开源证券

家居板块行至中场，造纸包装风正起时

——轻工制造行业2020年中期投资策略

姓名 吕明（分析师）

证书编号：S0790520030002

邮箱：lvming@kysec.cn

2020年6月30日

投资要点

1、看好板块一：家居板块行至中场，从精装确定性至零售复苏的路径演绎

精装产业链重新聚焦细分龙头：2020H1，在政策扶持和供需双向拉动下，精装产业链涨幅居前。板块整体表现基本围绕龙头企业估值提升至行业整体估值修复的路线进行。2月末，江山欧派等龙头企业估值先行修复。5月，行业迎来了整体估值修复。2020H2，我们认为在精装产业链整体估值已经得到较充分修复的背景下，应该将目光重新聚焦于行业龙头个股，静待业绩兑现情况并关注细分子行业（木门、卫浴、瓷砖等）精装龙头规模效应的超预期机会。**受益标的：江山欧派、帝欧家居、惠达卫浴**

零售复苏推荐定制家居龙头：定制家居公司工程渠道占比普遍有所提升，预计将对短期业绩带来支撑。同时，龙头公司的竞争格局出现了较为显著的边际改善。如线上、整装渠道多元化，研发成果加速转化，工程渠道缓解产能投放压力等。我们认为疫情只是暂时打断了行业自2019H2以来的复苏节奏，建议关注线下零售复苏拐点的到来。**推荐标的：索菲亚、欧派家居**

2、看好板块二：造纸包装风正起时，关注文化纸、白卡纸、消费电子包装

造纸：文化纸价格逐步企稳，2020H2需求稳步提升有望带动底部修复行情。**受益标的：太阳纸业；**消费升级叠加外废管控，白卡纸消费替代需求稳步提升。APP收购博汇完成后，行业竞争格局有望进一步改善。**受益标的：博汇纸业；**

包装：5G换机需求拐点迹象已现，智能家居、可穿戴设备需求景气，建议关注上游消费电子包装。此外，高端纸包装多样需求不断增长，烟标（招标市场化）、酒包（新客户开拓）、环保（政策扶持）、云创等领域均有望带来业绩增量。**推荐标的：裕同科技**

3、看好板块三：不确定性环境下持续关注生活用纸等必选消费

在流动性较宽裕，且疫情及全球经济环境仍具有较大不确定性和市场整体盈利水平下行的背景下，业绩韧性较强且内生动力强劲的必选消费龙头仍具有配置价值。建议关注生活用纸行业：原材料价格维持低位，短期上涨动力有限；疫情影响下，下游需求旺盛；个护品类开拓加速，布局远景发展。**推荐标的：中顺洁柔、晨光文具**

风险提示：线下消费回暖不及预期；住宅竣工放缓；造纸下游需求回暖不及预期

目 录

CONTENTS

1 行情回顾：2020H1轻工板块跑赢沪深300指数0.22pct

2 家居：竣工修复逻辑支撑，从精装确定性至零售复苏的路径演绎

3 造纸包装：关注文化纸底部修复、消费电子包装景气上行

4 轻工消费：生活用纸盈利维持高位、文具龙头长期逻辑不变

5 重点公司盈利预测

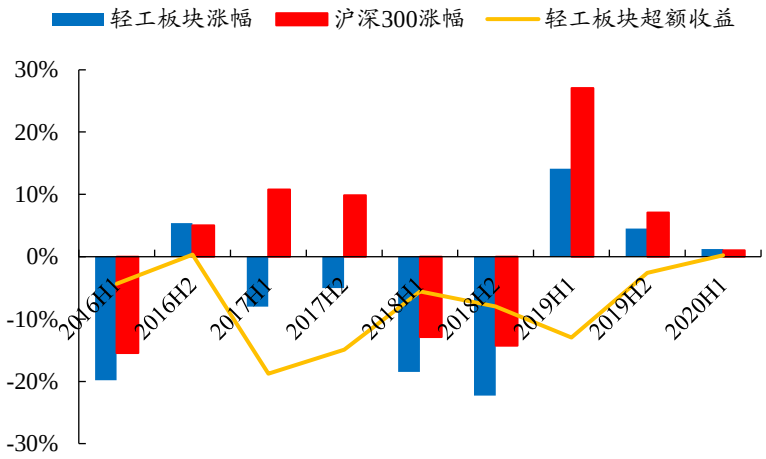
1.1 2020H1轻工板块跑赢沪深300指数0.22pct

2020H1轻工板块跑赢沪深300，板块涨幅处于全行业中游

2020H1轻工板块取得2017年至今最优相对收益半年度表现。2020H1（指2020.1.1-2020.6.24，全文同）轻工板块涨幅高于沪深300指数0.22pct。

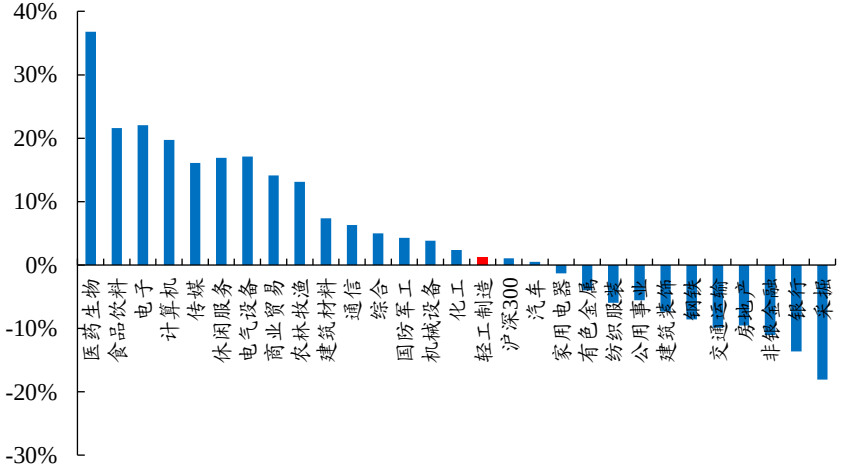
横向对比中，2020H1轻工板块涨幅处于全行业中游。2020H1，轻工板块上涨1.26%，在28个一级行业中排名第16。

图1：2020H1轻工板块跑赢沪深300指数0.22pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2020H1轻工板块涨幅处于全市场行业指数中游



数据来源：Wind、开源证券研究所

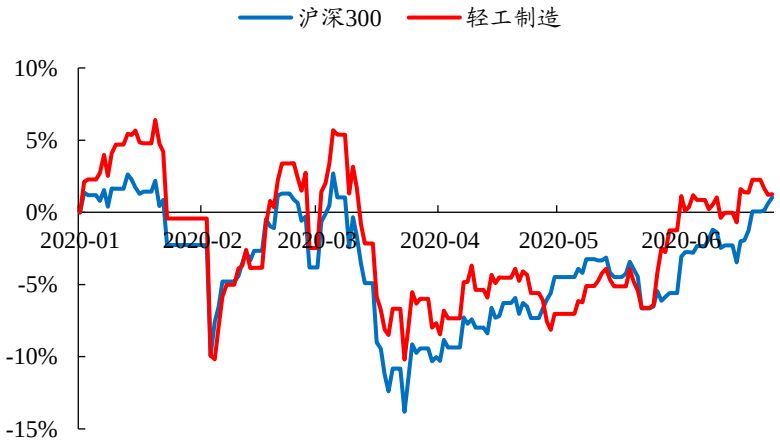
1.2 2020H1文娱用品涨幅领跑细分板块，包装印刷相对落后

文娱用品涨幅领跑，造纸、家具各有表现，包装印刷相对落后

从时间轴上看，轻工板块于1月初、3月末至4月初、5月末取得较为显著的相对收益。其中分行业看，1月初轻工板块中的各子行业表现均较为良好，3月末至4月初造纸、文娱用品板块表现较好，而5月末的相对收益贡献则主要来自于家具板块。

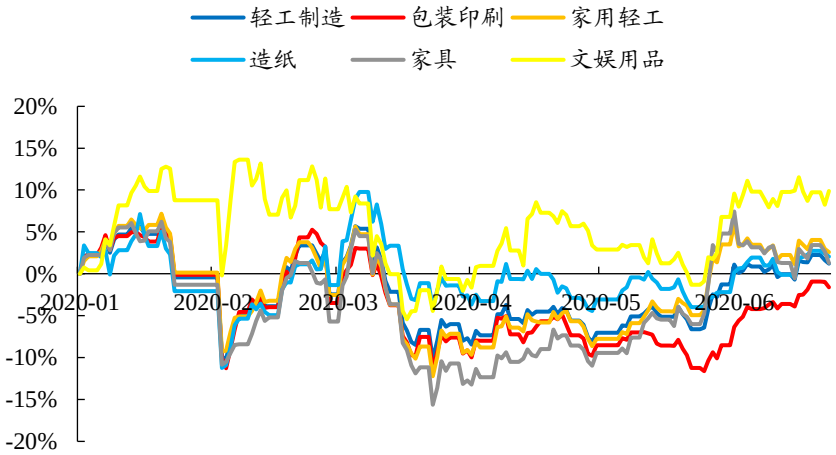
2020H1文娱用品涨幅领跑细分板块，包装印刷相对落后。2020H1，包装印刷/家用轻工/造纸/家具/文娱用品涨跌幅分别为-1.8%/+2.9%/+2.0%/+2.0%/+9.3%。

图3：轻工板块于1月初、3月末至4月初、5月末取得显著相对收益



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：文娱用品、造纸、家具等板块表现相对较好



数据来源：Wind、开源证券研究所

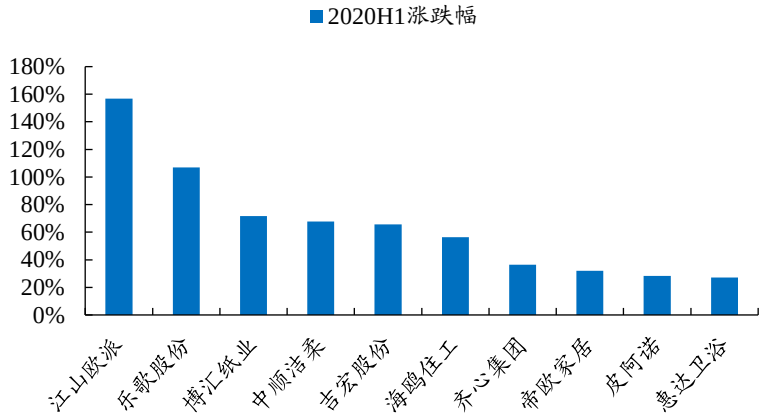
1.3 2020H1精装产业链涨幅居前

精装产业链个股涨幅居前，部分行业出现分化

在我们重点关注的个股中，2020H1江山欧派、乐歌股份、博汇纸业涨幅居前。2020H1精装产业链涨幅亮眼，江山欧派、海鸥住工、帝欧家居、皮阿诺和惠达卫浴等个股均涨幅居前。此外，乐歌股份主营产品人体工学工作站的海外市场受到疫情带动，2020H1业绩大幅增长；博汇纸业受益于白卡纸竞争格局改善；中顺洁柔生活用纸产品需求景气，原料价格低迷，盈利维持高位。

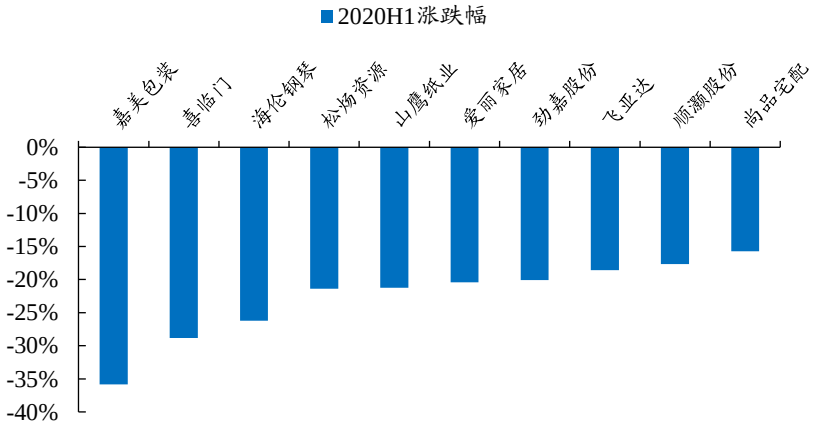
2020H1嘉美包装、喜临门、海伦钢琴跌幅居前。值得关注的是，软体、定制家居等板块出现分化，喜临门、尚品宅配等个股表现较为弱势。此外，嘉美包装、松炀资源、爱丽家居主要为次新股的估值回调；山鹰纸业受到行业景气度下行影响。

图5：2020H1江山欧派、乐歌股份、博汇纸业涨幅居前



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2020H1嘉美包装、喜临门、海伦钢琴跌幅居前



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4 2020H1北向资金大幅增持定制家居板块龙头

2020H1北向资金大幅增持索菲亚、欧派家居等定制家居龙头公司。截止2020年6月24日，索菲亚的北向资金持股市值达到43.5亿元，占总股本21.03%（2020H1增持5.87%）。欧派家居的北向资金持股市值达到31.2亿元，占总股本6.37%（2020H1增持3.22%）。此外，中顺洁柔、顾家家居、志邦家居、裕同科技等也得到了北向资金的一定增持。

2020H1北向资金对晨光文具、尚品宅配等有所减持。2020H1北向资金分别减持晨光文具/尚品宅配/劲嘉股份/帝欧家居占总股份的0.76%/0.66%/0.12%/0.10%。

表1：2020H1北向资金大幅增持索菲亚、欧派家居

证券简称	沪深股通持股市值（亿元）	沪深股通持股占总股本比例	持股比例2020H1变动	持股比例近30日变动	持股比例近60日变动
索菲亚	43.49	21.03%	5.87%	2.40%	5.38%
欧派家居	31.19	6.37%	3.22%	0.76%	1.52%
中顺洁柔	21.37	7.69%	0.49%	0.39%	0.33%
晨光文具	13.87	2.83%	-0.76%	-0.14%	-0.30%
顾家家居	11.10	4.09%	0.25%	1.36%	1.32%
尚品宅配	3.46	2.92%	-0.66%	-0.13%	-0.02%
劲嘉股份	3.19	2.44%	-0.12%	0.28%	-0.13%
太阳纸业	3.53	1.45%	-0.04%	0.31%	0.10%
帝欧家居	1.77	1.39%	-0.10%	-0.25%	-0.75%
志邦家居	1.05	1.82%	1.06%	0.08%	-2.27%
裕同科技	3.80	1.56%	0.64%	0.38%	0.43%

数据来源：Wind、开源证券研究所（截止日期为2020年6月24日收盘）

目 录

CONTENTS

1 行情回顾：2020H1轻工板块跑赢沪深300指数0.22pct

2 家居：竣工修复逻辑支撑，从精装确定性至零售复苏的路径演绎

3 造纸包装：关注文化纸底部修复、消费电子包装景气上行

4 轻工消费：生活用纸盈利维持高位、文具龙头长期逻辑不变

5 重点公司盈利预测

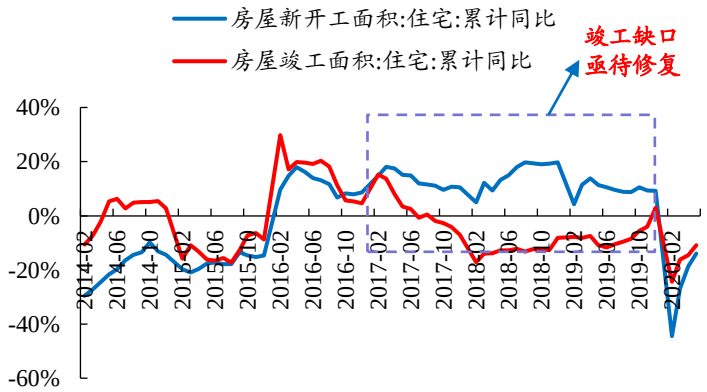
2.1 家居板块的底层逻辑：2020年竣工回暖的逻辑逐步验证

竣工缺口亟待修复，竣工回暖趋势逐步验证

2017-2019年竣工与新开工之间的缺口亟待修复。由于地产商融资收紧、交付周期较长的精装房占比提升等原因，2017-2019年竣工周期相对拉长，竣工面积与新开工面积之间的缺口逐渐被拉大。而由于交房普遍存在3年左右的刚性周期，因此2017-2019年的竣工缺口在2020年存在较强的回补需求。

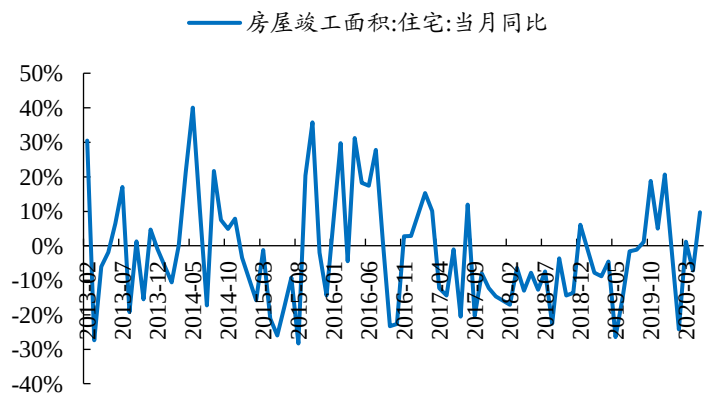
2019H2至今，竣工回暖的逻辑正在逐步被验证。2019H2，住宅房屋竣工面积就出现了较为明显的修复。2019年全年累计竣工面积累积同比最终转正。虽然2020年初受新冠疫情的影响，这一趋势被短暂打破。但从2020年5月的竣工数据看，竣工回暖的整体趋势仍在延续，2020年竣工回暖的逻辑正在逐步被验证。

图7：2017-2019年的竣工缺口亟待修复



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2020年竣工回暖的逻辑正在逐步验证



数据来源：Wind、开源证券研究所

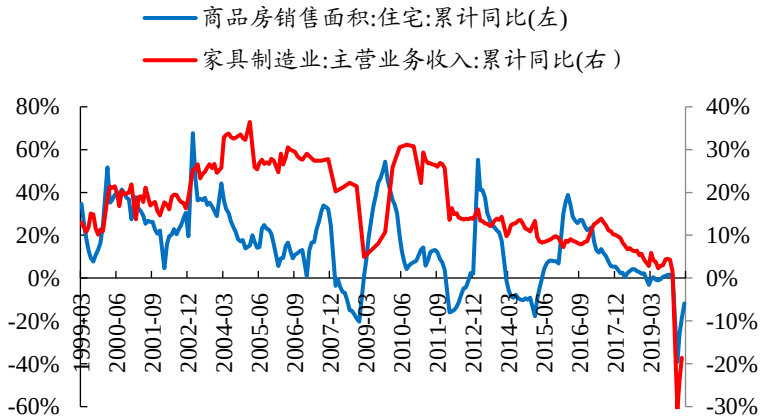
2.1 家居板块的底层逻辑：2020年竣工回暖的逻辑逐步验证

商品房销售面积具有较强韧性，支撑家居行业中期需求

商品房销售面积也和家具行业收入具有较强相关性。商品房销售面积增速与家具制造业收入增速高度相关，且家具制造业收入确认的滞后期约为4个季度。因此2016年7月后，商品房销售面积增速下行直接拖累家具制造业收入于2017年进入下行通道。

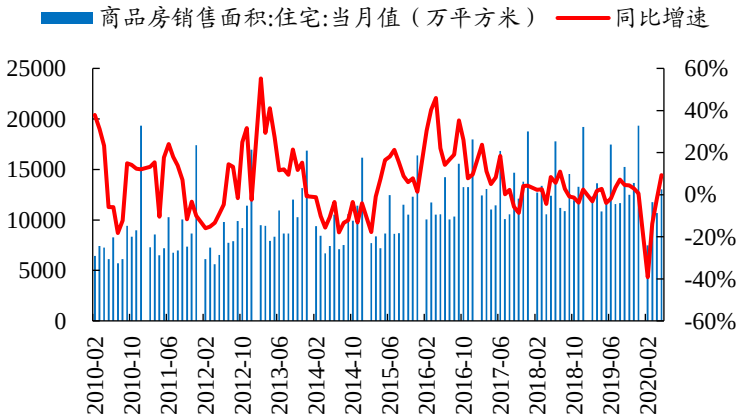
2020年商品房销售面积具有较强韧性，对家居行业中期需求提供支撑。2020年虽然受到疫情影响，商品房销售面积增速曾出现较为明显的下滑，但仍表现出较强的韧性。2020年5月，商品房住宅销售面积当月同比增长9.3%，增速相较4月提升10.8pct。按1-2年的家居需求滞后周期，商品房销售面积增长的韧性有望对家居行业的中期需求提供一定支撑。

图9：商品房销售面积和家具行业收入具有较强相关性



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2020年商品房住宅销售具有较强韧性



数据来源：Wind、开源证券研究所

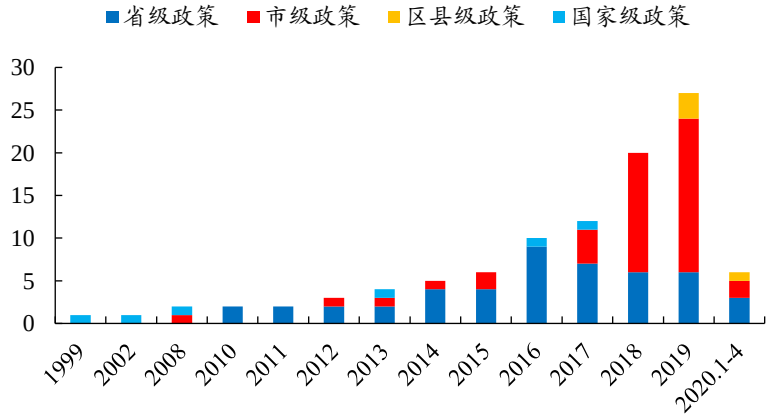
2.2 精装产业链：政策+供需推动，享受确定性溢价

发展动力：精装修政策不断下沉，供需双向拉动

精装修顶层设计日趋完善，政策逐渐向下传导。2013年，中央从国务院层面转发文件指导住宅全装修工作，之后全装修政策顶层设计不断优化。2018年后顶层设计已较完善，市级、区县级政策出台频率明显提高，精装修相关政策逐渐向下传导。

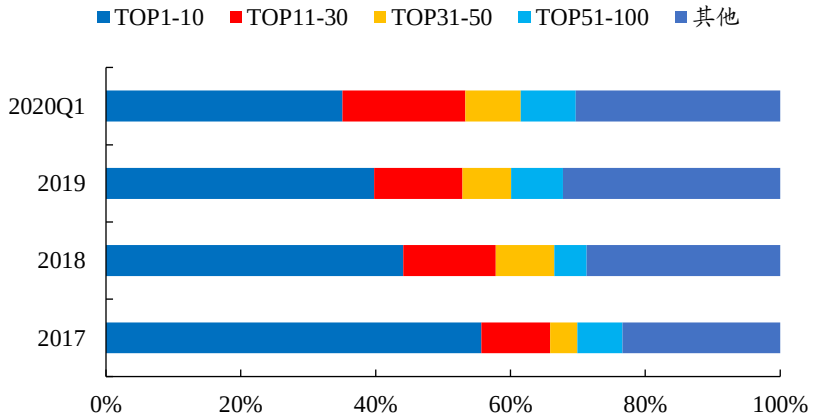
供需层面双向拉动，精装市场方兴未艾。1）供给层面：在毛坯房限价的背景下，地产商有意愿主动提升精装份额，增厚利润。同时精装房能够提升房地产商占款时间和额度，缓解资金压力。2）需求层面：根据奥维云网的数据，2017 年愿意购买精装房的消费者比例为26.8%，较10年前提升15.9%，2020年预计可达39.5%。消费者对于精装房的接受程度正不断提升。

图11：精装修政策不断下沉



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图12：各层次房企精装修参与度不断提高



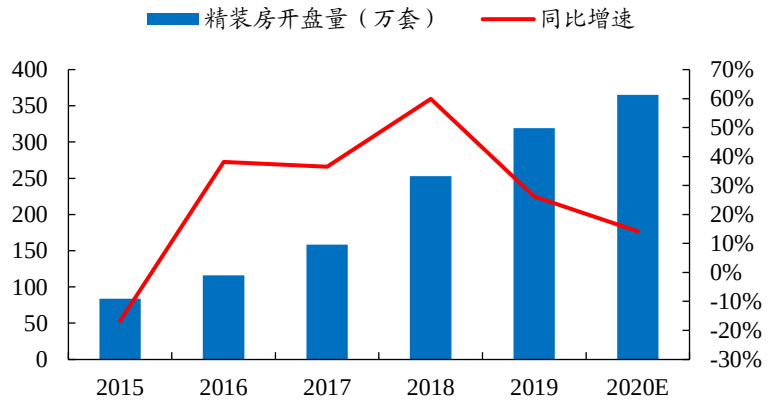
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

2020年精装房开盘量预计将继续增长，长期看精装房渗透率仍有较大提升空间

疫情影响有限，2020年精装房开盘量预计将继续增长。在精装房渗透率稳步提升的背景下，2020年精装房开盘量预计将继续增长。根据奥维云网的预测，2020年精装房开盘量预计将达到365万套，同比增长14.2%。根据精装产业链收入确认相较开盘约2年的滞后周期，精装产业链较快增长的确定性仍将继续延续2-3年以上。

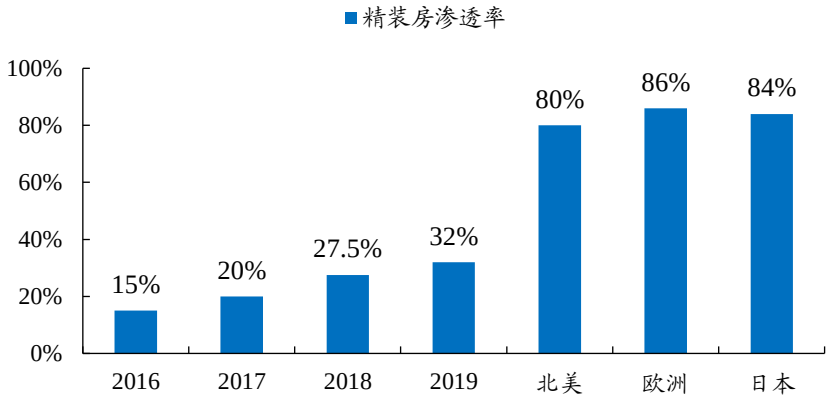
与发达国家相比，我国精装房渗透率仍有较大提升空间。虽然我国精装房渗透率在2019年已提前达到30%的政策目标，但相较发达国家超过80%的精装渗透率，仍有较大提升空间。

图13：2020年精装房开盘量预计同比增长14.2%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图14：我国精装房渗透率仍有较大提升空间



数据来源：奥维云网、中国产业信息网、开源证券研究所

2.2 精装产业链：政策+供需推动，享受确定性溢价

行业景气推动龙头企业快速成长，逆势增长享受确定性溢价

精装产业链相关龙头企业普遍于2019年进入快速增长周期。从单季业绩表现看，2019年精装产业链龙头普遍进入快速成长周期。我们列出的五家精装产业链公司2019Q1-2019Q4四个季度均实现了单季正增长。其中，第四季度属于工程业务收入确认的高峰期，精装产业链公司的单季增长也大多达到了年内高点。

2020Q1，疫情影响下家居零售端业绩普遍出现明显下滑，精装市场则体现了更强的增长韧性和更快的恢复速度。江山欧派等工程渠道高占比公司2020Q1业绩亮眼，进而得以充分享受确定性溢价。其余帝欧家居、蒙娜丽莎等也体现了一定增长韧性。

表2：精装产业链相关龙头企业普遍于2019年进入快速增长周期

	单季数据	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
江山欧派	收入增速	10.30%	16.43%	44.97%	29.77%	21.51%	73.61%	58.90%	63.94%	24.29%
	净利润增速	-51.02%	20.38%	69.75%	-7.66%	9.66%	47.39%	95.89%	81.90%	259.44%
帝欧家居	收入增速	935.55%	677.48%	801.18%	561.03%	37.64%	25.25%	28.44%	28.80%	-23.81%
	净利润增速	2214.83%	410.15%	1396.91%	380.14%	48.82%	47.93%	69.64%	27.74%	-23.12%
蒙娜丽莎	收入增速	5.51%	19.43%	5.68%	12.30%	12.32%	14.69%	23.37%	21.32%	-19.75%
	净利润增速	11.95%	8.10%	17.67%	44.17%	14.75%	28.42%	3.31%	36.28%	-25.64%
惠达卫浴	收入增速	14.23%	-3.56%	5.37%	8.49%	0.24%	12.99%	8.62%	19.86%	-24.44%
	净利润增速	11.85%	7.30%	18.36%	-20.96%	18.66%	21.63%	2.70%	164.97%	-45.72%
皮阿诺	收入增速	73.85%	24.21%	39.38%	22.39%	16.32%	31.53%	35.58%	39.17%	-15.52%
	净利润增速	58.55%	34.11%	51.85%	21.16%	16.07%	24.69%	20.22%	28.64%	-74.13%

数据来源：Wind、开源证券研究所

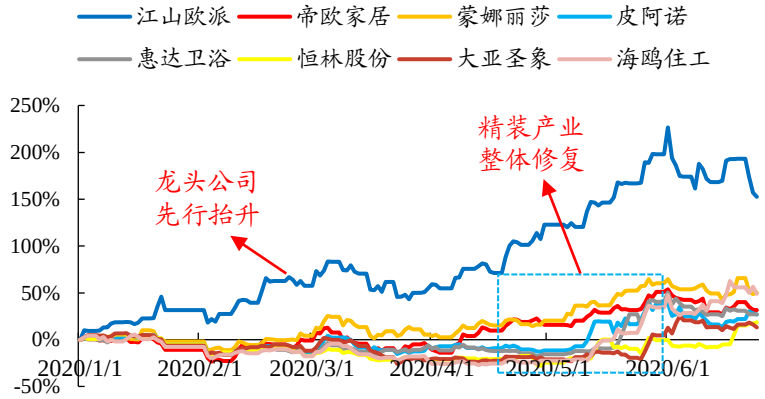
2.2 精装产业链：政策+供需推动，享受确定性溢价

投资机会：估值修复阶段已过，关注龙头公司业绩兑现和规模效应的超预期

2020H1精装产业链迎来全面的估值修复。2020H1精装产业链的表现基本围绕龙头企业估值提升、行业整体估值修复路线进行。2月末，江山欧派、帝欧家居、蒙娜丽莎等龙头企业估值先行修复。5月，行业迎来了整体估值修复，包括惠达卫浴、大亚圣象等精装产业链个股的估值均有所提升。

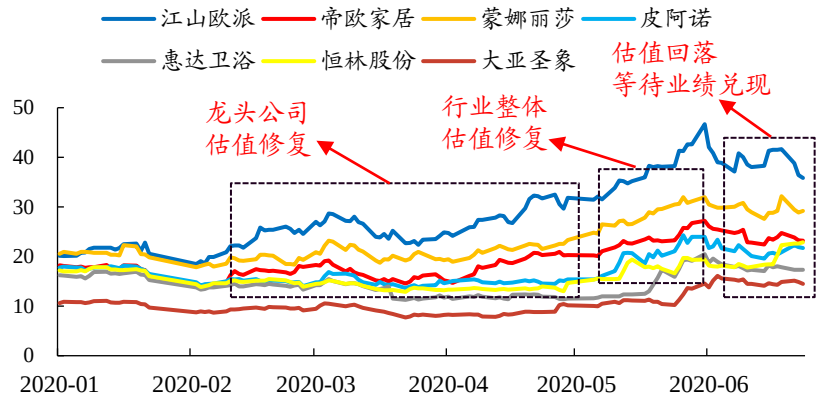
2020H2静待业绩兑现，关注龙头公司规模效应的超预期。我们认为精装产业链整体估值已经得到较为充分的修复，2020H2应该继续将目光聚焦于行业龙头个股，静待业绩兑现情况并关注细分子行业（木门、卫浴、瓷砖等）精装龙头规模效应的超预期。受益标的：江山欧派、帝欧家居、惠达卫浴。

图15：2020H1精装产业链股价整体表现亮眼



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2020H1精装产业链迎来全面的估值修复（PE：TTM）



数据来源：Wind、开源证券研究所

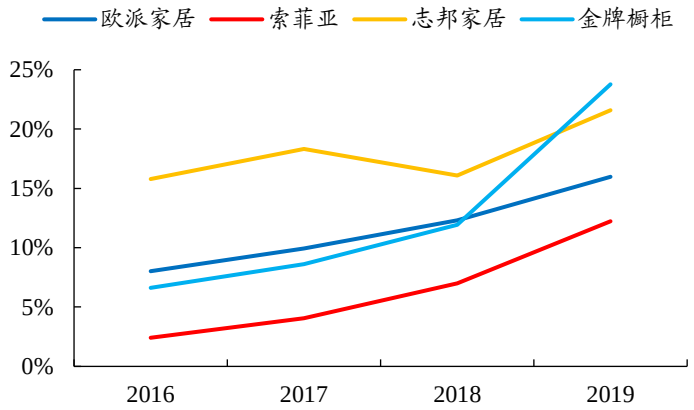
2.3 定制家居：工程渠道支撑短期业绩，竞争格局边际优化静待零售拐点

定制家居龙头工程渠道占比提升，支撑短期业绩增长

定制家居龙头工程渠道收入占比全面提升。2016年后，定制家居行业的龙头公司工程渠道收入占比均出现了较为明显的提升。其中，志邦家居、金牌厨柜等以橱柜为主营产品的公司，2019年工程渠道收入占比已超过20%。而大家居均衡发展的欧派家居、衣柜龙头索菲亚的工程渠道收入占比在2019年也均超过10%。

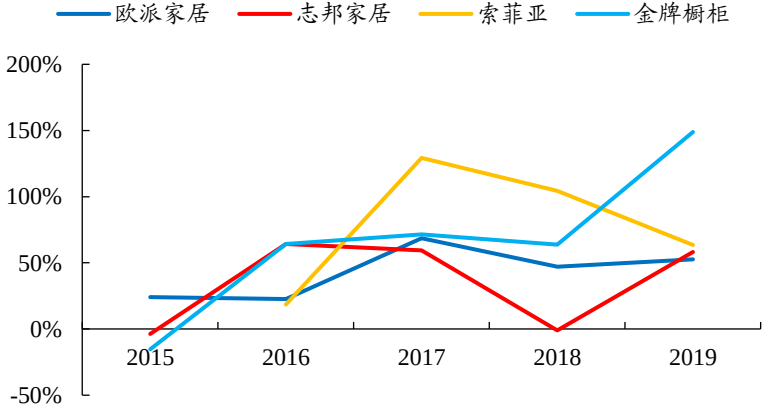
定制家居龙头工程渠道收入高速增长，支撑短期业绩表现。2019年，欧派家居、志邦家居、索菲亚、金牌厨柜的工程渠道收入同比增速均高于50%。在疫情冲击零售渠道的情况下，我们预计定制家居公司将会继续发力工程渠道，进而支撑短期业绩表现。

图17：定制家居龙头公司工程渠道占比提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：定制家居龙头公司工程渠道收入高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

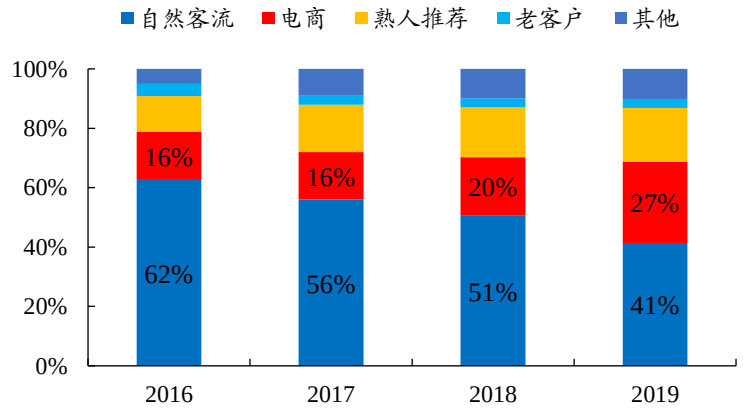
2.3 定制家居：工程渠道支撑短期业绩，竞争格局边际优化静待零售拐点

行业竞争格局优化一：渠道多元化，龙头企业优势突出

定制家居流量呈现碎片化，驱动渠道多元化发展。由于电商、整装等新兴渠道兴起，家装行业流量呈现碎片化。中小品牌主要依靠的线下渠道流量逐渐被线上、整装渠道截流。过去依靠单一渠道红利发展的品牌经营压力逐渐增大，渠道多元化趋势显现。以索菲亚为例，2019年自然客流占比下降至41%，而线上电商渠道客流来源占比提升至27%。

多元渠道对综合实力要求更高，龙头企业优势突出。以疫情期间迅速普及的定制家居直播带货为例，一线品牌在直播上有更丰富的人才储备，更充足的资金投入并有更强的品牌影响力和一线流量网红进行合作。另外如近年快速普及的整装渠道，只有多品类协同发展，品牌形象优势突出的龙头品牌才能更好的完成整装渠道的流量整合。

图19：索菲亚客流来源日益多元化



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图20：疫情期间定制家居直播营销常态化



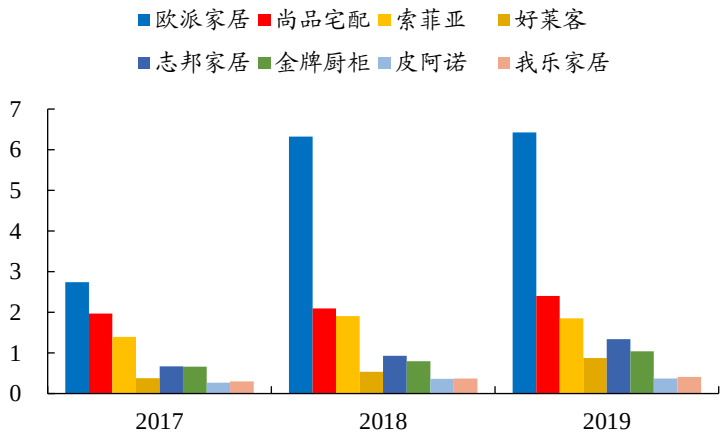
资料来源：索菲亚家居公众号

行业竞争格局优化二：行业龙头研发优势厚积薄发

定制家居一线品牌研发投入优势突出。2018年后，定制家居行业研发投入梯队逐渐成型。2018-2019年，龙头欧派家居的研发投入稳定在6亿元以上，尚品宅配和索菲亚的投入在2亿元左右，之后是1亿元量级的金牌厨柜、志邦家居、好莱客，而其余品牌的研发投入则在5000万元以下。可以看到，一线品牌的研发投入优势已经较为明显

研发成果逐步转化，看好多年投入厚积薄发。2020年，龙头企业的研发投入正在加速转化。如欧派家居微信小程序已实现多品类打通，并实现了云展厅、线下门店引流等功能，索菲亚DIY Home、智能工厂齐头并进，尚品宅配推进“新模式+大基建”。

图21：定制家居一线品牌研发投入优势突出



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：欧派家居微信小程序多品类打通



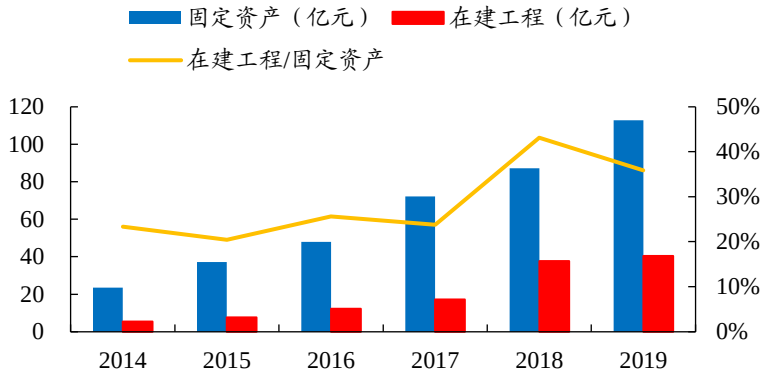
资料来源：欧派家居微信小程序

行业竞争格局优化三：工程渠道拓展缓解行业产能集中投放压力

IPO募投产能集中投放带来产能过剩担忧。2017年6家定制家居企业集中上市，IPO募集资金主要用于产能和渠道建设。2018年定制家居行业大量募投项目开工建设，8家上市定制家居企业在建工程合计达38.2亿元，约占固定资产的41%。按3-5年的产能建设投放期，未来1-2年行业将迎来产能投放的高峰期，引发市场对于行业产能过剩的担忧。

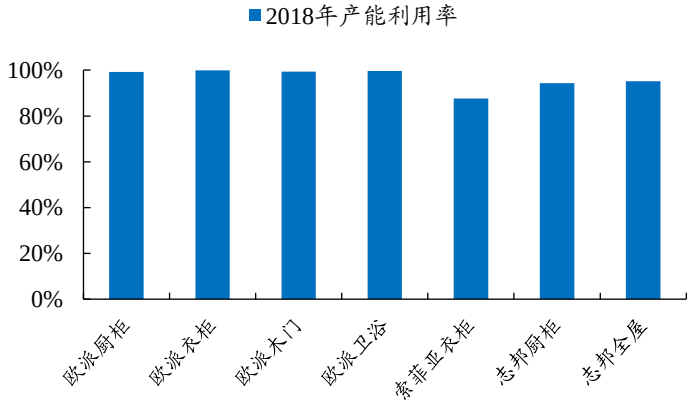
我们认为行业供给端压力不必过分忧虑。一方面，工程渠道的快速拓展有效得缓解了行业产能集中投放的压力。2020H1，索菲亚、皮阿诺等定制家居企业还在进一步加码产能建设。另一方面，2018-2019年，定制家居行业的产能利用率普遍还处于较高的水平，并且公司可以根据行业发展情况在一定程度上主观控制产能投放节奏，所以产能集中投放的压力也相对有限。

图23：2019年定制家居行业在建工程比例仍较高



数据来源：Wind、开源证券研究所（行业数据包括：欧派家居、索菲亚、尚品宅配、金牌厨柜、好莱客、志邦家居、皮阿诺）

图24：2018年定制家居行业产能利用率处于较高水平



数据来源：公司公告、开源证券研究所

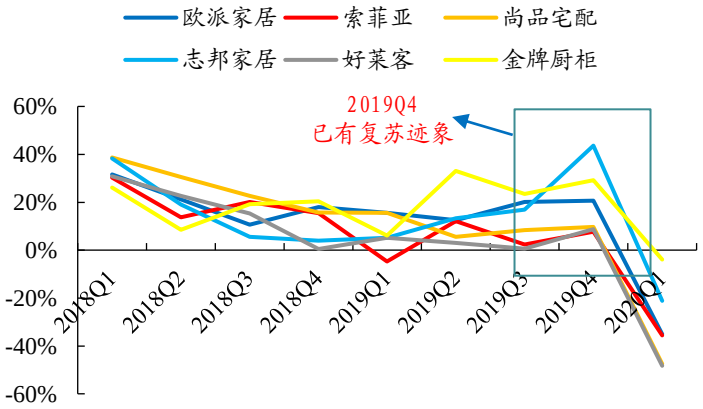
2.3 定制家居：工程渠道支撑短期业绩，竞争格局边际优化静待零售拐点

疫情短暂影响行业复苏节奏，零售复苏拐点预期将至

疫情影响暂时打断定制家居行业零售端恢复节奏。在竣工数据回暖和行业竞争格局边际改善的情况下，2019Q4定制家居行业已出现了复苏迹象。包括尚品宅配、好莱客（工程渠道占比很低）在内的定制家居公司单季收入增速环比均出现了较显著的提升。而新冠疫情在2020Q1暂时打断了这一恢复节奏。但我们认为竣工回暖趋势和格局改善的逻辑不变，行业向上的趋势将逐渐恢复。

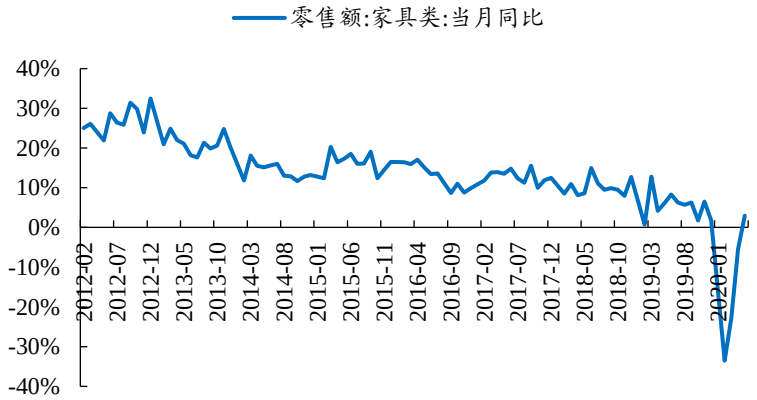
2020年5月，家具类零售额当月增速转正，零售拐点预期将至。2020年5月，家具类零售额当月同比增长3%。而根据我们观察，定制家居行业5月线下接单均出现了显著回暖，预计6月工厂端的收入增长也将有明显提升，零售拐点正在逐步临近。

图25：疫情影响暂时打断定制家居行业收入增速恢复节奏



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：2020年5月，家具类零售额当月同比转正



数据来源：Wind、开源证券研究所

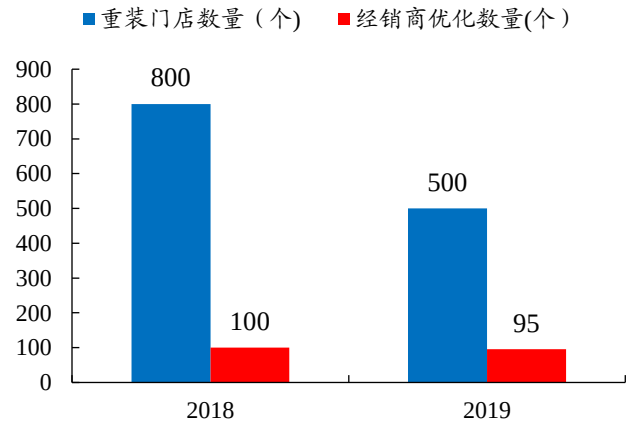
索菲亚：终端竞争力改善（加强管理/门店提质）*客单价提升（新品推广顺利）

淘汰尾部经销商、改善门店质量双管齐下提升经销渠道质量。

1）索菲亚加强了经销商的淘汰力度，2018-2019年共淘汰约200位经销商，并且未来将继续保持约8%的年淘汰率。

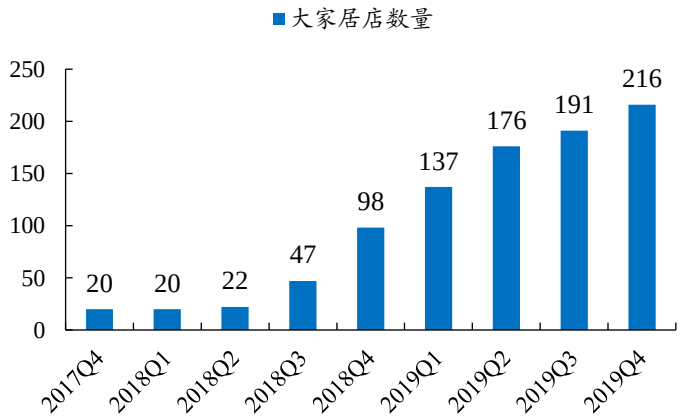
2）通过门店重装及布局新型门店业态的方式提升终端门店质量。2018-2019年公司共重装门店约1300家，并积极布局美好生活馆、天猫新零售店、大家居融合店等新型门店。2019Q4，索菲亚大家居店数量达到216家。

图27：2018-2019年索菲亚加大对经销商优化力度



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图28：索菲亚大家居店开店进展顺利



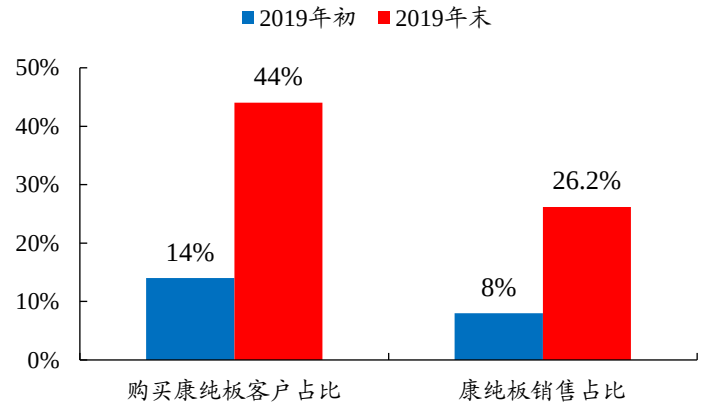
数据来源：公司公告、开源证券研究所

索菲亚：终端竞争力改善（加强管理/门店提质）*客单价提升（新品推广顺利）

康纯板、轻奢系列新品推广顺利，进一步巩固产品优势。2019年，索菲亚康纯板、轻奢系列等中高端新品推广顺利，全年康纯板的客户选用率和销售占比分别提升至44%和26.2%。2020年，在此基础上，索菲亚继续推出超高门等主打款式，提升竞争力。

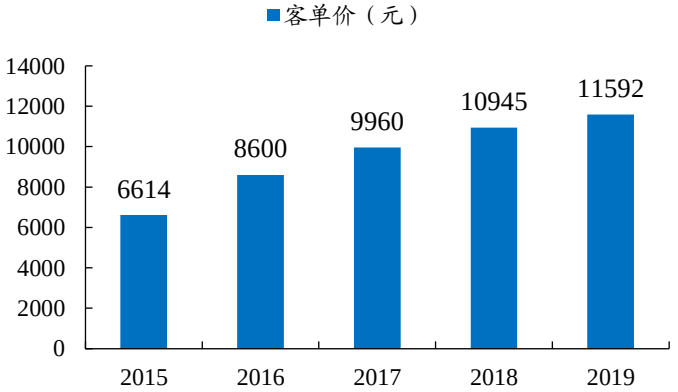
中高端新品带动公司客单价逐年提升。公司轻奢系列和康纯板销售占比的不断提升继续带动公司客单价稳步提升。2019年，公司出厂口径客单价（不含橱柜、木门）提升至11592元，同比提升5.91%。2020年，疫情影响下，公司客单价仍处于较快提升的趋势中。我们预计2020年1-5月，公司客单价同比增长仍在10%左右。

图29：2019年康纯板推广取得明显进展



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图30：索菲亚客单价逐年提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

欧派家居：渠道壁垒深厚，整装、欧铂丽未来可期

欧派家居经销渠道规模优势显著。欧派家居2020Q1末橱柜、衣柜、木门、卫浴、欧铂丽经销门店数量分别为2330、2144、978、577、1058家，规模优势显著。此外，2019年末整装大家居门店数量达288家，2019Q4净增37家，依然维持快速扩张趋势。

精细化管理、绑定优质经销商构筑渠道壁垒。通过经销渠道精细化管理和多年筛选，欧派家居已培育出一支认可公司文化、竞争意识强、经营能力优秀、规模领先的经销商队伍，进而构筑领先行业的终端渠道竞争力。2020H1，欧派家居招商进展顺利，并推出类似二级经销制度的“城市合伙人”模式进一步拓展优质经销商资源。

表3：欧派家居经销门店规模优势显著

经销门店数量（家）	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
橱柜	2276	2279	2330	2321	2334	2330
衣柜	2113	2091	2240	2182	2144	2144
欧铂丽	935	954	982	1010	988	978
卫浴	559	564	589	618	611	577
木门	825	859	877	953	985	1058
整装大家居			210	251	288	

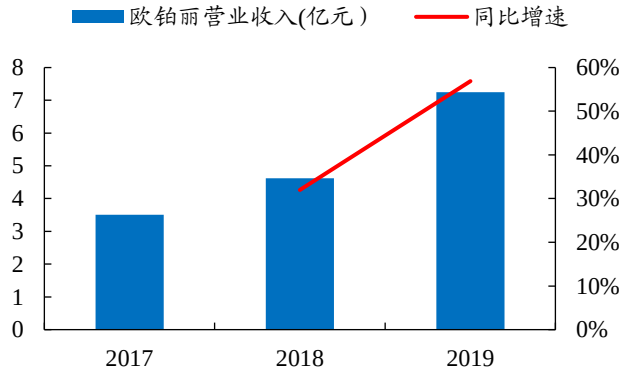
数据来源：公司公告、开源证券研究所

欧派家居：渠道壁垒深厚，整装、欧铂丽未来可期

欧铂丽业绩增速和盈利能力全面提升，经营策略理顺后拐点已至。2019年，欧铂丽营业收入7.25亿元，同比增长56.85%，毛利率34.65%，同比提升7.76pct。2020年，欧铂丽继续稳步开店，与工程、整装渠道的联系日益紧密，发展空间仍然广阔。

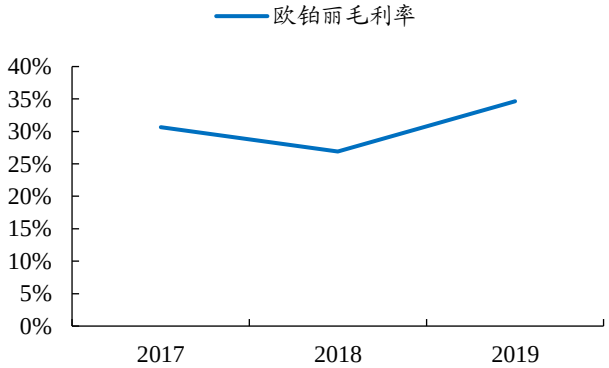
优势显著，整装渠道成为发展重点。依靠领先的大家居布局和品牌力，欧派家居在整装渠道的开拓上优势显著。2020年，整装大家居招商顺利，并积极推动整装大家居和当地零售经销商合作，提升服务能力。我们预计2020年，欧派家居整装渠道将延续高速增长的趋势（预计全年增长超过50%）。

图31：欧派家居经销门店规模优势显著



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图32：欧派家居经销门店规模优势显著



数据来源：公司公告、开源证券研究所

目 录

CONTENTS

1 行情回顾：2020H1轻工板块跑赢沪深300指数0.22pct

2 家居：竣工修复逻辑支撑，从精装确定性至零售复苏的路径演绎

3 造纸包装：关注文化纸底部修复、消费电子包装景气上行

4 轻工消费：生活用纸盈利维持高位、文具龙头长期逻辑不变

5 重点公司盈利预测

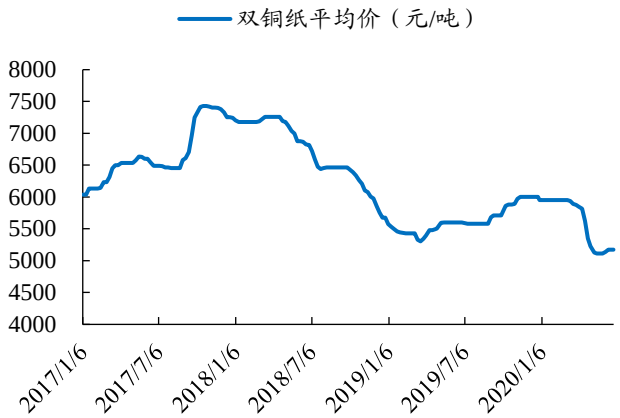
3.1 文化纸：关注价格企稳，需求回暖带动底部修复行情

2020H1文化纸大幅下跌后逐渐企稳

2020年4月末至5月初，文化纸价格大幅下跌。由于受到疫情影响，国内下游需求恢复较慢，海外出口受阻且进口供给增加，导致2020年4月末至5月初，双胶纸和双铜纸价格出现大幅下跌。

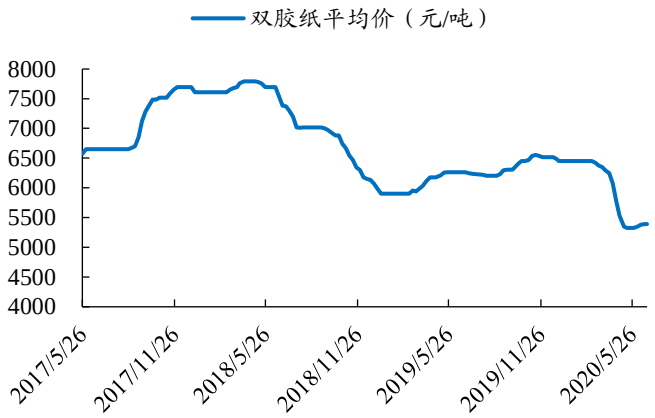
2020年5月末至6月，文化纸价格底部企稳。根据卓创资讯，2020年5月中旬至今，双胶纸国内均价稳定在5300元/吨以上，双铜纸国内均价稳定在5100元/吨以上，并逐渐向上有所修复，

图33：2020年5月铜版纸价格逐渐企稳



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图34：2020年5月双胶纸价格逐渐企稳



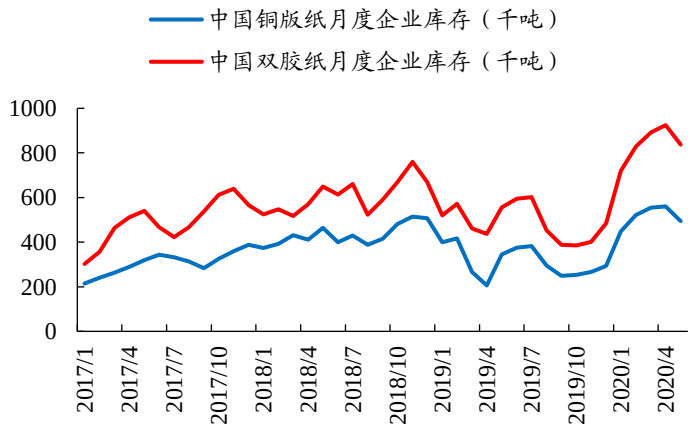
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

库存拐点逐渐显现，毛利率水平已先行回升

2020年5月，国内文化纸库存下降，积极信号已至。2020年5月，出版社纸张招标陆续进行利好规模纸厂，学校陆续复学也带动了文化纸短期需求回暖，当月企业库存较上月有所回落，部分经销商也出现了低价补库的动作。供需改善的积极信号显现。

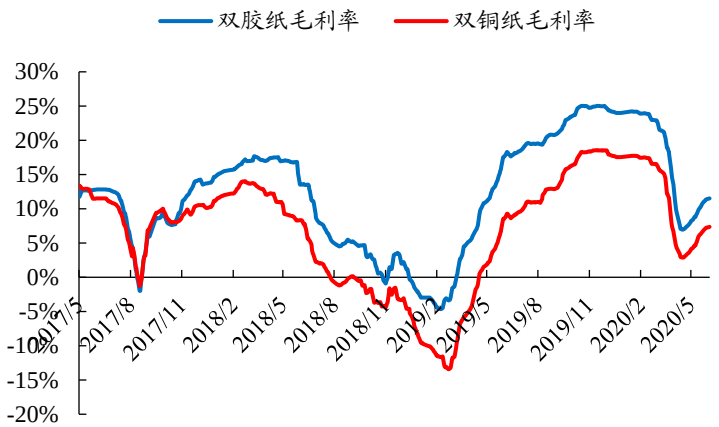
2020年4月末起，文化纸毛利率水平已先行回升。2020年4月末至6月，文化纸毛利率出现了较为明显的修复。截至2020年6月23日，双胶纸当年毛利率为17.31%，较2019年同期提升4.34pct，双铜纸当年毛利率为11.72%，较2019年同期提升6.75pct。

图35：2020年5月国内文化纸库存有所下降



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图36：2020年4月末起，文化纸毛利率先行修复



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

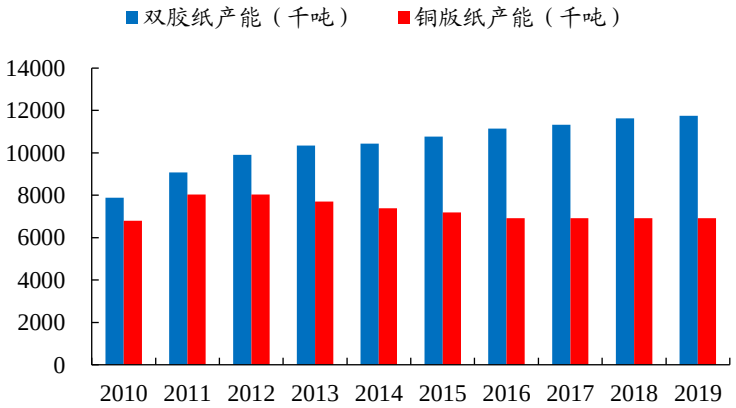
3.1 关注文化纸企稳，需求回暖带动底部修复行情

文化纸供给压力相对有限，2020H2需求端有望逐渐增长

文化纸产能投放节奏稳健，2020年新增产能压力有限。2013-2019年，双胶纸产能呈现稳健增长，并没未出现供给端的加速扩张。而铜版纸的产能则有所收缩。2020年，行业的新增产能有限，主要仅为太阳纸业兖州本部的45万吨文化纸和7万吨特种文化纸（预计11月试生产），而中小厂则受到疫情影响开工率较低，因此全年供给端压力无需过度担忧。

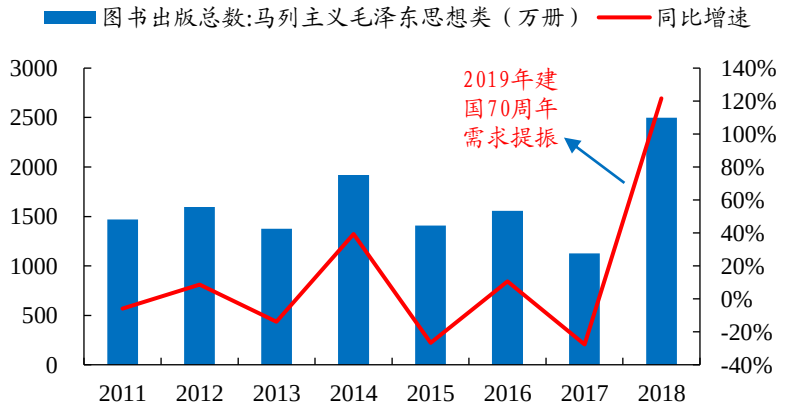
文化纸基础需求稳固，2020H2建党100周年有望贡献增量需求。由于我国学生人数基本稳定，且教辅等书籍属于刚性需求，因此文化纸基础需求稳固。而参考2019年建国70周年，我们预计2021年建党100周年有望带来相关宣传刊物印刷发行的增量需求。

图37：2013年-2019年，文化纸产能投放压力相对有限



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图38：参考2018年，2021年建党100周年有望带来增量需求



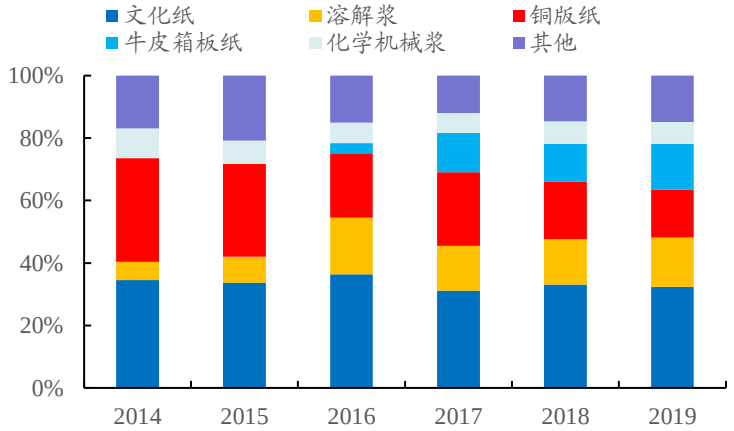
数据来源：Wind、开源证券研究所

太阳纸业：文化纸产能继续扩张，原材料优势逐步稳固

太阳纸业文化纸收入占比较高，2020Q1净利润较快增长。2019年，太阳纸业文化纸及铜版纸收入占比约48%，有望受益于文化纸价格的底部企稳修复。2020Q1公司归母净利润同比增长41%。在2019H1整体低基数下，公司2020H1业绩增长压力相对较小。

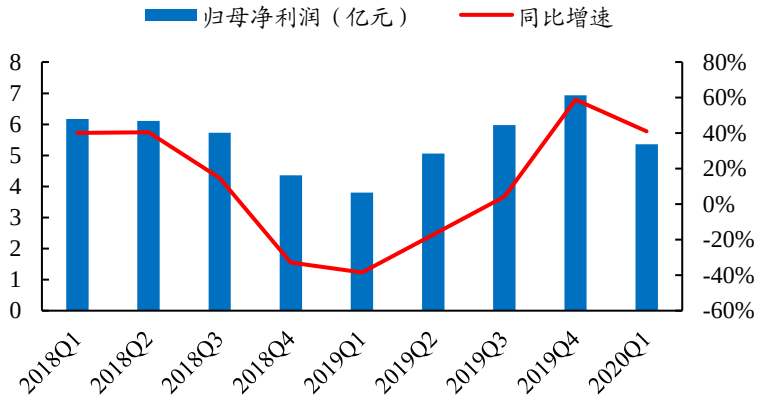
文化纸产能继续扩张，包装纸原材料优势逐步稳固。2020-2021年，太阳纸业文化纸产能将继续扩张（山东兖州45万吨文化纸/7吨特种文化纸，广西北海一期55万吨文化纸）。此外，半化学浆、本色针叶浆等项目以及老挝废纸浆项目陆续落地，公司箱板纸、瓦楞纸等包装纸的原材料价格进一步锁定。

图39：2019年太阳纸业文化纸及铜版纸收入占比约48%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：2020Q1太阳纸业归母净利润同比增长41.0%



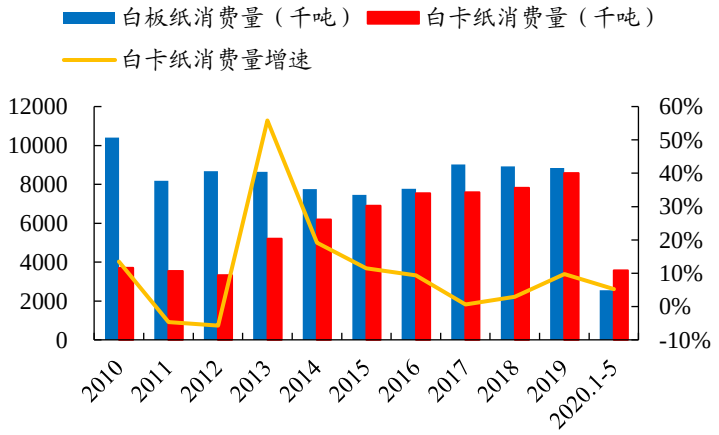
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2 白卡纸：需求稳步提升，行业竞争格局改善

消费升级叠加外废管控，白卡纸消费需求稳步提升。由于消费升级使商品外包装要求提升，以及外废管控升级使白板纸价格上升，白卡纸相对白板纸的替代需求不断增长。2020年1-5月，白卡纸的表观消费量（产量+进口-出口）已超过白板纸。

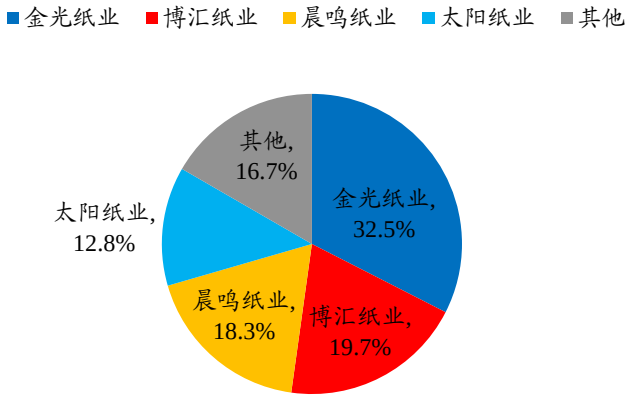
白卡纸行业集中度较高，APP收购博汇完成后，行业竞争格局有望进一步改善。2019年，白卡纸行业CR4接近83%（产能口径）。在APP收购博汇（合计市占率约53%）完成后，行业集中度将继续提升，有望进一步推动行业整合。受益标的：博汇纸业

图41：白卡纸消费量稳步提升



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图42：2019年白卡纸行业CR4接近83%（产能口径）



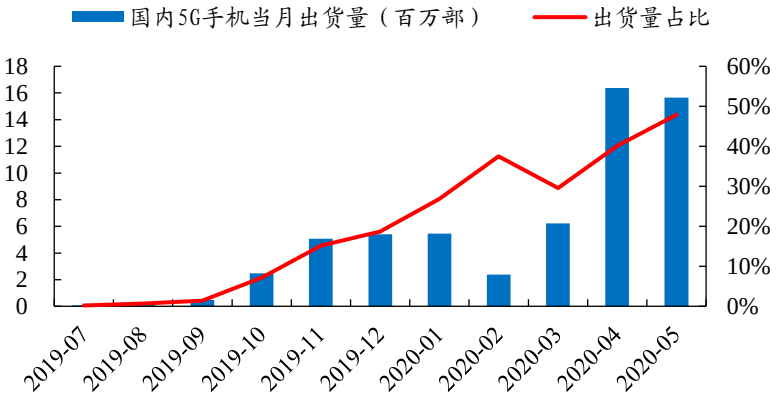
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

裕同科技：5G换机潮迹象逐渐显现，公司有望直接受益

5G手机出货量占比快速提升，5G换机需求逐步显现。2020年5月，国内5G手机出货量占比接近50%。在5G手机的带动下，智能手机产量当月同比增长8.4%，涨幅环比提升10.4pct，5G换机带来的增量需求正在逐步显现。

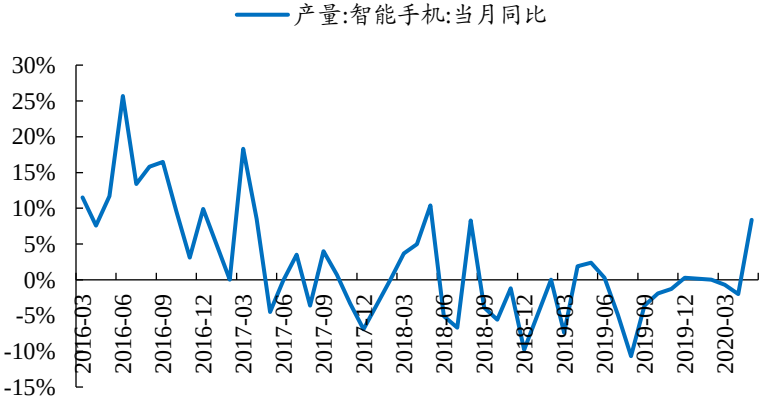
核心客户份额稳定，公司有望直接受益于5G换机潮。裕同科技的下游手机客户基本包括了市场主流竞争者，如国际大客户A、华为、小米、vivo、OPPO等。而且裕同科技近年在这些客户中的订单份额稳定，并在国内手机品牌中的份额仍有提升空间。因此，裕同科技相关5G换机带来的订单需求基本可以匹配甚至高于行业增速。

图43：2020年5月，国内5G手机出货量占比接近50%。



数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：2020年5月，智能手机产量当月同比增长8.4%



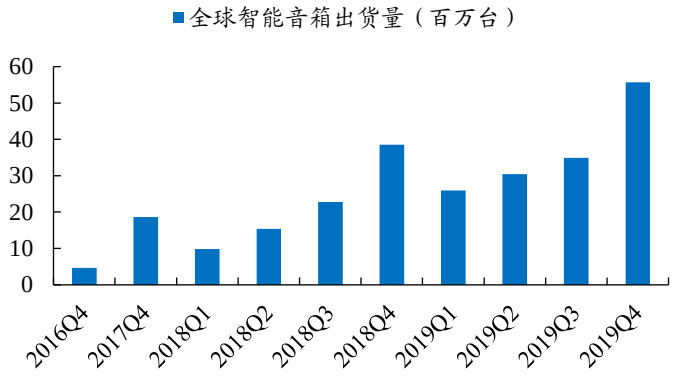
数据来源：Wind、开源证券研究所

裕同科技：下游智能家居+智能穿戴设备兴起，成为增长新动力

智能家居市场高速发展，公司成功切入优质客户供应链。以智能音箱为例，2019年出货量达1.47亿台，同比增长69.8%，并且行业集中度较高。2019Q4行业CR5达82%，其中亚马逊与谷歌合计占据一半市场。而2017-2018年，公司已成功切入谷歌、亚马逊、哈曼等优质客户供应链。公司下游客户在智能音箱市场份额合计已达60%以上。

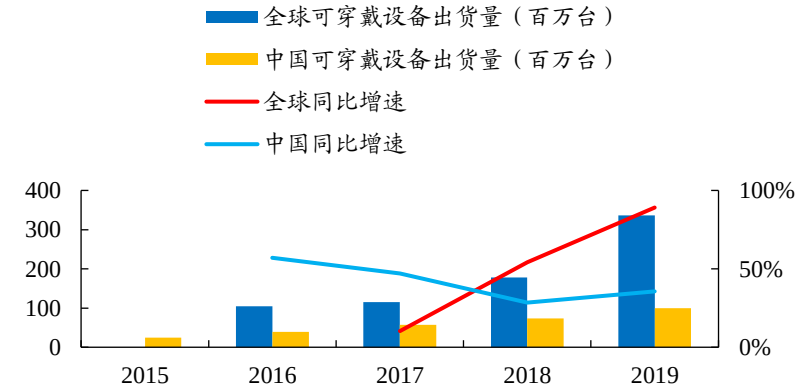
智能穿戴设备行业风潮已至，公司客户竞争力较强。根据IDC，全球智能穿戴设备2016-2019年呈加速增长态势，2019年总出货量达3.37亿台，同比增长89%。我国市场也保持高速增长，2015-2019年出货量CAGR达41.62%。其中公司主要客户A客户、华为、小米市场占有率均位居前列。全球市场中，A客户居首，市占率达32%；国内市场中，小米市占率居首，为25.1%。

图45：全球智能音箱出货量快速发展



数据来源：Strategy Analytics、开源证券研究所

图46：可穿戴设备快速兴起



数据来源：IDC、开源证券研究所

裕同科技：业务多元化拓展，有望带来业绩增量

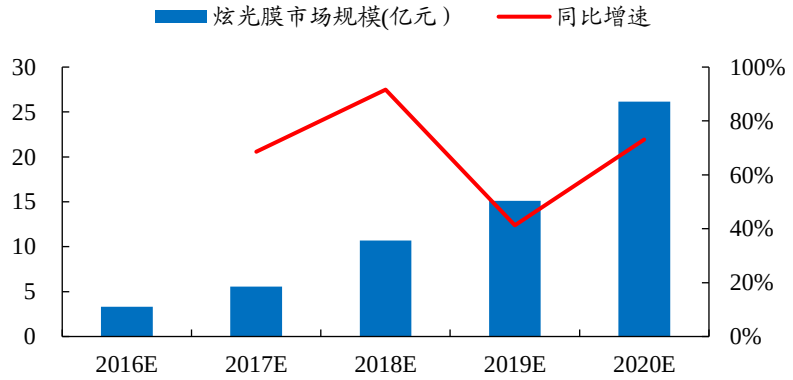
酒包业务：持续开拓中高端酒企，订单逐步放量（2020年新增客户茅台，订单有望逐步上量）
烟标业务：市场机制改变带来发展机遇（招投标机制更加市场化，公司切入市场机会提升）
日化及大健康：行业景气度高，高端包装需求量大（化妆品塑包有望扭亏为盈，行业需求空间大）
环保纸塑：政策扶持，原材料优势（海南项目政府扶持力度大，原材料提前布局）
云创业务：度过调整阵痛期，业务结构多元化（从支付宝单一大客户模式向个性化定制、广宣品、文创产品多样化发展）
炫光膜：手机后盖去金属化催生需求（根据我们估算，炫光膜市场规模有望达到25亿元）

图47：裕同科技多领域业务协同拓展



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图48：炫光膜市场规模有望达到25亿元



数据来源：Wind、Counterpoint、开源证券研究所

目 录

CONTENTS

1 行情回顾：2020H1轻工板块跑赢沪深300指数0.22pct

2 家居：竣工修复逻辑支撑，从精装确定性至零售复苏的路径演绎

3 造纸包装：关注文化纸底部修复、消费电子包装景气上行

4 轻工消费：生活用纸盈利维持高位、文具龙头长期逻辑不变

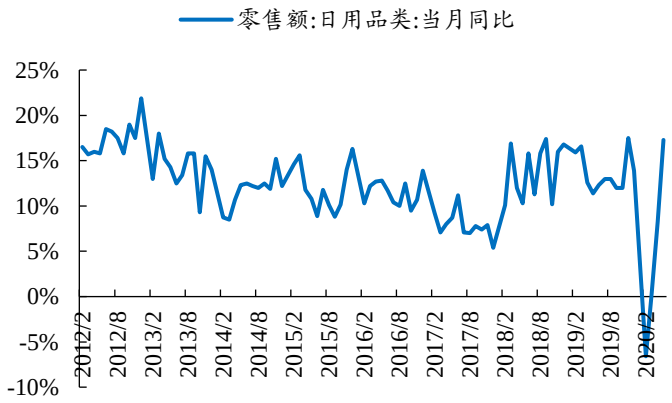
5 重点公司盈利预测

疫情影响下，生活用纸等日用品类体现需求韧性

2020年1-5月，日用品类零售额累计同比增长2.5%，其中5月当月同比增长17.3%。在疫情影响下，生活用纸等日用品类依然保持着较高景气度，体现了较强的需求韧性。

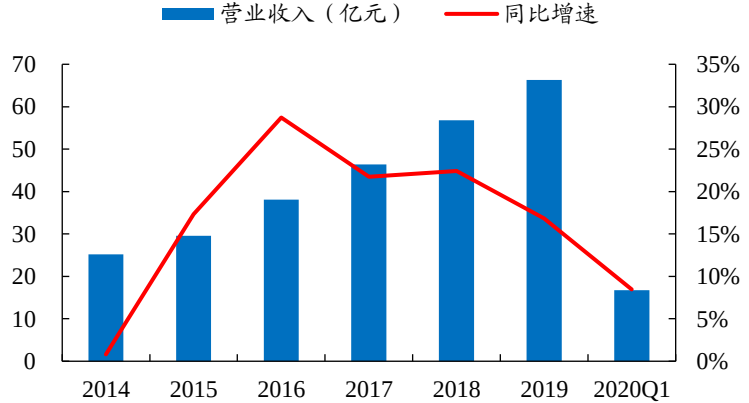
而中顺洁柔在线下消费受阻的情况下，2020Q1业绩依然保持着较快的增长。2020Q1，中顺洁柔营业收入16.71亿元，同比增长8.46%，归母净利润1.83亿元，同比增长48.67%。

图49：2020年5月，日用品类零售当月同比增长17.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图50：2020Q1中顺洁柔收入同比增长8.46%



数据来源：Wind、开源证券研究所

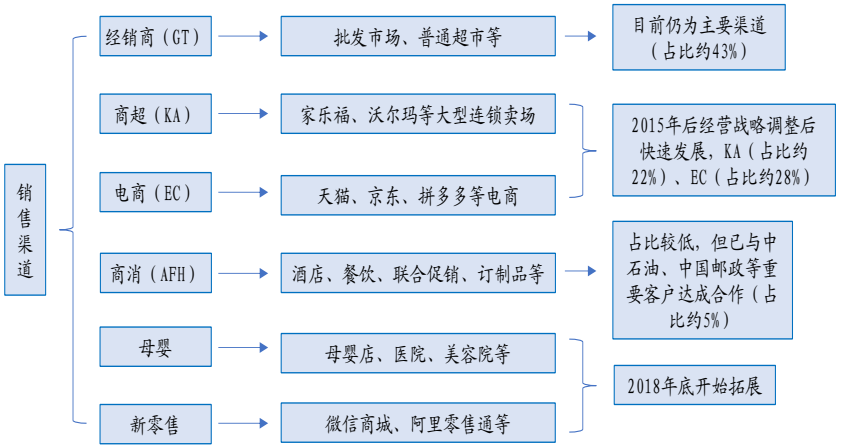
中顺洁柔：低价原材料库存充足，生活用纸需求景气，个护加速拓展

渠道红利仍存：线上渠道快速发展，母婴、新零售积极探索

线上渠道全面优化，2020年有望维持高增长。2019年，公司加大在阿里系、京东、拼多多等电商平台的投入，组建专业的电商运营团队，对供应链和日常经营进行全面优化。2020Q1，公司电商渠道增长预计超过45%，全年有望维持高增长。

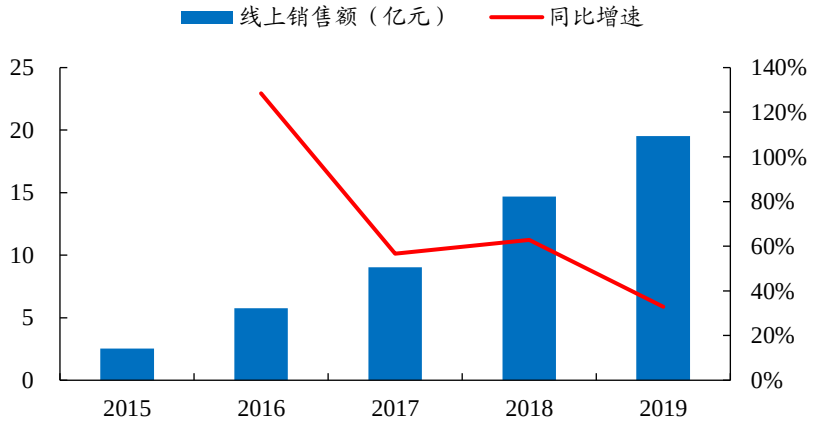
积极探索母婴、新零售渠道，与个护产品深度契合。母婴渠道与公司近年推出的棉柔巾及卫生巾等新品高度契合。新零售渠道建设在2019年及2020Q1也取得了显著成效。2020Q1，新零售渠道增长预计超过200%。

图51：中顺洁柔渠道拓展效果显著



资料来源：公司公告、开源证券研究所
（渠道占比为2019年估算数据）

图52：中顺洁柔线上销售额（Wind统计数据）



数据来源：Wind、开源证券研究所

中顺洁柔：低价原材料库存充足，生活用纸需求景气，个护加速拓展

品类加速拓展：个护新品接连推出

“朵蕾蜜”卫生巾定位中高端，有望进一步带动毛利率提升。中顺洁柔2019年6月推出“朵蕾蜜”卫生巾。朵蕾蜜与公司原有中高端定位一致，有望形成品类协同效应。卫生巾产品毛利较高，也将进一步带动公司毛利率提升。

2020H1继续推出“洁仕嘉”漱口水，个护品类拓展能力继续展现。2020年4月，中顺洁柔推出漱口水新品，并以新品牌“洁仕嘉”进行推广。虽然漱口水产品短期给公司带来的收入有限，但继2019年6月推出“朵蕾蜜”卫生巾后，中顺洁柔在个护领域继续快速拓展，展现了公司的个护新品开发能力和发展个护市场的决心。我们继续看好公司个护产品的远景布局。

图53：“朵蕾蜜”卫生巾定位中高端年轻女性



资料来源：公司公众号

图54：中顺洁柔推出“洁仕嘉”漱口水



资料来源：公司公众号

4.1 中顺洁柔：低价原材料库存充足，生活用纸需求景气，个护加速拓展

低价原材料库存充足，全年盈利有望维持高位

需求不振，库存高企，原材料木浆价格维持低位。2017-2018年，全球木浆产能大幅增加，叠加下游需求不振，2019年外盘木浆价格持续下行，国内港口库存走高。2020H1受疫情影响，下游纸品需求进一步受到抑制，国内港口库存维持高位，国内木浆价格持续走低。我们预计2020年全年木浆价格上行动力有限，且公司已针对价格风险储备了较为充足的低价原材料库存。

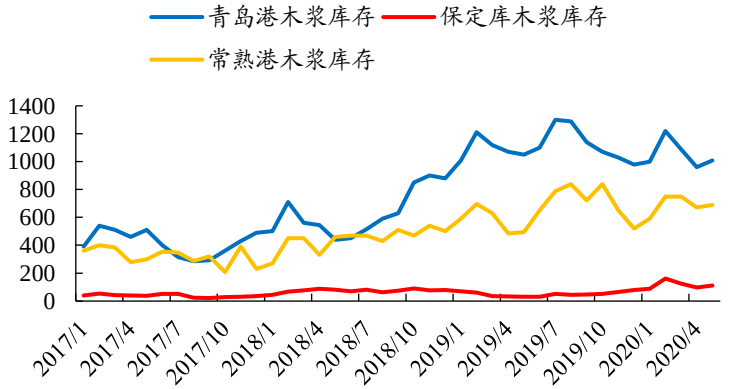
在需求端持续高景气度，供给端原材料价格低迷的情况下，我们预计中顺洁柔全年的盈利水平有望维持维持高位。在市场流动性较好，盈利水平下行的背景下，中顺洁柔等全年业绩确定增长的标的有望继续享受一定估值溢价。

图55：2020H1国内木浆价格维持低位



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图56：2020年5月，国内港口库存仍然在较高水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

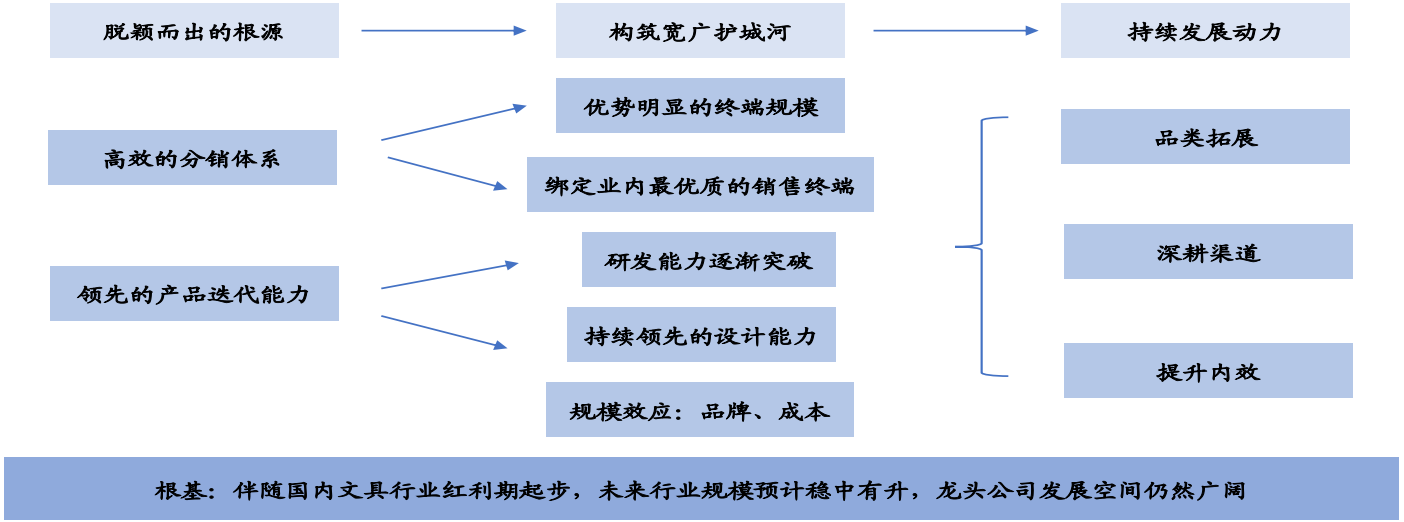
晨光文具：疫情影响短期需求，长期竞争壁垒深厚

传统渠道壁垒深厚，疫情影响不改长期价值

受疫情影响，复学进度有所放缓，预计将影响晨光文具线下传统渠道短期需求。

但我们认为，短期疫情影响不改公司长期投资价值。公司传统渠道终端规模优势明显，研发设计能力领先，品牌、成本规模效应突出，并在品类拓展、渠道深耕和提升内效上具有持续发展动力，建议长期关注。

图57：晨光文具的传统业务护城河宽广，仍具有持续发展动力



资料来源：公司公告、开源证券研究所

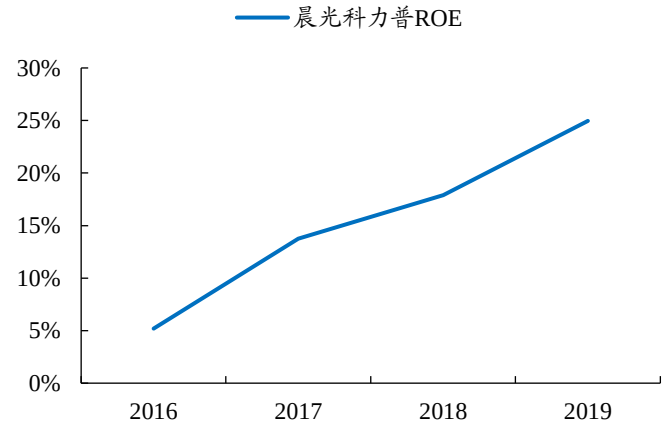
晨光文具：疫情影响短期需求，长期竞争壁垒深厚

晨光科力普ROE持续提升，九木杂物社拓展顺利

晨光科力普收入规模提升带动盈利端规模效应体现，ROE持续提升。并且相较竞争对手，晨光科力普的净利率仍有一定提升空间。**2020H1，由于复工进度整体快于复学，疫情物资弥补部分需求，晨光科力普业绩表现预计将优于零售端。**

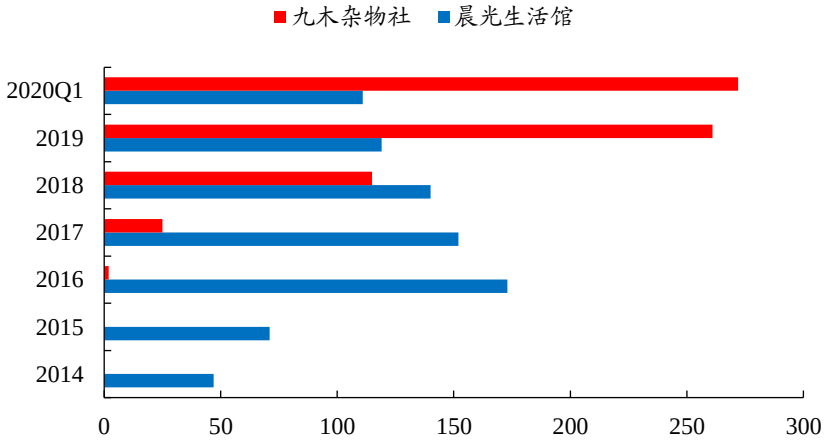
九木杂物社拓展顺利。受疫情影响前，九木杂物社整体发展趋势良好。疫情期间，购物中心的客流受到了较大影响，九木杂物社同店预计有所下滑。但九木杂物社开店较为顺利，全年开店预计将按原计划继续推进，新开店有望继续拉动收入增长。

图58：晨光科力普ROE持续提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图59：九木杂物社开店进展顺利（单位：个）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

目 录

CONTENTS

1 行情回顾：2020H1轻工板块跑赢沪深300指数0.22pct

2 家居：竣工修复逻辑支撑，从精装确定性至零售复苏的路径演绎

3 造纸包装：关注文化纸底部修复、消费电子包装景气上行

4 轻工消费：生活用纸盈利维持高位、文具龙头长期逻辑不变

5 重点公司盈利预测

重点公司盈利预测

表4：重点推荐公司盈利预测与估值

公司代码	公司名称	收盘价（元）	EPS			PE			评级
		2020/6/29	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
002572.SZ	索菲亚	22.73	1.28	1.41	1.6	17.76	16.12	14.21	买入
603833.SH	欧派家居	114.5	4.91	5.7	6.53	23.32	20.09	17.53	买入
002831.SZ	裕同科技	27.3	1.36	1.66	1.96	20.07	16.45	13.93	买入
002511.SZ	中顺洁柔	21.33	0.59	0.69	0.83	36.15	30.91	25.7	买入
603899.SH	晨光文具	52.53	1.29	1.61	2.01	40.72	32.63	26.13	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所

风险提示

1）疫情反复扰动，线下消费恢复不及预期。

2）地产竣工放缓，进而影响下游家居消费复苏。

3）行业价格战加剧，影响行业整体盈利水平。

4）文化纸下游需求恢复不及预期。

5）白卡纸行业整合进展不及预期。

分析师声明

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

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，由陕西开源证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金茂大厦C2座16层
邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感　　谢　　聆　　听

开源证券