

强于大市

轻工制造行业 2019 年报和 2020 一季报综述

关注需求回补确定性高的板块

轻工制造行业 19 年年报整体实现了营业收入 4,957 亿元，同比+2.4%，归属上市公司股东的净利润 221 亿元，同比+8.3%，其中文娱用品行业收入增速相对于 18 年有所提速，其余板块均有不同程度降速；20 年一季度行业实现营收 971.5 亿元，同比-15.8%，实现净利润 38.6 亿元，同比-35.5%，各板块营收均有下滑，其中造纸-10.5%，包装-12.9%，家具-24.3%，文娱用品-4.4%，表现最为稳健。建议关注复工后需求回补确定性高的家居和文具行业，需求稳健的生活用纸。

支撑评级的要点

- **造纸：疫情压制需求，成本维持低位。**造纸行业 2019Q1-2020Q1 收入分别-2.4%/-9.3%/+1.1%/+13.8%/-10.5%，Q4 由于纸价的回升，木浆系纸企收入同比明显增长，Q1 受疫情影响，除生活用纸外各纸种需求均有下滑，木浆系和废纸系销量均明显下降。5 月份开始逐步进入包装纸、文化纸的传统淡季，纸价出现了明显的下跌，但是由于疫情的影响使得 4 月旺季的教辅材印刷等需求并未释放，目前纸价的下跌仍然是疫情持续影响需求的结果，后续随着复工复学的进展，需求有望得以恢复。成本方面，全球疫情对于木浆的需求影响大于供给影响，浆价短期难有上升行情。如果国内经济恢复速度快于全球其他区域，纸价和浆价差异有望再次拉大。看好供需格局较好的白卡纸、需求稳健的生活用纸行业，以及具备海外原材料优势的头部纸企。
- **家居：疫情推延需求，后续季度有望回补。**家具行业 2019 年实现营收增速 9.9%，较 2018 年（YoY+16.1%）略有下滑，实现归母净利润增速 51.7%，较 2018 年（YoY-24.2%）提升明显，这与 2018 年部分公司计提大额商誉减值准备等致亏损有关。2020Q1 受新冠肺炎疫情影响，线下消费冻结、企业开工率不足，家具行业营收同比下降 24.4%，归母净利润同比下降 120.7%，行业整体亏损。定制家居营收增速 19 年呈现逐季改善趋势，20Q1 疫情暂停了这个趋势，而盈利能力 19 年保持稳健。软体家具受益于成本下行，盈利端表现相对稳健。今年住宅竣工面积当月增速已于 3 月由负转正至 1.2%，竣工回暖确定性较强，前期积累的市场需求有望集中于后续季度释放。
- **包装：需求短期承压，长期看行业整合。**印刷包装 19 年实现 6.1%的营收增长，净利润 8.7%的增长，20Q1 营业收入同比减少 12.9%，净利润同比减少 33.2%，Q1 明显受到了疫情的影响。剔除并购的影响，各子分类 Q1 营收均有所下滑，全球疫情的蔓延对于内需和出口都形成了一定压制。长远来看，需关注纸包装、金属包装行业的整合进展，以及疫情过去后国内外消费需求的恢复。
- **文娱用品：文具行业表现相对稳健。**文娱用品行业整体表现较好，19 年整体实现了 27.5%的增长，净利润 21.3%的增长；单季度来看，Q4 相对于 Q3 有所降速，实现 17.5%的增长，Q1 受疫情影响，收入减少 4.4%，文具行业增长较为稳健，钢琴、玩具、体育用品下滑比较明显。

重点推荐

- 随着复工复学的进展，竣工回升传导下，家居下半年需求回补确定性高，看好产业链齐全的定制家具龙头欧派家居，大宗业务占比较高的志邦家居，精装工程业务比重高的帝欧家居，软体赛道龙头顾家家居；可选消费文具行业复学后需求回升的确定性较高；必选消费看好产品和渠道不断延伸的生活用纸企业中顺洁柔；造纸行业关注低估机会，静待需求回暖。

评级面临的主要风险

- 疫情持续时间过长、废纸政策变动、房地产调控持续升级、家具市场竞争加剧。

相关研究报告

《定制家具企业 3.15 活动跟踪》20200312
《白卡纸行业深度报告》20200310
《轻工行业周报》20200301

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造

杨志威
(8621)20328510
zhiwei1.yang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300515060001

刘凯娜
(8621)20328510
kaina.liu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519050001

目录

轻工行业 19 年报及 20 一季报点评：疫情压制需求 5

造纸：疫情压制需求，成本维持低位 7

印刷包装：需求短期承压，长期看行业整合 12

家具：Q1 疫情推延消费，后续季度需求有望回补 14

文娱用品：文具行业表现相对稳健 20

图表目录

图表 1. 轻工各板块合计收入同比增速状况 5
图表 2. 轻工各板块合计净利润同比增速状况 5
图表 3. 轻工各板块整体毛利率变动状况 5
图表 4. 轻工各板块整体净利率变动状况 5
图表 5. 轻工各板块单季度营收同比增速变动状况 6
图表 6. 轻工各板块单季度净利润同比增速 6
图表 7. 轻工各板块单季度毛利率变动状况 6
图表 8. 轻工各板块单季度净利率变动情况 6
图表 9. 造纸行业收入和净利润变动情况 7
图表 10. 造纸毛利率净利率变动情况 7
图表 11. 单季度各纸种收入增速走势 7
图表 12. 单季度各纸种毛利率走势 7
图表 13. 双胶纸价格走势 8
图表 14. 铜版纸价格走势 8
图表 15. 白卡纸价格走势 8
图表 16. 白板纸价格走势 8
图表 17. 瓦楞纸价格走势 8
图表 18. 箱板纸价格走势 8
图表 19. 漂针浆价格走势 9
图表 20. 漂阔浆外盘价格走势 9
图表 21. 国废价格走势 9
图表 22. 美废价格走势 9
图表 23. 箱板纸行业平均吨毛利走势 9
图表 24. 双胶纸行业平均吨毛利走势 9
图表 25. 铜版纸行业平均吨毛利走势 10
图表 26. 白卡纸行业平均吨毛利走势 10
图表 27. 木浆港口库存天数 10
图表 28. 全球木浆生产商库存天数 10
图表 29.造纸行业 19 年和 20 年 Q1 经营状况 11
图表 30. 印刷包装各分类营收增长状况 12
图表 31. 印刷包装各分类净利润增长状况 12
图表 32. 印刷包装各分类毛利率变动状况 12
图表 33. 印刷包装各分类净利率变动状况 12

图表 34. 印刷包装各分类单季度营收增速变动状况 12
图表 35. 印刷包装各分类单季度毛利率变动状况 12
图表 36.包装印刷行业 19 年报和 20Q1 经营状况 13
图表 37. 家具行业营收和净利润增速变动情况 14
图表 38. 家具行业盈利能力变动情况 14
图表 39. 家具行业单季度营收和净利润增速变动情况 14
图表 40. 家具行业单季度盈利能力变动情况 14
图表 41. 地产竣工面积同比增速有所回升 15
图表 42. 地产销售面积同比企稳 15
图表 43. 家具各分类营收增长状况 15
图表 44. 家具各分类归母净利润增长状况 15
图表 45. 家具各分类单季度营收增长状况 15
图表 46. 家具各分类单季度归母净利润增长状况 15
图表 47.家具各分类毛利率状况 16
图表 48. 家具各分类归母净利率状况 16
图表 49.家具各分类单季度毛利率状况 16
图表 50. 家具各分类单季度归母净利率状况 16
图表 51.定制家具单季度营收同比增速变化 17
图表 52. 定制家具单季度归母净利润同比增速变化 17
图表 53.橱柜毛利率变化 17
图表 54. 衣柜毛利率变化 17
图表 55.橱柜店面数变化 18
图表 56. 衣柜店面数变化 18
图表 57.橱柜单店提货额对比 18
图表 58. 衣柜单店提货额对比 18
图表 59.家具行业 2019 年和 2020Q1 经营状况 19
图表 60. 文娱用品行业营收增长状况 20
图表 61. 文娱用品行业净利润增长状况 20
图表 62. 文娱用品行业单季度营收增长状况 20
图表 63. 文娱用品行业单季度毛利率状况 20
图表 64.文娱用品行业 19 年报和 20Q1 经营状况 20
附录图表 65. 报告中提及上市公司估值表 21

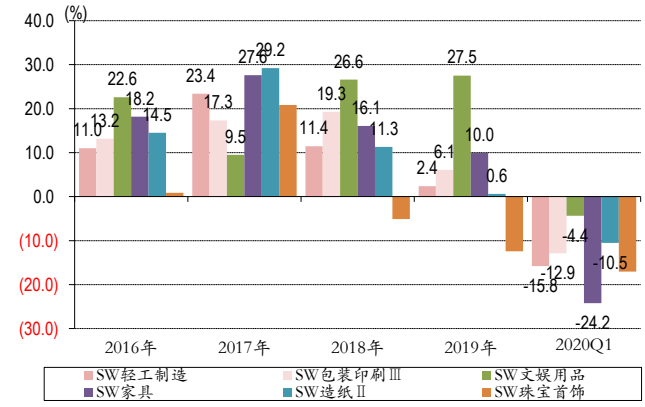
轻工行业 19 年报及 20 一季报点评：疫情压制需求

轻工制造行业 19 年年报整体实现了营业收入 4,957 亿元，同比增加 2.4%，归属上市公司股东的净利润 221 亿元，同比增加 8.3%。分行业来看，文娱用品行业收入相对稳健，达到 27.5%，相对于 18 年 26.6%有所提速，其余板块均有不同程度降速，家具收入增长 10.0%，包装印刷增长 6.1%，其余板块微增长或者负增长。利润方面，行业整体恢复增长，其中家具整体同比增长 49.7%，文娱用品同比增速 21.3%，增长仍然稳健，造纸行业景气度低，盈利较 18 年下滑 29.3%。

Q4 来看，轻工行业整体营收同比增长 12.4%，相比于 Q3（4.9%）明显提速，造纸和包装印刷由于价格差异，收入增速明显回升，家具整体收入增长 10.9%，较 Q2 的 8.4%、Q3 的 8.3%有所回升，文娱用品 Q2 同比收入增长 17.5%。盈利方面，由于 18 年底商誉减值计提较多导致基数较低，19Q4 行业整体盈利同比大幅增长 98%，其中家具行业回升最明显。

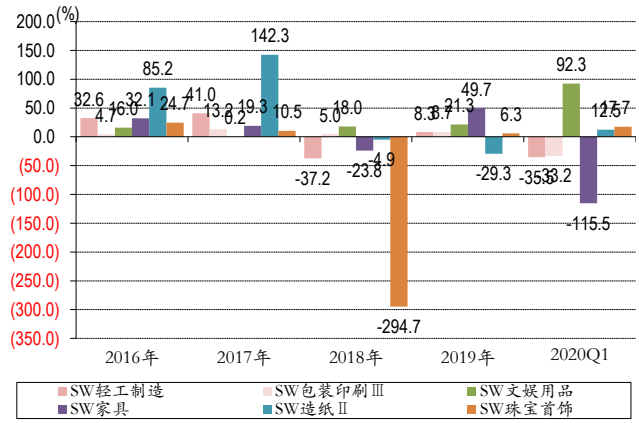
20 年 Q1 受疫情影响，行业整体营收下滑 15.8%，各个板块均有下滑，其中造纸下滑 10.5%，包装下滑 12.9%，家具下滑 24.3%，文娱用品下滑 4.4%，表现最为稳健。盈利上看，行业整体下滑 35.5%，其中造纸由于成本下降，净利润同比增长 12.5%，文娱用品由于个别公司转型，净利润同比大幅增长 92.3%，家具板块由于线下流量锐减，净利润同比下降 115.5%，出现整体亏损，包装印刷需求下滑，盈利也下滑 33.2%。

图表1. 轻工各板块合计收入同比增速状况



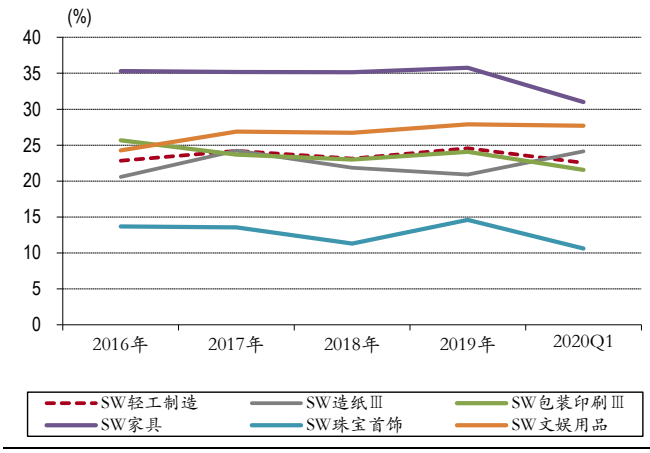
资料来源：万得，中银证券

图表2. 轻工各板块合计净利润同比增速状况



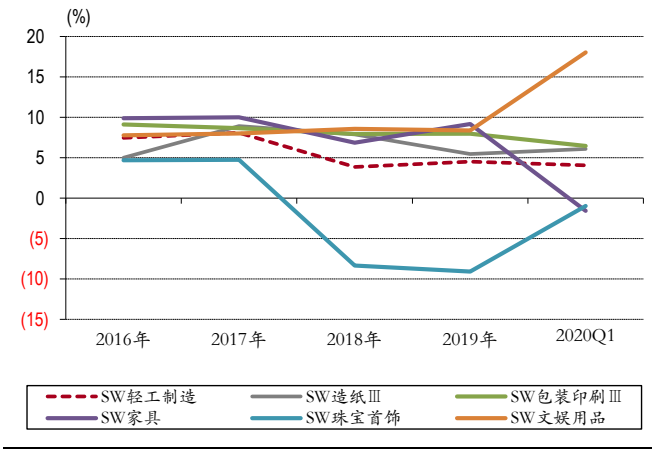
资料来源：万得，中银证券

图表3. 轻工各板块整体毛利率变动状况



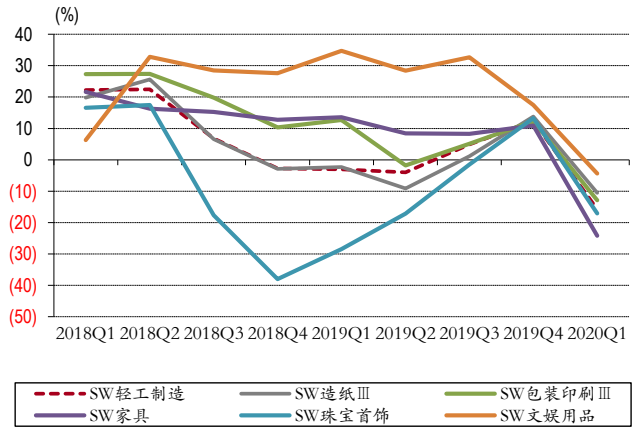
资料来源：万得，中银证券

图表4. 轻工各板块整体净利率变动状况



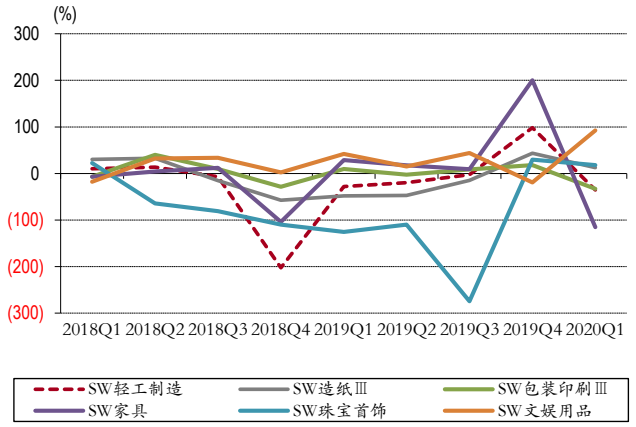
资料来源：万得，中银证券

图表5. 轻工各板块单季度营收同比增速变动状况



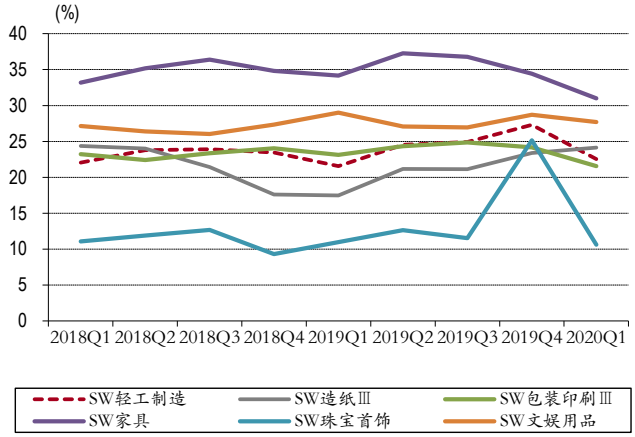
资料来源：万得，中银证券

图表6. 轻工各板块单季度净利润同比增速



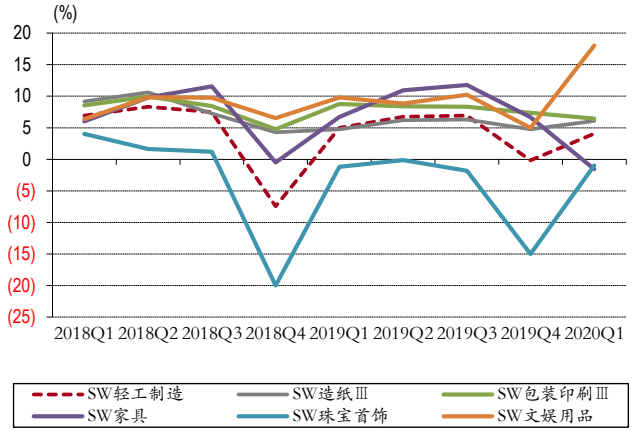
资料来源：万得，中银证券

图表7. 轻工各板块单季度毛利率变动状况



资料来源：万得，中银证券

图表8. 轻工各板块单季度净利率变动情况



资料来源：万得，中银证券

造纸：疫情压制需求，成本维持低位

造纸行业 2019Q1-2020Q1 收入分别-2.4%/-9.3%/+1.1%/+13.8%/-10.5%，Q4 由于纸价的回升，木浆系纸企收入同比明显增长，Q1 受疫情影响，除生活用纸外各纸种需求均有下滑，木浆系和废纸系销量均明显下降，但纸价走势略有不同，我们计算双胶纸和铜版纸 Q1 价格分别同比增长 11.5%、11.6%，箱板瓦楞纸同比下降 3%-5%，因此文化纸 Q1 营收相对坚挺，箱板瓦楞纸企业 Q1 营收下滑明显，生活用纸企业 Q1 收益于清洁卫生需求的增加，以及疫情初期的囤货需求，营收保持正增长。

盈利能力来看，木浆系、烟草用纸、特种纸的毛利率 2019Q1-Q4 逐步提高，这主要受益于纸价的稳步抬升，以及木浆成本的不断下行。Q1 受疫情影响，销量有所下行，产能利用率下降，木浆系纸种毛利率有所下降。5 月份开始逐步进入包装纸、文化纸的传统淡季，纸价出现了明显的下跌，但是由于疫情的影响使得 4 月旺季的教辅材印刷等需求并未释放，目前纸价的下跌仍然是疫情持续影响需求的结果，后续随着复工复学的进展，需求有望得以恢复。

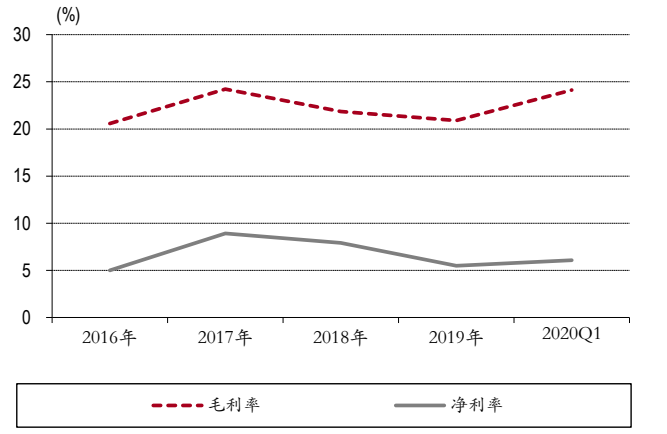
成本方面，全球疫情对于木浆的需求影响大于供给影响，浆价短期难有上升行情。如果国内经济恢复速度快于全球其他区域，纸价和浆价差异有望再次拉大。此外，下半年进口废纸额度进一步收紧，率先解决海外原材料资源的公司将能受益。看好供需格局较好的白卡纸、需求稳健的生活用纸行业，以及具备海外原材料优势的头部纸企。

图表9. 造纸行业收入和净利润变动情况



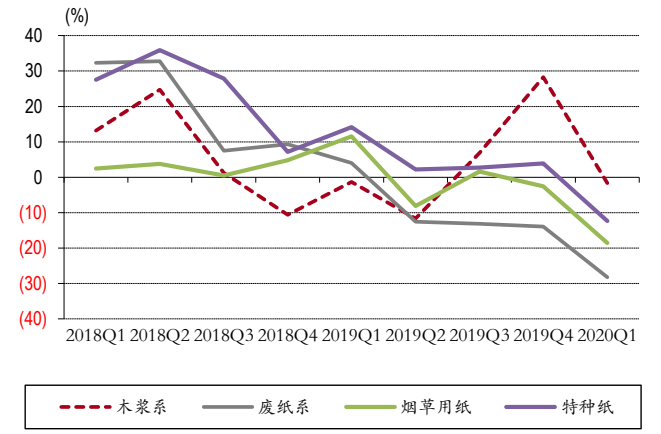
资料来源：万得，中银证券

图表10. 造纸毛利率净利率变动情况



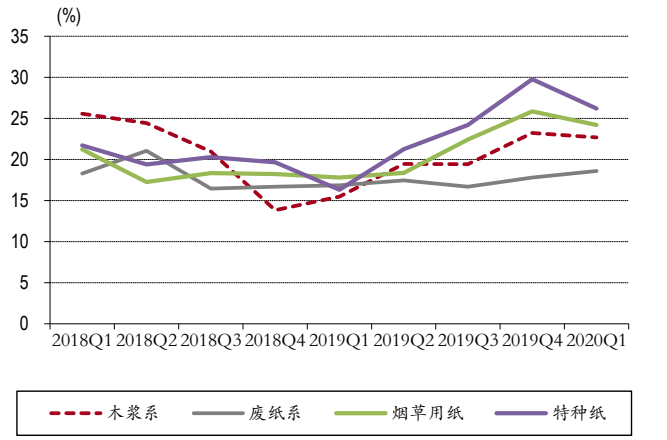
资料来源：万得，中银证券

图表11. 单季度各纸种收入增速走势



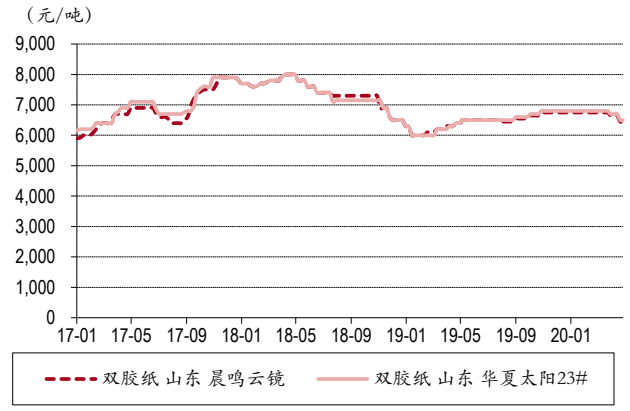
资料来源：万得，中银证券

图表12. 单季度各纸种毛利率走势



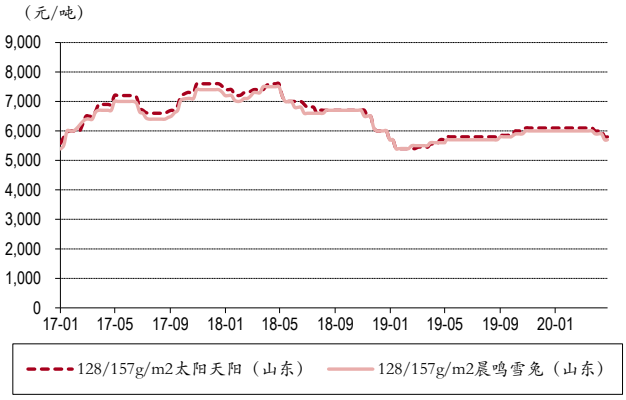
资料来源：万得，中银证券

图表13. 双胶纸价格走势



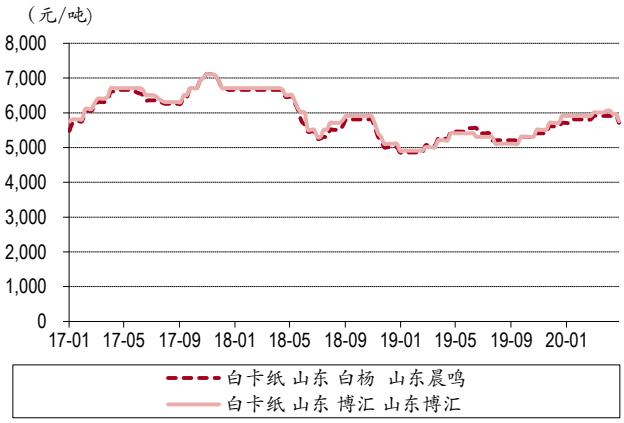
资料来源：万得，中银证券

图表14. 铜版纸价格走势



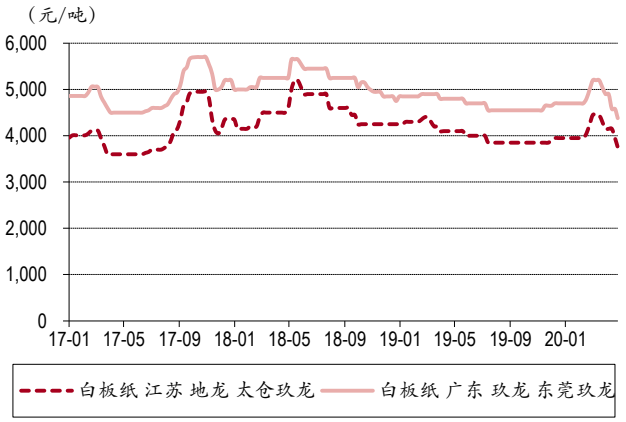
资料来源：万得，中银证券

图表15. 白卡纸价格走势



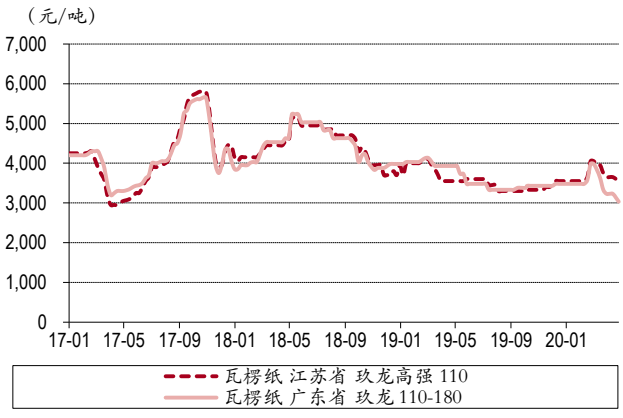
资料来源：万得，中银证券

图表16. 白板纸价格走势



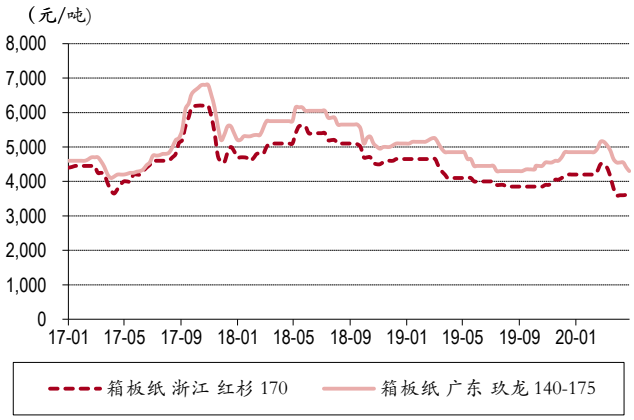
资料来源：万得，中银证券

图表17. 瓦楞纸价格走势



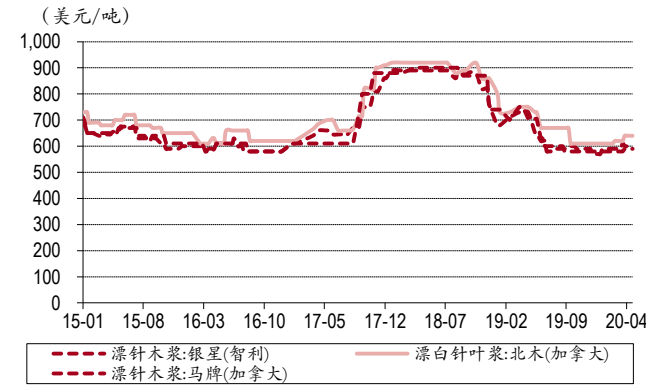
资料来源：万得，中银证券

图表18. 箱板纸价格走势



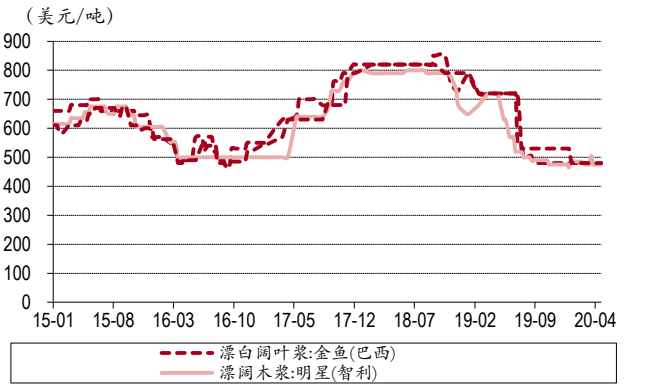
资料来源：万得，中银证券

图表19. 漂针浆价格走势



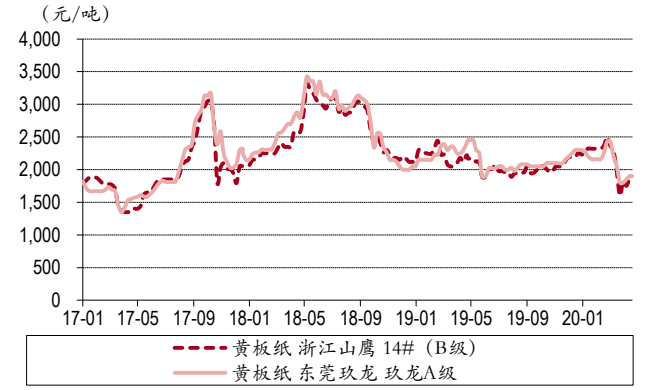
资料来源：万得，中银证券

图表20. 漂阔浆外盘价格走势



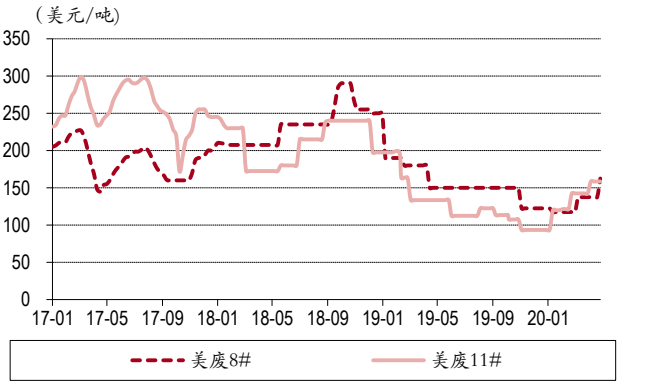
资料来源：万得，中银证券

图表21. 国废价格走势



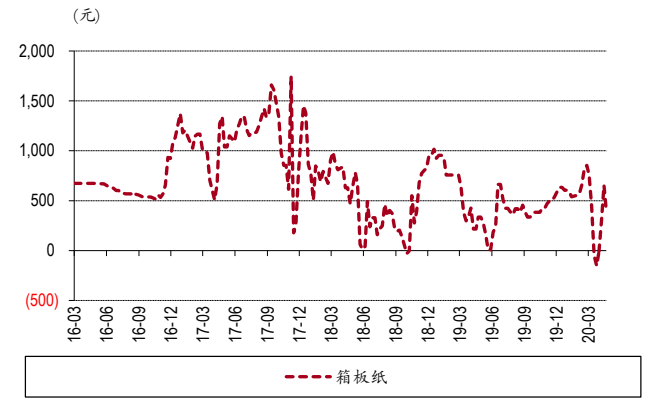
资料来源：万得，中银证券

图表22. 美废价格走势



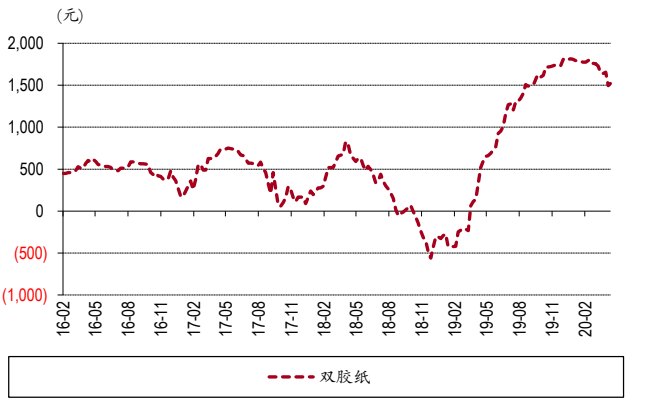
资料来源：万得，中银证券

图表23. 箱板纸行业平均吨毛利走势



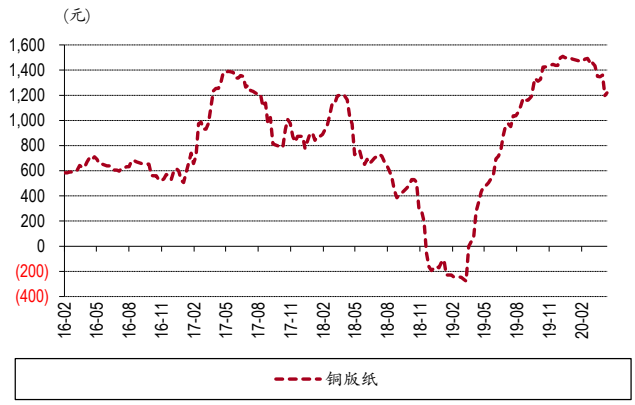
资料来源：万得，中银证券

图表24. 双胶纸行业平均吨毛利走势



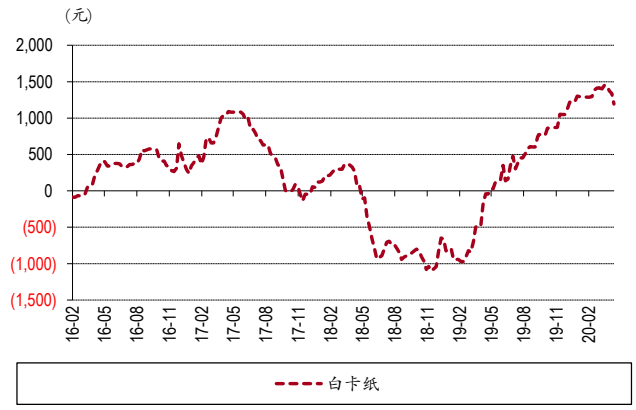
资料来源：万得，中银证券

图表25. 铜版纸行业平均吨毛利走势



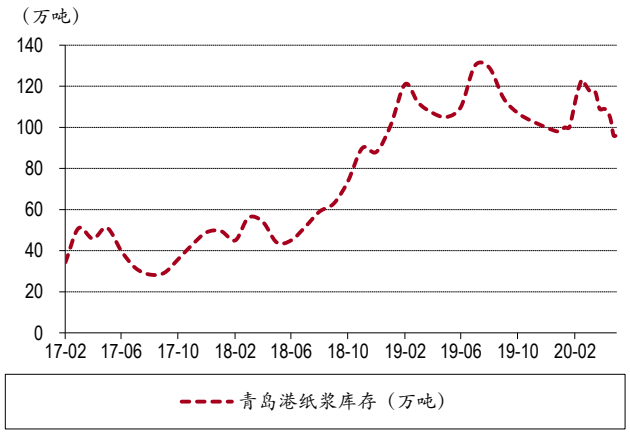
资料来源：万得，中银证券

图表26. 白卡纸行业平均吨毛利走势



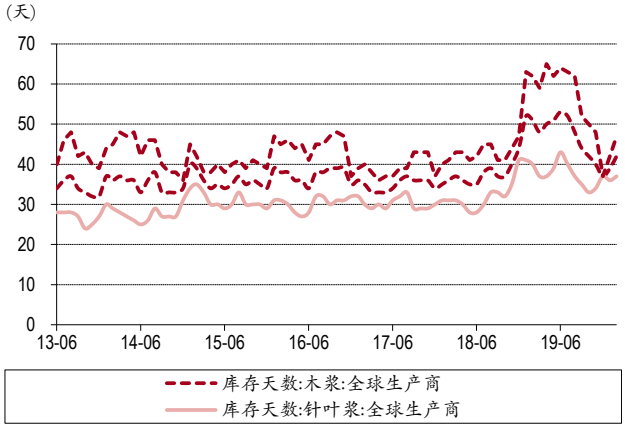
资料来源：万得，中银证券

图表27. 木浆港口库存天数



资料来源：卓创资讯及中银证券

图表28. 全球木浆生产商库存天数



资料来源：pppc 及中银证券

图表29.造纸行业19年和20年Q1经营状况

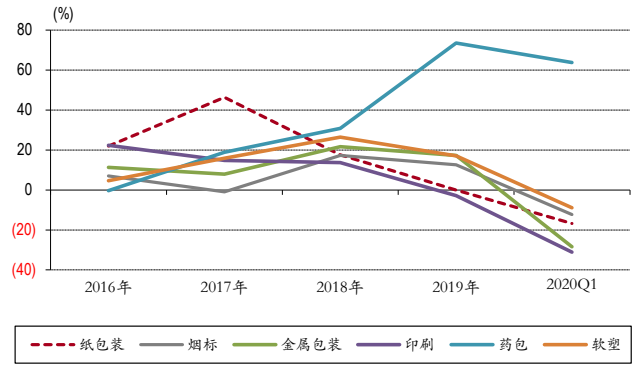
证券代码	证券简称	总市值(亿元)	营收YOY(19年)	归母净利润YOY(19（年)	营收同比(20Q1)	归母净利润同比(20Q1)	销售毛利率（19年）	销售毛利率（20年Q1）
002511.SZ	中顺洁柔	242.5	16.8	48.4	8.5	48.7	39.6	45.1
002078.SZ	太阳纸业	216.7	4.6	(2.7)	1.9	41.0	22.5	24.6
600567.SH	山鹰纸业	138.3	(4.6)	(57.5)	(26.5)	(49.7)	19.1	23.1
000488.SZ	晨鸣纸业	116.0	5.3	(34.0)	(1.2)	430.5	28.4	28.2
600966.SH	博汇纸业	101.7	16.8	(47.7)	20.1	51.4	14.6	21.7
603733.SH	仙鹤股份	94.4	11.5	50.4	(10.8)	193.2	18.7	23.5
600963.SH	岳阳林纸	70.3	1.3	(14.4)	(10.2)	368.9	18.9	21.9
600308.SH	华泰股份	52.3	(8.3)	(5.4)	(18.7)	52.6	14.1	17.1
002235.SZ	安妮股份	49.8	(39.5)	(68.1)	(26.8)	(104.1)	32.0	21.0
000815.SZ	美利云	48.7	(0.5)	15.1	(2.4)	316.9	13.3	18.8
600103.SH	青山纸业	44.3	(6.7)	(17.6)	(42.2)	(132.3)	17.8	18.5
600433.SH	冠豪高新	40.2	1.7	56.0	(23.5)	48.2	25.4	21.7
002067.SZ	景兴纸业	33.9	(11.6)	(43.7)	(33.5)	(41.8)	11.0	13.3
603165.SH	荣晟环保	30.3	(19.8)	19.8	(18.6)	(24.7)	16.6	16.7
002012.SZ	凯恩股份	28.9	2.1	87.0	(2.9)	734.9	25.4	33.3
002521.SZ	齐峰新材	27.5	(11.7)	127.4	(33.5)	586.4	14.1	13.1
603863.SH	松炀资源	26.4	(3.0)	(6.1)	(34.4)	(37.1)	22.1	21.3
600793.SH	宜宾纸业	20.4	23.9	(92.9)	(19.3)	(184.5)	10.9	14.1
600069.SH	*ST银鸽	19.3	(28.8)	(620.0)	(64.7)	(40.9)	2.4	6.3
600356.SH	恒丰纸业	19.2	9.0	33.9	(19.6)	(35.7)	25.6	28.0
600235.SH	民丰特纸	16.8	(7.8)	27.7	(17.7)	346.8	16.6	20.4

资料来源：万得，中银证券

印刷包装：需求短期承压，长期看行业整合

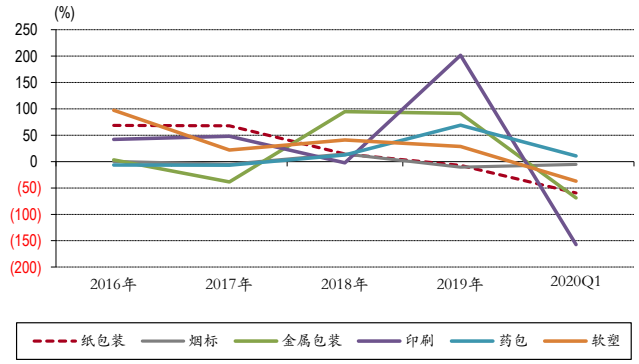
印刷包装 19 年实现 6.1%的营收增长，净利润 8.7%的增长，20Q1 营业收入同比减少 12.9%，净利润同比减少 33.2%，Q1 明显受到了疫情的影响。剔除并购的影响，各子分类 Q1 营收均有所下滑，全球疫情的蔓延对于内需和出口都形成了一定压制。盈利能力来看，烟标行业平均毛利率 Q1 仍然维持在 40%左右，纸包装、金属包装毛利率有所下滑。长远来看，需关注纸包装、金属包装行业的整合进展，以及疫情过去后国内外消费需求的恢复。

图表30. 印刷包装各分类营收增长状况



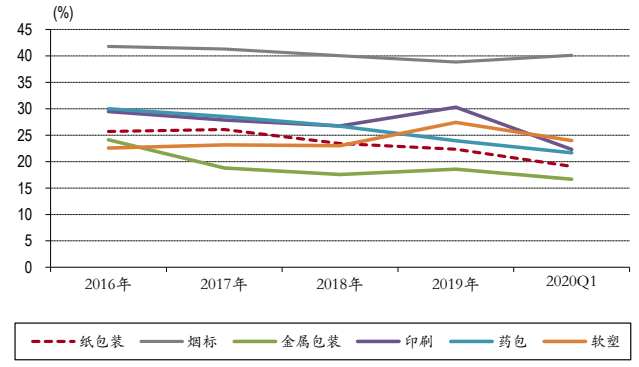
资料来源：万得，中银证券

图表31. 印刷包装各分类净利润增长状况



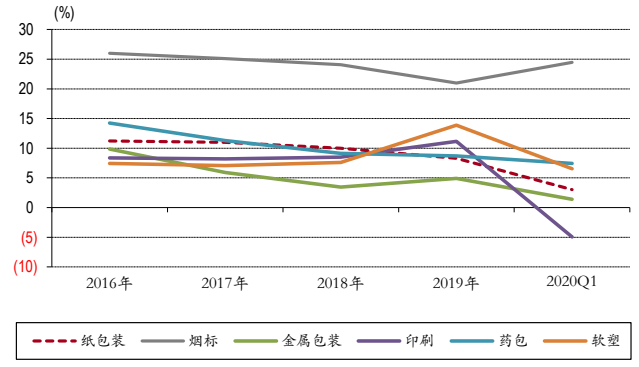
资料来源：万得，中银证券

图表32. 印刷包装各分类毛利率变动状况



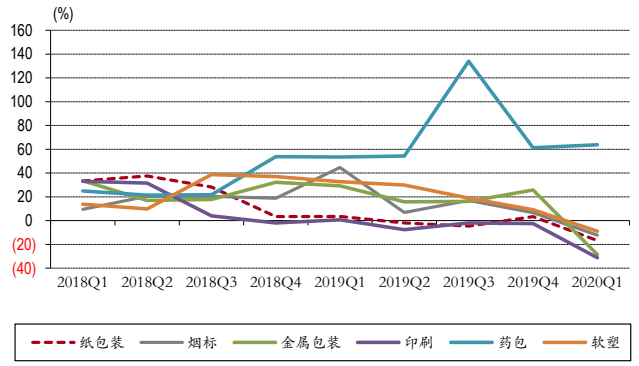
资料来源：万得，中银证券

图表33. 印刷包装各分类净利率变动状况



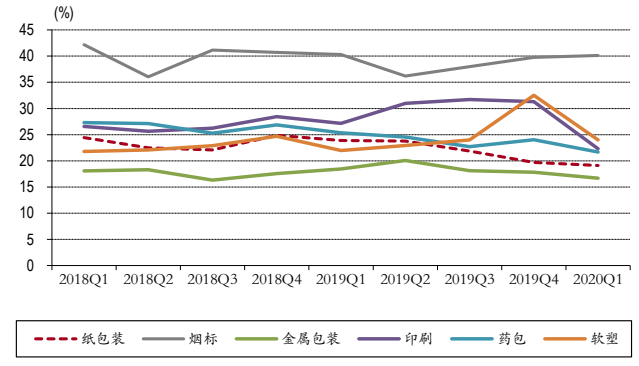
资料来源：万得，中银证券

图表34. 印刷包装各分类单季度营收增速变动状况



资料来源：万得，中银证券

图表35. 印刷包装各分类单季度毛利率变动状况



资料来源：万得，中银证券

图表36.包装印刷行业 19 年报和 20Q1 经营状况

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	营收 YOY(19 年)	归母净利润 YOY(19 年)	营收同比(20Q1)	归母净利润同比(20Q1)
002831.SZ	裕同科技	210.9	14.8	10.5	2.1	(7.9)
002243.SZ	通产丽星	150.2	(5.7)	55.6	(22.4)	(68.8)
002191.SZ	劲嘉股份	130.2	18.2	20.9	(10.1)	(17.1)
603429.SH	集友股份	107.9	46.5	74.8	(45.3)	(90.0)
002701.SZ	奥瑞金	95.4	14.6	203.1	(8.7)	(81.4)
601515.SH	东风股份	81.5	(4.7)	(44.9)	(2.8)	(16.1)
002969.SZ	嘉美包装	72.5	(11.4)	(0.7)	(49.6)	(174.3)
002303.SZ	美盈森	72.1	4.4	33.4	(24.3)	(45.8)
002803.SZ	吉宏股份	68.3	32.6	53.1	(3.3)	1.7
600210.SH	紫江企业	66.9	2.2	14.2	(17.8)	(27.8)
002585.SZ	双星新材	61.2	15.9	(46.0)	0.4	100.3
002522.SZ	浙江众成	60.4	18.8	78.6	(9.3)	63.2
002117.SZ	东港股份	59.9	(3.2)	3.9	(38.5)	(47.3)
002951.SZ	金时科技	57.1	(10.5)	(7.7)	(16.6)	(12.8)
603687.SH	大胜达	52.9	(1.5)	(25.3)	(12.5)	(74.3)
002014.SZ	永新股份	46.4	11.5	19.4	(6.6)	(3.3)
002565.SZ	顺灏股份	45.2	(15.6)	(295.7)	(51.4)	(120.1)
002752.SZ	昇兴股份	44.4	21.5	25.3	(19.6)	(48.0)
002228.SZ	合兴包装	40.9	(8.8)	14.5	(32.9)	(46.2)
601968.SH	宝钢包装	38.5	15.9	204.4	(30.6)	(32.7)
603022.SH	新通联	37.4	2.9	(5.0)	(11.2)	(61.7)
600076.SH	康欣新材	37.3	(12.1)	(15.6)	(68.8)	(118.5)
002229.SZ	鸿博股份	35.8	(11.2)	586.5	(45.5)	(100.7)
600836.SH	*ST 界龙	34.5	(19.7)	(685.2)	413.6	1608.2
300057.SZ	万顺新材	32.8	6.8	10.3	(6.9)	(124.7)
002846.SZ	英联股份	32.7	42.9	89.3	(27.3)	(29.8)
603058.SH	永吉股份	30.2	8.9	26.6	18.3	81.7
002735.SZ	王子新材	26.9	45.4	10.6	2.4	(38.7)
000659.SZ	珠海中富	26.4	(3.7)	(19.3)	(31.4)	(75.8)
603607.SH	京华激光	25.2	20.8	9.7	(14.1)	(6.7)
002799.SZ	环球印务	25.1	124.7	136.8	132.4	39.5
000812.SZ	陕西金叶	22.5	(6.5)	14.4	(18.3)	(7.5)
002787.SZ	华源控股	21.8	20.4	26.0	(34.7)	(46.1)
002599.SZ	盛通股份	21.7	5.9	13.8	(9.4)	(324.1)
603499.SH	翔港科技	21.6	(9.0)	(69.2)	(16.1)	(124.1)
300501.SZ	海顺新材	17.9	22.4	1.2	(4.9)	(17.7)
000695.SZ	滨海能源	15.7	(44.6)	(63.5)	(57.2)	(698.1)
002836.SZ	新宏泽	15.5	51.0	(46.9)	(50.1)	(62.4)

资料来源：万得，中银证券

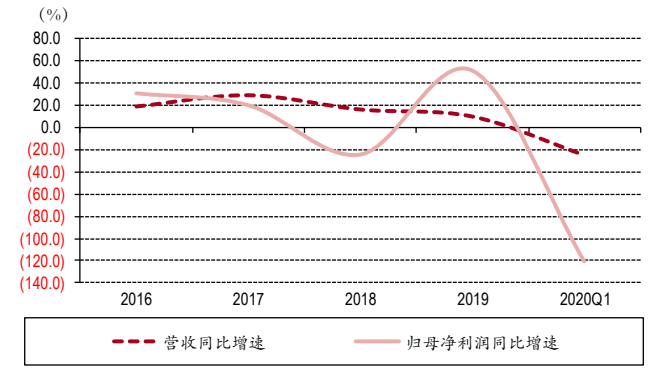
家具：Q1 疫情推延消费，后续季度需求有望回补

家具行业 2019 年实现营收增速 9.9%，较 2018 年（YoY+16.1%）略有下滑，实现归母净利润增速 51.7%，较 2018 年（YoY-24.2%）提升明显，毛利率同比提升 1.4%，净利率同比提升 5.9%，这与 2018 年部分公司计提大额商誉减值准备等致亏损有关。

2020Q1 受新冠肺炎疫情影响，出行受限，消费受阻，企业复工延迟，开工率不足，成本费用摊销下，盈利水平下滑，最终家具行业营收同比下降 24.4%，归母净利润同比下降 120.7%，行业整体亏损，毛利率同比下降 3.3%，净利率同比下降 11.8%。

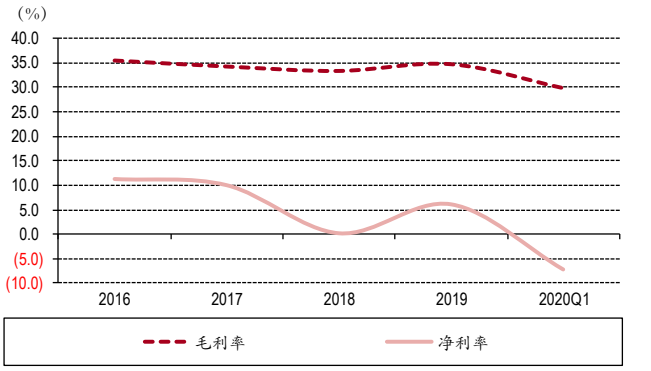
但家具通常为刚需，消费需求会被推延但不会消失，待疫情好转，前期积累的市场需求有望集中释放，Q2 或 Q3 业绩将有所好转。另外，今年住宅竣工面积当月增速已于 3 月由负转正至 1.2%，竣工回暖确定性较强，家具全年有望持续受益。

图表37. 家具行业营收和净利润增速变动情况



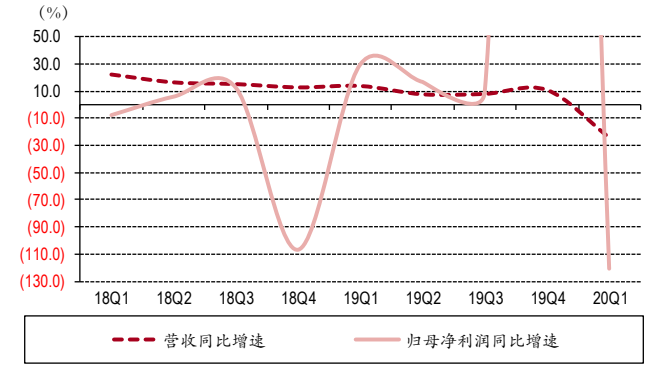
资料来源：万得，中银证券

图表38. 家具行业盈利能力变动情况



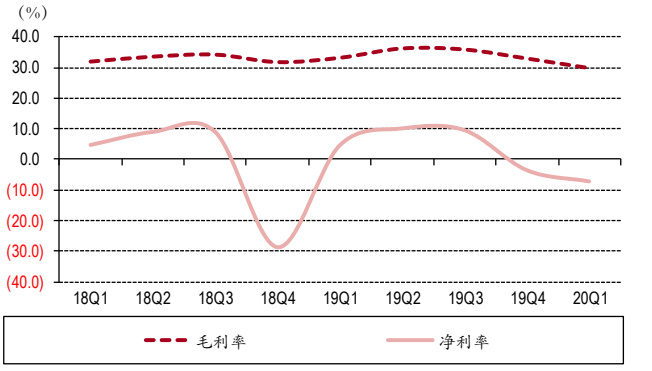
资料来源：万得，中银证券

图表39. 家具行业单季度营收和净利润增速变动情况



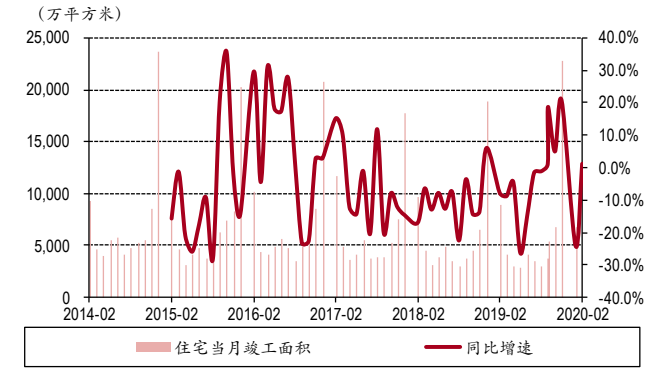
资料来源：万得，中银证券

图表40. 家具行业单季度盈利能力变动情况



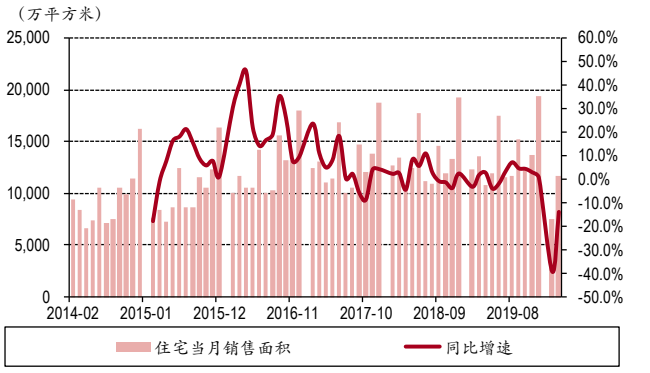
资料来源：万得，中银证券

图表41. 地产竣工面积同比增速有所回升



资料来源：万得，中银证券

图表42. 地产销售面积同比企稳

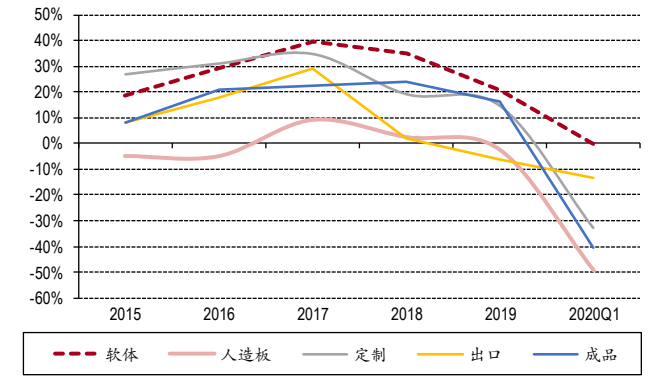


资料来源：万得，中银证券

分品类看，受中美贸易摩擦、地产紧缩影响，2019 年各品类营收增速呈同比下降趋势，但单季度来看，19Q4 软体、定制、出口增速环比改善，其中定制家居营收增速 19 年呈现逐季改善趋势，20Q1 暂停了这个趋势；归母净利润方面，因 TDI、MDI 等原材料价格大幅下降，2019 年软体板块有明显提升，受曲美外延并表影响，成品板块呈上升趋势。

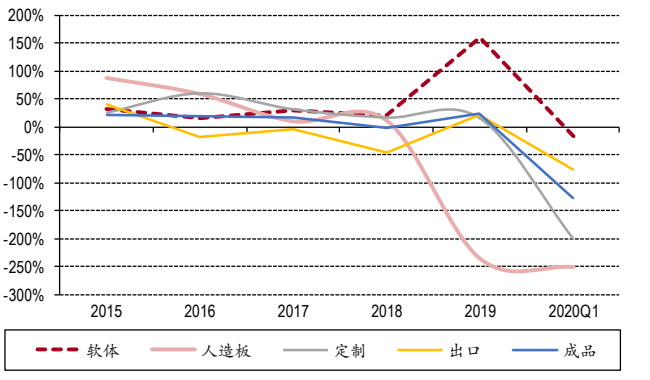
2020Q1 受疫情影响，各子板块营收均出现下滑，其中定制、成品家居平均下滑幅度超过 30%，软体受并购影响，下滑幅度较小。

图表43. 家具各分类营收增长状况



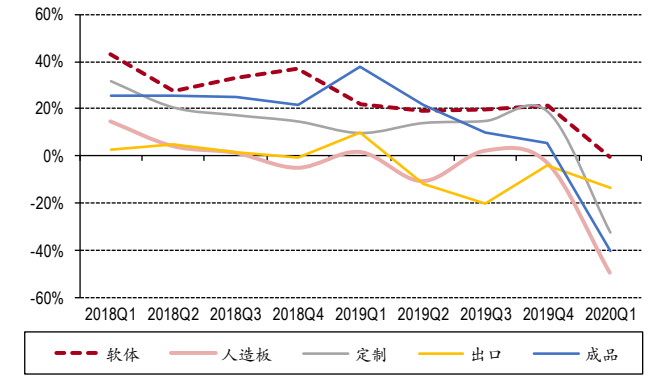
资料来源：万得，中银证券

图表44. 家具各分类归母净利润增长状况



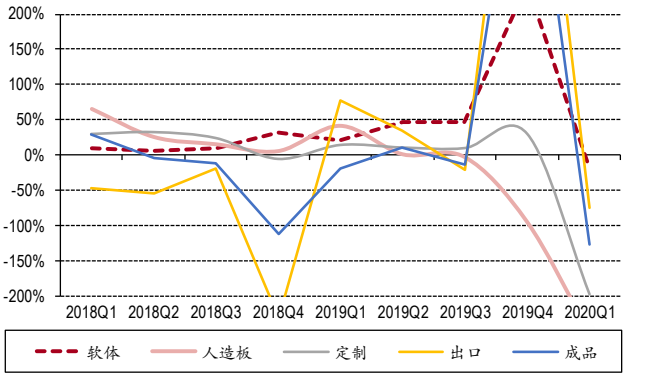
资料来源：万得，中银证券（注：已剔除部分资产重组等导致的异常数据）

图表45. 家具各分类单季度营收增长状况



资料来源：万得，中银证券

图表46. 家具各分类单季度归母净利润增长状况

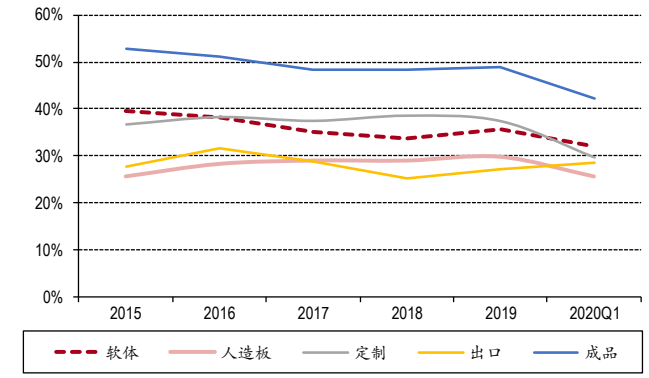


资料来源：万得，中银证券（注：已剔除部分资产重组等导致的异常数据）

盈利能力方面，2019 年毛利率、净利率较资产减值损失计提较多的 2018 年基本呈上升趋势。软体家具、成品板块受原材料价格下降、外延并表等影响，19Q4 毛利率同比 18Q4 分别提升 2.7%、4.5%，人造板、定制家具、出口板块分别同比下降 0.3%、2.4%、3.4%；19Q4 净利率同比基本呈上升趋势，但市场景气度下滑致环比皆呈下降态势。

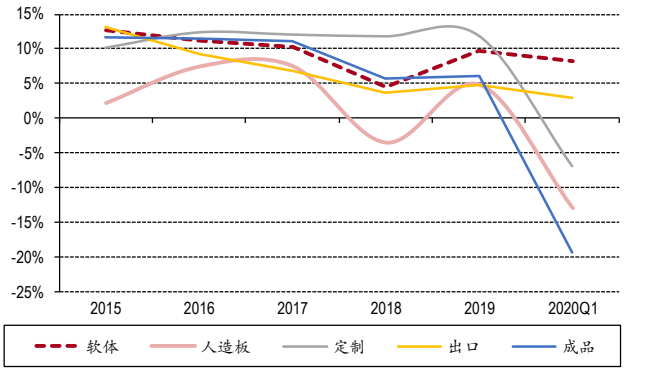
2020Q1 受疫情影响，除出口板块毛利率同比+1.2%，净利率同比-7.3%，其余板块毛利率、净利率皆有所下降，其中软体家具因原材料价格大幅下滑释放较强业绩弹性，毛利率、净利率降幅仅为 1.8%、1.5%。

图表47.家具各分类毛利率状况



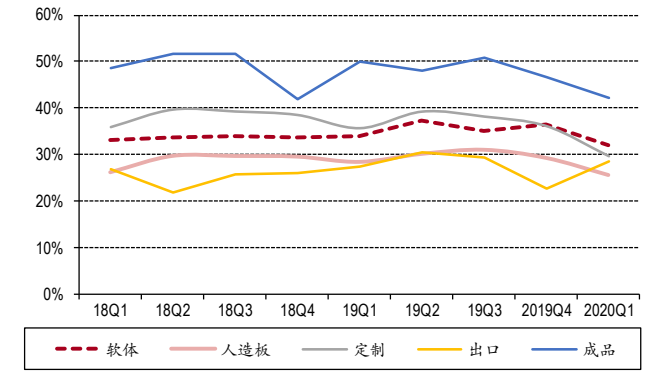
资料来源：万得，中银证券

图表48. 家具各分类归母净利率状况



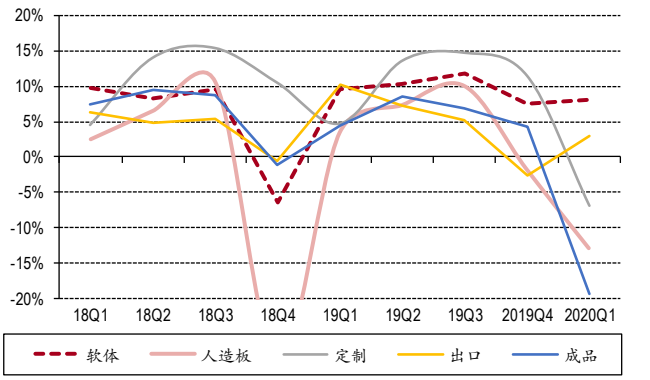
资料来源：万得，中银证券

图表49.家具各分类单季度毛利率状况



资料来源：万得，中银证券

图表50. 家具各分类单季度归母净利率状况

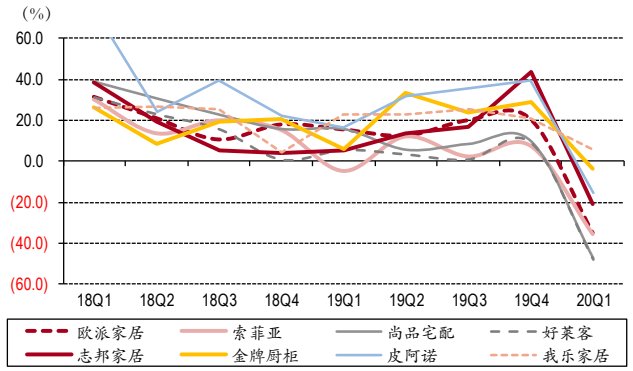


资料来源：万得，中银证券

定制家具板块，除索菲亚、尚品宅配 19Q4 营收增速同比分别下降 7.7%、5.9%，其余公司同比实现 2.7%-39.7%的不同增幅，其中，志邦家居受益于大宗业务客户结构调整后业绩释放，及全屋定制专卖店扩张带动营收增长，19Q4 同比增长 43.7%，较 18Q4 提升 39.7%；好莱客、金牌厨柜、皮阿诺、我乐家居也因渠道弹性较大或新业务增长辅助，实现 8.8%-39.2%的同比增速，较 18Q4 同比提升 8.3%-16.9%。

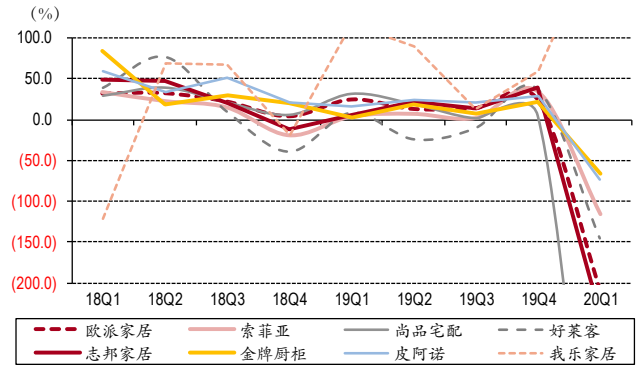
2020Q1 受疫情影响，定制家具需求被推延，营收及净利润皆大幅下滑，但各企业纷纷开展线上直播进行流量转化，积累意向订单，待疫情好转，前期积累订单有望在 Q2 或 Q3 兑现业绩。

图表51.定制家具单季度营收同比增速变化



资料来源：万得，中银证券

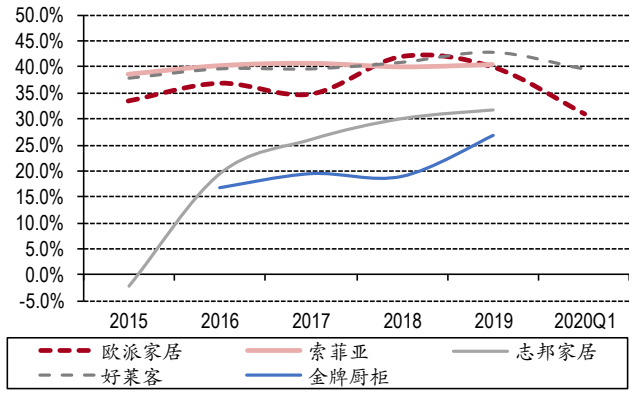
图表52. 定制家具单季度归母净利润同比增速变化



资料来源：万得，中银证券

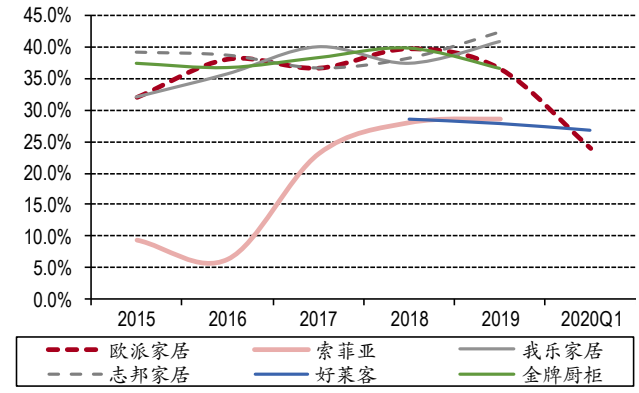
毛利率方面，橱柜业务中，司米、我乐受益于规模效应扩大，毛利率 19 年分别同比+0.6%、+3.4%，志邦因大宗业务客户结构调整优化，毛利率同比+4.1%，欧派、好莱客、金牌受大宗业务占比提升等影响，毛利率出现不同程度的下滑；衣柜业务受精装房渗透的影响较小，大宗占比较低，除欧派家居 2019 年毛利率略降 2%，其它家皆呈上升态势。

图表53.橱柜毛利率变化



资料来源：万得，中银证券

图表54. 衣柜毛利率变化

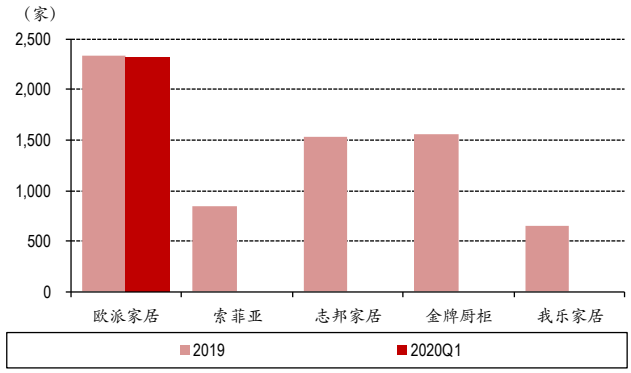


资料来源：万得，中银证券

专卖店方面，2019 年受市场景气度下滑影响，各企业橱柜、衣柜店面增速下降，但大部分仍保持净增态势，除我乐家居橱柜店净降 129 家，索菲亚衣柜店（不含大家居融合店）净降 9 家，但索菲亚大家居店拓展迅速，净增 118 家至 216 家。2020Q1 受疫情影响，大部分品牌关店或闭店，除索菲亚衣柜店净增 21 家，好莱客衣柜店净增 56 家。

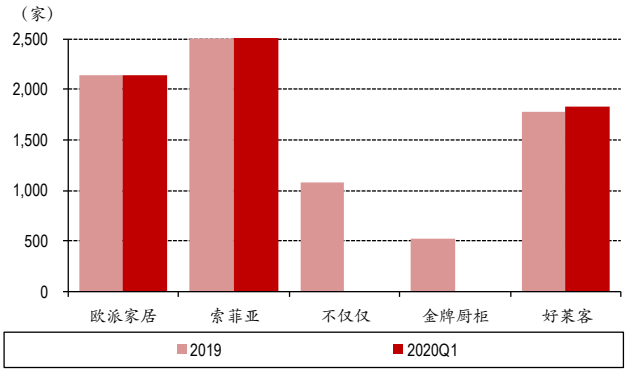
单店提货额方面，2019 年司米、我乐的橱柜店及欧派、志邦、金牌的衣柜店有所增加，表现出辅助性主业相较传统主业，具备更强增长韧性。

图表55.橱柜店面数变化



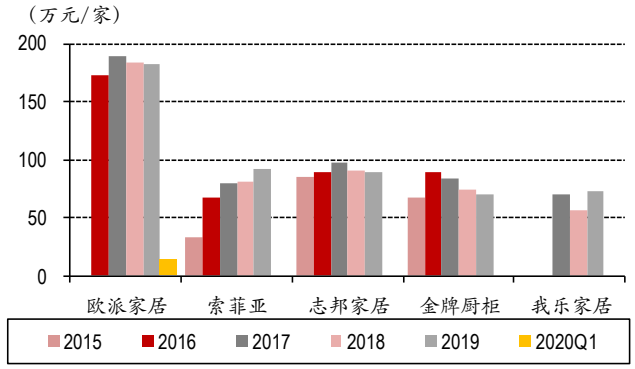
资料来源：万得，中银证券

图表56. 衣柜店面数变化



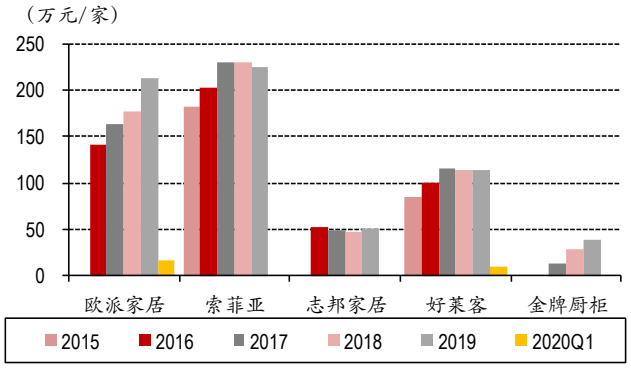
资料来源：万得，中银证券

图表57.橱柜单店提货额对比



资料来源：万得，中银证券

图表58. 衣柜单店提货额对比



资料来源：万得，中银证券

图表59.家具行业 2019 年和 2020Q1 经营状况

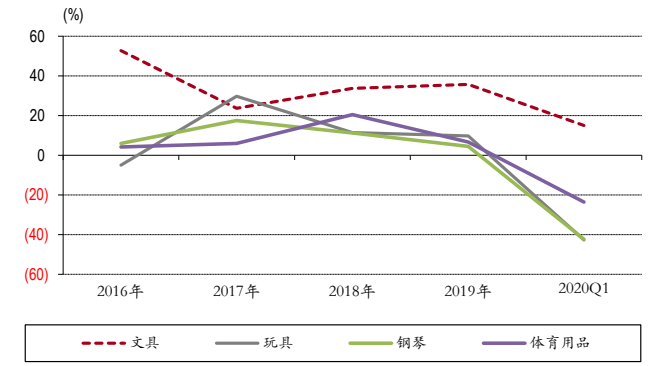
证券代码	证券简称	总市值(亿元)	营收 YOY(2019)	归母净利润 YOY(2019)	营收 YOY(20Q1)	归母净利润 YOY(20Q1)
603833.SH	欧派家居	451.4	17.6	17.0	(35.1)	(210.3)
603816.SH	顾家家居	240.4	20.9	17.4	(7.0)	3.8
002572.SZ	索菲亚	177.9	5.1	12.3	(35.6)	(115.5)
300616.SZ	尚品宅配	134.8	9.3	10.8	(47.5)	(589.3)
600337.SH	美克家居	72.1	6.2	2.8	(59.0)	(499.0)
600978.SH	宜华生活	24.0	(29.1)	(147.9)	(50.5)	(334.8)
000910.SZ	大亚圣象	60.1	0.5	(0.7)	(46.6)	(188.0)
603898.SH	好莱客	42.0	4.3	(4.6)	(48.3)	(144.8)
603848.SH	好太太	49.0	(3.8)	7.2	(53.6)	(61.3)
002240.SZ	威华股份	62.6	(9.5)	(154.7)	(53.9)	(403.4)
002489.SZ	浙江永强	85.1	6.8	563.9	7.9	25.5
603008.SH	喜临门	42.1	15.7	186.8	(13.6)	(331.4)
603801.SH	志邦家居	51.6	21.7	20.7	(21.2)	(241.3)
002631.SZ	德尔未来	49.4	1.7	(23.2)	(46.1)	(198.6)
603180.SH	金牌厨柜	41.1	24.9	15.4	(3.9)	(66.5)
603818.SH	曲美家居	34.4	48.0	239.1	(16.5)	(387.1)
603313.SH	梦百合	78.1	25.6	100.8	34.4	6.5
603661.SH	恒林股份	34.7	25.3	42.4	7.5	(35.4)
603389.SH	亚振家居	9.6	(10.7)	(44.6)	(50.6)	115.0
002853.SZ	皮阿诺	25.2	32.5	23.3	(15.5)	(74.1)
000663.SZ	永安林业	12.5	(7.0)	82.3	(35.3)	10.2
603600.SH	永艺股份	34.7	1.6	74.5	(19.0)	(25.5)
603326.SH	我乐家居	38.3	23.1	51.2	5.4	230.5
603226.SH	菲林格尔	23.1	(4.6)	14.1	(71.3)	(216.0)
603208.SH	江山欧派	90.7	58.0	71.1	24.3	259.4
603709.SH	中源家居	25.6	20.5	(59.8)	0.2	(116.1)

资料来源：万得，中银证券

文娱用品：文具行业表现相对稳健

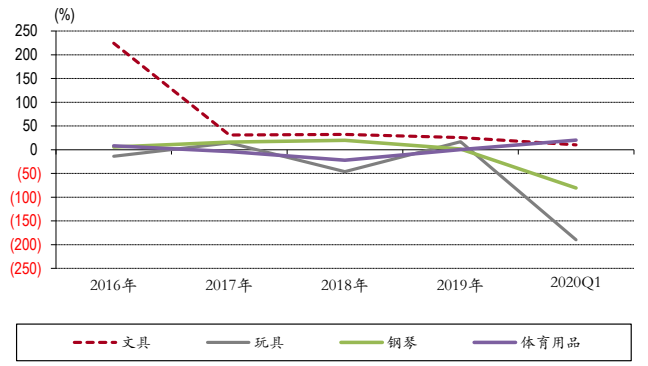
文娱用品行业整体表现较好，19 年整体实现了 27.5%的增长，净利润 21.3%的增长；单季度来看，Q4 相对于 Q3 有所降速，实现 17.5%的增长，Q1 受疫情影响，收入减少 4.4%，文具行业增长较为稳健，钢琴、玩具、体育用品下滑比较明显。办公直采趋势下，齐心等文具龙头保持高速增长。毛利率方面，文具、体育用品 Q1 保持稳定，玩具、钢琴有所下降。

图表60. 文娱用品行业营收增长状况



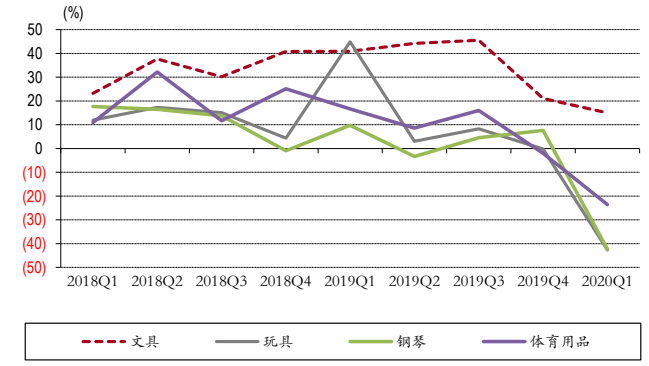
资料来源：万得，中银证券

图表61. 文娱用品行业净利润增长状况



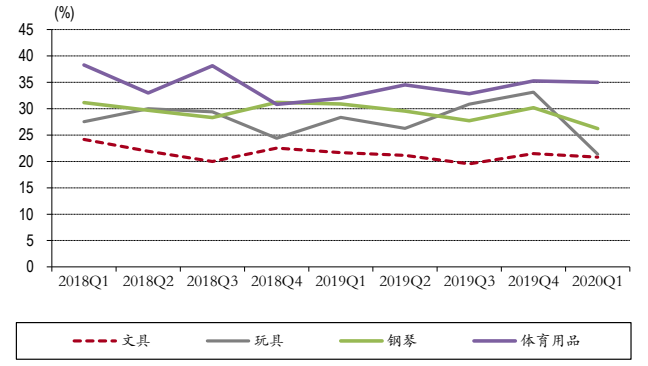
资料来源：万得，中银证券

图表62. 文娱用品行业单季度营收增长状况



资料来源：万得，中银证券

图表63. 文娱用品行业单季度毛利率状况



资料来源：万得，中银证券

图表64.文娱用品行业 19 年报和 20Q1 经营状况

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	营收 YOY(19 年)	归母净利润 YOY (19 年)	营收同比(20Q1)	归母净利润同比 (20Q1)
603899.SH	晨光文具	488.0	30.5	31.4	(11.5)	(11.0)
002605.SZ	姚记科技	114.9	77.3	151.5	37.0	1080.4
002301.SZ	齐心集团	109.4	41.0	20.1	41.6	31.4
002678.SZ	珠江钢琴	95.4	4.0	7.7	(39.9)	(77.9)
300651.SZ	金陵体育	32.4	10.1	20.0	(25.8)	23.3
002348.SZ	高乐股份	27.0	(6.1)	44.6	(48.6)	(176.3)
603398.SH	邦宝益智	25.8	38.0	80.1	(37.4)	(67.9)
002862.SZ	实丰文化	22.3	(2.5)	(74.1)	(42.0)	(324.7)
002575.SZ	ST 群兴	21.2	88.7	(2963.5)	67.0	(830.7)
300703.SZ	创源文化	17.7	16.4	41.7	(25.8)	(210.3)
300329.SZ	海伦钢琴	17.6	4.9	(4.6)	(44.8)	(83.5)
002899.SZ	英派斯	15.1	3.3	(19.3)	(21.5)	16.9

资料来源：万得，中银证券

附录图表65. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产
			(元)	(亿元)	2019A	2020E	2019A	2020E	(元/股)
造纸									
000488.SZ	晨鸣纸业	未有评级	4.97	117	0.57	0.68	8.7	7.3	6.09
002511.SZ	中顺洁柔	增持	18.57	243	0.46	0.59	40.3	31.5	3.25
002078.SZ	太阳纸业	买入	8.60	223	0.84	0.96	10.2	8.9	5.77
600567.SH	山鹰纸业	未有评级	3.01	138	0.30	0.34	10.2	9.0	2.99
600966.SH	博汇纸业	买入	8.10	108	0.10	0.79	80.9	10.3	4.08
包装印刷									
002701.SZ	奥瑞金	未有评级	4.09	96	0.29	0.32	14.1	12.9	2.46
002014.SZ	永新股份	未有评级	9.24	47	0.53	0.63	17.3	14.7	3.40
002228.SZ	合兴包装	增持	3.54	41	0.23	0.23	15.5	15.2	2.56
601515.SH	东风股份	未有评级	6.09	81	0.31	0.45	19.7	13.5	3.13
002191.SZ	劲嘉股份	增持	9.02	132	0.60	0.68	15.1	13.3	4.87
603429.SH	集友股份	增持	40.77	111	0.74	1.24	54.9	32.9	4.37
002303.SZ	美盈森	未有评级	4.68	72	0.35	0.27	13.4	17.1	3.06
300057.SZ	万顺新材	未有评级	4.92	33	0.20	0.23	24.7	20.9	4.96
002229.SZ	鸿博股份	未有评级	7.21	36	0.07	0.00	101.8	NA	3.29
002599.SZ	盛通股份	未有评级	3.98	22	0.26	0.29	15.4	13.7	3.12
002831.SZ	裕同科技	未有评级	24.50	215	1.19	1.32	20.6	18.6	7.36
002117.SZ	东港股份	未有评级	11.21	61	0.49	0.52	22.9	21.7	3.07
家具									
603008.SH	喜临门	未有评级	11.58	45	0.97	1.02	11.9	11.4	6.66
002572.SZ	索菲亚	买入	19.66	179	1.18	1.28	16.6	15.3	5.40
000910.SZ	大亚圣象	未有评级	11.40	63	1.30	1.32	8.8	8.6	9.07
600337.SH	美克家居	未有评级	4.08	72	0.26	0.28	15.6	14.8	2.41
603818.SH	曲美家居	买入	7.10	35	0.17	0.52	42.2	13.6	2.54
603898.SH	好莱客	未有评级	13.94	43	1.18	1.22	11.8	11.5	7.65
002853.SZ	皮阿诺	未有评级	16.98	26	1.13	1.42	15.1	12.0	7.59
300616.SZ	尚品宅配	买入	69.08	137	2.66	2.84	26.0	24.3	16.93
603208.SH	江山欧派	未有评级	112.41	91	3.23	4.54	34.8	24.8	16.70
603313.SH	梦百合	未有评级	22.24	76	1.10	1.42	20.3	15.6	7.17
603180.SH	金牌厨柜	未有评级	64.25	44	3.58	4.16	17.9	15.4	16.40
603801.SH	志邦家居	买入	25.95	58	1.48	1.68	17.6	15.5	8.43
603326.SH	我乐家居	买入	17.11	39	0.68	0.84	25.1	20.3	4.23
603816.SH	顾家家居	买入	41.35	249	1.93	2.15	21.4	19.2	9.59
603833.SH	欧派家居	买入	110.29	463	4.38	4.94	25.2	22.3	21.77
002798.SZ	帝欧家居	买入	30.14	116	1.47	1.86	20.5	16.2	9.63
文教娱乐									
300329.SZ	海伦钢琴	未有评级	7.05	18	0.21	0.00	34.4	NA	3.83
002094.SZ	青岛金王	未有评级	4.03	28	0.03	0.13	131.5	31.8	4.15
603899.SH	晨光文具	买入	52.70	485	1.15	1.31	45.7	40.2	4.82
002925.SZ	盈趣科技	买入	51.90	238	2.12	2.35	24.4	22.1	9.42

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2020 年 5 月 8 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371