2020 年 09 月 05 日

证券研究报告•行业研究•轻工制造

轻工行业 2020 年中报总结

跟随大市(维持)

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

复苏趋势明确，结构性机会显现

投资要点

- **上半年走势回顾：**上半年受疫情影响，申万轻工板块整体增速放缓，20H1 实现营收 2195.6 亿元，同比增长 2.4%；实现归母净利润 115 亿元，同比下降 21.4%。其中 Q2 板块营收同比增长 4.8%，归母净利润同比下滑 0.5%，随着疫情得到控制，行业趋势向好，二季度业绩修复明显。

- **家居方面**，上半年家居板块业绩承压，二季度大幅改善。20 H1 板块实现营收 418.9 亿元（-11.8%），归母净利润 23.6 亿元（-45.8%）；其中 Q2 营收为 258.1 亿元，增速转正至 0.9%，归母净利润达到 25.9 亿元，降幅收窄至-6.5%。定制方面，上半年受线下客流减少影响业绩承压，收入同比下滑 13.3%，但 Q2 疫情对生产和销售的负面影响已大幅减弱，预收账款同比增加 8.1%，在手订单充裕，预计三季度开始板块将有新增量；软体家具方面，上半年主要软体企业营收为 92.5 亿元，同比增长 7.2%，其中 Q2 实现营收 51.8 亿元，同比增长 14%，收入回暖迅速。这主要由于软体对线下门店的依赖程度相对较低，企业迅速发力线上得以补充线下订单的不足，且行业竞争格局相对较好，精装冲击小，零售龙头率先复苏，软体家居内销业务仍将保持亮眼增长。工程业务方面，上半年主要工程企业的营收增速达到 16.9%。在竣工回暖+精装渗透率提升+行业集中度提升三重逻辑下，工程标的业绩在疫情中体现出较强确定性，与地产商的合作关系也从业务模式向资本模式深化。下半年在竣工逐步恢复下，工程业务有望保持高增长态势，且项目回款有望加速。家居出口方面，受益于疫情期间海外居家办公需求提升，跨境电商销售迅猛上涨，20H1 主要出口家具企业总营收为 65.9 亿元，同比上升 18.6%，拥有自有海外销售渠道和仓储布局的企业将率先获益。海外疫情防控常态化下，板块下半年增速有望继续提升，行业中长期发展逻辑明显改善，办公家居出口迎来爆发期。

- **造纸方面**，上半年板块营收同比降幅收窄至-3.9%，净利润同比增长 0.1%，其中 Q2 营收增速恢复至 1.6%，净利润同比下滑 11%。随着需求回暖，纸价在 5 月见底后开始反弹，造纸及纸制品业 PPI 环比降幅自 5 月开始收窄，周期上行趋势确立。分纸种看，木浆系竞争生态相对较好。文化纸过上半年调整，渠道库存去化顺畅，下半年将迎来三季度旺季并有党建期刊的需求支撑；白卡纸行业格局大幅改善，8 月底，博汇纸业股权变更落地，实际控制人变为金光集团，二者合并后白卡产能市占率达 48%，产业链议价力明显提升。下半年新《固废法》实施叠加新“限塑令”政策出台，将催生白卡对不可降解塑料的需求替代，白卡是边际改善最显著的纸种，未来吨盈利有大幅上升空间。生活用纸企业受益于浆价低位盘整，业绩高增长，考虑到未来阔叶浆产能投放较大，浆价大幅上行空间有限，且企业低价库存较多，高毛利率有望维持。

- **包装方面，**上半年国内包装企业受终端消费和出口影响较大，业绩增速先抑后扬，板块收入和归母净利润的同比增速分别从 Q1 的-12.9%/-33.2%、上升至 Q2 的 20.5%/3.5%，业绩改善明显。下半年随着新机型推出，消费电子产业链有望迎来新一波换机潮，催生消费电子包装的周期性向上，增量可期。此外，劲嘉股份、东风股份和集友股份是探索新型烟草组件的先行者，逐渐进入新型烟草赛道，未来有望迎来发展新机遇。

西南证券研究发展中心

分析师：蔡欣

执业证号：S1250517080002

电话：023-67511807

邮箱：cxin@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	137
行业总市值（亿元）	11,431.32
流通市值（亿元）	11,241.73
行业市盈率 TTM	30.79
沪深 300 市盈率 TTM	15.1

相关研究

1. 轻工行业周报（8.24-8.30）：博汇纸业股权变更落地，白卡行业竞争格局大幅改善 (2020-08-30)
2. 轻工行业周报（8.17-8.23）：白卡超预期提价，行业格局改善显著 (2020-08-23)
3. 造纸系列专题（二）：白卡行业新与旧的转变—边际改善最明显板块 (2020-07-24)
4. 造纸系列专题（一）：看好下半年文化纸投资机会 (2020-07-01)
5. 轻工行业工程业务专题：精装渗透率提升趋势不改，龙头业绩确定性较高 (2020-03-25)
6. 办公用品行业专题报告：群雄并起，逐鹿万亿市场 (2019-12-04)

- **文娱用品方面：**上半年文娱板块受疫情期间居家娱乐需求增长拉动，整体收入和利润实现较快增长。2020H1 板块实现总营收 119.3 亿元，同比增长 4.8%；实现归母净利润 15.2 亿元，同比增长 54.3%。传统文具零售方面，Q1 学汛期推迟，线下渠道受冲击，传统文具销售受阻，但由于文具属刚性消费，Q2 门店恢复营业，部分学校开学后需求明显回暖，企业库存周转加速，板块业绩出现回升。三季度开学期顺利进行，预计下半年将进入上行期。企业集采方面继续保持高增长，集采对企业的品牌口碑、规模生产、供应链管理、仓储物流和信息化建设均提出了更高的要求，综合实力突出的龙头企业（齐心、晨光、得力）将持续受益，集采的格局有望进一步集中。

- **推荐标的：**重点推荐四条主线：1）家居零售标的订单修复，重点关注三季度业绩向上弹性较大的标的，推荐欧派家居（603833）、志邦家居（603801）、顾家家居（603816）；2）工程业务保持高增长，精装红利确定性高，推荐江山欧派（603208）、皮阿诺（002853）；3）周期修复，纸价反弹，推荐太阳纸业（002078）、博汇纸业（600966）；4）具有必选品属性的文具龙头晨光文具（603899）。

- **风险提示：**家具企业受地产竣工不及预期影响销售下滑的风险；各类纸品价格出现大幅波动的风险；原材料价格波动的风险；汇率波动的风险；海内外疫情影响扩大的风险。

目 录

1 家居：定制业绩承压，软体及工程业务回暖较快 2
1.1 定制家具：业绩复苏，经营指标有亮点 3
1.2 软体家具：电商渠道优势显现，业绩恢复较快 8
1.3 工程业务：率先复苏，龙头先发优势明显 10
1.4 出口家具：居家办公需求增长，跨境电商迎来爆发期 11
2 造纸板块：需求回暖，纸价底部反弹，白卡纸竞争格局大幅改善 13
3 包装：终端需求逐步恢复，板块盈利持续修复 17
4 文娱用品：业绩改善明显，“企业集采”放量在即 18
5 推荐标的 19
6 风险提示 20

图 目 录

图 1：2020H1 申万二级行业营收增速 1
图 2：2020H1 申万二级归母净利润增速 1
图 3：2015-2020H1 申万轻工制造板块营收及净利润增速 1
图 4：2018Q1-2020Q2 申万轻工制造板块营收及净利润增速 1
图 5：2015-2020H1 家具板块营收及增速变化 2
图 6：2015-2020H1 家具板块归母净利润及增速变化 2
图 7：2018Q1-2020Q2 家具板块单季度营收变化（亿元） 2
图 8：2018Q1-2019Q2 家具板块单季度归母净利润变化（亿元） 2
图 9：2019H1 家居板块龙头公司营收增速 3
图 10：2019H1 家居板块龙头公司净利润增速 3
图 11：2015-2020H1 定制家具板块营收及增速变化 4
图 12：2015-2020H1 定制家具板块净利润及增速变化 4
图 13：2015-2020H1 定制家具板块毛利率和净利率变化 4
图 14：2015-2020H1 定制家具费用率变化 4
图 15：2018Q1-2020Q2 定制家具板块预收账款（亿元） 5
图 16：2018Q1-2020Q2 定制家具经营性现金流量净额（亿元） 5
图 17：2020H1 定制家居公司营收增速对比 6
图 18：2020H1 定制家居公司净利润增速对比 6
图 19：2015-2020H1 定制家具大宗渠道收入占比 6
图 20：2020H1 定制家具大宗及零售渠道收入增速对比 6
图 21：2016-2020H1 定制家具公司现存门店数 6
图 22：定制家具单店收入（万元） 6
图 23：2019-2020H1 欧派和尚品整装收入及占比 7
图 24：定制家具橱衣柜增速与总收入增速对比 7
图 25：2015-2020H1 软体家具营收及增速 8
图 26：2015-2020H1 软体家具归母净利润及增速 8
图 27：2015-2020H1 软体家具线上营收占比 9
图 28：2015-2020H1 软体家具线上营收及增速情况 9
图 29：2015-2020H1 软体家具毛利率变化 9
图 30：2015-2020H1 软体家具期间费用率变化 9
图 31：2015 至今 TDI 价格走势（元/吨） 9
图 32：2015 至今 MDI 价格走势（元/吨） 9
图 33：2012-2020H1 TOP5 房企销售面积集中度 10
图 34：2012-2020H1 TOP10 房企销售面积集中度 10
图 35：2015-2020H1 工程标的营收及增速 11
图 36：2015-2020H1 工程标的归母净利润及增速 11
图 37：2015-2020H1 工程标的毛利率和净利率情况 11
图 38：2019Q1-2020H1 工程标的现金流对比（亿元） 11
图 39：2015-2020H1 出口家具营收及增速 12

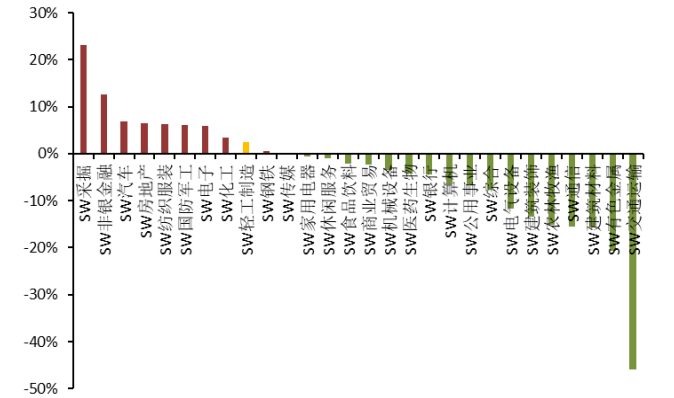
图 40：2015-2020H1 出口家具归母净利润及增速 12
图 41：2015-2020H1 出口家具海外业务占比 12
图 42：2015-2020H1 出口家具海外业务营收及增速情况 12
图 43：2015-2020H1 出口家具毛利率及净利率变化 12
图 44：2015-2020H1 出口家具期间费用率变化 12
图 45：造纸板块营业收入及增速（右轴） 13
图 46：造纸板块净利润及增速（右轴） 13
图 47：2015-2020H1 造纸板块毛利率和净利率情况 13
图 48：造纸板块 2015-2020H1 存货及存货周转率变化 13
图 49：木浆系纸价走势（元/吨） 14
图 50：废纸系纸价走势（元/吨） 14
图 51：木浆三大港口库存量（万吨） 15
图 52：文化纸&白卡纸企业库存量（万吨） 15
图 53：2019 年铜版纸产能集中度情况 15
图 54：2019 年双胶纸产能集中度情况 15
图 55：金光收购博汇后白卡纸产能集中度情况 15
图 56：白卡纸企业库存量（万吨） 15
图 57：生活用纸价格走势（元/吨） 16
图 58：生活用纸企业库存量（万吨） 16
图 59：箱板瓦楞纸吨毛利走势（元/吨） 16
图 60：箱板瓦楞纸企业库存量（万吨） 16
图 61：包装板块 2015-20H1 营业收入及增速（右轴） 17
图 62：包装板块 2015-20H1 归母净利润及增速（右轴） 17
图 63：包装板块 2015-20H1 毛利率及净利率变动情况 17
图 64：包装板块 2015-20H1 存货金额及存货周转率（右轴） 17
图 65：文娱用品板块 2015-20H1 毛利率及净利率变动情况 19
图 66：文娱用品 2015-20H1 归母净利润及增速（右轴） 19
图 67：文娱用品板块 2015-20H1 毛利率及净利率变动情况 19
图 68：文娱用品板块 2015-20H1 存货金额及存货周转率（右） 19

表 目 录

表 1：定制品牌非第一大品类收入及占比（亿元） 7

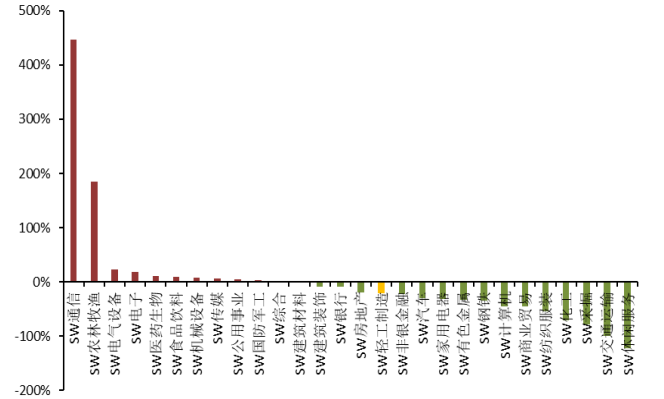
轻工板块业绩承压，二季度业绩修复明显：20 年上半年，受疫情影响，申万轻工板块整体业绩承压，实现营收 2195.6 亿元，同比增长 2.4%，营收增速在申万 28 个行业中排名第 9 位；实现归母净利润 115 亿元，同比下降 21.4%，归母净利润增速排名第 16 位。随着疫情得到控制，行业整体趋势向好，二季度业绩修复明显。分季度来看，Q1 轻工板块整体实现营业收入 971.5 亿元，同比下降 15.8%；Q2 板块营收为 1224.1 亿元，同比增长 4.8%，二季度收入增速实现转正。利润方面，Q1 板块整体归母净利润 38.7 亿元，同比下降 35.5%；Q2 归母净利润为 76.3 亿元，同比下滑 0.5%，业绩逐渐恢复至去年同期水平。

图 1：2020H1 申万二级行业营收增速



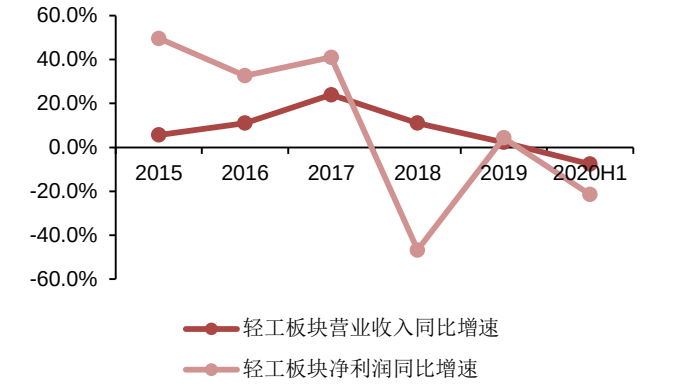
数据来源：WIND，西南证券整理

图 2：2020H1 申万二级归母净利润增速



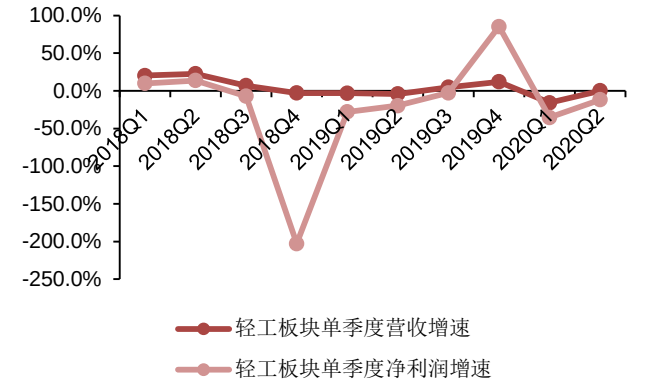
数据来源：WIND，西南证券整理

图 3：2015-2020H1 申万轻工制造板块营收及净利润增速



数据来源：WIND，西南证券整理

图 4：2018Q1-2020Q2 申万轻工制造板块营收及净利润增速

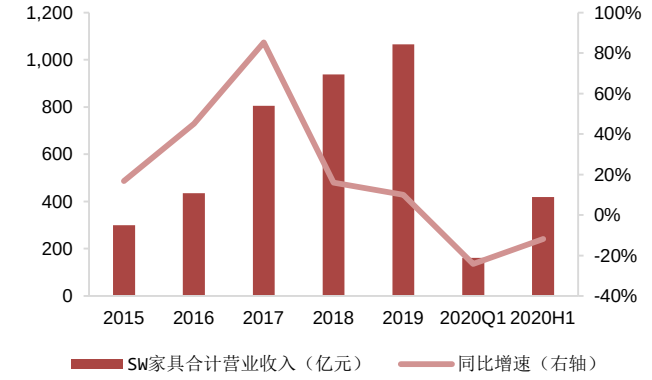


数据来源：WIND，西南证券整理

1 家居：定制业绩承压，软体及工程业务回暖较快

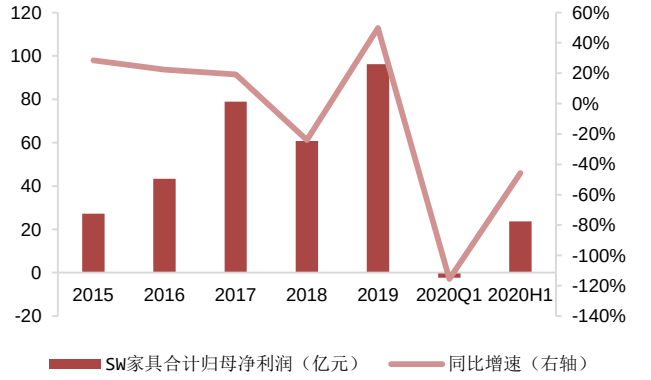
家居板块业绩回暖，二季度扭亏为盈：受疫情影响，家具板块业绩承压，上半年营收和归母净利润均有所下滑，2020 年 H1 实现营收 418.9 亿元，同比下滑 11.8%，其中 Q1 营收为 160.8 亿元，同比下滑 24.2%；Q2 营收为 258.1 亿元，增速转正至 0.9%。家居板块 H1 营收增速前五的公司分别为梦百合、恒林股份、江山欧派、乐歌股份和永艺股份，增速分别为 52.9%、51.1%、45.4%、38%和 7%，营收增长较快的公司主要集中在软体家具、工程业务和办公家具出口企业。家居板块 H1 归母净利润为 23.6 亿元，同比下滑 45.8%，其中 Q1 净利润为-2.3 亿元，同比下滑 115.5%；随着营收改善，归母净利润在 Q2 达到 25.9 亿元，降幅也明显收窄至-6.5%，修复迅速。家居板块归母净利润增速前五的公司分别为乐歌股份（+190.3%）、浙江永强（+70.7%）、江山欧派（+65.7%）、*ST 永林（+26.7%）和恒林股份（+24.4%）。分子板块来看，定制板块上半年受疫情影响较大，但 Q2 订单充裕，下半年有望改善；软体家具产品属性较为标准且电商渠道布局较为成熟，业绩恢复速度较快；工程企业紧跟房地产复工节奏，业绩确定性较高；出口家具板块受益于疫情期间海外居家办公需求提升，借助跨境电商布局销量增长迅速。

图 5：2015-2020H1 家具板块营收及增速变化



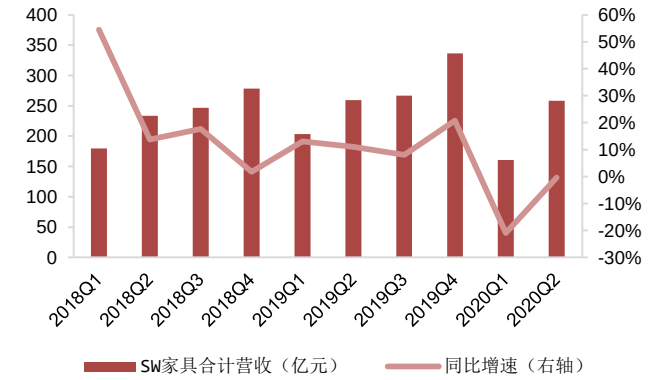
数据来源：WIND，西南证券整理

图 6：2015-2020H1 家具板块归母净利润及增速变化



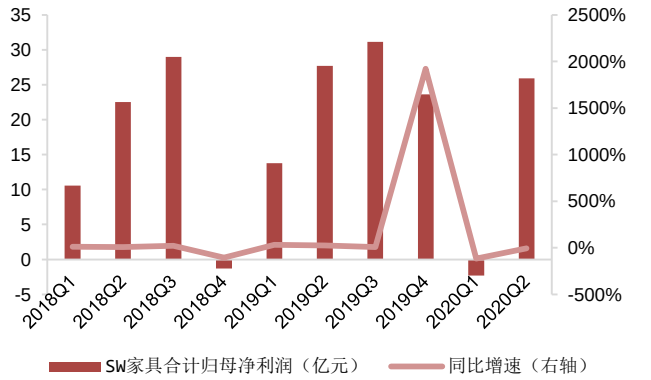
数据来源：WIND，西南证券整理

图 7：2018Q1-2020Q2 家具板块单季度营收变化（亿元）



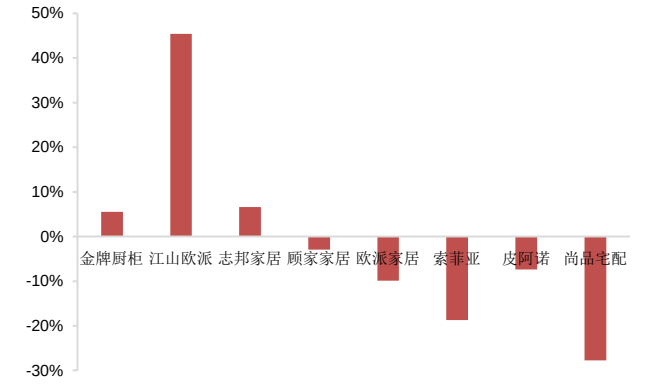
数据来源：WIND，西南证券整理

图 8：2018Q1-2019Q2 家具板块单季度归母净利润变化（亿元）



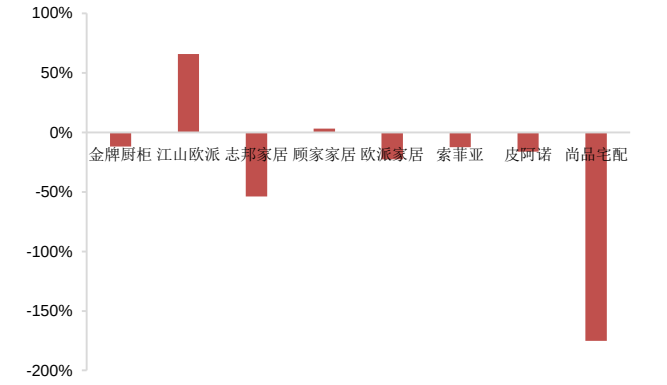
数据来源：WIND，西南证券整理

图 9：2019H1 家居板块龙头公司营收增速



数据来源：WIND,西南证券整理

图 10：2019H1 家居板块龙头公司净利润增速



数据来源：WIND，西南证券整理

1.1 定制家具：业绩复苏，经营指标有亮点

中报呈现三个特征：业绩整体下滑但二季度改善明显，预收款增速继续回升，工程渠道回暖较快，整装加速成长。我们选取了行业中定制家居公司作为分析标的，包括欧派家居、尚品宅配、索菲亚、好莱客、志邦家居、金牌橱柜、我乐家居、皮阿诺和顶固集创。

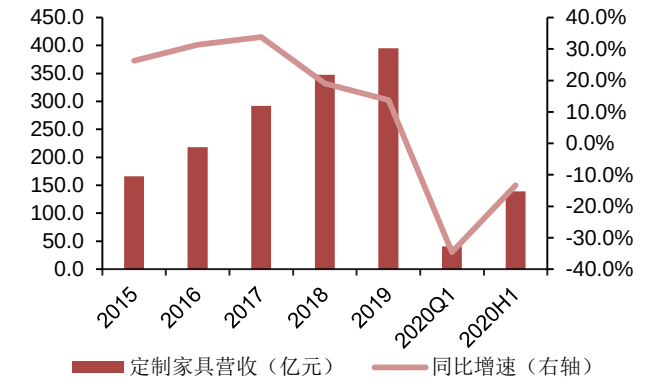
疫情不改竣工及家具需求回暖趋势。2019 年下半年竣工进入回暖周期，尽管年初受疫情影响房地产交付滞后，但二季度伴随地产商复工加速赶工期，竣工已有复苏趋势，且可持续。根据统计局数据，1-6 月住宅竣工面积累计值为 20,680.37 万平方米，同比下降 9.8%，1-6 月累计降幅逐月收窄，竣工逐渐回到疫情前的轨道上。预计下半年疫情影响逐渐消退，竣工仍将延续回暖趋势，且整个竣工回暖周期会有所延长。需求方面，由于定制家具需要上门量尺及线下看方案等落地服务，疫情期间基本无法接单或上门安装，整个上半年定制板块收入受影响较大。但家具需求偏刚需，被延迟的需求有望在下半年和明年释放。

从板块收入表现来看，上半年定制家居板块营业收入受疫情期间工厂停工及门店客流下降影响，同比下滑 13.3%；分季度来看，Q1 定制板块合计营收同比下滑 34.6%，Q2 同比增长 0.1%，收入已恢复至去年同期水平。Q2 恢复接单后部分疫情期间积压的需求开始释放，加之各品牌为减轻疫情影响积极拓展线上和大宗渠道，从单二季度来看疫情对生产和销售的负面影响已大幅减弱，预计三季度开始板块将有增量。

盈利水平 Q1 承压，Q2 企稳回升。上半年定制板块毛利率受疫情开工延迟的影响有所下滑，2020H1 整体毛利率为 35.5%，同比下降 3.1pp；其中 Q1 毛利率为 30.1%，同比下降 6.4pp，一季度毛利率下滑较大主要由于订单较少产量不足，折旧摊销等固定成本较为刚性，平均生产成本偏高所致。Q2 毛利率 37.7%，同比下降 2.2pp，降幅有所收窄，复工复产后规模效应逐渐显现。费用上看，上半年在营收下滑的情况下板块费用率有所提升，但整体费用控制效果较好。2020H1 板块总费用率为 28.3%，同比增长 1.5pp；其中 Q1 费用率为 43.2%，同比增长 10.8pp，费用率上涨较快主要是收入端大幅下滑，刚性费用占比较高所致；Q2 费用率为 22.2%，同比下降 1.1pp，主要是线下客流尚未完全恢复，各品牌相应减少线下营销活动投入。综合来看，上半年定制板块净利润同比下滑 39.1%，其中 Q1 净利润同比下滑 224%，Q2 净利润同比下滑 1.1%，二季度复工复产后利润也逐渐接近去年同期水平。20H1 定制板块净利率为 7.2%，同比下降 3pp；其中 Q1 净利率为-8.6%，Q2 净利率回

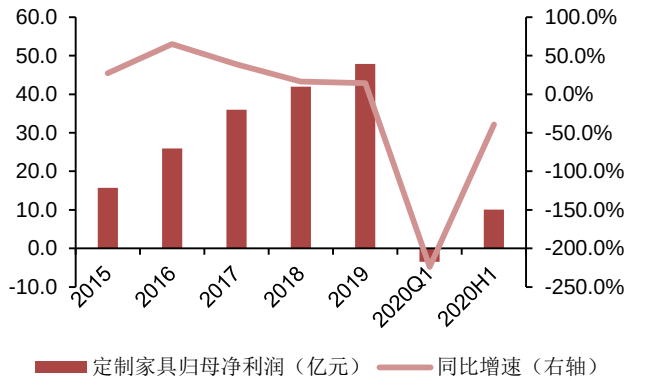
升至 13.7%，同比下降 0.2pp。预计下半年伴随订单继续恢复、工厂满产后利润率将较快恢复。

图 11：2015-2020H1 定制家具板块营收及增速变化



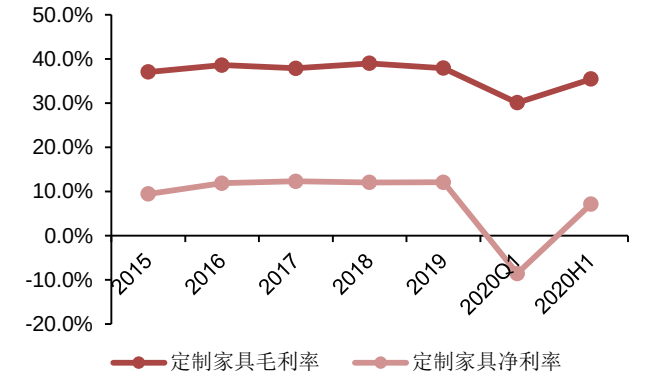
数据来源：WIND,西南证券整理

图 12：2015-2020H1 定制家具板块净利润及增速变化



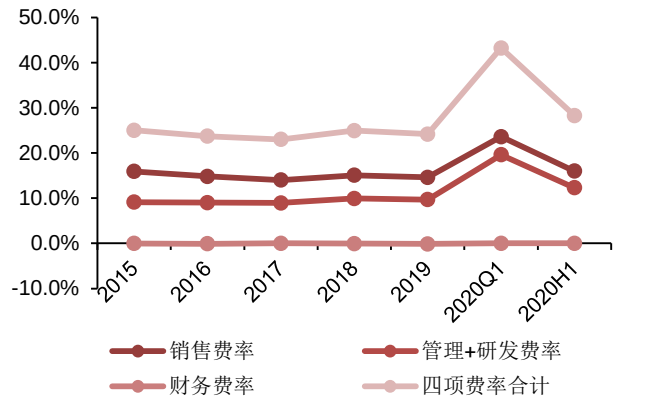
数据来源：WIND，西南证券整理

图 13：2015-2020H1 定制家具板块毛利率和净利率变化



数据来源：WIND，西南证券整理

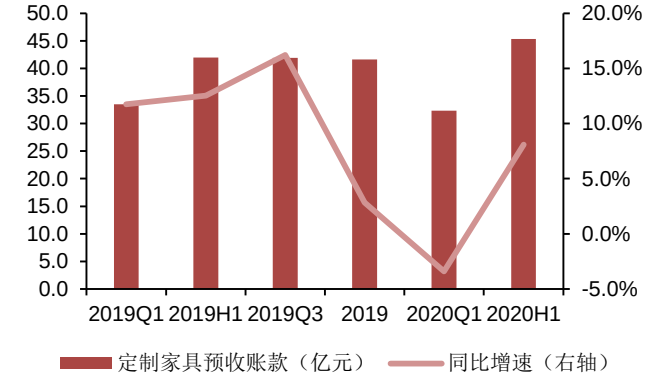
图 14：2015-2020H1 定制家具费用率变化



数据来源：WIND，西南证券整理

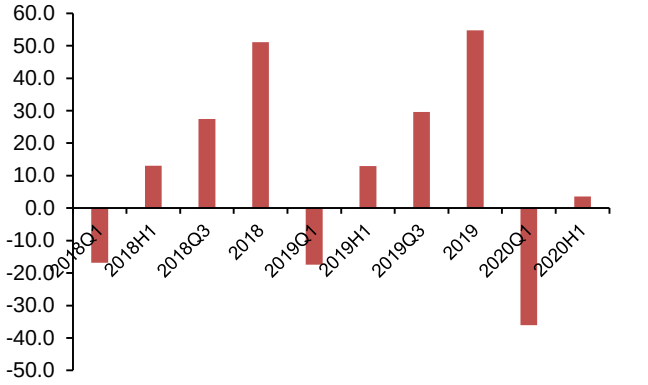
值得注意的是，**板块的先行指标预收账款在经历了 2019-2020Q1 的连续下降后，在** H1 **实现正增长**，H1 预收账款为 45.3 亿元，同比增加 8.1%，表明企业通过线上引流线下营销投放等活动后，目前在手订单较充裕，有望在下半年顺利实现订单转化，被压抑的消费需求迎来释放。上半年定制板块经营性现金流净额也达到 3.6 亿元，实现转正。在下半年订单落地和需求持续复苏的背景下，预计定制板块景气度有望继续回暖。

图 15：2018Q1-2020Q2 定制家具板块预收账款（亿元）



数据来源：WIND，西南证券整理

图 16：2018Q1-2020Q2 定制家具经营性现金流量净额（亿元）



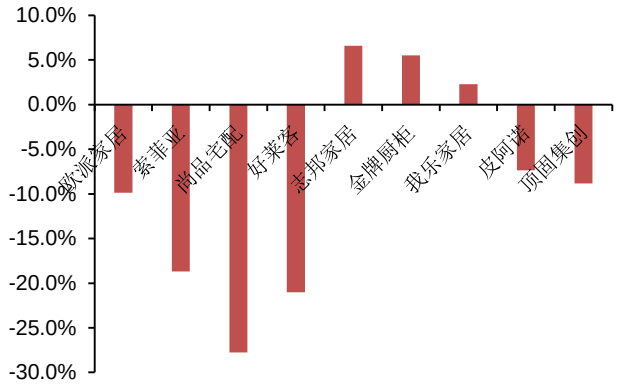
数据来源：WIND，西南证券整理

分渠道来看，上半年定制企业的大宗渠道普遍较零售渠道恢复更快，在疫情影响下体现出了较强的确定性。志邦、金牌、欧派、索菲亚、皮阿诺的大宗渠道增速分别达到 59%、39.5%、11.9%、4.8%、1.4%，而零售端上半年收入各自有不同程度下滑。整体来看，大宗业务增长较快的金牌厨柜、志邦家居在上半年实现正增长，且零售也体现出更强韧劲。

大宗业务方面，在经历了一年多的快速发展期，许多企业都意识到精装是不可逆的大趋势，纷纷开始发力大宗业务，特别是具有品牌认可度的零售企业凭借其品牌能力切入大宗渠道，大宗渠道开始贡献增量，占比逐渐提升。另一种方式是部分企业通过收购未上市的大宗业务标的进入大宗赛道，如恒林集团收购厨博士、兔宝宝收购裕丰汉唐、好莱客收购湖北千川等，表明大宗赛道能助力企业实现超车机会。短期来看，新进入者需要一定时间去培养生产能力、供应链能力和落地服务能力，建立与地产商深厚合作关系，新进入者大规模放量仍需时日；但从中长期看，大宗赛道进入者明显增加，未来或出现竞争加剧的状态，只有在生产制造和供应链管理等多方面具有明显成本优势的企业才可能立于不败之地。

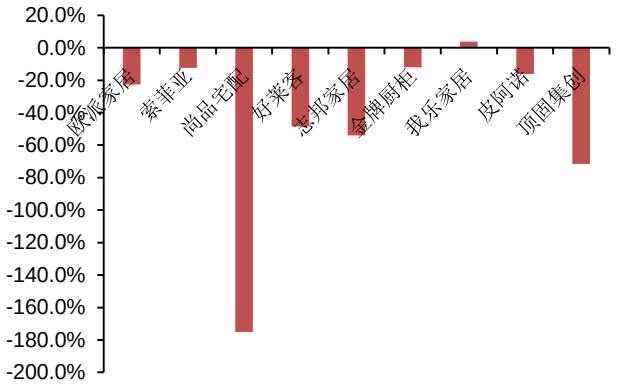
零售渠道来看，上半年受线下门店客流下降影响，零售渠道收入承压，20H1 欧派、索菲亚、尚品、志邦、皮阿诺的零售端增速分别为-14.3%，-21.1%，-27.8%，-5.3%，-15.9%。多品类扩展的企业在受冲击下体现出更强的韧性，品类协同成为重要优势。各定制企业门店数量扩张速度有所放缓，一方面由于年初疫情因素导致家居卖场有部分关停，品牌扩店不及预期；另一方面多家定制企业增加了大家居店的开拓和原有门店合并，更加重视门店结构改善。从单店效率来看，19 年以来各定制企业的单店收入边际增速放缓，但布局大家居的品牌单店收入依然具有一定优势，2020H1 欧派、索菲亚、尚品的单店收入分别约为 54.7 万元，48.9 万元和 96.8 万元。尤其在上半年客流减少、引流费用投放降低的背景下，大家居布局可以有效提升连带销售。值得关注的是，欧派、尚品、索菲亚等多家公司在上半年持续加快整装招商和供应链布局，配套信息化系统和物流支持逐渐进入建设期。尽管目前整装占公司整体收入比例尚低，上半年尚品和欧派的整装收入占比分别在 10.8%和 5.2%，且企业对整装资源和渠道整合仍需较长时间建设摸索，但传统渠道流量式微，整装渠道的新增流量将帮助品牌进一步发挥潜能。

图 17：2020H1 定制家居公司营收增速对比



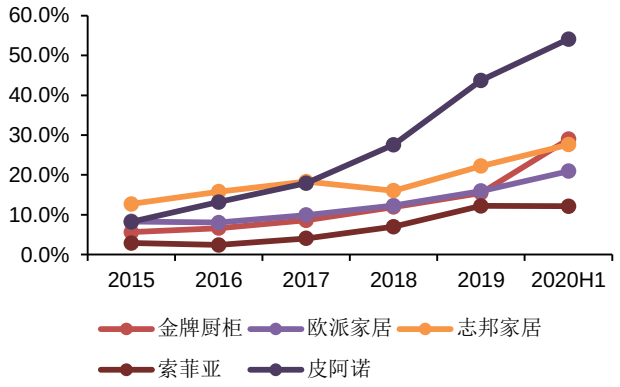
数据来源：WIND，西南证券整理

图 18：2020H1 定制家居公司净利润增速对比



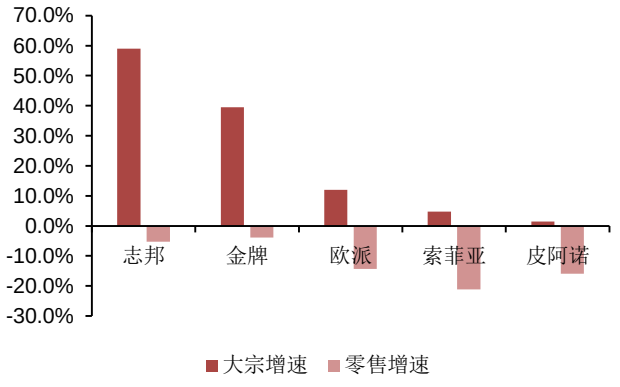
数据来源：WIND，西南证券整理

图 19：2015-2020H1 定制家具大宗渠道收入占比



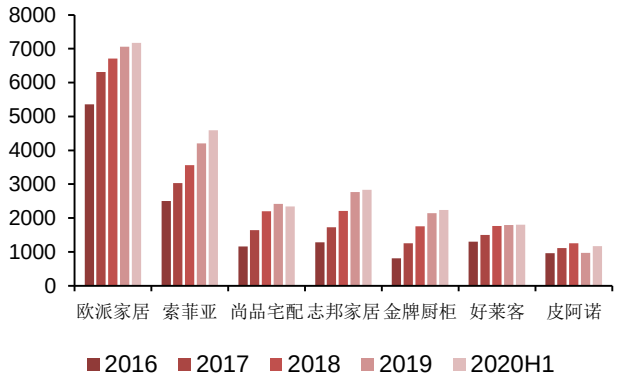
数据来源：WIND、西南证券整理

图 20：2020H1 定制家具大宗及零售渠道收入增速对比



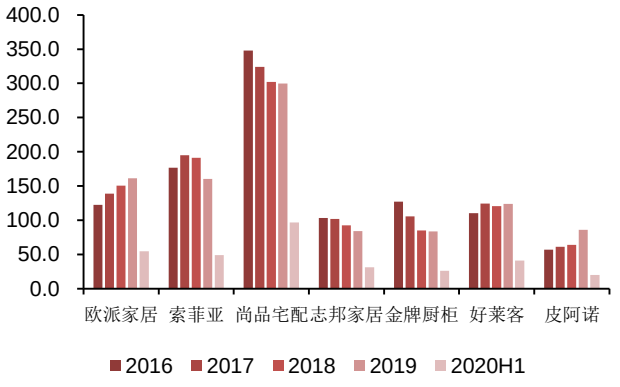
数据来源：WIND，西南证券整理

图 21：2016-2020H1 定制家具公司现存门店数



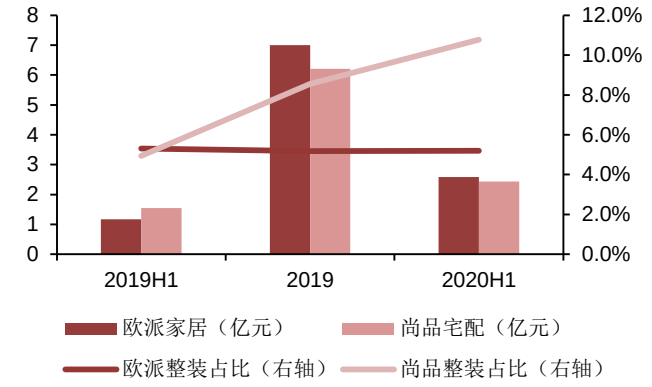
数据来源：WIND，西南证券整理

图 22：定制家具单店收入（万元）



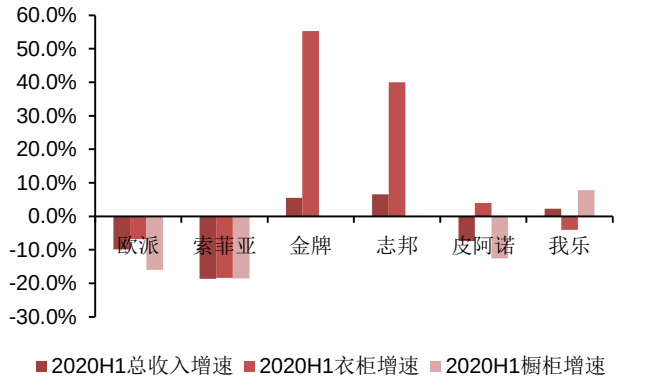
数据来源：WIND，西南证券整理

图 23：2019-2020H1 欧派和尚品整装收入及占比



数据来源：WIND，西南证券整理

图 24：定制家具橱衣柜增速与总收入增速对比



数据来源：WIND，西南证券整理

分品类看，新拓品类对收入的贡献占比提升。从定制家具的两个主要品类橱衣柜来看，衣柜品类上半年增长相对更快，主要由于衣柜受精装冲击较小，零售品牌的先发优势可持续积累。橱柜品牌逐渐切入大宗赛道后预计也会迎来增速提升，橱衣柜企业相互渗透，并开拓木门卫浴等新品类是定制企业增量和增利双重目标下的共同选择。从定制企业新拓品类的贡献来看，2017-2020H1 各定制企业非第一大品类收入占比逐渐提升，2020 年上半年欧派、索菲亚、金牌的非第一大品类占比分别达到 56%，18.6%和 21.1%。随着存量房交易占比上升，二次翻新需求上量，提前布局整装大家居的品牌长期看更具机会。

表 1：定制品牌非第一大品类收入及占比（亿元）

	2017	2018	2019	2020H1
欧派家居除橱柜以外收入	43.56	57.44	73.40	27.79
占总收入比	44.9%	49.9%	54.2%	56.0%
索菲亚除衣柜以外收入	10.04	12.50	15.10	4.76
占总收入比	16.3%	17.1%	19.6%	18.6%
金牌厨柜除橱柜以外收入	0.56	1.66	3.43	1.75
占总收入比	3.9%	9.7%	16.2%	21.1%
志邦家居除橱柜以外收入	2.81	5.05	8.45	4.12
占总收入比	13.0%	20.8%	28.5%	33.7%
皮阿诺除橱柜以外收入	2.08	3.22	4.29	1.44
占总收入比	25.2%	29.0%	29.2%	28.0%
我乐家居除橱柜以外收入	3.37	4.94	6.05	2.35
占总收入比	36.8%	45.7%	45.4%	43.7%

数据来源：WIND，西南证券整理

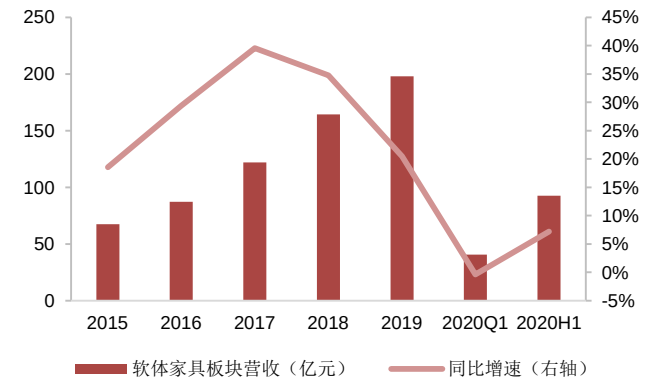
1.2 软体家具：电商渠道优势显现，业绩恢复较快

今年上半年受疫情影响，软体家具营收增速放缓，但分季度来看，软体家具企业在 Q2 业绩恢复较快，带动板块上半年收入增速转正。**2020H1 以顾家家居、喜临门、梦百合为主的软体家具板块营收为 92.5 亿元，同比增长 7.2%，其中 Q2 实现营收 51.8 亿元，同比增长 14%。**软体家居上半年收入回暖较快，主要由于 1）软体家具产品无需进行线下量尺等上门服务，对线下门店的依赖程度相对较低，线下客流减少可以通过其他渠道弥补；2）软体品牌的电商渠道基础较好，疫情发生后软体企业得以将营销活动较快切换至线上，满足了疫情期间消费者居家购物的需求；3）软体企业受精装冲击不大，集中度相对较高，龙头能迅速受益于行业回暖。

疫情期间人们的消费习惯发生改变，线上消费成为主流消费方式，板块内各公司加快全渠道布局，提升全网营销运营能力的同时终端服务能力日益精进，利用淘宝直播、抖音等增加曝光度，提高转化率，催化软体家具线上销售额快速增长，以抵挡疫情带来的不利影响。上半年软体家具线上销售额占比大幅提高，顾家家居及喜临门的线上销售收入均实现较快增长，天猫平台销售收入分别同比增长 16.7%和 374%。长期来看，消费者线上消费家居品的习惯得到培养，软体企业的电商运作能力在上半年有所提升，电商的营销投放或将成为常态，预计线上渠道将为软体企业贡献重要收入增量，而龙头在生产基地、营销投放、送货安装等多方面更具优势。

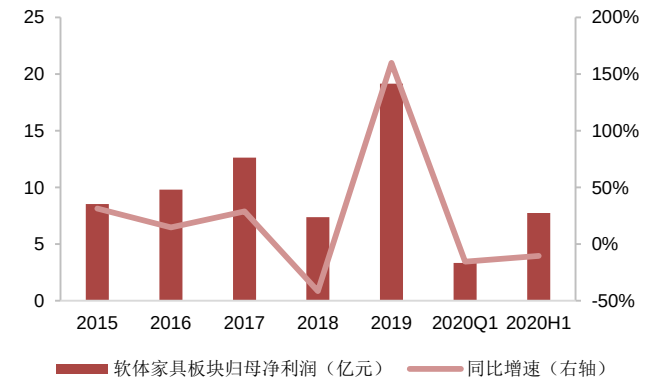
盈利能力方面，**2020H1 软体家具板块归母净利润为 7.7 亿元，同比下滑 10.3%，其中 Q1 归母净利润同比下滑 15.6%，Q2 归母净利润同比下滑 5.9%，降幅收窄，**软体家具盈利能力在 Q2 均得到显著修复。主要原材料 TDI 及 MDI 价格仍在较低位，但由于 Q1 受疫情影响较大，企业开工不足，软体家具板块毛利率小幅下降，H1 毛利率为 35.3%（-0.4pp）。受管理费用率及财务费用率上升影响，H1 净利率为 8.4%（-1.6pp）。随着疫情影响逐渐减弱，销量回暖，板块盈利能力有望继续提升。

图 25：2015-2020H1 软体家具营收及增速



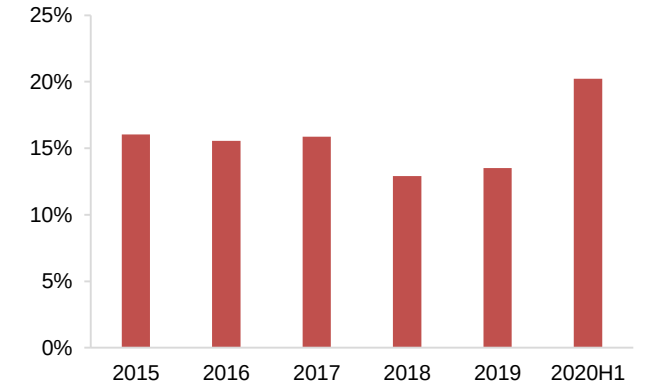
数据来源：WIND，西南证券整理

图 26：2015-2020H1 软体家具归母净利润及增速



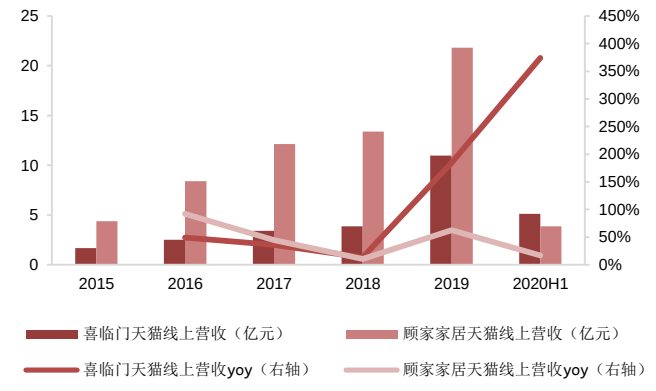
数据来源：WIND，西南证券整理

图 27：2015-2020H1 软体家具线上营收占比



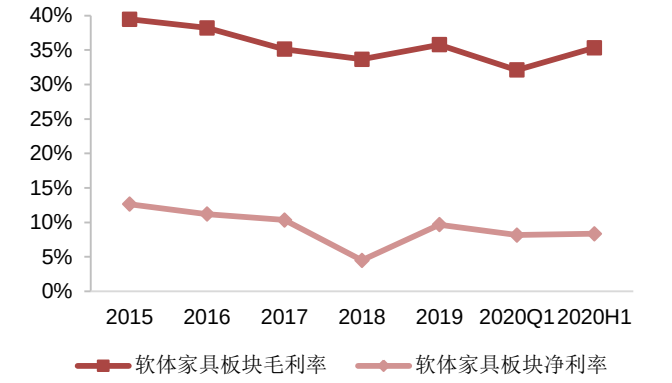
数据来源：WIND，西南证券整理

图 28：2015-2020H1 软体家具线上营收及增速情况



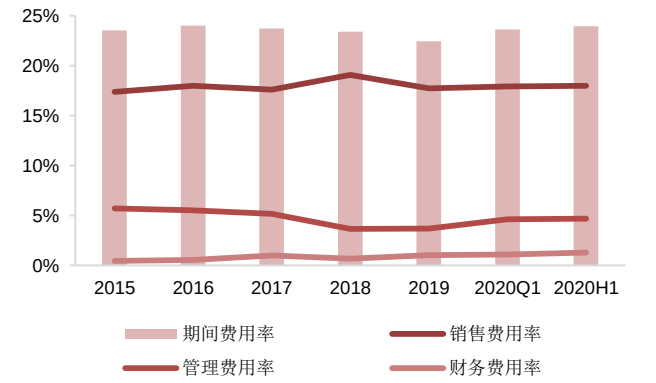
数据来源：WIND，西南证券整理

图 29：2015-2020H1 软体家具毛利率变化



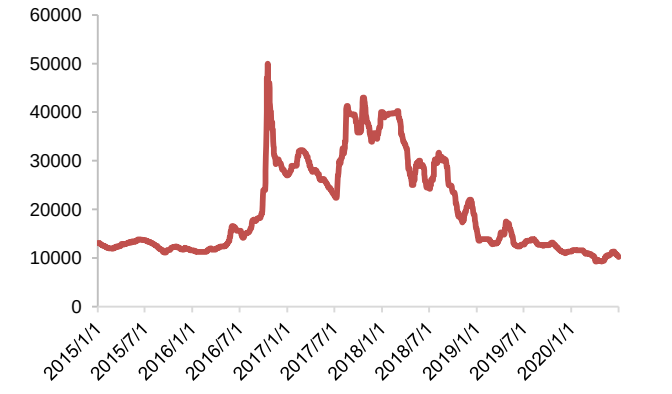
数据来源：WIND，西南证券整理

图 30：2015-2020H1 软体家具期间费用率变化



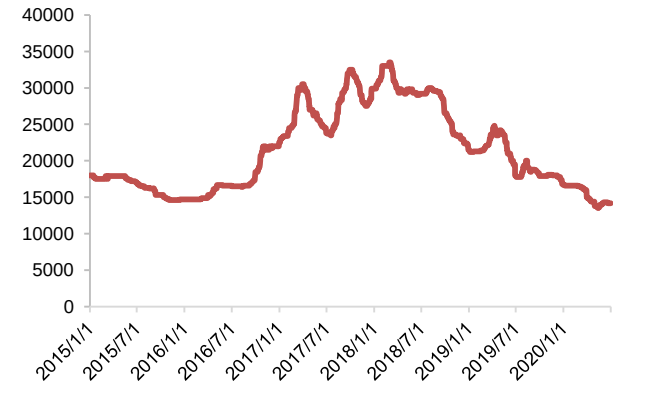
数据来源：WIND，西南证券整理

图 31：2015 至今 TDI 价格走势（元/吨）



数据来源：WIND，西南证券整理

图 32：2015 至今 MDI 价格走势（元/吨）



数据来源：WIND，西南证券整理

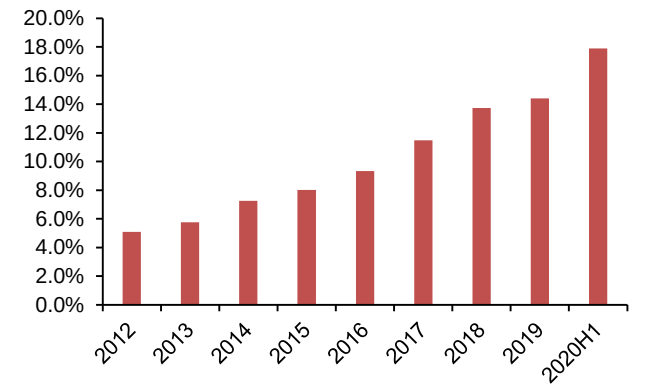
1.3 工程业务：率先复苏，龙头先发优势明显

与开发商合作更加紧密，竞争格局向头部集中。近年开发商与工程厂商的合作关系逐渐从上下游关系变为资本与业务的深度合作。目前地产资本与下游供应链企业主要存在两种合作模式：以恒大为主导的合资建厂模式和以碧桂园及保利为主导的产业基金模式。2020 年 8 月保利资本和碧桂园创投发起设立的“房地产产业链赋能”基金已完成首期 10 亿元募集，多家下游产业链公司如皮阿诺、帝欧家居等已公告拟参与投资保资碧投产业基金，泛家居产业链在资本和业务上的深度合作趋势不变。由于地产商倾向于与头部工程企业合作，小品牌份额增长更加困难，加速了工程业务向龙头集中的趋势。竣工回暖+精装渗透率提升+行业集中度提升三重逻辑下，工程标的业绩在疫情中体现出较强确定性。

从板块业绩来看，疫情后工程订单率先恢复。工程板块保持着高于行业的景气度，上半年主要工程企业（帝欧家居、江山欧派）的营收增速达到 16.9%。其中江山欧派 H1 实现营收 10.6 亿元，同比增长 45.4%，帝欧家居营收达 27.1 亿，同比增长 8.3%，在疫情影响下收入利润均较快恢复，实现同比正增长，业绩及恢复能力显著高于零售家居板块。

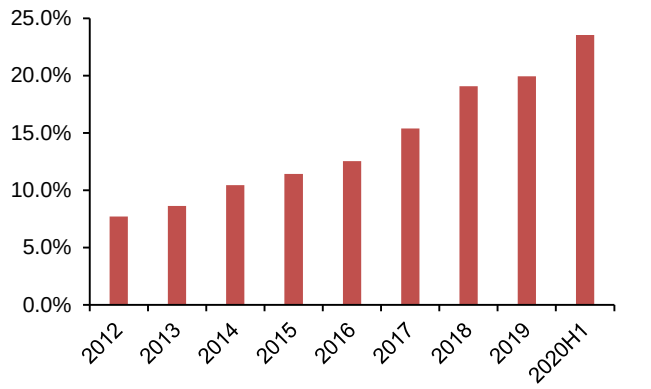
工程标的盈利能力也稳步提升，从 20H1 的情况看，工程板块毛利率为 34.9%，同比提升 0.4pp，环比 Q1 提升了 2.3pp。板块净利率为 10.3%，同比提升 0.5pp，环比 Q1 提升了 2.1pp。这主要是因为工程规模逐渐扩大，制造端的规模优势逐渐显现。板块上半年现金流较为紧张，上半年帝欧家居经营性现金流净额为-4.4 亿元，19 年同期为 1.3 亿元；江山欧派上半年经营性现金流为-1.1 亿元，与去年同期持平，主要由于今年上半年受疫情影响，工程项目交付滞后，收款延迟所致。下半年，在竣工逐步恢复下，我们认为工程业务有望保持高增长态势，且项目回款有望加速。

图 33：2012-2020H1 TOP5 房企销售面积集中度



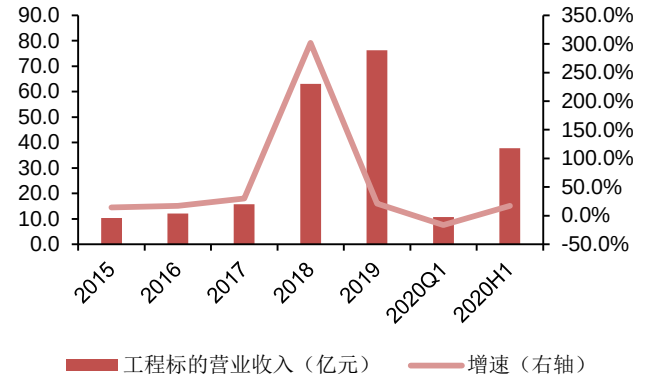
数据来源：WIND，西南证券整理

图 34：2012-2020H1 TOP10 房企销售面积集中度



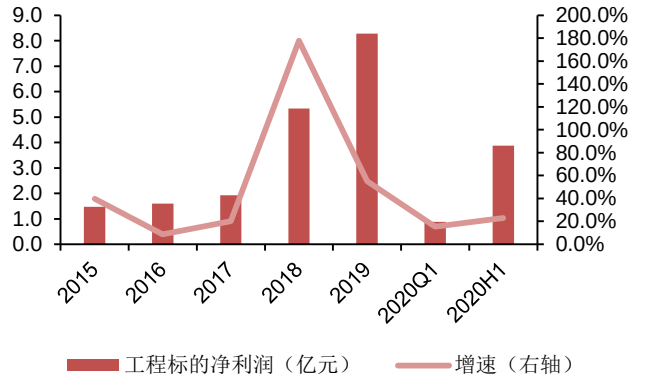
数据来源：WIND，西南证券整理

图 35：2015-2020H1 工程标的营收及增速



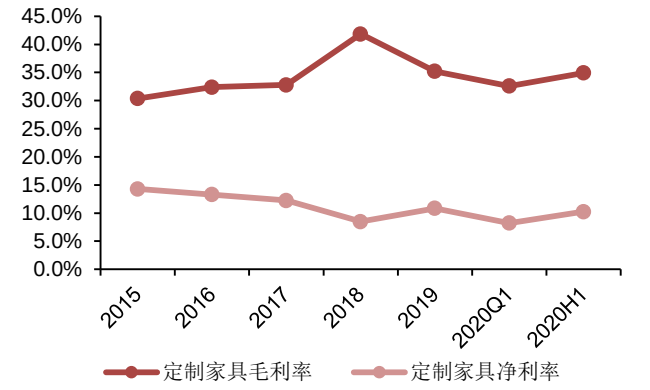
数据来源：WIND，西南证券整理

图 36：2015-2020H1 工程标的归母净利润及增速



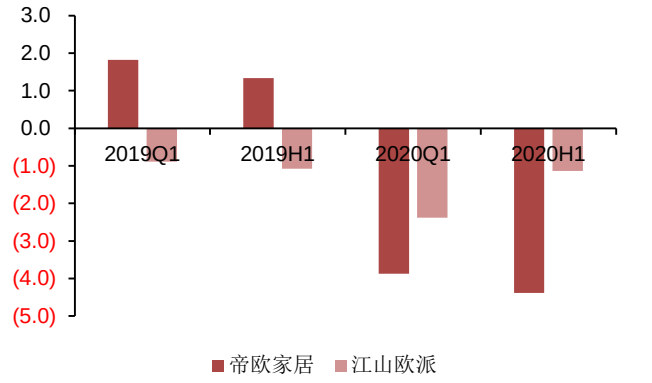
数据来源：WIND，西南证券整理

图 37：2015-2020H1 工程标的毛利率和净利率情况



数据来源：WIND，西南证券整理

图 38：2019Q1-2020H1 工程标的现金流对比（亿元）



数据来源：WIND，西南证券整理

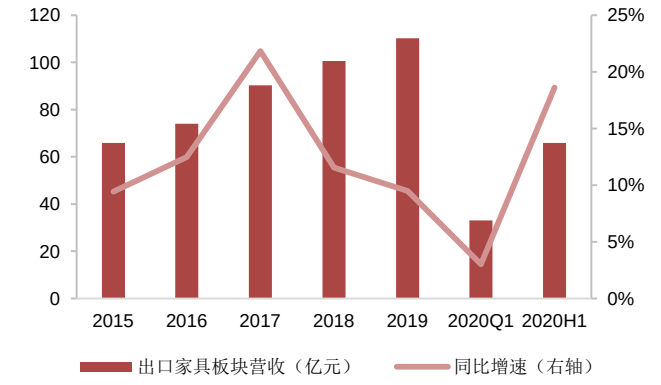
1.4 出口家具：居家办公需求增长，跨境电商迎来爆发期

短期内海外居家办公成为常态，居家办公及休闲家具需求提振。受疫情影响，海外多数企业进入常态化居家办公模式，部分企业对办公用品有一定额度的报销或补贴，同时政府发放经济刺激支票，海外办公家具需求大幅提升，办公家具海外订单增长迅速。**上半年，以恒林股份、乐歌股份、永艺股份、浙江永强为主的出口家具企业总营收为 65.9 亿元，同比上升 18.6%，其中 Q2 营收同比增速达到 40%。**分季度来看，一季度疫情初期由于工厂停工及海外订单减少，出口家具营收增速放缓；二季度由于海外疫情逐渐蔓延，人们居家时间延长，居家办公及家庭休闲家具需求增加，出口家具营收大幅上涨。从渠道来看，近几年出口家具企业开始拓展跨境电商业务，疫情期间海外市场电商渗透率上升，跨境电商迎来爆发式增长，海外电商市场销售渠道拓展加快，率先布局海外仓储基地的企业将受益。同时，海外市场消费需求增长迅速，中小型企业在供应链及产能方面前期积累不足，市场份额明显向有先发优势的企业倾斜。长期来看，海外疫情防控或成为常态，居家办公需求依然具有较大增长空间。

盈利能力方面，**出口家具板块 H1 归母净利润为 9.4 亿元，同比上升 57.2%，其中 Q1 归母净利润同比上升 12.3%，Q2 净利润同比增长 123.7%**，主要是因为跨境电商快速放量带动高毛利的自有品牌销售占比提升所致，上半年板块毛利率达到 31.1%（+4.2pp）。由于仓

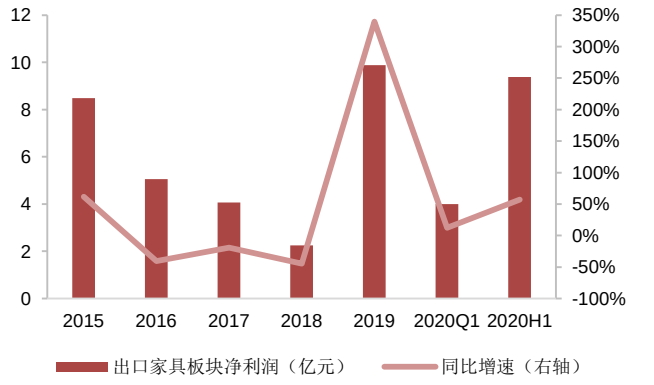
储及运输费用上升，出口家具板块销售费用率上行达到 9.7%，同比提升 1.3pp。H1 净利率为 14.2%（+3.5pp）。海外疫情反复，国外地区工厂复工困难，家具出口需求或将继续维持较高水平，板块有望保持增长态势。

图 39：2015-2020H1 出口家具营收及增速



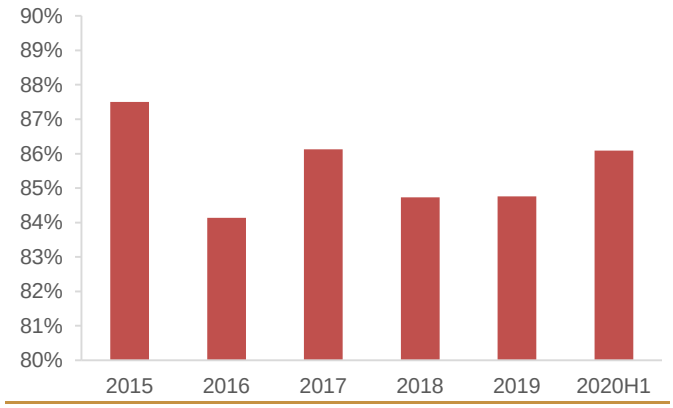
数据来源：WIND、西南证券整理

图 40：2015-2020H1 出口家具归母净利润及增速



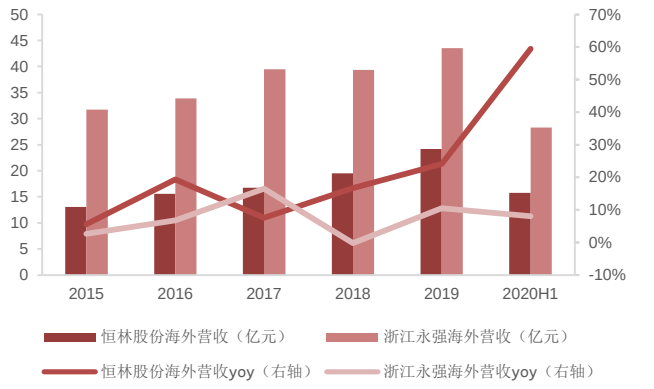
数据来源：WIND，西南证券整理

图 41：2015-2020H1 出口家具海外业务占比



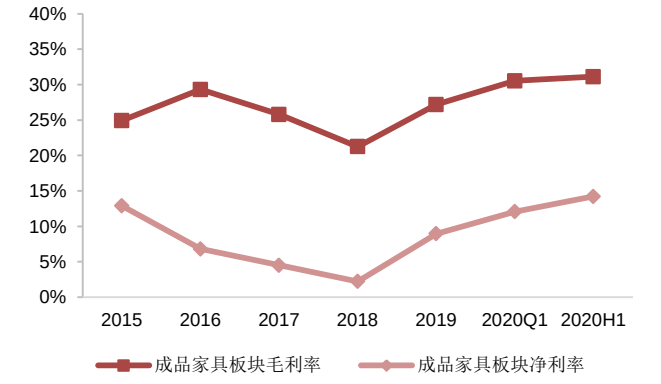
数据来源：WIND、西南证券整理

图 42：2015-2020H1 出口家具海外业务营收及增速情况



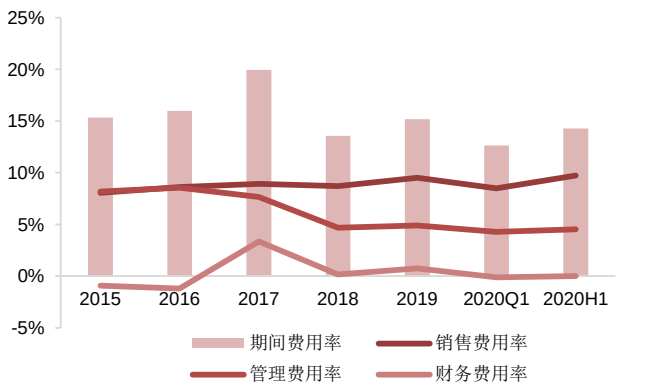
数据来源：WIND，西南证券整理

图 43：2015-2020H1 出口家具毛利率及净利率变化



数据来源：WIND、西南证券整理

图 44：2015-2020H1 出口家具期间费用率变化

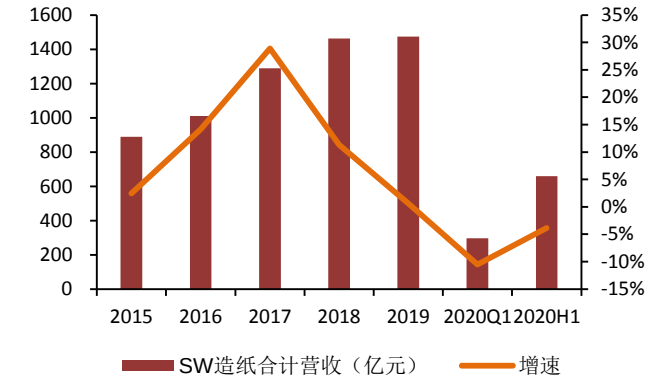


数据来源：WIND，西南证券整理

2 造纸板块：需求回暖，纸价底部反弹，白卡纸竞争格局大幅改善

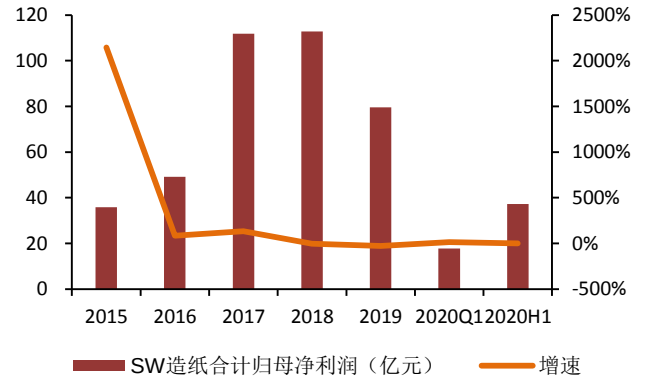
受贸易冲突影响，18 年宏观经济偏弱，造纸板块下游需求疲软，纸价从 18 年中开始下跌，板块业绩承压，19 年板块营收增速降至 0.6%，净利润同比下降 29.3%。进入到 2020 年，疫情影响下，行业景气度再次下滑，20Q1 营收同比下降 10.5%，但由于浆价相对纸价下行幅度更大，行业吨纸毛利上行推动板块净利润在 20Q1 同比上涨 12.5%。随着疫情得到控制，制造业 PMI 指数自 3 月开始在荣枯线上平稳运行，需求回暖，纸价在 5 月见底后开始反弹，造纸及纸制品业 PPI 环比降幅自 5 月开始收窄，周期上行趋势确立，2020 上半年营收同比降幅收窄至-3.9%，净利润同比增长 0.1%。其中 Q2 营收增速恢复至 1.6%，净利润同比下滑 11%。

图 45：造纸板块营业收入及增速（右轴）



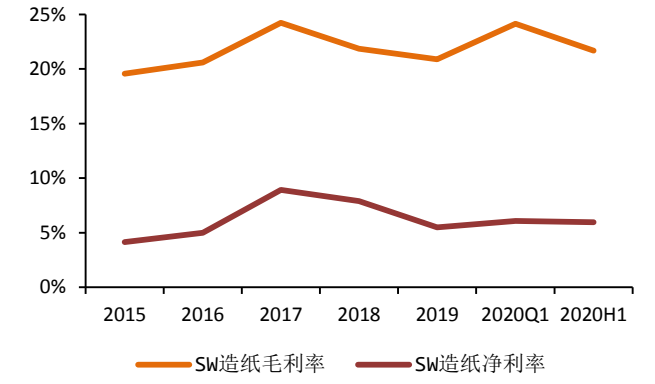
数据来源：WIND，西南证券整理

图 46：造纸板块净利润及增速（右轴）



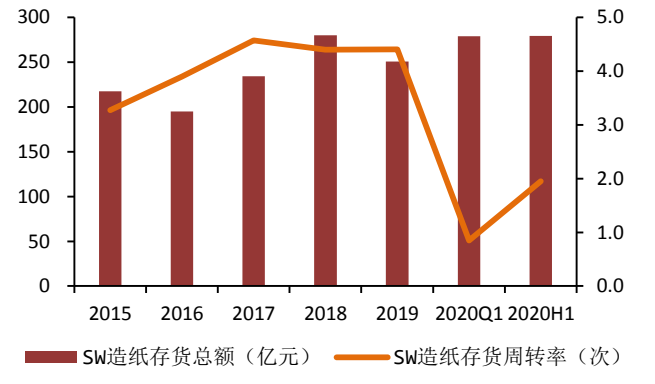
数据来源：WIND，西南证券整理

图 47：2015-2020H1 造纸板块毛利率和净利率情况



数据来源：WIND，西南证券整理

图 48：造纸板块 2015-2020H1 存货及存货周转率变化

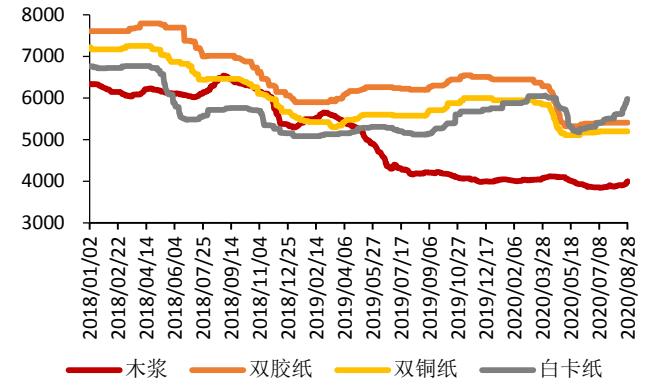


数据来源：WIND，西南证券整理

分纸种看，木浆系生态相对废纸系较好。2020 上半年，木浆均价同比下降 23.2%，木浆系双胶纸、双铜纸和白卡纸均价同比增速分别为-1.7%、+1.7%和+10.5%；废纸均价同比下降 10.6%，废纸系瓦楞纸、箱板纸和白板纸均价分别同比下降 6.8%、6.9%和 4.2%。其中，Q2 木浆、双胶纸、双铜纸和白卡纸均价相较 Q1 分别下降 0.7%、13.3%、10.9%、6.6%；Q2 废纸、瓦楞纸、箱板纸、白板纸均价相较 Q1 分别下降 12.4%、11.6%、9.8%、10.5%，因此木浆系上半年盈利能力更强。我们认为这主要归因于木浆系的竞争格局较好，集中度更

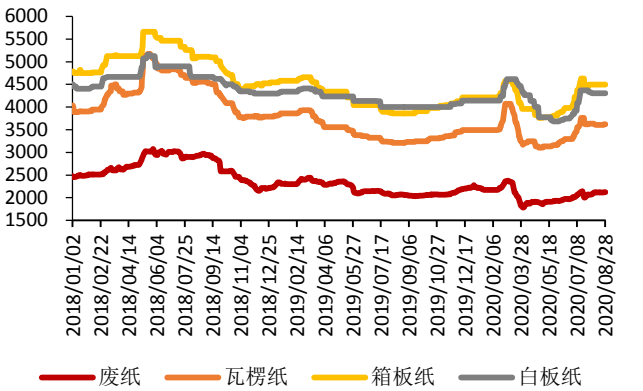
高，在行业下行期通过保价等方式对终端价格的掌控力更强，而废纸系由于产能分散，需求波动对纸价的影响更明显。6 月开始，纸厂开始发提价函，APP、华泰、森博、晨鸣、太阳等均对文化纸涨价约 200 元/吨，并于 7 月落实。几家大型白卡纸企从 9 月初开始拟对白卡纸提价 500 元/吨，大超预期，表明 APP 收购博汇后行业格局改善明显。整体看纸价已呈现出触底反弹迹象，目前仍处历史低水平，距离均值水平还有较大上行空间。

图 49：木浆系纸价走势（元/吨）



数据来源：卓创资讯，西南证券整理

图 50：废纸系纸价走势（元/吨）



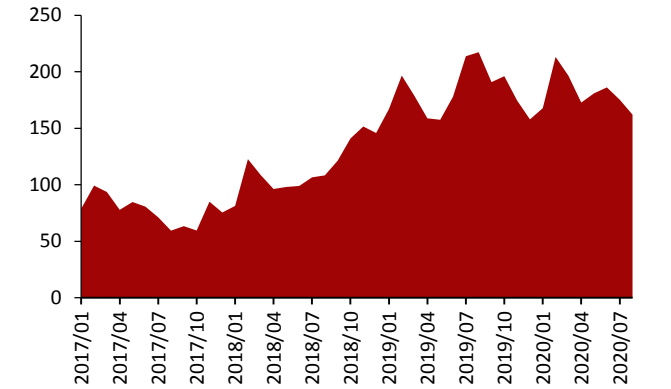
数据来源：卓创资讯，西南证券整理

鉴于木浆价格已跌至成本线，下游需求逐步恢复，下半年木浆价格或有反弹空间，但考虑到木浆库存水平仍处高位，未来一段时间木浆市场仍将以消化库存为主，价格在短期内难见较大上涨。从中期看，未来两年阔叶浆有较大新增供给投放（2021 年 160 万吨、2022 年 210 万吨），对阔叶浆的价格压制较大。

整体来看，文化纸厂经过上半年调整，渠道库存去化顺畅，成品纸正常出库。同时，大厂的原材料供给和制造能力逐渐与小厂拉开差距，扩产步伐不停，行业已形成良好的竞争格局。铜版纸小产能经过多年出清，目前行业集中度已达到较高水平，根据产能测算，2019 年 CR4 为 83.8%，核心供应商 APP、晨鸣、太阳、华泰市占率分别为 43.4%、17.3%、13%、10%，四大厂在行业内已具有很强议价力。双胶纸处于集中度快速提升阶段中，根据产能统计，目前行业 CR4 占比达到 58.2%，晨鸣、太阳、华泰、亚太森博的产能占比分别为 28.6%、14.6%、9.4%、5.6%，文化纸的进入门槛比包装纸更高，原材料优势和制造优势都更为突出。下半年，随着 9 月开学季来临，教材教辅需求放量将带动文化纸价持续提升，加之预计四季度将开始为 2021 年建党 100 周年所需党建期刊进行备货，终端需求有支撑，继续推荐文化纸龙头太阳纸业（002078）。20H1 太阳实现营收 104.3 亿元，同比下降 3.2%；归母净利润 9.4 亿元，同比增长 5.6%，业绩表现明显优于行业整体。

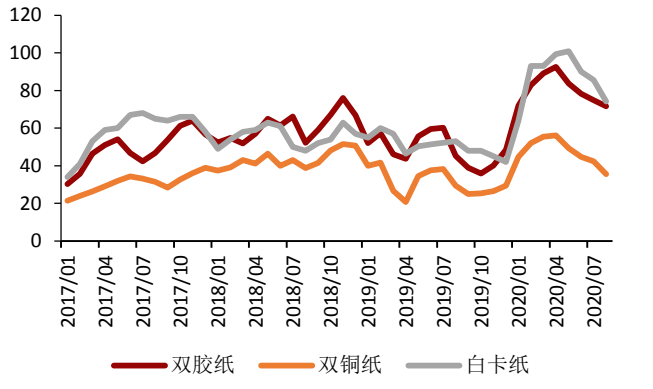
白卡纸板块在 17 年达到景气高点后，18 年随着行业竞争加剧，白卡价格跌至历史底部，全行业出现亏损。2019 年，随着库存消化、“限塑令”催生新增量，以及供给侧改革后白板厂腾退的替代需求逐渐显现，行业供需结构开始改善，虽然今年初部分下游需求受到疫情影响，但随着复工复产推进已逐渐恢复。20H1 国内白卡纸第二大企业博汇纸业（600966）业绩高速增长，实现营收 57.3 亿元，同比增长 41.8%；实现归母净利润 2.7 亿元，同比增长 50.6%。8 月底，博汇纸业股权变更落地，实际控制人变为金光集团，二者合并后白卡产能市占率达 48%，行业 CR3 从 66.6%提升至 79.4%，竞争格局大幅改善，大厂的产业链议价力明显提升，周期性有望逐步减弱，行业盈利逐步上行。下半年，新《固废法》开始实施，叠加今年新“限塑令”政策出台，预计未来塑料制品的使用会大幅减少，或加快催生白卡对不可降解塑料的需求替代，行业整体趋势向好。

图 51：木浆三大港口库存量（万吨）



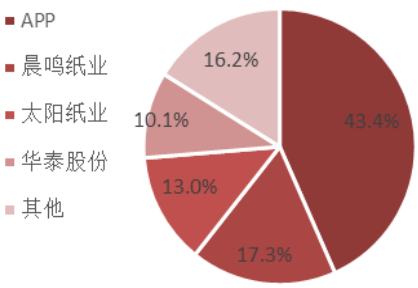
数据来源：卓创资讯，西南证券整理

图 52：文化纸&白卡纸企业库存量（万吨）



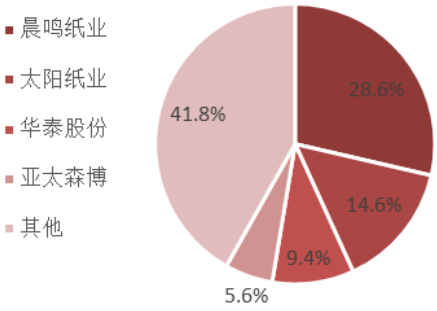
数据来源：卓创资讯，西南证券整理

图 53：2019 年铜版纸产能集中度情况



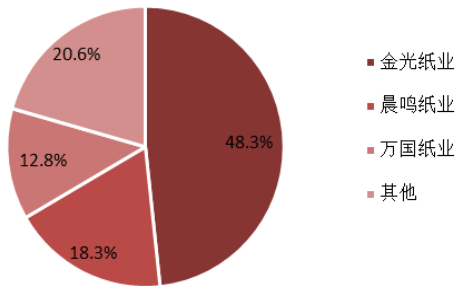
数据来源：公司公告、西南证券整理

图 54：2019 年双胶纸产能集中度情况



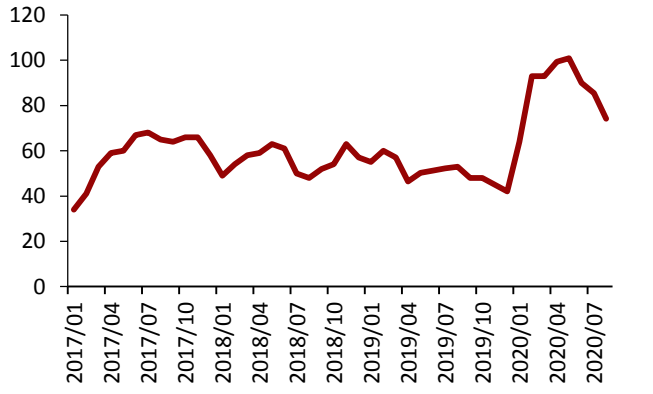
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 55：金光收购博汇后白卡纸产能集中度情况



数据来源：卓创资讯、西南证券整理

图 56：白卡纸企业库存量（万吨）

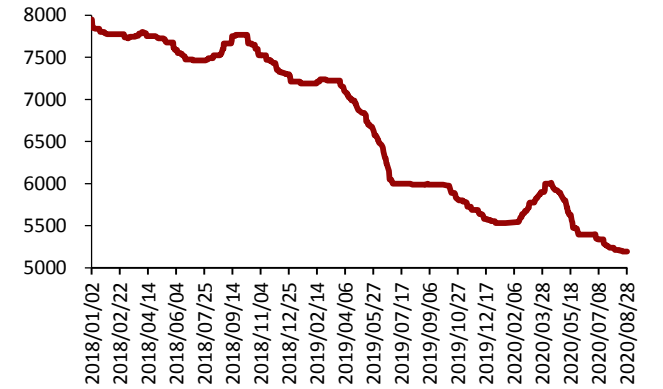


数据来源：卓创资讯，西南证券整理

生活用纸方面，由于市场中仍有许多原纸小产能，行业集中度较低，今年来原纸价格呈现下行趋势。一季度生活用纸需求旺盛，而疫情期间企业停机、库存下行，原纸价格在 4 月中旬达到高点 6012.5 元/吨，但随着复工复产推进，纸企陆续开机后，预付订单逐渐交付，渠道库存回升，到二季度末生活用纸原纸均价同比下降 18.4%。

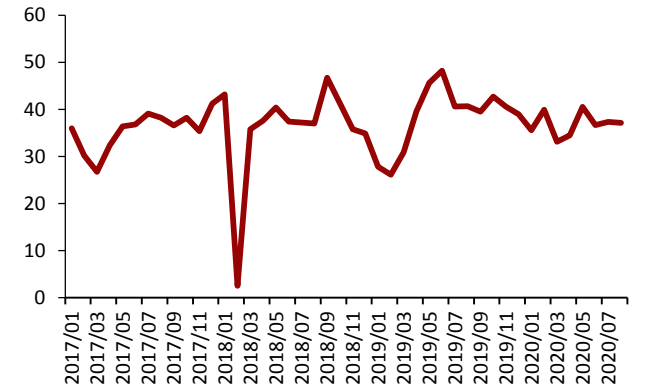
由于维达、恒安、洁柔等龙头企业主要面向消费者直接销售生活用纸产品，且产品具备刚需属性，企业定价力强，因此产品价格保持稳定。上半年受益于浆价低位盘整，原材料优势凸显，维达、恒安、洁柔业绩高增长，维达国际（3331.HK）、恒安国际（1044.HK）以及中顺洁柔（002511）分别实现营收 69.7 亿元（-3.3%）、109.3 亿元（+1.4%）、36.2 亿元（+14%）；归母净利润 8.3 亿元（+107.5%）、22.6 亿元（+20.3%），4.5 亿元（+64.7%）；毛利率 38.5%（+10.4pp）、44.1%（+6.8pp）、46.6%（+9.9pp）。其中，中顺洁柔通过持续优化产品结构，提升高端、高毛利及非卷纸类别产品占比，加大 Face、Lotion 和自然木等重点品和高毛利产品的销售力度，推动生活用纸毛利率同比增长 9pp 至 46.2%，位居国内生活用纸行业第一。

图 57：生活用纸价格走势（元/吨）



数据来源：卓创资讯，西南证券整理

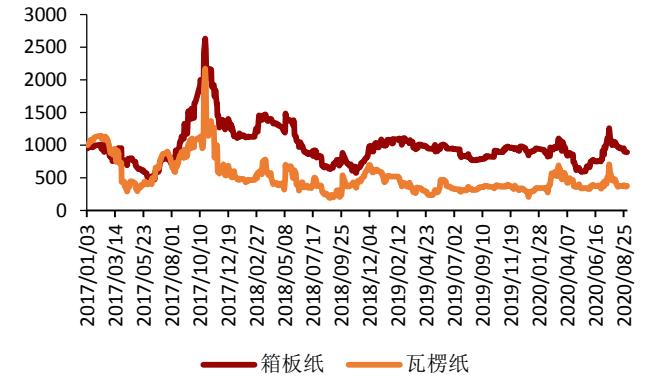
图 58：生活用纸企业库存量（万吨）



数据来源：卓创资讯，西南证券整理

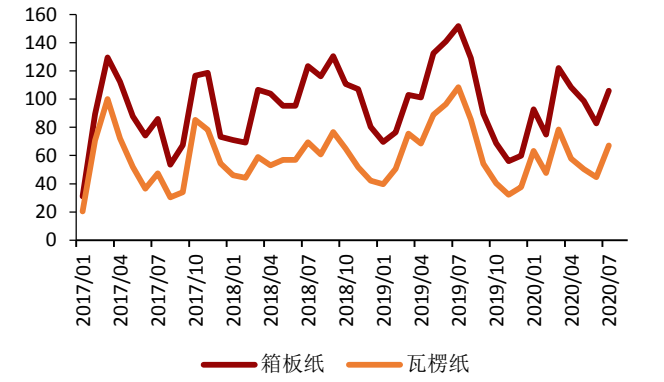
2020 上半年，废纸系业绩表现相对较弱。由于我国是出口大国，国外疫情反复叠加贸易冲突冲击了包装纸下游需求，且箱板瓦楞纸由于集中度较低，小产能扩产容易，纸价呈现较大的周期波动。行业龙头山鹰纸业（600567）上半年原纸销量同比下降 10.2%至 198.7 万吨，包装纸业务营收同比下滑 18.3%至 55.8 亿元，毛利率同比下降 3.1pp 至 19.4%。但二季度以来，行业形势已经转变，下游需求逐渐回升，山鹰 Q2 原纸销量同比回正，Q1/Q2 销量同比增速分别为-32.5%/+8.8%。箱板/瓦楞纸价格也由 4 月底部的 3770 元/吨、3130 元/吨回升至 4500 元/吨和 3630 元/吨。

图 59：箱板瓦楞纸吨毛利走势（元/吨）



数据来源：卓创资讯，西南证券整理

图 60：箱板瓦楞纸企业库存量（万吨）



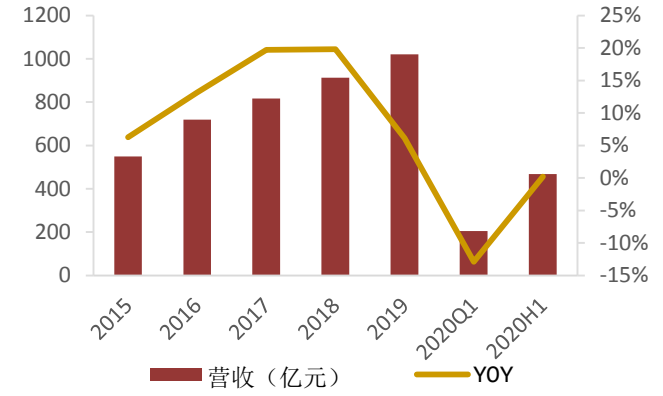
数据来源：卓创资讯，西南证券整理

3 包装：终端需求逐步恢复，板块盈利持续修复

2016-2018 年随着国家环保政策趋严和供给侧改革深化，纸价进入上行通道，国内二三级包装厂原材料价格上升，盈利空间缩小，产能落后、成本管控力弱的中小包装企业由于盈利差逐渐被淘汰。大型包装企业因采购量大、信誉度高得以掌握成本优势，订单资源进一步向大厂倾斜，行业集中度有所提升。2019 年，中美贸易摩擦加剧及原材料价格下行导致包装产品价格回落，包装企业的盈利支撑减弱，板块收入增速放缓至 6.1%。

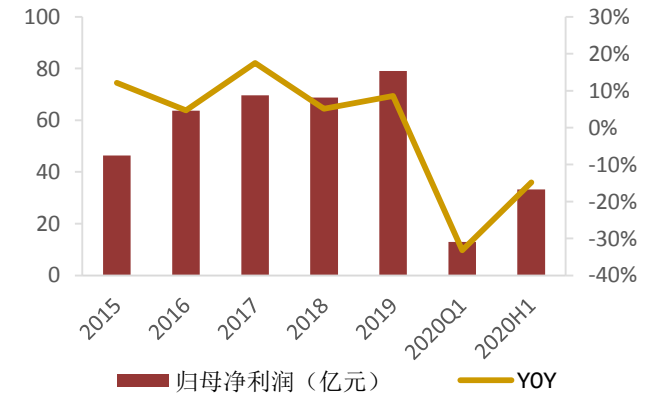
国内包装企业受终端消费和出口影响较大。2020 年 Q1，受疫情爆发的冲击，国外主要经济体停摆，外贸出口业务受影响；国内春节后复工推迟、物资及人员流动受限，终端消费需求疲软，传递到产业链中游，使包装企业的总盈利出现负增长。二季度随着疫情缓解，被抑制的消费逐步释放、线上交易活跃、快递增速迅猛，板块业绩触底反弹。板块收入和归母净利润的同比增速分别从 Q1 的-12.9%/-33.2%、上升至 Q2 的 20.5%/3.5%，业绩改善明显。

图 61：包装板块 2015-20H1 营业收入及增速（右轴）



数据来源：WIND，西南证券整理

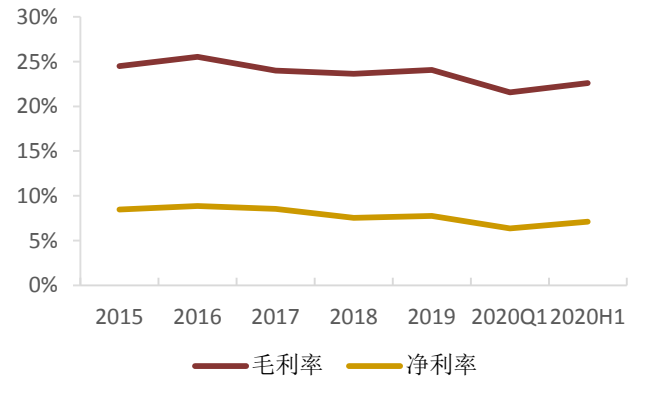
图 62：包装板块 2015-20H1 归母净利润及增速（右轴）



数据来源：WIND，西南证券整理

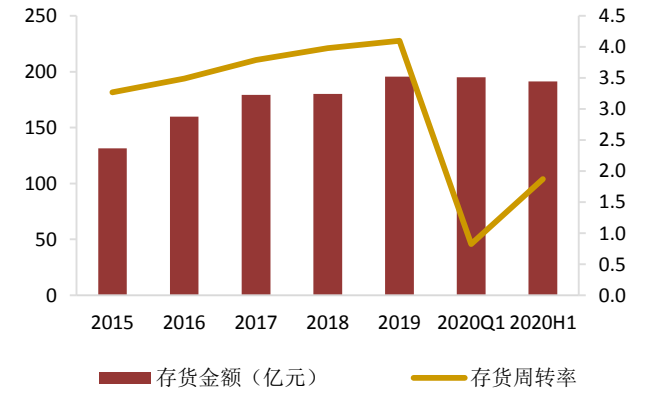
上半年行业整体毛利率为 22.6%，同比小幅下降 1.1pp。往年 1-2 月份是包装印刷行业的销售旺季，包装厂会提前备货生产以承接下游客户；今年由于疫情原因市场需求暗淡，企业产生大量库存积压，增加了额外的管控成本，压低毛利率；Q2 部分库存被消化叠加产能利用率回升，毛利率水平回升。上半年费用率为 12.2%，同比增加 0.4pp；净利率为 7.1%，同比下降 0.9pp。

图 63：包装板块 2015-20H1 毛利率及净利率变动情况



数据来源：WIND，西南证券整理

图 64：包装板块 2015-20H1 存货金额及存货周转率（右轴）



数据来源：WIND，西南证券整理

近几年，我国包装印刷行业呈现出两大发展趋势：1）以消费电子为代表的 3C 包装和消费品包装（化妆品、烟酒包等），受益于产业链催化，中高端包装崛起，且集中度较高，盈利能力较强；2）“限塑令”催化下绿色包装、可降解包装将迎来快速发展期。从这个角度我们长期看好包装龙头裕同科技。公司长期专注于为国内外知名消费电子制造商提供包装产品，在技术、产品、产能等方面均有先发优势，在消费电子产业链催化下，公司消费电子包装业务迎来快速增长，3C 电子产品、智能穿戴等业务放量。且公司一直紧随政策步伐，大力发展环保产业，从成品制造延伸至原材料生产和设备研发，已建有 1 个原材料生产基地和 4 个制品生产基地。2020 上半年又与海南省海口国家高新区签订投资协议，将在海口市落地植物纤维餐具生产基地项目，为海南省提供可降解餐盒、餐托等产品，预计 2023 年全部投产后年产值将达 6.4 亿元，未来成长空间巨大。

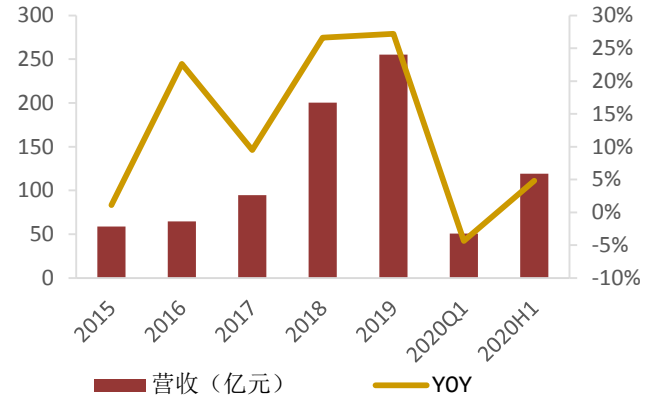
另一方面，劲嘉股份、东风股份和集友股份是探索新型烟草组件的先行者，这类公司以烟标起家，与各地中烟公司合作紧密，逐渐进入新型烟草赛道，未来有望迎来发展新机遇。根据前瞻产业研究院预测 2019-2025 年中国的新型烟草消费人数将持续保持 20%以上的增速，到 2025 年超过 3000 万人，新型烟草的市场空间广阔。高行业壁垒是头部品牌实现超车的机会。电子烟作为新兴消费品，在设计工艺、创新研发等方面有要求，准入门槛高、新企业进入不易。劲嘉、东风和集友作为已上市的头部企业有较高的技术和资金壁垒，同时三家公司深度绑定烟标合作伙伴，与老客户共同开发新型烟草，既能够实现资源的协同、降低自主研发风险，也有利于快速打开市场。

4 文娱用品：业绩改善明显，“企业集采”放量在即

文娱用品包括文具文创、潮流玩具、体育用品等细分领域，与国民消费水平和生活品质息息相关。近五年，得益于消费升级及二胎政策放宽带来的人口红利，文娱产业迎来了快速增长的黄金时代。其中文具子板块的边际变化明显，B 端业务成为新的增长点。2016 年起，央企办公用品采购对外开放，文具企业纷纷发力办公室直销业务，大客户集采开辟行业新蓝海。根据智研咨询，办公室集采的有效市场规模至少可达 3000-4000 亿，而截至目前 97 家央企、350 余个地级市政府等之中集采覆盖度还不足 40%，尚有较大提升空间。集采对企业的品牌口碑、规模生产、供应链管理、仓储物流和信息化建设均提出了更高的要求，在各方面实力突出的龙头企业（齐心、晨光、得力）将持续受益，集采的格局有望进一步集中。

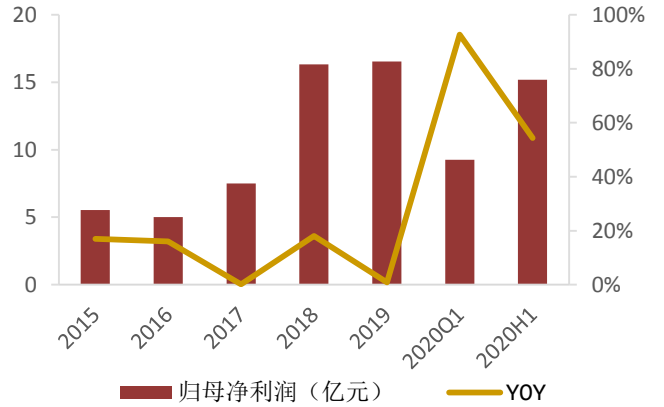
2020H1，板块实现总营收 119.3 亿元，同比增长 4.8%；实现归母净利润 15.2 亿元，同比增长 54.3%。Q1 板块净利润增速较快主要是姚记扑克一季度净利润增长 1080%，移动游戏、互联网营销、扑克等业务在疫情期间放量，拉高板块增速。文具方面，Q1 疫情严重期间，线下门店关闭、商家损失大量客流，销售受阻，龙头晨光文具实现收入 20.8 亿元，同比下降 11.5%，实现归母净利润 2.3 亿元，同比下降 11%。Q2 门店开始陆续恢复营业、线下客流增多，部分学校开学拉动需求回暖，各企业的存货周转速度加快，板块业绩出现回升。以晨光文具为例，Q2 公司实现收入 26.8 亿元，同比增长 7.8%，实现归母净利润 2.3 亿元，同比增长 10.2%。

图 65：文娱用品板块 2015-20H1 毛利率及净利率变动情况



数据来源：Wind，西南证券整理

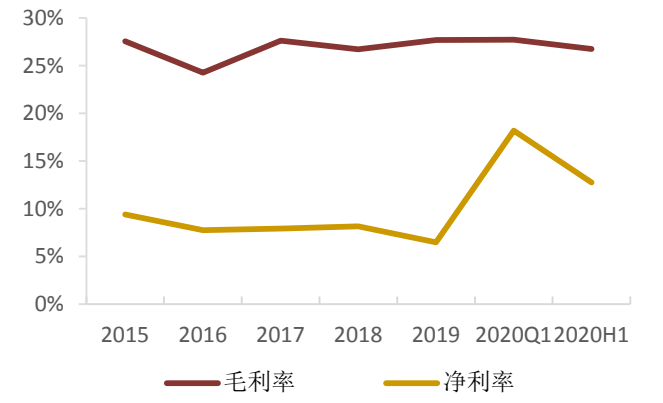
图 66：文娱用品 2015-20H1 归母净利润及增速（右轴）



数据来源：Wind，西南证券整理

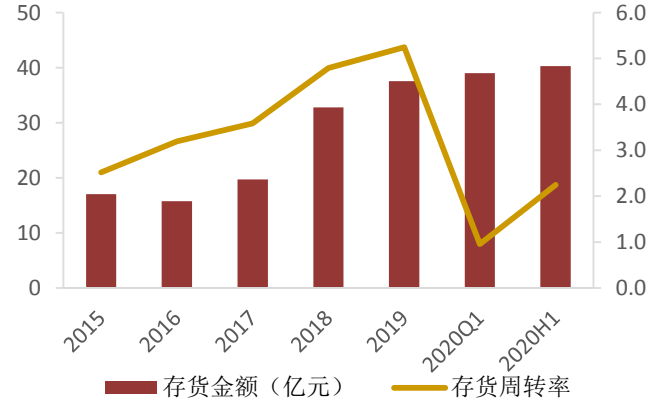
2020 年 H1，板块实现毛利率 26.7%，同比略微下降 1.3pp；费用率为 14.5%，较去年同期基本持平；净利率同比提升 4.1pp 至 12.7%。板块业绩呈现逐季改善的趋势。

图 67：文娱用品板块 2015-20H1 毛利率及净利率变动情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 68：文娱用品板块 2015-20H1 存货金额及存货周转率（右）



数据来源：Wind，西南证券整理

5 推荐标的

太阳纸业（603208）：1）文化纸触底反弹进入上行通道，原材料价格底部盘整，吨盈 利上行；2）文化纸经过出清后集中度较高，龙头议价力强，减弱周期波动；3）从中长期看，随着老挝“林浆纸一体化”项目进入稳定生产阶段，公司对原材料的掌控能力将得到增强，原料成本优势将会凸显；4）产能扩建持续推进，公司未来 2-3 年公司都有新产能投产，量升逻辑持续。

皮阿诺（002853）：1）受益于竣工修复+精装率提升，皮阿诺橱柜工程业务增长较快，工程业务占比达到 40%，业绩弹性大；2）与恒大合资建厂的产能逐渐投产，恒大订单有望 保持较快增长，并开发了保利、龙湖等新地产商；3）新品类衣柜业务保持较快增速，多品 类渠道协同效应较强，全渠道同步发力。

欧派家居（603833）：1）橱柜、衣柜、木门、卫浴等多品类产品线已逐渐成熟，开始全面发力，推动客单价持续提升，流量入口优势显现；2）渠道布局完善，公司目前各品牌

门店数 7000 多家，渠道布局的广泛性和下沉力度均为定制家具之最，龙头优势充分发挥；3）工程业务和电商表现非常亮眼，工程业务持续发力，将成为业绩增长重要驱动力。

顾家家居（603816）：1）渠道持续快速扩张。公司目前拥有门店近 5000 家，终端销售渠道掌控力领先，推动渠道继续下沉；2）全品类布局推进。已搭建起沙发、软床、床垫、 集合产品、定制产品等多品类布局，产品线丰富，高性价比系列推出，配合渠道下沉步伐， 对小品牌进行降维打击；3）信息化建设成果显著，着眼于制造和技术能力提升，布局七大 技术平台和五个标准化项目以增强长期竞争力，规模优势有望进一步扩大。

6 风险提示

家具企业受地产竣工不及预期影响销售下滑的风险；各类纸品价格出现大幅波动的风险；原材料价格波动的风险；汇率波动的风险；海内外疫情影响扩大的风险。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn