

信义山证 汇通天下

证券研究报告

轻工制造

行业 2020 年报&2021 一季报综述

维持评级

报告原因：专题报告

2020 逐季度修复，重点个股 21Q1 业绩超越疫情前水平

看好

2021 年 5 月 18 日

行业研究/专题报告

轻工板块近一年市场表现



分析师：杨晶晶

执业登记编码：S0760519120001

Tel: 15011180295

Email: yangjingjing@sxzq.com

相关报告：

《【山证轻工】轻工行业 2021 年度策略：边际回暖为基调，聚焦高成长、盈利弹性向好领域》2020-12-17

地址：

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
北京市西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

➤ **整体回顾：2020 年逐季度修复，2021Q1 业绩相对 2019Q1 大幅提升。**

(1) 2020 年报回顾：营收稳健增长，净利润增速大幅提升。文娱用品板块成长性和盈利能力最为突出，造纸板块景气度回升、盈利能力显著提升。分季度来看，2020Q4 轻工板块业绩强势回弹，营收、归母净利润增速分别达到 10%、288%。(2) 2020 一季报：后疫情时代加速回弹，业绩相对 2019Q1 大幅提升。2021Q1，SW 轻工板块实现营业收入 1644.94 亿元，同比增长 54.78%，相对 2019Q1 增长 47.88%；实现归母净利润 127.42 亿元，同比增长 164.08%，相对 2019Q1 增长 133.53%。

➤ **家具：大宗业务、新品类快速增长，出口股业绩靓丽。**2020 年，家具板块在疫情影响下，营收依然实现稳健增长，净利润同比略有下滑，在合理范围内。定制家具多数上市公司成功抵御疫情冲击，实现了全年营收、净利润的正增长。具体来看，欧派、索菲亚龙头地位稳固、增长依然稳健，二三阵营的我乐家居、金牌厨柜、志邦家居业绩表现亮眼，2020 年归母净利润增速均在 20% 以上。受益于家具出口高景气度，2020 二季度以来，家具外销上市公司业绩亮眼，营收、净利润增速节节攀高，相对 2019 年同期均有大幅提升。

➤ **文娱用品：办公直销业务高速增长，精品文创、线上销售表现亮眼。**2020 年，文娱用品板块营收增速有所下降，归母净利润强势增长，增速创下近五年新高。分季度来看，2020Q4 文娱用品板块净利润增长亮眼，增速环比大幅加快；2021Q1 营收增速显著超过 2019Q1。重点关注个股方面，晨光文具传统业务稳健发展，新业务增长超预期。晨光科力普、齐心集团 B2B 办公直销业务高速增长，全年存量及新增客户订单充足。2021Q1，随着疫情好转，晨光文具、齐心集团业绩表现已超越疫情前水平。

➤ **造纸包装：行业景气度回升，营收、净利润增速触底反弹。**2020 年，随着国内疫情影响减弱、造纸行业景气度回升，造纸板块营收、净利润增速触底反弹，归母净利润实现正增长，增速相对 2019 年加快 44 个百分点。分季度来看，造纸板块业绩增速呈现逐季度加快趋势，2021Q1 营收、净利润增速创下 2018 年以来单季度最高纪录。受上游原材料成本助推、下游需求回暖的利好，春节以来木浆系纸厂涨价函齐发，终端涨价落实情况较好，龙头规模纸厂利润空间、议价能力得到提升。



➤ **投资建议:**随着我国新冠肺炎疫情防控和社会经济发展工作的有序推进,轻工消费回补行情仍在进行中,我们看好受益竣工小高峰+精装修利好、需求滞后兑现的家具板块,精品文创+IP 崭露光芒、办公集采持续放量的文娱用品板块,以及供需格局优化、盈利弹性向好的造纸板块。预计重点关注个股有望延续 2021Q1 的开门红态势,全年业绩有望大幅超越 2019 年。家具板块,建议关注欧派家居、索菲亚、我乐家居、志邦家居、喜临门、海鸥住工、梦百合。文娱用品板块,建议关注晨光文具、齐心集团。造纸板块,建议关注中顺洁柔、山鹰国际、太阳纸业、晨鸣纸业、博汇纸业。

风险提示:

➤ 宏观经济增长不及预期;地产调控政策风险;市场竞争加剧风险;原材料价格波动风险;经销商管理风险;大宗业务回款风险等。

目 录

1. 整体回顾：2020 年逐季度修复，2021Q1 业绩相对 2019Q1 大幅提升.....	6
1.1 2020 年报回顾：营收稳健增长，净利润增速大幅提升.....	6
1.2 2020Q4 净利润增速超过 2019Q4，巩固逐季向好趋势.....	8
1.3 2021 一季报：后疫情时代加速回弹，业绩相对 2019Q1 大幅提升.....	9
2. 家具：大宗业务、新品类快速增长，出口股业绩靓丽.....	13
2.1 2020 整体营收稳健增长，家具外销表现超预期.....	13
2.2 2021Q1 板块净利润增速同比翻倍，重点个股业绩超出疫情前水平.....	16
2.3 期间费用率下降明显，2021Q1 净利率大幅提升.....	17
3. 文娱用品：晨光文具一体两翼加速前行，齐心集团短期利润承压.....	19
3.1 B2B 办公直销业务高速增长，2021Q1 业绩已超越疫情前水平.....	19
3.2 2021Q1 盈利能力下滑，期间费用率有所下降.....	21
4. 造纸：行业景气度回升，营收、净利润增速触底反弹.....	22
4.1 归母净利润实现正增长，产能扩张带动销量稳步增长.....	22
4.2 龙头纸企低价囤浆锁定成本优势，2021Q1 净利率大幅提升.....	24
5. 投资建议.....	26
6. 风险提示.....	27

图表目录

图 1：SW 轻工板块营业收入合计及同比增速.....	6
图 2：SW 轻工板块归母净利润合计及同比增速.....	6
图 3：SW 轻工板块毛利率（%）.....	6
图 4：SW 轻工板块净利率（%）.....	6
图 5：SW 轻工细分板块 2020 年营业收入增速（%）.....	7
图 6：SW 轻工细分板块 2020 年归母净利润增速（%）.....	7
图 7：2019-2020 年 SW 轻工细分板块毛利率（%）.....	7
图 8：2019-2020 年 SW 轻工细分板块净利率（%）.....	7
图 9：SW 轻工板块单季度营业收入增速.....	8
图 10：SW 轻工板块单季度归母净利润增速.....	8
图 11：SW 轻工板块 2021Q1 营业收入及同比.....	10
图 12：SW 轻工板块 2021Q1 归母净利润及同比.....	10
图 13：SW 家具板块 2021Q1 营业收入及同比.....	10
图 14：SW 家具板块 2021Q1 归母净利润及同比.....	10
图 15：SW 文娱用品板块 2021Q1 营业收入及同比.....	11
图 16：SW 文娱用品 2021Q1 归母净利润及同比.....	11
图 17：SW 造纸板块 2021Q1 营业收入及同比.....	11
图 18：SW 造纸板块 2021Q1 归母净利润及同比.....	11
图 19：SW 家具板块营业收入合计及同比增速.....	13
图 20：SW 家具板块归母净利润合计及同比增速.....	13
图 21：商品房住宅销售面积及同比增速.....	13
图 22：住宅竣工面积及同比增速.....	13
图 23：30 大中城市商品房成交套数当周值（套）.....	14
图 24：30 大中城市商品房成交面积当周值（万m ² ）.....	14
图 25：家具及其零件出口金额当月值及同比.....	15
图 26：PMI 新出口订单指数.....	15
图 27：家具外销上市公司单季度营业收入同比（%）.....	15
图 28：家具外销上市公司单季度净利润同比（%）.....	15

图 29：SW 家具板块单季度营业收入增速.....	17
图 30：SW 家具板块单季度归母净利润增速.....	17
图 31：SW 家具板块毛利率和净利率.....	18
图 32：SW 家具板块期间费用率（%）.....	18
图 33：SW 文娱用品板块营业收入合计及同比增速.....	19
图 34：SW 文娱用品板块归母净利润合计及同比增速.....	19
图 35：SW 文娱用品板块单季度营业收入增速.....	20
图 36：SW 文娱用品板块单季度归母净利润增速.....	20
图 37：SW 文娱用品板块毛利率和净利率.....	21
图 38：SW 文娱用品板块期间费用率（%）.....	21
图 39：SW 造纸板块营业收入合计及同比增速.....	22
图 40：SW 造纸板块归母净利润合计及同比增速.....	22
图 41：SW 造纸板块单季度营业收入增速.....	23
图 42：SW 造纸板块单季度归母净利润增速.....	23
图 43：SW 造纸板块毛利率和净利率.....	24
图 44：SW 造纸板块期间费用率（%）.....	24
图 45：海外主要品牌针叶浆、阔叶浆外盘价（美元/吨）.....	25
图 46：白卡纸国内平均价（元/吨）.....	25
图 47：中顺洁柔非卷纸类产品毛利率优势显著.....	25
图 48：中顺洁柔 2020Q1 毛利率、净利率创新高.....	25
表 1：重点关注个股 2020 年单季度业绩拆分.....	8
表 2：重点关注个股 2021 一季报业绩及同比变动情况.....	11
表 3：家具板块重点关注上市公司 2020 年报业绩概览.....	16
表 4：家具板块重点关注个股 2020 年报盈利能力指标及变动情况.....	18
表 5：文娱用品板块重点关注上市公司 2020 年报业绩概览.....	20
表 6：文娱用品重点关注个股 2020 年报盈利能力指标及变动情况.....	21
表 7：造纸板块重点关注上市公司 2020 年报业绩概览.....	23
表 8：造纸板块重点关注个股 2020 年报盈利能力指标及变动情况.....	26

1.整体回顾：2020年逐季度修复，2021Q1业绩相对2019Q1大幅提升

1.1 2020年报回顾：营收稳健增长，净利润增速大幅提升

2020年，轻工板块营收稳健增长，净利润增速大幅提升。2020年，SW轻工板块实现营业收入5298.45亿元，同比增长3.33%，增速相对去年同期提升1.04个百分点，营收增速在申万行业中排在第15位；实现归母净利润340.73亿元，同比增长20.94%，增速相对去年同期提升16.59个百分点，净利润增速在申万行业中排在第12位。

图 1：SW 轻工板块营业收入合计及同比增速



资料来源：山西证券研究所、wind

图 2：SW 轻工板块归母净利润合计及同比增速



资料来源：山西证券研究所、wind

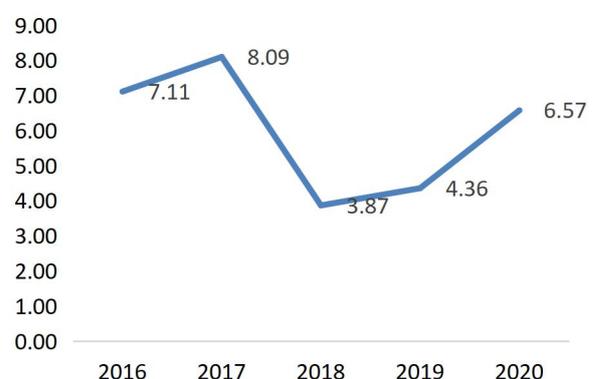
2020年，轻工板块毛利率承压下降，净利率显著提升。2020年，SW轻工板块整体毛利率为23.26%，同比下降1.20个百分点，净利率为6.57%，同比增加2.22个百分点。由于原材料保持低位、增值税下调，同时轻工上市公司费用控制得当、效率显著提升，因此净利率实现大幅提升。

图 3：SW 轻工板块毛利率 (%)



资料来源：山西证券研究所、wind

图 4：SW 轻工板块净利率 (%)

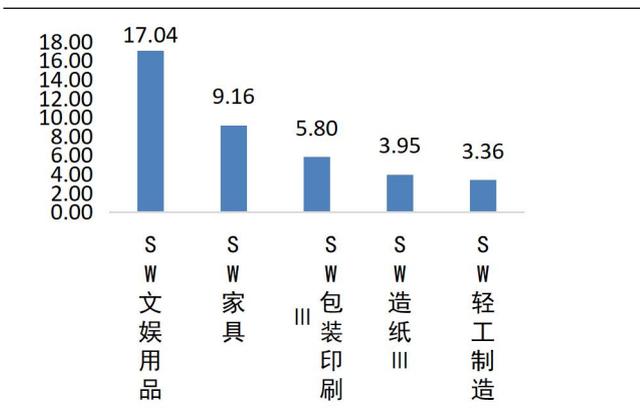


资料来源：山西证券研究所、wind

细分来看，文娱用品板块成长性和盈利能力最为突出，家具板块归母净利润增速同比下降幅度最大，造纸板块景气度回升、盈利能力显著提升。各子板块营收均实现正增长，家具、包装印刷板块营收增速分

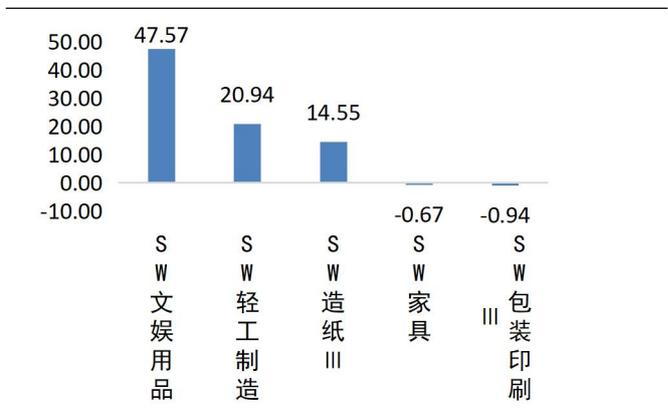
别排名第二和第三，归母净利润增速方面，除了家具、包装印刷板块净利润出现略微下滑之外，其余子板块均实现较大幅度的增长。2020年，SW 文娱用品板块营收、净利润增速均排在各子板块第一名，分别为17.04%、47.57%，增速相对2019年变化-10.14、46.73个百分点；SW 家具营收同比增长9.16%，增速相对2019年下降0.81个百分点，归母净利润同比下滑0.67%，增速相对2019年下降50.41个百分点，盈利能力受到疫情的影响最严重；SW 包装印刷板块营收同比增长5.80%，增速相对2019年下降0.29个百分点，归母净利润同比下滑0.94%，增速相对2019年下降9.53个百分点；SW 造纸板块营收同比增长3.95%，增速相对2019年提升3.34个百分点，归母净利润同比增长14.55%，增速相对2019年提升43.85个百分点，造纸行业景气度回升，带动盈利能力大幅提升。

图 5：SW 轻工细分板块 2020 年营业收入增速(%)



资料来源：山西证券研究所、wind

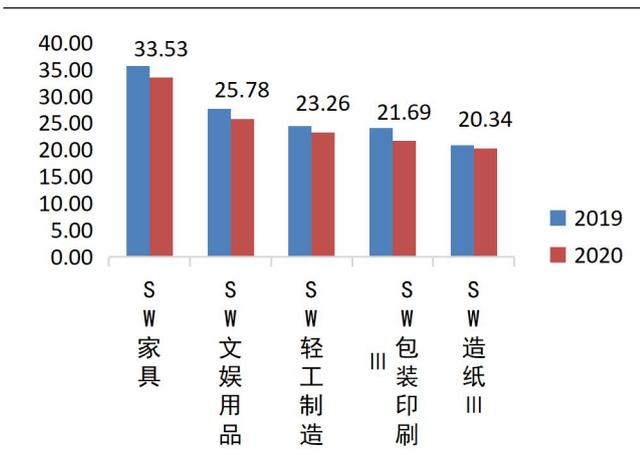
图 6：SW 轻工细分板块 2020 归母净利润增速(%)



资料来源：山西证券研究所、wind

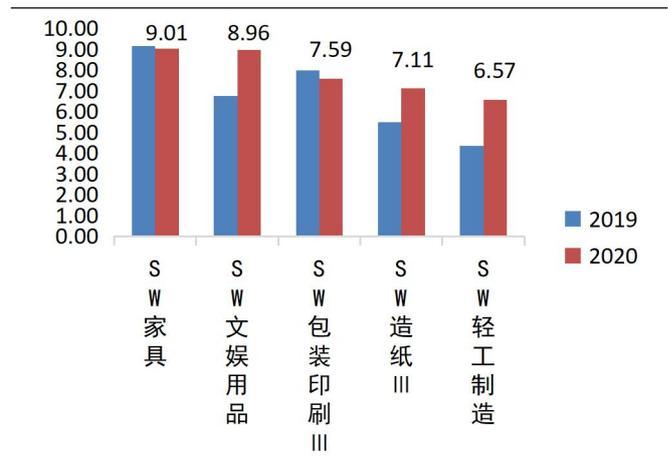
2020年，各子板块毛利率均有所下滑，SW 文娱用品、造纸板块净利率分别同比提升2.20、1.63个百分点。

图 7：2019-2020 年 SW 轻工细分板块毛利率 (%)



资料来源：山西证券研究所、wind

图 8：2019-2020 年 SW 轻工细分板块净利率 (%)



资料来源：山西证券研究所、wind

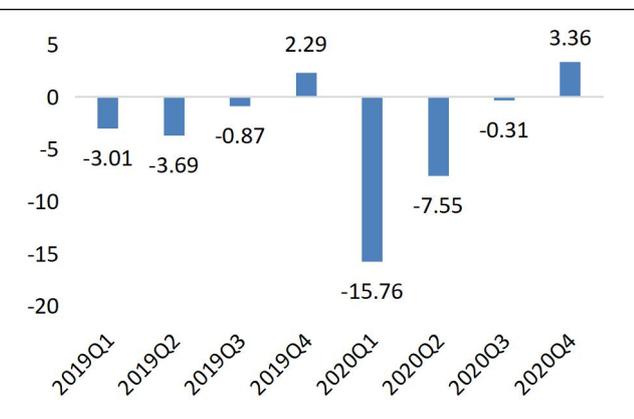
2020 年子板块业绩表现与受疫情冲击的程度及其消费属性紧密相关：文娱用品属于必选消费、相对刚

需，具有标准化、可囤积的特点，表现出较强的防御性，而且可以通过电商下单、快递到家等与外界接触较少的方式进行采购，随时随地需要用到、渠道替代性效应较强，因此受到此次疫情的冲击较小，同时受益于消费升级和精品文创的拉动，盈利能力指标有显著提升。重度依赖线下和服务属性较强的家具板块受到疫情冲击影响较大，由于家具选购具有“面对面”、“人对人”、重服务、多环节、长周期、重线下销售、产品非标化、低频次、高单价等消费属性，因此家具行业受到疫情冲击的敏感度相对较高，但是受益于国内疫情防控形势好转、消费滞后释放，全年营收依然实现了正增长。

1.2 2020Q4 净利润增速超过 2019Q4，巩固逐季向好趋势

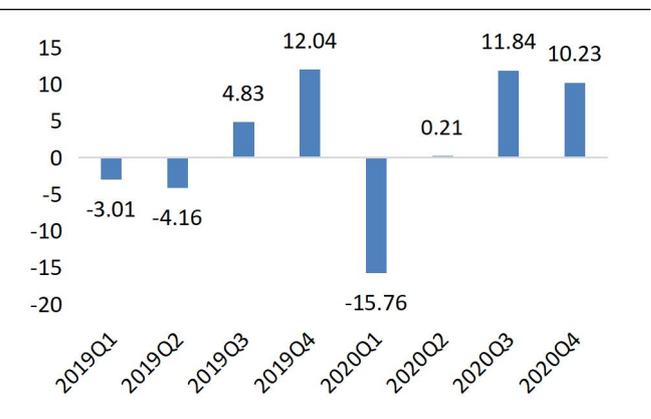
分季度来看，2020Q4 轻工板块业绩强势回弹，归母净利润增速同比超过 2019Q4，具体来看，2020Q4 营收、归母净利润增速分别达到 10%、288%，主要受到疫情防控常态化、全面复工复产复学、消费活力滞后释放的利好因素影响。2020Q4，SW 轻工板块营业收入同比增长 10.23%，增速环比 Q3 回落 1.61 个百分点，同比 2019Q4 下降 1.81 个百分点；归母净利润同比增长 288.09%，增速环比 Q3 提升 276.86 个百分点，同比 2019Q4 提升 202.81 个百分点。受新冠肺炎疫情冲击，2020 一季度轻工板块业绩大幅下滑，但是全年逐季度向好趋势确定，并且在 Q4 得到了巩固和放大，2020Q1-Q3，SW 轻工板块营业收入同比增速分别为 -15.76%、-7.55%、-0.31%；归母净利润同比增速分别为-15.76%、0.21%、11.84%。

图 9：SW 轻工板块单季度营业收入增速



资料来源：山西证券研究所、wind

图 10：SW 轻工板块单季度归母净利润增速



资料来源：山西证券研究所、wind

表 1：重点关注个股 2020 年单季度业绩拆分

板块	证券简称	营业收入：单季度同比增速					归母净利润：单季度同比增速				
		Q1 (%)	Q2 (%)	Q3 (%)	Q4 (%)	Q4 环比 (pct)	Q1 (%)	Q2 (%)	Q3 (%)	Q4 (%)	Q4 环比 (pct)
家具	欧派家居	-35.09	6.91	18.40	25.26	5.08	-210.30	9.23	28.93	32.76	-36.28
	索菲亚	-35.58	-8.48	17.07	37.23	28.32	-115.48	26.46	8.44	39.05	38.13
	我乐家居	5.43	0.59	15.46	43.85	27.10	230.49	0.62	41.75	75.10	30.40

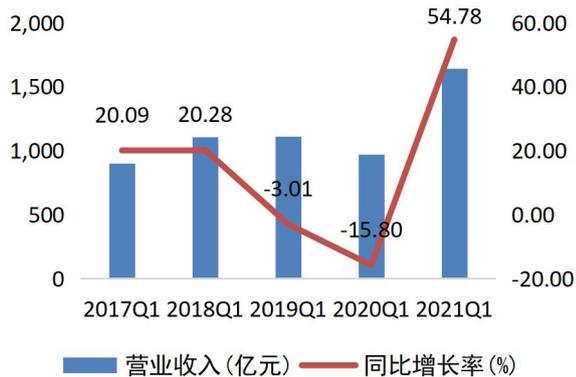
	尚品宅配	-47.46	-14.31	10.17	-3.24	0.77	-589.26	-82.35	4.78	-77.37	-75.70
	曲美家居	-16.48	-8.71	14.56	8.46	20.48	-387.10	-112.46	539.45	2,905.38	6.27
	顾家家居	-6.99	0.91	33.23	24.18	11.89	3.81	2.23	18.20	-175.94	-142.04
	皮阿诺	-15.52	-2.26	9.55	4.25	-2.54	-74.13	3.73	31.47	50.71	0.91
	金牌厨柜	-3.93	10.69	30.75	38.75	30.27	-66.49	8.60	39.96	30.13	65.20
	志邦家居	-21.19	22.22	41.87	46.21	27.91	-241.27	21.44	19.76	104.93	34.44
	好莱客	-48.30	-3.81	7.53	16.23	16.77	-144.81	-14.88	-7.62	-3.76	-3.28
	美克家居	-58.99	-24.08	-6.92	8.17	6.13	-499.05	1.45	3.40	162.57	101.27
	喜临门	-13.58	3.98	12.78	42.80	46.95	-331.38	-25.32	5.43	42.33	-0.68
	梦百合	34.43	71.22	99.36	67.99	-5.05	6.54	-0.77	75.07	-64.34	-79.78
	江山欧派	24.29	55.85	58.74	43.11	2.99	259.44	37.32	78.92	35.69	-36.08
	大亚圣象	-46.58	6.90	4.21	19.39	23.26	-188.03	59.86	0.63	-21.57	-28.05
	顶固集创	-53.96	11.48	-5.75	-3.79	29.73	-3,812.52	21.78	-88.64	-54.52	267.63
	恒林股份	7.50	93.46	87.06	59.46	5.51	-35.42	59.54	58.06	143.38	-54.55
	惠达卫浴	-24.44	-0.64	8.48	11.48	8.18	-45.72	11.12	16.20	-21.42	-19.26
	海鸥住工	-17.16	34.40	55.68	38.87	2.46	-548.28	24.72	16.75	152.12	-2.56
	乐歌股份	3.11	72.07	138.52	163.75	23.13	36.15	310.34	529.39	126.44	-40.42
文娱	齐心集团	41.56	40.73	38.68	17.29	-18.16	31.41	31.12	26.60	-187.15	-174.22
用品	晨光文具	-11.55	7.85	21.48	44.03	21.81	-10.95	10.15	31.70	30.69	-22.68
	中顺洁柔	8.46	19.21	17.70	24.97	16.97	48.67	77.74	34.41	41.06	6.94
	太阳纸业	1.86	-8.43	-7.37	-6.47	14.20	40.97	-20.93	-24.97	-17.79	26.87
	山鹰国际	-26.47	0.62	20.90	29.89	10.02	-49.69	-42.05	23.97	665.17	-14.70
造纸	博汇纸业	20.09	66.92	46.13	43.82	29.53	51.41	781.84	4,722.60	9,293.98	17.80
	仙鹤股份	-10.84	3.61	10.21	17.64	15.36	193.16	87.05	54.83	30.05	4.70
	晨鸣纸业	-1.21	4.53	-2.22	3.37	2.24	430.55	-33.51	-3.24	7.33	21.40
	冠豪高新	-23.48	-4.42	3.39	-0.52	14.09	48.22	0.09	6.71	-1.57	87.78
	劲嘉股份	-10.12	18.13	7.23	6.89	7.97	-17.09	-2.53	7.21	-21.21	-29.64
包装	裕同科技	2.14	30.97	15.27	26.05	43.69	-7.86	30.71	7.04	6.99	37.73
印刷	奥瑞金	-8.66	32.32	40.00	-7.95	-17.11	-81.42	-44.79	43.80	4,119.93	-28.35
	合兴包装	-32.87	8.62	19.53	38.31	19.03	-46.17	55.02	32.61	10.28	-8.18

资料来源：山西证券研究所、wind

1.3 2021 一季报：后疫情时代加速回弹，业绩相对 2019Q1 大幅提升

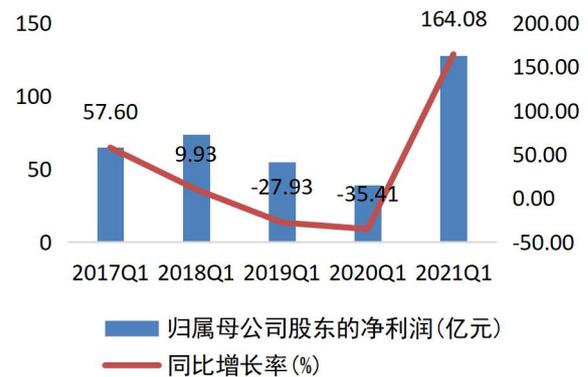
2021Q1, 轻工板块营收、净利润均实现高速增长, 相对 2019Q1 增长亮眼, 大幅超越疫情前水平。2021Q1, SW 轻工板块实现营业收入 1644.94 亿元, 同比增长 54.78%, 相对 2019Q1 增长 47.88%, 同比增速相对去年同期回升 70.57 个百分点; 实现归母净利润 127.42 亿元, 同比增长 164.08%, 相对 2019Q1 增长 133.53%, 同比增速相对去年同期回升 199.49 个百分点。

图 11：SW 轻工板块 2021Q1 营业收入及同比



资料来源：山西证券研究所、wind

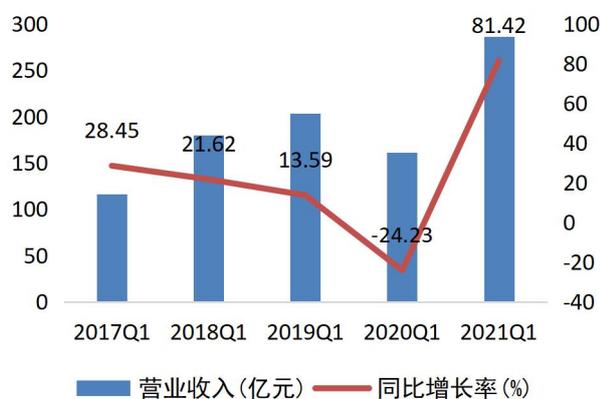
图 12：SW 轻工板块 2021Q1 归母净利润及同比



资料来源：山西证券研究所、wind

2021Q1，家具板块业绩触底反弹最为显著，归母净利润同比 2020Q1 增长 24 倍多，营收相对 2019Q1 增长 286%。2021Q1，SW 家具板块实现营业收入 285.89 亿元，同比增长 81.42%，相对 2019Q1 增长 285.89%，增速相对去年同期回升 105.65 个百分点；实现归母净利润 20.05 亿元，同比增长 2429.69%，相对 2019Q1 增长 45.55%，增速相对去年同期回升 2545.15 个百分点。

图 13：SW 家具板块 2021Q1 营业收入及同比



资料来源：山西证券研究所、wind

图 14：SW 家具板块 2021Q1 归母净利润及同比



资料来源：山西证券研究所、wind

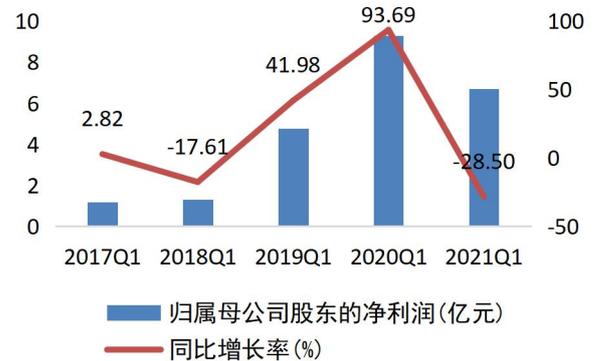
2021Q1，文娱用品板块营收增速加快，营收、归母净利润相对 2019Q1 分别增长 65%、41%。2021Q1，SW 文娱用品板块实现营业收入 87.44 亿元，同比增长 64.96%，相对 2019Q1 增长 65.06%，增速相对去年同期提升 69.32 个百分点；实现归母净利润 6.72 亿元，同比下滑 28.50%，相对 2019Q1 增长 41.06%，增速相对去年同期回落 122.20 个百分点。

图 15：SW 文娱用品板块 2021Q1 营业收入及同比



资料来源：山西证券研究所、wind

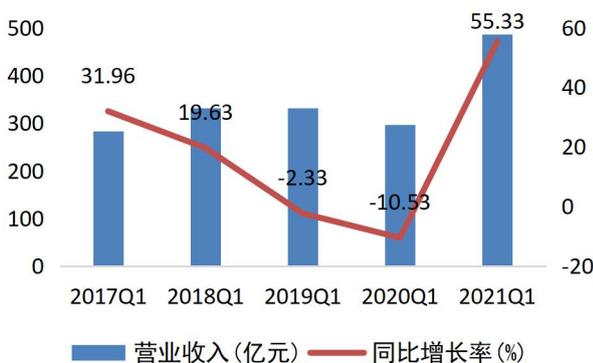
图 16：SW 文娱用品 2021Q1 归母净利润及同比



资料来源：山西证券研究所、wind

2021Q1，造纸板块营收、归母净利润相对 2019Q1 分别增长 47%、250%。2021Q1，SW 造纸板块实现营业收入 486.62 亿元，同比增长 55.33%，相对 2019Q1 增长 46.92%，增速相对去年同期提升 55.33 个百分点；实现归母净利润 55.83 亿元，同比增长 161.13%，相对 2019Q1 增长 249.59%，增速相对去年同期提升 148.62 个百分点。

图 17：SW 造纸板块 2021Q1 营业收入及同比



资料来源：山西证券研究所、wind

图 18：SW 造纸板块 2021Q1 归母净利润及同比



资料来源：山西证券研究所、wind

表 2：重点关注个股 2021 一季报业绩及同比变动情况

板块	证券简称	2021Q1 营收 YOY(%)	同比 20Q1 变动 (pct)	同比 19Q1 变动 (pct)	2021Q1 归母净利润 YOY(%)	同比 20Q1 变动 (pct)	同比 19Q1 变动 (pct)
家具	欧派家居	130.74	165.83	115.17	340.02	550.32	314.88
	索菲亚	130.59	166.16	135.26	812.35	927.83	808.65
	我乐家居	44.34	38.91	21.70	458.40	227.91	342.18
	尚品宅配	110.28	157.74	94.62	105.09	694.34	73.53
	曲美家居	36.89	53.38	-117.90	281.33	668.43	339.24
	顾家家居	65.32	72.31	32.52	25.58	21.77	15.54



	皮阿诺	92.29	107.81	75.97	795.14	869.27	779.07
	金牌厨柜	81.55	85.48	75.37	587.82	654.32	585.14
	志邦家居	109.09	130.27	103.89	213.23	454.50	208.32
	好莱客	203.00	251.30	197.79	328.81	473.62	320.64
	美克家居	168.71	227.71	163.56	128.12	627.17	122.02
	喜临门	72.51	86.09	78.08	255.55	586.93	311.56
	梦百合	78.52	44.09	49.75	-31.16	-37.70	-1,578.45
	江山欧派	57.71	33.42	36.20	-11.66	-271.10	-21.32
	大亚圣象	86.76	133.34	85.68	227.91	415.94	218.22
	顶固集创	251.76	305.73	249.95	158.03	3,970.56	295.23
	恒林股份	64.65	57.15	33.21	122.15	157.57	-9.88
	惠达卫浴	43.14	67.58	42.90	39.84	85.56	21.18
	海鸥住工	75.13	92.29	65.88	214.93	763.20	293.60
	乐歌股份	181.98	178.87	182.72	128.17	92.02	153.74
文娱用品	齐心集团	35.32	-6.24	-18.43	5.83	-25.58	-25.02
	晨光文具	82.96	94.50	54.95	42.50	53.46	16.08
造纸	中顺洁柔	25.81	17.34	0.03	47.81	-0.86	22.63
	太阳纸业	37.66	35.80	29.53	106.71	65.74	145.05
	山鹰国际	78.02	104.49	81.76	105.55	155.24	129.88
	博汇纸业	55.49	35.40	29.07	337.24	285.83	377.54
	仙鹤股份	68.89	79.74	40.38	167.49	-25.67	230.74
	晨鸣纸业	67.71	68.92	82.65	481.42	50.88	576.54
	冠豪高新	37.71	61.19	27.14	18.28	-29.94	47.10
包装印刷	劲嘉股份	31.71	41.84	7.63	17.19	34.28	-4.62
	裕同科技	45.83	43.70	35.29	17.10	24.96	6.41
	奥瑞金	64.00	72.66	61.10	572.51	653.93	561.53
	合兴包装	94.13	126.99	85.88	66.17	112.34	48.70

资料来源：山西证券研究所、wind

2. 家具：大宗业务、新品类快速增长，出口股业绩靓丽

2.1 2020 整体营收稳健增长，家具外销表现超预期

2020 年，家具板块在疫情影响下，营收依然实现稳健增长，净利润同比略有下滑，在合理范围内。2020 年，SW 家具板块实现营业收入 1127.74 亿元，同比增长 9.16%，增速相对 2019 年同期下滑 0.81 个百分点；实现归母净利润 100.19 亿元，同比下滑 0.67%，增速相对 2019 年同期下滑 50.41 个百分点。

图 19：SW 家具板块营业收入合计及同比增速



资料来源：山西证券研究所、wind

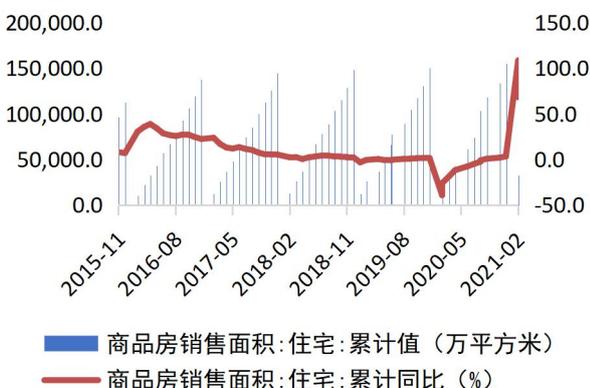
图 20：SW 家具板块归母净利润合计及同比增速



资料来源：山西证券研究所、wind

家具内销受益于疫情得到良好控制、消费活力释放，同时住宅销售、竣工面积持续回暖，带动家居流量端回暖。据国家统计局数据显示，2020 年商品房住宅销售面积累计增速相对 19 年同期提升 1.7 个百分点，全年住宅竣工面积同比下滑 3.1%，上半年疫情影响大范围停工，四季度开始加速赶工迹象明显。2021 年 1-3 月商品房住宅销售面积 32331.64 万平方米，同比增长 68.1%，增速比去年同期回升 94.0 个百分点。1-3 月，全国住宅竣工面积 13887.57 万平方米，同比增长 27.1%，增速比去年同期回升 43.4 个百分点。

图 21：商品房住宅销售面积及同比增速



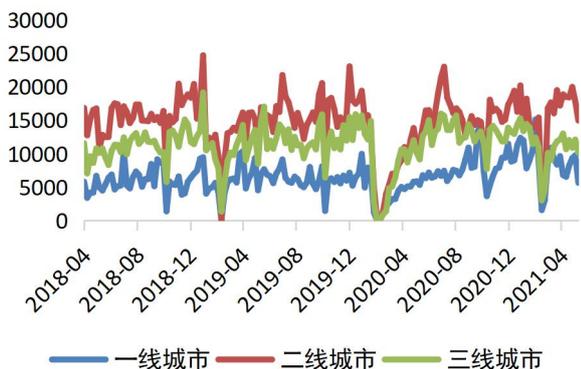
资料来源：山西证券研究所、wind

图 22：住宅竣工面积及同比增速



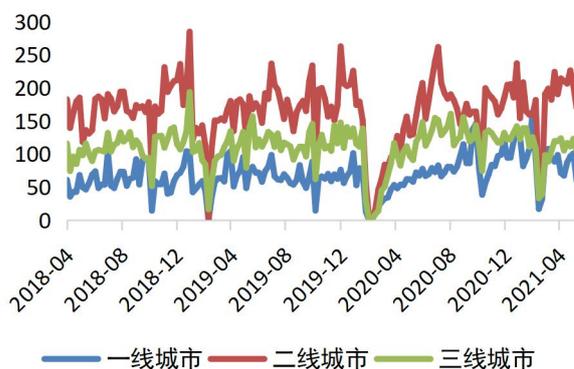
资料来源：山西证券研究所、wind

图 23：30 大中城市商品房成交套数当周值（套）



资料来源：山西证券研究所、wind

图 24：30 大中城市商品房成交面积当周值（万 m²）



资料来源：山西证券研究所、wind

定制家具多数上市公司成功抵御疫情冲击，实现了全年营收、净利润的正增长。具体来看，欧派、索菲亚龙头地位稳固、增长依然稳健，二三阵营的我乐家居、金牌厨柜、志邦家居业绩表现亮眼，2020 年归母净利润增速均在 20% 以上，主要受益于全品类大家居战略、家具工程业务的快速开拓成效显著。从营收角度来看，金牌厨柜、志邦家居、我乐家居 2020 营收增速均超过 18%，成长性优于三大龙头欧派、索菲亚和尚品宅配，金牌厨柜、志邦家居、我乐家居 2020 年营收同比增速分别为 29.65%、24.20% 和 18.93%。欧派家居、索菲亚营收增速紧随其后，2020 年营收同比增速分别为 8.91%、8.67%，保持稳健增长。从净利润角度来看，多数公司归母净利润增速在 10% 以上，2020 年，我乐家居归母净利润增速达到 42.56%，在 9 家定制家具上市公司中排名第一，金牌厨柜、志邦家居、皮阿诺归母净利润增速分别为 20.68%、20.04% 和 12.40%，盈利能力表现也胜过三大定制龙头。

欧派家居 2020Q4 营收、净利润增速环比继续加快，净利润增速快于收入增速，作为定制家具 9 家上市公司中的绝对龙头，盈利能力和成长性亮眼。从局部来看，公司衣柜、卫浴、木门等产品线以及子品牌欧铂丽、欧铂尼收入实现超预期增长、毛利率稳步提升，伴随工程渠道、整装渠道的持续开拓，未来非橱柜产品线依然存在高速增长空间。从整体来看，公司净利率水平逐年攀升并创下近 10 年以来新高，考虑到规模效益释放、信息化建设推动效率提升、费用投放缩减等因素，公司盈利能力仍然存在超预期空间。

家具外销表现持续超预期，2020 年 12 月家具出口金额达到 491.3 亿元，创下单月数据历史新高，延续了 2020 年三季度以来的繁荣气象。根据海关总署数据显示，2020 年 12 月，我国实现家具出口金额 491.3 亿元，同比增长 19.68%，增速相对 19 年同期提升 5.91 个百分点，相对 11 月出口金额环比增长 6.48%，创下单月数据历史新高。2020 上半年，家具出口由底部强劲复苏，三季度以来呈现家具出口热潮，9~11 月家具出口金额同比分别增长 29.31%、28.01% 和 34.83%，增速大幅超过去年同期，分别加快 32.99、29.64 和 45.63 个百分点，11 月家具出口同比增速更是创下 2019 年 4 月以来的新高。2020 年 1-12 月累计出口额为

4038.6 亿元，较去年同期增长 11.8%，增速相对 19 年全年加快个 6.5 百分点。

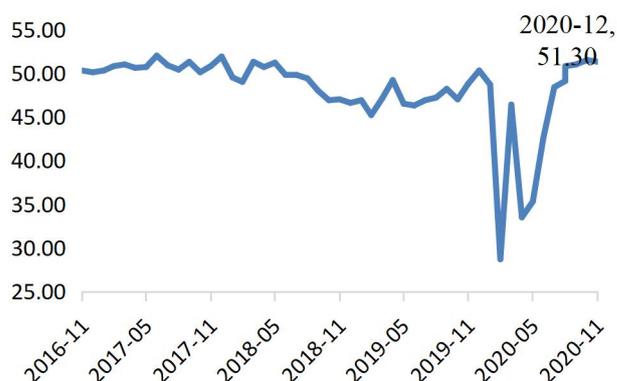
考虑到我国疫情防控措施有力、经济最早恢复常态，而海外疫情形势不断恶化、更加严峻复杂，现有疫苗针对变异病毒的效力和广泛普及仍存在不确定性，我们判断此轮出口景气度至少持续到 2021 年中期。海外疫情发展速度不减反增，现有疫苗对变异新冠病毒是否有效目前还没有正式结论，未来全球疫情形势可能更趋严峻复杂。根据国家统计局数据，2020 年 10~12 月 PMI 新出口订单指数持续位于景气区间，分别达到 51.0%、51.5%和 51.3%，其中 11 月指数创下 17 年 9 月以来新高，外贸需求大幅改善，意味着短期内我国出口增长仍有支撑。

图 25：家具及其零件出口金额当月值及同比



数据来源：山西证券研究所、wind

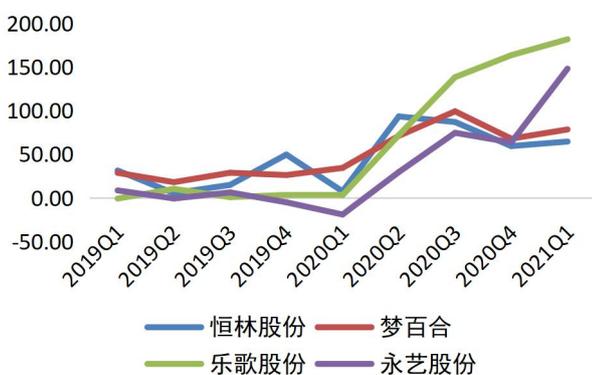
图 26：PMI 新出口订单指数



数据来源：山西证券研究所、wind

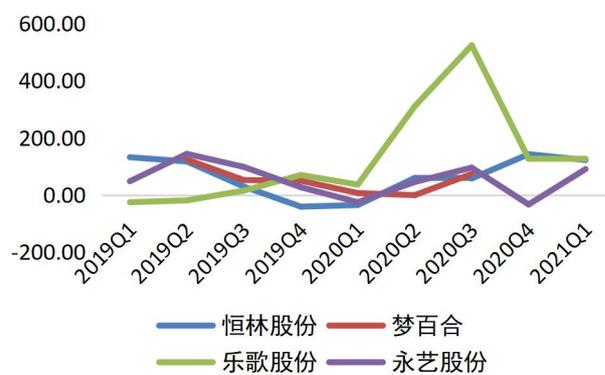
受益于家具出口高景气度，2020 二季度以来，家具外销上市公司业绩亮眼，营收、净利润增速节节攀高，相对 2019 年同期均有大幅提升。2020Q3，恒林股份、梦百合、乐歌股份、永艺股份营业收入同比分别增长 87.06%、99.36%、138.52%和 74.70%，增速相对 2019 年同期分别提升 72.13、70.48、137.62 和 68.39 个百分点，归母净利润同比分别增长 57.51%、73.36%、524.06%和 95.67%，增速相对 2019 年同期分别提升 28.33、21.19、508.91 和-2.46 个百分点。

图 27：家具外销上市公司单季度营业收入同比（%）



数据来源：山西证券研究所、wind

图 28：家具外销上市公司单季度净利润同比（%）



数据来源：山西证券研究所、wind

表 3：家具板块重点关注上市公司 2020 年报业绩概览

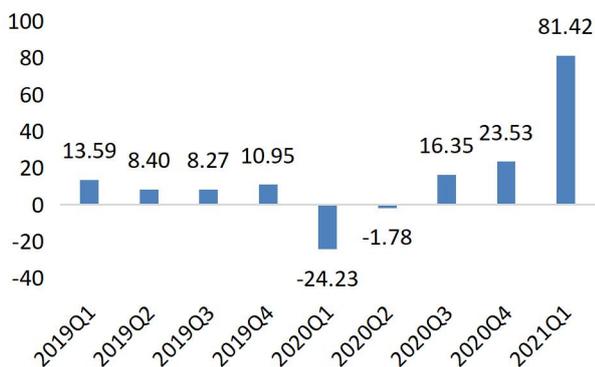
证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)	营业收入-同比 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润- 同比 (%)	扣非后归母净 利润(亿元)	扣非后归母净 利润-同比 (%)
603833.SH	欧派家居	147.40	8.91	20.63	12.13	19.35	15.14
002572.SZ	索菲亚	83.53	8.67	11.92	10.66	10.50	8.11
603326.SH	我乐家居	15.84	18.93	2.20	42.56	1.98	48.98
300616.SZ	尚品宅配	65.13	-10.29	1.01	-80.81	0.40	-91.02
603818.SH	曲美家居	42.79	-0.01	1.04	26.41	0.95	38.12
603816.SH	顾家家居	126.66	14.17	8.45	-27.19	5.91	-30.42
002853.SZ	皮阿诺	14.94	1.51	1.97	12.40	1.88	4.35
603180.SH	金牌厨柜	26.40	24.20	2.93	20.68	2.37	20.02
603801.SH	志邦家居	38.40	29.65	3.95	20.04	3.59	25.77
603898.SH	好莱客	21.83	-1.88	2.76	-24.25	2.42	-24.71
600337.SH	美克家居	45.71	-18.19	3.06	-33.91	1.01	-74.28
603008.SH	喜临门	56.23	15.43	3.13	-17.61	3.13	18.35
603313.SH	梦百合	65.30	70.43	3.79	1.31	3.50	-3.15
603208.SH	江山欧派	30.12	48.60	4.26	62.96	3.93	71.83
603661.SH	恒林股份	47.43	63.34	3.63	49.25	3.23	72.03
300749.SZ	顶固集创	8.72	-6.17	0.22	-72.09	0.15	-78.06
603385.SH	惠达卫浴	32.18	0.24	3.07	-6.58	2.53	-7.27
002084.SZ	海鸥住工	33.40	29.99	1.52	16.28	1.17	5.27
300729.SZ	乐歌股份	19.41	98.42	2.17	244.70	1.85	277.30

资料来源：山西证券研究所、wind

2.2 2021Q1 板块净利润增速同比翻倍，重点个股业绩超出疫情前水平

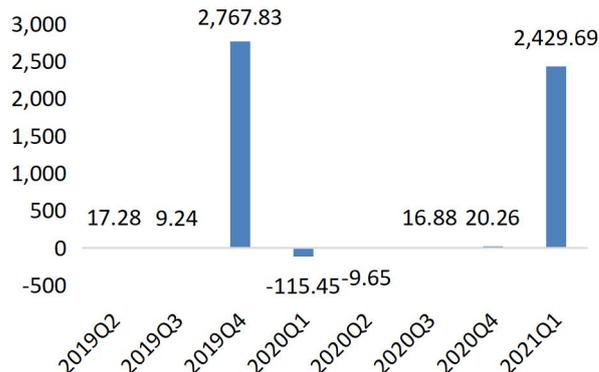
分季度来看，2020Q4 家具板块营收增速环比大幅加快，净利润增长亮眼；2021Q1 营收、净利润增速相对 2019Q1 实现翻倍提升。2020Q4，SW 家具板块营业收入同比增长 23.53%，增速环比 Q3 提升 7.18 个百分点；归母净利润同比增长 20.26%，增速环比 Q3 提升 3.39 个百分点。2021Q1，SW 家具板块营业收入同比增长 81.42%，增速相对 2019Q1 提升 105.65 个百分点；归母净利润同比增长 2429.69%，增速相对 2019Q1 提升 2545.15 个百分点。

图 29：SW 家具板块单季度营业收入增速



资料来源：山西证券研究所、wind

图 30：SW 家具板块单季度归母净利润增速



资料来源：山西证券研究所、wind

重点关注个股 2021Q1 业绩均超越 2019Q1 水平，显示出强劲的消费回补行情。具体来看，欧派家居 2021Q1，公司营业收入、归母净利润、扣非净利润分别相对 2019 同期增长 49.77%、164.73%、175.53%。分产品看，2021Q1 公司厨柜、衣柜、卫浴、木门、其他等销售额分别为 12.59、13.52、1.65、1.65、3.24 亿元，同比分别+96.18%、+173.48%、+96.10%、+155.30%、+170.95%；相对 2019Q1 分别+23.15%、+60.72%、+51.87%、+103.33%、+204.11%。分渠道看，2021Q1 公司直营店、经销店、大宗业务、其他销售额分别为 0.81、24.03、7.23、0.56 亿元，同比分别+201.54%、+174.06%、+89.69%、-52.64%；相对 2019Q1 分别+45.77%、+57.28%、+42.33%、-16.59%。索菲亚 2021Q1 实现扭亏为盈，营业收入、归母净利润、扣非净利润分别相对 2019 同期增长 32.67%、9.32%和 21.78%，一季度末合同负债超 6 亿元，在手订单充足。尚品宅配上市后第一季度首次扭亏为盈，超出市场预期。尚品宅配往年一季度净亏损是合理现象，主要是受到分季度收入结构和成本因素影响所致：Q1 属于家具销售淡季，营业收入占全年营收比重较低，而公司直营业务比重大，销售费用中的店铺租金、销售人员薪酬等占比较大，此类费用属于刚性费用，各季度支出较为平均。2021 一季度扭亏为盈，我们认为主要得益于疫情后零售订单释放和控费增效。

2.3 期间费用率下降明显，2021Q1 净利率大幅提升

2020 年家具板块盈利能力承压，毛利率、净利率均有下滑，受益于降费提效，期间费用率小幅下降。2020 年，SW 家具板块整体毛利率为 33.53%，同比下滑 2.22 个百分点，净利率为 9.01%，同比下滑 0.14 个百分点。2020 年，家具板块销售期间费用率有所下降，具体来看，2020 年 SW 家具板块销售、管理、财务费用率分别为 13.22%、5.80%、1.17%，分别同比变动-1.93、-0.40、+0.09 个百分点。

2021Q1 家具板块毛利率下滑，期间费用率下降明显，净利率同比大幅增加，相对 2019Q1 也实现小幅提升。2021Q1，SW 家具板块整体毛利率为 30.80%，同比下滑 0.20 个百分点，相对 2019Q1 下降 3.65 个百分点，净利率为 7.17%，同比增加 8.73 个百分点，相对 2019Q1 增加 0.47 个百分点。2021Q1，家具板块销

售期间费用率显著下降，具体来看，销售、管理、财务费用率分别为 13.47%、6.12%、0.36%，分别同比下降 5.37、3.59、0.77 个百分点。

图 31：SW 家具板块毛利率和净利率



图 32：SW 家具板块期间费用率 (%)



资料来源：山西证券研究所、wind

资料来源：山西证券研究所、wind

表 4：家具板块重点关注个股 2020 年报盈利能力指标及变动情况

证券简称	毛利率 (%)	同比变动 (pct)	净利率 (%)	同比变动 (pct)	销售费用率 (%)	同比变动 (pct)	管理费用率 (%)	同比变动 (pct)	财务费用率 (%)	同比变动 (pct)
欧派家居	35.01	-0.82	13.99	0.40	7.78	-1.90	11.26	-0.42	-0.24	0.28
索菲亚	36.56	-0.77	14.65	0.41	9.17	-0.78	9.80	-0.30	0.42	0.09
我乐家居	42.44	-1.39	13.86	2.30	18.07	-4.15	6.85	-0.53	0.25	0.20
尚品宅配	33.23	-8.33	1.55	-5.73	24.28	-2.88	7.49	1.00	0.04	0.08
曲美家居	43.41	-0.18	2.80	0.52	23.09	-1.68	10.47	-0.43	6.06	0.66
顾家家居	35.21	0.35	6.84	-4.16	19.69	1.00	3.98	-0.44	1.04	0.10
皮阿诺	34.08	-1.70	14.43	2.69	8.59	-5.58	6.80	0.79	0.50	0.36
金牌厨柜	32.73	-3.12	11.04	-0.35	11.78	-4.13	10.18	1.41	-0.30	-0.18
志邦家居	38.07	-0.46	10.30	-0.82	14.93	-0.68	11.24	1.02	0.08	0.36
好莱客	36.70	-3.37	12.35	-3.62	10.89	-2.63	10.93	2.47	1.08	0.84
美克家居	48.70	-3.89	6.59	-1.60	31.75	1.91	11.04	0.82	2.34	-0.34
喜临门	33.76	-0.99	6.24	-2.23	16.13	-0.54	7.03	0.21	1.27	-0.15
梦百合	33.92	-5.81	6.38	-3.86	13.50	-2.80	8.74	0.23	3.83	3.06
江山欧派	32.20	-0.01	14.59	1.32	5.90	-2.71	5.98	-1.51	0.25	0.34
恒林股份	29.49	4.51	7.98	-0.54	11.60	4.88	7.63	-1.76	1.92	2.15
顶固集创	34.72	-3.80	2.49	-5.88	15.51	1.87	14.41	-0.35	0.22	0.08
大亚圣象	29.44	-6.73	8.74	-1.36	7.05	-6.43	10.42	0.04	0.94	0.85
惠达卫浴	31.33	-1.70	9.86	-0.93	8.23	-1.20	10.98	1.10	1.02	0.69
海鸥住工	23.91	-0.43	5.15	-0.09	5.95	0.26	9.45	-1.38	2.30	0.85
乐歌股份	46.74	0.27	11.16	4.74	24.17	-4.92	9.11	-1.27	1.72	1.49

资料来源：山西证券研究所、wind

3. 文娱用品：晨光文具一体两翼加速前行，齐心集团短期利润承压

3.1 B2B 办公直销业务高速增长，2021Q1 业绩已超越疫情前水平

2020 年，文娱用品板块营收增速有所下降，归母净利润强势增长，增速创下近五年新高。2020 年，SW 文娱用品板块实现营业收入 314.02 亿元，同比增长 17.04%，增速相对 2019 年同期下滑 10.14 个百分点；实现归母净利润 28.40 亿元，同比增长 47.57%，增速相对 2019 年同期加快 46.73 个百分点。

图 33：SW 文娱用品板块营业收入合计及同比增速



图 34：SW 文娱用品板块归母净利润合计及同比增速



资料来源：山西证券研究所、wind

资料来源：山西证券研究所、wind

重点关注个股方面，晨光文具传统业务稳健发展，新业务增长超预期。零售大店稳步发展，精品文创持续推进。2021Q1，晨光生活馆（含九木杂物社）实现营业收入 24,311.40 万元，同比增长 153.58%，其中九木杂物社实现营业收入 22,123.21 万元，同比增长 174.29%。晨光科技加快发展线上分销渠道，线上销售增速亮眼。2021Q1，晨光科技实现营业收入 10,760.52 万元，同比增长 15.39%。

B2B 办公直销业务高速增长，全年存量及新增客户订单充足。具体来看，晨光科力普持续发力客户拓展和仓配物流布局，在办公直销市场品牌影响力进一步提升。2020 年，晨光科力普实现营业收入 50.00 亿元，同比增长 37%。2021Q1，科力普实现营业收入 14.66 亿元，同比增长 161.06%。政府客户方面，入围山东省政府、湖南省政府、重庆市政府电商等项目；央企客户方面，入围华润集团、中国铁路、中国铝业、中国商飞等集团采购项目；金融客户方面，入围建设银行、光大银行、浦发银行等分行项目；其他企业客户方面，中标世茂集团、顺丰、临港集团等采购项目。上线了 MRO 线上商城。2020 年，齐心集团 B2B 大客户业务实现营业收入 69.52 亿元，同比增长 52.79%，净利润 2.98 亿元，同比增长 100.70%，净利润率达到 4.29%。在商品与供应链管理、商务与交付服务、数据化运营平台三大核心能力的支撑下，存量中标客户持续发力，持续新中标多家 B2B 办公物资及 MRO 合约大客户项目，增量客户带来业务增长，同时公司深挖客户业务需求，提升销售内占比。报告期内，公司新增中标国铁物资有限公司、中国太平保险集团有限

责任公司、中国南方航空集团有限公司、上海浦东发展银行、中国融通集团、广发银行股份有限公司、西安交通大学、宁夏政采等央企、政府集采项目；续约中标国家电网有限公司、中国南方电网有限责任公司、中共中央直属机关采购中心、中国海油、中国航发、新疆政采等单位项目，为后续业务订单新增标包储备池，预计给公司带来较好的业绩增长。

表 5：文娱用品板块重点关注上市公司 2020 年报业绩概览

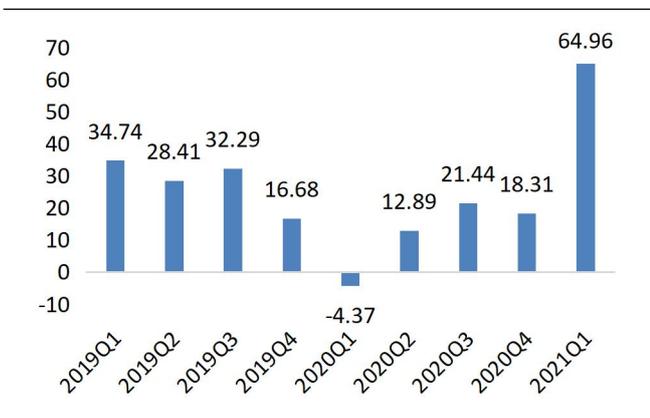
证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)	营业收入-同比 (%)	归母净利 润(亿元)	归母净利润- 同比 (%)	扣非后归母净 利润(亿元)	扣非后归母净利 润-同比 (%)
603899.SH	晨光文具	131.38	17.92	12.55	18.43	11.03	9.70
002301.SZ	齐心集团	80.09	33.91	2.01	-12.77	1.85	-14.42

资料来源：山西证券研究所、wind

分季度来看，2020Q4 文娱用品板块净利润增长亮眼，增速环比大幅加快；2021Q1 营收增速显著超过 2019Q1。2020Q4，SW 文娱用品板块营业收入同比增长 18.31%，增速环比 Q3 回落 3.14 个百分点；归母净利润同比增长 163.23%，增速环比 Q3 提升 148.23 个百分点。2021Q1，SW 文娱用品板块营业收入同比增长 64.96%，增速相对 2019Q1 提升 69.32 个百分点；归母净利润同比下滑 28.50%，增速相对 2019Q1 下降 122.20 个百分点。

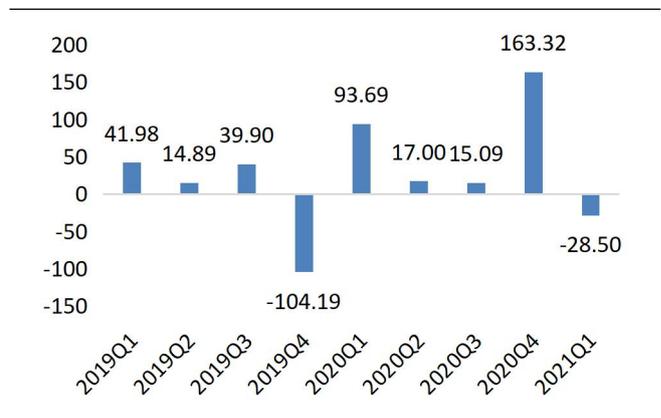
随着疫情好转，晨光文具、齐心集团销售已超越疫情前水平。2021Q1，晨光文具营业收入、归母净利润、扣非净利润分别相对 2019 同期增长 61.80%、26.64%和 26.61%。分业务板块来看，传统业务营收同比增长 48%，新业务营收同比增长 160%。分产品线来看，2021Q1，书写工具实现营收 6.69 亿元、学生文具 7.70 亿元、办公文具 7.87 亿元、其他产品 1.16 亿元、办公直销 14.66 亿元。2021Q1，晨光科技实现营业收入 10,760.52 万元，同比增长 15.39%。2021Q1，齐心集团实现营业收入 20.60 亿元，同比增长 35.32%；归母净利润 5431.25 万元，同比增长 5.83%；扣非后归母净利润 4988.78 万元，同比增长 3.58%，营业收入、归母净利润、扣非净利润分别相对 2019 同期增长 91.63%、38.46%和 42.86%。

图 35：SW 文娱用品板块单季度营业收入增速



资料来源：山西证券研究所、wind

图 36：SW 文娱用品板块单季度归母净利润增速



资料来源：山西证券研究所、wind

3.2 2021Q1 盈利能力下滑，期间费用率有所下降

2020年，SW 文娱用品板块整体毛利率为 25.78%，同比下滑 1.91 个百分点，净利率为 8.96%，同比增加 2.20 个百分点；销售、管理、财务费用率分别为 7.95%、5.11%、0.69%，分别同比变动-1.09、-0.05、+0.47 个百分点。

2021Q1，SW 文娱用品板块整体毛利率为 23.63%，同比下滑 4.11 个百分点，相对 2019Q1 下降 5.38 个百分点，净利率为 7.74%，同比下滑 10.47 个百分点，相对 2019Q1 下滑 2.07 个百分点。2021Q1，SW 文娱用品板块销售期间费用率显著下降，具体来看，销售、管理、财务费用率分别同比下降 2.11、0.97、0.43 个百分点。

图 37：SW 文娱用品板块毛利率和净利率



资料来源：山西证券研究所、wind

图 38：SW 文娱用品板块期间费用率 (%)



资料来源：山西证券研究所、wind

表 6：文娱用品重点关注个股 2020 年报盈利能力指标及变动情况

证券简称	毛利率 (%)	同比变动 (pct)	净利率 (%)	同比变动 (pct)	销售费用率 (%)	同比变动 (pct)	管理费用率 (%)	同比变动 (pct)	财务费用率 (%)	同比变动 (pct)
齐心集团	14.66	-1.00	2.50	-1.35	5.24	-1.41	3.37	-0.38	1.11	0.59
晨光文具	25.36	-0.78	9.43	-0.23	8.40	-0.40	5.81	0.15	0.07	0.14

资料来源：山西证券研究所、wind

晨光文具毛利率、净利率显著下降，主要系低毛利率的科力普销售收入占比提升所致。2021Q1，公司毛利率同比下滑 3.29pct 至 24.63%，净利率同比下滑 1.69pct 至 8.66%，主要原因系销售增长带来营业成本的增长，尤其是晨光科力普增长较大，毛利率相对较低。

齐心集团受到子公司杭州麦苗计提商誉减值准备、云视频会议业务短期战略调整的影响，归母净利润同比下降。单季度来看，公司 2020Q4 实现营业收入 19.14 亿元，同比增长 17.29%；实现归母净利润-3879.34 万元，同比下滑 182.82%；实现扣非后归母净利润-4197.26 万元，同比下滑 175.63%。随着更多内容电商的

高速发展，传统综合电商的流量受到较大影响，杭州麦苗收入增长缓慢，省油宝、云车手等存量业务增长距预期目标有一定的差距，公司新推出的广告直播投放与直播托管业务暂未达到目标规模效益，经公司聘请的专业评估机构评估，公司子公司齐心好视通不计提高誉减值准备，子公司杭州麦苗计提高誉减值准备 4,166.67 万元，共计计提高誉减值准备 4,166.67 万元。云视频会议业务由于疫情免费服务付出巨大的流量成本，战略放弃小微客户减少云视频会议业务营业收入，导致云视频会议业务净利润有所下降。2020 年，云服务实现营业收入 2.36 亿元，同比下降 22.80%；实现经营利润 0.16 亿元，同比下降 75.25%。

4. 造纸：行业景气度回升，营收、净利润增速触底反弹

4.1 归母净利润实现正增长，产能扩张带动销量稳步增长

2020 年，随着国内疫情影响减弱、造纸行业景气度回升，造纸板块营收、净利润增速触底反弹，归母净利润实现正增长，增速相对 2019 年加快 44 个百分点。2020 年，SW 造纸板块实现营业收入 1606.18 亿元，同比增长 3.95%，增速相对 2019 年同期加快 3.34 个百分点；实现归母净利润 109.92 亿元，同比增长 14.55%，增速相对 2019 年同期加快 43.85 个百分点。

图 39：SW 造纸板块营业收入合计及同比增速



资料来源：山西证券研究所、wind

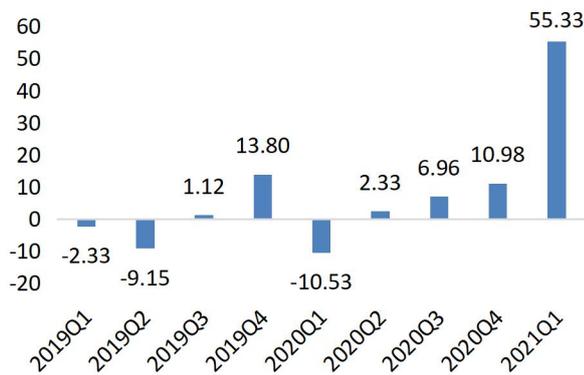
图 40：SW 造纸板块归母净利润合计及同比增速



资料来源：山西证券研究所、wind

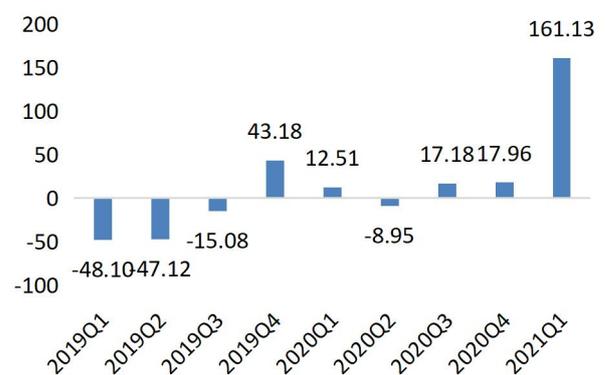
分季度来看，造纸板块业绩增速呈现逐季度加快趋势，2021Q1 营收、净利润增速创下 2018 年以来单季度最高纪录。2020Q4，SW 造纸板块营业收入同比增长 10.98%，增速环比 Q3 加快 4.02 个百分点；归母净利润同比增长 17.96%，增速环比 Q3 提升 0.78 个百分点。2021Q1，SW 造纸板块营业收入同比增长 55.33%，增速相对 2019Q1 提升 65.86 个百分点；归母净利润同比增长 161.13%，增速相对 2019Q1 加快 148.62 个百分点。

图 41：SW 造纸板块单季度营业收入增速



资料来源：山西证券研究所、wind

图 42：SW 造纸板块单季度归母净利润增速



资料来源：山西证券研究所、wind

重点关注个股方面，山鹰国际产能扩张带动销量稳步增长，产业链一体化优势显现，云印互联网包装板块表现亮眼。2020年，公司造纸板块全年销量515.3万吨，同比增长8.39%；包装板块全年销量14.7亿平方米，同比增长11.17%；海外再生纤维板块全年贸易量276.3万吨，同比略降9.4%；云印互联网包装板块全年实现线上交易总额（GMV）89.2亿，同比增长209.7%。单季度来看，2020Q4，公司实现营业收入79.32亿元，同比增长29.89%；归母净利润3.98亿元，同比增长960.13%；扣非后归母净利润5.21亿元，同比增长190.46%。2021Q1，公司营收同比增长78.02%，相对2019Q1增长30.91%，归母净利润同比增长105.55%，相对19Q1增长3.40%，报告期内公司实现原纸销量126.09万吨，同比+93.02%，实现纸箱销量4.43亿平方米，同比+86.18%。

中顺洁柔2021Q1业绩大幅超出疫情前水平，归母净利润同比2019Q1增长120%。2020Q4，公司实现营业收入22.68亿元，同比增长24.97%；归母净利润2.34亿元，同比增长41.06%；扣非后归母净利润2.30亿元，同比增长41.37%。Q4各项增速环比Q3分别提升7.27、6.65、3.86个百分点。2021Q1，公司营业收入、归母净利润、扣非净利润分别相对2019同期增长36.40%、120.33%和118.85%。

表 7：造纸板块重点关注上市公司 2020 年报业绩概览

证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)	营业收入-同比 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润-同比 (%)	扣非后归母净利润 (亿元)	扣非后归母净利润-同比 (%)
002511.SZ	中顺洁柔	78.24	17.91	9.06	50.02	51.44	8.92
002078.SZ	太阳纸业	215.89	-5.16	19.53	-10.33	-8.36	19.23
000488.SZ	晨鸣纸业	307.37	1.12	17.12	3.35	59.34	11.19
600567.SH	山鹰国际	249.69	7.44	13.81	1.39	13.65	14.30
600966.SH	博汇纸业	139.82	43.56	8.34	523.50	367.60	8.22
600433.SH	冠豪高新	24.40	-5.97	1.79	4.83	5.57	1.57
600308.SH	华泰股份	123.08	-9.09	6.96	2.39	17.31	6.57
600963.SH	岳阳林纸	71.16	0.14	4.14	32.26	49.27	3.77

002067.SZ	景兴纸业	48.75	-7.17	3.12	65.34	27.31	2.42
002521.SZ	齐峰新材	28.11	-13.98	1.60	16.73	12.81	1.30
603733.SH	仙鹤股份	48.43	6.04	7.17	63.02	54.17	6.46
605007.SH	五洲特纸	26.35	10.89	3.39	69.91	78.22	3.13

资料来源：山西证券研究所、wind

4.2 龙头纸企低价囤浆锁定成本优势，2021Q1 净利率大幅提升

2020 年、2021 年一季度，造纸板块净利率实现大幅提升，期间费用率均呈现显著下降趋势。2020 年，SW 造纸板块整体毛利率为 20.34%，同比下滑 0.56 个百分点，净利率为 7.11%，同比增加 1.63 个百分点；销售、管理、财务费用率分别分别同比下降 2.31、0.01、0.49 个百分点。2021Q1，SW 造纸板块整体毛利率为 23.80%，同比下滑 0.34 个百分点，净利率为 11.80%，同比增加 5.72 个百分点；销售、管理、财务费用率分别分别同比下降 3.52、1.45、1.82 个百分点。

图 43：SW 造纸板块毛利率和净利率



资料来源：山西证券研究所、wind

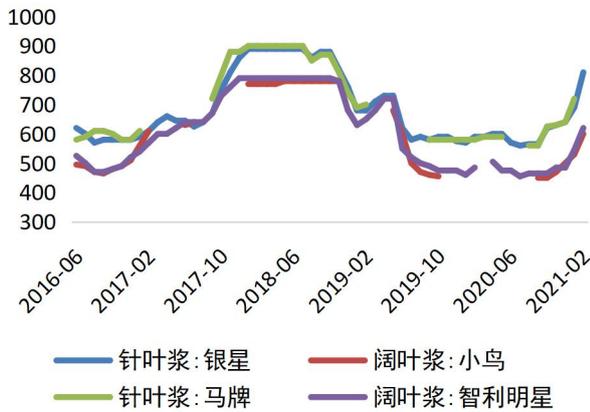
图 44：SW 造纸板块期间费用率 (%)



资料来源：山西证券研究所、wind

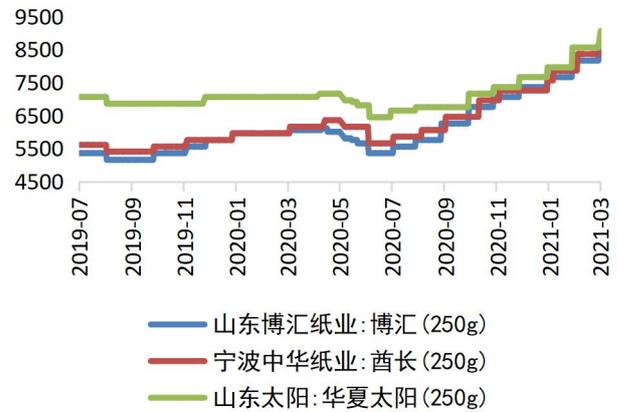
受上游原材料成本助推、下游需求回暖的利好，春节以来木浆系纸厂涨价函齐发，终端涨价落实情况较好，龙头规模纸厂利润空间、议价能力得到提升。根据纸业内参，从白卡纸连续月涨 500 元/吨，到卫生纸单月四发涨价函，纸价上涨的广度和幅度都在加速。近日，单价较高的特种纸也开启涨价潮，食品纸、装饰原纸等产品普遍上涨 1000 元-2000 元/吨不等。大型纸厂前期大量低价囤浆，而中小型纸厂随用随采，存在较大成本压力。同时，龙头规模纸厂拥有资金及技术优势，纷纷投资建设新的原料生产基地，自有浆产能充足，不仅无惧成本上涨压力，而且相对中小纸厂利润空间、议价能力得到提升，未来市场份额将进一步向头部集中。

图 45：海外主要品牌针叶浆、阔叶浆外盘价（美元/吨）



资料来源：山西证券研究所、wind

图 46：白卡纸国内平均价（元/吨）



资料来源：山西证券研究所、wind

中顺洁柔毛利率、净利率大幅提升，屡次突破历史新高，主要受益于销售结构优化、低价囤浆锁定原材料成本优势。2020年，公司毛利率、净利率分别为41.32% (+1.69pct)、11.58% (+2.48pct)，再度刷新历史最高纪录，主要得益于公司高毛利类产品销售占比的持续提升，产品结构进一步优化调整，2020年，公司生活用纸毛利率达到42.10%，位居国内生活用纸行业第一。同时，中顺洁柔前期大量囤积纸浆，原材料成本总体维持在较低水平，得益于生产成本降低和规模效应的释放，产品毛利率有效提高，盈利能力进一步提升。

图 47：中顺洁柔非卷纸类产品毛利率优势显著



资料来源：山西证券研究所、wind

图 48：中顺洁柔 2020Q1 毛利率、净利率创新高



资料来源：山西证券研究所、wind

山鹰国际积极应对原料政策之变，落地可控的境外再生浆资源。随着我国2021年1月1日始固体废物进口基本实现零进口的政策实施，山鹰国际采用了以来源地欧美地区和临近地东南亚地区两种轻资产投入策略，进一步落地可控的境外再生浆资源供应。2020年，公司在泰国启动了70万吨干法制浆项目和40万吨湿法制浆项目，在英国和荷兰布局了32万吨干法制浆项目，这些已投产及在2021年上半年陆续投产的

项目，将为公司的低成本外废长纤原料的供应提供不低于 150 万吨的切实保障。

从供给端来看，针叶浆近两年整体供应相对偏紧，利于后期浆市行情；白卡纸 2021 三季度前暂无新增产能释放，APP 收购博汇纸业带动集中度提升，白卡纸格局进一步优化。根据卓创资讯数据显示，针叶浆未来 1-2 年内新增产能较少，且 2021 年国内基本无新增针叶浆产能。2020 年前 11 个月中国针叶浆进口量下降 1.52%，11 月全球针叶浆发运到中国的量下降 9.6%，目前纸浆产业链上下游库存均维持正常偏低位置，整体供应面略偏紧。2020 年 9 月，APP（金光纸业）要约收购博汇纸业股份交割完成，APP 成为国内白卡纸的绝对龙头，产能占比为 48.26%，白卡纸行业三巨头产能占比接近 80%，白卡纸龙头定价权和协同性进一步加强。此外，浙江富阳地区全面完成造纸行业转型腾退，当地白板纸厂 1 月 24 日左右全部停产，部分白板纸订单流向白卡纸企业。

表 8：造纸板块重点关注个股 2020 年报盈利能力指标及变动情况

证券简称	毛利率(%)	同比变动(pct)	净利率(%)	同比变动(pct)	销售费用率(%)	同比变动(pct)	管理费用率(%)	同比变动(pct)	财务费用率(%)	同比变动(pct)
中顺洁柔	41.32	1.69	11.58	2.48	19.74	-0.90	7.10	0.00	-0.23	-0.55
太阳纸业	19.44	-3.11	9.12	-0.54	0.48	-3.66	4.93	0.64	2.47	-0.05
晨鸣纸业	23.07	-5.29	6.20	0.43	0.97	-3.30	7.48	0.48	8.34	-1.26
山鹰国际	16.74	-2.33	5.56	-0.25	1.36	-3.27	6.62	-0.33	3.12	1.23
博汇纸业	17.06	2.48	5.97	4.59	0.26	-3.85	4.64	1.74	4.08	-1.17
冠豪高新	23.51	-1.92	7.23	0.80	4.93	0.33	8.13	-1.45	1.03	-1.06
华泰股份	13.95	-0.14	5.26	0.43	0.22	-2.31	5.42	1.38	0.87	-0.33
岳阳林纸	18.97	0.06	5.82	1.41	4.33	-0.13	6.62	-0.19	0.91	-0.55
景兴纸业	12.78	1.81	6.80	2.93	1.17	-1.89	6.30	0.70	0.74	-0.56
齐峰新材	14.39	0.33	5.76	1.68	0.69	-1.80	6.54	0.62	0.36	-0.58
仙鹤股份	20.47	1.78	14.85	5.22	0.32	-2.89	4.58	0.34	1.40	-0.39
五洲特纸	23.13	3.97	12.85	4.46	4.30	0.31	2.24	0.03	0.51	-1.37

资料来源：山西证券研究所、wind

5. 投资建议

家具：行业基本面向好、精装修放量，在前期地产边际数据回暖的支撑下，家具消费增速、终端流量和市场信心已有所好转，再结合去年整体环境低迷、业绩基数较低的因素，预期 2021 年家具板块业绩继续回升，重点关注个股有望延续 2021Q1 的开门红态势，全年业绩有望大幅超越 2019 年。此外，考虑到海外疫情形势依然严峻、疫苗量产和大规模接种仍无确定性，我们判断家具出口高景气度至少能持续到 2021 年中期。我们看好龙头企业在渠道实力、成本效率控制能力、产品质量等多重优势下跑赢行业。建议关注欧派家居、索菲亚、我乐家居、志邦家居、喜临门、海鸥住工、梦百合。

文娱用品：泡泡玛特上市成功破千亿市值，充分表明了精品文创+大 IP 的变现空间非常广阔。随着 Z 世代消费能力加快崛起，传统文具企业 IP 运营思路、打造爆款产品的经验逐步成熟，以及疫情防控转向常态化，我们判断精品文创在 2021 年会回归较快增长。办公直销龙头市占率有待提升，福利品、MRO 需求开始放量。晨光科力普、齐心集团持续中标大客户，B2B 订单充足无虞。新型高毛利商品福利品、MRO 订单激增，后续盈利能力有望得到提升。同时，文娱用品单价较低，属于收入弹性较小的消费品，受到经济周期波动、宏观经济政策变化的影响较小，防御属性较强。建议关注晨光文具、齐心集团。

造纸：2021 看点在于供需格局优化和盈利弹性的释放。2020 年四季度以来，市场对纸价看涨预期强烈，且从库存、下游订单情况等指标来看，基本面回暖迹象明显。龙头规模纸厂拥有资金及技术优势，纷纷投资建设新的原料生产基地，自有浆产能充足，不仅无惧成本上涨压力，而且相对中小纸厂利润空间、议价能力得到提升，未来市场份额将进一步向头部集中。对于浆纸系而言，大型纸厂前期大量低价囤浆，而中小型纸厂随用随采，存在较大成本压力。对于废纸系而言，2020 年进口废纸配额清零，废纸原料供应更加紧缺，随着部分规模纸厂海外制浆项目陆续投产，而国内优质废纸回收难度加大，中小纸厂生存空间将受到挤压。建议关注中顺洁柔、山鹰国际、太阳纸业、晨鸣纸业、博汇纸业。

6. 风险提示

宏观经济增长不及预期；地产调控政策风险；市场竞争加剧风险；原材料价格波动风险；经销商管理风险；整装业务拓展不及预期；大宗业务回款风险等。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

- 买入： 相对强于市场表现 20%以上
- 增持： 相对强于市场表现 5~20%
- 中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
- 减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

- 看好： 行业超越市场整体表现
- 中性： 行业与整体市场表现基本持平
- 看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：





太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海

国际中心七层

电话：010-83496336