

华西证券2020年中期策略会——行业专题策略报告

“口红经济”持续火热，家居、造纸景气回升

轻工行业首席分析师：徐林锋

SAC NO: S1120519080002

2020年05月

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

主线一：家居板块估值修复，配置正当时，坚守“竣工回暖+工程渠道”两条主线。地产竣工端回暖提振终端需求，工程渠道红利持续释放助力龙头快速提升市场份额；疫情使一季度业绩短暂承压，最差的时候已经过去，4月以来家居企业订单持续改善，后续业绩有望持续修复。且近期地产资本持续入股家居产业链，激发市场关注热情。

重点推荐：欧派家居、顾家家居、公牛集团、美凯龙、敏华控股（H股）；**受益标的：**江山欧派、志邦家居、皮阿诺、惠达卫浴。

主线二：左侧布局造纸板块。4月文化纸价格出现较大幅度回调，主要系疫情导致海外纸产品在中国市场倾销所致。然而在价格回调后，下游经销商有了补库的打算。目前文化纸价格已经企稳，随着需求的不断恢复，纸价有望在未来得到提振，5月或为全年纸价最低点。中长期看，疫情作为供给侧外生冲击，基本面脆弱、抗风险能力差的中小企业恐将难以为继，预计行业洗牌加速。未来行业龙头将通过并购整合不断提高市场势力，遵循马太效应强者恒强。

重点推荐：太阳纸业、博汇纸业、岳阳林纸。

主线三：“口红经济”品种—美妆、生活用纸、文具。4月化妆品零售额增速同比上涨3.5%，较3月增速扩大15.1pct；随着线下客流恢复，以及线上新零售模式推进，化妆品消费将持续修复。受益“颜值经济”，国内化妆品行业保持高景气度，国货龙头大有可为，有望通过多产品、多品类、多品牌战略持续提升份额。而具备必选消费品属性的生活用纸，一方面需求稳健，另一方面利润端则受益浆价的低迷而进一步提振；文具板块短期办公防疫物资占比提升，并伴随着疫情结束而恢复需求，龙头核心竞争力突出且成长逻辑明确。

重点推荐：上海家化、珀莱雅、丸美股份、中顺洁柔、晨光文具。

风险提示：海外疫情持续发酵；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。

1

2020年上半年回顾：刚需为王，Q2景气度回升

2

轻工行业年报及一季报小结

3

家居：至暗时刻已过，看好竣工+精装两条主线

4

造纸：左侧布局好时机

5

化妆品：行业增速回暖，景气回升明显

6

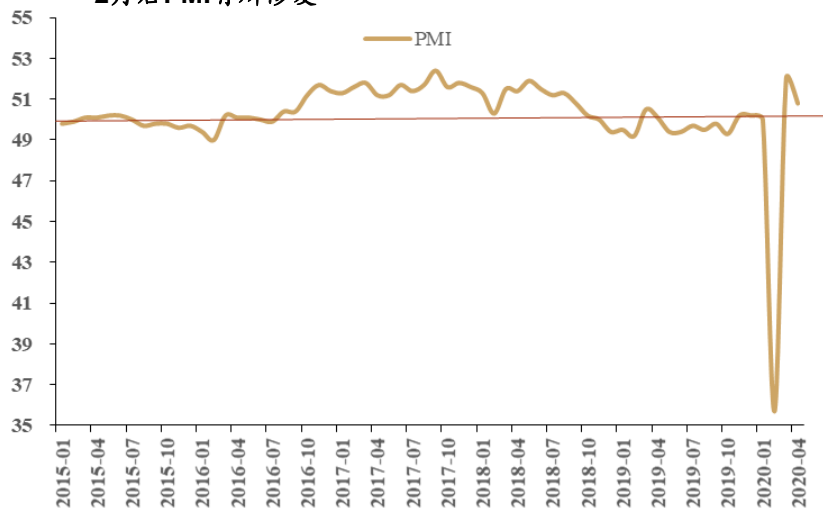
文具：疫情期间防疫物资放量，复工复产助力行业快速回暖

1

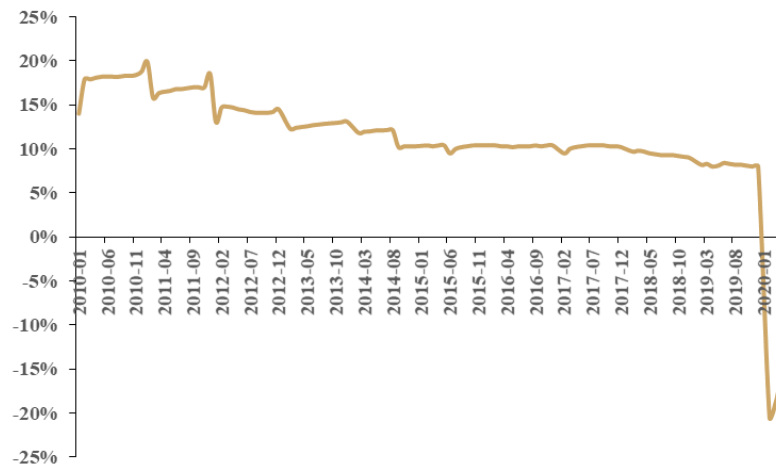
2020年上半年回顾：刚需为王，景气度回升

1.1 受疫情影响，中宏观大环境压力较大

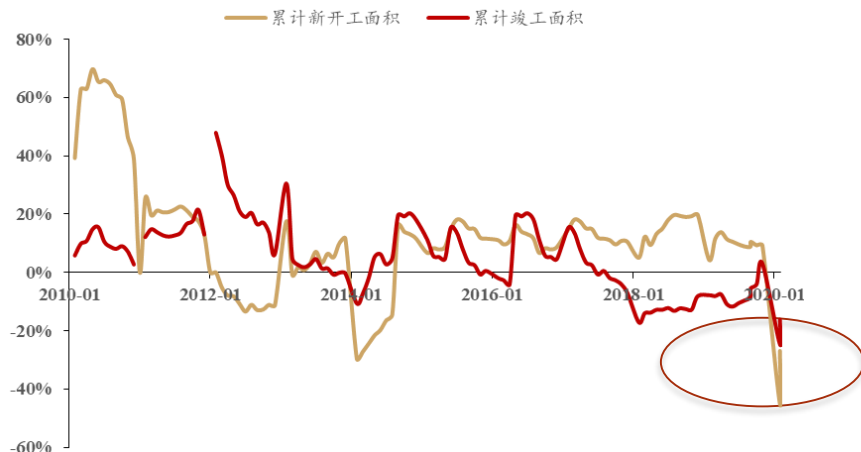
2月后PMI有所修复



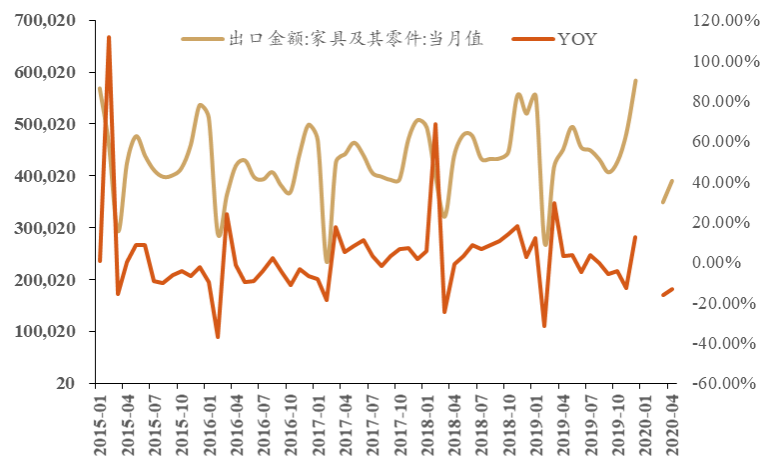
1-4月全国社零同比下降16.2%。



1-4月全国住宅新开工面积累计同比下降18.7%，全国住宅竣工面积累计同比下降14.5%



3月和4月家具及其零件出口金额分别同比下降16.1%和13.3%。



1.2 2020年上半年回顾：刚需为王，Q2景气度回升

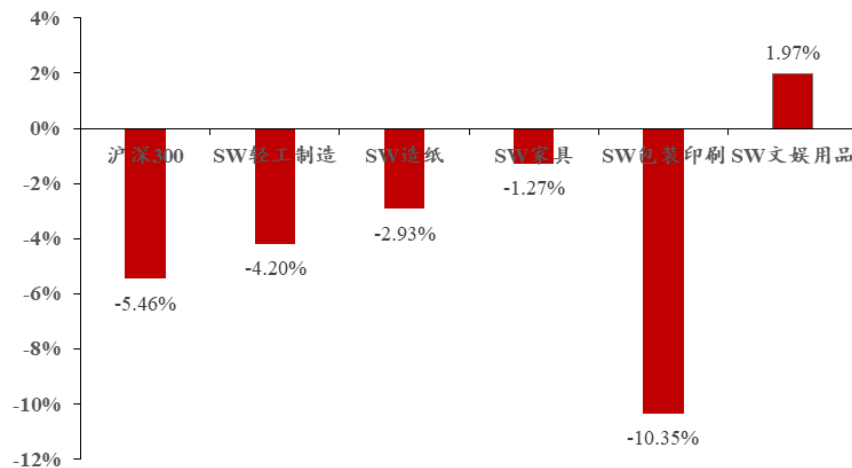
轻工板块上半年有小幅相对收益：轻工板块上半年整体下跌4.2%，跑赢沪深300指数1.26个百分点。我们认为，一方面是因为部分子板块为必选消费品，受到疫情影响较小，且例如消毒湿巾、线上远程办公等需求大增；另一方面，Q2行业景气度有所回升，家具购买等虽然受疫情影响有所延迟，但疫情控制后需求逐步得到释放。

文娱用品子板块表现相对较好：从各子板块来看，文娱用品/家具/造纸/包装印刷上半年涨幅分别为1.97%/-1.27%/-2.93%/-10.35%。

图：年初至今轻工制造（申万）与沪深300指数走势（截至5月26日）



图：年初至今轻工各板块收益（截至5月26日）



1.3 2020年上半年回顾：南下北上资金流动情况

北上资金偏好持有业绩表现良好的个股

北上资金持股占A股标的自由流通股比例								
	2019/9/30	2019/12/31	2020/1/31	2020/2/29	2020/3/31	2020/4/29	2020/5/25	2020年至今变化
欧派家居	10.60%	13.82%	15.82%	19.91%	18.91%	21.94%	24.70%	+10.88%
顾家家居	19.27%	18.26%	17.62%	14.95%	10.56%	10.56%	10.13%	-8.12%
志邦家居	1.00%	1.94%	3.08%	6.85%	8.29%	9.42%	3.73%	+1.79%
大亚圣象	2.84%	4.97%	6.29%	6.15%	5.88%	5.43%	5.00%	+0.03%
曲美家居	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.00%
索菲亚	13.66%	24.87%	26.96%	28.93%	25.90%	26.31%	31.11%	+6.24%
尚品宅配	11.71%	10.98%	10.37%	9.70%	8.68%	9.14%	9.34%	-1.64%
美克家居	0.73%	1.04%	1.12%	0.49%	0.37%	0.57%	0.46%	-0.58%
宜华生活	0.98%	0.69%	0.44%	0.41%	0.32%	0.32%	0.32%	-0.37%
好莱客	5.42%	6.24%	5.61%	5.44%	5.38%	5.38%	5.80%	-0.44%
中顺洁柔	15.45%	14.60%	18.71%	17.73%	16.44%	15.32%	15.31%	+0.71%
山鹰纸业	1.39%	2.35%	1.75%	1.94%	1.42%	1.37%	1.27%	-1.08%
晨鸣纸业	0.44%	1.09%	0.73%	0.85%	1.50%	1.92%	1.48%	+0.38%
太阳纸业	1.37%	2.89%	3.11%	2.95%	3.02%	2.65%	2.22%	-0.67%
晨光文具	11.01%	12.07%	12.89%	11.33%	8.98%	9.83%	9.34%	-2.73%
裕同科技	1.07%	3.22%	3.51%	4.17%	3.67%	3.82%	3.75%	+0.54%
奥瑞金	1.63%	1.54%	1.87%	1.38%	1.56%	3.59%	3.24%	+1.70%
南下资金持股占港股标的流通股比例								
	2019/9/30	2019/12/31	2020/1/31	2020/2/28	2020/3/31	2020/4/29	2020/5/25	2020年至今变化
敏华控股	17.27%	14.85%	14.86%	14.84%	15.86%	16.01%	16.17%	+1.32%
红星美凯龙	14.86%	15.03%	15.16%	15.13%	15.63%	15.79%	15.92%	+0.89%
玖龙纸业	1.56%	1.69%	1.53%	1.40%	1.65%	1.55%	1.51%	-0.18%
理文造纸	0.84%	1.06%	1.03%	1.11%	0.95%	0.76%	0.50%	-0.56%
恒安国际	0.52%	0.62%	0.92%	1.17%	1.50%	1.74%	1.72%	+1.10%
维达国际	0.06%	0.03%	0.04%	0.04%	0.27%	0.59%	0.70%	+0.67%

2

轻工行业年报及一季报小结

2.1 2019&2020年Q1重点个股业绩回顾（营收）

家居短期受疫情影响最大。疫情阻止了消费者购买家居的行为，虽然需求只会延后，不会消失，但短期依然对家居企业造成了较大的负面影响，2020年Q1家居企业的营收同比下滑幅度较大。造纸方面，纸种之间出现分化，由于下游复工较晚，需求不佳，箱板瓦楞纸收入增速下滑较大；而文化纸需求相对稳健，营收变化不大；生活用纸需求稳中有升，收入同比有所增长。文具龙头晨光文具受学校开学延期的影响，收入有所下滑，而齐心集团的线上会议业务则受益于疫情。

营业收入（亿元）	2019		2020Q1	
	收入	同比	收入	同比
家居板块				
欧派家居	135.3	18%	14.3	-35%
索菲亚	76.9	5%	7.6	-36%
顾家家居	110.9	21%	22.9	-7%
尚品宅配	72.6	9%	6.7	-47%
帝欧家居	55.7	29%	7.9	-24%
志邦家居	29.6	22%	3.3	-21%
美凯龙	164.7	16%	25.6	-28%
造纸板块				
中顺洁柔	66.3	17%	16.7	8%
太阳纸业	227.6	5%	55.5	2%
博汇纸业	97.4	17%	26.1	20%
山鹰纸业	232.4	-5%	38.4	-26%
岳阳林纸	71.1	1%	12.6	-10%
包装板块				
奥瑞金	93.7	15%	18.7	-9%
裕同科技	98.4	15%	18.2	2%
劲嘉股份	39.9	18%	9.1	-10%
文娱用品				
晨光文具	111.4	31%	20.8	-12%
齐心集团	59.8	41%	15.2	42%
化妆品				
上海家化	76.0	6%	16.6	-15%
珀莱雅	31.2	32%	6.1	-5%
丸美股份	18.0	14%	3.7	2%

2.1 2019&2020年Q1重点个股业绩回顾（利润）

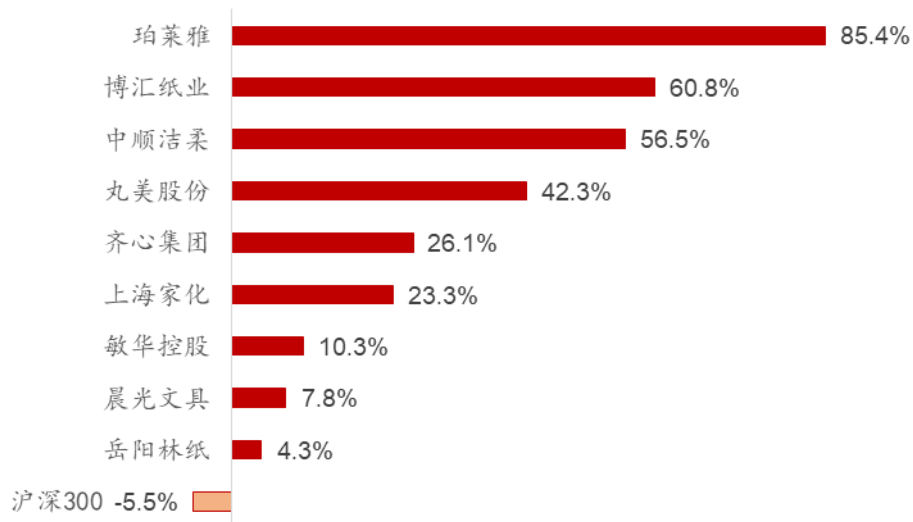
造纸盈利提升。造纸方面，成本端的木浆价格一直维持在低位震荡，纸价也维持在较高的水平，纸企盈利能力同比大幅度改善；由于家具卖场等渠道均停业，家居板块2月的销售成绩不佳，而固定成本无法减少，净利润同比出现较大幅度下滑；化妆品线下渠道受疫情冲击较大，但线上渠道的增长弥补了部分线下渠道的损失。

归母净利润（亿元）	2019		2020Q1	
	利润	同比	利润	同比
家居板块				
欧派家居	18.4	17%	(1.02)	-210%
索菲亚	10.8	12%	(0.17)	-115%
顾家家居	11.6	17%	3.07	4%
尚品宅配	5.3	11%	(1.56)	-589%
帝欧家居	5.7	49%	0.51	-23%
志邦家居	3.3	21%	(0.45)	-241%
美凯龙	44.8	0%	3.93	-70%
造纸板块				
中顺洁柔	6.0	48%	1.83	49%
太阳纸业	21.8	-3%	5.36	41%
博汇纸业	1.3	-48%	1.85	51%
山鹰纸业	13.6	-57%	2.30	-50%
岳阳林纸	3.1	-14%	0.87	369%
包装板块				
奥瑞金	6.8	203%	0.44	-81%
裕同科技	10.4	11%	1.42	-8%
劲嘉股份	8.8	21%	2.15	-17%
文娱用品				
晨光文具	10.6	31%	2.30	-11%
齐心集团	2.3	20%	0.51	31%
化妆品				
上海家化	5.6	3%	1.19	-49%
珀莱雅	3.9	37%	0.78	-15%
丸美股份	5.1	24%	1.19	-1%

2.2 重点个股依然保有较高的超额收益

我们重点推荐的“长跑冠军”与“口红经济”品种仍有不错的超额收益：从重点个股来看，各子板块核心企业在整体环境承压下,具备核心竞争优势，年内均取得正收益，且跑赢沪深300。珀莱雅、中顺洁柔收益率均超50%，齐心集团、上海家化的收益率超过20%，晨光文具、岳阳林纸等均取得了正收益。欧派家居、顾家家居虽然录得了负收益，但也跑赢了沪深300指数。

图：年初至今重点个股收益率（截至5月26日）



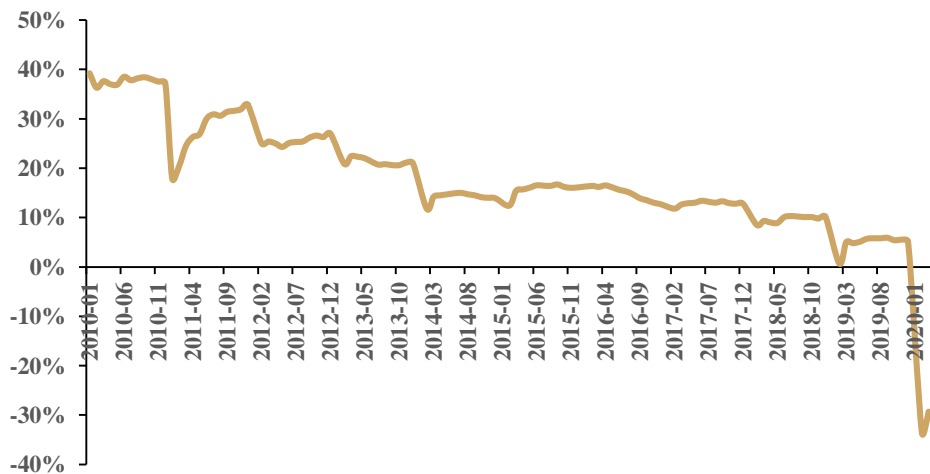
3

家居：至暗时刻已过，看好竣工+精装两条主线

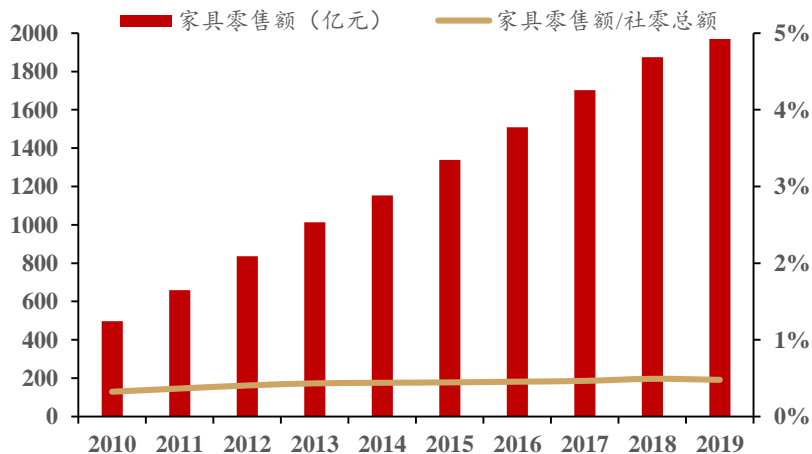
3.1 商务部发文提出激活传统商品消费热点

- 4月24日，商务部印发《关于统筹推进商务系统消费促进重点工作的指导意见》。《意见》提出，有条件的地区结合实际制定奖励与补贴相结合的消费更新换代政策，鼓励企业开展消费电子产品以旧换新，积极促进绿色节能家电、家具消费。
- 2019年家具零售额约1970亿元，同比增长5.1%，近年增速趋向稳定；1-3月限额以上家具类零售额同比下降29.3%，其中单3月家具零售额同比下降22.7%，已较1-2月降幅明显收窄10.8pct。家居消费偏向刚性，结合相关促进家具消费政策，整体将更为受益。

图表：1-3月限额以上家具类零售额同比下降29.3%



图表：家具零售额持续增长

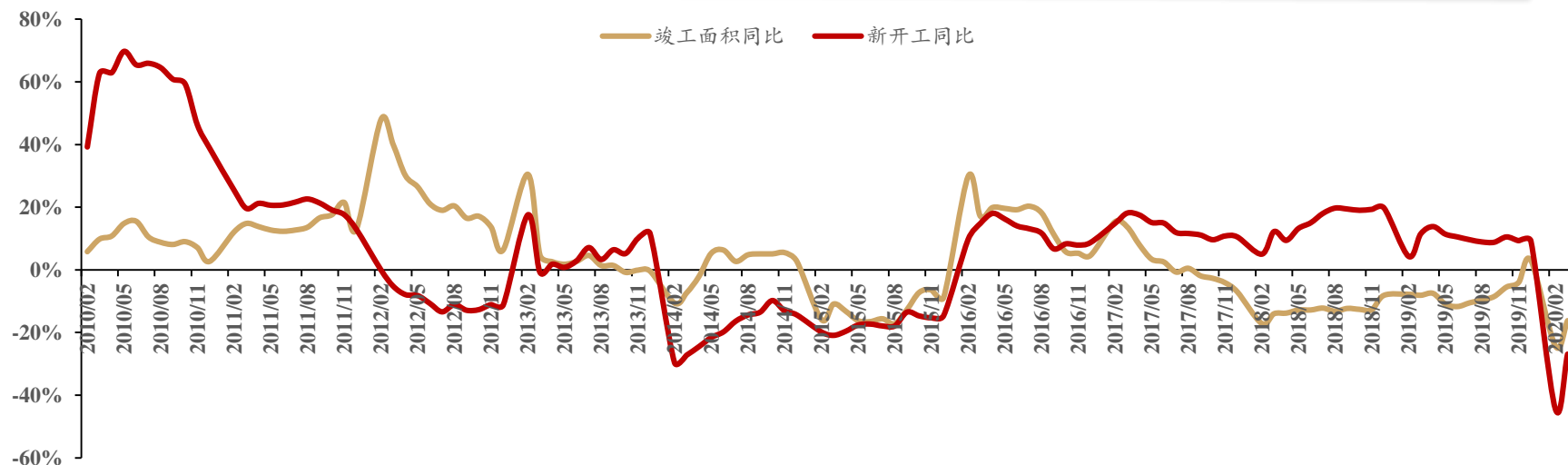


资料来源：Wind，华西证券研究所
 注：家具零售口径根据同比增速追溯调整

3.2 竣工：短期家具需求仍将受竣工提振

- 为何看好20年竣工回暖？**从建设周期的角度看，本轮随着预售比例的扩大以及“新开工-竣工”剪刀差的不断延续，房企在实现大量预收款和新增项目的同时，也积压了大量待交付的期房。尽管在预售环节中，房企在交付期限的确定上有较大的自由，且法律并未有较为明确的约束，但周期一般在2年左右，且要在预售时确定交付日期。因此，新开工面积增速与竣工面积增速无法长期背离，在期房交付压力积压到一定程度之后，二者将在趋势上收敛，并且波动存在一定的“交替性”。本轮新开工与竣工的分化出现在2017年8月，至19年底已经历了28个月；尽管疫情对短期竣工有所延缓，但考虑到本轮期房交付压力已经较大，预计今年将迎来竣工的集中交付，下游家居需求有望持续改善。

图表：竣工与新开工同比增速

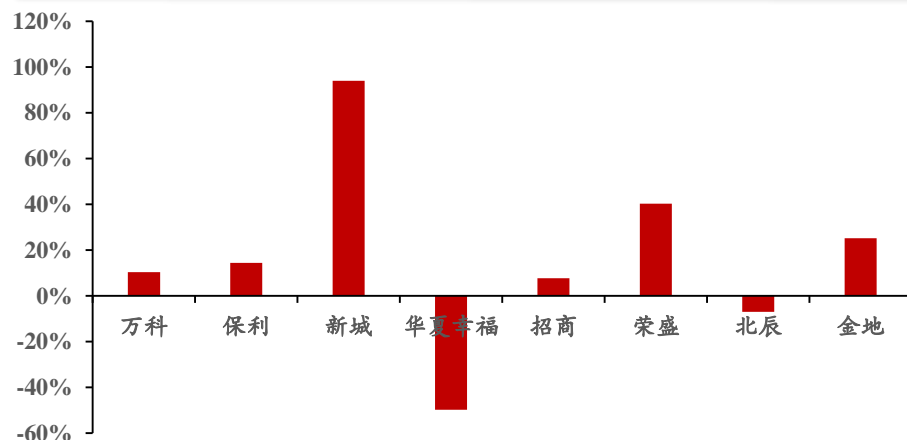


资料来源：Wind，华西证券研究所

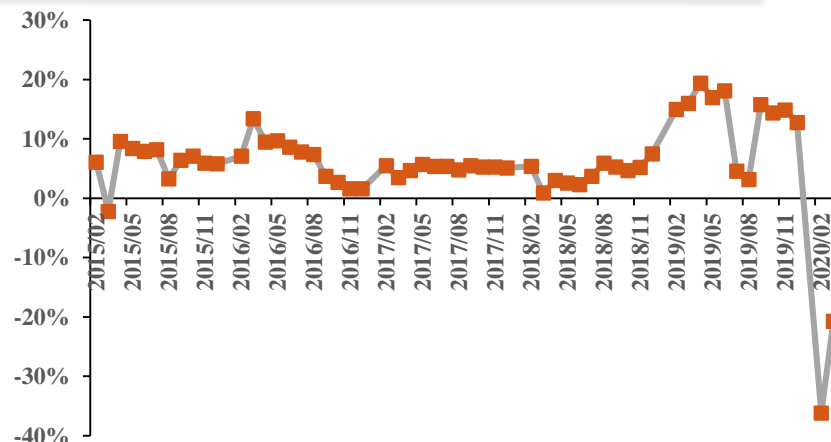
3.2 竣工：短期家具需求仍将受竣工提振

- 2020年竣工增速怎么看？**一方面，我们选取已公布2020年竣工计划的上市房企万科、保利、新城、华夏幸福、招商、荣盛、北辰、金地作为样本，上述房企预计2020年竣工同比增速分别为+10.35%、+14.36%、+94.02%、-49.76%、+7.72%、+40.32%、-7.07%、+25.19%，样本平均增速为15.3%。另一方面，考虑到18年新开工增速在20%以上，尽管疫情对竣工有所延迟，我们预计今年竣工仍将保持双位数增长。
- 此轮竣工回暖持续性如何？**考虑到房屋竣工前要安装电梯，并且电梯生产-安装-竣工约有1年左右时滞；本轮电梯产量增速从19年开始明显修复，且在2020年3月疫情之后强劲反弹；我们预计20年电梯产量仍将保持较好增速，叠加17年8月之后竣工与新开工实际背离超过2年，我们预计20、21年竣工均将保持较好增速。

图表：龙头地产商2020年计划竣工面积平均增速15.3%



图表：电梯产量同比增速在19年出现高峰

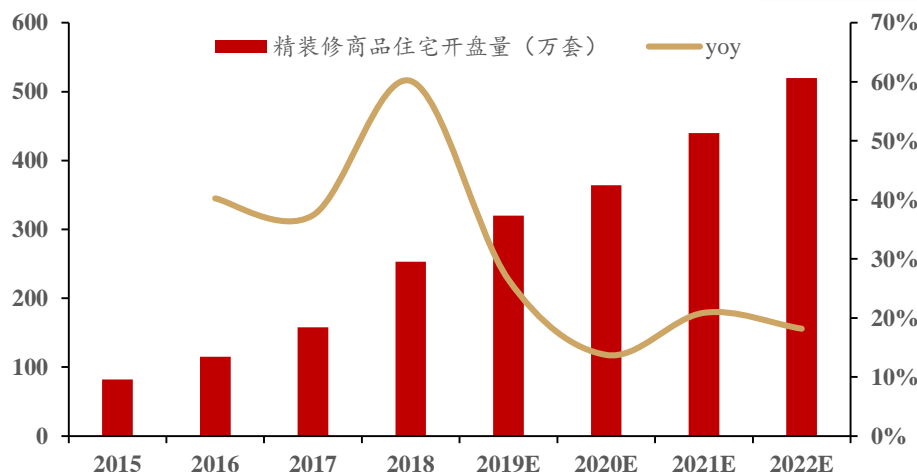


资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

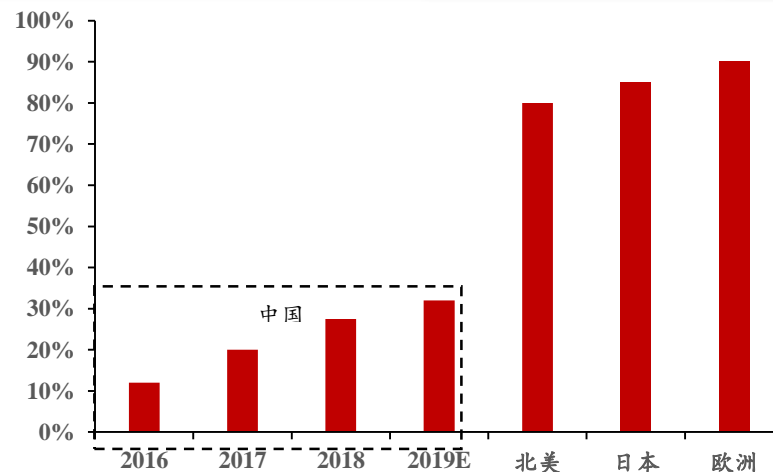
3.3 精装：渠道结构改变，把握精装渠道机会

- **受益精装渗透率提升，精装房建设快速推进。**根据奥维云网统计，2015年至2019年，国内精装修住宅开盘套数由82万套上升至320万套，年均复合增长率为41%；根据奥维云网预测，受疫情影响2020年开盘同比增长约14%，增速较19年略有回落；但考虑开盘到交房有1.5-2年的时滞，2020、2021年交房实际对应18-19年左右的开盘，增速预计在30%-40%较快水平。
- **中期角度，精装渗透率仍有较大提升空间。**2016年国内精装修渗透率为12%，2019年上升至32%；但对比北美、日本、欧洲等发达地区70-80%以上的比例，我国精装修渗透率仍有较大提升空间。

图表：国内精装房开盘套数保持快速增长



图表：国内全装修渗透率相较国外仍有较大提升空间



资料来源：奥维云网，华西证券研究所

3.3 精装：渠道结构改变，把握精装渠道机会

各品类精装市场空间如何？我们以2016-2018年的地产销售数据作为参考，并假设2019-2021年精装房渗透率为32%、37%、42%，对应各品类市场空间预测如下：

- 1) 橱柜：假设每套精装房配套1套橱柜，单套橱柜出厂价约4500元，则2019-2021年橱柜工程市场规模为128、183、228亿元。
- 2) 木门：假设每套精装房配套3套木门，单套木门出厂价约800元，则2019-2021年木门工程市场规模为68、91、110亿元。
- 3) 地板：假设每套精装房配套46平米地板，每平米地板出厂价约140元，则2019-2021年地板工程市场规模为181、243、291亿元。
- 4) 瓷砖：假设每套精装房配套48平米瓷砖，每平米瓷砖出厂价约50元，则2019-2021年瓷砖工程市场规模为113、152、183亿元。

3.3 精装：渠道结构改变，把握精装渠道机会

图表：工程渠道市场规模测算

指标名称	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
精装房交房量测算						
住宅商品房总销售面积（万平方米）	13.75	14.48	14.79			
商品房销售面积：住宅：现房（亿平方米）	3.19	3.12	2.32			
商品房销售面积：住宅：期房（亿平方米）	10.56	11.35	12.47			
现房比例	23%	22%	16%	12%	10%	10%
期房比例	77%	78%	84%	88%	90%	90%
住宅销售套数合计（万套）	1282	1336	1365	1368	1369	1370
yoy		4.2%	2.2%	0.2%	0.1%	0.1%
单套面积（平米）	107	108	108	108	108	108
精装房比例	12%	20%	28%	32%	37%	42%
毛坯房比例	88%	80%	73%	68%	63%	58%
预计销售现房套数（万套）	298	288	214	164	137	137
其中精装房套数（万套）	36	58	59	53	51	58
预计销售期房套数（万套）	984.4	1048	1151	1204	1232	1233
其中精装房套数（万套）	118	210	316	385	456	518
预计当年可交房套数（万套）				1232	1298	1346
其中精装房交房套数（万套）				283	381	457
各配套品类市场空间测算						
橱柜						
橱柜配套量（套/套）				1	1	1
单价（元/套，出厂口径）				4500	4800	5000
橱柜市场规模（亿元，出厂口径）				128	183	228
木门						
木门配套量（樘/套）				3	3	3
单价（元/樘，出厂口径）				800	800	800
木门市场规模（亿元，出厂口径）				68	91	110
地板						
地板配套面积（平/套）				46	46	46
单价（元/平米，出厂口径）				140	140	140
地板市场规模（亿元，出厂口径）				181	243	291
瓷砖						
瓷砖配套量（平/套）				80	80	80
单价（元/平米，出厂口径）				50	50	50
瓷砖市场规模（亿元，出厂口径）				113	152	183

资料来源：奥维云网，华西证券研究所

3.3 精装：渠道结构改变，把握精装渠道机会

- 渠道变革进行时，家具龙头更为受益。借鉴厨电经验，家居龙头有望再享渠道红利。剖析厨电龙头收割工程市场份额的原因，我们认为主要在于：
 - 1) 对地产商而言，地产集中度持续提升，且房企精装房市场集中度更高，而龙头地产商在选择供应商时，更注重其是否与自身品牌匹配、是否具备稳定的服务能力及优秀的品质，龙头品牌相较而言更受青睐。
 - 2) 对品牌商而言，一方面，部分龙头品牌具备全国产能布局，降低运输成本同时提升服务效率；另一方面，工程业务通常有一定账期，资金压力成为小型企业做大的门槛。

图表：龙头家居品牌相较而言更受房企青睐

	1	2	3	4
防水	东方雨虹	科顺	宏源	蓝盾
地板	圣象	书香门第	和邦盛世	大自然
橱柜	金牌	欧派	海尔	皮阿诺
建陶	马可波罗	蒙娜丽莎	东鹏	诺贝尔
卫浴洁具	科勒	TOTO	美标	箭牌
照明	飞利浦	雷士	欧普	西顿照明

图表：志邦家居工程渠道信用政策一览

地产商	账期	结算方式
恒大地产	下单结算货款10%，到货结算货款20%，安装验收结算货款70%，均6个月付款，该6个月内按应付未付货款4.5%-6%支付利息	商业承兑汇票
新城控股	预付款15%，到货款30%，安装验收款35%，竣工结算款15%，质保金5%	银行转账
绿地控股	无预付款，到货款50%，安装验收款20%，竣工结算款25%，质保金5%	银行转账
龙湖地产	无预付款，到货款50%，安装验收款20%，竣工结算款25%，质保金5%	银行转账、银行承兑汇票
万科	无预付款，到货款70%，安装验收款15%，竣工结算款12%；质保金3%	银行转账、银行承兑汇票

资料来源：Wind，华西证券研究所

3.4 继续call家具板块，配置正当时！

- 疫情：一季度疫情影响线下客流，家居企业业绩短暂承压。但需注意：1) 家装需求偏向刚性，需求只是被延迟，而不是消失；预计疫情缓和后将迎需求集中释放期。2) 疫情考验线上运营能力，龙头基于品牌优势进行全网营销，有望提前锁定订单，进一步挤占中小品牌市场份额。
- 我们看好下半年家居板块表现，主要基于：地产竣工端回暖提振终端需求，工程渠道红利持续释放助力龙头快速提升市场份额；疫情使一季度业绩短暂承压，后续家居龙头公司业绩有望持续修复，给予家居板块推荐评级。我们推荐关注：1) 长跑冠军（有潜力成长为巨头）：重点推荐欧派家居、美凯龙、顾家家居、公牛集团、敏华控股（H股）；2) 精装房大势所趋，工程龙头迎弯道超车良机：建议关注木门龙头、瓷砖龙头，受益标的江山欧派、志邦家居、惠达卫浴。

4

造纸：左侧布局好时机

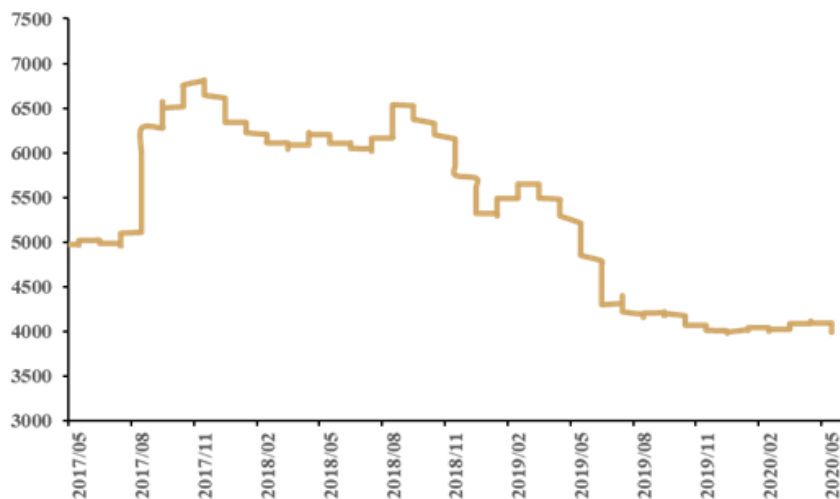
4.1 左侧布局好时机

- 1) 原材料价格难以上涨，利好整体成本控制。**受到全球疫情的影响，全球木浆需求有所下降，库存依然处于较高水平。年初至今木浆均价4053元/吨，同比下跌25.1%。我们预计在疫情没有得到充分的缓解前，不存在浆价大幅上涨的可能性，浆价将持续在现有低位盘整，利好木浆系纸企的成本控制。
- 2) 5月或为全年低点，把握左侧布局机会。**4月文化纸价格出现较大幅度回调，主要是因为海外纸厂将产品运输到中国进行贩卖，打破了原有的弱平衡状态。纸厂以及经销商库存并不太高，且在价格回调后，下游经销商有了补库的打算。目前文化纸价格已经企稳，随着需求的不断恢复，纸价有望在未来得到提振。白卡纸价格在5月也短期承压，纸厂以及经销商库存压力较大，但中长期看，在集中度提升&消费需求拉动下，白卡纸价格未来有望长期维持在高位。箱板瓦楞纸在3月冲高回落后，维持盘整态势，静待海外疫情恢复后，后续订单提振纸价。
- 3) 中长期看，行业供需持续优化。**各大纸厂对文化纸产能投放比较谨慎，未来两年内，仅太阳纸业与岳阳林纸将投放新文化纸产能。而在需求端，我们预计教材、教辅、党建图书等需求增长将导致未来两年文化纸整体需求保持2~4%左右增速。白卡纸有替代白板纸趋势，富阳地区今年已经清退200万吨白板纸产能。限塑令的稳步推进也有利于白卡纸的需求增长，预计未来需求将保持7%-9%左右的增速。箱板瓦楞纸前两年投放产能较多，目前依然处于消化过程中，不过疫情作为供给侧外生冲击，基本面脆弱、抗风险能力差的中小企业恐将难以为继，预计行业洗牌加速。未来行业龙头将通过并购整合不断提高市场势力，遵循马太效应强者恒强。
- 4) 行业竞争格局利好龙头企业。**2014年以来造纸行业在环保监管严控政策下，落后产能相继退出，纸厂家数由2962家减少至2018年2657家，市场集中度由2014年36%提升至2017年40%。我们预计未来行业仍处环保严控之下，新企业难以进入，落后产能持续淘汰，竞争格局利好龙头企业。

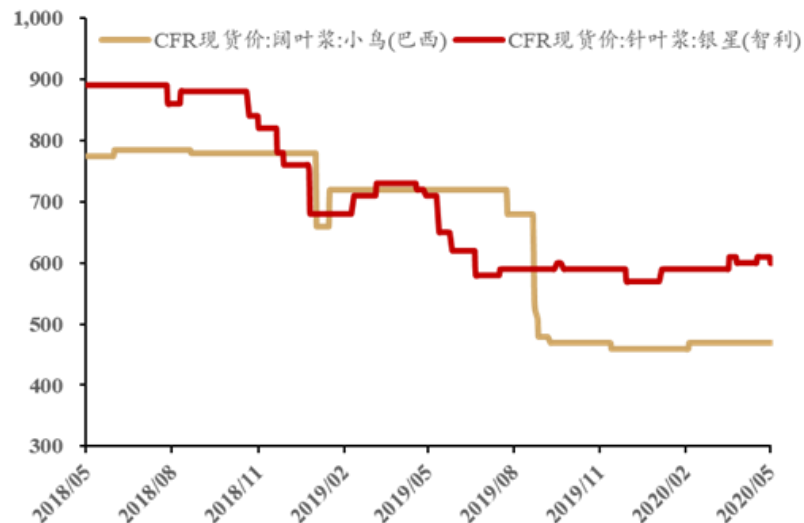
4.2 纸浆价格处于历史低位，预计仍将底部徘徊

原材料：全球库存环比增加，预计浆纸价格未来仍将底部徘徊。PPPC数据显示，2月全球纸浆发运量379.80万吨，较1月下降4.88%，较去年同期下降0.20%。全球木浆库存42天，较上月增加3天。同时，因为国内文化纸在4月出现下行行情，生活用纸价格5月也持续下行，白卡纸以及其他的特种纸的需求也较为疲软，对浆价的上涨没有太多的支撑；叠加最近海外的纸厂纷纷停机，全球纸浆的需求下降，木浆价格持续下跌。年初至今木浆均价4053元/吨，同比下跌25.1%。我们判断未来两三个月，在疫情没有得到充分的缓解前，不存在浆价大幅上涨的可能性，浆价将持续在现有低位盘整，对木浆系纸厂的成本控制有利。

图：国内木浆价格走势（元/吨）



图：国外阔叶浆/针叶浆价格走势（美元/吨）



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

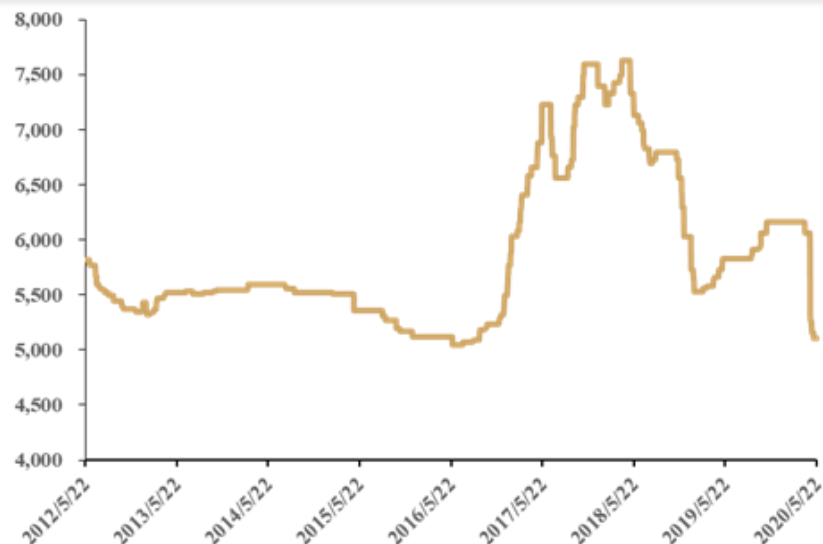
4.3 文化纸：4月回调，5月企稳

文化纸从4月中开始价格出现了较大幅度的回调。双铜纸价格4月下跌15.05%，双胶纸价格4月下跌12.85%。双胶纸和双铜纸的下跌原因并不相同。双胶纸整体需求正在恢复，涉及教材、教辅、图书和本册部分需求不受渠道影响。出版社整体招标工作也于4月底恢复，各省市也按照自身条件陆续发布中小学开学计划。伴随着各地学校陆续开始正常复课，教辅市场需求量近期内将逐渐上升。但由于海外疫情扩散的影响，部分海外厂商将双胶纸运输到国内贩卖，对市场形成了较大的冲击，短期打破了供需弱平衡的态势。双胶纸年初至今均价6180元/吨，同比上涨1.3%。铜版纸下跌主要是因为需求恢复较慢，疫情对此细分市场影响更大，宣传彩页等印刷量骤减，导致铜版纸用纸量的减少。此外铜版纸的产量中有16.2%是直接出口，受疫情影响较大。进入5月中旬后，由于下游部分经销商表示目前价格处于低位，有补库动作，市场价格已经企稳。

图：双胶纸价格走势（元/吨）



图：铜版纸价格走势（元/吨）



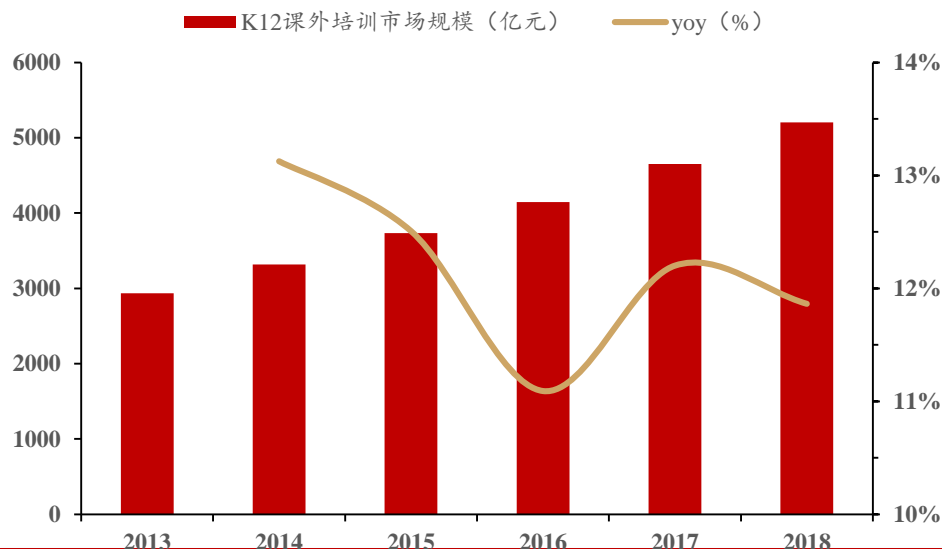
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

4.3 文化纸：建党100周年支撑未来两年需求

中长期看，需求端支撑稳定，仍具备增长空间。文化纸下游需求主要为教材、教辅、图书、期刊、烟酒标为主，需求较为稳定，对宏观经济敏感度较低。考虑到2021年为建党100周年，2020年下半年开始，各大党建期刊将开始备货，预计将增加数十万吨的文化纸需求。

此外，近几年课外培训市场规模的持续攀升，教辅与党政书刊将是未来两年文化纸需求的主要增长点。2020年国内有望普及高等教育，毛入学率将突破50%，在学人数持续增加。从教育机构来看，培训机构学生数量不断增加，K12（指幼儿园至高中教育）课外培训市场规模持续攀升，2018年达到5200亿元。在教学过程中，对文化纸的需求主要是教材、教辅以及复印资料等，随着人数的增加，此类需求也将持续增长，且更具有刚性。

图：课外培训规模不断增长



资料来源：Frost&Sullivan，华西证券研究所

图：党政建设宣传图



资料来源：公开资料，华西证券研究所

4.3 太阳纸业&岳阳林纸：文化纸领域双龙头

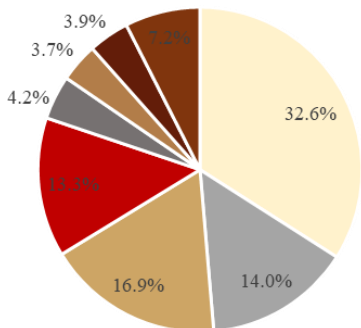
受到疫情的影响，浆价上涨仍有较大压力，文化纸市场价虽然有所回调，但依然保有一定的盈利能力，且后续需求增长将提振纸价。受益于行业集中度的不断提升，行业龙头的议价能力将不断提升。

从利润结构来看，太阳纸业文化纸收入占比约47%，毛利润占比约50%。公司目前运作的各项目建设稳步推进，2020年10月在山东会有45万吨的文化纸产能投放；广西北海市350万吨林浆纸一体化项目正式开工，一期规划主要建设年产80万吨漂白化学阔叶浆，年产55万吨文化用纸，年产50万吨特种纸，年产20万吨化机浆，预计2021年年底可能完工，并部分开始试运营。我们认为各项项目的成功落地将利好营收和利润，长期来看公司市场占有率会进一步提升。

图：太阳纸业各业务收入占比

图：太阳纸业北海项目奠基

■ 双胶纸 ■ 铜版纸 ■ 溶解浆 ■ 箱板纸 ■ 瓦楞纸 ■ 生活用纸 ■ 其他原纸 ■ 化机浆



资料来源：wind，华西证券研究所

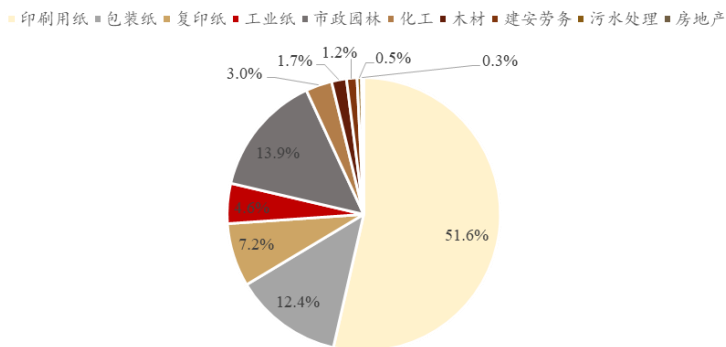
资料来源：公开资料，华西证券研究所

4.3 太阳纸业&岳阳林纸：文化纸领域双龙头

岳阳林纸自有化机浆产能增加，生产成本进一步下降。2019年9月，原美利纸业化机浆10万吨产能的生产线搬迁至公司并试生产，公司自有化机浆产能提升至35万吨，文化纸木浆自给率达到了50%左右。此外公司还拥有10万吨的本色针叶浆产能，主要供公司高端包装纸生产使用。同时公司依托中国纸业平台与浆厂签订年度合同，中国纸业每年集中向海外采购150万吨-200万吨左右的浆板，通过以量换价，实际采购价格低于市场价，成本优势明显。

造纸板块新项目环保公示。2020年，4月湖南省岳阳市生态环境局公示了岳阳林纸公司岳阳基地提质升级综合技改项目。该项目主要建设内容为新建一条20万吨年化学机械浆（APMP）生产线、一条45万吨/年非涂布文化纸生产线，和一条25万吨/年特种文化纸生产线。公司新项目正式环保公示，有望继续提高公司市场占有率。

图：2019年岳阳林纸各项收入占比



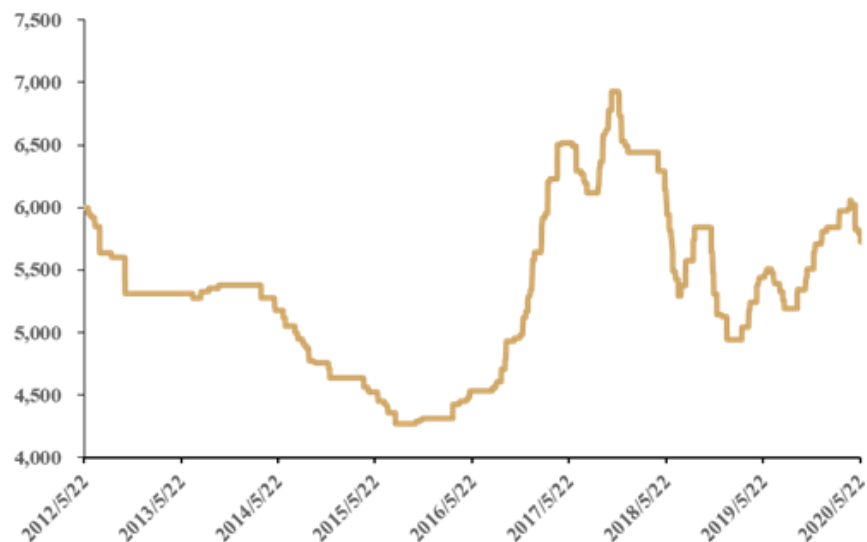
图：公司林浆纸一体化产业链布局

时间	项目	完成情况
2004年	君山林业基地林业研究中心，占地2150亩	已投产
2005年	成立茂源林业有限责任公司	已开业
2006年	成立森海林业有限责任公司	已开业
2009年	建立黑杨优质种质资源库	已建成
2010年	收购骏泰浆纸公司	已完成

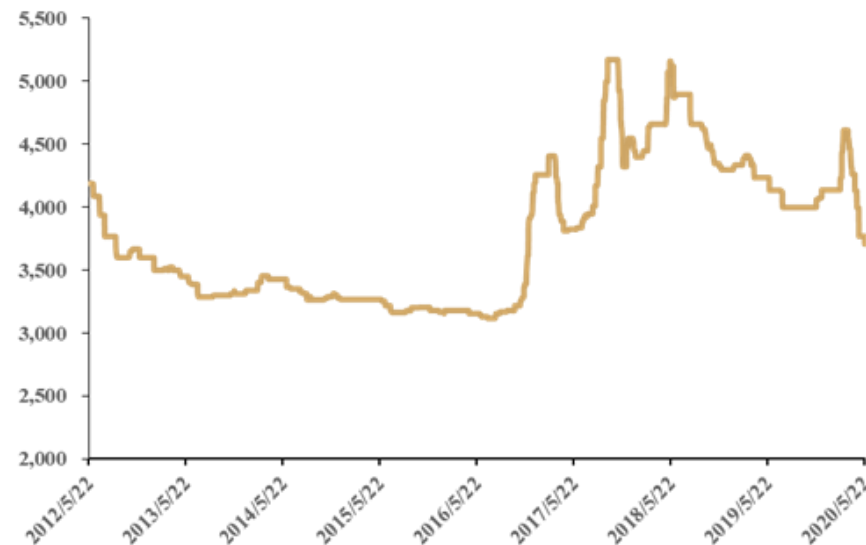
4.4 白卡纸：短期价格承压

从2019年2月开始，APP每个月均会发出200元的白卡纸涨价函。实际落地情况约为50%，社会卡价格从4800元最高涨到6000元。而高档白卡（食品卡和烟卡）的价格一直比较稳定，没有太大波动。由于海外疫情的影响，目前厂家和经销商的库存依然较高，4月的涨价无法落地。各大白卡纸厂纷纷安排5月停机，以求缓解价格压力。但短期看，我们预计白卡纸价还是有下行空间，除了库存压力较大外，与白卡纸有互替效应的灰底白板纸价格弱势下行，目前价差接近2000元/吨。部分下游对于价格较为敏感，优先选择性价比更高的灰底白板纸，对白卡纸的销售造成不利影响。年初至今白卡纸均价为5899元/吨，同比上涨15.3%，白板纸均价为4194元/吨，同比下跌2.8%。

图：白卡纸价格走势（元/吨）



图：白板纸价格走势（元/吨）

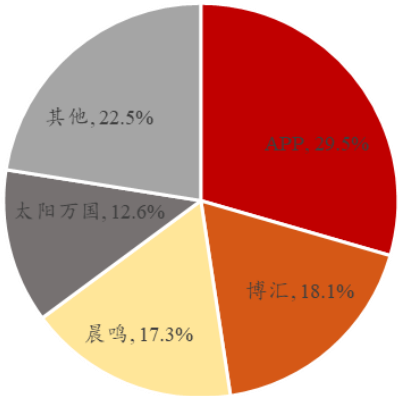


资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

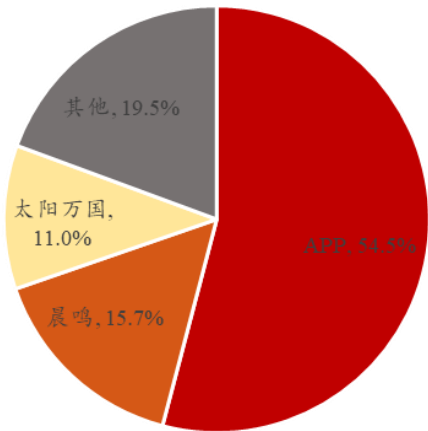
4.4 白卡纸：长期受益于良好的竞争格局以及限塑令

中长期看，APP收购博汇纸业稳步推进，白卡纸行业加速整合，行业集中度进一步提升。白卡纸具有消费属性，用途广泛，如烟包、食品卡、药品盒等。近年来，白卡纸需求复合增长率在7%-9%。此外，长期看，因为消费升级，白卡纸和灰底白的替代趋势还是以白卡替代灰底白为主。政策方面，1月19日，国家发展改革委、生态环境部发布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，到2020年底我国将率先在部分地区、部分领域禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用；到2022年底，一次性塑料制品的消费量明显减少，替代产品得到推广。限塑令的稳步推进也有利于白卡纸的需求增长。在集中度提升&消费需求拉动下，白卡纸价格未来有望长期维持在高位。虽然5月白卡纸有降价的可能性，但只是短期扰动，长期看，白卡依然是造纸领域的优质细分领域。

图：白卡纸行业格局（APP收购博汇前）



图：白卡纸行业格局（APP收购博汇后）



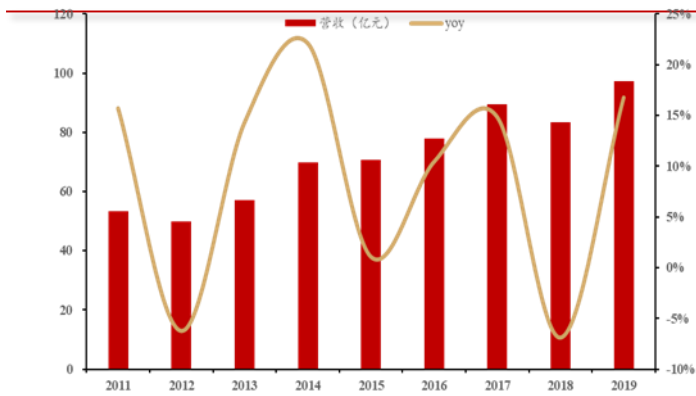
资料来源：中国造纸协会，华西证券研究所

4.4 博汇纸业：白卡纸领域的绝对龙头

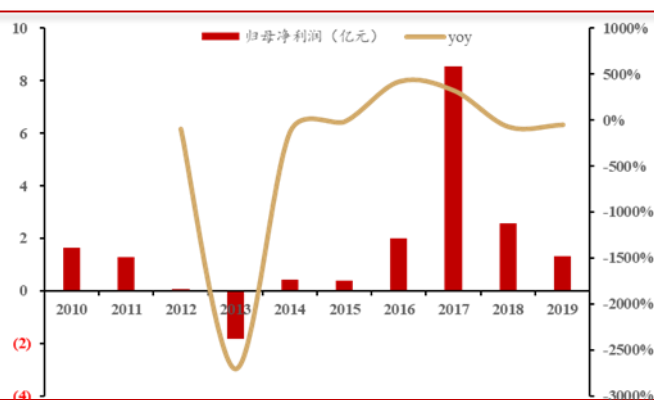
金光纸业对博汇纸业发起的要约收购顺利推进，未来白卡纸集中度进一步提升确定性强。据博汇纸业2020年4月7日公告，金光纸业提交的经营者集中反垄断审查材料已由国家市场监督管理总局反垄断局受理，审查工作尚在进行之中。中国现有白卡纸总产能约1,300万吨/年，目前产能最大的四家企业合计产能近1,000万吨/年。其中，金光纸业的白卡产能达320万吨；而博汇纸业最大年产能可达290万吨。如果APP（中国）受让博汇纸业控制权顺利，APP（中国）旗下的白卡纸产能将占全中国产能的47.6%。2019年博汇纸业销售白卡纸175.93万吨，取得收入78.83亿元，同比增长20.87%。

目前白卡纸供需结构逐步改善，终端需求保持着较为快速的增长，伴随着白板纸产能的清退，白卡纸的替代效应将逐渐显现。目前木浆价格依然处于低位，成品纸价的上涨将推涨公司业绩。同时，塑料污染治理力度加强，纸包装需求有望得到提振。如果APP受让博汇纸业控制权进展顺利，公司将掌握中国近半白卡纸产能，龙头地位凸显。

图：博汇纸业收入情况



图：博汇纸业利润情况



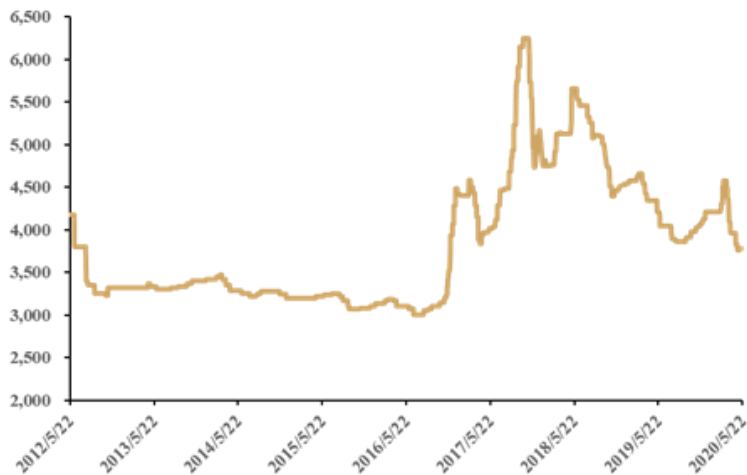
资料来源：wind，华西证券研究所

4.5 箱板瓦楞纸：静待海外疫情拐点

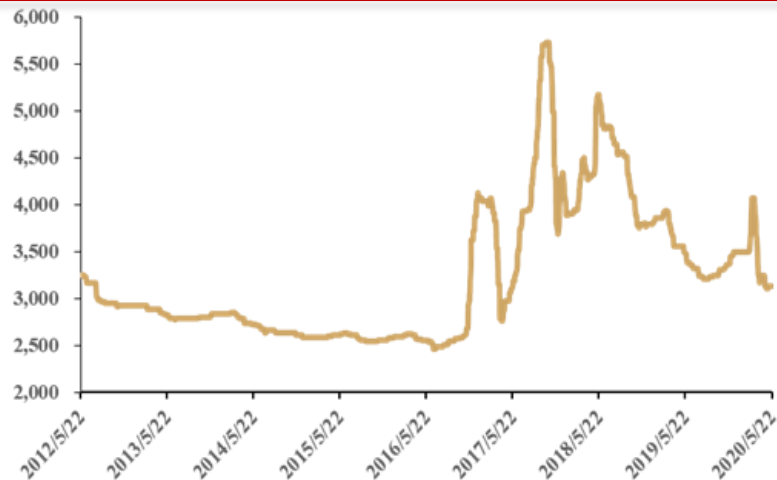
与白卡纸以及灰底白板纸类似，箱板瓦楞纸也属于包装用纸，但由于行业集中度相对于白卡纸低，因此价格波动较为剧烈。目前箱板瓦楞纸的下游总体来看还是比较疲软，特别是涉及外需部分。

箱板瓦楞纸本身主要满足内需，出口量占比很小，几乎可以忽略不计，且最近还在逐年下滑。在下游应用方面，箱板瓦楞纸主要用于食品饮料、服装&鞋、电子电器等方面的包装。据测算，除去占比17%的其他类别，2019年箱板瓦楞纸的主要下游应用出口占比在11.8%左右。海外疫情拐点的出现将极有可能导致箱板瓦楞纸需求增长，从而引发包装纸价格反弹。年初至今箱板纸均价4141元/吨，同比下跌7.7%，瓦楞纸均价3459元/吨，同比下跌7.5%。

图：箱板纸价格走势（元/吨）



图：瓦楞纸价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

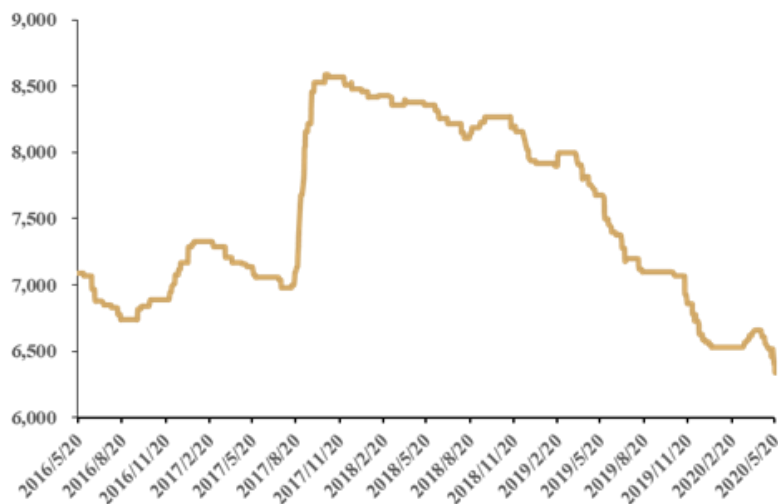
4.6 生活用纸：刚性需求支撑公司业绩

生活用纸是必须消费品，所以在线下采购困难的情况下，用户会在线上采购。而且由于春节假期的延长以及疫情的影响，用户会减少户外活动，尽可能的呆在家里，生活用纸的使用时间和频次都会增加，特别是消毒湿巾等防疫用品，而消费者甚至为了减少出门次数而囤货。进入5月以来，由于下游商业需求上量不明显，市场整体供大于求，纸企库存压力偏大。个别纸企开始停机，但现有库存仍需消耗。价格方面，年初至今生活用纸均价为6549元/吨，同比下跌17.0%。

图：消毒湿巾



图：生活用纸价格走势（元/吨）



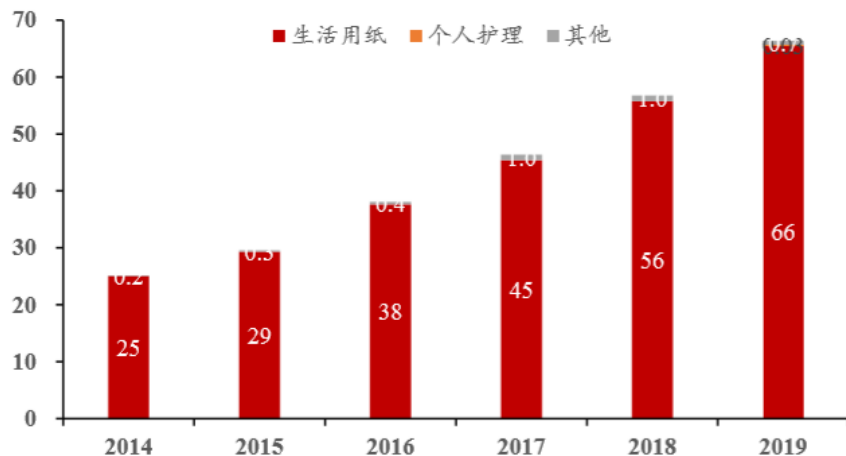
资料来源：公开资料，华西证券研究所

资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

4.6 中顺洁柔：强化优势稳发展

原材料价格低位震荡，全年看公司成本端红利较为确定。2019 年 纸浆价格大幅回落。考虑到目前港口库存高位，以及疫情使全球 需求疲软，2020 年浆价有望保持低位震荡；进一步的，原材料适当备库也使今年公司成本端红利较为确定。持续优化产品结构，高毛利产品占比继续提高。1) 生活用纸：公司继续加强高端、高毛利产品新棉初白、Face、Lotion 和自然木等在各大渠道的销售力度。2) 个人护理：公司开发个人护理品牌“朵蕾蜜”，2019 年毛利率达到 60.9%，有望在未来成为新的利润增长点。“太阳”产能扩张，拓展低端市场。公司投资建设 30 万吨竹浆纸一体化项目，以“太阳品牌”拓展高性价比市场。在消费升级的同时，我们预计生活用纸部分低端市场仍将长期存在，“太阳品牌”将助力公司覆盖更多消费人群，从而提升市场份额。

图：公司各业务营收占比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图：中顺洁柔旗下“太阳”品牌



资料来源：公开资料，华西证券研究所

5

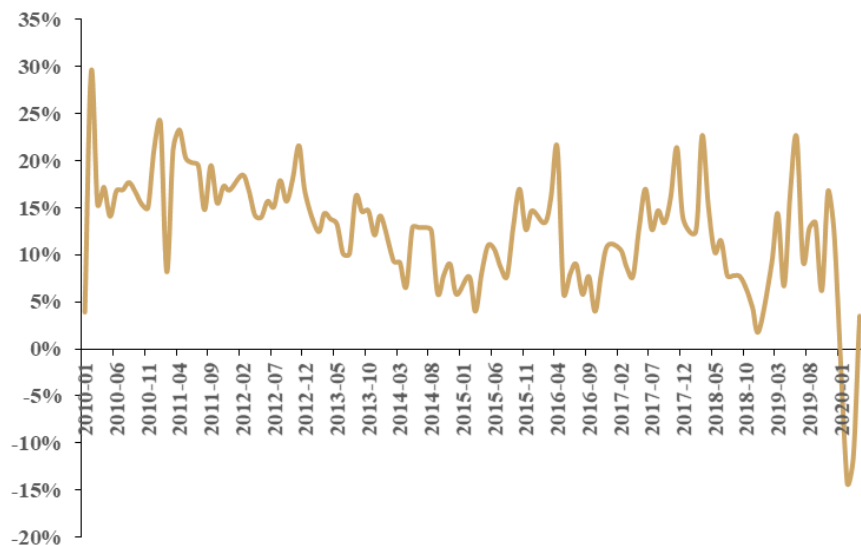
化妆品：行业增速回暖，景气回升明显

5 化妆品：行业增速回暖，景气回升明显

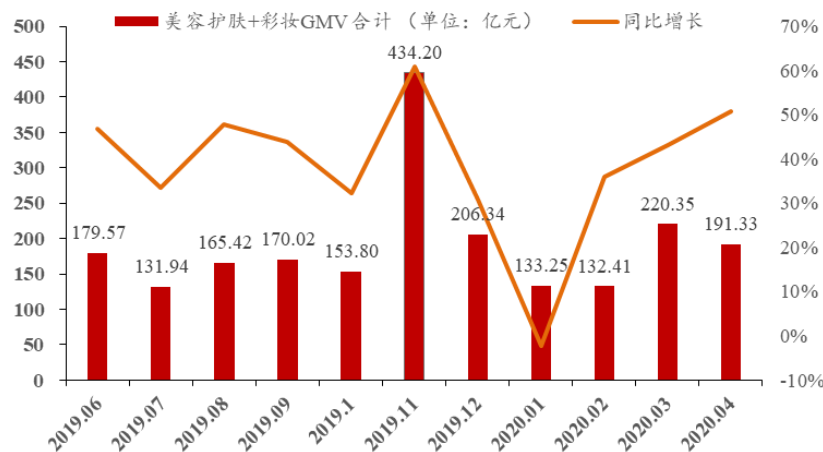
4月化妆品零售额增速同比上涨3.5%，较3月增速扩大15.1pct；随着线下客流恢复，以及线上新零售模式推进，化妆品消费将持续修复。2020年4月，淘系平台化妆品类（护肤+彩妆）成交额合计为191.33亿元，同比增长50.81%。其中护肤类成交额139亿元，同比增长58.02%；彩妆类成交额52.33亿元，同比增长34.51%。

受益“颜值经济”，国内化妆品行业保持高景气度，国货龙头大有可为，有望通过多产品、多品类、多品牌战略持续提升份额。

图：4月限额以上化妆品类零售额同比增长（3.5%）



图：淘系平台化妆品类GMV（亿元）



资料来源：wind，华西证券研究所

资料来源：淘数据，华西证券研究所

5.1 化妆品：线上渠道持续发力

“直播带货”等线上新渠道弥补线下店关停的影响。虽然受疫情的影响，大部分消费者将减少线下的购买活动。然而现在传统电商、社区电商、直播电商等早已成为消费者最热衷的购买渠道。阿里巴巴的最新一季财报指出，一半以上的天猫商家利用淘宝直播带货，化妆品最为乐此不疲。今年天猫双11预售第一天，欧莱雅店铺直播17小时，吸引近百万人观看，帮助品牌增加上万新粉，效率远高于传统线下专柜推广。由于直播带货的方式更加简洁直观，观众可以不用阅读纷繁复杂的图文说明而直接了解一款产品的优劣，宣传渗透率得到了极大的提高，预计受此次疫情的影响，直播电商等新兴电商渠道将会成为美妆个护领域的主要销售渠道。

图：淘宝直播“一哥”李佳琦



资料来源：公开信息，华西证券研究所

图：淘宝直播“一姐”薇娅



资料来源：公开信息，华西证券研究所

5.2 上海家化：管理层换帅

未来加强线上营销+打造重点新品，前欧莱雅高管接任**CEO**。分渠道看，电商和商超、母婴等增长恢复正常；百货、CS渠道延续疫情影响，预计逐步迎来复苏。未来公司会逐步加强电商自营团队建设，加快线下转型。着力打造护肤类新品，助推业绩可期。公司玉泽品牌主打对敏感肌肤提供保障，药妆类产品正处在风口期；今年新品有所突破，依赖美妆平台、口碑种草等方式加大传播力度。佰草集今年主打太极系列上市，每季度都有新品推出。在传播端走年轻化营销路线，下半年和敦煌IP深度合作，推出跨界合作产品；预计太极系列销售占比将进一步提升。

公司管理层换帅，前欧莱雅高管潘秋生接任公司**CEO**兼总经理。潘总具有20年快消品行业经验，对化妆品行业非常熟悉，具有丰富的渠道转型经验，有望为公司带来积极变化。

图：新晋网红品牌“玉泽”



资料来源：公开信息，华西证券研究所

图：佰草集主打中草药传统配方



资料来源：公开信息，华西证券研究所

5.3 珀莱雅：新签代言人蔡徐坤助力品牌年轻化

公司不断优化渠道结构和经销模式，线上渠道的销售比例超过了**50%**。公司宣布签约蔡徐坤为全新品牌代言人，并发布双抗精华液最新代言宣传片。蔡徐坤目前拥有超过2900 万的微博粉丝，在95 后00 后年轻群体中拥有强大号召力，将助力公司品牌年轻化。

同时，公司拟与西班牙PRIMA-DERM,S.L共同投资设立合资公司，主要在中国、日本、韩国、澳大利亚、新西兰及东南亚地区从事推广和销售PRIMA-DERM 旗下抗衰品牌Singuladerm的产品。2020年3月4日，Singuladerm正式入驻天猫国际，开启深耕中国市场新纪元。珀莱雅强大的渠道优势、运营优势，必将赋能Singuladerm的品牌发展。两者强强联合，将激发出中国抗衰老市场的巨大潜力以及迸发出产品+品牌+渠道的市场竞争力。

图：新晋代言人蔡徐坤



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图：PRIMA-DERM 旗下抗衰品牌Singuladerm



资料来源：公司官网，华西证券研究所

5.4 丸美股份：小红笔眼霜热销

丸美股份作为眼部护肤领域的龙头企业，主品牌“丸美”具备较强影响力。公司一方面推进产品多样化，开拓大众类护肤和彩妆市场，另一方面保持经销渠道优势，大力发展电商渠道，抓住电商和市场下沉机遇。

公司3月更换TP，对接网创团队，着力发展线上直营，看好未来天猫旗舰店发展空间。新晋社媒团队铺开小红书、抖音、淘宝直播等年轻化社媒平台，多渠道营销打开种草传播新模式。同时公司小红笔眼霜线上首发。公司4月携手流量明星朱正廷推出年轻化新品小红笔，并成为首个上新天猫小黑盒的国货品牌，新品销售超5万件，66%来自新客户购买。

图：新TP壹网壹创



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图：小红笔眼霜热销



资料来源：公司官网，华西证券研究所

6

文具：疫情期间防疫物资放量，复工复产助力行业快速回暖

6.1 疫情期间防疫物资放量，复工复产助力行业快速回暖

- **文具：受益政策红利，B端业务进入收获期。**1) 增长潜力大，竞争格局高度分散，阳光采购规范行业发展。办公文具市场规模庞大，可达1.6万亿元，但竞争格局高度分散。随着国家推行阳光化采购以来，政企单位对办公物资的采购从之前分散的采购模式逐步转变成集中化、电商化、一站式采购，对头部供应商更加有利，行业面临较好的政策红利。2) 参考海外经验，行业集中是必然趋势，物流系统&办公一站式服务能力构建核心壁垒。美国办公文具市场也经历了从分散到集中的过程，其背后的核心原因便是资本驱动下，渠道商大力投资仓储物流等领域以提升综合服务能力，抢占中小本土零售商的市场份额。我国办公直销龙头科力普亦在大力建设各地仓储物流服务，综合优势差距加大，叠加B端公司采购规范化，我国办公直销行业也势必会逐步走向集中，并依靠大办公服务满足客户差异化需求，构建与电商差异化竞争力。
- **推荐晨光文具：**1) 短期：受疫情影响，各省市学校推迟开学、企业延迟复工、商场延期开业，分别对一季度公司的传统业务、科力普、零售业务有一定影响；全年来看，随着疫情得到有效控制，学校开学&企业复工将提振终端需求，公司经营有望快速恢复。2) 中长期：一体两翼持续发力，文具龙头迈向文创巨头：传统业务从“增量”到“提质”，渠道优化提升效率，精品文创优化结构；科力普客户数量不断提升，进入利润收获期；新零售渠道模式成熟，加盟开店提速，盈利预计将明显改善。

风险提示：

- **海外疫情持续发酵：**海外疫情将导致国外消费品需求下降，国内产品出口受阻，大量的出口产品将转为内部消化，行业竞争格局恶化。
- **地产调控政策风险：**家具行业具备地产后周期属性，地产调控收紧下将影响家具的购买需求。
- **市场竞争加剧风险：**市场竞争加剧下，企业间可能会出现价格战、恶性竞争等情况，业绩会受到一定影响。
- **原材料价格波动风险：**上游原材料价格上涨情况下，企业成本增加，在产品价格销量保持稳定的情况下，利润增速可能不及预期。

附表：轻工板块重点个股盈利预测估值表

板块	公司	营业收入（亿元）			营收同比增速			净利润（亿元）			净利润同比增速			PE	
		2020Q1	2020E	2021E	2020Q1	2020E	2021E	2020Q1	2020E	2021E	2020Q1	2020E	2021E	2020E	2021E
家居	欧派家居*	14.30	149.80	174.06	-35.09%	10.69%	16.20%	-1.02	19.91	22.93	-210.30%	8.24%	15.15%	24.56	21.32
	索菲亚*	7.63	83.09	94.16	-35.58%	8.11%	13.31%	-0.17	11.02	12.52	-115.48%	2.31%	13.54%	19.01	16.79
	尚品宅配*	6.69	84.44	96.69	-47.46%	16.30%	14.50%	-1.56	6.23	7.15	-589.26%	17.82%	14.92%	20.01	17.40
	好莱客	1.87	23.52	26.10	-48.30%	5.72%	10.96%	-0.17	3.82	4.21	-144.81%	4.71%	10.40%	11.92	10.79
	顾家家居*	22.88	133.50	159.49	-6.99%	20.38%	19.47%	3.07	14.14	16.81	3.81%	18.68%	18.87%	18.47	15.56
	志邦家居	3.26	33.96	40.04	-21.19%	14.65%	17.91%	-0.45	3.74	4.40	-241.27%	13.41%	17.69%	17.5	14.84
	曲美家居*	8.39	49.68	55.73	-16.48%	11.10%	12.17%	-0.34	2.40	2.90	-387.10%	71.81%	21.16%	16.22	13.47
	金牌厨柜	2.67	25.27	30.10	-3.93%	18.91%	19.10%	0.06	2.81	3.31	-66.49%	16.07%	17.70%	19.23	16.34
	大亚圣象	7.55	76.95	82.12	-46.58%	5.43%	6.73%	-0.56	7.45	8.10	-188.03%	3.48%	8.75%	9.98	9.18
	梦百合	10.58	49.53	64.20	34.43%	29.27%	29.61%	0.80	5.03	7.13	6.54%	34.55%	41.88%	17.09	12.05
	喜临门	7.25	52.63	60.59	-13.58%	8.04%	15.12%	-0.54	3.97	4.50	-331.38%	4.23%	13.61%	12.75	11.22
	江山欧派	3.01	29.04	38.79	24.29%	43.29%	33.59%	0.37	3.69	4.88	259.44%	41.30%	32.17%	32.22	24.37
包装	东易日盛*	1.94	48.89	54.42	-75.69%	10.24%	11.33%	-2.33	2.60	2.93	-192.68%	8.23%	12.86%	12.56	11.13
	美凯龙*	25.56	192.42	237.53	-27.69%	16.84%	23.44%	3.93	53.69	62.42	-70.08%	19.86%	16.25%	6.97	5.98
	富森美*	3.05	16.54	18.62	-9.42%	2.14%	12.54%	1.60	8.37	9.59	-13.84%	4.44%	14.63%	10.16	8.88
造纸	裕同科技*	18.23	109.01	130.34	2.14%	10.73%	19.56%	1.42	11.38	13.64	-7.86%	8.92%	19.82%	17.62	14.78
	奥瑞金*	18.73	101.66	116.09	-8.66%	8.50%	14.20%	0.44	7.83	9.06	-81.42%	14.64%	15.64%	11.79	10.24
	合兴包装*	19.31	112.61	132.39	-32.87%	1.48%	17.57%	0.37	2.72	3.19	-46.17%	2.23%	16.93%	16.74	14.26
造纸	太阳纸业*	55.52	240.26	279.97	1.86%	5.55%	16.53%	5.36	23.99	26.76	40.97%	10.14%	11.56%	8.78	7.93
	中顺洁柔*	16.71	79.16	93.69	8.46%	19.31%	18.36%	1.83	7.89	9.30	48.67%	30.66%	17.90%	33.02	27.9
	博汇纸业*	26.06	165.44	191.77	20.09%	69.86%	15.92%	1.85	10.64	13.88	51.41%	695.72%	30.42%	10.68	8.21
	岳阳林纸*	12.60	83.04	90.22	-10.19%	16.86%	8.65%	0.87	6.57	8.20	368.90%	109.63%	24.87%	7.55	6.02
化妆品	山鹰纸业	38.36	254.72	302.05	-26.47%	9.60%	18.58%	2.30	15.67	19.80	-49.69%	15.01%	26.40%	8.65	6.85
	珀莱雅*	6.08	38.38	49.66	-5.25%	22.86%	29.42%	0.78	4.76	6.10	-14.72%	21.16%	28.26%	68.87	53.64
	上海家化*	16.65	85.15	95.15	-14.80%	12.08%	11.75%	1.19	6.80	7.99	-48.89%	22.06%	17.54%	37.76	32.05
文娱	丸美股份*	3.70	19.95	25.52	1.53%	10.80%	27.88%	1.19	5.74	7.35	-1.14%	11.40%	28.10%	59.74	46.68
	晨光文具*	20.84	131.24	165.10	-11.55%	17.80%	25.80%	2.30	11.68	14.14	-10.95%	10.18%	21.05%	41.05	33.85
	齐心集团*	15.22	84.34	111.32	41.46%	41.00%	32.00%	0.51	3.45	4.60	31.41%	49.76%	33.43%	32.62	24.33
港股	敏华控股*	121.44	125.33	146.26	7.87%	3.20%	16.70%	16.38	17.02	19.82	20.11%	3.92%	16.41%	13.60	11.77
	中粮包装*	N/A	77.50	85.40	N/A	6.35%	10.19%	N/A	3.32	3.76	N/A	9.95%	13.11%	10.52	9.24
	维达国际	34.19	173.31	189.61	-12.40%	7.82%	9.40%	3.40	16.15	18.05	55.00%	41.85%	11.76%	16.94	15.16

注:敏华控股计价单位为港元,带*标志为华西轻工测算,其余为Wind一致预测

分析师简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，7年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，4年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

免责声明

华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。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。