增速环比 Q3 分别提升 47.49、28.16pct。

2.3 盈利能力显著提升，软体家具受益低成本原材料

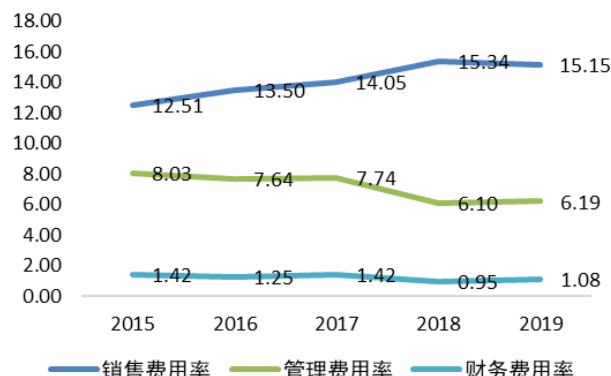
2019 年家具板块盈利能力显著提升，期间费用率小幅波动。2019 年，SW 家具板块整体毛利率为 35.75%，同比增加 0.62 个百分点，净利率为 9.15%，同比增加 2.59 个百分点。2019 年，家具板块期间费用率相对稳定，具体来看，2019 年 SW 家具板块销售、管理、财务费用率分别为 15.15%、6.19%、1.08%，分别同比变动-0.20、+0.09、+0.13 个百分点。

图 31：SW 家具板块毛利率和净利率



资料来源：山西证券研究所、wind

图 32：SW 家具板块期间费用率 (%)



资料来源：山西证券研究所、wind

软体家具成本端受益上游原材料成本下行，盈利能力向好。软体家具企业毛利率的提升主要受益于上游原材料 TDI 价格的回落，TDI 价格自 2018 下半年开始大幅回落，华南地区市场价由 2018 年 8 月峰值的

3.0 万元/吨，一路下滑至 2019 年末的 1.14 万元/吨，2019 全年 TDI 价格下降幅度为 24.56%。

图 33：TDI 市场价（主流价）走势



数据来源：山西证券研究所、wind

表 4：家具板块重点关注个股 2019 年报盈利能力指标及变动情况

板 块	证券简称	毛利率 (%)	同比变 动 (pct)	净利率 (%)	同比变 动 (pct)	销售费 用率 (%)	同比变 动 (pct)	管理费 用率 (%)	同比变 动 (pct)	财务费 用率 (%)	同比变 动 (pct)
定制家具	欧派家居	35.84	-2.54	13.59	-0.07	9.68	-0.55	11.68	-0.52	-0.51	-0.24
	索菲亚	37.33	-0.25	14.24	1.06	9.96	0.38	10.10	-0.25	0.33	0.01
	尚品宅配	41.57	-2.11	7.28	0.10	27.16	-2.34	6.49	-0.51	-0.03	-0.08
	志邦家居	38.53	2.58	11.12	-0.10	15.62	1.90	10.21	0.63	-0.28	0.43
	金牌厨柜	35.84	-3.15	11.39	-0.96	15.91	-2.52	8.77	-0.27	-0.12	0.06
	好莱客	40.06	0.50	15.97	-1.95	13.52	-1.22	8.46	1.91	0.24	0.50
	我乐家居	43.83	6.43	11.56	2.15	22.22	5.12	7.38	-1.48	0.04	0.04
	皮阿诺	35.78	-0.16	11.74	-0.84	14.16	0.43	6.01	-1.30	0.15	-0.79
	顶固集创	38.52	0.77	8.37	-0.84	13.64	1.28	14.75	0.32	0.15	-0.16
成品家具	美克家居	52.59	0.44	8.19	-0.27	29.85	-0.10	10.22	-0.13	2.68	1.06
	曲美家居	43.59	1.18	2.28	4.25	24.77	0.47	10.89	-1.97	5.40	0.33
	顾家家居	34.86	-1.51	11.00	0.03	18.69	-0.82	4.42	0.27	0.94	0.67
	帝欧家居	35.94	0.94	10.01	1.29	16.06	0.31	7.62	-0.30	0.92	0.16
	梦百合	39.72	7.64	10.24	3.79	16.30	3.15	8.51	0.33	0.77	0.66
	喜临门	34.75	5.91	8.47	18.53	16.67	-5.70	6.82	0.20	1.43	-0.49
	江山欧派	32.22	-0.51	13.27	1.67	8.61	-1.27	7.48	-1.71	-0.09	-1.16
	大亚圣象	36.17	-0.25	10.10	-0.43	13.48	0.29	10.39	-0.19	0.09	0.00
	海鸥住工	24.34	4.64	5.25	3.37	5.69	2.41	10.83	-1.20	1.45	0.10
	惠达卫浴	33.03	4.68	10.79	1.85	9.43	-0.52	9.87	0.84	0.33	0.17

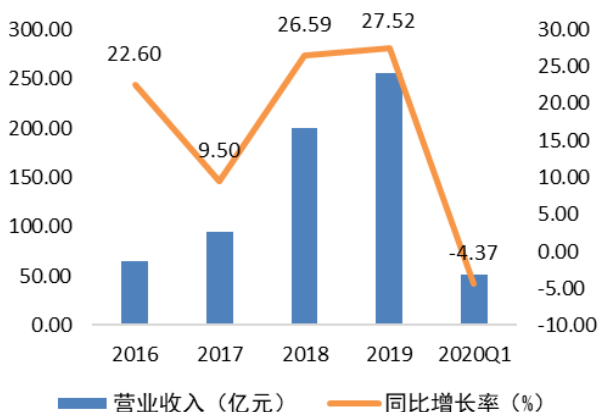
资料来源：山西证券研究所、wind

3. 文娱用品：文具零售稳健向好，办公直销持续高增长

3.1 成长性：2019 年营收、净利润大幅增长

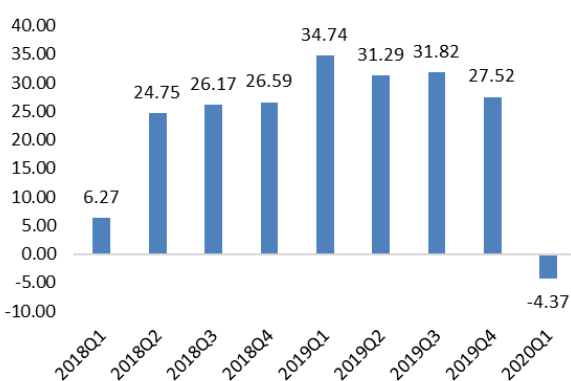
2019 年，SW 文娱用品板块实现营业收入 255.76 亿元，同比增长 27.52%，增速相对去年同期加快 0.93 个百分点；实现归母净利润 19.90 亿元，同比增长 21.34%，增速相对去年同期提升 3.31 个百分点。文娱用品板块增长亮眼的驱动力主要包括：文化办公用品零售额增速的大幅提升、办公直销领域的快速开拓、龙头上市公司实力不断夯实。2019 年文化办公用品市场稳健向好，“开学经济”、电商营销、线上线下联动力文具行业下半年跑出冲刺行情。

图 34：SW 文娱用品板块营业收入合计及同比增速



资料来源：山西证券研究所、wind

图 36：SW 文娱用品板块单季度营业收入增速

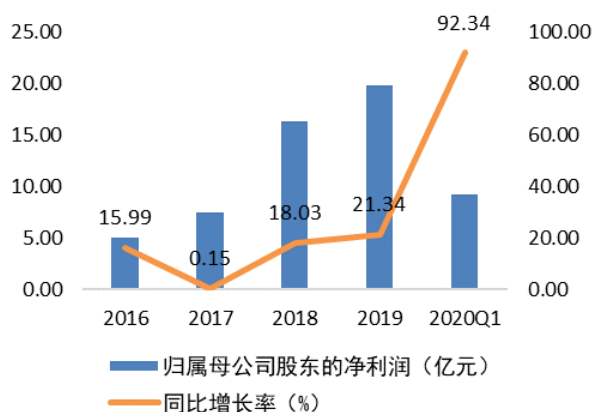


资料来源：山西证券研究所、wind

表 5：2019 年文娱用品板块上市公司业绩概览

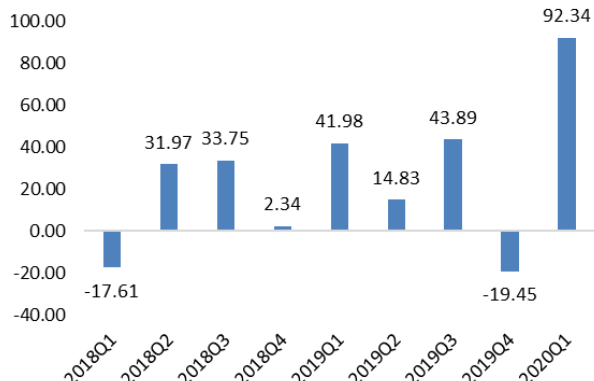
证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)	营业收入-同 比 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润- 同比 (%)	扣非后归母净 利润(亿元)	扣非后归母净 利润-同比 (%)
------	------	--------------	-----------------	---------------	------------------	------------------	------------------------

图 35：SW 文娱用品板块归母净利润合计及同比增速



资料来源：山西证券研究所、wind

图 37：SW 文娱用品板块单季度归母净利润增速



资料来源：山西证券研究所、wind

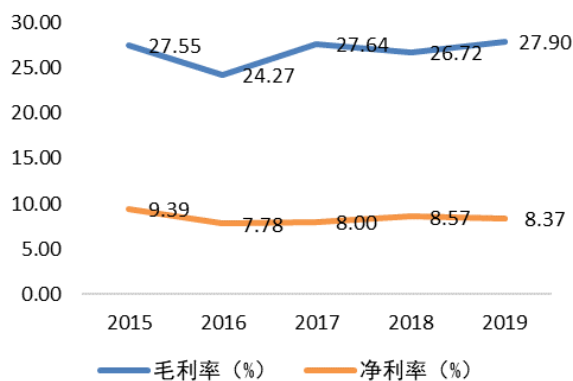
603899.SH	晨光文具	111.41	30.53	10.60	31.39	34.13	10.05
002301.SZ	齐心集团	59.81	41.03	2.30	20.06	60.91	2.16
002678.SZ	珠江钢琴	20.53	4.00	1.90	7.67	13.54	1.56
002605.SZ	姚记科技	17.37	77.27	3.45	151.48	224.80	3.18
002899.SZ	创源文化	9.38	3.30	0.51	-19.35	-28.12	0.36
300703.SZ	英派斯	9.32	16.44	1.18	41.70	32.15	0.92
002348.SZ	高乐股份	7.80	-6.09	0.16	44.56	-71.10	0.04
300329.SZ	海伦钢琴	5.54	4.95	0.52	-4.55	7.84	0.49
603398.SH	邦宝益智	5.37	37.97	0.76	80.08	87.55	0.70
300651.SZ	实丰文化	5.00	10.10	0.43	20.04	27.12	0.37
002862.SZ	金陵体育	3.88	-2.49	0.08	-74.10	-89.54	0.03
002575.SZ	群兴玩具	0.36	88.70	-1.98	-2,963.53	-8,897.88	-1.50

资料来源：山西证券研究所、wind

3.2 个股盈利能力分化，期间费用率有所下降

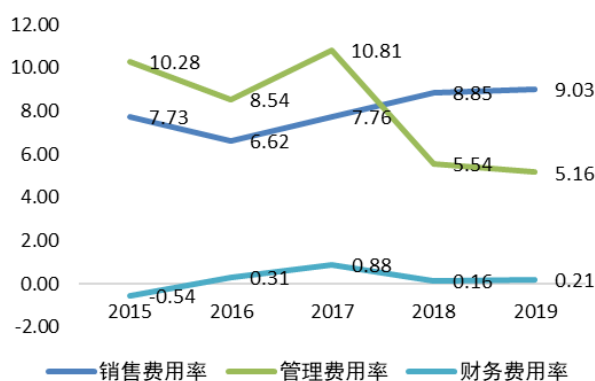
2019 年，SW 文娱用品板块整体毛利率为 27.90%，同比增加 1.18 个百分点，净利率为 8.37%，同比下滑 0.20 个百分点；销售、管理、财务费用率分别为 9.03%、5.16%、0.21%，分别同比变动+0.19、-0.38、+0.05 个百分点。

图 38：SW 文娱用品板块毛利率和净利率



资料来源：山西证券研究所、wind

图 39：SW 文娱用品板块期间费用率 (%)



资料来源：山西证券研究所、wind

晨光文具盈利能力小幅提升，各产品赛道推陈出新，推动多类产品毛利率、量价齐升。2019 年毛利率同比提升 0.30pct 至 26.13%，净利率同比提升 0.20pct 至 9.66%，期间费用率同比下降 0.57pct 至 14.37%，研发支出同比增加 40.23% 至 1.60 亿元。

齐心集团 2019 年毛利率下滑，主要系新增品类不具备集采规模效应所致；期间费用率大幅下降，公司费用控制和服务效率显著提升。齐心集团 2019 年毛利率同比下滑 2.55pct 至 15.65%，净利率同比下滑 0.71pct 至 3.85%，主要原因是公司 B2B 平台化运营模式目前以快速满足客户的需求为主，报告期内公司 B2B 业务

规模迅速增大，向客户提供的产品品类不断增加，部分新增产品品类暂未形成集采规模效应，毛利率仍然偏低。

表 6：文娱用品重点关注个股 2019 年报盈利能力指标及变动情况

板块	证券简称	毛利率 (%)	同比变动 (pct)	净利率 (%)	同比变动 (pct)	销售费用率 (%)	同比变动 (pct)	管理费用率 (%)	同比变动 (pct)	财务费用率 (%)	同比变动 (pct)
文具	齐心集团	15.65	-2.55	3.85	-0.71	6.65	-1.01	3.75	-1.28	0.52	-0.23
	晨光文具	26.13	0.30	9.66	0.19	8.80	-0.45	5.65	-0.14	-0.08	0.02

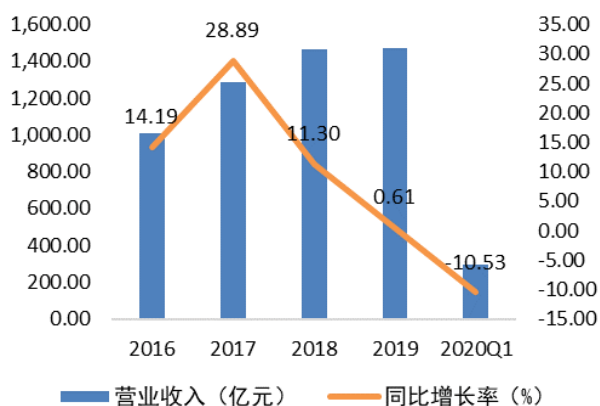
资料来源：山西证券研究所、wind

4. 造纸包装：生活用纸、高端包装纸业绩亮眼

4.1 造纸行业：2019 年维持低景气度，生活用纸释放盈利弹性

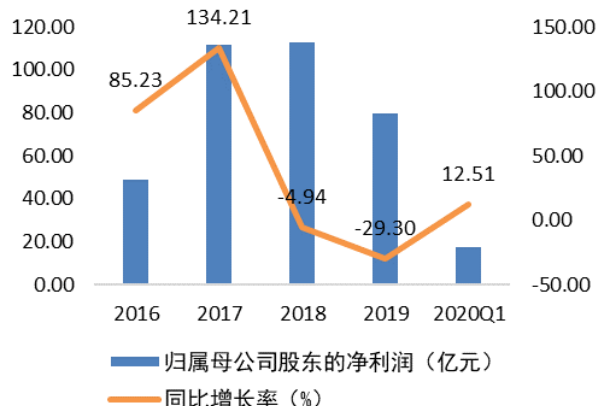
造纸板块受到供需格局失衡、行业低景气度的影响，2019 年营收增速放缓，净利润大幅下滑。2019 年，SW 造纸板块实现营业收入 1473.45 亿元，同比增长 0.61%，增速相对去年同期下滑 10.69 个百分点；实现归母净利润 79.59 亿元，同比下滑 29.30%，增速相对去年同期下滑 24.36 个百分点。受供给侧改革以及贸易摩擦等因素的影响，造纸行业面临着一定的挑战和调整。

图 40：SW 造纸板块营业收入合计及同比增速



资料来源：山西证券研究所、wind

图 41：SW 造纸板块归母净利润合计及同比增速



资料来源：山西证券研究所、wind

表 7：2019 年造纸板块上市公司业绩概览

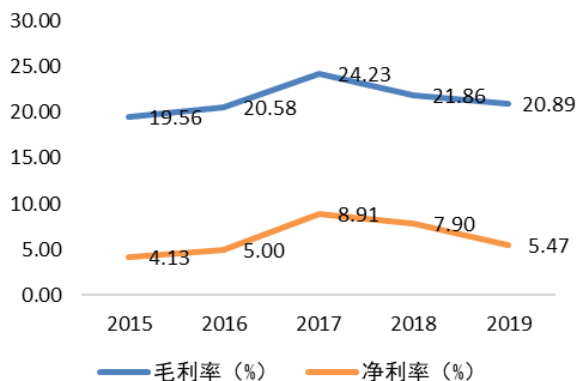
证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)	营业收入-同比 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润-同比 (%)	扣非后归母净利润 (亿元)	扣非后归母净利润-同比 (%)
000488.SZ	晨鸣纸业	303.95	5.26	16.57	-34.00	-64.05	7.02
600567.SH	山鹰纸业	232.41	-4.62	13.62	-57.48	-52.98	12.59

002078.SZ	太阳纸业	227.63	4.57	21.78	-2.66	-5.08	20.99
600308.SH	华泰股份	135.39	-8.29	6.80	-5.40	-18.04	5.60
600966.SH	博汇纸业	97.40	16.79	1.34	-47.73	-32.39	1.76
600963.SH	岳阳林纸	71.06	1.33	3.13	-14.38	-13.46	2.52
002511.SZ	中顺洁柔	66.35	16.84	6.04	48.36	49.98	5.89
002067.SZ	景兴纸业	52.51	-11.57	1.89	-43.73	-37.70	1.90
603733.SH	仙鹤股份	45.67	11.45	4.40	50.45	56.64	4.19
200986.SZ	粤华包 B	39.31	6.72	0.36	1,368.39	171.73	0.26
002521.SZ	齐峰新材	32.50	-11.67	1.33	127.43	189.78	1.15
600103.SH	青山纸业	26.70	-6.65	1.28	-17.61	-48.96	0.63
600433.SH	冠豪高新	25.95	1.75	1.70	55.95	63.34	1.48
600069.SH	*ST 银鸽	20.19	-28.78	-6.38	-619.98	-354.07	-5.11
600356.SH	恒丰纸业	17.56	9.01	0.89	33.88	32.81	0.85
603165.SH	荣晟环保	16.76	-19.79	2.49	19.81	14.88	2.34
600793.SH	宜宾纸业	16.01	23.85	0.12	-92.92	-119.43	-0.90
600235.SH	民丰特纸	13.99	-7.85	0.13	27.67	-303.03	-0.11
002012.SZ	凯恩股份	11.52	2.13	0.46	87.01	73.26	0.21
000815.SZ	美利云	10.44	-0.47	0.51	15.12	128.16	0.36
603863.SH	松炆资源	5.83	-2.97	0.89	-6.07	-8.80	0.82
002235.SZ	安妮股份	4.33	-39.46	0.24	-68.15	-1,867.58	-2.40

资料来源：山西证券研究所、wind

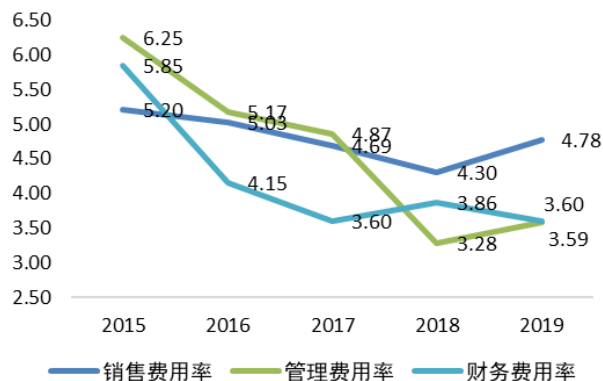
受市场竞争加剧、下游需求疲软、纸制品产能过剩等因素的影响，纸制品行业的盈利水平提升困难，造纸板块毛利率、净利率均出现大幅度下滑。2019 年，SW 造纸板块毛利率、净利率分别为 20.89%、5.47%，分别同比下滑 0.97、2.43 个百分点；销售、管理、财务费用率分别为 4.78%、3.59%、3.60%，分别同比变动+0.47、+0.31、-0.26 个百分点。

图 42：SW 造纸板块毛利率和净利率



资料来源：山西证券研究所、wind

图 43：SW 造纸板块期间费用率 (%)

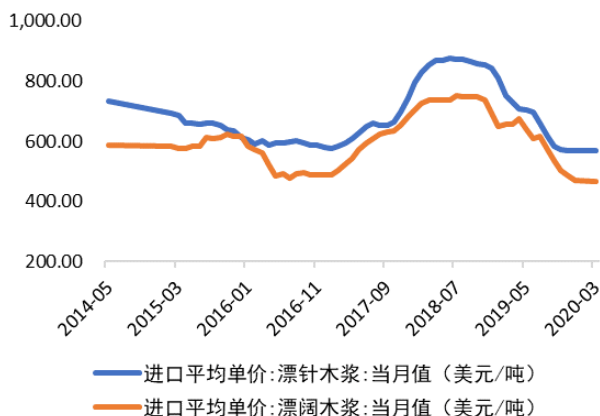


资料来源：山西证券研究所、wind

生活用纸主要原材料木浆价格持续下行，2019 全年处于历史低位。浆价目前维持在 4000 元/吨的低位水平，受益于原材料低成本优势，生活用纸企业的盈利能力有望继续提升。根据卓创资讯，截止 2019 年 12

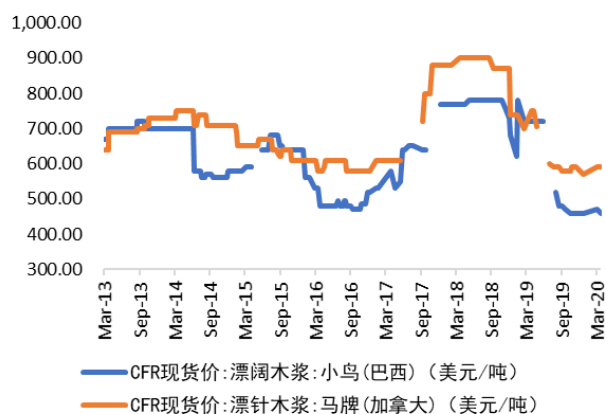
月 10 日，国内木浆均价为 3991 元/吨，同比下降约 28.7%，较年初下降约 1332 元/吨，年初至今均价 4719 元/吨。外盘阔叶浆、针叶浆报价也保持低位运行。11 月生活用纸均价 6730 元/吨，同比下降约 17.5%，较年初下降约 1210 元/吨。

图 44：木浆进口平均单价



资料来源：山西证券研究所、wind

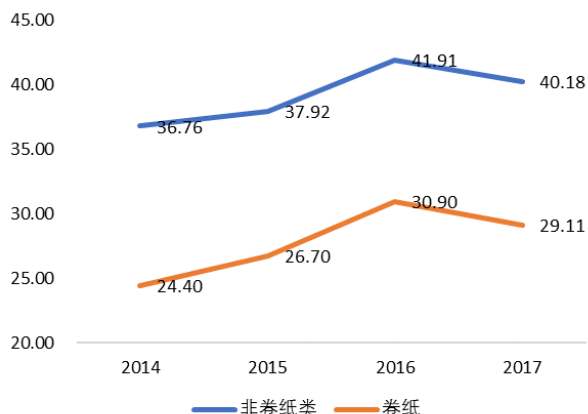
图 45：部分木浆 CFR 现货价



资料来源：山西证券研究所、wind

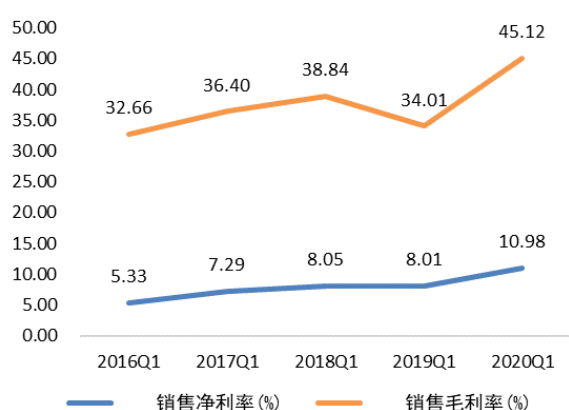
消费结构升级也推动生活用纸盈利能力不断提升。我国居民生活用纸的消费习惯走向多元和成熟，特别是手帕纸、消毒湿巾和其他中高端纸类，后续有望迎来快速增长。根据中顺洁柔披露的 2019 年报和 2020 一季报，中顺洁柔新棉初白、Face、Lotion、自然木等高毛利产品收入占比提升至近 70%，中高端纸品毛利率优势显著、消费占比持续提升，2020Q1 毛利率、净利率创下新高，盈利弹性进一步释放。展望 2020 全年，我们认为公共卫生事件影响仍在，疫情防控的常态化显著提升我国居民的环境消毒、健康安全意识，培养个人良好卫生习惯，对生活用纸行业的放量和盈利能力改善均构成利好。

图 46：中顺洁柔非卷纸类产品毛利率优势显著



资料来源：山西证券研究所、wind

图 47：中顺洁柔 2020Q1 毛利率、净利率创新高



资料来源：山西证券研究所、wind

2019 年瓦楞纸开工率、毛利率下滑，市场信心不足，行业景气度下降。2016 年以来，国内瓦楞纸产能

明显扩张，而产量触顶回落，国内瓦楞纸开工率下滑。虽然外废减量的影响仍将量变，但宏观经济仍然承压运行，因此纸厂对废纸的需求延续平淡。

图 48：2018-2019 年瓦楞纸均价走势图



资料来源：山西证券研究所、卓创资讯

图 49：瓦楞纸毛利率趋势图



资料来源：山西证券研究所、卓创资讯

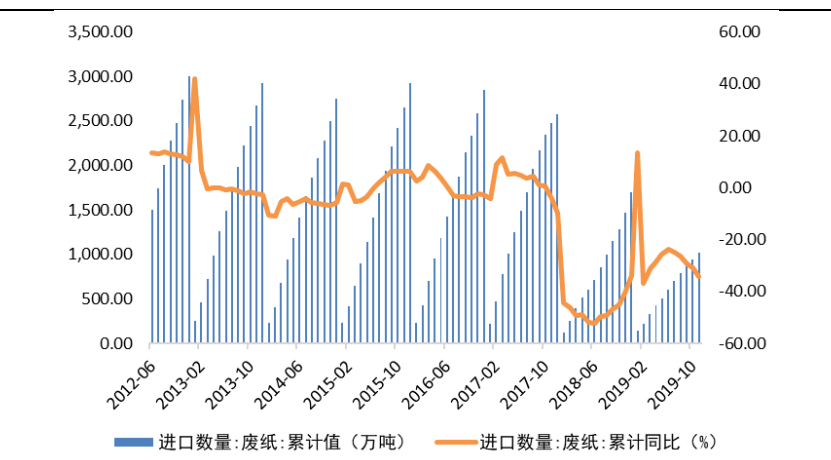
长期来看，废纸供应缺口叠加库存低位因素，废纸价格有望进入上涨通道。由于国废的利用率以及其纤维质量都不高，而在固废进口禁令下，外废或面临零进口监管，因此造纸行业原料端出现缺口。2020 年前两批外废配额共计 319.088 万吨，相对 2019 年同期减少 41.63%，初步预计 2020 年外废配额总量减少 40%-50%，叠加当前废纸库存处于历史较低位置，预计废纸价格将进入上涨通道。

表 8：2020 年第一批至第二批核定废纸进口量统计

批次	2019 年（万吨）	2020 年（万吨）	2020 年同比增减
第一批	503.5180	278.3470	-44.72%
第二批	43.1500	40.7410	-5.58%
合计	546.668	319.0880	-41.63%

数据来源：中国固废化学品管理网、山西证券研究所

图 50：废纸进口数量累计值及同比变化



数据来源：Wind、山西证券研究所

表 9：造纸板块重点关注个股 2019 年报盈利能力指标及变动情况

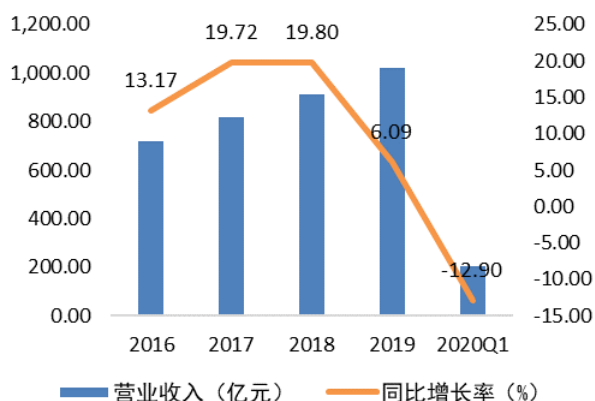
板块	证券简称	毛利率 (%)	同比变动 (pct)	净利率 (%)	同比变动 (pct)	销售费用率 (%)	同比变动 (pct)	管理费用率 (%)	同比变动 (pct)	财务费用率 (%)	同比变动 (pct)
造纸	中顺洁柔	39.63	5.57	9.10	1.93	20.64	2.80	7.10	1.64	0.32	-0.66
	太阳纸业	22.54	-0.91	9.65	-0.65	4.14	0.69	4.29	0.50	2.52	-0.79
	晨鸣纸业	28.36	-2.91	5.77	-3.11	4.27	0.14	7.00	0.43	9.59	0.10
	博汇纸业	14.58	-1.46	1.37	-1.70	4.11	0.15	2.89	0.79	5.25	-0.32
	宜宾纸业	10.86	-5.36	0.77	-12.72	4.60	1.33	4.82	-0.46	6.56	-2.49
	山鹰纸业	19.06	-3.99	5.82	-8.29	4.63	0.67	6.95	1.01	1.90	-1.13
	岳阳林纸	18.91	-1.88	4.41	-0.81	4.46	0.04	6.81	0.29	1.46	-0.65

资料来源：山西证券研究所、wind

4.2 包装印刷：高端包装纸业绩优于箱板瓦楞包装

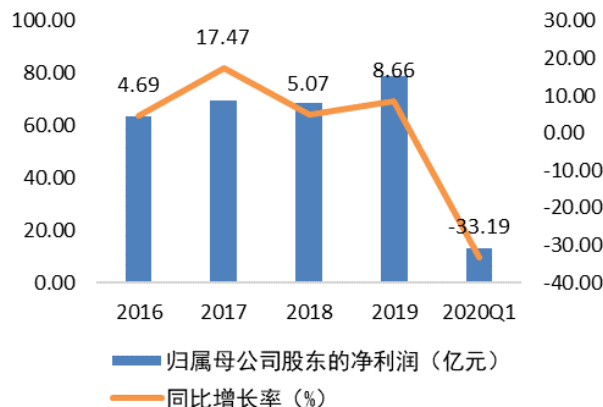
2019 年，包装印刷板块营收增长放缓，净利润增速加快。2019 年，SW 包装印刷板块实现营业收入 1020.40 亿元，同比增长 6.09%，增速相对去年同期下滑 13.71 个百分点；实现归母净利润 79.14 亿元，同比下滑 8.66%，增速相对去年同期提升 3.59 个百分点。

图 51：SW 包装印刷板块营业收入合计及同比增速



资料来源：山西证券研究所、wind

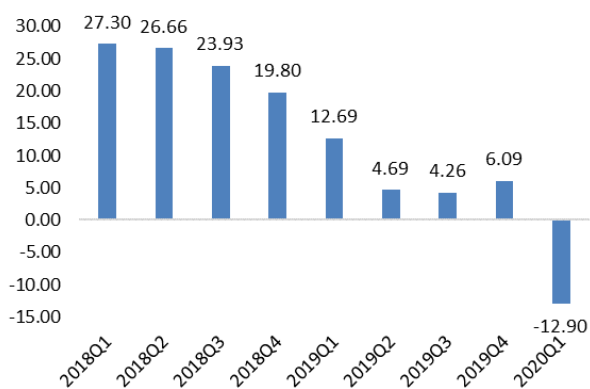
图 52：SW 包装印刷板块归母净利润及同比增速



资料来源：山西证券研究所、wind

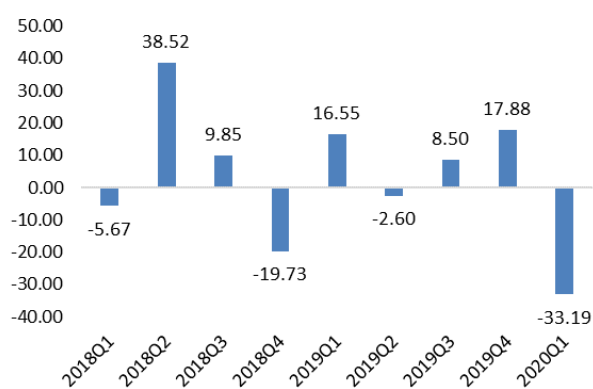
分季度来看，2019 Q4 包装印刷板块营收、净利润增速环比加快。2019Q4，SW 轻工板块营业收入同比增长 6.09%，增速环比 Q3 提升 1.83 个百分点；归母净利润同比增长 17.88%，增速环比 Q3 提升 9.38 个百分点。2019Q1-Q3，SW 包装印刷板块营业收入分别同比增长 12.69%、4.69%、4.26%；归母净利润分别同比增长 16.55%、-2.60%、8.50%。

图 53：SW 包装印刷板块单季度营业收入增速



资料来源：山西证券研究所、wind

图 54：SW 包装印刷板块单季度归母净利润增速



资料来源：山西证券研究所、wind

从细分板块及上市公司业绩来看，高端包装纸表现显著优于箱板瓦楞包装。高端包装纸龙头裕同科技、劲嘉股份持续发力多元化新型业务、积极开拓和深耕优质客户，2019 年收入、净利润增速跑赢行业水平，均实现两位数增长。箱板瓦楞包装纸行业受到纸价下跌、下游需求不振的影响，表现出量价承压的特征，龙头企业合兴包装业绩增速放缓。

表 10：2019 年包装印刷板块上市公司业绩概览

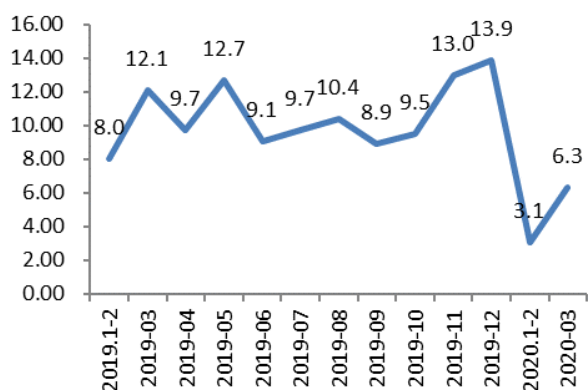
证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)	营业收入-同 比 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润- 同比 (%)	扣非后归母净 利润(亿元)	扣非后归母净 利润-同比 (%)
002228.SZ	合兴包装	110.97	-8.79	2.67	14.48	1.61	2.17
002831.SZ	裕同科技	98.45	14.77	10.45	10.51	12.54	9.67
002701.SZ	奥瑞金	93.69	14.60	6.83	203.15	379.07	5.92
600210.SH	紫江企业	92.11	2.23	4.94	14.20	55.63	4.18
601968.SH	宝钢包装	57.70	15.92	1.28	204.38	251.84	1.11
002585.SZ	双星新材	44.72	15.94	1.73	-46.01	-49.30	1.34
300057.SZ	万顺新材	44.52	6.80	1.34	10.31	3.00	1.01
002191.SZ	劲嘉股份	39.89	18.22	8.77	20.88	24.05	8.59
002303.SZ	美盈森	33.92	4.41	5.35	33.42	8.84	3.84
601515.SH	东风股份	31.73	-4.66	4.12	-44.92	-43.82	4.11
002803.SZ	吉宏股份	30.09	32.62	3.26	53.05	55.91	3.14
002969.SZ	嘉美包装	26.24	-11.36	1.72	-0.69	-0.04	1.55
002014.SZ	永新股份	26.00	11.47	2.69	19.44	17.70	2.38
002752.SZ	昇兴股份	25.49	21.50	0.53	25.29	-58.69	0.13
002243.SZ	通产丽星	21.50	-5.65	5.36	55.63	93.49	1.34
600076.SH	康欣新材	20.11	-12.14	3.95	-15.60	-15.14	3.74
002599.SZ	盛通股份	19.53	5.87	1.41	13.82	41.31	1.27
002565.SZ	顺灏股份	17.34	-15.60	-1.98	-295.68	-901.42	-2.23
002787.SZ	华源控股	16.66	20.41	0.67	26.01	2.72	0.52
000659.SZ	珠海中富	15.58	-3.75	0.18	-19.32	27.86	-0.36

002117.SZ	东港股份	14.96	-3.24	2.67	3.88	2.76	2.41
002735.SZ	王子新材	13.26	45.40	0.55	10.64	13.01	0.55
603687.SH	大胜达	12.66	-1.48	1.06	-25.25	-38.33	0.82
002799.SZ	环球印务	12.47	124.70	0.67	136.77	129.75	0.63
002522.SZ	浙江众成	12.46	18.79	0.64	78.64	222.98	0.43
002846.SZ	英联股份	11.70	42.91	0.80	89.32	108.86	0.78
600836.SH	*ST 界龙	10.93	-19.70	-0.93	-685.22	-394.98	-0.98
000812.SZ	陕西金叶	9.13	-6.45	0.26	14.41	19.70	0.24
603022.SH	新通联	6.85	2.90	0.30	-4.99	0.11	0.25
603429.SH	集友股份	6.72	46.49	2.02	74.76	48.81	1.60
603607.SH	京华激光	6.71	20.81	1.05	9.70	17.23	0.96
002229.SZ	鸿博股份	6.27	-11.21	0.35	586.53	-83.41	-0.14
300501.SZ	海顺新材	6.21	22.44	0.67	1.23	13.26	0.63
002951.SZ	金时科技	5.85	-10.49	1.80	-7.68	-4.56	1.67
000695.SZ	滨海能源	5.79	-44.63	0.13	-63.50	130.77	0.11
603058.SH	永吉股份	4.70	8.91	1.41	26.60	10.79	1.14
002836.SZ	新宏泽	4.23	50.97	0.26	-46.95	-46.42	0.24
603499.SH	翔港科技	3.25	-9.03	0.15	-69.19	-79.48	0.08

资料来源：山西证券研究所、wind

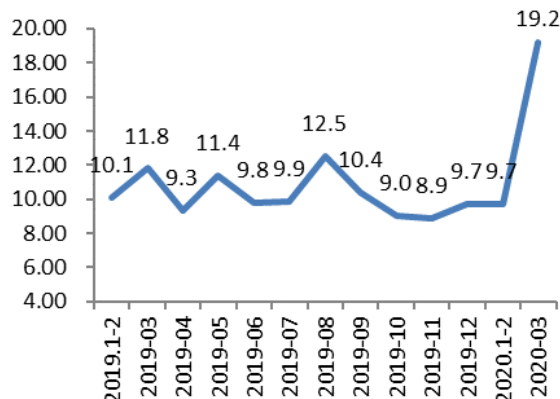
包装用纸下游需求主要包括家电、日化、食品饮料和消费电子等，2020年3月，通讯器材、粮油食品等行业的零售回升显著。据国家统计局数据显示，2020年3月饮料类、粮油食品类、日用品类和通讯器材类零售额分别同比增长6.3%、19.2%、0.3%和6.5%，增速相对1-2月分别环比回升3.2、9.5、6.9和15.3个百分点。

图 55：3 月饮料类零售额同比增长 6.3%



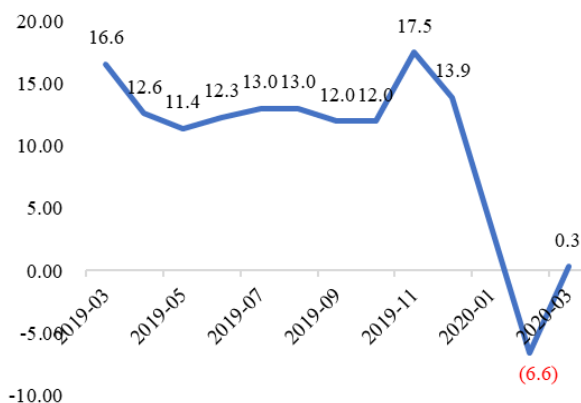
资料来源：山西证券研究所、国家统计局

图 56：3 月粮油食品零售额同比增长 19.2%



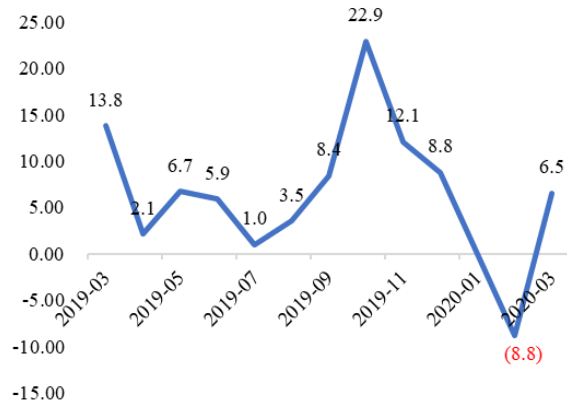
资料来源：山西证券研究所、国家统计局

图 57：3 月日用品类零售额同比增长 0.3%



资料来源：山西证券研究所、国家统计局

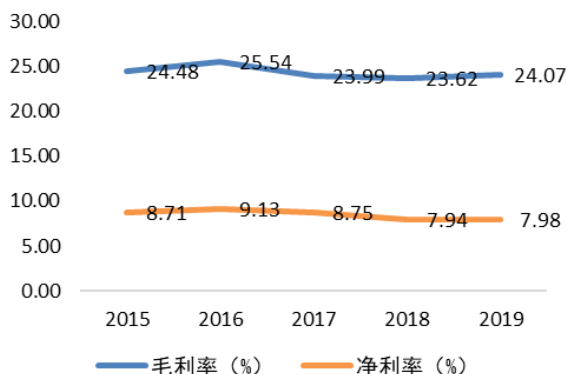
图 58：3 月通讯器材类零售额同比增长 6.5%



资料来源：山西证券研究所、国家统计局

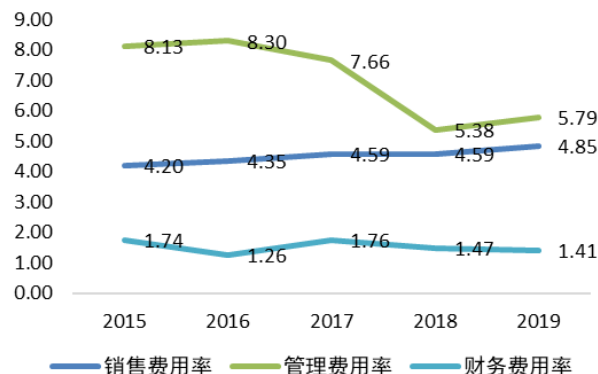
2019 年，SW 包装印刷板块毛利率、净利率小幅下滑，期间费用率显著增加。2019 年，SW 文娱用品板块整体毛利率为 24.07%，同比增加 0.45 个百分点，净利率为 7.98%，同比增加 0.03 个百分点；销售、管理、财务费用率分别为 4.85%、5.79%、1.41%，分别同比变动+0.26、+0.41、-0.06 个百分点。

图 59：SW 包装印刷板块毛利率和净利率



资料来源：山西证券研究所、wind

图 60：SW 包装印刷板块期间费用率 (%)



资料来源：山西证券研究所、wind

表 11：包装印刷板块重点关注个股 2019 年报盈利能力指标及变动情况

板块	证券简称	毛利率 (%)	同比变动 (pct)	净利率 (%)	同比变动 (pct)	销售费用率 (%)	同比变动 (pct)	管理费用率 (%)	同比变动 (pct)	财务费用率 (%)	同比变动 (pct)
造纸	劲嘉股份	41.95	-1.71	24.23	0.06	3.64	0.17	10.96	-1.71	-0.08	0.10
	合兴包装	13.03	0.49	2.62	0.27	4.40	0.44	4.90	1.06	0.67	-0.31
	裕同科技	30.03	1.53	10.84	-0.56	4.80	0.36	11.11	1.58	1.46	0.06
	奥瑞金	24.29	-1.49	7.40	4.66	4.03	0.24	6.86	0.05	3.14	-0.43

资料来源：山西证券研究所、wind

5. 投资建议：回暖可期，静待轻工消费回补行情

随着我国新冠肺炎疫情防控和社会经济发展工作的持续推进，轻工消费回补行情值得期待，建议关注因疫情需求滞后兑现的家具，受益全面复学复课的文具、以及防疫必需品生活用纸。

家具：行业基本面向好、精装修放量，看好疫情解除后业绩反弹，在前期地产边际数据回暖的支撑下，家具消费增速、终端流量和市场信心已有所好转，再结合去年整体环境低迷、业绩基数较低的因素，预期2020年家具板块业绩企稳回升。我们看好龙头在渠道实力、成本效率控制能力、产品质量等多重优势下跑赢行业。建议关注帝欧家居、江山欧派、尚品宅配、欧派家居、海鸥住工。

文娱用品：消费升级带动传统文具量价齐升，办公直销市场空间广阔，未来有较大增长动力和亮点，具备研发、设计、制造、渠道等多方面优势的企业有望进一步提升市场空间，同时，我们看好消费的防御性、文具行业的发展空间和龙头综合实力，建议关注晨光文具、齐心集团。

生活用纸：兼具成长性、盈利弹性和防御性的轻工消费子行业。成长性主要驱动力来自人均消费量、中高端纸品销售、龙头企业市占率的提升，盈利弹性主要来自消费升级推动高毛利产品占比提升、浆价下行释放成本压力等方面。与此同时，消费升级推动高毛利产品占比提升生活用纸作为“高频低价”必选消费品，消费需求韧性较强、增长更为稳健，相比其他类型纸品，生活用纸消费量增长亮眼、抗周期波动能力更强。建议关注中顺洁柔。

6. 风险提示

宏观经济增长不及预期；地产调控政策风险；市场竞争加剧风险；原材料价格波动风险；经销商管理风险；整装业务拓展不及预期；大宗业务回款风险等。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。