



中性

# 轻工制造行业 18 年报和 19 年一季报综述

关注轻工消费龙头和新型烟草相关标的

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
中顺洁柔	002511.SZ	10.10	买入
劲嘉股份	002191.SZ	12.58	增持
合兴包装	002228.SZ	4.77	买入
欧派家居	603833.SH	115.44	买入
尚品宅配	300616.SZ	80.80	买入
晨光文具	603899.SH	36.47	买入
盈趣科技	002925.SZ	48.90	买入

资料来源：万得，中银国际证券  
以 2019 年 5 月 6 日当地货币收市价为标准

轻工制造行业 19 年 Q1 整体实现了营业收入 1113 亿元，同比减少 3%，归属上市公司股东的净利润 55 亿元，同比减少 28%，延续了 18 年以来的放缓态势。分版块来看造纸、印刷包装受价格影响，增速下滑明显，19Q1 相对于 18Q4 收入增速继续降低，文娱用品受益于部分公司并购，整体增速不降反增，从 18 年 26.6% 到 19 年 Q1 的 34.7%，家居行业 Q1 延续低景气，Q1 营收增速 13.6%，相对于 18 年 Q4 的 12.7% 呈底部企稳回升态势。

## 支撑评级的要点

- **造纸：纸价走势分化，文化纸企盈利能力或逐季回升。**受去年下半年以来纸价下跌的影响，18 年全年收入增长 11.3%，净利润减少 4.9%，Q1 收入出现负增长-2.3%，净利润同比减少 48.1%，主要原因是纸价走势低迷，同时原材料成本相对坚挺，纸企盈利能力下降。宏观需求下行导致了纸价的回落，19 年新增产能的释放将导致产能过剩，制约纸企的盈利能力走势。我们测算，铜版纸双胶纸一般企业 Q1 在亏损区间，随着旺季提价，4、5 月份盈利能力将明显回升，但 5 月份之后是淡季，纸价仍有下行压力，龙头文化纸企当前毛利已经回落至 15 年水平，后续逐季改善概率较大。箱板瓦楞纸盈利能力 Q2 仍不乐观，需等待下半年旺季到来，外废额度收紧后，率先能引入海外原材料资源的企业将受益。
- **家居：地产低迷压制成长，回暖尚需时日。**19Q1 仍处于地产下行周期滞后影响内，因此内销相关的定制、软体营收增速均继续下滑，家居整体收入 19Q1 增长 13.6%，相对于 18 年 YOY 16.1% 有所回落。从地产数据来看，在前期新开工面积增长情况下，今年地产竣工面积将有回升，从而带来装修量的提升，在低基数下，预计下半年家居需求增长会有所恢复。软体与成品家居在外延并购的支撑下，18Q4 和 19Q1 的收入变现好于定制。而对于定制家具，收入增长中枢已经在景气高点的 25-30% 回落到景气地点的 10-15%，19Q1 (YOY+9.7%) 维持在 18Q4 (YOY+9.8%) 的低增长状态，毛利率和净利率 Q1 的表现较为稳健，好于市场预期，虽然市场竞争更加激烈，但企业仍然存在辗转的利润空间，Q2 起的增值税率降低对于盈利能力提升有帮助，预计 Q2 仍然能够维持盈利能力。
- **包装：行业集中度持续提升，纸包装盈利能力有所回升。**印刷包装 18 年实现 19.8% 的营收增长，净利润 5.1% 的增长，19Q1 实现营收增长 12.7%，净利润 16.5% 的增长，19 年 Q1 收入增速有所放缓。分品类来看，受需求和价格制约，纸包装和印刷均有所下降。受益于原材料价格下降和集中度提升，纸包装和金属包装毛利率稳中有升，烟标和药包行业平均毛利率有所下降。
- **文娱用品：文具龙头增长稳健。**文具龙头表现出了稳健强劲的成长能力，晨光文具 18Q4 和 19Q1 分别实现营收 29.3% 和 28.0% 的增长，净利润 27.1%、26.4% 的增长；玩具在并购整合和转型带领下，19Q1 营收和利润有明显提速。毛利率方面，文具、钢琴保持稳定，体育用品和玩具呈一定下降趋势。

## 重点推荐

- 看好产品和渠道不断延伸的生活用纸企业中顺洁柔，19 年有望体现协同弹性的纸包装龙头合兴包装，成长稳健的文具龙头晨光文具，产业链齐全定制家具龙头欧派家居，更新需求占比高的尚品宅配，新型烟草方面，看好美国市场放开有望带来业绩拐点的盈趣科技，以及主业稳健积极布局的劲嘉股份。

## 评级面临的主要风险

- 废纸政策变动、房地产调控持续升级。

## 主要催化剂/事件

地产调控明确放松  
房地产交易量明显回暖  
废纸限制进口政策进一步收紧

## 相关研究报告

《中银国际新型烟草专题报告：乘替代大势，候政策东风》20190415  
《美国床垫行业演变启示：技术与营销造就高端，互联网电商方兴未艾》20181031  
《轻工行业三季报前瞻》20181012  
《轻工制造行业 2018 年半年报综述》20180903

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

\*刘凯娜为本报告重要贡献者



## 目录

轻工行业 18 年报和 19 年一季报综述:回暖仍需时日 .....	5
造纸: 纸价 Q1 有所分化, 关注 Q2 淡季考验 .....	7
印刷包装: 集中度提升推动包装龙头盈利能力稳健向好.....	11
家具: Q1 呈底部调整, 静待需求周期 .....	13
文娱用品: 文具龙头表现稳健.....	16



## 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增速走势 .....	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. 箱板纸价格走势 .....	8
图表 17. 瓦楞纸价格走势 .....	8
图表 18. 阔叶浆外盘价格走势 .....	8
图表 19. 国废价格走势 .....	8
图表 20. 漂针浆外盘价格走势 .....	8
图表 21. 箱板纸行业平均吨毛利走势 .....	9
图表 22. 双胶纸行业平均吨毛利走势 .....	9
图表 23. 铜版纸行业平均吨毛利走势 .....	9
图表 24. 瓦楞箱板纸企业库存天数 .....	9
图表 25. 木浆港口库存天数 .....	9
图表 26. 全球木浆生产商库存天数 .....	9
图表 27. 造纸行业 18 年和 19Q1 经营状况 .....	10
图表 28. 印刷包装各分类营收增长状况 .....	11
图表 29. 印刷包装各分类净利润增长状况 .....	11
图表 30. 印刷包装各分类毛利率变动状况 .....	11
图表 31. 印刷包装各分类净利率变动状况 .....	11
图表 32. 印刷包装各分类单季度营收增速变动状况 .....	11
图表 33. 印刷包装各分类单季度毛利率变动状况 .....	11



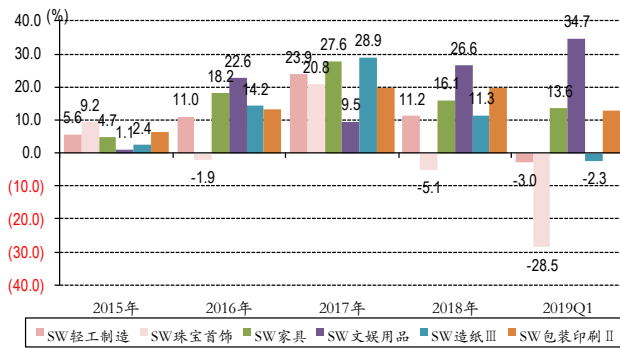
图表 34. 包装印刷行业 18 年报和 19Q1 经营状况.....	12
图表 35. 家具行业营收和净利润增速变动情况 .....	13
图表 36. 家具行业盈利能力变动情况 .....	13
图表 37. 地产竣工面积同比增速有所回升.....	13
图表 38. 地产销售面积同比企稳 .....	13
图表 39. 家具各分类营收增长状况.....	14
图表 40. 家具各分类净利润增长状况 .....	14
图表 41. 家具各分类单季度营收增长状况.....	14
图表 42. 家具各分类单季度净利润增长状况 .....	14
图表 43. 家具各分类毛利率状况 .....	14
图表 44. 家具各分类净利率状况 .....	14
图表 45. 家具各分类单季度毛利率状况 .....	15
图表 46. 家具各分类单季度净利率状况 .....	15
图表 47. 家具行业 18 年和 19Q1 经营状况.....	15
图表 48. 文娱用品行业营收增长状况 .....	16
图表 49. 文娱用品行业净利润增长状况 .....	16
图表 50. 文娱用品行业单季度营收增长状况 .....	16
图表 51. 文娱用品行业单季度毛利率状况.....	16
图表 52. 文娱用品行 18 年报和 19 一季报经营状况.....	16
附录图表 53. 报告中提及上市公司估值表.....	17

## 轻工行业 18 年报和 19 年一季报综述:回暖仍需时日

轻工制造行业 18 年整体实现了营业收入 4744 亿元,同比增长 11.2%,归属上市公司股东的净利润 196 亿元,同比减少 41%。分行业来看,文娱用品和包装印刷行业收入相对稳健,其中文娱用品达到 26.6%,包装达到 19.8%,家居和造纸 18 年营收分别增长 13.6%、11.3%,相对于 17 年 (27.6%、28.9%) 明显降速。利润方面,除文娱用品行业,其余行业 18 年明显降速。

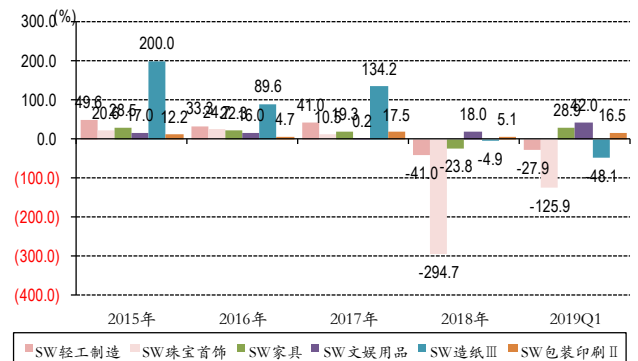
19 年 Q1 整体实现了营业收入 1113 亿元,同比减少 3%,归属上市公司股东的净利润 55 亿元,同比减少 28%,延续了 18 年以来的放缓态势。分板块来看,营收方面造纸、印刷包装受价格影响,增速下滑明显,19Q1 相对于 18Q4 收入增速继续降低,文娱用品受益于部分公司并购,整体增速不降反增,从 18 年 26.6%到 19 年 Q1 的 34.7%,家居行业 Q1 延续低景气,Q1 营收增速 13.6%,相对于 18 年 Q4 的 12.7%呈底部企稳回升态势。

图表 1. 轻工各板块合计收入同比增速状况



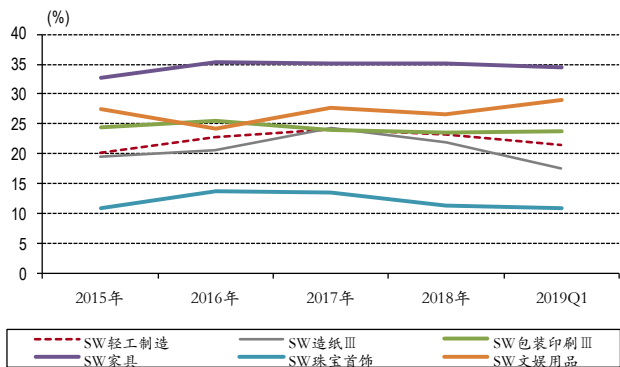
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 2. 轻工各板块合计净利润同比增速状况



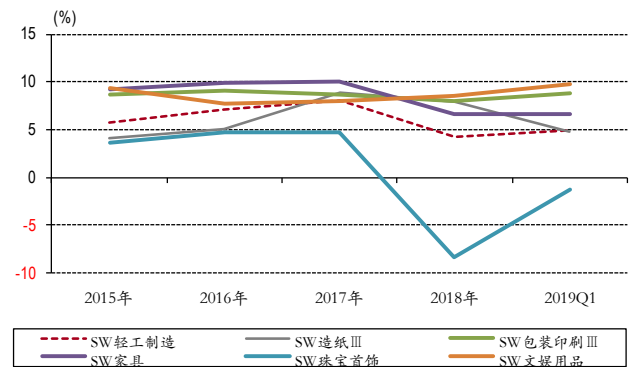
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 3. 轻工各板块整体毛利率变动状况



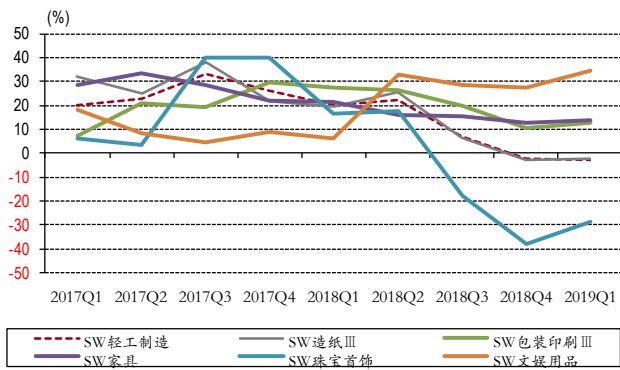
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 4. 轻工各板块整体净利率变动状况



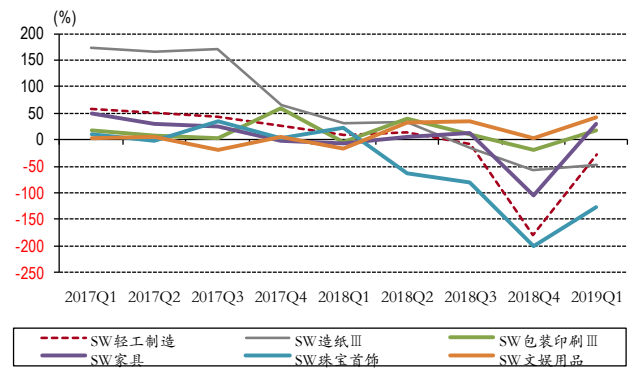
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 5. 轻工各板块单季度营收同比增速变动状况



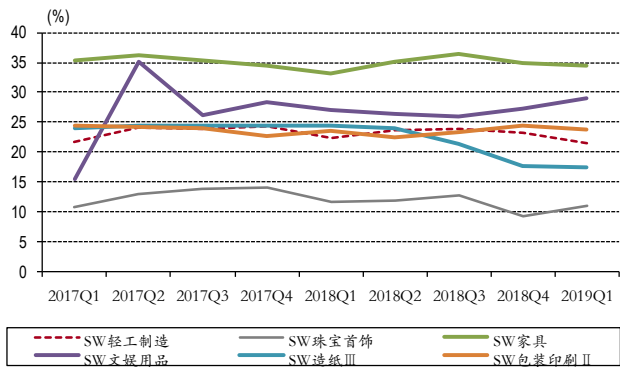
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 6. 轻工各板块单季度净利润同比增速



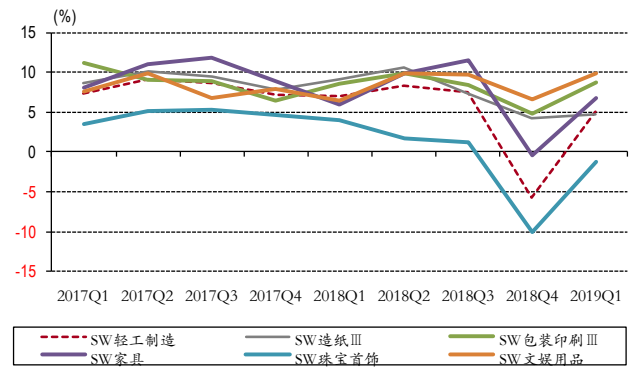
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 7. 轻工各板块单季度毛利率变动状况



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 8. 轻工各板块单季度净利率变动情况



资料来源: 万得, 中银国际证券



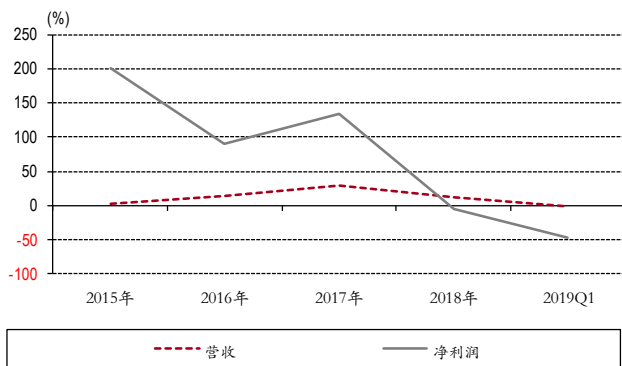
## 造纸：纸价 Q1 有所分化，关注 Q2 淡季考验

造纸行业受去年下半年以来纸价下跌的影响，18 年全年收入增长 11.3%，净利润减少 4.9%，Q1 收入出现负增长-2.3%，净利润同比减少 48.1%，主要原因是纸价走势低迷，同时原材料成本相对坚挺，纸企盈利能力下降。宏观需求下行导致了纸价的回落，19 年新增产能的释放将导致产能过剩，制约纸企的盈利能力走势。

分细分类别来看，收入方面木浆系和废纸系的企业 19Q1 均出现了负增长，烟草用纸维持稳健，特种纸增速也明显下降。文化用纸和箱板瓦楞纸 19 年 Q1 的毛利率相对于 18 年 Q4 企稳，回到 15% 左右，目前毛利率已经低于此轮造纸行情之前 15 年水平，特种纸 19Q1 毛利率也明显回落。我们测算，铜版纸双胶纸一般企业 Q1 在亏损区间，随着旺季提价，4、5 月份盈利能力将明显回升，但 5 月份之后是淡季，纸价仍有下行压力，箱板瓦楞纸盈利能力 Q2 仍不乐观，需等待下半年旺季到来。

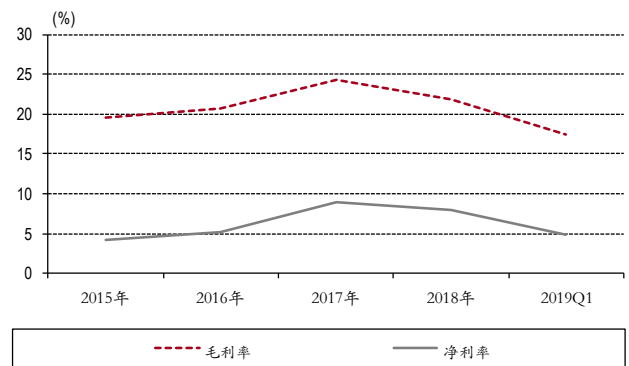
成本方面，下半年进口废纸额度大概率将进一步收紧，国废价格有上涨压力，龙头纸企国废使用比例将被被动提升，成本面临压力，率先引入海外原材料资源的公司将能受益；木浆港口和生产商库存近期有所回落，但仍处于较高位置，预计淡季之后木浆价格仍有下行压力。

图表 9. 造纸行业收入和净利润变动情况



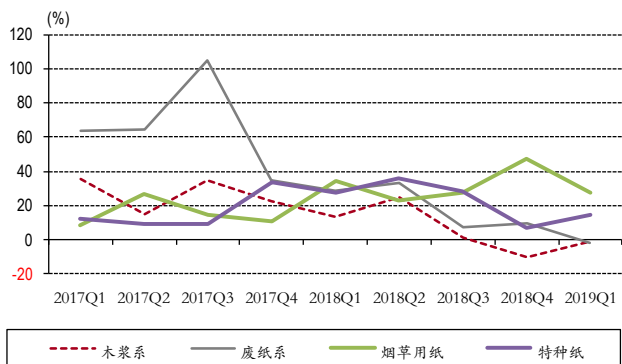
资料来源：万得，中银国际证券

图表 10. 造纸毛利率净利率变动情况



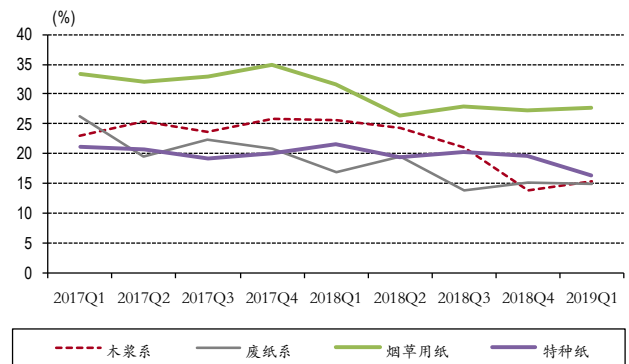
资料来源：万得，中银国际证券

图表 11. 单季度各纸种收入增速走势



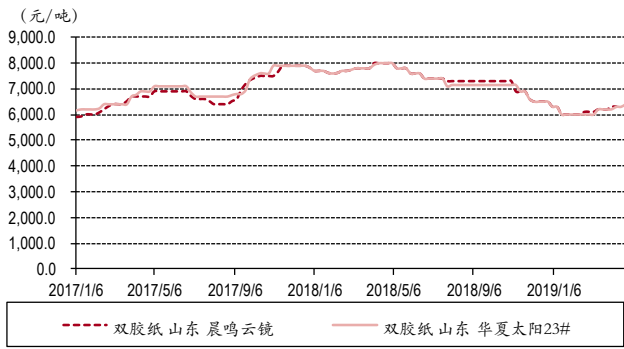
资料来源：万得，中银国际证券

图表 12. 单季度各纸种毛利率增速走势



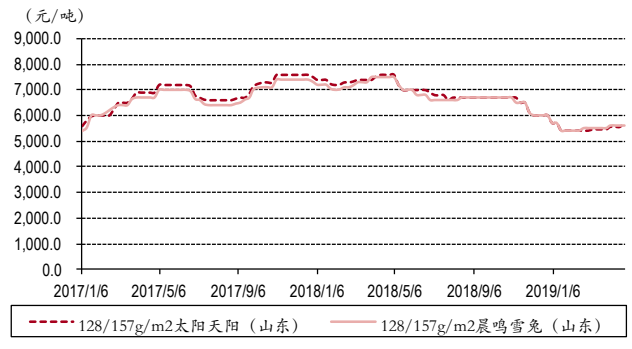
资料来源：万得，中银国际证券

图表 13. 双胶纸价格走势



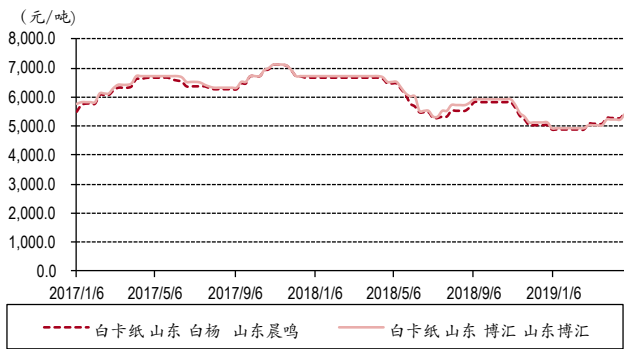
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 14. 铜版纸价格走势



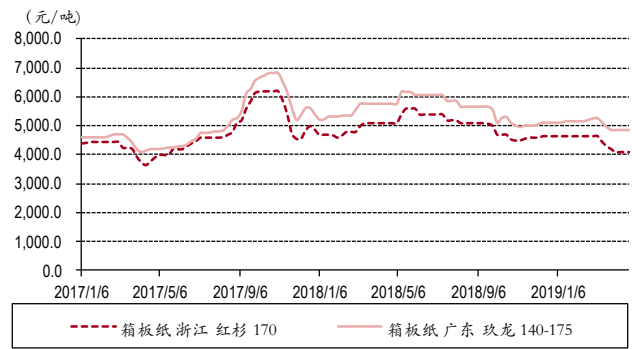
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 15. 白卡纸价格走势



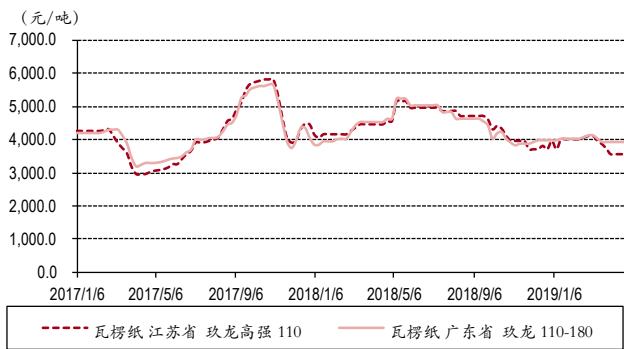
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 16. 箱板纸价格走势



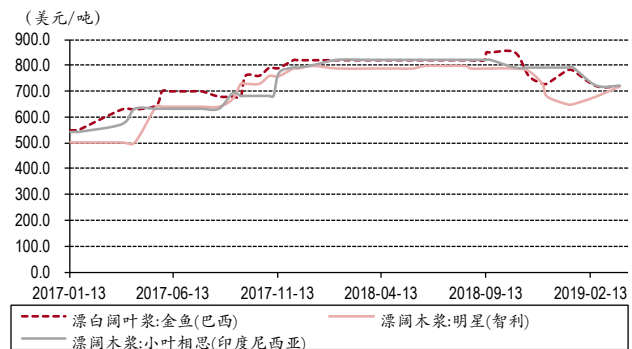
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 17. 瓦楞纸价格走势



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 18. 阔叶浆外盘价格走势



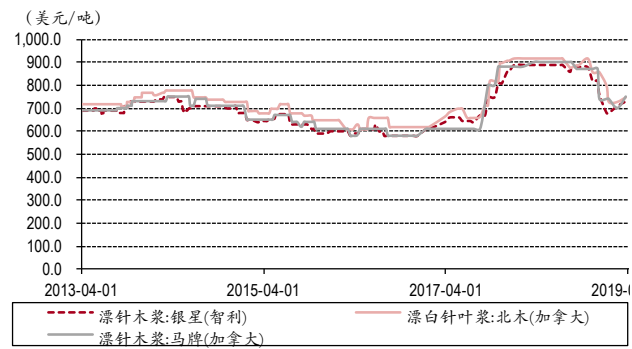
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 19. 黄板纸价格走势



资料来源: 万得, 中银国际证券

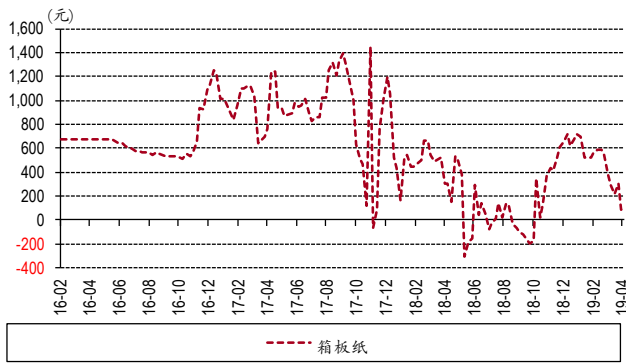
图表 20. 漂针浆外盘价格走势



资料来源: 万得, 中银国际证券

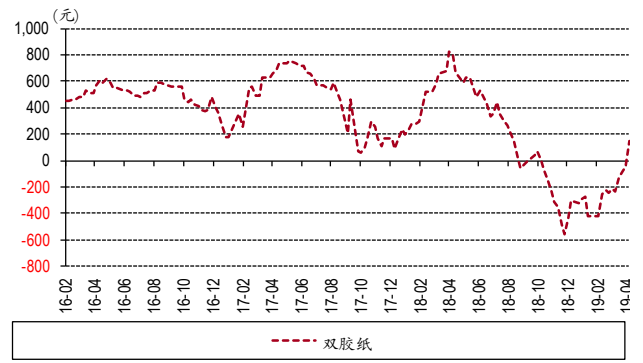


图表 21. 箱板纸行业平均吨毛利走势



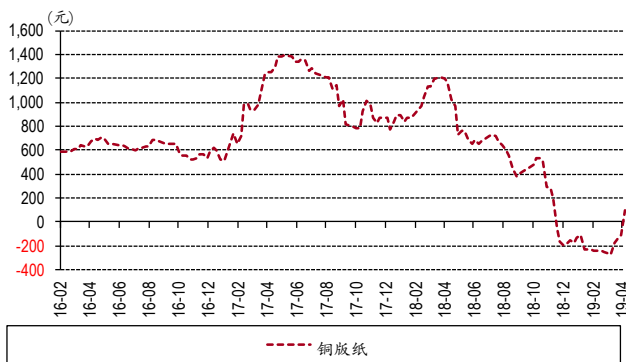
资料来源：万得，中银国际证券

图表 22. 双胶纸行业平均吨毛利走势



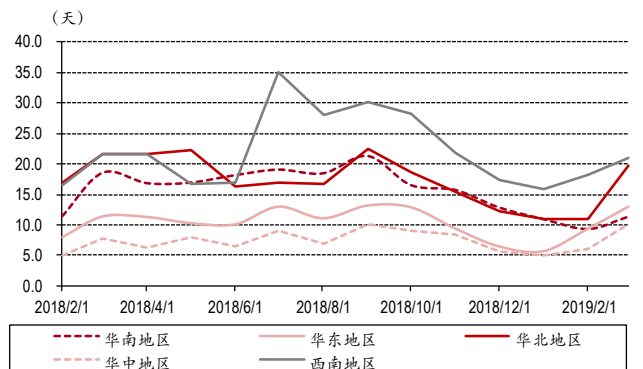
资料来源：万得，中银国际证券

图表 23. 铜版纸行业平均吨毛利走势



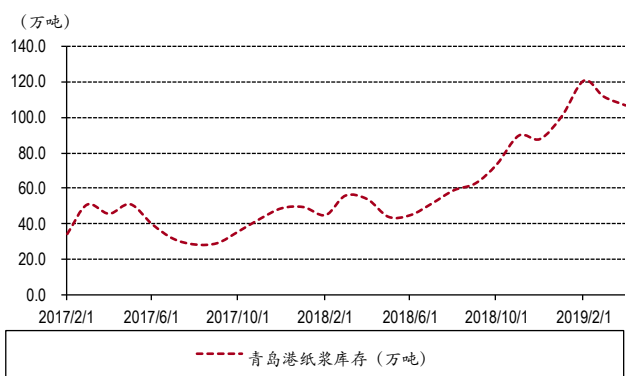
资料来源：万得，中银国际证券

图表 24. 瓦楞箱板纸企业库存天数



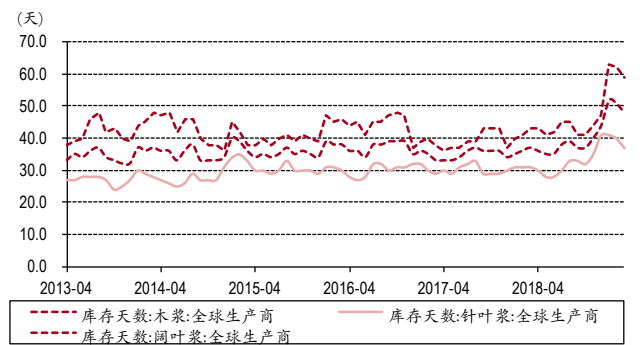
资料来源：万得，中银国际证券

图表 25. 木浆港口库存天数



资料来源：卓创资讯及中银国际证券

图表 26. 全球木浆生产商库存天数



资料来源：pppc 及中银国际证券

图表 27.造纸行业 18 年和 19Q1 经营状况

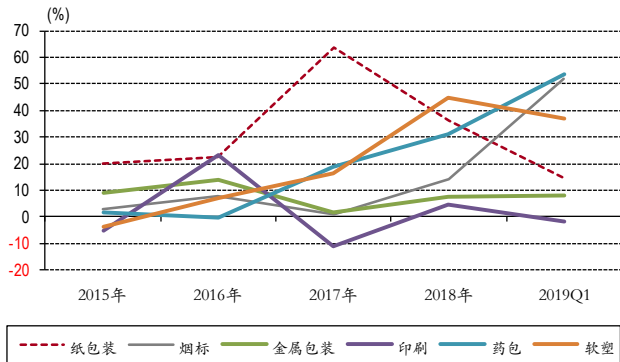
证券代码	证券简称	总市值(亿元)	营收 YOY(18 年)	归母净利润 YOY(18 年)	营收 YOY(19Q1)	归母净利润 YOY(19Q1)	销售毛利率 (18 年)	销售毛利率 (19 年 Q1)
002078.SZ	太阳纸业	185.6	15.2	8.1	10.5	(38.3)	23.5	17.7
600567.SH	山鹰纸业	164.6	39.5	(3.7)	59.0	(24.3)	23.1	19.8
000488.SZ	晨鸣纸业	142.0	(2.0)	(14.9)	(33.4)	(95.1)	31.3	23.0
002511.SZ	中顺洁柔	137.8	22.4	25.8	16.6	25.2	34.1	34.0
603733.SH	仙鹤股份	95.3	34.5	28.5	(26.7)	(63.3)	17.2	11.1
000815.SZ	美利云	90.4	24.7	(14.7)	73.5	(152.0)	13.1	8.4
600963.SH	岳阳林纸	82.6	14.1	(12.8)	5.2	(121.2)	20.8	10.8
603429.SH	集友股份	61.1	96.0	59.1	16.4	37.6	47.3	47.8
600308.SH	华泰股份	59.3	8.1	(13.5)	6.7	(39.1)	14.7	10.6
600433.SH	冠豪高新	56.7	23.8	10.6	106.9	(28.8)	20.3	16.5
600103.SH	青山纸业	56.4	7.7	4.2	46.9	6.7	20.0	20.9
600069.SH	银鸽投资	52.9	(3.5)	(21.8)	(259.5)	(1018.4)	5.6	2.2
002235.SZ	安妮股份	52.9	8.6	(43.6)	120.7	279.4	25.8	32.1
600966.SH	博汇纸业	49.2	(6.9)	26.4	(70.1)	(40.3)	16.0	15.2
002067.SZ	景兴纸业	42.6	10.8	(0.8)	(47.5)	(27.8)	12.6	9.9
603165.SH	荣晟环保	32.7	2.7	(0.1)	(47.8)	15.0	13.4	15.4
002521.SZ	齐峰新材	29.8	3.0	(12.3)	(63.6)	(91.0)	11.3	8.6
002012.SZ	凯恩股份	25.7	9.7	3.4	(19.0)	(78.0)	23.0	21.4
600356.SH	恒丰纸业	25.1	11.5	24.5	(31.7)	23.3	23.2	23.0
600235.SH	民丰特纸	21.7	(5.7)	(1.5)	(47.8)	(73.6)	14.5	12.6
600793.SH	宜宾纸业	20.1	11.6	(30.3)	88.7	2242.1	16.2	1.3

资料来源：万得，中银国际证券

## 印刷包装：集中度提升推动包装龙头盈利能力稳健向好

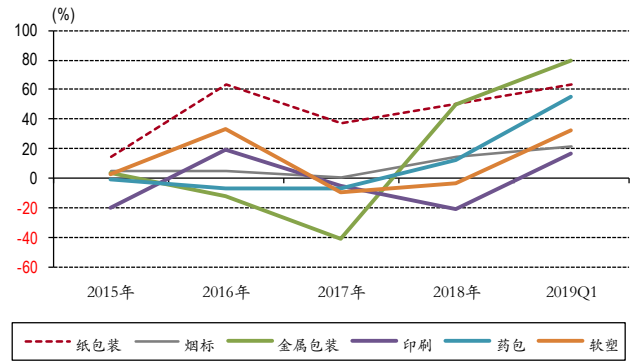
印刷包装 18 年实现 19.8% 的营收增长，净利润 5.1% 的增长，19Q1 实现营收增长 12.7%，净利润 16.5% 的增长，19 年 Q1 收入增速有所放缓。分品类来看，受需求和价格制约，纸包装和印刷均有所下降，烟标和药包在企业并购下有所加快。受益于原材料价格下降和集中度提升，纸包装和金属包装毛利率稳中有升，烟标和药包行业平均毛利率有所下降。

图表 28. 印刷包装各分类营收增长状况



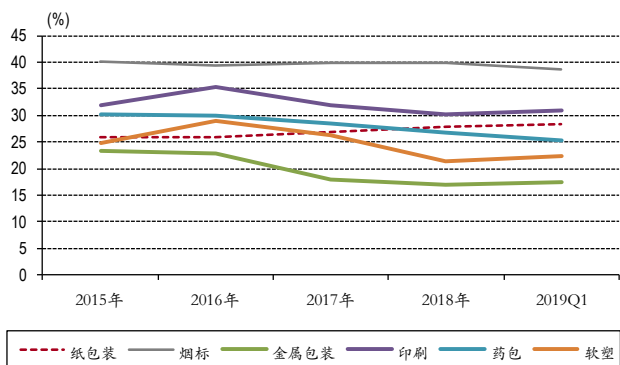
资料来源：万得，中银国际证券

图表 29. 印刷包装各分类净利润增长状况



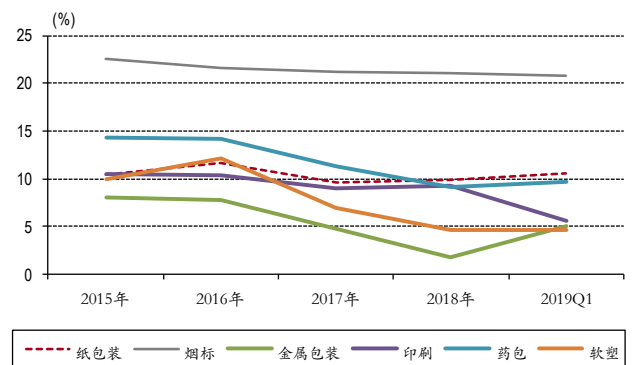
资料来源：万得，中银国际证券

图表 30. 印刷包装各分类毛利率变动状况



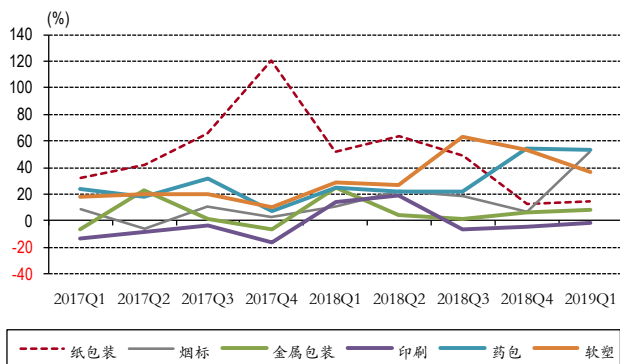
资料来源：万得，中银国际证券

图表 31. 印刷包装各分类净利率变动状况



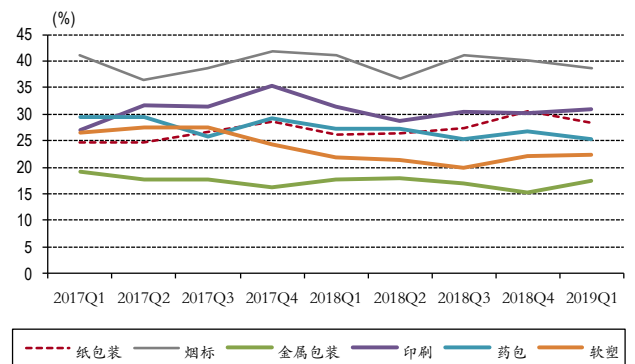
资料来源：万得，中银国际证券

图表 32. 印刷包装各分类单季度营收增速变动状况



资料来源：万得，中银国际证券

图表 33. 印刷包装各分类单季度毛利率变动状况



资料来源：万得，中银国际证券

图表 34. 包装印刷行业 18 年报和 19Q1 经营状况

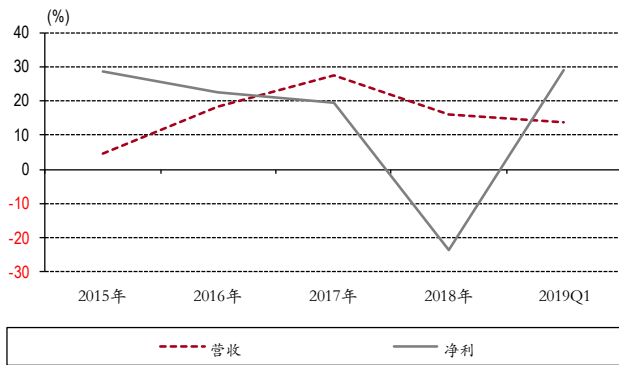
证券代码	证券简称	总市值(亿元)	营收 YOY(18 年)	归母净利润 YOY(18 年)	营收 YOY(19Q1)	归母净利润 YOY(19Q1)
002831.SZ	裕同科技	206.0	23.5	1.5	10.5	10.7
002191.SZ	劲嘉股份	196.4	14.6	26.3	24.1	21.8
601515.SH	东风股份	132.9	18.8	14.7	11.5	5.8
002701.SZ	奥瑞金	123.4	11.3	(68.0)	2.9	11.0
002565.SZ	顺灏股份	107.1	5.5	(1.8)	14.9	(20.8)
002951.SZ	金时科技	101.1	19.9	8.2	13.2	4.6
002303.SZ	美盈森	91.4	13.7	15.2	4.2	2.3
002117.SZ	东港股份	69.2	8.1	10.6	8.2	17.6
002585.SZ	双星新材	65.9	27.6	330.5	29.6	(32.6)
002522.SZ	浙江众成	65.9	65.1	(47.2)	23.8	2.8
600210.SH	紫江企业	64.5	5.9	(22.0)	2.9	(7.2)
002228.SZ	合兴包装	61.6	39.1	64.5	8.2	17.5
002243.SZ	通产丽星	59.7	10.9	84.2	11.5	18.5
002752.SZ	昇兴股份	58.2	2.1	(53.9)	(1.8)	(47.2)
600076.SH	康欣新材	50.0	25.9	0.3	(13.2)	0.0
002803.SZ	吉宏股份	48.3	100.3	166.3	59.0	284.9
000659.SZ	珠海中富	43.8	0.2	(76.2)	(2.5)	(88.8)
002229.SZ	鸿博股份	43.8	1.5	(52.2)	(11.4)	15.3
601968.SH	宝钢包装	41.8	9.5	531.7	23.1	846.6
603058.SH	永吉股份	40.6	29.1	18.9	(17.4)	(32.4)
300057.SZ	万顺股份	39.9	29.8	53.0	25.4	48.6
002014.SZ	永新股份	38.6	16.1	9.7	12.2	18.9
000812.SZ	陕西金叶	34.4	26.1	(17.8)	13.2	(87.0)
002599.SZ	盛通股份	34.2	31.4	34.2	5.2	15.2
603499.SH	翔港科技	33.8	5.3	4.9	(8.5)	2.5
600836.SH	界龙实业	30.4	2.1	(136.6)	(34.4)	(322.5)
002846.SZ	英联股份	28.0	78.9	(7.2)	75.3	187.9
002787.SZ	华源控股	25.0	20.4	(42.6)	46.7	(39.6)
603607.SH	京华激光	25.0	3.5	15.9	3.5	5.8
002836.SZ	新宏泽	23.3	4.1	4.1	191.9	80.7
002799.SZ	环球印务	21.7	26.7	24.3	58.1	99.4
300501.SZ	海顺新材	21.1	35.0	0.5	48.9	10.3
002735.SZ	王子新材	21.1	52.4	28.8	74.4	75.5
603022.SH	新通联	16.7	11.2	25.2	(0.3)	(18.9)

资料来源: 万得, 中银国际证券

## 家具：Q1 呈底部调整，静待需求周期

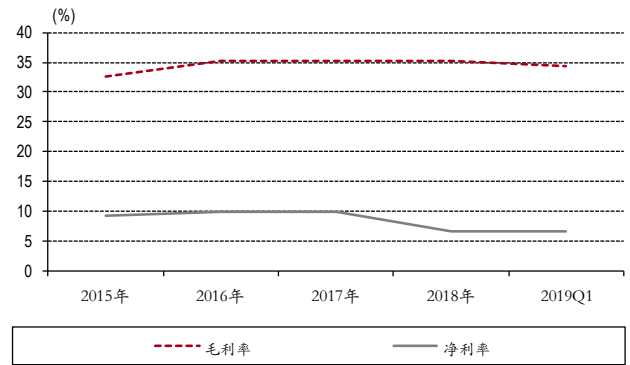
家居行业与地产具有较强相关性，家居销售情况通常滞后地产销售面积增速约 5 个季度，去年地产紧缩致成交量下滑，从而影响之后的家具销售，同时中美贸易战对出口业务形成压力，整体家具板块进入低迷期。19Q1 仍处于地产下行周期滞后影响内，因此内销相关的定制、软体营收增速均继续下滑，家居整体收入 19Q1 增长 13.6%，相对于 18 年 YOY16.1% 有所回落。从地产数据来看，在前期新开工面积增长情况下，今年地产竣工面积将有回升，从而带来装修量的提升，在低基数下，预计下半年家居需求会逐渐恢复。

图表 35. 家具行业营收和净利润增速变动情况



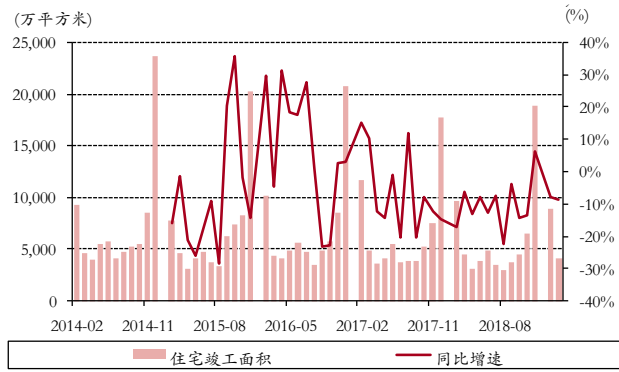
资料来源：万得，中银国际证券

图表 36. 家具行业盈利能力变动情况



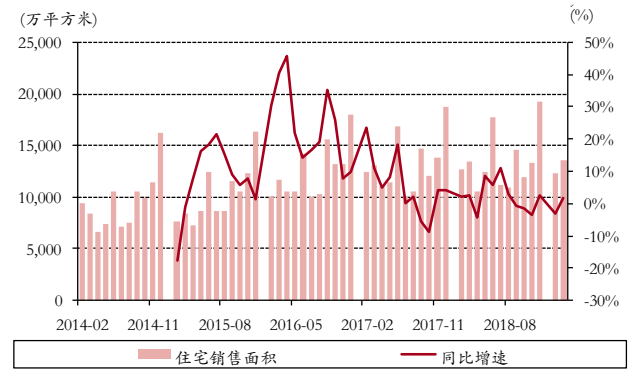
资料来源：万得，中银国际证券

图表 37. 地产竣工面积同比增速有所回升



资料来源：万得，中银国际证券

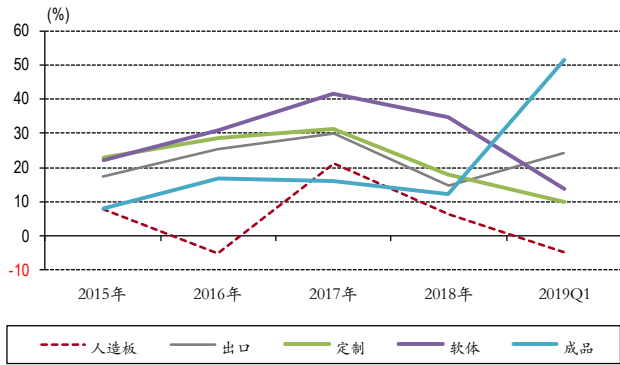
图表 38. 地产销售面积同比企稳



资料来源：万得，中银国际证券

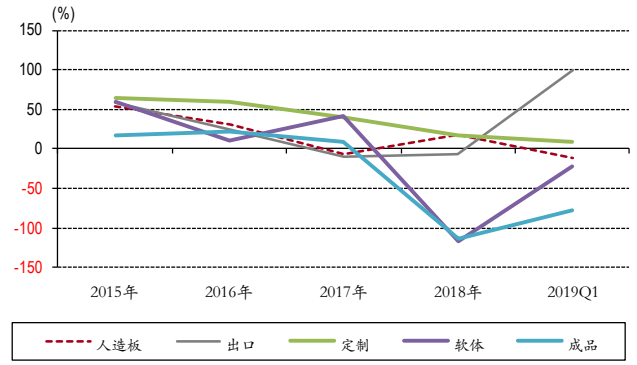
分品类看，除成品家居在并购支撑下 19 年 Q1 营收增速 (YoY+51%) 环比 18Q4 (YoY+15%) 明显提升，出口家具有所恢复外，其他品类皆呈下降趋势。其中软体家具 19Q1 (YOY+13.6%) 相对于 18Q4 (YOY+31%) 明显回落，定制家具 19Q1 (YOY+9.7%) 维持在 18Q4 (YOY+9.8%) 的低增长状态，成长性较弱的人造板 (含地板) Q1 营收增速分别降至-4.8%。

图表 39. 家具各分类营收增长状况



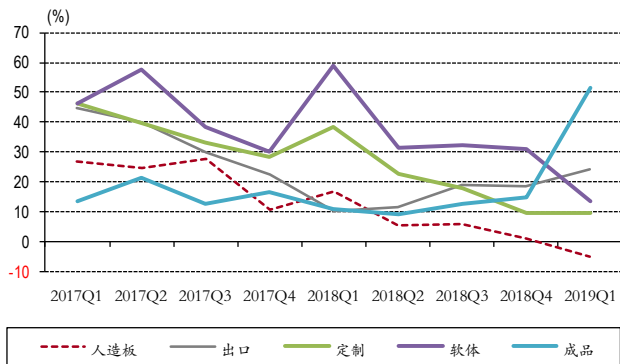
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 40. 家具各分类净利润增长状况



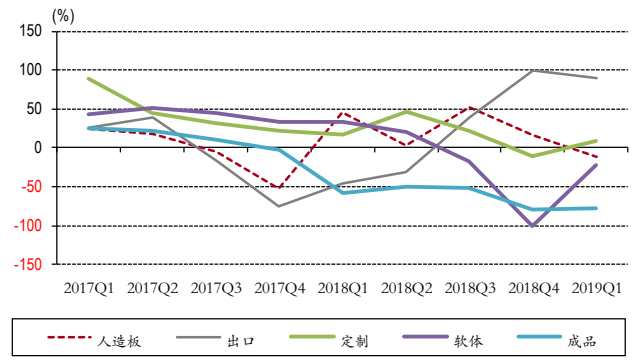
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 41. 家具各分类单季度营收增长状况



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 42. 家具各分类单季度净利润增长状况

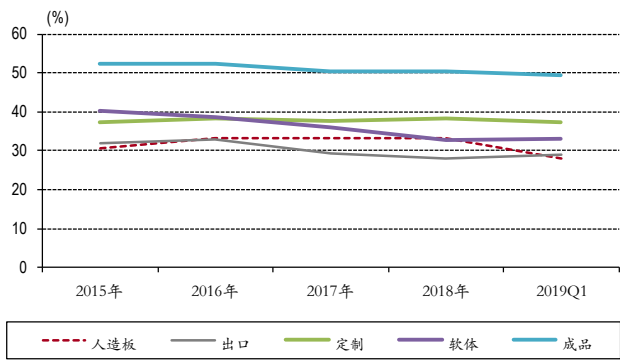


资料来源: 万得, 中银国际证券

盈利方面, 毛利率方面, 定制家具仍然维持稳健状态, 19Q1 毛利率 37.4%, 环比-0.5pct, 同比+1.5pct, 虽然价格竞争日趋激烈, 但产能利用率的提升、产品结构的改善保证了毛利率水平, 净利率 4.4%, 同比微增 0.05pct, 软体和成品家居经历了 Q4 的会计低点后 19Q1 回升正常状态。

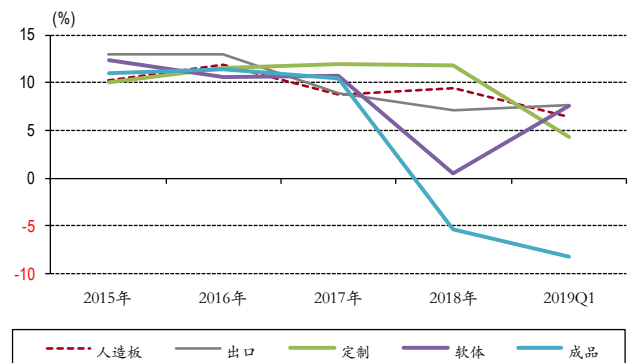
整体来看, 软体与成品在外延并购的支撑下, 18Q4 和 19Q1 的收入变现好于定制。而对于定制家具, 收入增长中枢已经在景气高点的 25-30% 回落到景气地点的 10-15%, 毛利率和净利率 Q1 的表现较为稳健, 虽然市场竞争更加激烈, 但企业仍然存在辗转的利润空间, Q2 起的增值税率降低对于盈利能力提升有帮助, 预计 Q2 仍然能够维持盈利能力。

图表 43. 家具各分类毛利率状况



资料来源: 万得, 中银国际证券

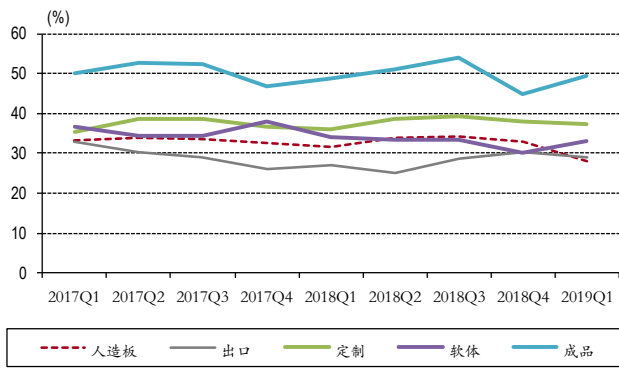
图表 44. 家具各分类净利率状况



资料来源: 万得, 中银国际证券

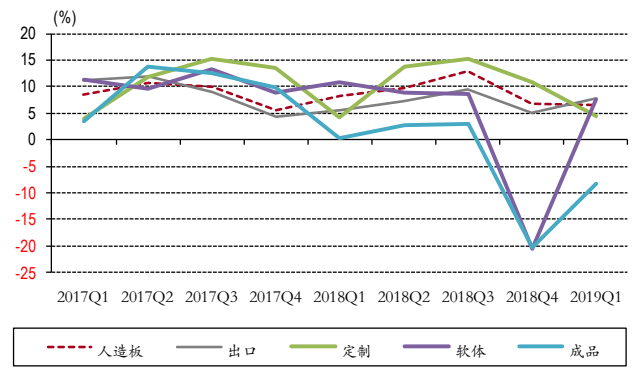


图表 45. 家具各分类单季度毛利率状况



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 46. 家具各分类单季度净利率状况



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 47. 家具行业 18 年和 19Q1 经营状况

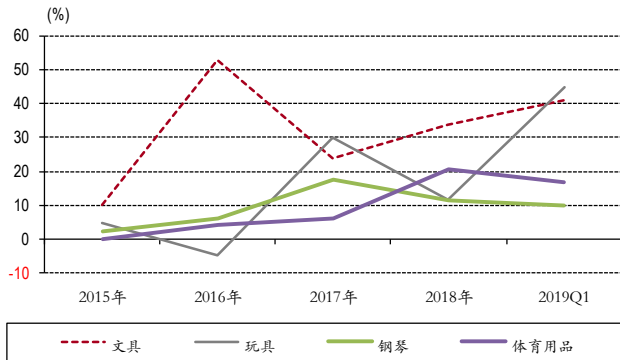
证券代码	证券简称	总市值(亿元)	营收 YOY(18 年)	归母净利润 YOY(18 年)	营收 YOY(19Q1)	归母净利润 YOY(19Q1)
603833.SH	欧派家居	504.4	18.5	20.9	15.6	25.1
603816.SH	顾家家居	213.7	37.6	20.3	32.8	10.0
002572.SZ	索菲亚	205.6	18.7	5.8	(4.7)	3.7
300616.SZ	尚品宅配	171.9	24.8	25.5	15.7	31.6
600337.SH	美克家居	91.8	25.9	23.5	5.2	6.1
002489.SZ	浙江永强	88.3	(3.3)	(237.7)	12.7	813.2
603848.SH	好太太	88.0	17.7	26.6	0.3	6.4
000910.SZ	大亚圣象	69.5	3.0	10.0	1.1	9.7
600978.SH	宜华生活	64.2	(7.7)	(48.6)	(2.5)	(38.1)
603313.SH	梦百合	58.7	30.4	19.4	28.8	1547.3
002631.SZ	德尔未来	58.2	10.5	21.2	2.4	(20.2)
603898.SH	好莱客	57.8	14.5	9.8	5.2	8.2
603801.SH	志邦家居	52.5	12.8	16.5	5.2	4.9
002240.SZ	威华股份	46.3	25.0	509.3	10.8	423.8
603008.SH	喜临门	44.5	32.1	(254.5)	(5.6)	(56.0)
603180.SH	金牌厨柜	42.3	18.0	26.1	6.2	2.7
603818.SH	曲美家居	38.3	37.9	(124.0)	154.8	(57.9)
603661.SH	恒林股份	35.2	22.3	3.1	31.4	132.0
300749.SZ	顶固集创	34.1	2.9	3.0	1.8	(137.2)
002853.SZ	皮阿诺	31.3	34.3	38.0	16.3	16.1
603226.SH	菲林格尔	31.2	4.8	23.4	(17.8)	(24.4)
603600.SH	永艺股份	30.8	31.0	3.7	8.6	48.0
603208.SH	江山欧派	25.8	27.1	11.0	21.5	9.7
603709.SH	中源家居	25.5	13.2	1.3	38.7	104.8
603326.SH	我乐家居	24.5	18.3	21.6	22.6	116.2
000663.SZ	永安林业	22.5	(36.7)	(3401.0)	1.3	25.3
300729.SZ	乐歌股份	21.2	26.6	(8.3)	(0.7)	(25.6)
603389.SH	亚振家居	20.5	(27.2)	(241.0)	(5.8)	(179.2)

资料来源: 万得, 中银国际证券

## 文娱用品：文具龙头表现稳健

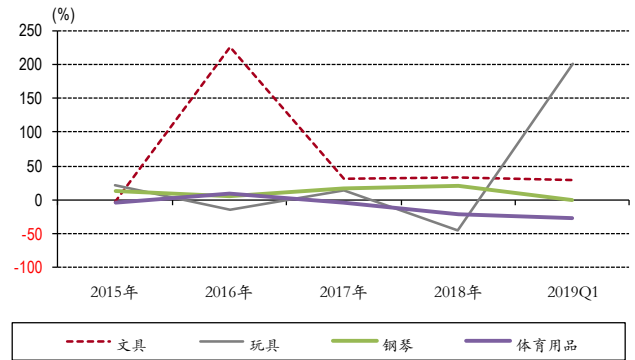
文娱用品行业整体表现较好，内销零售型的文具 Q1 增长稳中向好，钢琴和体育用品 Q1 相对于 18 年有所回落。文具龙头表现出了稳健强劲的成长能力，晨光文具 18Q4 和 19Q1 分别实现营收 29.3% 和 28.0% 的增长，净利润 27.1%、26.4% 的增长；玩具在并购整合和转型带领下，19Q1 营收和利润有明显提速。毛利率方面，文具、钢琴保持稳定，体育用品和玩具呈一定下降趋势。

图表 48. 文娱用品行业营收增长状况



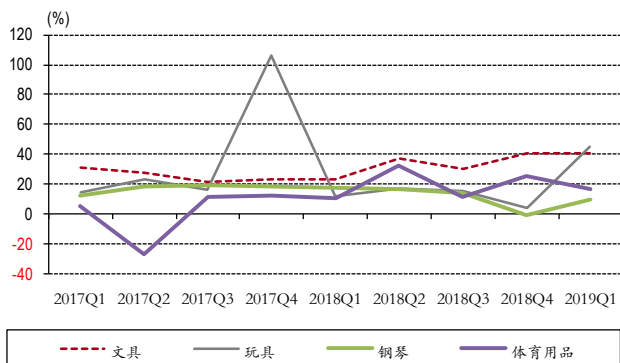
资料来源：万得，中银国际证券

图表 49. 文娱用品行业净利润增长状况



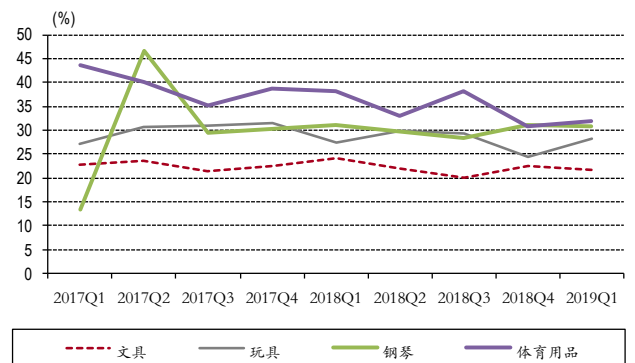
资料来源：万得，中银国际证券

图表 50. 文娱用品行业单季度营收增长状况



资料来源：万得，中银国际证券

图表 51. 文娱用品行业单季度毛利率状况



资料来源：万得，中银国际证券

图表 52. 文娱用品行 18 年报和 19 一季报经营状况

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	营收 YOY(18 年)	归母净利润 YOY(18 年)	营收 YOY(19Q1)	归母净利润 YOY(19Q1)
603899.SH	晨光文具	344.2	34.3	27.3	28.0	26.4
002678.SZ	珠江钢琴	105.0	10.3	7.0	8.1	9.2
002301.SZ	齐心集团	68.3	33.3	36.9	53.8	30.8
002605.SZ	姚记扑克	42.6	42.4	68.8	203.7	269.1
002575.SZ	群兴玩具	42.4	(64.7)	132.3	1241.2	1073.0
300651.SZ	金陵体育	40.8	35.2	(19.3)	30.4	5.5
002348.SZ	高乐股份	35.9	25.6	(79.5)	32.2	80737.8
603398.SH	邦宝益智	32.0	17.6	(32.1)	105.5	254.0
300329.SZ	海伦钢琴	22.2	12.3	33.0	11.5	(8.6)
300703.SZ	创源文化	18.7	18.1	37.6	18.8	406.3
002862.SZ	实丰文化	17.3	(8.9)	(26.3)	(3.0)	(123.9)
002899.SZ	英派斯	16.8	5.9	(24.6)	3.0	(61.1)

资料来源：万得，中银国际证券

附录图表 53. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2018A	2019E	2018A	2019E	
<b>造纸</b>									
000488.SZ	晨鸣纸业	未有评级	5.52	132.00	0.86	0.88	6.40	6.20	6.09
002511.SZ	中顺洁柔	买入	10.10	132.00	0.31	0.39	32.40	26.00	2.63
002078.SZ	太阳纸业	增持	6.44	167.00	0.86	0.89	7.50	7.20	4.88
600567.SH	山鹰纸业	未有评级	3.37	155.00	0.70	0.70	4.80	4.80	2.90
<b>包装印刷</b>									
002701.SZ	奥瑞金	未有评级	4.89	115.00	0.10	0.39	51.10	12.70	2.38
002014.SZ	永新股份	未有评级	7.59	38.00	0.45	0.52	17.00	14.70	2.99
002228.SZ	合兴包装	买入	4.77	56.00	0.20	0.29	23.90	16.70	2.40
601515.SH	东风股份	未有评级	8.96	120.00	0.56	0.63	16.00	14.20	2.87
002191.SZ	劲嘉股份	增持	12.58	184.00	0.50	0.60	25.40	21.00	4.61
603429.SH	集友股份	增持	22.23	55.00	0.47	0.72	47.70	30.90	2.52
002303.SZ	美盈森	未有评级	5.37	82.00	0.26	0.33	20.50	16.30	2.98
300057.SZ	万顺股份	未有评级	6.80	36.00	0.23	0.32	29.80	21.20	5.94
002229.SZ	鸿博股份	未有评级	7.88	39.00	0.01	0.10	765.70	80.40	3.20
002599.SZ	盛通股份	未有评级	11.57	38.00	0.38	0.47	30.20	24.60	4.86
002831.SZ	裕同科技	未有评级	46.36	185.00	2.36	2.48	19.60	18.70	13.82
<b>家具</b>									
603008.SH	喜临门	未有评级	10.99	43.00	(1.11)	0.58	(9.90)	19.10	5.85
002572.SZ	索菲亚	买入	20.17	186.00	1.04	1.17	19.40	17.20	4.36
000910.SZ	大亚圣象	未有评级	11.78	65.00	1.31	1.47	9.00	8.00	7.80
600337.SH	美克家居	未有评级	4.66	83.00	0.25	0.31	18.30	15.10	2.64
600978.SH	宜华生活	未有评级	3.90	58.00	0.26	0.31	15.00	12.60	5.71
603818.SH	曲美家居	增持	7.25	36.00	(0.12)	0.44	(60.30)	16.50	2.88
603898.SH	好莱客	未有评级	17.07	54.00	1.22	1.39	14.00	12.30	7.37
002853.SZ	皮阿诺	未有评级	18.14	28.00	0.91	1.17	19.80	15.50	6.72
300616.SZ	尚品宅配	买入	80.80	161.00	2.40	2.90	33.60	27.80	15.23
603208.SH	江山欧派	未有评级	29.29	24.00	1.89	2.55	15.50	11.50	13.71
603313.SH	梦百合	买入	23.59	57.00	0.77	1.50	30.60	15.70	7.42
603180.SH	金牌厨柜	未有评级	57.33	39.00	3.11	3.73	18.40	15.40	14.73
603801.SH	志邦家居	增持	29.54	47.00	1.71	1.98	17.30	14.90	11.68
603326.SH	我乐家居	买入	10.38	23.00	0.45	0.68	23.00	15.30	3.67
603816.SH	顾家家居	买入	46.53	200.00	2.30	2.90	20.20	16.00	10.95
603833.SH	欧派家居	买入	115.44	485.00	3.74	4.32	30.90	26.70	18.23
002798.SZ	帝欧家居	买入	19.33	75.00	0.99	1.31	19.60	14.70	8.61
<b>文教娱乐</b>									
300329.SZ	海伦钢琴	未有评级	8.30	21.00	0.21	0.24	38.60	34.60	3.64
002094.SZ	青岛金王	未有评级	5.37	37.00	0.15	0.42	35.60	12.70	4.23
603899.SH	晨光文具	买入	36.47	336.00	0.88	1.13	41.60	32.30	3.69
002925.SZ	盈趣科技	买入	48.90	224.00	1.77	2.25	27.60	21.70	7.47

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 2019 年 5 月 6 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：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 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士，或将此报告全部或部分公开发表。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