



强于大市

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
中顺洁柔	002511.SZ	13.94	买入
劲嘉股份	002191.SZ	11.15	增持
集友股份	603429.SH	37.98	增持
欧派家居	603833.SH	119.41	买入
尚品宅配	300616.SZ	85.55	买入
晨光文具	603899.SH	42.60	买入
索菲亚	002572.SZ	19.10	买入
太阳纸业	002078.SZ	7.67	增持
盈趣科技	002925.SZ	44.92	买入

资料来源：万得，中银国际证券
以2019年9月2日当地货币收市价为标准

主要催化剂/事件

地产竣工明显修复
新型烟草国内政策明确
废纸限制进口政策进一步收紧

相关研究报告

《轻工行业2019年中报前瞻—把握需求稳健品种，关注地产竣工》20190717
《轻工行业2019年中期策略—寻找需求稳健和改善标的》20190630
《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》20190507

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：S1300118030026

轻工制造行业 2019 年半年报综述

关注环比改善子行业

轻工制造行业19年Q2整体营收同比下降4.1%，相比于Q1(-3%)有所降速，各板块收入增速均有所下滑，造纸和包装印刷由于纸价低景气表现不佳，家具整体收入受到了出口下降的影响，文娱用品在办公集采趋势下表现稳健，定制家具Q2环比收入增速有所提升。盈利方面，多数板块放缓，造纸Q2有所改善，但造纸、家居、包装印刷Q2毛利率环比有所提升，文化纸的淡季走势超预期，定制家具盈利保持稳健。建议关注Q2环比改善的文化纸、定制家具，以及经营稳健的生活用纸、文具行业。

支撑评级的要点

- **造纸：Q2文化纸淡季表现超预期，Q3旺季有望延续。**造纸行业H1收入减少5.9%，利润减少47.4%，核心原因是景气度较去年同期出现了较大程度的下滑，Q2起随着木浆价格持续下降，木浆系纸种毛利率出现明显改善。包装纸价格受出口需求的影响，纸价持续回落，19年行业新增产能的释放导致产能过剩，制约包装纸企的盈利。文化纸Q2淡季的走势超出预期，在浆价持续回落的情况下，由于党政印刷需求的增加，文化纸Q2进行了多次提价，吨毛利相对于Q1也有明显回升。木浆的国内港口库存和全球木浆生产商库存仍在高位，浆价难有上行行情，Q3旺季纸企盈利有望持续。
- **家居：定制家具Q2底部企稳，静待下半年需求回升。**家居行业19年Q2实现收入增长8.4%，环比18Q4和19Q1增速仍然有所下滑；利润方面，19H1整体Q2实现增长17.3%，环比19Q1有所下降。Q2出口相关的企业受到中美贸易摩擦影响，营收增速环比下降，仅定制家具板块增速环比提升，从Q1的9.5%提升至Q2的12.3%，呈现底部回升趋势。从地产周期来看，上半年地产成交面积同比增速放缓至0附近，7月竣工面积同比有所恢复。地产对于行业的估值压制将持续，但需求恢复将有望带来业绩的增长。由于原材料价格的下降，行业毛利率Q2普遍高于Q1，定制家具毛利率回升到39.4%。定制家具公司多数实现了Q2营收增速环比增加，毛利率在产品结构优化升级的带动下，实现了稳中有升。盈利水平稳健的情况下，下半年地产竣工修复带来的需求提升值得期待。
- **包装：经济下行制约需求，集中度提升是趋势。**印刷包装19年H1实现4.7%的营收增长，净利润2.9%的增长，其中19Q2营业收入同比减少1.8%，净利润同比减少2.6%，相对于Q1明显变弱。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。
- **文娱用品：办公集采带动文具龙头成长。**文娱用品行业整体表现较好，H1整体实现了31.3%的增长，相对于去年26.6%有所增加，单季度来看，Q2相对于Q1有所降速，文具、体育用品行业增长较为稳健，钢琴、玩具下滑比较明显。办公直采趋势下，晨光、齐心等文具龙头保持高速增长。毛利率方面，文具、钢琴Q2保持稳定，体育用品有所提升，玩具呈一定下降趋势。

重点推荐

- 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，成长稳健的文具龙头晨光文具；家居下半年需求有望回暖，看好产业链齐全的定制家具龙头欧派家居，环比改善明显的衣柜定制龙头索菲亚，更新需求占比高的尚品宅配；造纸盈利改善有望持续，看好积极布局海外基地的太阳纸业；新型烟草存在事件催化机遇，看好主业稳健积极布局的劲嘉股份、集友股份。

评级面临的主要风险

- 废纸政策变动、房地产调控持续升级、家具市场竞争加剧。



目录

轻工行业 19 年中报综述:部分子行业环比有所改善.....	5
造纸: Q2 文化纸价走势强于预期, 看好 Q3 旺季行情.....	7
印刷包装: 需求下滑影响收入, 集中度提升仍是趋势.....	11
家具: 定制环比有所回暖, 期待下半年竣工回升.....	13
文娱用品: 办公集采带动文具行业增长.....	17



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	5
图表 6. 轻工各板块单季度净利润同比增速	5
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	9
图表 20. 漂针浆外盘价格走势	9
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	10
图表 26. 全球木浆生产商库存天数	10
图表 27. 造纸行业 19 半年报和 19Q2 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



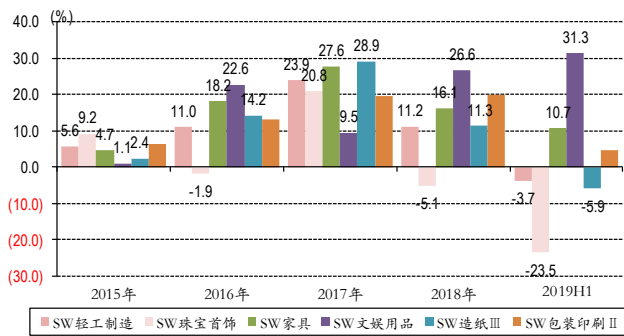
图表 34. 包装印刷行业 19 半年报和 19Q2 经营状况	12
图表 35. 家具行业营收和净利润增速变动情况	13
图表 36. 家具行业盈利能力变动情况	13
图表 37. 地产竣工面积同比增速有所回升	13
图表 38. 地产销售面积同比企稳	13
图表 39. 家具各分类营收增长状况	14
图表 40. 家具各分类净利润增长状况	14
图表 41. 家具各分类单季度营收增长状况	14
图表 42. 家具各分类单季度净利润增长状况	14
图表 43. 家具各分类毛利率状况	14
图表 44. 家具各分类净利率状况	14
图表 45. 家具各分类单季度毛利率状况	15
图表 46. 家具各分类单季度净利率状况	15
图表 47. 橱柜店面数变化	15
图表 48. 衣柜店面数变化	15
图表 49. 橱柜店面数变化	15
图表 50. 衣柜店面数变化	15
图表 51. 橱柜毛利率变化	16
图表 52. 衣柜毛利率变化	16
图表 53. 橱柜单店提货额对比	16
图表 54. 衣柜单店提货额对比	16
图表 55. 家具行业 19 半年和 19Q2 经营状况	16
图表 56. 文娱用品行业营收增长状况	17
图表 57. 文娱用品行业净利润增长状况	17
图表 58. 文娱用品行业单季度营收增长状况	17
图表 59. 文娱用品行业单季度毛利率状况	17
图表 60. 文娱用品行 19 半年报和 19Q2 经营状况	17
附录图表 61. 报告中提及上市公司估值表	18

轻工行业 19 年中报综述:部分子行业环比有所改善

轻工制造行业 19 年中报整体实现了营业收入 2276 亿元，同比减少 3.68%，归属上市公司股东的净利润 129 亿元，同比减少 24%。分行业来看，文娱用品行业收入相对稳健，其中文娱用品达到 31.3%，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 10.7%，包装印刷增长 4.2%，其余板块负增长。利润方面，行业整体相对于 18 年-41%有所好转，文娱用品增速达到 26.6%，增长仍然稳健，家具行业利润增速达到 20.8%，同比均有所加快。造纸行业景气度低，盈利较 18 年进一步下滑。

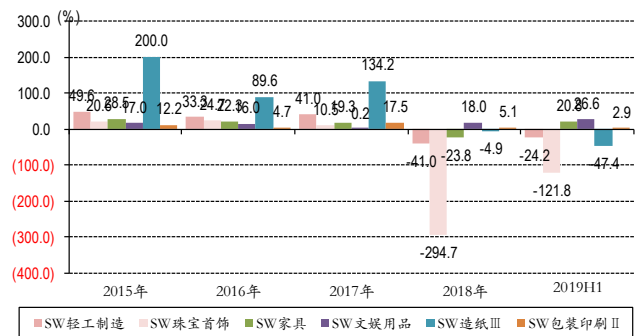
Q2 来看，轻工行业整体营收同比下降 4.1%，相比于 Q1(-3%)有所降速，各板块收入增速均有所下滑，造纸和包装印刷由于纸价差异，收入较 Q1 均进一步降速，家具整体收入增长 8.4%，较 Q1 也有所降速。文娱用品 Q2 同比收入增长 28.4%，表现稳健。盈利方面，家具行业 Q2 同比增长 17.3%，文娱用品同比增长 14.8%，均较 Q1 有所放缓。

图表 1. 轻工各板块合计收入同比增速状况



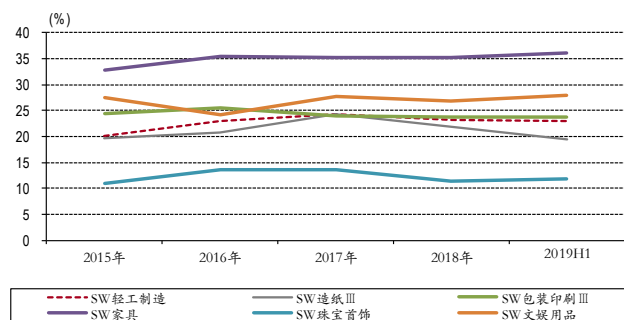
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 2. 轻工各板块合计净利润同比增速状况



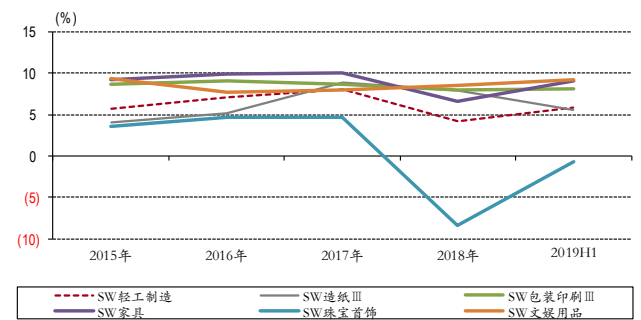
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 3. 轻工各板块整体毛利率变动状况



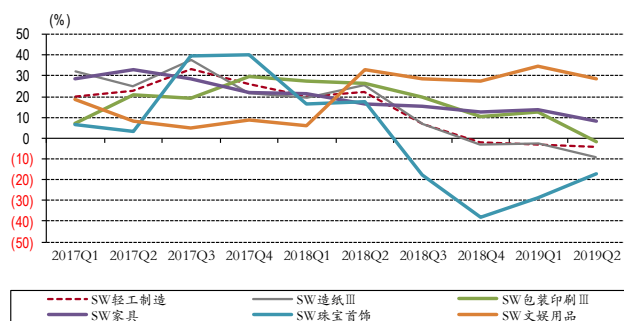
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 4. 轻工各板块整体净利率变动状况



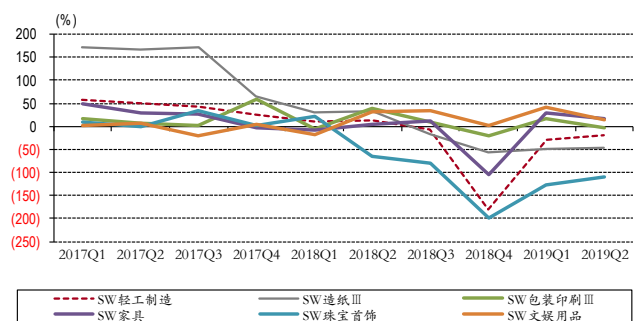
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 5. 轻工各板块单季度营收同比增速变动状况



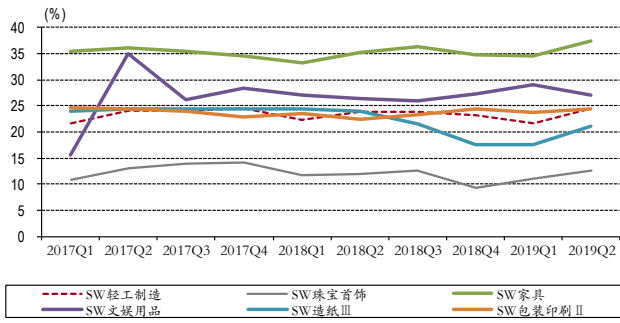
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 6. 轻工各板块单季度净利润同比增速



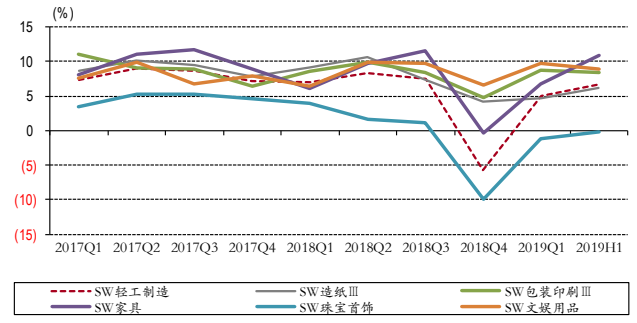
资料来源: 万得, 中银国际证券

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

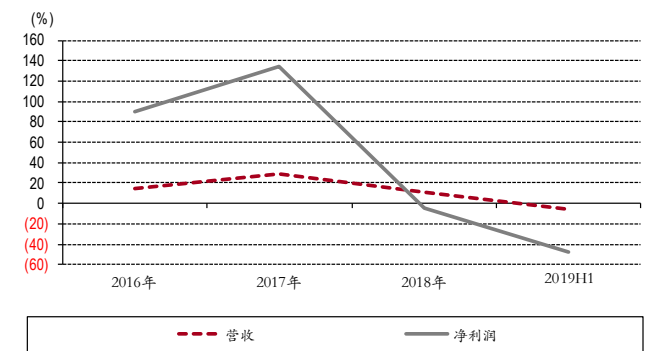
造纸：Q2 文化纸价走势强于预期，看好 Q3 旺季行情

造纸行业 H1 收入减少 5.9%，利润减少 47.4%。核心原因是景气度较去年同期出现了较大程度的下滑，因此纸价和吨盈利出现了明显下降。宏观需求下行导致了包装纸价格纸价的回落，19 年新增产能的释放将导致产能过剩，制约包装纸企业的盈利能力走势。文化纸 Q2 淡季的走势超出预期，在浆价持续回落的情况下，由于党政印刷需求的增加，文化纸 Q2 进行了多次提价，吨毛利相对于 Q1 也有明显回升。

细分类别来看，收入方面木浆系和废纸系的企业 19Q2 均较去年出现了明显下滑，主要原因是去年 5 月处于景气高点，但今年包装纸价格一路下行，文化纸价格虽然二季度企稳回升，但仍然较去年下降较多。毛利率上看，废纸系毛利率维持底部，但是由于浆价的下跌和纸价淡季走势强于预期，文化纸和特种纸毛利率 Q2 有明显回升。

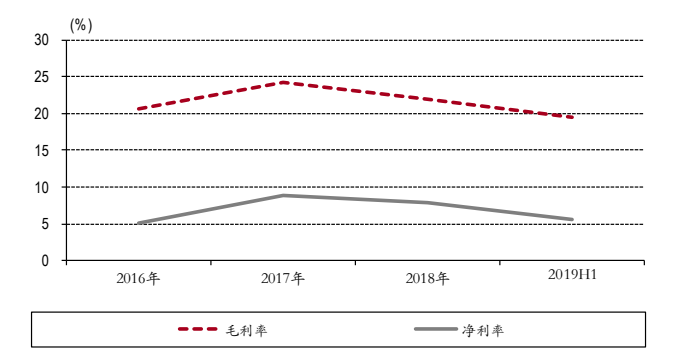
成本方面，木浆的国内港口库存和全球木浆生产商库存仍在高位，浆价难有上升行情，Q3 旺季纸企盈利有望持续。下半年进口废纸额度进一步收紧，如果需求层面不持续下滑，下半年旺季废纸供需有望好转，目前产业链库存很低，国废价格有上涨压力，龙头纸企国废使用比例将被动提升，成本面临压力，率先引入海外原材料资源的公司将能受益。

图表 9. 造纸行业收入和净利润变动情况



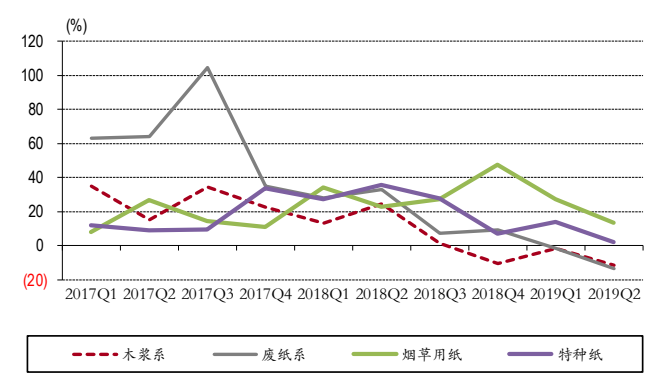
资料来源：万得，中银国际证券

图表 10. 造纸毛利率净利率变动情况



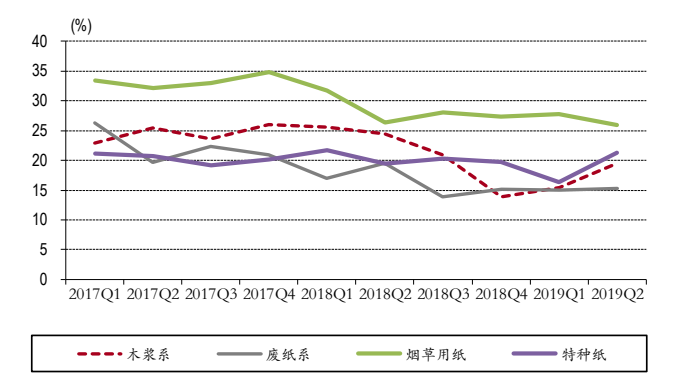
资料来源：万得，中银国际证券

图表 11. 单季度各纸种收入增速走势



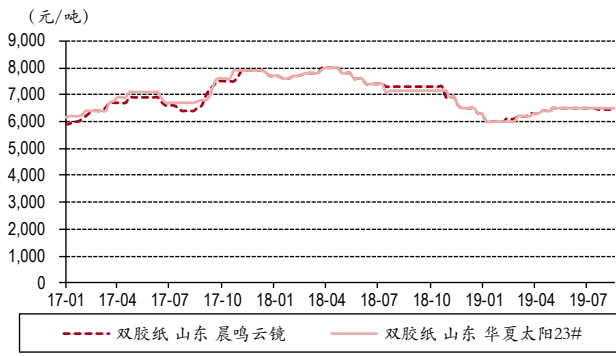
资料来源：万得，中银国际证券

图表 12. 单季度各纸种毛利率增速走势



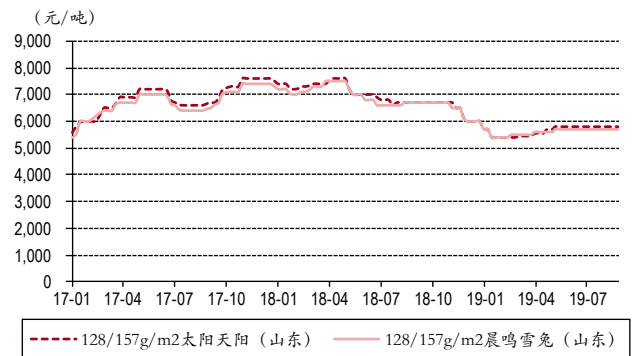
资料来源：万得，中银国际证券

图表 13. 双胶纸价格走势



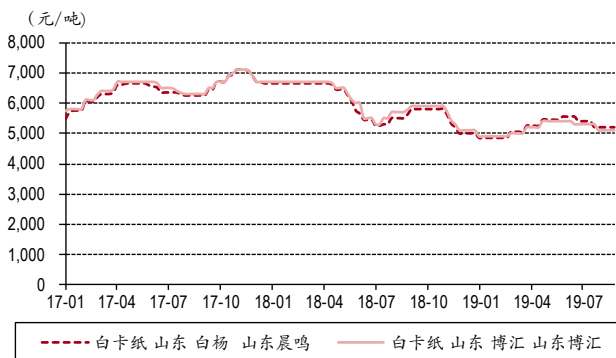
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 14. 铜版纸价格走势



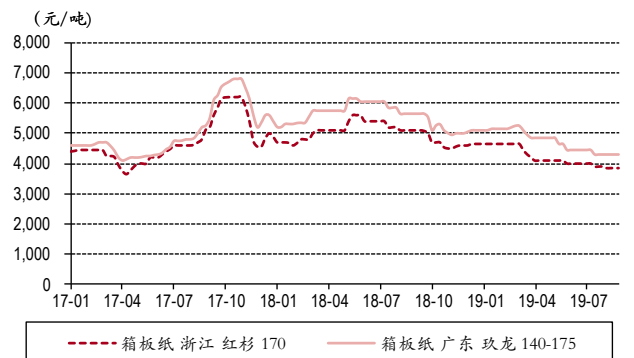
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 15. 白卡纸价格走势



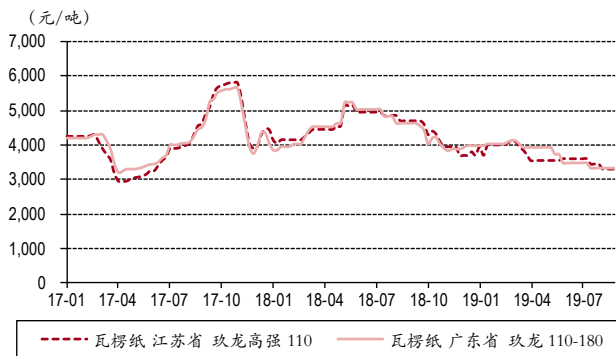
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 16. 箱板纸价格走势



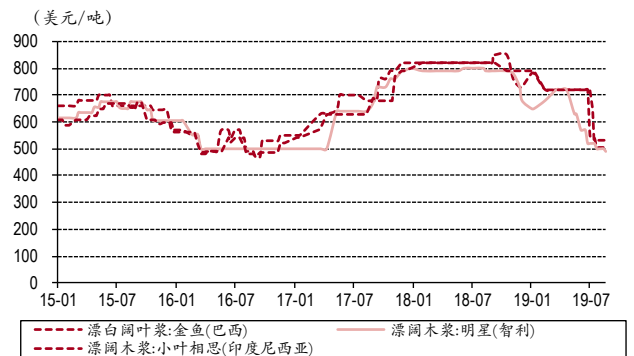
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 17. 瓦楞纸价格走势



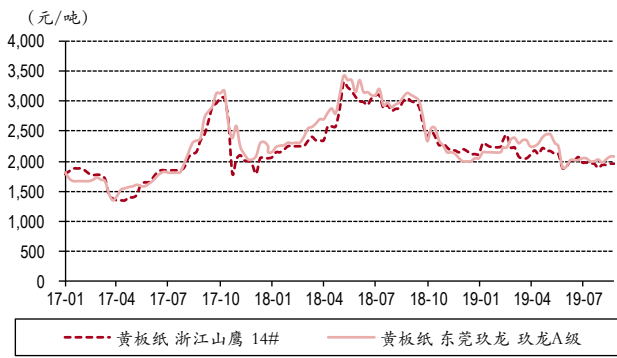
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 18. 阔叶浆外盘价格走势



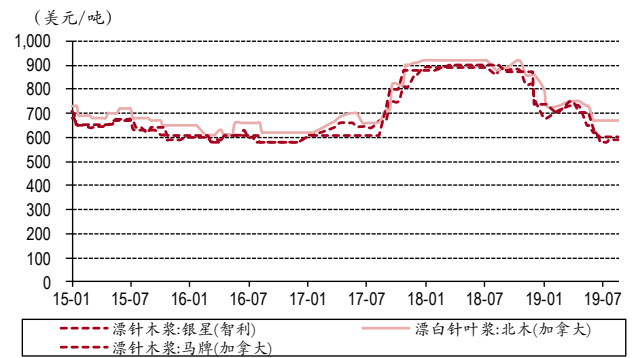
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 19. 国废价格走势



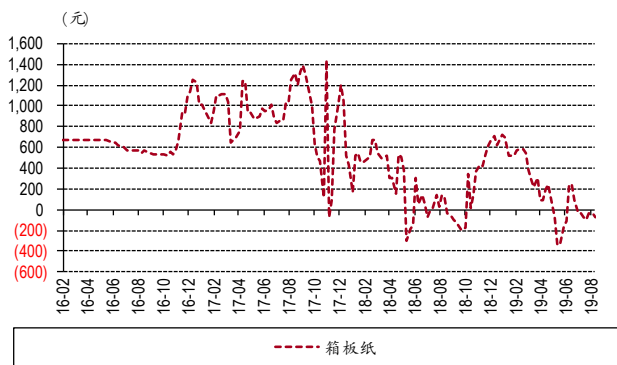
资料来源：万得，中银国际证券

图表 20. 漂针浆外盘价格走势



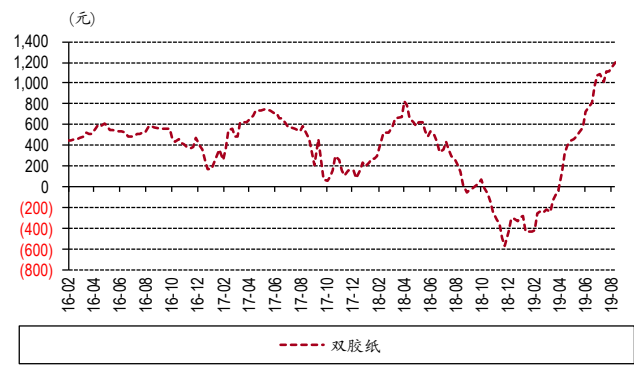
资料来源：万得，中银国际证券

图表 21. 箱板纸行业平均吨毛利走势



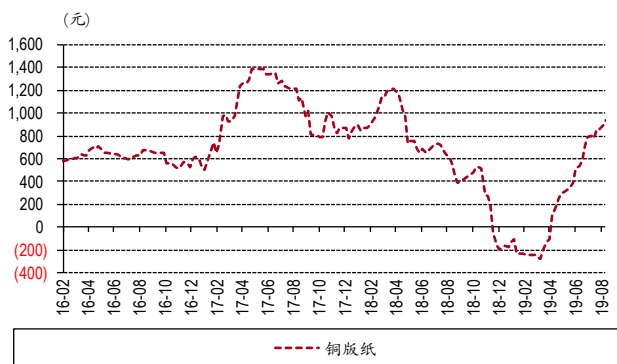
资料来源：万得，中银国际证券

图表 22. 双胶纸行业平均吨毛利走势



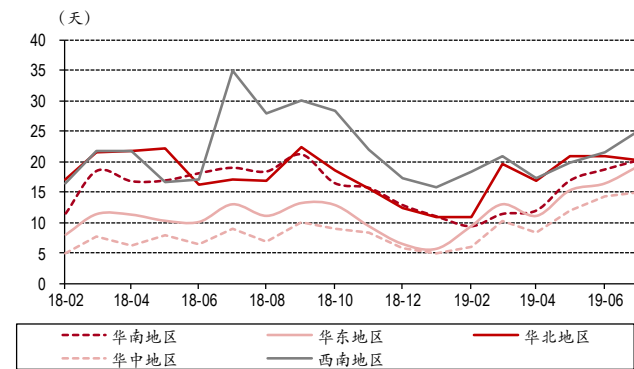
资料来源：万得，中银国际证券

图表 23. 铜版纸行业平均吨毛利走势



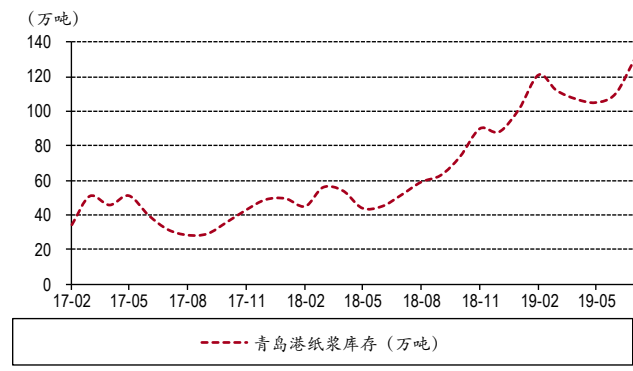
资料来源：万得，中银国际证券

图表 24. 瓦楞箱板纸企业库存天数



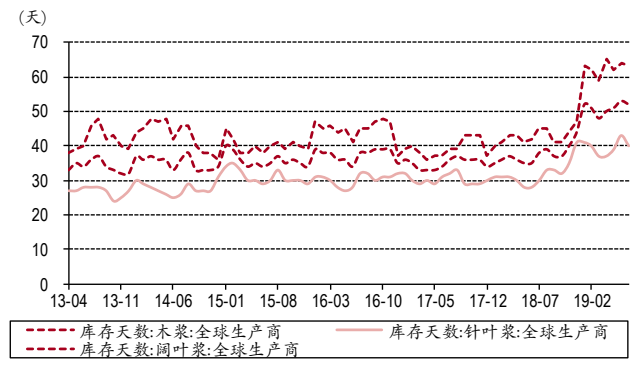
资料来源：万得，中银国际证券

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 19 半年报和 19Q2 经营状况

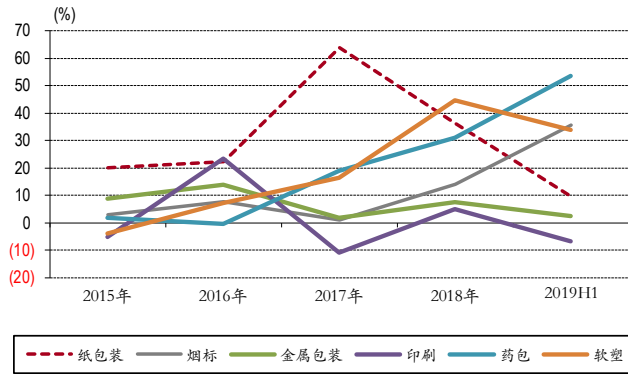
证券代码	证券简称	总市值(亿元)	营收 YOY(19H1)	归母净利润 YOY(19H1)	营收 YOY(19Q2)	归母净利润 YOY(19Q2)	销售毛利率 (19H1)	销售毛利率 (19Q2)
002078.SZ	太阳纸业	201.1	2.9	(27.8)	(2.0)	(17.2)	19.7	21.8
600567.SH	山鹰纸业	141.2	(6.6)	(45.8)	(8.9)	(57.6)	20.4	20.9
000488.SZ	晨鸣纸业	113.1	(14.2)	(71.4)	(13.5)	(52.9)	26.9	30.3
002511.SZ	中顺洁柔	180.5	22.7	37.6	19.9	49.7	36.7	39.2
603733.SH	仙鹤股份	90.1	11.6	(25.1)	(0.5)	22.7	14.7	18.1
000815.SZ	美利云	56.2	(5.4)	(90.0)	3.5	(55.5)	8.8	9.1
600963.SH	岳阳林纸	60.2	(7.9)	(90.2)	(3.5)	(56.8)	14.7	17.8
603429.SH	集友股份	100.8	57.8	40.8	56.3	44.8	44.7	41.1
600308.SH	华泰股份	48.5	(11.8)	(26.3)	(10.1)	(16.0)	12.0	13.3
600433.SH	冠豪高新	44.2	9.2	9.9	7.9	41.3	18.4	20.2
600103.SH	青山纸业	49.3	(12.0)	(26.9)	(24.3)	(49.2)	20.1	19.3
600069.SH	银鸽投资	41.6	(22.7)	(1,527.2)	(23.4)	(2,176.5)	(0.0)	(2.0)
002235.SZ	安妮股份	45.5	(42.0)	100.9	(39.9)	(96.9)	32.3	32.6
600966.SH	博汇纸业	53.5	(7.3)	(68.0)	(29.2)	(95.5)	14.8	14.2
002067.SZ	景兴纸业	34.9	(8.5)	(48.0)	(15.2)	(62.3)	9.8	9.7
603165.SH	荣晟环保	31.4	(9.5)	0.9	(16.6)	(12.7)	15.3	15.2
002521.SZ	齐峰新材	27.3	(9.8)	7.9	(7.6)	122.2	12.1	15.1
002012.SZ	凯恩股份	23.2	1.2	56.1	(0.9)	208.7	23.5	25.5
600356.SH	恒丰纸业	22.8	11.4	39.0	(2.5)	61.3	23.1	23.2
600235.SH	民丰特纸	17.0	(7.7)	(85.0)	(13.8)	(96.2)	13.0	13.5
600793.SH	宜宾纸业	22.4	(8.0)	(92.1)	13.9	(110.4)	6.9	10.3

资料来源: 万得, 中银国际证券

印刷包装：需求下滑影响收入，集中度提升仍是趋势

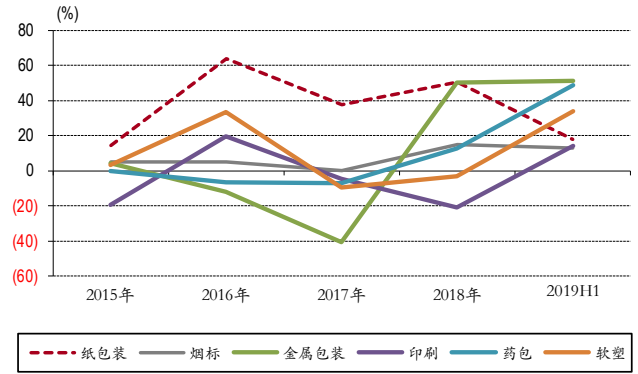
印刷包装 19 年 H1 实现 4.7% 的营收增长，净利润 2.9% 的增长，其中 19Q2 营业收入同比减少 1.8%，净利润同比减少 2.6%，相对于 Q1 明显变弱。分品类来看，受需求和价格制约，纸包装和印刷均有所下降，烟标和药包在企业并购下有所加快。受益于原材料价格下降和集中度提升，纸包装和金属包装毛利率稳中有升，烟标和药包行业平均毛利率有所下降。

图表 28. 印刷包装各分类营收增长状况



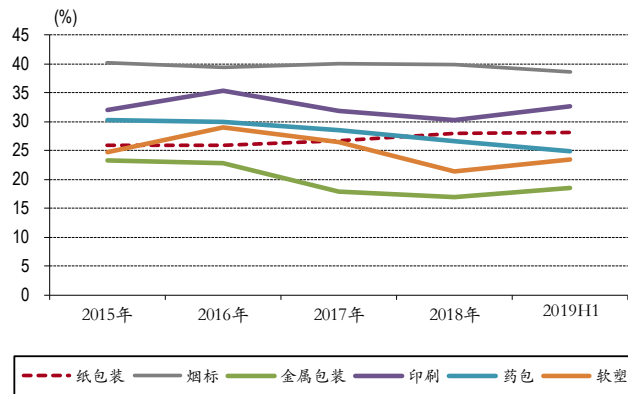
资料来源：万得，中银国际证券

图表 29. 印刷包装各分类净利润增长状况



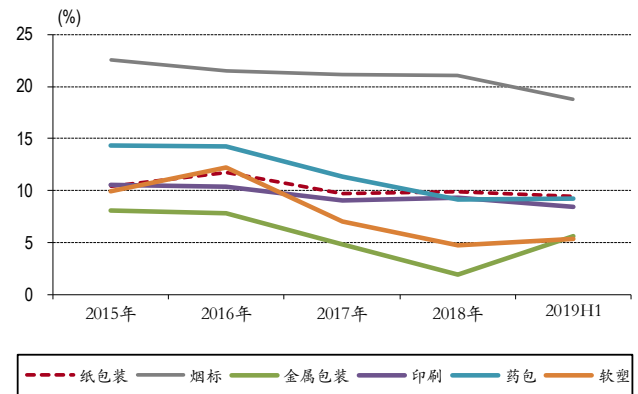
资料来源：万得，中银国际证券

图表 30. 印刷包装各分类毛利率变动状况



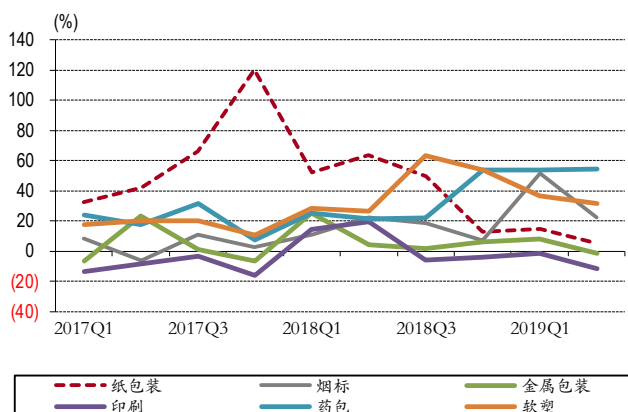
资料来源：万得，中银国际证券

图表 31. 印刷包装各分类净利率变动状况



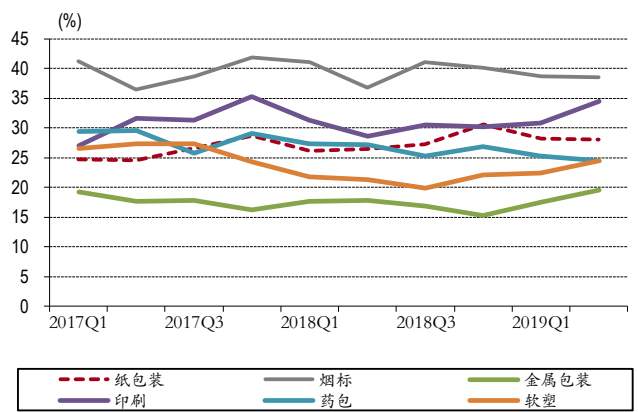
资料来源：万得，中银国际证券

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 19 半年报和 19Q2 经营状况

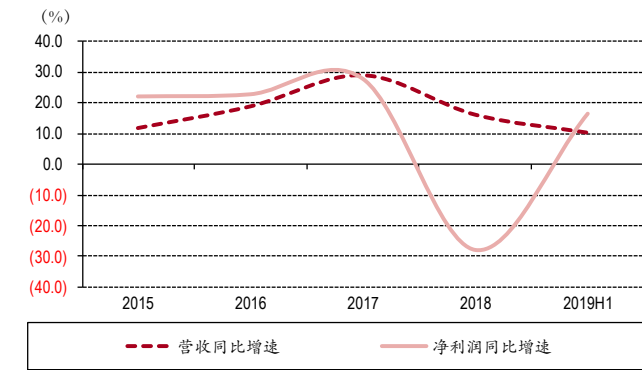
证券代码	证券简称	总市值(亿元)	营收 YOY(19H1)	归母净利润 YOY(19H1)	营收 YOY(19Q2)	归母净利润 YOY(19Q2)
002831.SZ	裕同科技	175.4	12.1	13.6	11.2	11.8
002191.SZ	劲嘉股份	165.5	15.9	7.5	22.6	23.7
601515.SH	东风股份	97.9	1.0	(9.5)	0.4	(7.0)
002701.SZ	奥瑞金	113.8	2.6	2.2	5.4	0.5
002565.SZ	顺灏股份	78.5	(3.3)	(22.3)	30.1	538.0
002951.SZ	金时科技	83.3	(24.6)	(51.0)	(30.6)	(60.1)
002303.SZ	美盈森	76.3	3.0	1.9	(5.3)	(12.1)
002117.SZ	东港股份	55.1	1.4	(5.0)	7.6	(0.7)
002585.SZ	双星新材	54.5	20.2	12.9	(48.9)	(60.5)
002522.SZ	浙江众成	48.5	17.6	12.1	79.1	144.0
600210.SH	紫江企业	54.9	(1.4)	(5.2)	(6.5)	(6.3)
002228.SZ	合兴包装	46.9	(6.2)	(18.2)	11.0	5.0
002243.SZ	通产丽星	50.5	9.6	7.8	42.4	60.5
002752.SZ	昇兴股份	47.7	2.7	7.7	(15.0)	78.1
600076.SH	康欣新材	44.5	(15.2)	(17.1)	(3.6)	(7.5)
002803.SZ	吉宏股份	41.7	45.4	34.8	82.5	20.9
000659.SZ	珠海中富	36.0	(4.4)	(5.9)	(308.4)	(73.2)
002229.SZ	鸿博股份	32.6	(15.1)	(18.4)	21.0	248.0
601968.SH	宝钢包装	35.9	2.4	(15.3)	223.7	68.9
603058.SH	永吉股份	30.8	(15.0)	(12.2)	(40.4)	(51.0)
300057.SZ	万顺股份	33.9	3.7	(15.2)	13.5	(11.2)
002014.SZ	永新股份	34.9	9.9	7.8	16.1	13.7
000812.SZ	陕西金叶	26.4	(10.4)	(28.4)	(111.8)	(136.1)
002599.SZ	盛通股份	25.3	2.6	0.5	(5.9)	(11.2)
603499.SH	翔港科技	23.3	(6.6)	(4.9)	(10.9)	(25.2)
600836.SH	界龙实业	26.6	(29.2)	(22.5)	(369.3)	(464.3)
002846.SZ	英联股份	24.3	67.8	60.9	207.8	231.6
002787.SZ	华源控股	20.6	33.3	23.6	(34.9)	(32.8)
603607.SH	京华激光	23.8	14.0	29.5	3.2	(0.5)
002836.SZ	新宏泽	25.0	140.7	99.1	62.6	36.6
002799.SZ	环球印务	21.3	79.8	100.3	110.9	123.5
300501.SZ	海顺新材	18.5	27.0	8.4	(13.0)	(30.2)
002735.SZ	王子新材	22.9	74.3	74.2	6.7	(38.2)
603022.SH	新通联	16.4	(0.7)	(1.1)	(25.7)	(28.8)

资料来源：万得，中银国际证券

家具：定制环比有所回暖，期待下半年竣工回升

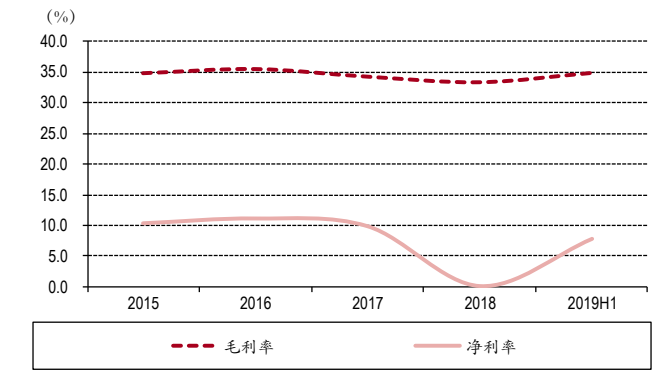
家居行业 19 年 H1 整体实现收入增长 10.7%，相对于 18 年明显降速，其中 Q2 实现增长 8.4%，环比 18Q4 和 19Q1 增速有所下滑；利润方面，19H1 整体实现增长 20.8%，相对于 18 年有所改善，这与部分公司 18 年大额亏损有关，Q2 实现增长 17.3%，环比 19Q1 有所下降。从地产周期来看，上半年地产成交面积同比增速放缓至 0 附近，7 月竣工面积同比有所恢复。

图表 35. 家具行业营收和净利润增速变动情况



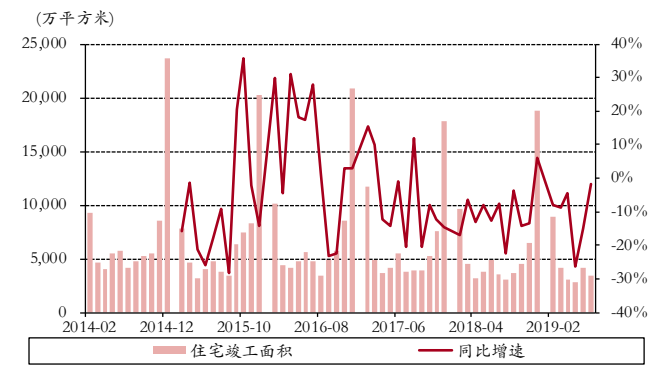
资料来源：万得，中银国际证券

图表 36. 家具行业盈利能力变动情况



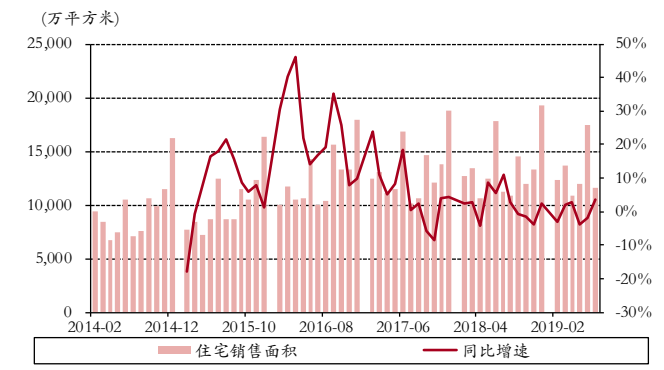
资料来源：万得，中银国际证券

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

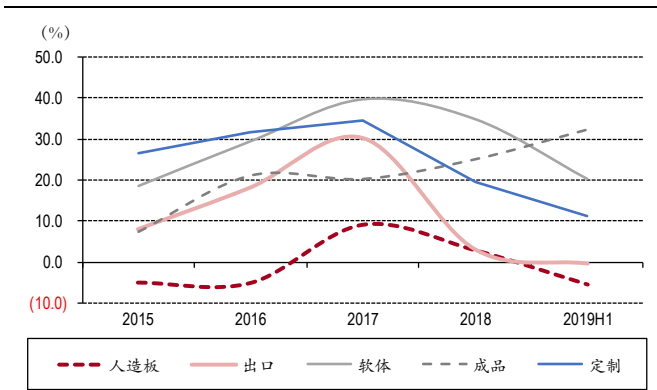
图表 38. 地产销售面积同比企稳



资料来源：万得，中银国际证券

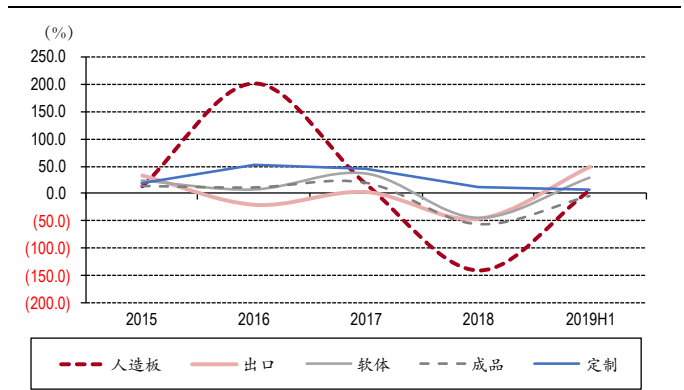
分品类看，成品家居企业受益于外延并购，上半年营收增速 (YoY+32.3%) 环比 18 全年 (YoY+25.1%) 有所提升，其余细分板块皆受地产影响，呈下降趋势，其中软体家具环比下降最多 (14.5%)。单季度来看，仅定制家具板块 19Q2 增速环比提升，有一定改善。出口相关的企业受到中美贸易摩擦影响，Q2 增速环比下降。

图表 39. 家具各分类营收增长状况



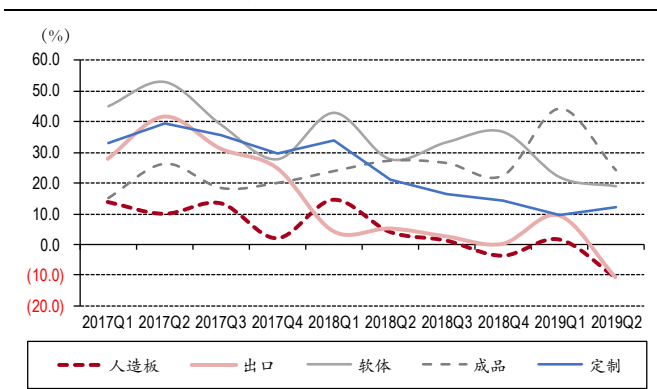
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 40. 家具各分类净利润增长状况



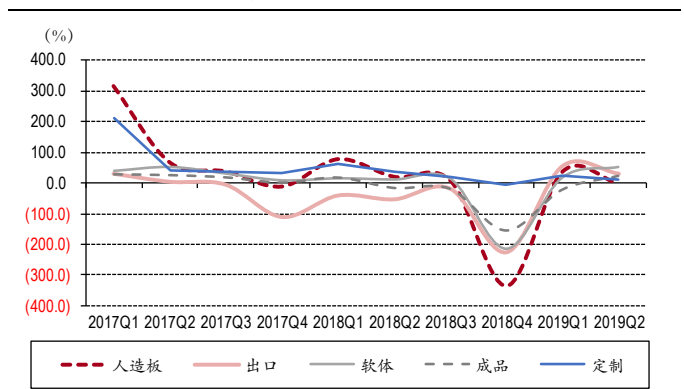
资料来源: 万得, 中银国际证券

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

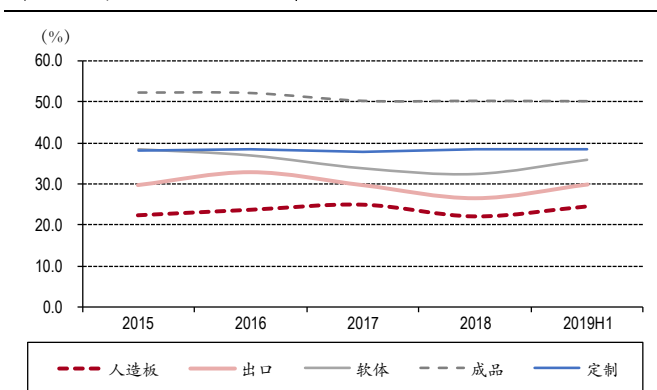
图表 42. 家具各分类单季度净利润增长状况



资料来源: 万得, 中银国际证券

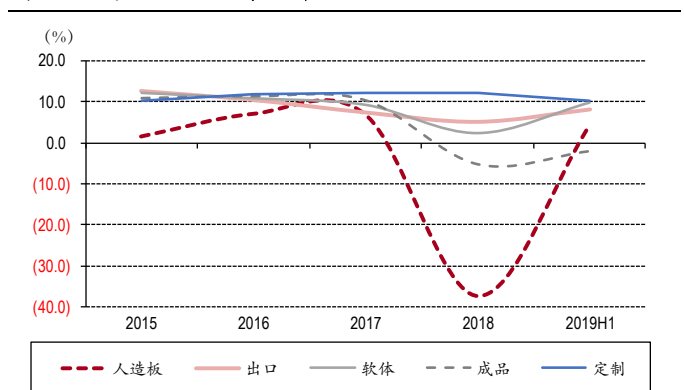
盈利能力上来看, 家居行业 Q2 毛利率相对于 Q1 均有一定改善, 尤其是重点板块定制家具, Q2 毛利率 39.4%, 环比增加 2.5pct, 行业盈利能力保持了稳健, 强于市场预期, 市场竞争加剧没有体现到行业盈利能力上来, 我们认为一方面行业的非标定制属性导致价格战仅发生在促销品范围, 另一方面, 诸如无醛板、轻奢等高毛利产品的推广, 也抵消了促销品价格的下降。

图表 43. 家具各分类毛利率状况



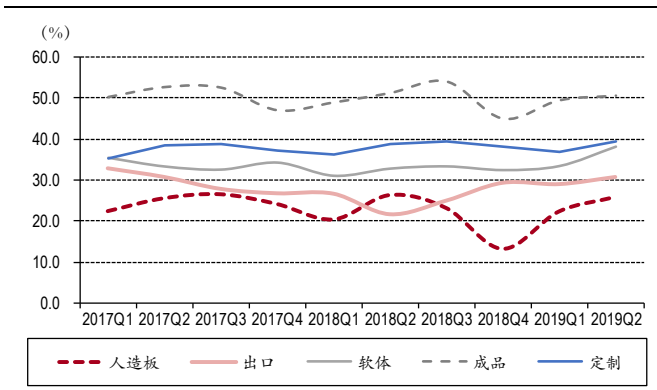
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 44. 家具各分类净利率状况



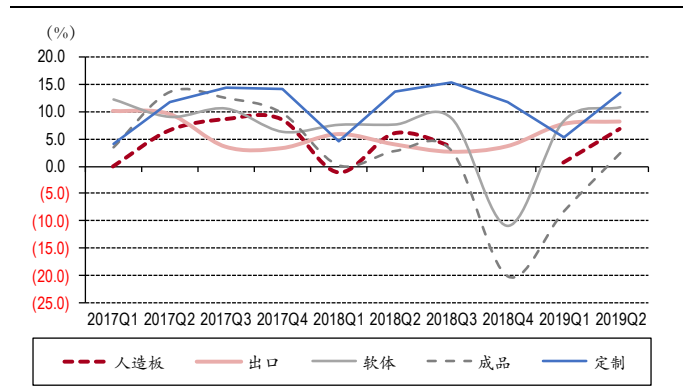
资料来源: 万得, 中银国际证券

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

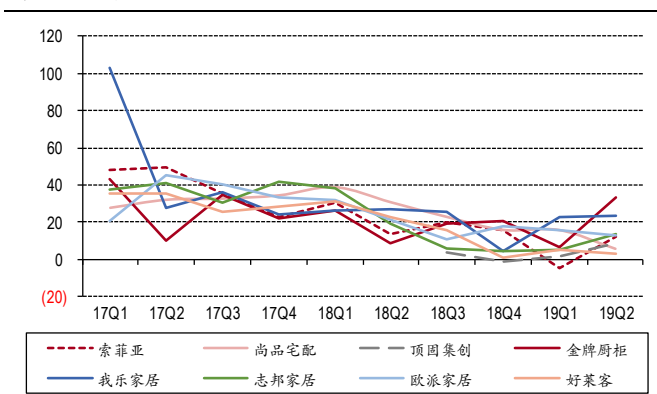
图表 46.家具各分类单季度净利率状况



资料来源: 万得, 中银国际证券

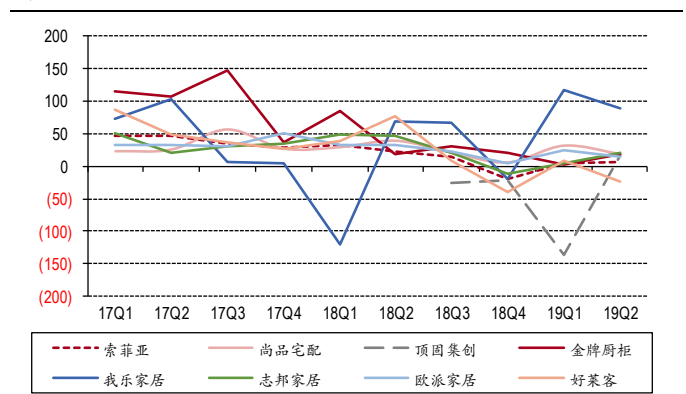
我们对于定制家具板块进行了单独的分析, 8家定制企业中, 有5家实现了Q2营收增速环比的提升, 其余几家与Q1相比略有下降, 行业整体体现除了底部企稳的趋势。从盈利能力上看, 无论是衣柜还是厨柜, 19H1并没有出现明显的毛利率下降, 行业竞争加剧的情况并没有体现出来。单店提货额上, 欧派索菲亚等头部品牌仍然占据较大优势。开店上, 19H1行业仍然保持了店面数量的增加, 其中大家居门店成为头部企业重点新增领域。

图表 47.橱柜店面数变化



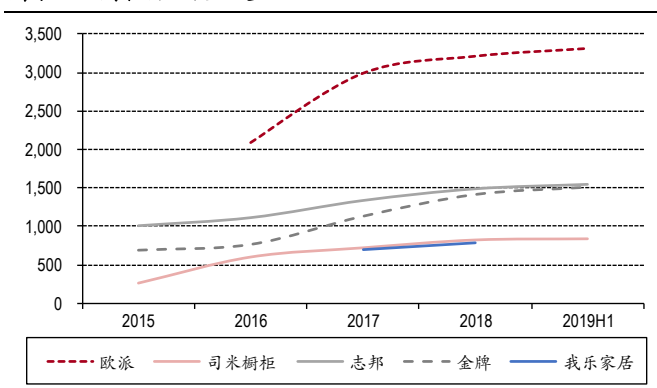
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 48.衣柜店面数变化



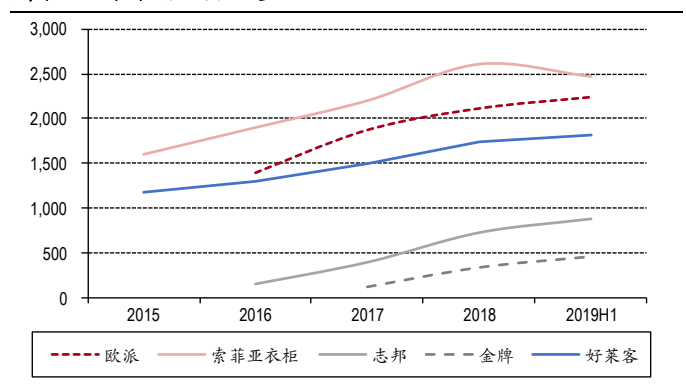
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 49.橱柜店面数变化



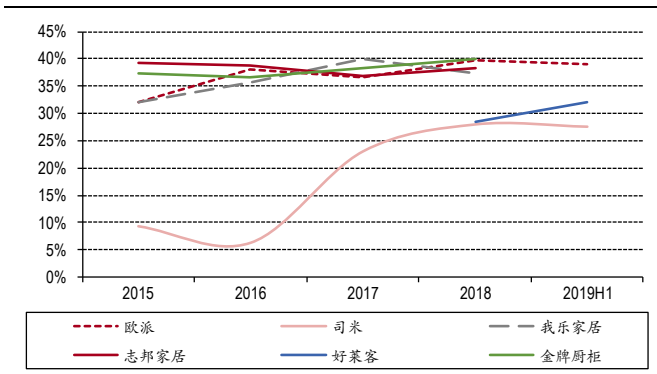
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 50.衣柜店面数变化



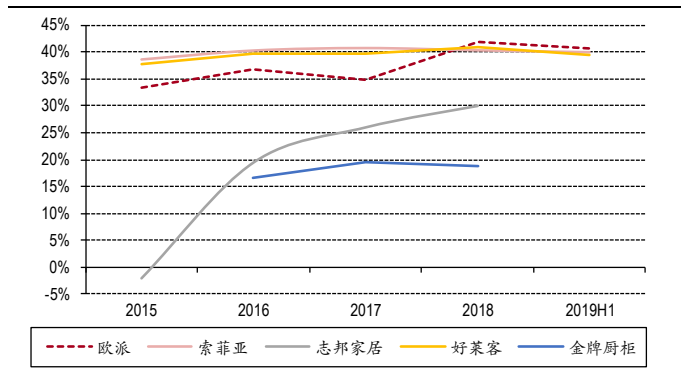
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 51. 橱柜毛利率变化



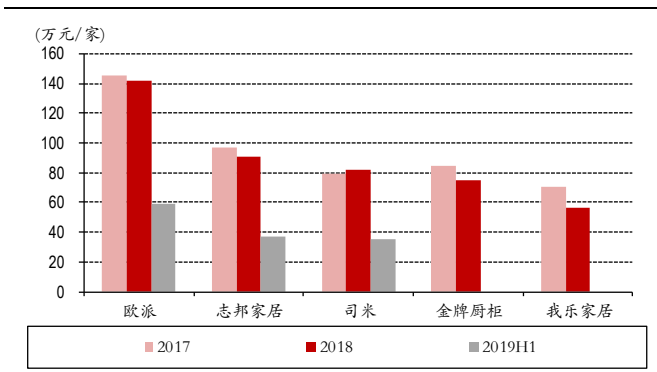
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 52. 衣柜毛利率变化



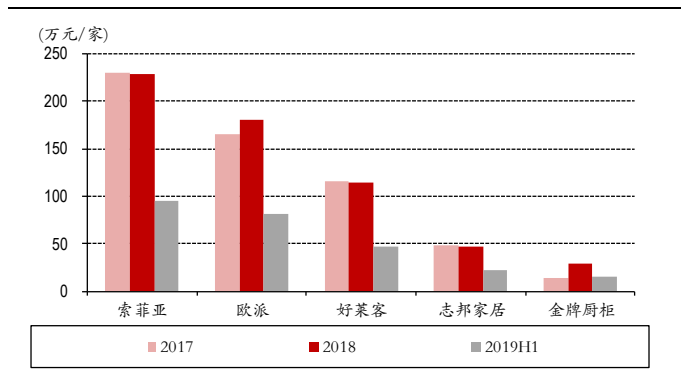
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 53. 橱柜单店提货额对比



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 54. 衣柜单店提货额对比



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 55. 家具行业 19 半年和 19Q2 经营状况

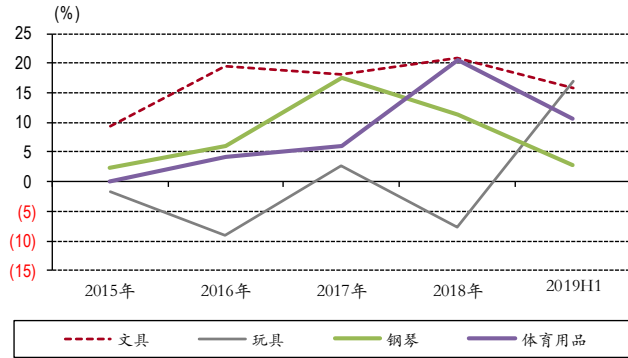
证券代码	证券简称	总市值(亿元)	营收 YOY(19H1)	归母净利润 YOY(19H1)	营收 YOY(19Q2)	归母净利润 YOY(19Q2)
603833.SH	欧派家居	502.1	15.0	13.7	12.5	13.5
603816.SH	顾家家居	202.3	15.8	23.7	16.1	23.0
002572.SZ	索菲亚	174.2	6.0	5.2	12.2	6.8
300616.SZ	尚品宅配	168.8	32.4	9.4	5.6	18.9
600337.SH	美克家居	67.3	5.1	7.3	8.7	4.7
002489.SZ	浙江永强	73.1	921.8	19.6	37.0	232.6
603848.SH	好太太	61.7	1.1	1.1	1.7	(2.8)
000910.SZ	大亚圣象	61.9	9.6	(2.4)	(5.2)	9.5
600978.SH	宜华生活	50.3	(65.3)	(22.9)	(36.8)	(91.3)
603313.SH	梦百合	51.5	294.8	23.2	18.1	123.9
002631.SZ	德尔未来	51.3	(25.3)	3.8	4.7	(28.3)
603898.SH	好莱客	45.4	(17.9)	3.9	3.0	(24.2)
603801.SH	志邦家居	44.8	16.1	10.2	13.3	21.4
002240.SZ	威华股份	41.9	5.8	(5.6)	(17.5)	(26.4)
603008.SH	喜临门	44.2	24.6	10.8	25.9	86.6
603180.SH	金牌厨柜	39.1	13.9	22.2	33.1	18.7
603818.SH	曲美家居	34.9	1.7	106.6	73.8	41.1
603661.SH	恒林股份	34.1	122.4	16.8	5.4	117.1
300749.SZ	顶固集创	26.8	5.9	6.6	8.8	16.7
002853.SZ	皮阿诺	28.1	22.4	25.2	31.5	24.7
603226.SH	菲林格尔	42.4	(4.1)	(16.3)	(15.1)	9.6
603600.SH	永艺股份	29.4	91.5	3.4	(0.7)	144.0
603208.SH	江山欧派	28.0	41.2	52.0	73.6	47.4
603709.SH	中源家居	20.7	45.5	22.1	9.8	28.2
603326.SH	我乐家居	26.5	129.3	22.9	23.1	89.1
000663.SZ	永安林业	20.1	22.5	(16.1)	(22.9)	14.0
300729.SZ	乐歌股份	18.6	(22.1)	4.6	10.4	(19.2)
603389.SH	亚振家居	18.2	(70.6)	(12.9)	(17.4)	20.6

资料来源: 万得, 中银国际证券

文娱用品：办公集采带动文具行业增长

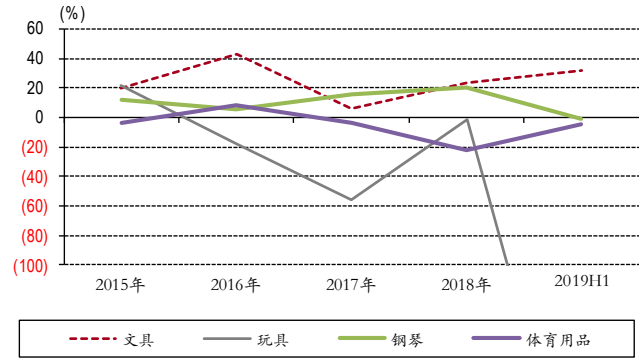
文娱用品行业整体表现较好，H1 整体实现了 31.3% 的增长，相对于去年 26.6% 有所增加，单季度来看，Q2 相对于 Q1 有所降速，文具、体育用品行业增长较为稳健，钢琴、玩具下滑比较明显。办公直采趋势下，晨光、齐心等文具龙头保持高速增长。毛利率方面，文具、钢琴 Q2 保持稳定，体育用品有所提升，玩具呈一定下降趋势。

图表 56. 文娱用品行业营收增长状况



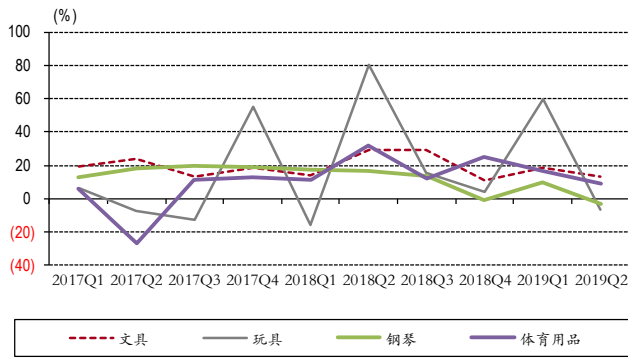
资料来源：万得，中银国际证券

图表 57. 文娱用品行业净利润增长状况



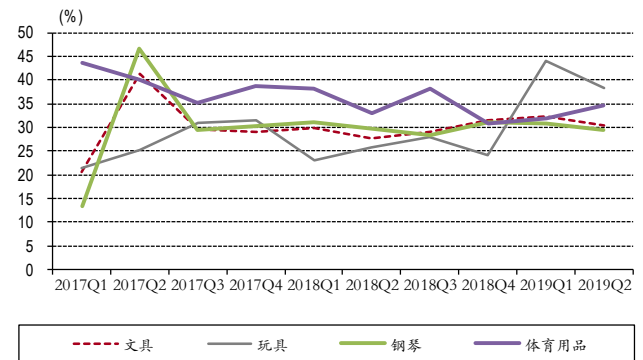
资料来源：万得，中银国际证券

图表 58. 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 59. 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 60. 文娱用品行 19 半年报和 19Q2 经营状况

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	营收 YOY(19H1)	归母净利润 YOY(19H1)	营收 YOY(19Q2)	归母净利润 YOY(19Q2)
603899.SH	晨光文具	389.7	25.8	27.8	27.6	25.0
002678.SZ	珠江钢琴	101.6	6.3	2.1	(3.8)	3.0
002301.SZ	齐心集团	72.5	26.4	57.9	60.9	24.8
002605.SZ	姚记扑克	48.9	217.6	152.0	118.3	193.3
002575.SZ	群兴玩具	36.1	(1,173.3)	3.5	(35.6)	(1,333.2)
300651.SZ	金陵体育	44.7	11.0	16.4	10.7	11.9
002348.SZ	高乐股份	29.0	(74.3)	(10.8)	(43.3)	(172.5)
603398.SH	邦宝益智	27.3	165.9	81.3	60.9	98.3
300329.SZ	海伦钢琴	18.6	(8.8)	3.6	(2.9)	(9.0)
300703.SZ	创源文化	17.9	64.0	17.4	16.4	42.5
002862.SZ	实丰文化	15.9	(44.0)	(6.2)	(8.3)	(4.3)
002899.SZ	英派斯	16.2	(19.6)	4.9	6.5	0.8

资料来源：万得，中银国际证券

附录图表 61. 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	
造纸									
000488.SZ	晨鸣纸业	未有评级	4.70	113.00	0.86	0.73	5.40	6.40	5.85
002511.SZ	中顺洁柔	买入	13.94	182.00	0.31	0.39	44.70	35.90	2.79
002078.SZ	太阳纸业	增持	7.67	199.00	0.86	0.84	8.90	9.10	5.01
600567.SH	山鹰纸业	未有评级	3.08	141.00	0.70	0.67	4.40	4.60	2.95
包装印刷									
002701.SZ	奥瑞金	未有评级	4.79	113.00	0.10	0.36	50.10	13.40	2.49
002014.SZ	永新股份	未有评级	7.02	35.00	0.45	0.52	15.70	13.40	3.40
002228.SZ	合兴包装	买入	4.01	47.00	0.20	0.23	20.10	17.40	2.40
601515.SH	东风股份	未有评级	7.61	102.00	0.56	0.61	13.60	12.50	2.97
002191.SZ	劲嘉股份	增持	11.15	163.00	0.50	0.60	22.50	18.50	4.45
603429.SH	集友股份	增持	37.98	101.00	0.43	0.72	87.60	52.50	3.98
002303.SZ	美盈森	未有评级	5.24	80.00	0.26	0.32	20.00	16.30	3.17
300057.SZ	万顺新材	未有评级	5.09	34.00	#N/A	#N/A	#N/A	NA	4.90
002229.SZ	鸿博股份	未有评级	6.59	33.00	0.01	0.10	638.50	67.00	3.32
002599.SZ	盛通股份	未有评级	4.65	26.00	0.23	0.28	20.50	16.80	2.96
002831.SZ	裕同科技	未有评级	20.69	181.00	1.08	1.27	19.20	16.30	6.48
家具									
603008.SH	喜临门	未有评级	11.37	45.00	(1.11)	0.73	(10.20)	15.60	6.19
002572.SZ	索菲亚	买入	19.10	176.00	1.04	1.17	18.40	16.30	5.14
000910.SZ	大亚圣象	未有评级	10.80	60.00	1.31	1.45	8.30	7.50	8.05
600337.SH	美克家居	未有评级	3.81	67.00	0.25	0.30	15.00	12.70	2.51
600978.SH	宜华生活	未有评级	3.38	50.00	0.26	0.31	13.00	10.90	5.67
603818.SH	曲美家居	增持	7.10	35.00	(0.12)	0.44	(58.80)	16.00	3.13
603898.SH	好莱客	未有评级	14.67	45.00	1.23	1.38	11.90	10.70	7.46
002853.SZ	皮阿诺	未有评级	18.15	28.00	0.91	1.17	19.80	15.50	6.81
300616.SZ	尚品宅配	买入	85.55	170.00	2.40	2.90	35.60	29.50	15.59
603208.SH	江山欧派	未有评级	34.96	28.00	1.89	2.50	18.50	14.00	14.01
603313.SH	梦百合	买入	16.03	51.00	0.58	1.13	27.60	14.20	5.82
603180.SH	金牌厨柜	未有评级	57.22	38.00	3.13	3.75	18.30	15.30	13.54
603801.SH	志邦家居	增持	20.04	45.00	1.22	1.98	16.40	10.10	7.70
603326.SH	我乐家居	买入	11.79	26.00	0.45	0.68	25.90	17.30	3.60
603816.SH	顾家家居	买入	33.42	201.00	1.64	1.91	20.30	17.50	7.83
603833.SH	欧派家居	买入	119.41	502.00	3.74	4.32	31.90	27.70	18.77
002798.SZ	帝欧家居	买入	18.21	70.00	0.99	1.31	18.40	13.90	8.51
文教娱乐									
300329.SZ	海伦钢琴	未有评级	7.27	18.00	0.21	0.24	33.80	30.30	3.67
002094.SZ	青岛金王	未有评级	4.82	33.00	0.15	0.47	32.00	10.30	4.58
603899.SH	晨光文具	买入	42.60	392.00	0.88	1.12	48.60	37.90	3.92
002925.SZ	盈趣科技	买入	44.92	206.00	1.78	2.04	25.30	22.00	7.91

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 2019 年 9 月 3 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