

## 造纸盈利拐点已现，家具收入增速企稳

轻工造纸行业 2018 年年报及一季报总结

东方证券  
ORIENT SECURITIES

## 核心观点

- **2019 年一季度，基金重仓轻工股持仓及超配比例环比均有所下降，家居个股关注度提升。**2019Q1 基金重仓轻工股配置比例已回落至 2015 年年初水平。晨光文具仍稳居重仓股榜首，欧派家居等家具个股关注度提升。
- **2019 年一季度，轻工行业整体收入端增速企稳，盈利环比小幅改善。**收入端，轻工制造行业受下游需求疲软拖累，营收增速自 2018Q3 放缓，2019Q1 收入端逐步企稳。利润端，剔除商誉减值、并购等因素影响，2019Q1 行业盈利环比小幅改善、同比降幅收窄；各子板块中，2019Q1 归母净利润同比增速由高到低依次为：文娱用品（35.79%）、家具（27.19%）、包装印刷（11.91%）、其他家用轻工（10.16%）、造纸（-48.75%），其中，造纸、其他家用轻工、文娱用品子板块归母净利润相比 2018Q4 环比均有增长。
- **造纸：2018 年下半年行业景气下滑，2019 年一季度盈利触底回升。**2018 年造纸板块营收增速较 2017 年显著放缓，2018 年下半年需求下滑超预期造成行业景气快速回落，纸价前期大幅下跌导致 2019Q1 收入端继续承压。2018 年下半年，原材料成本由于供需关系相对紧张，并未随纸价同步回落，导致行业盈利水平迅速下滑，2019Q1 造纸板块盈利触底，毛利率、净利率环比均有改善。随着 3-5 月份涨价函逐步落实，预计造纸行业盈利有望继续回升。
- **家具：成品家具 2019 年一季报整体优于定制家具，收入端有望逐季改善。**2018 年家具板块营收同比增速逐季回落，受成品家具拉动，2019Q1 家具板块收入端企稳，但定制家具收入端暂未改善。利润端，2018 年家具板块归母净利润同比增速大幅下滑，2019Q1 板块利润快速回升，成品家具改善幅度大于定制家具。盈利能力方面，家具板块毛利率稳中有升，2019Q1 净利率有所回暖。从预收账款占营收比重指标来看，2019Q1 定制家具同比提升 1.4pct，订单有望转暖；一二线城市地产交易回暖有利于家具行业基本面改善，定制家具收入端或将逐季改善。
- **包装印刷：收入端 2018 年四季度触底，2019 年一季度同比转暖。**2018 年下半年终端需求下滑超预期，包装印刷板块营收增速于 2018Q4 触底，2019Q1 收入端同比回暖。2019Q1 期间费用率环比下降，净利率环比提升。
- **文娱用品：收入、利润增速稳中有升，盈利能力向好。**2018 年度及 2019 年一季度，文娱用品板块收入端稳健增长，2019Q1 利润增速大幅提升，业绩亮眼。盈利能力方面，2018Q4 以来文娱用品板块毛利率持续提升，2019Q1 期间费用率下降，归母净利率环比改善。

## 投资建议

- **造纸行业盈利拐点已现，未来 1-2 年将是废纸政策兑现的关键时期，利好原材料自供的企业。**短期内，随着 3-5 月份涨价函的逐步落实，原材料端木浆成本的下降，预计造纸行业盈利有望逐季改善。中长期，中国将于 2020 年底全面停止进口废纸，考虑到固废供给有限，届时或将出现废纸供应缺口，木浆替代逻辑有望演绎，因此我们看多未来 1-2 年造纸行业原材料价格，利好原材料自供的企业。

## 风险提示

- **宏观经济增速放缓、终端需求下滑超预期的风险；地产销售不及预期风险**

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

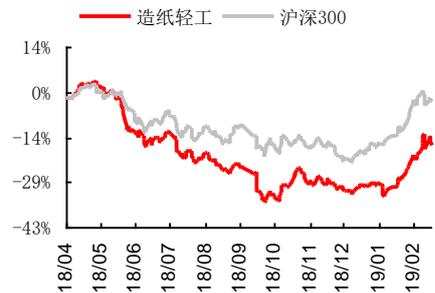
行业

造纸轻工

报告发布日期

2019 年 05 月 13 日

## 行业表现



资料来源：WIND

证券分析师

李雪君

021-63325888\*6069

lixuejun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517020001

联系人

吴瑾

021-63325888-6088

wujin@orientsec.com.cn

## 相关报告

聚焦文化纸龙头，把握相对确定性	2018-12-03
废纸进口许可批复延续，箱板纸价格旺季不旺盈利减弱	2018-10-19
废纸进口量 1-7 月累计同比减半，持续减量格局已定	2018-08-27

## 目 录

<b>1、2019Q1 轻工板块整体表现弱于市场，家居个股关注度较高 .....</b>	<b>6</b>
1.1 行情回顾：轻工板块表现整体弱于市场走势 .....	6
1.2 基金持仓分析：2019Q1 轻工整体配置比例下滑，家具个股关注度提升 .....	7
<b>2、2018 年轻工行业盈利下滑，2019 年一季度盈利环比改善 .....</b>	<b>11</b>
2.1 造纸：2018 年下半年行业景气下滑，2019 年一季度盈利触底回升 .....	15
2.2 家具：2019 年一季报成品家具整体优于定制家具，收入端有望逐季改善 .....	18
2.3 包装印刷：2019 年一季度收入端回暖，利润端同比提升 .....	22
2.4 文娱用品：收入、利润增速稳中有升，盈利能力向好 .....	25
<b>3、投资建议 .....</b>	<b>27</b>
<b>风险提示 .....</b>	<b>28</b>

## 图表目录

图 1：2019 年至今轻工制造板块表现整体弱于市场走势 .....	6
图 2：2019 年至今轻工制造板块表现在各行业中排名偏后 .....	6
图 3：包装印刷和家具板块表现相对强势.....	6
图 4：2019Q1 基金重仓轻工股持仓、超配比例环比均有下降.....	7
图 5：2019Q1 家具、造纸、文娱用品配置比例环比下降，包装印刷持平，其他家用轻工环比有所提升 .....	7
图 6：晨光文具仍稳居重仓股榜首，欧派家居等家具个股关注度提升.....	8
图 7：晨光文具 2019Q1 重仓股配置比例、超配比例环比下降 0.19pct、0.19pct.....	9
图 8：欧派家居 2019Q1 重仓股配置比例、超配比例环比提升 0.04pct、0.04pct.....	9
图 9：索菲亚 2019Q1 重仓股配置比例、超配比例环比下降 0.09pct、0.10pct .....	9
图 10：尚品宅配 2019Q1 重仓股配置比例、超配比例环比提升 0.05pct、0.05pct .....	9
图 11：裕同科技 2019Q1 重仓股配置比例、超配比例环比下降 0.02pct、0.02pct .....	10
图 12：太阳纸业 2019Q1 重仓股配置比例、超配比例环比下降 0.07pct、0.07pct .....	10
图 13：帝欧家居 2019Q1 重仓股配置比例、超配比例环比提升 0.03pct、0.02pct .....	10
图 14：大亚圣象 2019Q1 重仓股配置比例、超配比例环比下降 0.02pct、0.02pct .....	10
图 15：劲嘉股份 2019Q1 重仓股配置比例、超配比例环比提升 0.02pct、0.01pct .....	11
图 16：中顺洁柔 2019Q1 重仓股配置比例、超配比例环比下降 0.07pct、0.07pct .....	11
图 17：2018 年轻工制造行业营收增速显著放缓 .....	12
图 18：轻工行业营收增速自 2018Q3 下滑，2019Q1 企稳 .....	12
图 19：2019Q1 文娱用品营收同比增速远高于轻工行业平均.....	12
图 20：2018 年轻工制造行业归母净利润同比增速显著回落 .....	13
图 21：行业盈利自 2018Q3 下滑，2019Q1 环比小幅改善 .....	13
图 22：2019Q1 文娱用品归母净利润增速位列行业第一.....	13
图 23：2019Q1 造纸、其他家用轻工、文娱用品归母净利润环比均有改善.....	13
图 24：2019Q1 行业毛利率环比、同比分别下降 0.91pct、2.07pct .....	14
图 25：2019Q1 行业期间费用率环比下降 1pct，同比增加 0.7pct.....	14
图 26：2019Q1 行业归母净利率环比提升 1.04pct、同比下降 1.66pct .....	14
图 27：2019Q1 造纸板块现金循环周期显著缩短，效率提升.....	15
图 28：2019Q1 包装印刷板块存货周转天数同比下降 .....	15
图 29：2019Q1 轻工各板块应收账款周转天数略有上升.....	15
图 30：除包装印刷外，2019Q1 轻工各板块应付账款周转天数均出现同比上升.....	15
图 31：2018 年及 2019Q1 造纸板块营收同比增速显著放缓 .....	16
图 32：2018 年造纸板块营业收入自 2018Q3 起环比下滑 .....	16
图 33：2018 年机制纸及纸板产量同比下滑 7.0% .....	16

图 34: 2018Q3 以来, 各纸种价格大幅下跌.....	16
图 35: 2019Q1 造纸板块归母净利润同比下降 48.75%.....	17
图 36: 2019Q1 造纸板块归母净利润环比增长 17.90%.....	17
图 37: 2019Q1 造纸板块毛利率、净利率环比均有改善.....	17
图 38: 2019Q1 造纸板块期间费用率环比下降 1.25pct.....	17
图 39: 以双胶纸为例, 行业盈利已于 2019 年 1 月触底回升.....	18
图 40: 以铜版纸为例, 行业盈利已于 2019 年 1 月触底回升.....	18
图 41: 2018 年家具板块营收同比增速放缓.....	18
图 42: 2018 年家具板块营收增速逐季回落, 2019Q1 趋稳.....	18
图 43: 2018 年定制家具、成品家具营收增速均明显放缓.....	19
图 44: 2019Q1 成品家具营收增速超过定制家具.....	19
图 45: 2018 年家具板块利润增速大幅下滑.....	20
图 46: 2018Q4 家具板块利润增速大幅下滑, 2019Q1 回升.....	20
图 47: 2018 年定制家具、成品家具利润增速显著回落.....	20
图 48: 2019Q1 成品家具盈利改善幅度大于定制家具.....	20
图 49: 2018 年家具板块毛利率同比 2017 年小幅提升.....	21
图 50: 2019Q1 家具板块毛利率环比下降, 同比略有提升.....	21
图 51: 2018 年家具板块净利率同比下降 1.42pct.....	21
图 52: 2018Q4 家具板块净利率降幅较大, 2019Q1 回升.....	21
图 53: 2019Q1 家具板块销售、管理费用率同比有所提升.....	22
图 54: 2019Q1 板块期间费用率同比提升由成品家具拉动.....	22
图 55: 2019Q1 定制家具预收款占营收比重同比提升 1.4pct.....	22
图 56: 2019 年 3 月一二线城市商品房成交数据回暖.....	22
图 57: 2018 年包装印刷板块营收同比增速提升.....	23
图 58: 2018Q3 包装印刷板块营收增速下滑, 2019Q1 回升.....	23
图 59: 2018 年包装印刷利润增速平稳.....	23
图 60: 2019Q1 包装印刷利润增速同比提升、环比回落.....	23
图 61: 2018 年包装印刷板块毛利率同比回落.....	24
图 62: 2019Q1 包装印刷板块毛利率同比持平, 环比下降.....	24
图 63: 2018 年包装印刷归母净利润率同比持续回落.....	24
图 64: 2019Q1 包装印刷归母净利润率同比、环比均有提升.....	24
图 65: 2019Q1 包装印刷板块期间费用率环比下降, 同比略有提升.....	25
图 66: 2018 年文娱用品板块营收同比增速持续提升.....	25
图 67: 2018Q4 文娱用品营收增速环比提升, 2019Q1 持平.....	25
图 68: 2018 年及 2019Q1 文娱用品利润增速持续提升.....	26
图 69: 2019Q1 文娱用品利润增速同比、环比均有提升.....	26

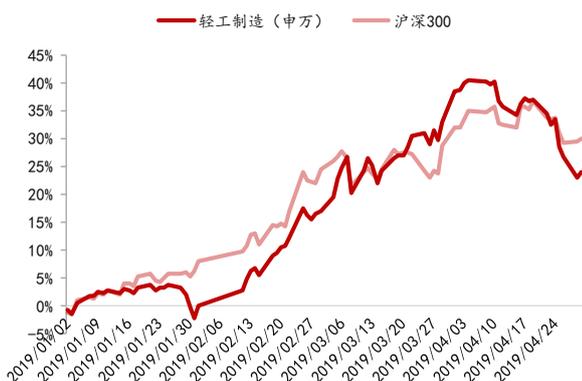
图 70：2018 年文娱用品毛利率同比提升 .....	26
图 71：2018Q4 以来文娱用品板块毛利率持续提升.....	26
图 72：2018 年文娱用品归母净利率同比增速有所回落.....	27
图 73：2019Q1 文娱用品归母净利率同比略有下滑，环比提升.....	27
图 74：2019Q1 文娱用品板块期间费用率环比、同比均有下降.....	27

# 1、2019Q1 轻工板块整体表现弱于市场，家居个股关注度较高

## 1.1 行情回顾：轻工板块表现整体弱于市场走势

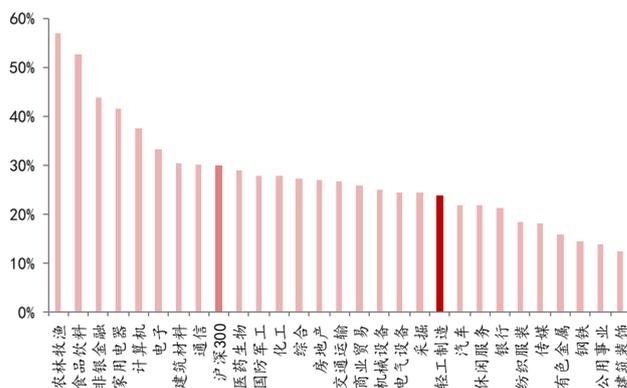
2019 年至今轻工制造板块表现整体弱于市场走势，在 A 股各行业中涨幅排名偏后。截至 2019 年 4 月 30 日，轻工行业各家公司 2018 年年报与 2019 年一季报已披露完毕。从当前市场表现来看，截至 4 月 30 日，轻工制造（申万）指数上涨 23.98%，跑输沪深 300 指数 6pct，板块表现整体弱于市场走势；在 28 个申万一级行业中位列第 19 位，涨幅排名偏后。

图 1：2019 年至今轻工制造板块表现整体弱于市场走势



资料来源：Wind，东方证券研究所

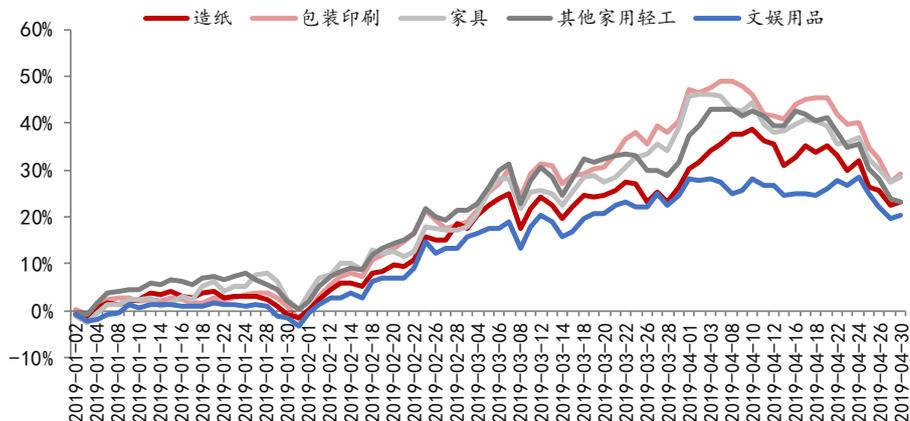
图 2：2019 年至今轻工制造板块表现在各行业中排名偏后



资料来源：Wind，东方证券研究所

各子板块中，包装印刷、家具表现相对强势。截止 2019 年 4 月 30 日，轻工各子板块中，年初至今涨幅由高到低排名依次为：包装印刷、家具、造纸、其他家用轻工、文娱用品，涨幅分别为 29.05%、28.35%、23.14%、23.04%、20.37%，其中包装印刷和家具子板块表现相对强势。

图 3：包装印刷和家具板块表现相对强势

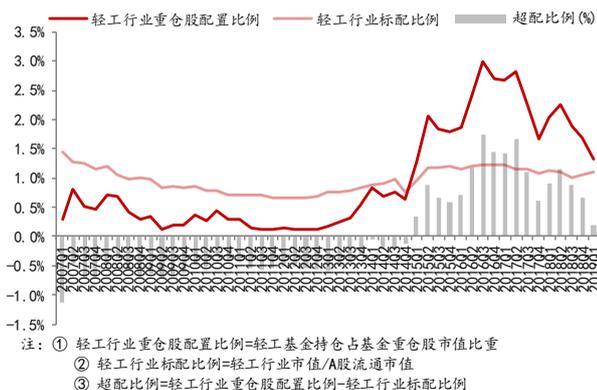


资料来源：Wind，东方证券研究所

## 1.2 基金持仓分析：2019Q1 轻工整体配置比例下滑，家具个股关注度提升

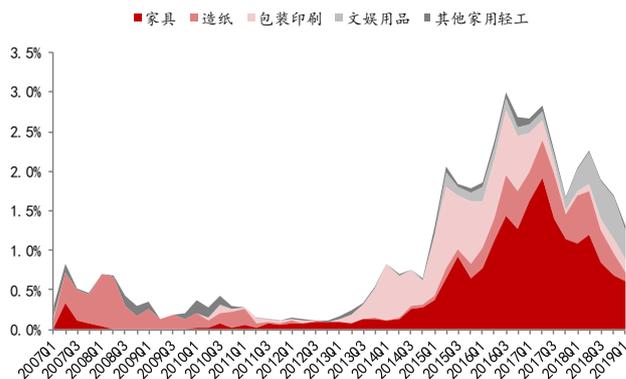
2019 年一季度，基金重仓轻工股持仓及超配比例环比均有所下降。本篇报告关于基金持仓分析的统计，范围限于普通股票型基金、偏股混合型基金、平衡混合型基金及灵活配置型基金 4 类。2019 年一季度，基金重仓轻工股配置比例环比下降 0.38pct 至 1.31%，超配比例环比下降 0.45pct 至 0.20%，整体配置比例已回落至 2015 年年初水平。细分子板块，2019Q1 家具、造纸、文娱用品板块重仓配置比例环比均出现下降，包装印刷环比持平，其他家用轻工板块环比有所提升。具体而言，家具板块环比下降 0.07pct 至 0.61%，造纸板块环比下降 0.17pct 至 0.11%，文娱用品板块环比下降 0.17pct 至 0.36%；包装印刷板块重仓配置比例与上季度持平，仍为 0.18%；其他家用轻工板块重仓配置比例环比提升 0.03pct 至 0.06%。

图 4：2019Q1 基金重仓轻工股持仓、超配比例环比均有下降



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 5：2019Q1 家具、造纸、文娱用品配置比例环比下降，包装印刷持平，其他家用轻工环比有所提升



资料来源：Wind，东方证券研究所

晨光文具仍稳居重仓股榜首，欧派家居等家具个股关注度提升。（1）按持股基金数排序，2019Q1 晨光文具仍稳居榜首，但持股基金数环比减少 12 家；索菲亚、欧派家居位列第二、第三，持股基金数较上一季度环比分别增加 21 家和 8 家；（2）按持股市值排序，十大重仓股中晨光文具、欧派家居、索菲亚位居前三；细分子板块，①文娱用品：晨光文具持股总量环比减少 16%；②家具及其他家用轻工：欧派家居、尚品宅配、帝欧家居持股总量环比分别增加 71%、130%、191%，索菲亚、大亚圣象持股总量环比分别减少 22%、7%；③造纸：太阳纸业、中顺洁柔持股总量环比分别减少 39%、51%；④包装印刷：裕同科技、劲嘉股份持股总量环比分别增加 3%、115%。

**图 6：晨光文具仍稳居重仓股榜首，欧派家居等家具个股关注度提升**
**基金持仓轻工行业前十大重仓股（按持股基金数排序）**

排序	2019Q1			2018Q4		
	股票代码	股票名称	持股基金数	股票代码	股票名称	持股基金数
1	603899.SH	晨光文具	57	603899.SH	晨光文具	69
2	002572.SZ	索菲亚	48	002511.SZ	中顺洁柔	31
3	603833.SH	欧派家居	26	002572.SZ	索菲亚	27
4	002798.SZ	帝欧家居	25	002191.SZ	劲嘉股份	20
5	002511.SZ	中顺洁柔	24	603833.SH	欧派家居	18
6	002191.SZ	劲嘉股份	20	603816.SH	顾家家居	17
7	000910.SZ	大亚圣象	12	002078.SZ	太阳纸业	15
8	603816.SH	顾家家居	12	000910.SZ	大亚圣象	13
9	300616.SZ	尚品宅配	11	002014.SZ	永新股份	12
10	603801.SH	志邦家居	11	002798.SZ	帝欧家居	8

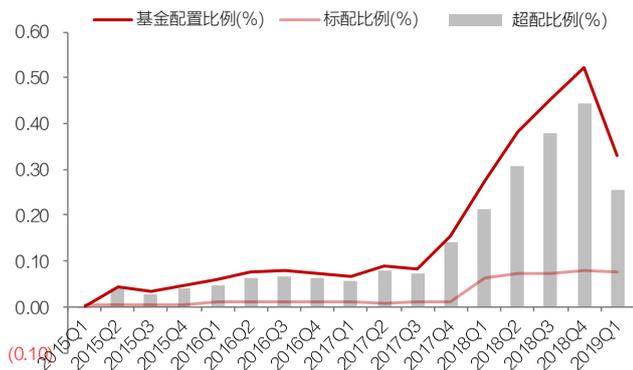
**基金持仓轻工行业前十大重仓股（按持股市值排序）**

排序	2019Q1			环比变化	2018Q4	
	股票名称	持股市值（亿元）	持股市值（亿元）		股票名称	持股市值（亿元）
1	晨光文具	24.66	29.48	-16%	晨光文具	29.48
2	欧派家居	13.24	13.04	71%	索菲亚	13.04
3	索菲亚	10.17	7.73	-22%	欧派家居	7.73
4	尚品宅配	9.51	7.09	130%	太阳纸业	7.09
5	裕同科技	5.07	6.41	3%	中顺洁柔	6.41
6	太阳纸业	4.34	4.93	-39%	裕同科技	4.93
7	帝欧家居	3.92	4.14	191%	尚品宅配	4.14
8	大亚圣象	3.37	3.86	-7%	美克家居	3.86
9	劲嘉股份	3.18	3.63	115%	大亚圣象	3.63
10	中顺洁柔	3.15	3.42	-51%	顾家家居	3.42

资料来源：Wind，东方证券研究所

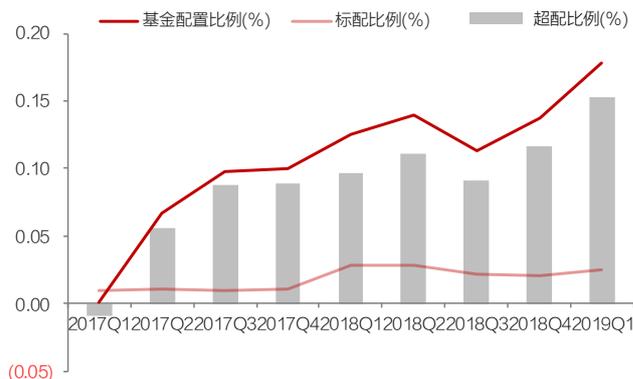
基金重仓股持仓比例环比提升的重点个股，主要集中于家具板块。细分子板块：①文娱用品：晨光文具重仓股配置比例、超配比例环比下降 0.19pct；②家具及其他家用轻工：欧派家居、尚品宅配、帝欧家居重仓股配置比例环比提升 0.04pct、0.05pct、0.03pct，索菲亚、大亚圣象重仓股配置比例环比下降 0.09pct、0.02pct；③造纸：太阳纸业、中顺洁柔重仓股配置比例环比下降 0.07pct、0.07pct；④包装印刷：裕同科技配置比例环比下降 0.02pct，劲嘉股份配置比例环比提升 0.02pct。

**图 7：晨光文具 2019Q1 重仓股配置比例、超配比例环比下降 0.19pct、0.19pct**



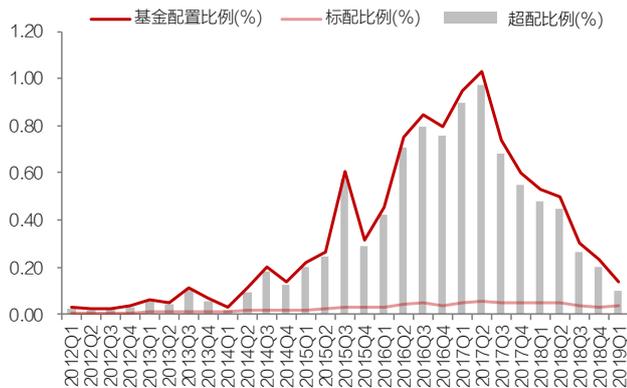
资料来源：Wind，东方证券研究所

**图 8：欧派家居 2019Q1 重仓股配置比例、超配比例环比提升 0.04pct、0.04pct**



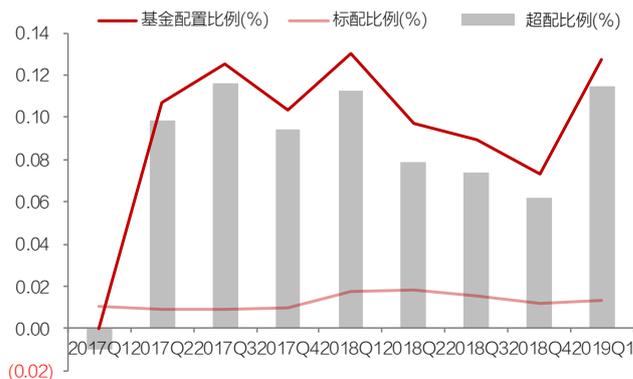
资料来源：Wind，东方证券研究所

**图 9：索菲亚 2019Q1 重仓股配置比例、超配比例环比下降 0.09pct、0.10pct**

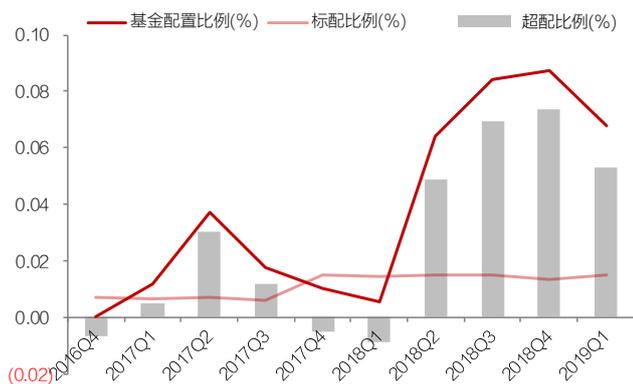


资料来源：Wind，东方证券研究所

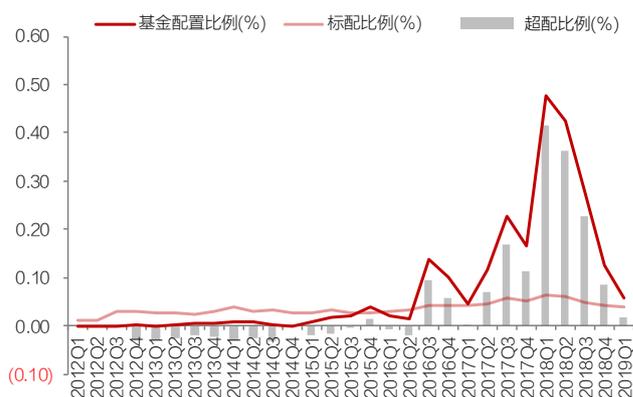
**图 10：尚品宅配 2019Q1 重仓股配置比例、超配比例环比提升 0.05pct、0.05pct**



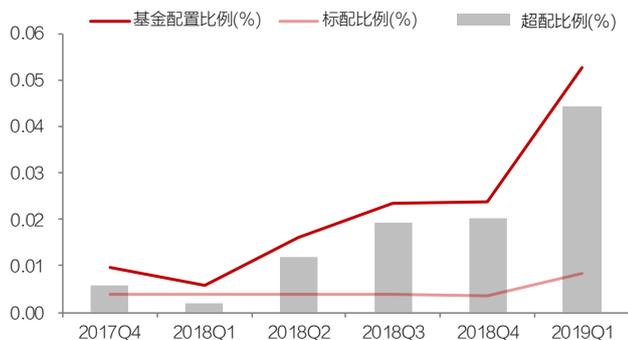
资料来源：Wind，东方证券研究所

**图 11：裕同科技 2019Q1 重仓股配置比例、超配比例环比下降 0.02pct、0.02pct**


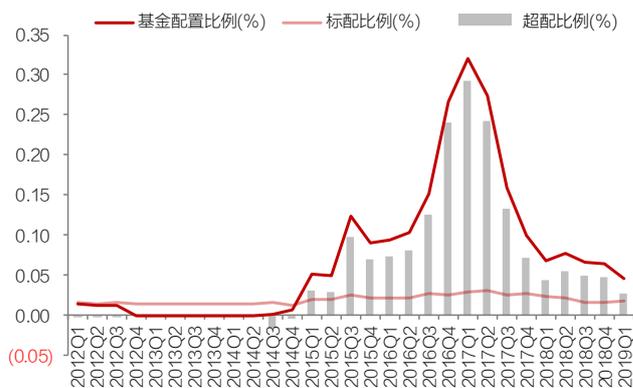
资料来源：Wind，东方证券研究所

**图 12：太阳纸业 2019Q1 重仓股配置比例、超配比例环比下降 0.07pct、0.07pct**


资料来源：Wind，东方证券研究所

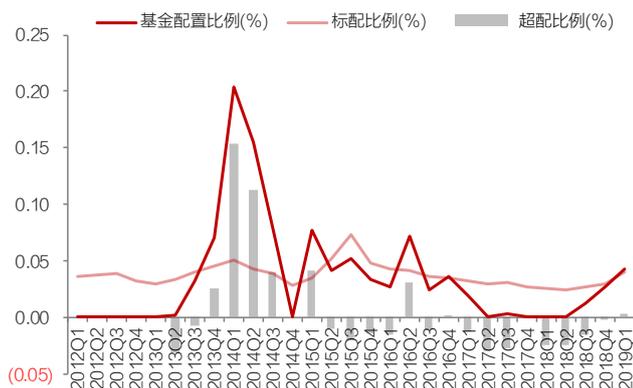
**图 13：帝欧家居 2019Q1 重仓股配置比例、超配比例环比提升 0.03pct、0.02pct**


资料来源：Wind，东方证券研究所

**图 14：大亚圣象 2019Q1 重仓股配置比例、超配比例环比下降 0.02pct、0.02pct**


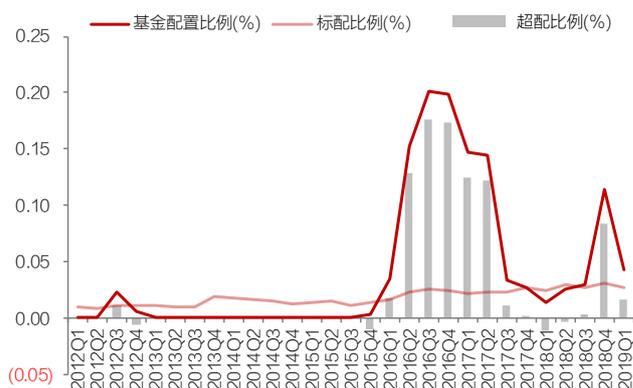
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 15：劲嘉股份 2019Q1 重仓股配置比例、超配比例环比提升 0.02pct、0.01pct



资料来源：Wind，东方证券研究所

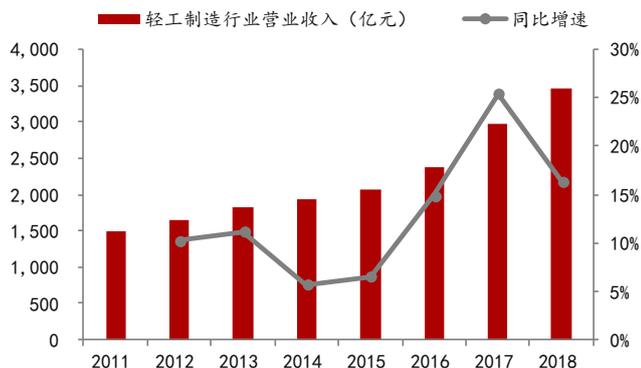
图 16：中顺洁柔 2019Q1 重仓股配置比例、超配比例环比下降 0.07pct、0.07pct



资料来源：Wind，东方证券研究所

## 2、2018 年轻工行业盈利下滑，2019 年一季度盈利环比改善

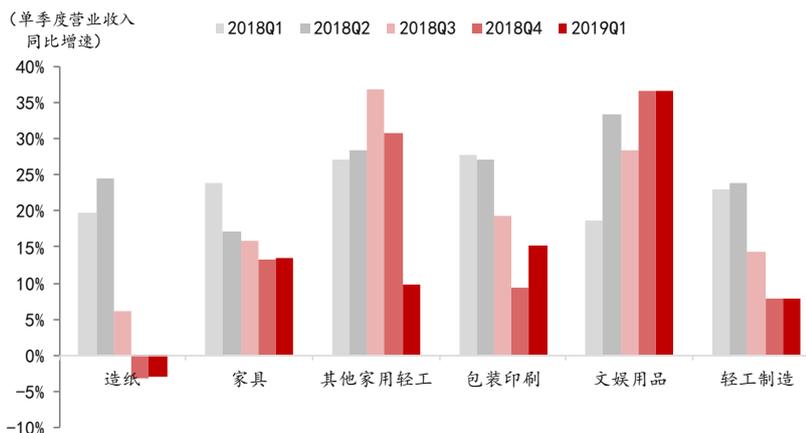
收入端，轻工制造行业营收增速自 2018Q3 放缓，2019Q1 企稳。本篇报告根据申万轻工制造分类，并剔除掉部分主业已脱离轻工行业的上市公司，以 91 家公司为样本进行分析。2018 年轻工制造行业实现营业收入 3459.68 亿元，同比增长 16.43%，较 2017 年同比增速（25.39%）显著放缓，主要系 2018Q3 以来下游需求疲软拖累所致。2019 年一季度行业营收增速企稳，2019Q1 实现营收 803.10 亿元，同比增长 7.77%，环比下降 13.99%。其中，文娱用品板块表现较为亮眼，2019Q1 营收同比增长 36.54%，远高于轻工行业平均增速；造纸板块受成品纸价格下跌影响，2019Q1 营收同比下降 2.90%，拖累轻工行业整体增速。考虑到造纸行业涨价函系数落实、家居行业地产成交数据转暖、企业订单回升，我们预计 2019Q2 轻工行业营收有望环比改善。

**图 17：2018 年轻工制造行业营收增速显著放缓**


资料来源：Wind，东方证券研究所

**图 18：轻工行业营收增速自 2018Q3 下滑，2019Q1 企稳**


资料来源：Wind，东方证券研究所

**图 19：2019Q1 文娱用品营收同比增速远高于轻工行业平均**


资料来源：Wind，东方证券研究所

**利润端，剔除商誉减值、并购等因素影响，2019Q1 行业盈利环比小幅改善、同比降幅收窄。**2018 年四季度，家具和包装印刷子板块的盈利受并购、商誉减值等因素影响较大，如曲美家居（2018 年 9 月 Ekornes 并表，并购费用达 3.13-3.30 亿元）、喜临门（2018Q4 计提商誉减值准备 2.89 亿元）、奥瑞金（2018Q4 针对中粮包装股权投资计提资产减值准备 5 亿元）、合兴包装（2018Q4 因并购形成的 2.96 亿元营业外收入重述调整至 2016 年）。剔除并表及商誉减值等因素影响，2018 年轻工制造行业实现净利润 276.80 亿元，同比增长 2.05%，较 2017 年同比增速（50.51%）显著回落。拆分单季度盈利，行业归母净利润同比增速自 2018Q3 起下滑，2018Q4 同比下降 27.01%，降幅进一步扩大。2019Q1 轻工制造行业归母净利润环比增加 2.55%，同比下降 14.29%，盈利环比小幅改善，同比降幅收窄。各子板块中，2019Q1 归母净利润同比增速由高到低依次为：文娱用

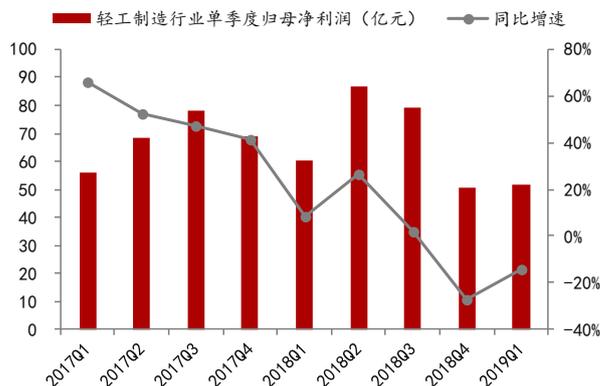
品 (35.79%)、家具 (27.19%)、包装印刷 (11.91%)、其他家用轻工 (10.16%)、造纸 (-48.75%)，其中，造纸、其他家用轻工、文娱用品子板块归母净利润相比 2018Q4 环比均有增加。

图 20：2018 年轻工制造行业归母净利润同比增速显著回落



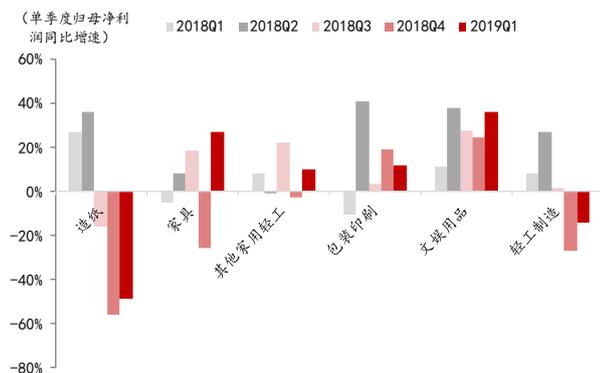
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 21：行业盈利自 2018Q3 下滑，2019Q1 环比小幅改善



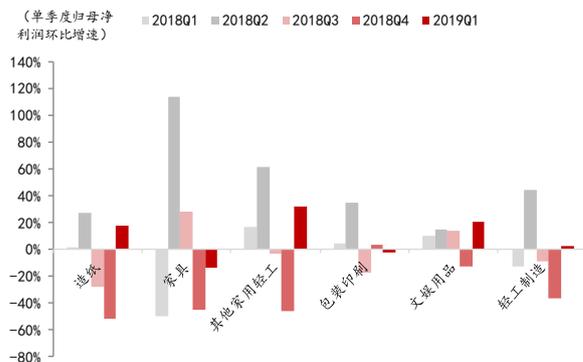
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 22：2019Q1 文娱用品归母净利润增速位列行业第一



资料来源：Wind，东方证券研究所

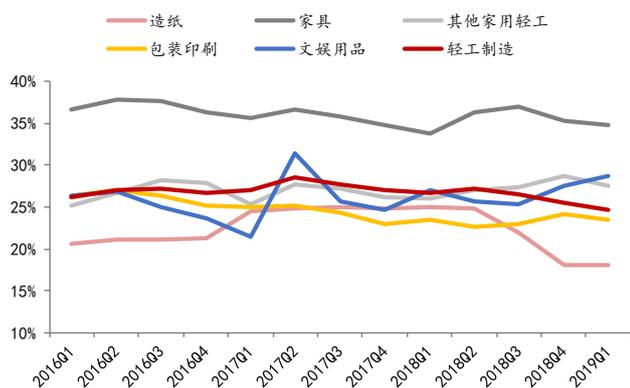
图 23：2019Q1 造纸、其他家用轻工、文娱用品归母净利润环比均有改善



资料来源：Wind，东方证券研究所

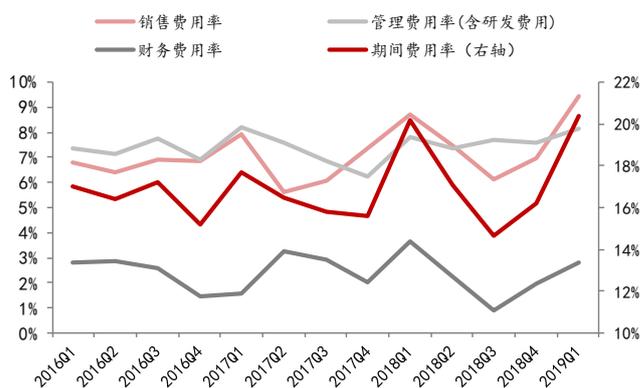
**期间费用率下降导致行业整体净利率环比提升。**从毛利率看，2018 年轻工制造行业整体毛利率为 26.48%，较 2017 年同比下降 1.06pct，2019Q1 整体毛利率为 24.63%，较 2018Q4 环比下降 0.91pct，较 2018Q1 同比下降 2.07pct，原材料价格尚未同步回落，毛利率整体暂未改善。从净利率看，剔除并表及商誉减值等因素影响，2018 年轻工制造行业整体归母净利率为 8.00%，同比下降 1.13pct，2019Q1 行业归母净利率为 6.44%，较 2018Q4 环比提升 1.04pct，较 2018Q1 同比下降 1.66pct，其中净利率环比提升主要由期间费用率下降导致：2019Q1 轻工制造行业整体期间费用率为 17.84%，较 2018Q4 环比下降 1.01pct，其中销售费用率、管理费用率环比分别下降 0.47pct、1.09pct。

图 24：2019Q1 行业毛利率环比、同比分别下降 0.91pct、2.07pct



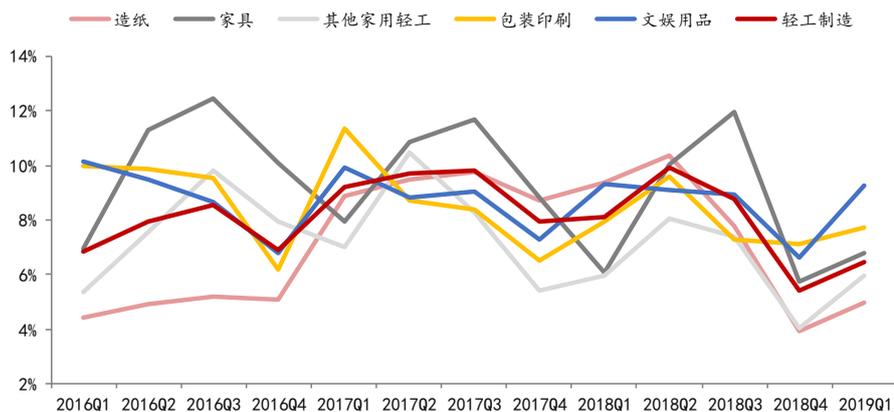
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 25：2019Q1 行业期间费用率环比下降 1pct，同比增加 0.7pct



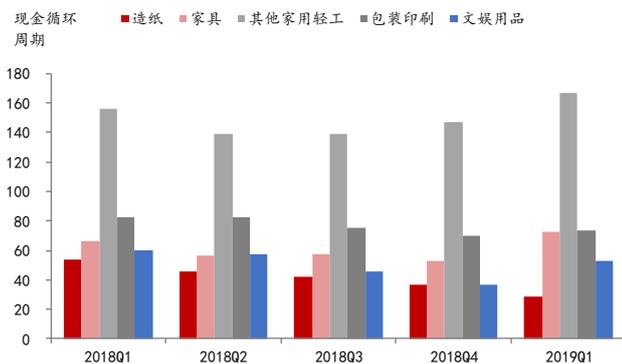
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 26：2019Q1 行业归母净利率环比提升 1.04pct、同比下降 1.66pct

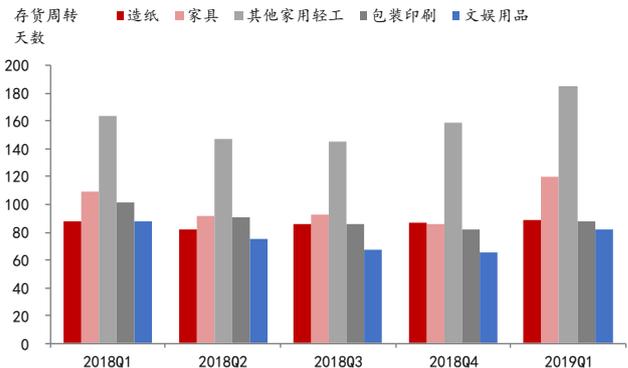


资料来源：Wind，东方证券研究所

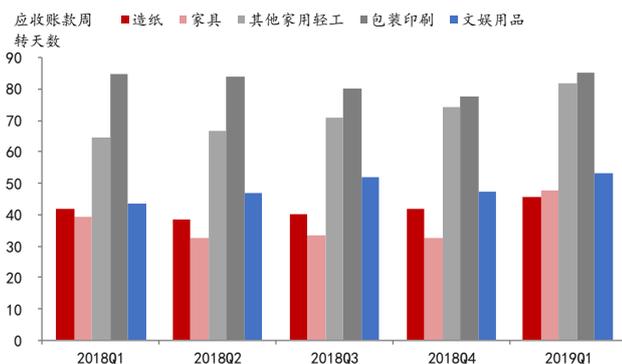
营运能力方面，2019 年一季度造纸板块现金循环周期同比显著缩短，资金周转效率提升。根据“现金循环周期=存货周转天数+应收账款周转天数-应付账款周转天数”，2019Q1 造纸板块应付账款周转天数同比增加 30 天，对上游议价能力提升，导致现金循环周期同比缩短 25 天，资金周转效率在轻工制造行业中位列第一。其次改善较明显的为包装印刷和文娱用品板块，受益于存货周转效率提升，现金循环周期分别同比下降 9 天和 7 天，资金周转效率有所提升。

**图 27：2019Q1 造纸板块现金循环周期显著缩短，效率提升**


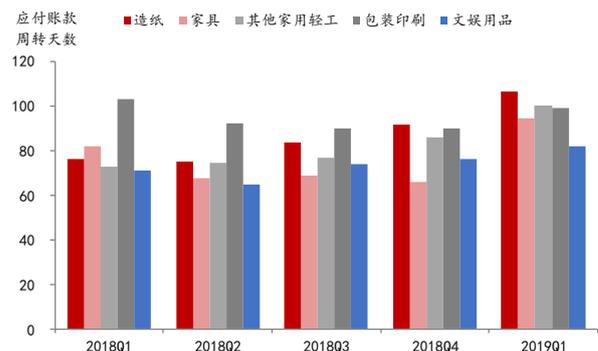
资料来源：Wind，东方证券研究所

**图 28：2019Q1 包装印刷板块存货周转天数同比下降**


资料来源：Wind，东方证券研究所

**图 29：2019Q1 轻工各板块应收账款周转天数略有上升**


资料来源：Wind，东方证券研究所

**图 30：除包装印刷外，2019Q1 轻工各板块应付账款周转天数均出现同比上升**


资料来源：Wind，东方证券研究所

## 2.1 造纸：2018 年下半年行业景气下滑，2019 年一季度盈利触底回升

**2018 年下半年需求疲软拖累行业景气下滑，造纸行业收入端承压。**2018 年造纸板块上市公司合计实现营业收入 1361.87 亿元，同比增长 10.88%，收入增速较 2017 年显著放缓。2018 年下半年需求下滑导致销量承压，根据国家统计局的数据，2018 年机制纸及纸板产量同比下滑 7.0%，6-10 月下滑幅度扩大，11、12 月有所缓和，考虑到造纸行业“以销定产”的特性，产量体现的是渠道库存及终端需求的变化，需求下滑超预期造成行业景气快速回落。2018Q3 以来，各纸种价格大幅下跌，双胶纸、铜版纸、白卡纸 2019Q1 均价环比 2018Q4 分别下跌 9.03%、13.64%、8.51%。

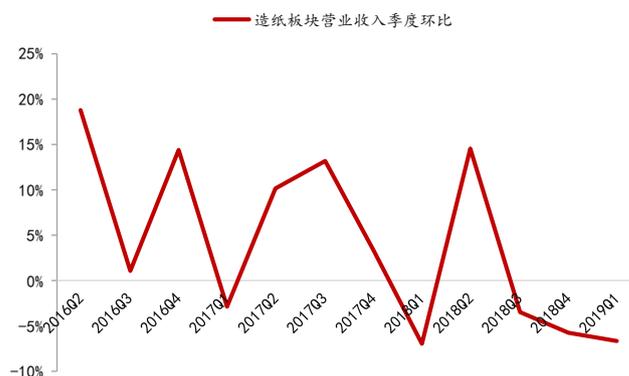
2019Q1 造纸板块公司实现营收 308.17 亿元，同比下降 2.90%，环比下降 6.72%，纸价前期大幅下跌导致 2019Q1 收入端继续承压。

图 31：2018 年及 2019Q1 造纸板块营收同比增速显著放缓



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 32：2018 年造纸板块营业收入自 2018Q3 起环比下滑



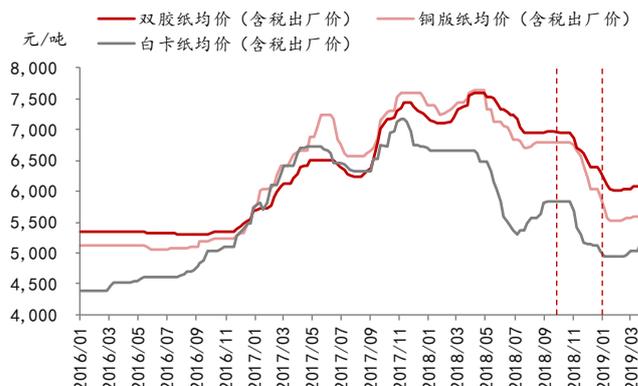
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 33：2018 年机制纸及纸板产量同比下滑 7.0%



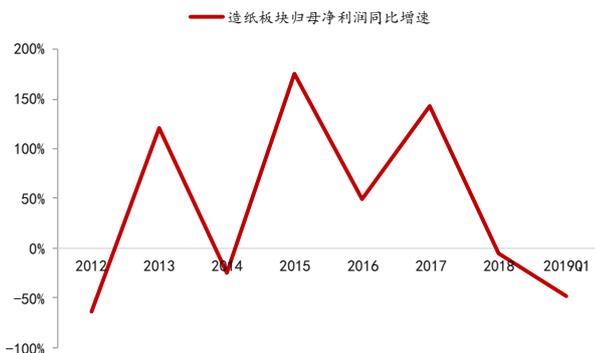
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 34：2018Q3 以来，各纸种价格大幅下跌

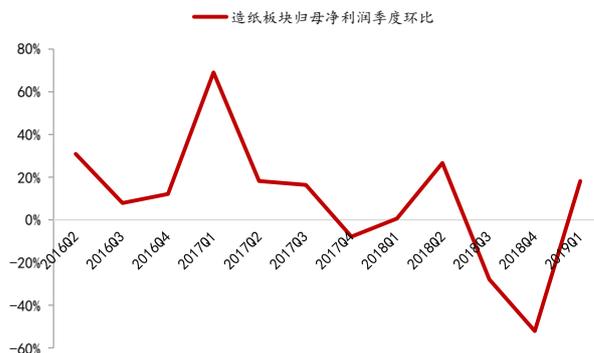


资料来源：Wind，东方证券研究所

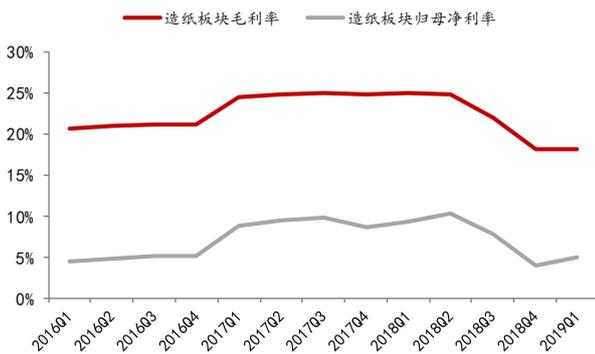
**2019Q1 造纸板块盈利触底，毛利率、净利率环比有所改善。**2018 年造纸板块实现归母净利润 107.69 亿元，同比下降 4.93%，下半年原材料成本由于供需关系相对紧张，并未随纸价同步回落，导致行业盈利水平迅速下滑。2019Q1 造纸板块盈利环比有所改善，从利润增速来看，2019Q1 板块实现归母净利润 15.27 亿元，同比下降 48.75%，环比增长 17.90%；从盈利能力来看，2019Q1 造纸行业毛利率环比提升 0.07pct 至 18.17%，归母净利润率环比提升 1.03pct 至 4.95%，毛利率、净利率均出现环比改善。

**图 35：2019Q1 造纸板块归母净利润同比下降 48.75%**


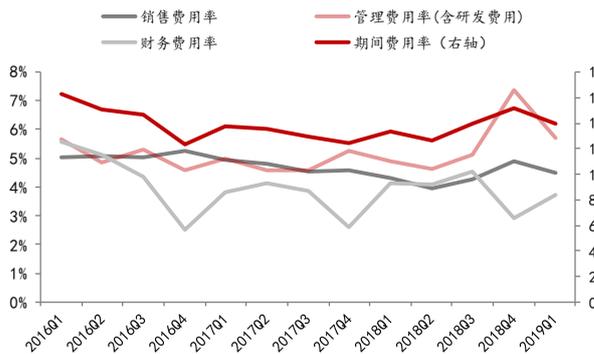
资料来源：Wind，东方证券研究所

**图 36：2019Q1 造纸板块归母净利润环比增长 17.90%**


资料来源：Wind，东方证券研究所

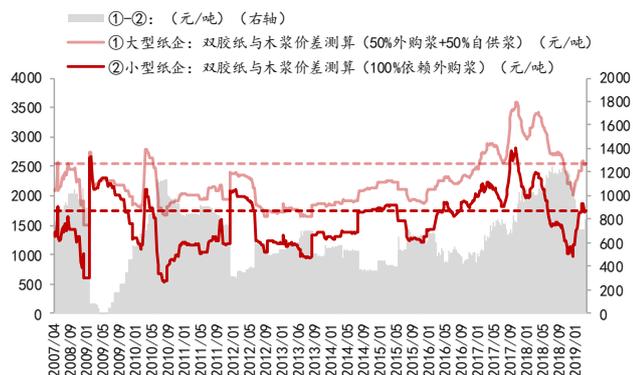
**图 37：2019Q1 造纸板块毛利率、净利率环比均有改善**


资料来源：Wind，东方证券研究所

**图 38：2019Q1 造纸板块期间费用率环比下降 1.25pct**


资料来源：Wind，东方证券研究所

随着 3-5 月份涨价函的逐步落实，我们预计造纸行业盈利有望继续改善。由于文化纸供需关系相对稳定，3-5 月涨价函已系数落实，截止目前，双胶纸本轮提价已累计落实 400-500 元/吨，铜版纸已落实 300-400 元/吨。根据模拟，双胶纸、铜版纸、白卡纸盈利已于 2019 年 1 月见底回升，2019Q2 造纸板块收入、利润端有望持续改善。

**图 39：以双胶纸为例，行业盈利已于 2019 年 1 月触底回升**


资料来源：Wind，东方证券研究所

**图 40：以铜版纸为例，行业盈利已于 2019 年 1 月触底回升**


资料来源：Wind，东方证券研究所

## 2.2 家具：2019 年一季报成品家具整体优于定制家具，收入端有望逐季改善

**2018 年家具板块营收同比增速逐季回落，2019 年一季度呈趋稳态势。**2018 年家具板块上市公司共实现营业收入 867.98 亿元，同比增长 16.80%，较 2017 年同比增速（30.49%）明显放缓；拆分单季度营收，受地产后周期影响，2018 年家具板块收入端增速逐季回落，2018Q1 至 2018Q4 同比增速分别为 23.87%、17.19%、15.88%、13.15%。2019Q1 家具板块整体实现营业收入 187.96 亿元，同比增长 13.42%，收入端呈趋稳态势。

**图 41：2018 年家具板块营收同比增速放缓**


资料来源：Wind，东方证券研究所

**图 42：2018 年家具板块营收增速逐季回落，2019Q1 趋稳**

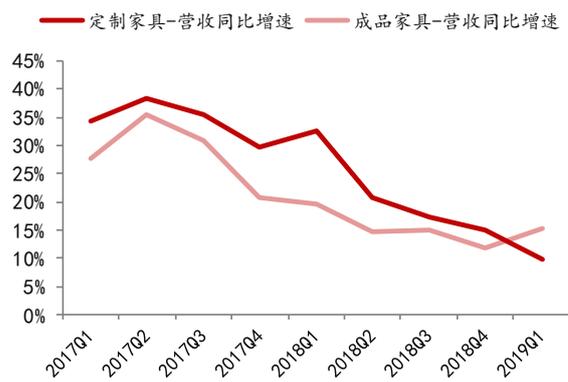

资料来源：Wind，东方证券研究所

**2019 年一季度收入端企稳主要由成品家具拉动，定制家具收入增速逐季回落趋势暂未改变。**这里将家具板块公司（22 家）划分为定制家具、成品家具两类，其中定制家具（包括欧派家居、索菲

亚、尚品宅配、志邦家居、金牌厨柜、好莱客、皮阿诺、我乐家居) 共 8 家，成品家具共 14 家。2018 年定制家具、成品家具营收增速均出现明显回落，同比 2017 年增速分别下降 14.78pct、13.11pct。2019Q1 成品家具收入端表现好于定制家具，2019Q1 成品家具营收同比增长 15.31%，较 2018Q1 同比下降 4.27pct，较 2018Q4 环比提升 3.40pct，拉动家具板块整体收入端企稳；2019Q1 定制家具营收同比增长 9.90%，较 2018Q1 同比下降 22.84pct，较 2018Q4 环比下降 5.11pct，定制家具收入端逐季回落趋势暂未改善。

**图 43：2018 年定制家具、成品家具营收增速均明显放缓**


资料来源：Wind，东方证券研究所

**图 44：2019Q1 成品家具营收增速超过定制家具**


资料来源：Wind，东方证券研究所

**利润端，2018 年家具板块归母净利润同比增速大幅下滑；2019 年一季度板块利润快速回升，成品家具改善幅度大于定制家具。**不考虑喜临门计提商誉减值准备、曲美家居并购费用的影响，2018 年家具板块上市公司共实现归母净利润 73.85 亿元，同比增长 0.12%，较 2017 年同比增速(24.02%)显著回落，主要系 2018Q4 盈利大幅下滑所致，2018Q4 家具板块归母净利润较 2017Q4 同比减少 26%，定制家具、成品家具分别同比减少 6.87%、58.56%。2019Q1 家具板块整体实现归母净利润 12.77 亿元，同比增长 27.19%；2019Q1 定制家具、成品家具归母净利润分别同比增长 18.32%、30.07%，成品家具盈利改善幅度大于定制家具。

**图 45：2018 年家具板块利润增速大幅下滑**


资料来源：Wind，东方证券研究所

**图 46：2018Q4 家具板块利润增速大幅下滑，2019Q1 回升**


资料来源：Wind，东方证券研究所

**图 47：2018 年定制家具、成品家具利润增速显著回落**


资料来源：Wind，东方证券研究所

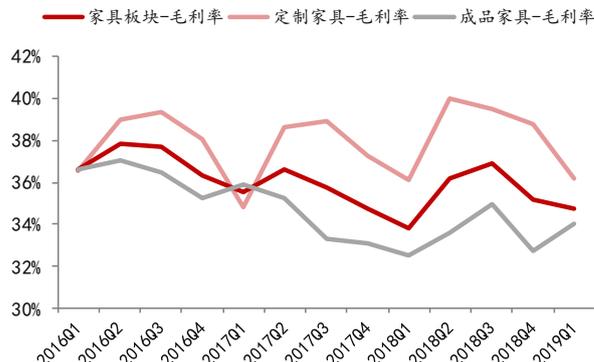
**图 48：2019Q1 成品家具盈利改善幅度大于定制家具**


资料来源：Wind，东方证券研究所

家具板块毛利率稳中有升，2019 年一季度净利率有所提升。2018 年度家具板块整体毛利率为 35.63%，与 2017 年相比小幅提升 0.02pct；2019 年一季度家具板块毛利率环比回落至 34.73%，较 2018Q1 同比提升 0.95pct，毛利率稳中有升。其中，2019Q1 定制家具毛利率为 36.15%，同比基本持平；成品家具毛利率为 34.00%，同比提升 1.48pct。净利率角度，2018 年度家具板块整体归母净利率为 8.51%，同比下降 1.42pct，其中单四季度降幅较大，2018Q4 归母净利率为 5.75%，较 2017Q4 同比下降 3.04pct；2019Q1 家具板块实现归母净利率 6.80%，较 2018Q1 提升 0.74pct，定制家具、成品家具归母净利率同比分别提升 0.33pct、0.90pct，盈利能力均有提升。

**图 49：2018 年家具板块毛利率同比 2017 年小幅提升**

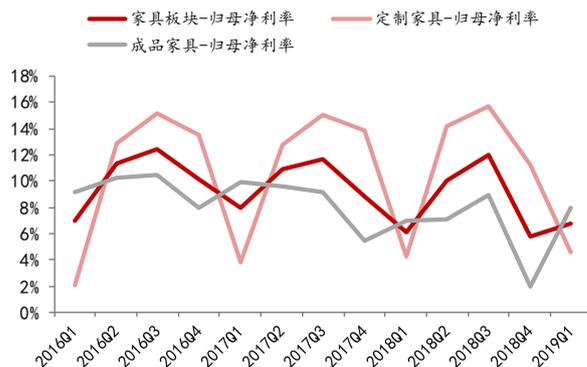

资料来源：Wind，东方证券研究所

**图 50：2019Q1 家具板块毛利率环比下降，同比略有提升**


资料来源：Wind，东方证券研究所

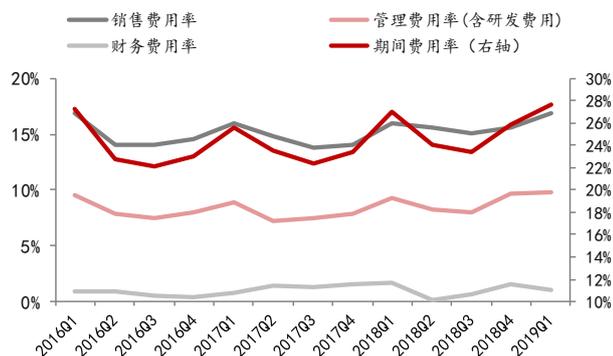
**图 51：2018 年家具板块净利率同比下降 1.42pct**


资料来源：Wind，东方证券研究所

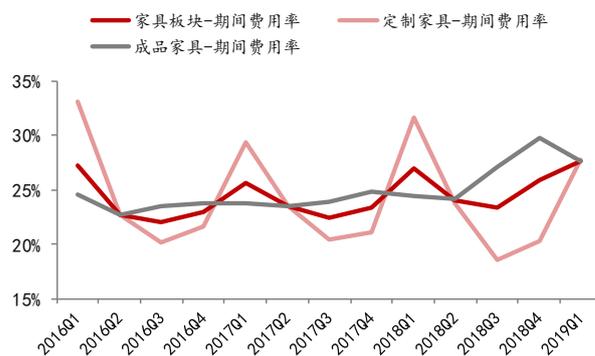
**图 52：2018Q4 家具板块净利率降幅较大，2019Q1 回升**


资料来源：Wind，东方证券研究所

**2019 年一季度成品家具加大费用投入，板块整体期间费用率同比提升。**2019Q1 家具板块期间费用率同比 2018Q1 提升 0.73pct，其中销售费用率、管理费用率（含研发费用在内）同比分别提升 0.86pct、0.51pct，财务费用率同比下降 0.64pct。板块期间费用率提升主要由成品家具加大费用投放力度所致，2019Q1 成品家具期间费用率同比提升 3.14pct，主要系上市公司加大宣传、门店投入，增加研发投入力度等；与之相反，2019Q1 定制家具期间费用率同比下降 3.76pct，定制家具费用管控力度增强。

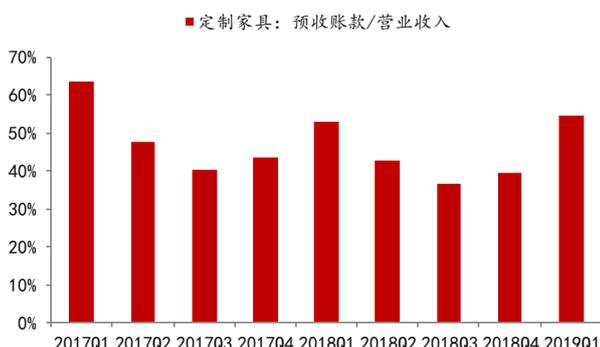
**图 53：2019Q1 家具板块销售、管理费用率同比有所提升**


资料来源：Wind，东方证券研究所

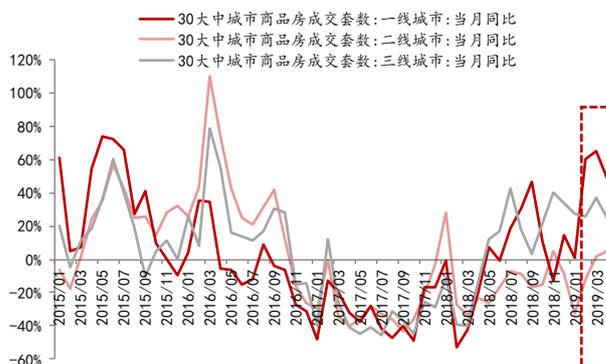
**图 54：2019Q1 板块期间费用率同比提升由成品家具拉动**


资料来源：Wind，东方证券研究所

受接单回暖影响，2019 年定制家具收入端有望逐季改善。2019 年一季度，定制家具行业加大促销力度，从预收账款占营业收入比重来看，2019Q1 定制家具该指标同比提升 1.4pct 至 54.63%，预计订单有望在二季度回暖。根据国家统计局公布的 30 大中城市商品房成交数据，2019 年 3 月一、二、三线城市成交套数同比增长 65.49%、1.73%、36.65%，较 2 月增速分别提升 5.52pct、13.91pct、11.17pct，一二线城市房地产交易回暖有利于家具行业基本面改善，2019 年定制家具收入端有望逐季回暖。

**图 55：2019Q1 定制家具预收款占营收比重同比提升 1.4pct**


资料来源：Wind，东方证券研究所

**图 56：2019 年 3 月一二线城市商品房成交数据回暖**


资料来源：Wind，东方证券研究所

### 2.3 包装印刷：2019 年一季度收入端回暖，利润端同比提升

2018 年三季度包装印刷板块营收增速下滑，2019 年一季度回升。2018 年包装印刷板块上市公司合计实现营业收入 840.95 亿元，同比增长 19.79%，收入增速较 2017 年提升 3.08pct。2018 年下

半年下游需求下滑超预期，板块营收增速自 2018Q3 出现下滑，并于 2018Q4 触底。2019Q1 包装印刷板块实现营收 210 亿元，同比增长 15.15%，收入端同比回暖。

图 57：2018 年包装印刷板块营收同比增速提升



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 58：2018Q3 包装印刷板块营收增速下滑，2019Q1 回升



资料来源：Wind，东方证券研究所

利润端，2018 年度包装印刷利润增速同比基本持平，2019 年一季度利润端同比提升。剔除奥瑞金计提资产减值准备、合兴包装重述营业外收入等非可比口径因素影响，2018 年包装印刷板块上市公司合计实现归母净利润 66.90 亿元，同比增长 12.03%，较 2017 年增速小幅提升 0.17pct。拆分单季度盈利，全年利润波动较大。2019Q1 包装印刷板块实现归母净利润 16.25 亿元，同比增长 11.91%，较 2018Q1 同比提升 22.42pct，较 2018Q4 环比下降 7.11pct。

图 59：2018 年包装印刷利润增速平稳



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 60：2019Q1 包装印刷利润增速同比提升、环比回落



资料来源：Wind，东方证券研究所

2019Q1 包装印刷板块期间费用率环比下降，导致净利率环比提升。2018 年度包装印刷板块实现毛利率 23.33%，同比下降 0.91pct；实现归母净利率 7.96%，同比下降 0.55pct，2018 年上半年原材料价格上涨挤压行业盈利。2018Q3 起原材料价格回落，2018Q4 包装印刷板块毛利率环比提升 1.29pct 至 24.23%，但因费用端期间费用率环比提升 1.80pct，2018Q4 包装印刷归母净利率环

比略有下滑。2019Q1 包装印刷毛利率同比 2018Q1 基本持平，环比下降 0.77pct；期间费用率同比略有提升，环比下降 1.18pct，从而导致归母净利率同比下降 0.22pct，环比提升 0.62pct，净利率环比改善。

**图 61：2018 年包装印刷板块毛利率同比回落**


资料来源：Wind，东方证券研究所

**图 62：2019Q1 包装印刷板块毛利率同比持平，环比下降**

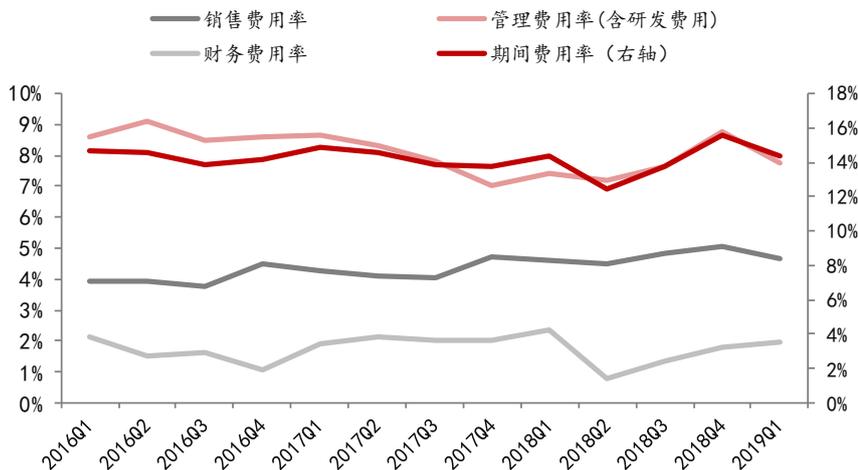

资料来源：Wind，东方证券研究所

**图 63：2018 年包装印刷归母净利率同比持续回落**


资料来源：Wind，东方证券研究所

**图 64：2019Q1 包装印刷归母净利率同比、环比均有提升**


资料来源：Wind，东方证券研究所

**图 65：2019Q1 包装印刷板块期间费用率环比下降，同比略有提升**


资料来源：Wind，东方证券研究所

## 2.4 文娱用品：收入、利润增速稳中有升，盈利能力向好

文娱用品板块收入端稳健增长，2019 年一季度利润增速大幅提升。收入端，2018 年文娱用品板块上市公司合计实现营业收入 181.33 亿元，同比增长 29.88%，收入增速较 2017 年提升 8.72pct；2019Q1 营收同比增长 36.54%，环比 2018Q4 基本持平，收入端稳健增长。利润端，2018 年及 2019Q1 文娱用品利润增速持续提升。2018 年板块合计实现归母净利润 15.14 亿元，同比增长 25.15%，较 2017 年增速提升 3.44pct。拆分单季度盈利，2018Q1 至 2018Q4 板块归母净利润分别同比增长 11.43%、37.77%、27.59%、24.42%，下半年利润增速有所下降。2019Q1 板块归母净利润同比增长 35.79%，同比、环比分别提升 24.35pct、11.37pct，业绩亮眼。

**图 66：2018 年文娱用品板块营收同比增速持续提升**


资料来源：Wind，东方证券研究所

**图 67：2018Q4 文娱用品营收增速环比提升，2019Q1 持平**


资料来源：Wind，东方证券研究所

**图 68：2018 年及 2019Q1 文娱用品利润增速持续提升**


资料来源：Wind，东方证券研究所

**图 69：2019Q1 文娱用品利润增速同比、环比均有提升**


资料来源：Wind，东方证券研究所

**2018 年度及 2019 年一季度，文娱用品板块毛利率持续提升。**2018 年度文娱用品板块实现毛利率 26.40%，同比提升 0.65pct；实现归母净利率 9.29%，同比下降 0.32pct。2018Q4 以来文娱用品板块毛利率持续提升，2019Q1 实现毛利率 28.75%，环比、同比分别提升 1.30pct、1.68pct；期间费用率 17.11%，环比、同比分别下降 0.98pct、0.08pct；2019Q1 实现归母净利率 9.29%，同比下降 0.22pct，环比提升 0.62pct，净利率环比改善。

**图 70：2018 年文娱用品毛利率同比提升**


资料来源：Wind，东方证券研究所

**图 71：2018Q4 以来文娱用品板块毛利率持续提升**

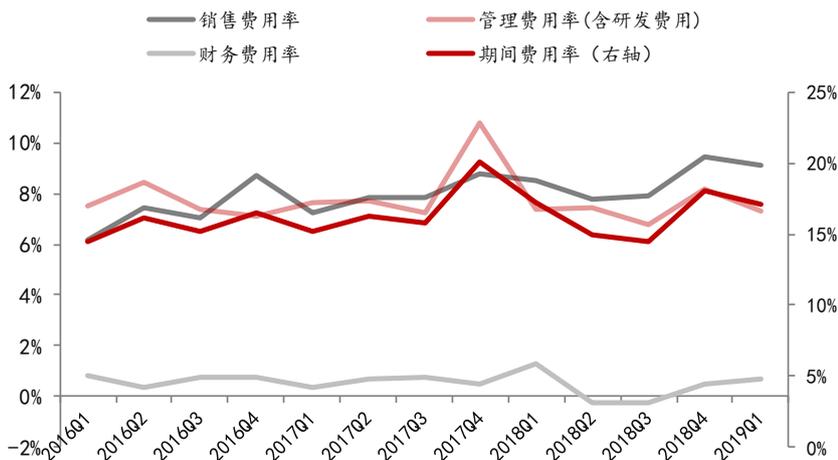

资料来源：Wind，东方证券研究所

**图 72：2018 年文娱用品归母净利率同比增速有所回落**


资料来源：Wind，东方证券研究所

**图 73：2019Q1 文娱用品归母净利率同比略有下滑，环比提升**


资料来源：Wind，东方证券研究所

**图 74：2019Q1 文娱用品板块期间费用率环比、同比均有下降**


资料来源：Wind，东方证券研究所

### 3、投资建议

造纸行业盈利拐点已现，未来 1-2 年将是废纸政策兑现的关键时期，利好原材料自供的企业。短期内，随着 3-5 月份涨价函的逐步落实，原材料端木浆成本的下降，预计造纸行业盈利有望逐季改善。中长期，中国将于 2020 年底全面停止进口废纸，考虑到国废供给有限，届时或将出现废纸供应缺口，木浆替代逻辑有望演绎，因此我们看多未来 1-2 年造纸行业原材料价格，利好原材料自供的企业。

## 风险提示

- **宏观经济增速放缓、终端需求下滑超预期的风险：**若国内宏观经济增速发生较大波动，终端需求下滑幅度超预期，则造纸行业、包装印刷行业、家具行业存在收入端大幅回落、盈利大幅下滑的风险。
- **地产销售不及预期的风险：**由于家具行业受地产后周期影响较大，若地产销售不及预期，将影响家具行业订单情况，家具企业盈利存在大幅波动的风险。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)

