

# 轻工制造

# 行业分析

## 2019年半年报总结：整体盈利能力逐季改善，细分行业分化明显

### 投资要点

- ◆ 2019H1 业绩下滑，盈利能力逐季改善。**根据申万行业分类，轻工制造行业2019H1实现营业收入2276.05亿元，同比下滑3.68%；实现归母净利润129.36亿元，同比下滑24.21%。其中，Q2单季度营业收入1166.88亿元，同比下滑4.13%；归母净利润76.50亿元，同比下滑19.76%，Q2单季度利润下滑幅度有所缩窄，环比略有改善。
- ◆ 家具：上半年业绩增速放缓，期待业绩改善。**2019年以来各大家居企业通过拓展大宗及整装渠道以及丰富产品品类，增加配套产品销售等措施积极应对行业变化，上半年营收、归母净利润同比增速分别为10.68%、20.79%；毛利率、净利率分别提升了1.76、0.92pct；ROE同比提升了0.76pct，其中Q2单季度ROE超过历史均值水平。上半年业绩增速虽有放缓，但较2018Q4仍取得相对较好的成果。下半年随着竣工面积持续改善，商品房的逐渐交付，精装房政策的持续推进以及整装渠道的拓展，家具行业公司业绩或存在改善的可能。
- ◆ 文娱用品：业绩表现亮眼，营收、净利润维持高增长。**文娱用品行业中，规模相对较大的细分行业文具用品表现亮眼，拉动文娱用品行业业绩高增长，2019年上半年文娱用品行业营收、归母净利润增速分别为31.29%、26.64%；毛利率、净利率同比分别变动+1.24、+0.08pct；ROE同比上升0.99pct。现金流方面，上半年行业经营性现金流转负为正，行业整体经营情况改善明显。
- ◆ 造纸：营收略下滑，归母净利润大幅下滑。**受下游需求疲弱、成品纸价格下跌以及高价位纸浆的消耗，上半年造纸行业营收、归母净利润同比分别下滑6.11%、47.94%，造纸行业进入下行周期；毛利率、净利率同比分别下降4.95、4.62pct；盈利能力下滑。下半年成品纸行业或仍出库存阶段，其中文化纸行业短期库存处于合理水平，9月进入文化纸传统旺季，或对文化纸市场形成利好。
- ◆ 包装印刷：营收、净利润增速放缓，Q2业绩持续走低。**2019年上半年国内外经济环境趋紧，包装印刷行业业绩增速放缓，上半年包装印刷行业营收、归母净利润增速分别为4.91%、3.72%，其中，Q2进入传统淡季，Q2单季度营收、归母净利润同比分别变动0.43%、-15.25%。
- ◆ 投资建议：**整体来看，轻工制造行业上半年业绩下滑，Q2单季度利润端逐季改善，展望下半年，我们认为行业所面临的外部不确定性仍较大，建议关注两条主线：1)把握确定性，关注文具、文化纸细分行业，建议关注**晨光文具、齐心集团、太阳纸业**。2)风险逐渐释放，估值处于低位，且业绩有望改善的家具行业龙头，建议关注**欧派家居、索菲亚、尚品宅配**。
- ◆ 风险提示：**宏观经济增长不及预期风险，房地产政策波动风险，原纸价格下降风险，办公直销市场推广不及预期风险，原材料价格波动较大风险。

投资评级 同步大市-A 维持

首选股票	评级
603899	晨光文具 增持-A
002301	齐心集团 增持-A
002078	太阳纸业 增持-A
603833	欧派家居 买入-B
002572	索菲亚 买入-B
300616	尚品宅配 买入-B

### 一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.20	-7.03	-13.95
绝对收益	3.04	-0.93	2.06

### 分析师

 叶中正  
 SAC 执业证书编号：S0910516080001  
 yezhongzheng@huajinsec.cn  
 0755-83224377

### 分析师

 杨维维  
 SAC 执业证书编号：S0910519080004  
 yangweiwei@huajinsec.cn  
 0755-83231652

### 相关报告

- 轻工制造：双节临近，中小纸厂纷纷喊涨原纸价格 2019-09-02
- 轻工制造：龙头再次提价，文化纸旺季逐渐来临 2019-08-25
- 轻工制造：鸚鵡金魚漂闊漿下調報價，教材印刷招標陸續展開 2019-08-18
- 轻工制造：木浆价格持续弱势，白卡纸价格有所下调 2019-08-12
- 轻工制造：涨价函再发，白卡纸价格或迎来攀升 2019-08-05

## 内容目录

一、2019H1 业绩略有下滑，盈利能力逐季改善 .....	3
二、家具：上半年业绩增速放缓，期待业绩改善 .....	4
三、文娱用品：业绩表现亮眼，营收、净利润维持高增长 .....	6
四、造纸：营收略有下滑，归母净利润大幅下降 .....	7
五、包装印刷：营收、净利润增速放缓，Q2 业绩持续走低 .....	9
六、投资建议 .....	10
七、风险提示 .....	11

## 图表目录

图 1：SW 轻工制造分季度营收（单位：亿元） .....	3
图 2：SW 轻工制造分季度归母净利润（单位：亿元） .....	3
图 3：SW 轻工制造分季度毛利率及净利率 .....	3
图 4：SW 轻工制造分季度期间费用率 .....	3
图 5：SW 轻工制造分季度净资产收益率 .....	4
图 6：SW 轻工制造分季度经营性现金流量净额（单位：亿元） .....	4
图 7：SW 家具分季度营收（单位：亿元） .....	5
图 8：SW 家具分季度归母净利润（单位：亿元） .....	5
图 9：SW 家具分季度毛利率及净利率 .....	5
图 10：SW 家具分季度期间费用率 .....	5
图 11：SW 家具分季度 ROE .....	6
图 12：SW 家具分季度经营性现金流（单位：亿元） .....	6
图 13：SW 文娱用品分季度营收（单位：亿元） .....	6
图 14：SW 文娱用品分季度归母净利润（单位：亿元） .....	6
图 15：SW 文娱用品分季度毛利率及净利率 .....	7
图 16：SW 文娱用品分季度期间费用率 .....	7
图 17：SW 文娱用品净资产收益率 .....	7
图 18：SW 文娱用品分季度经营性现金流量净额（单位：亿元） .....	7
图 19：SW 造纸分季度营收（单位：亿元） .....	8
图 20：SW 造纸分季度归母净利润（单位：亿元） .....	8
图 21：SW 造纸分季度毛利率及净利率 .....	8
图 22：SW 造纸分季度期间费用率 .....	8
图 23：SW 造纸资产收益率 .....	9
图 24：SW 造纸分季度经营性现金流量净额（单位：亿元） .....	9
图 25：SW 包装印刷分季度营收（单位：亿元） .....	9
图 26：SW 包装印刷分季度归母净利润（单位：亿元） .....	9
图 27：SW 包装印刷分季度毛利率及净利率 .....	10
图 28：SW 包装印刷分季度期间费用率 .....	10
图 29：SW 包装印刷 ROE .....	10
图 30：SW 包装印刷分季度经营性现金流量净额（单位：亿元） .....	10

## 一、2019H1 业绩略有下滑，盈利能力逐季改善

外部不确定性大，2019H1 业绩下滑。2019 年上半年轻工制造行业面对房地产行业变革、宏观经济不景气等复杂局面，营收及归母净利润有所下滑，根据申万行业分类，轻工制造行业 2019 年上半年实现营业收入 2276.05 亿元，同比下滑 3.68%；实现归母净利润 129.36 亿元，同比下滑 24.21%。其中，Q1、Q2 单季度营业收入分别为 1112.88、1166.88 亿元，同比分别下滑 3.01%、4.13%；归母净利润分别为 54.56、76.50 亿元，同比分别下滑 27.93%、19.76%。Q2 轻工制造行业在纸浆价格持续下降、各大公司降本增效等方式下，利润下滑幅度有所缩窄，环比略有改善。

图 1：SW 轻工制造分季度营收（单位：亿元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

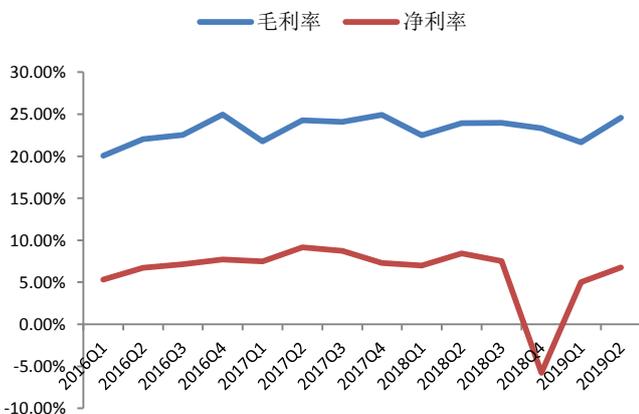
图 2：SW 轻工制造分季度归母净利润（单位：亿元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

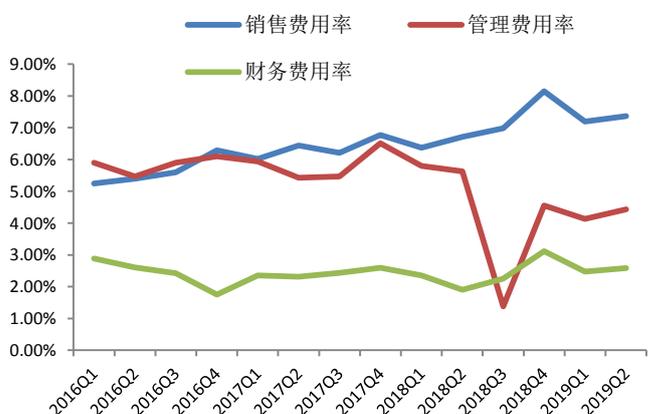
盈利能力 Q2 环比有所改善。上半年毛利率、净利率分别为 23.00%、5.80%，同比分别为下降 0.12、1.89pct。其中 Q1、Q2 单季度毛利率分别为 21.55%、23.00%，同比分别下降 0.85、0.12pct；净利率分别为 4.97%、5.80%，同比分别下降 1.96、1.89pct。从环比来看，行业毛利率、净利率分别从 2019Q2、2019Q1 持续好转。上半年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 7.26%、4.42%、2.45%，同比分别变动+0.74、-1.10、+0.26pct。

图 3：SW 轻工制造分季度毛利率及净利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

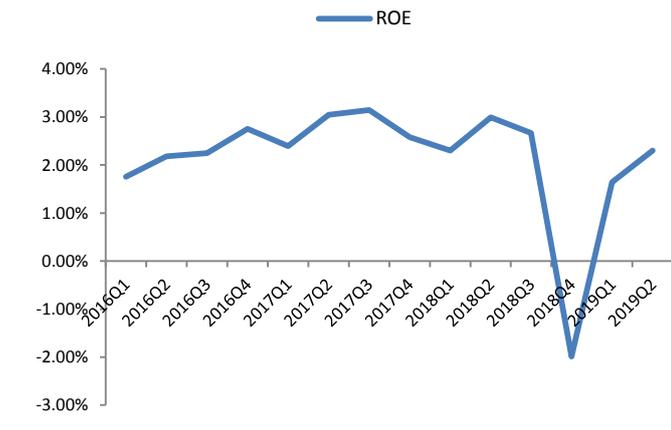
图 4：SW 轻工制造分季度期间费用率



资料来源：Wind，华金证券研究所

**ROE、经营性现金流逐季改善。**轻工制造业除 2018Q4 外，从 2016 年以来单季度 ROE 维持在 1%-3% 左右，2018Q4 在原纸价格下降、市场调控等因素的影响下，盈利能力大幅下降，单季度 ROE 下降至 -1.99%，2019 年以来随着利润端环比扭亏为盈，逐季改善，单季度 ROE 也表现持续提升，Q1、Q2 单季度 ROE 分别为 1.61%、2.29%，Q2 单季度 ROE 恢复到平均水平。从现金流来看，上半年轻工制造业经营性现金流为 204.37 亿元，同比增长 21.50%，其中 Q1、Q2 单季度经营性现金流维持正数，Q2 单季度环比持续改善，Q1、Q2 经营性现金流分别为 10.75、197.12 亿元。

图 5: SW 轻工制造分季度净资产收益率



资料来源: Wind, 华金证券研究所 注: ROE 为摊薄 (整体法) ROE

图 6: SW 轻工制造分季度经营性现金流量净额 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 二、家具：上半年业绩增速放缓，期待业绩改善

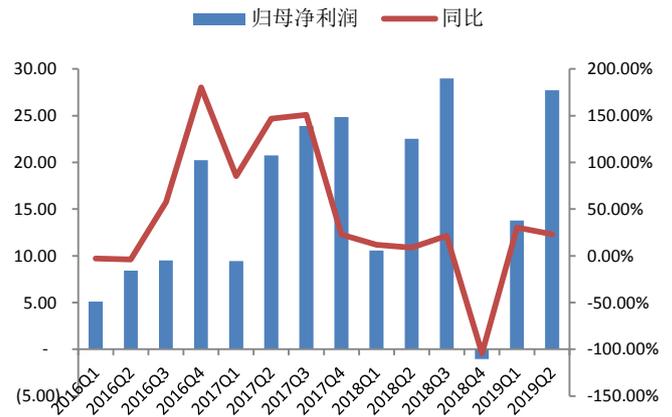
**地产调控，业绩承压。**2017 年 9 月以来受房地产调控政策深化落地，住宅销售面积累计同比增速持续下降至个位数，相应的住宅竣工面积累计同比下滑至负数，2018 年全年住宅销售面积为 14.79 亿平方米，同比增长 2.20%；住宅竣工面积为 6.60 亿平方米，同比下滑 8.10%。家居行业处于房地产行业下游，行业收入滞后于住宅销售面积约 1 年左右时间，同步于房屋竣工面积或者滞后房屋竣工面积 1 季度左右时间，2018Q4 家具行业营收同比略有增长，归母净利润大幅下降至负数。2019 年以来各大家居企业通过拓展大宗及整装渠道以及丰富产品品类，增加配套品销售等措施积极应对行业变化，上半年取得相对较好的成果，营收、归母净利润增速持续好转，2019 年上半年实现营业收入 462.51 亿元，同比增长 10.68%；实现归母净利润 41.48 亿元，同比增长 20.79%。其中，2019Q1、Q2 单季度营业收入分别为 203.38、259.13 亿元，同比分别增长 13.07%、11.05%；归母净利润分别为 13.77、27.71 亿元，同比分别增长 30.40%、22.99%。

图 7: SW 家具分季度营收 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

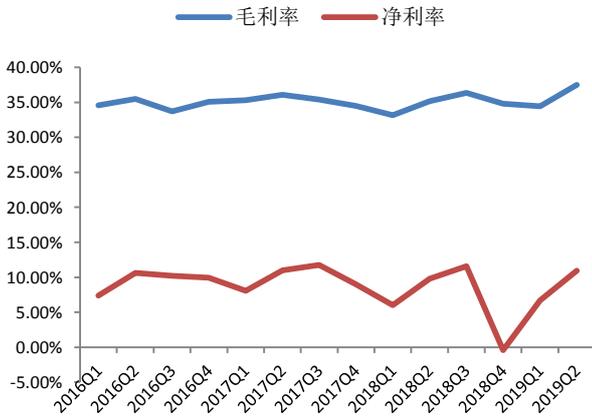
图 8: SW 家具分季度归母净利润 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

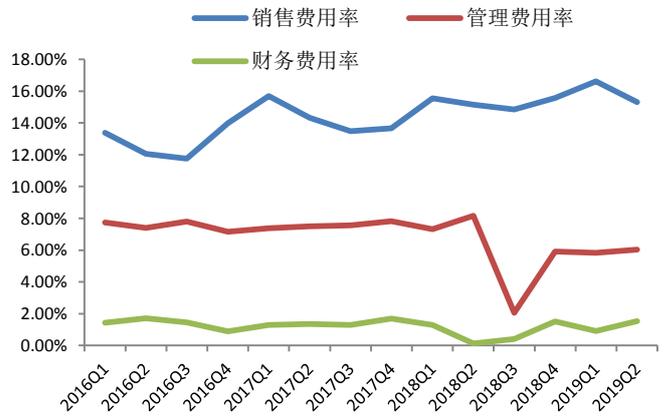
盈利能力环比提升, 期间费用率。2019 年上半年家具行业毛利率、净利率分别为 36.04%、9.06%, 同比分别提升了 1.76、0.92pct。其中, 2019Q1、Q2 家具行业毛利率分别为 34.45%、37.48%, 同比分别提升了 1.28、2.34pct。加大对费用端的管控, 上半年期间费用率为 23.67%, 同比下降 1.17pct, 其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 15.84%、6.49%、1.34%, 同比分别变动+0.50、-2.13、+0.46pct。

图 9: SW 家具分季度毛利率及净利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

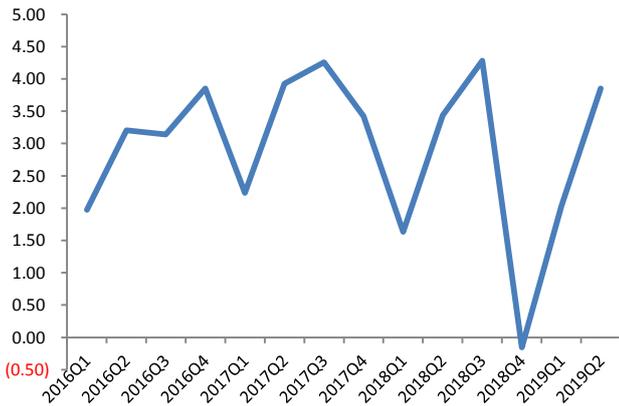
图 10: SW 家具分季度期间费用率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

ROE 不断优化, 经营性现金流好转。家具行业 2019 年上半年 ROE 为 5.86%, 同比提升了 0.76pct, 其中 2019Q1、Q2 单季度 ROE 分别为 2.03%、3.85%, 分别同比提升了 0.40、0.41pct, ROE 持续好转, Q2 单季度 ROE 超过历史均值水平。现金流大幅好转, 2019 年上半年经营活动产生的现金流量净额为 45.31 亿元, 同比增长 178.80%。

图 11: SW 家具分季度 ROE



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 12: SW 家具分季度经营性现金流 (单位: 亿元)

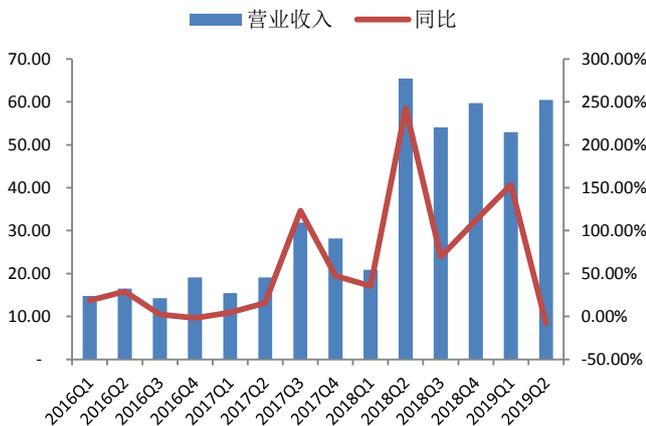


资料来源: Wind, 华金证券研究所

### 三、文娱用品：业绩表现亮眼，营收、净利润维持高增长

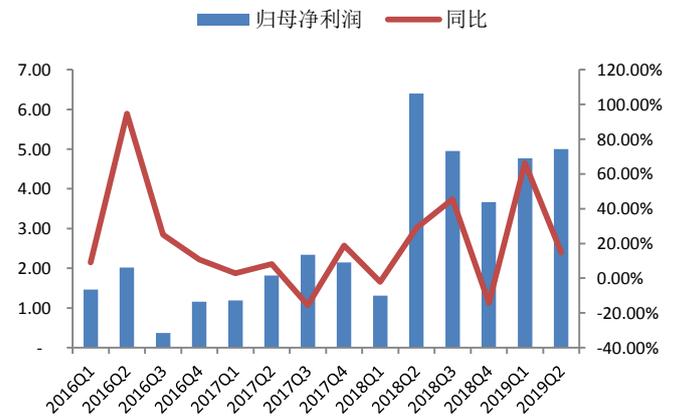
业绩表现亮眼，营收、净利润维持高增长。文娱用品行业中，规模相对较大的细分行业文具用品表现亮眼，下游政企客户办公集采需求释放，带动行业业绩大幅增长。文娱用品行业 2019 年上半年实现营业收入 113.42 亿元，同比增加 31.29%；实现归母净利润 9.76 亿元，同比增加 26.64%。其中，Q1、Q2 单季度营业收入分别为 52.98、60.44 亿元，同比分别变动+153.29%、-7.68%；归母净利润分别为 4.76、5.00 亿元，同比分别变动+66.30%、+14.83%。

图 13: SW 文娱用品分季度营收 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

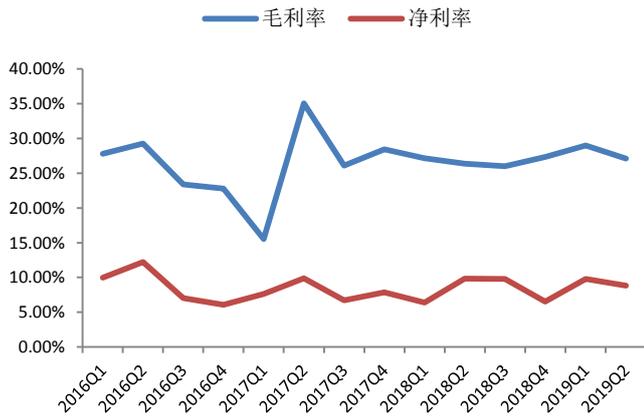
图 14: SW 文娱用品分季度归母净利润 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

毛利率、净利率提升，费用率管控良好。上半年毛利率、净利率分别为 27.98%、9.29%，同比分别变动+1.24、+0.08pct。其中 Q1、Q2 单季度毛利率分别为 29.01%、27.08%，同比分别变动+1.88、+0.70pct；净利率分别为 9.81%、8.83%，同比分别变动+3.43、-0.99pct。期间费用率整体管控良好，上半年期间费用率整体同比下滑 2.11pct，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 8.74%、5.30%、0.38%，同比分别变动+0.39、-2.56、+0.06pct。

图 15: SW 文娱用品分季度毛利率及净利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

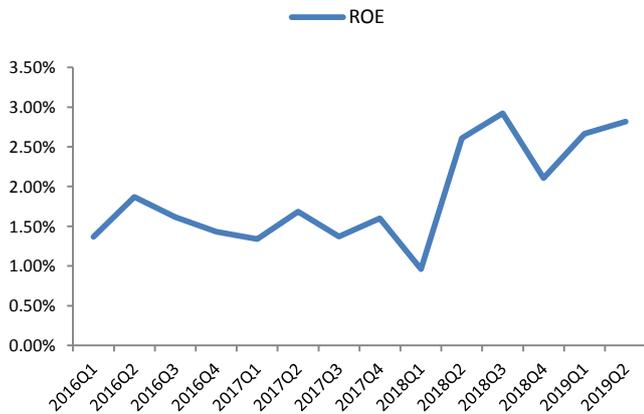
图 16: SW 文娱用品分季度期间费用率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

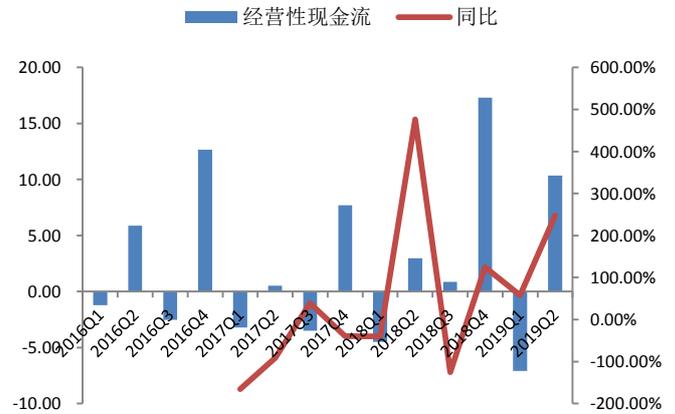
ROE 持续回升, 经营性现金流转负为正。随着行业下游需求逐步释放, 2018 年 Q4 以来文娱用品行业 ROE 持续上升。上半年行业 ROE 为 5.61%, 同比上升 0.99pct, 其中 2019Q1、Q2 单季度 ROE 分别为 2.67%、2.82%, 同比分别变动+1.70、+0.21pct。现金流方面, 上半年行业经营性现金流转负为正, 达到 3.27 亿元, 同比增加 321.96%, 其中 Q1、Q2 现金流分别为-7.10、10.36 亿元, 同比分别增加 58.11%、247.92%, 行业整体经营情况改善明显。

图 17: SW 文娱用品净资产收益率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 18: SW 文娱用品分季度经营性现金流量净额 (单位: 亿元)

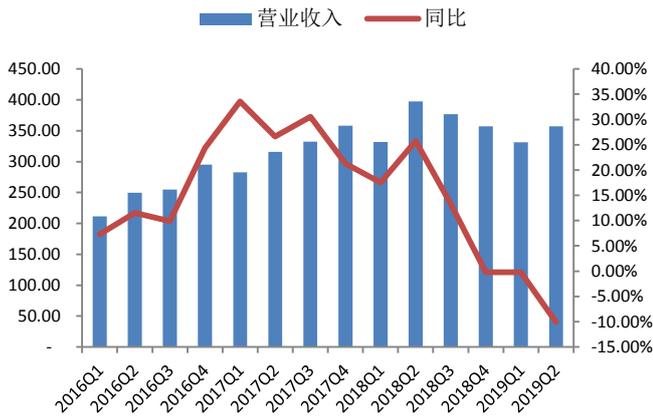


资料来源: Wind, 华金证券研究所

#### 四、造纸: 营收略有下滑, 归母净利润大幅下降

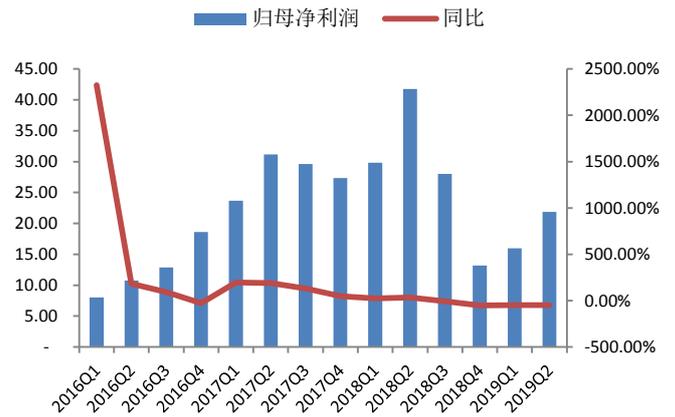
营收略下滑, 归母净利润大幅下滑。成品纸价格逐渐下行, 造纸行业进入下行周期。受下游需求疲弱、成品纸价格下跌以及高价位纸浆的消耗, 上半年造纸行业实现营业收入 671.15 亿元, 同比下滑 6.11%; 实现归母净利润 37.75 亿元, 同比下滑 47.94%。其中, Q1、Q2 单季度营业收入分别为 332.85、348.30 亿元, 同比分别下滑 0.24%、10.06%; 归母净利润分别为 15.98、21.77 亿元, 同比分别下滑 47.76%、47.71%。

图 19: SW 造纸分季度营收 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

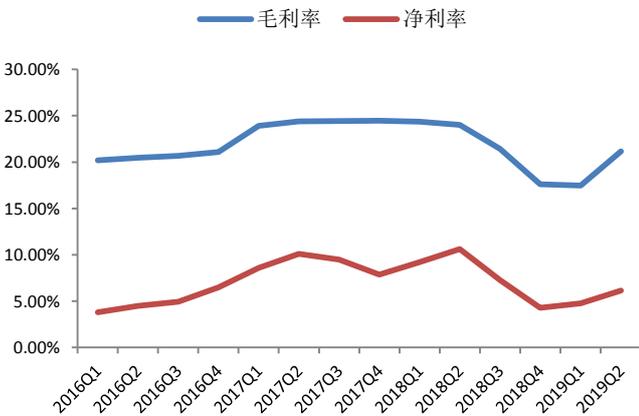
图 20: SW 造纸分季度归母净利润 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

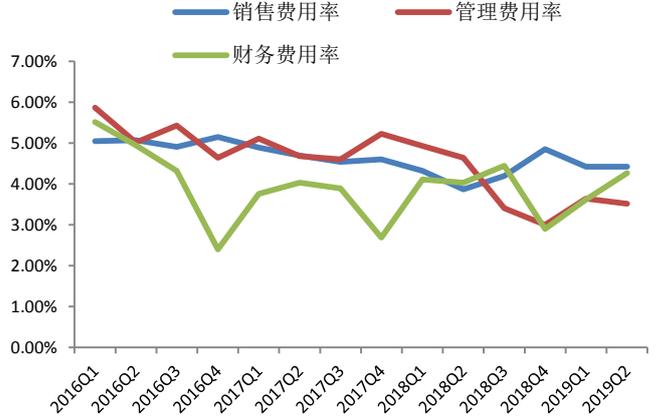
盈利能力下滑, Q2 环比略有好转。上半年造纸行业毛利率、净利率分别为 19.61%、5.67%, 同比分别下降 4.95、4.62pct。其中 Q1、Q2 单季度毛利率分别为 17.75%、21.32%, 同比分别下降 6.97、3.12pct; 净利率分别为 4.95%、6.26%, 同比分别下降 4.53、4.66pct。盈利能力下滑, 分季度来看, 毛利率、净利率 Q2 环比改善。上半年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 4.41%、3.57%、3.95%, 同比分别变动 0.33、-1.19、-0.08pct。

图 21: SW 造纸分季度毛利率及净利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

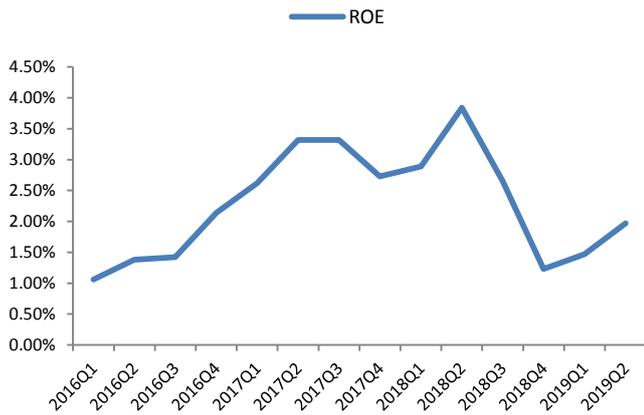
图 22: SW 造纸分季度期间费用率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

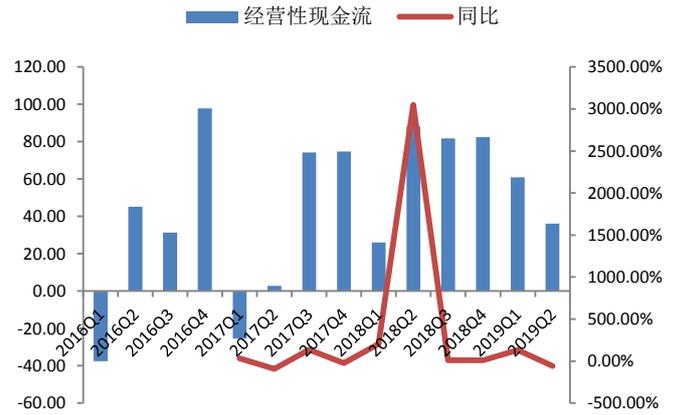
ROE 开始回升, 经营性现金流减少。现金流 2018 年受宏观经济增速放缓、原纸价格下降等因素影响, 盈利能力下降, 造纸行业 ROE 在 2018 年 Q2-Q4 连续三季度下滑。2019 年纸企积极应对, 提升效率, 管控成本, ROE 自 2019 年 Q1 开始回升, 2019 年 Q1、Q2 单季 ROA 分别为 1.47%、1.97%。现金流方面, 2019 年上半年造纸行业经营性现金流为 96.98 亿元, 同比下降 15.07%, 其中 Q1、Q2 现金流分别为 60.94、36.04 亿元, 同比变动+133.42%、-59.08%。

图 23: SW 造纸资产收益率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 24: SW 造纸分季度经营性现金流量净额 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 五、包装印刷: 营收、净利润增速放缓, Q2 业绩持续走低

营收、净利润增速放缓, Q2 业绩持续走低。2019 年上半年国内外经济环境趋紧, 包装印刷行业业绩增速放缓至个位数, 上半年包装印刷行业实现营业收入 441.05 亿元, 同比增长 4.91%; 实现归母净利润 35.32 亿元, 同比增长 3.72%。其中, Q1、Q2 单季度营业收入分别为 230.11、210.94 亿元, 同比分别增长 17.46%、0.43%; 归母净利润分别为 19.61、15.72 亿元, 同比分别变动+21.64%、-15.25%, Q2 由于进入传统淡季, 业绩持续走低。

图 25: SW 包装印刷分季度营收 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

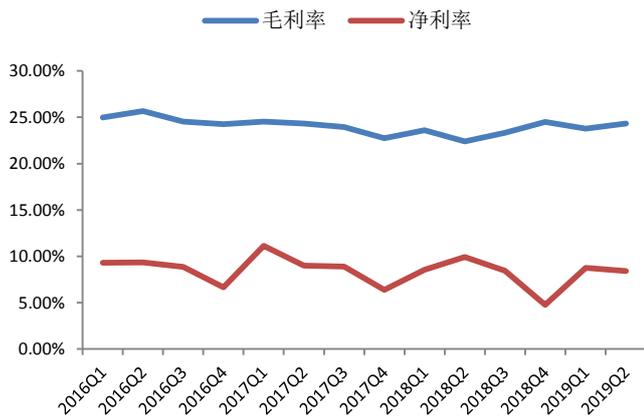
图 26: SW 包装印刷分季度归母净利润 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

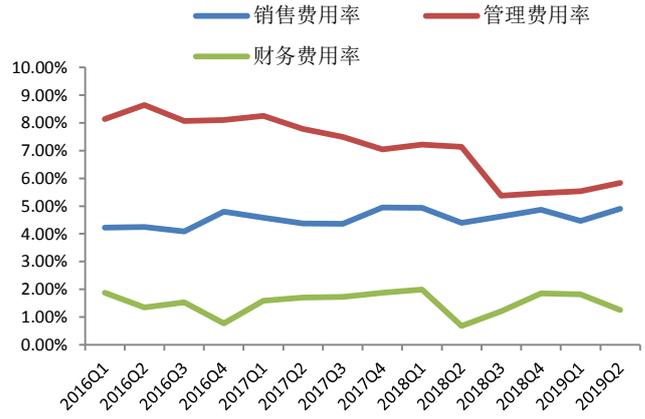
毛利率、费用率略有提升, 净利率略有下滑。上半年毛利率、净利率分别为 23.72%、8.19%, 同比分别变动+0.91、-0.99pct。其中 Q1、Q2 单季度毛利率分别为 23.76%、24.34%, 同比分别提升了 0.16、1.94pct; 净利率分别为 8.77%、8.40%, 同比分别变动+0.21、-1.53pct, Q2 净利率水平有所下降, 主要是由于营收增速放缓导致期间费用率有所上升。上半年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 4.72%、5.69%、1.54%, 同比分别变动+0.29、-1.57、+0.16pct, 其中 Q2 单季度以上费用率分别为 4.90%、5.87%、1.25%, 同比分别变动+0.51、-0.01、0.01pct。

图 27: SW 包装印刷分季度毛利率及净利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

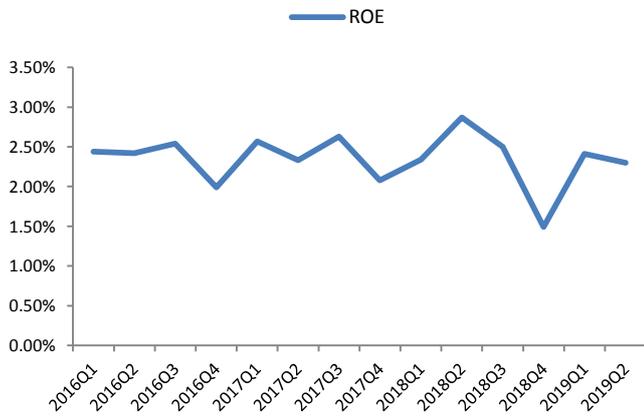
图 28: SW 包装印刷分季度期间费用率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

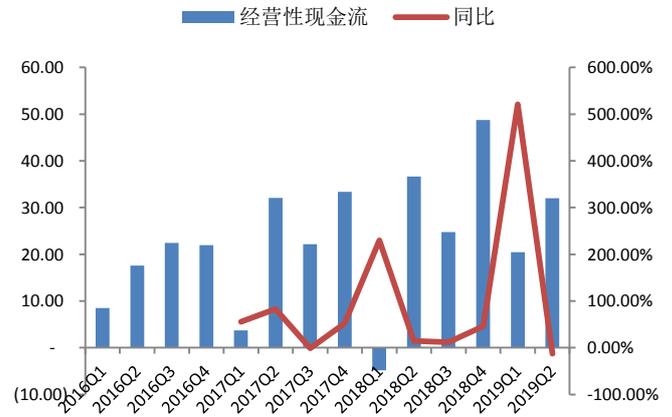
ROE 趋于稳定,经营性现金流回升。2019 年上半年行业 ROE 为 4.55%,同比下降 0.47pct,其中 2019Q1、Q2 单季度 ROE 分别为 2.41%、2.30%,同比分别变动+0.07、-0.57pct, ROE 较为稳定。现金流方面,2019 年上半年行业经营性现金流为 52.47 亿元,同比增加 65.13%,其中 Q1、Q2 现金流分别为 20.48、32.00 亿元,同比分别增加 521.09%、-12.67%,行业整体经营情况改善明显。

图 29: SW 包装印刷 ROE



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 30: SW 包装印刷分季度经营性现金流量净额 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 六、投资建议

整体来看,轻工制造行业上半年业绩下滑,但是分季度来看,Q2 单季度利润端逐季改善,展望下半年,我们认为行业所面临的外部不确定性仍较大,我们建议关注两条主线:

(1) 把握确定性,关注文具、文化纸细分子行业。

文具行业:近几年来受益于阳光采购政策驱动,集中采购逐渐被大中型企业采纳,办公直销迎来快速发展。从市场参与者来看,随着外资龙头逐步退出中国市场,国内大 B 办公直销市场参与者主要有晨光科力普、齐心集团、得力文具等垂直类公司以及京东企业购、阿里企业采购、苏宁等平台类公司,垂直类公司主要客户为大 B 客户,通过多年的办公直销业务运营,商品品

类、客户资源、物流仓储等方面较小企业及平台类公司在中标及服务大客户方面具有明显优势，未来增长可期，建议关注**晨光文具**、**齐心集团**。

文化纸行业：短期库存处于合理水平，9月进入文化纸传统旺季，或对文化纸市场形成利好。长期需求刚性较强，新增产能有限，行业供需平衡。并且在原材料端，短期国内三大港口木浆库存高企，木浆价格或保持低位。长期全球市场对纸浆需求持续上升，但由于森林面积或持续降低，木片资源逐渐匮乏，长期木浆价格或维持高位，因此，拥有自制浆对造纸企业来说具有重大的战略意义，建议关注**太阳纸业**。

## (2) 估值处于低位，业绩有望改善的家具行业

房地产市场延续调控，家具行业估值水平逐渐下移，从目前来看，家具行业 PE 为 20 倍，处于历史低位。从业绩来看，2017 年下半年以来竣工面积累计同比远低于销售面积同比数据，且逐月呈现负增长，近期竣工面积改善，若下半年持续改善或有助于地产后周期行业公司业绩水平的提升。其次，在精装房政策的推进下，大宗业务逐渐发力快速发展，成为业绩主要增长点之一；整装业务规模初现，面对行业空间广阔。在多渠道的推动下，家具行业业绩或有望改善，建议关注定制家具龙头**欧派家居**、**索菲亚**、**尚品宅配**。

表 1：推荐公司盈利预测及估值

证券代码	证券简称	收盘价(元)	总市值 (亿元)	市盈率 PE			每股收益			评级
				18A	19E	20E	18A	19E	20E	
603899.SH	晨光文具	42.60	391.92	48.41	38.04	31.09	0.88	1.12	1.37	增持-A
603833.SH	欧派家居	119.41	501.75	31.93	26.54	22.49	3.74	4.50	5.31	增持-A
002078.SZ	太阳纸业	7.67	198.77	8.92	11.12	8.62	0.86	0.69	0.89	增持-A
002572.SZ	索菲亚	19.10	176.37	18.37	15.92	14.04	1.04	1.20	1.36	买入-B
300616.SZ	尚品宅配	85.55	169.97	35.65	29.40	24.80	2.40	2.91	3.45	买入-B
002301.SZ	齐心集团	11.64	74.71	38.80	29.10	21.56	0.30	0.40	0.54	买入-B

资料来源：Wind，华金证券研究所 注：数据截至 2019/09/03

## 七、风险提示

(1) 宏观经济增长不及预期风险。文具及文化纸行业刚需较强，受宏观经济的影响相对较小，若宏观经济出现较大波动，或对下游产生较大影响，从而对文具及文化纸行业带来影响。

(2) 房地产政策波动风险。若房地产调控力度继续加大，商品房销售面积或将继续承压，从而抑制家具需求，对家具公司业绩造成较大影响。

(3) 原纸价格下降风险。11-12 月份出版社需求转淡，在下游需求较弱的情况下，文化纸价格或存在下行风险。

(4) 办公直销市场推广不及预期风险。目前国内办公直销市场处于拓展期，行业预计仍将保持快速的增长，龙头办公直销业务收入预计持续高增长，但若办公直销市场推广不及预期或其他因素影响，可能会造成办公直销业绩不及预期。

(5) 原材料价格波动较大风险。文化纸上游主要为木浆资源，由于我国造纸行业主要向国外采购木浆资源，对外依赖度较大，未来若国外木浆生产国对森林资源开采政策发生改变或其他影响，可能会造成木浆价格的较大波动，从而文化纸价格及企业盈利带来影响。

附表：

表 2: 2019H1 轻工制造公司业绩汇总

所属申万行业	证券代码	证券简称	2019H1 收入	收入 YOY	2019H1 归母净利润	归母净利润 YOY
家具	603833.SH	欧派家居	55.10	13.72%	6.33	15.04%
家具	603816.SH	顾家家居	50.10	23.74%	5.59	15.79%
家具	002572.SZ	索菲亚	31.42	5.17%	3.91	5.96%
家具	300616.SZ	尚品宅配	31.37	9.44%	1.63	32.38%
家具	000910.SZ	大亚圣象	30.83	-2.45%	1.97	9.57%
家具	002489.SZ	浙江永强	27.69	19.55%	3.56	921.75%
家具	600978.SH	宜华生活	27.49	-22.86%	1.31	-65.33%
家具	600337.SH	美克家居	27.09	7.27%	2.16	5.11%
家具	603008.SH	喜临门	20.42	10.75%	1.53	24.63%
家具	603818.SH	曲美家居	20.11	106.62%	0.72	1.71%
家具	603313.SH	梦百合	15.80	23.17%	1.50	294.77%
家具	603661.SH	恒林股份	11.83	16.79%	1.26	122.38%
家具	603801.SH	志邦家居	11.49	10.24%	1.10	16.13%
家具	603600.SH	永艺股份	11.41	3.44%	0.91	91.47%
家具	002240.SZ	威华股份	10.60	-5.55%	0.61	5.76%
家具	603898.SH	好莱客	9.38	3.86%	1.49	-17.86%
家具	601996.SH	丰林集团	8.86	37.17%	0.90	32.21%
家具	002631.SZ	德尔未来	8.16	3.77%	0.61	-25.32%
家具	603180.SH	金牌厨柜	7.85	22.15%	0.70	13.87%
家具	603208.SH	江山欧派	7.30	52.01%	0.81	41.18%
家具	603848.SH	好太太	5.77	1.06%	1.12	1.13%
家具	002853.SZ	皮阿诺	5.55	25.24%	0.59	22.37%
家具	603326.SH	我乐家居	5.26	22.94%	0.46	129.26%
家具	603709.SH	中源家居	4.89	22.11%	0.36	45.45%
家具	000663.SZ	永安林业	3.68	-16.12%	-0.25	22.53%
家具	300749.SZ	顶固集创	3.38	6.56%	0.26	5.88%
家具	603226.SH	菲林格尔	3.34	-16.26%	0.41	-4.05%
家具	603389.SH	亚振家居	1.72	-12.93%	-0.30	-70.55%
其他家用轻工	002798.SZ	帝欧家居	24.98	30.13%	2.33	48.18%
其他家用轻工	603385.SH	惠达卫浴	14.82	6.97%	1.43	20.51%
其他家用轻工	002084.SZ	海鸥住工	11.93	13.93%	0.54	35.39%
其他家用轻工	600439.SH	瑞贝卡	9.46	-4.31%	1.22	-3.24%
其他家用轻工	600135.SH	乐凯胶片	8.85	-6.85%	0.10	-60.32%
其他家用轻工	002615.SZ	哈尔斯	8.46	-1.96%	0.53	7.86%
其他家用轻工	600735.SH	新华锦	6.63	-0.96%	0.42	21.30%

所属申万行业	证券代码	证券简称	2019H1 收入	收入 YOY	2019H1 归母净利润	归母净利润 YOY
其他家用轻工	002790.SZ	瑞尔特	5.19	18.97%	0.80	39.24%
其他家用轻工	300729.SZ	乐歌股份	4.59	4.58%	0.23	-22.13%
其他家用轻工	603059.SH	倍加洁	3.89	12.56%	0.55	20.54%
其他家用轻工	002571.SZ	德力股份	3.86	1.59%	0.19	178.35%
其他家用轻工	603021.SH	山东华鹏	3.73	-6.57%	-0.12	-500.85%
其他家用轻工	300640.SZ	德艺文创	2.79	10.91%	0.22	77.84%
其他家用轻工	603268.SH	松发股份	2.66	-0.11%	0.14	-34.35%
其他家用轻工	603838.SH	四通股份	1.75	-9.52%	0.26	-26.93%
其他家用轻工	600539.SH	ST 狮头	0.24	-28.20%	0.04	23.66%
其他轻工制造III	002751.SZ	易尚展示	4.68	39.73%	0.25	14.94%
文娱用品	603899.SH	晨光文具	48.39	27.78%	4.71	25.78%
文娱用品	002301.SZ	齐心集团	26.63	57.94%	1.41	26.43%
文娱用品	002678.SZ	珠江钢琴	9.89	2.07%	1.03	6.26%
文娱用品	002605.SZ	姚记科技	7.82	151.99%	1.41	217.61%
文娱用品	300703.SZ	创源文化	4.35	17.37%	0.49	64.02%
文娱用品	002899.SZ	英派斯	3.89	4.87%	0.15	-19.65%
文娱用品	002348.SZ	高乐股份	3.54	-10.78%	0.05	-74.35%
文娱用品	603398.SH	邦宝益智	2.71	81.29%	0.41	165.88%
文娱用品	300329.SZ	海伦钢琴	2.57	3.64%	0.28	-8.82%
文娱用品	002862.SZ	实丰文化	1.84	-6.19%	0.08	-44.03%
文娱用品	300651.SZ	金陵体育	1.70	16.39%	0.15	10.95%
文娱用品	002575.SZ	群兴玩具	0.09	3.54%	-0.40	-1173.29%
造纸III	000488.SZ	晨鸣纸业	133.49	-14.16%	5.10	-71.43%
造纸III	600567.SH	山鹰纸业	111.70	-6.56%	9.25	-45.77%
造纸III	002078.SZ	太阳纸业	107.76	2.89%	8.87	-27.81%
造纸III	600308.SH	华泰股份	65.47	-11.79%	2.74	-26.34%
造纸III	600966.SH	博汇纸业	40.44	-7.33%	1.32	-67.99%
造纸III	002511.SZ	中顺洁柔	31.72	22.67%	2.75	37.59%
造纸III	600963.SH	岳阳林纸	31.29	-7.93%	0.29	-90.18%
造纸III	002067.SZ	景兴纸业	25.72	-8.53%	1.29	-47.98%
造纸III	603733.SH	仙鹤股份	21.03	11.63%	1.31	-25.09%
造纸III	002521.SZ	齐峰新材	16.59	-9.80%	0.45	7.89%
造纸III	600103.SH	青山纸业	13.60	-12.02%	0.93	-26.86%
造纸III	600433.SH	冠豪高新	12.65	9.20%	0.55	9.88%
造纸III	600069.SH	银鸽投资	10.87	-22.69%	-1.31	-1527.20%
造纸III	603165.SH	荣晟环保	9.06	-9.54%	1.24	0.86%
造纸III	600356.SH	恒丰纸业	8.19	11.42%	0.43	39.04%
造纸III	600235.SH	民丰特纸	7.09	-7.70%	0.02	-84.98%
造纸III	600793.SH	宜宾纸业	6.40	-8.00%	0.17	-92.13%
造纸III	002012.SZ	凯恩股份	5.49	1.22%	0.16	56.08%
造纸III	000815.SZ	美利云	4.86	-5.40%	0.03	-90.04%
造纸III	603863.SH	松炆资源	2.85	2.90%	0.41	-5.17%
造纸III	002235.SZ	安妮股份	1.98	-42.00%	1.00	100.95%
包装印刷III	002228.SZ	合兴包装	54.85	-6.15%	1.34	10.99%
包装印刷III	600210.SH	紫江企业	46.57	-1.41%	2.78	-6.51%

所属申万行业	证券代码	证券简称	2019H1 收入	收入 YOY	2019H1 归母净利润	归母净利润 YOY
包装印刷III	002701.SZ	奥瑞金	41.44	2.57%	4.86	5.36%
包装印刷III	002831.SZ	裕同科技	36.84	12.09%	2.96	11.22%
包装印刷III	601968.SH	宝钢包装	25.65	2.42%	0.50	223.65%
包装印刷III	002585.SZ	双星新材	20.74	20.16%	0.80	-48.89%
包装印刷III	300057.SZ	万顺新材	20.35	3.71%	0.47	13.52%
包装印刷III	002191.SZ	劲嘉股份	18.65	15.90%	4.65	22.64%
包装印刷III	601515.SH	东风股份	16.45	1.00%	3.59	0.43%
包装印刷III	002303.SZ	美盈森	14.66	3.01%	1.65	-5.30%
包装印刷III	002803.SZ	吉宏股份	13.95	45.42%	1.48	82.45%
包装印刷III	002014.SZ	永新股份	11.51	9.88%	1.06	16.14%
包装印刷III	600076.SH	康欣新材	10.58	-15.17%	2.60	-3.64%
包装印刷III	002752.SZ	昇兴股份	9.77	2.71%	0.30	-14.98%
包装印刷III	002565.SZ	顺灏股份	8.94	-3.25%	0.59	30.10%
包装印刷III	002599.SZ	盛通股份	8.73	2.59%	0.47	-5.86%
包装印刷III	002117.SZ	东港股份	8.49	1.41%	1.42	7.61%
包装印刷III	000659.SZ	珠海中富	8.30	-4.45%	-0.16	-308.40%
包装印刷III	002787.SZ	华源控股	7.81	33.28%	0.26	-34.89%
包装印刷III	002243.SZ	通产丽星	6.83	9.56%	0.42	42.36%
包装印刷III	603687.SH	大胜达	6.10	1.37%	0.72	2.34%
包装印刷III	002522.SZ	浙江众成	5.68	17.57%	0.45	79.12%
包装印刷III	002846.SZ	英联股份	5.52	67.80%	0.43	207.79%
包装印刷III	600836.SH	界龙实业	5.21	-29.15%	-0.28	-369.31%
包装印刷III	002735.SZ	王子新材	4.94	74.31%	0.18	6.69%
包装印刷III	002799.SZ	环球印务	4.47	79.84%	0.28	110.90%
包装印刷III	000812.SZ	陕西金叶	3.95	-10.36%	-0.03	-111.84%
包装印刷III	603022.SH	新通联	3.25	-0.74%	0.16	-25.71%
包装印刷III	300501.SZ	海顺新材	3.04	26.97%	0.32	-13.01%
包装印刷III	603607.SH	京华激光	2.97	14.01%	0.44	3.15%
包装印刷III	603429.SH	集友股份	2.91	57.75%	0.76	40.78%
包装印刷III	002229.SZ	鸿博股份	2.90	-15.09%	-0.07	21.03%
包装印刷III	002951.SZ	金时科技	2.37	-24.60%	0.59	-30.64%
包装印刷III	002836.SZ	新宏泽	2.14	140.67%	0.21	62.64%
包装印刷III	000695.SZ	滨海能源	1.98	-68.69%	0.03	120.04%
包装印刷III	603058.SH	永吉股份	1.85	-15.04%	0.38	-40.38%
包装印刷III	603499.SH	翔港科技	1.66	-6.61%	0.23	-10.89%
珠宝首饰	600612.SH	老凤祥	281.05	11.31%	7.39	13.73%
珠宝首饰	002721.SZ	金一文化	57.61	-34.78%	0.66	-31.25%
珠宝首饰	002867.SZ	周大生	23.90	12.51%	4.75	34.63%
珠宝首饰	002574.SZ	明牌珠宝	21.13	-11.31%	0.73	20.66%
珠宝首饰	000026.SZ	飞亚达 A	17.85	5.26%	1.24	9.90%
珠宝首饰	002345.SZ	潮宏基	17.65	8.48%	1.38	-17.69%
珠宝首饰	000587.SZ	金洲慈航	11.34	-86.40%	-12.60	-1744.57%
珠宝首饰	002731.SZ	萃华珠宝	10.92	-14.25%	-0.30	-175.69%
珠宝首饰	002740.SZ	爱迪尔	8.68	-13.37%	0.29	22.28%
珠宝首饰	600086.SH	东方金钰	4.96	-77.75%	-2.74	-981.46%

所属申万行业	证券代码	证券简称	2019H1 收入	收入 YOY	2019H1 归母净利润	归母净利润 YOY
珠宝首饰	002356.SZ	*ST 赫美	4.94	-57.02%	-2.93	-81.69%
珠宝首饰	600891.SH	*ST 秋林	1.74	-95.99%	-1.07	-341.55%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

叶中正、杨维维声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)