

中信证券研究部



李鑫
首席轻工分析师
S1010510120016



肖昊
轻工分析师
S1010519070002

轻工制造行业

评级 **强于大市（维持）**

核心观点

2020 年疫情突如其来，企业的正常运行受到干扰，甚至于部分企业长板发挥受到抑制、短板弊端充分暴露，财务指标出现大幅波动。但疫情也是“试金石”，体现在企业应对疫情的能力和效果差异上，分析这些差异为我们提供了一个很好的观察点，有利于理解行业未来发展趋势以及企业胜出的关键要素。

■ **生活用纸：发力新兴渠道，加速产品升级。**疫情提振卫生用品终端需求，浆价低位运行且龙头纸企原料备库充足，预计全年业绩确定性较强。中长期看，龙头纸企发力新兴渠道、加速产品升级、拓展个护品类，行业格局不断优化。推荐**中顺洁柔/恒安国际**，建议关注**维达国际**。

■ **工业纸：原料瓶颈与供需矛盾加剧，下半年料有所缓解。**工业纸原料长期存在瓶颈，目前下游消费需求疲软且出口受阻，行业供需矛盾加剧，企业开工率下降，判断下半年有所缓解。其中木浆系白卡纸受益于消费升级及白板纸产能退出带来的替代空间，行业需求持续改善，2019 年行业开工率 83%，随 APP 完成对博汇的收购，白卡纸行业格局进一步优化，行业景气度有望长期维持在较高水平。建议关注**玖龙纸业/太阳纸业/博汇纸业**。

■ **包装印刷：稳住存量，拓展增量。**头部企业大客户供应份额保持稳定或提升，疫情冲击下经营稳健，并逐步由大客户拓展至大消费包装，积极拓展增量业务，推荐“1+N”大消费包装战略日臻成熟，并进入成长新周期的**裕同科技**。

■ **定制家居：线上服务日趋完善，新渠道红利逐步释放。**行业 Q2 虽仍面临一定压力，但鉴于被压抑的需求逐步释放、地产交付重回改善通道，预计下半年会迎来基本面弹性，其中工程、整装渠道收入确定性更强，而电商引流作用也日益凸显，当前时点继续建议配置，推荐**欧派家居/索菲亚**，建议关注**尚品宅配/志邦家居**。

■ **软体家居：外销风险犹存，关注内销格局变化。**软体行业在外销具备不确定性情形下，内销市场成为拓展重点，其中电商渠道重要性日益提升，而头部品牌凭借更为激进的价格策略抢占份额，有望加速行业出清并引领行业集中度提升。建议关注**顾家家居/敏华控股/梦百合**。

■ **文具及办公用品：新业务拓展有望释放增长红利。**文具行业重点关注以下趋势：电商渠道拓展、经销渠道优化、高价值产品占比持续提升和新业务效益释放。我们推荐**晨光文具**（判断 2020 年科力普增长确定性会强于传统业务，九木杂物社也渐入佳境），建议关注**齐心集团**。

■ **风险因素：**全球疫情持续时间超预期；宏观经济及消费需求恢复不达预期。

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			评级
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
裕同科技	27.23	1.19	1.25	1.56	23	22	17	买入
晨光文具	51.21	1.15	1.29	1.60	44	40	32	增持
中顺洁柔	20.36	0.47	0.60	0.71	43	34	29	买入
欧派家居	110.14	4.38	4.73	5.82	25	23	19	买入
索菲亚	22.04	1.18	1.25	1.39	19	18	16	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 6 月 15 日收盘价

目录

生活用纸：发力新兴渠道，加速产品升级.....	1
工业纸：原料瓶颈与供需矛盾加剧，下半年料有所缓解.....	3
包装印刷：稳住存量，拓展增量	6
定制家居：线上服务日趋完善，新渠道红利逐步释放	7
软体家居：外销风险犹存，关注内销格局变化	10
文具&办公用品：新业务拓展有望释放增长红利.....	12
风险因素	13

插图目录

图 1：生活用纸终端渠道销售结构	1
图 2：2020 年以来生活用纸出厂价 20 日移动平均	2
图 3：生活用纸代表企业月度库存	2
图 4：2013-2018 年中国卫生用品市场规模	3
图 5：恒安国际纸巾、卫生巾、纸尿裤分部经营利润率	3
图 6：中国卫生巾市场份额	3
图 7：中国废纸进口量及同比	4
图 8：废纸系主要纸种开行业工率	5
图 9：木浆系主要纸种行业开工率	5
图 10：箱板瓦楞纸新产能	5
图 11：各纸种产能 CR3	5
图 12：2020Q1 重点纸包装企业收入及归属净利润同比	6
图 13：裕同科技、劲嘉股份前五大客户收入占比	7
图 14：奥瑞金来自红牛的收入占比	7
图 15：2019 年上市定制公司大宗业务收入规模及占比	8
图 16：2014-2019 年欧派/索菲亚/志邦大宗业务占比变化	8
图 17：整装公司成为重要流量入口	9
图 18：2019 年软体公司外销收入及占比	10
图 19：2019 年敏华/顾家外销受中美贸易摩擦影响出现下滑	10
图 20：2019 年软体公司内销收入及占比	11
图 21：顾家家居近年来研发投入呈现上升趋势	11
图 22：2018-2020 年晨光线上销售占传统业务收入比例	12
图 23：精品文创和儿童美术占传统业务比例料逐年提升	12

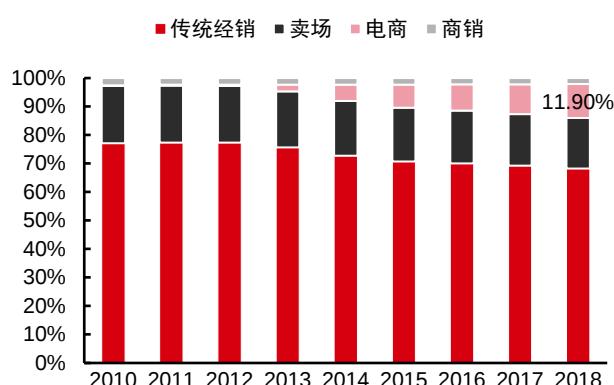
表格目录

表 1：传统线下渠道与电商自运营业务模式比较	1
表 2：国内主流纸企海外废纸浆产能	4
表 3：欧派整装大家居 3 种主要模式对比	9
表 4：重点跟踪公司估值表	13

生活用纸：发力新兴渠道，加速产品升级

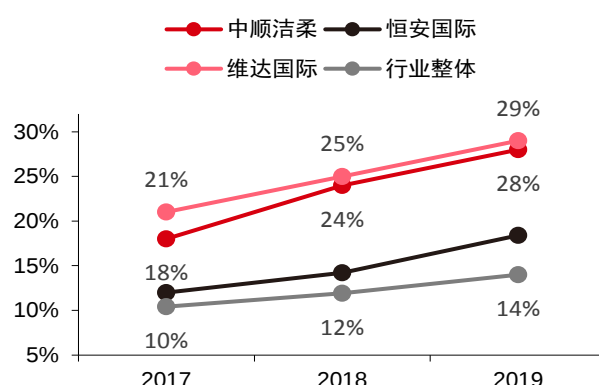
发力新兴渠道成为企业“抗疫”的利器，也决定未来增长。卫生产品因占地体积大，适合集中配送，消费者倾向于批量购买，消费习惯和行为偏好利好新兴渠道。近几年以电商渠道为代表的新兴渠道持续高速增长，2018 年生活用纸行业线上销售占比已经提升至 12%；2019 年维达国际、中顺洁柔线上占比已经接近 30%；2020 年疫情期间，线上渠道成为头部企业唯一实现正增长的渠道。我们判断，经过疫情的提振，企业线上销售占比将继续提升，驱动收入快速增长。

图 1：生活用纸终端渠道销售结构



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

图 2：主要生活用纸企业线上销售占比



资料来源：各公司公告，产业调研，中信证券研究部 注：维达国际线上销售占比为集团整体数据，其中 2019 年中国大陆线上销售占比约 40%

表 1：传统线下渠道与电商自运营业务模式比较

	传统线下	电商自运营
业务模式	生产制造型，2B	消费品运营，2C
下游客户	经销商、KA	终端消费者
客群	模糊定位	精准识别
数据沉淀	反馈慢，数据少	实时反馈，沉淀大量消费行为数据
营销手段	降价促销，较为单一	精准投放、高效转化、形式多元
新品推广	难	较易

资料来源：中信证券研究部

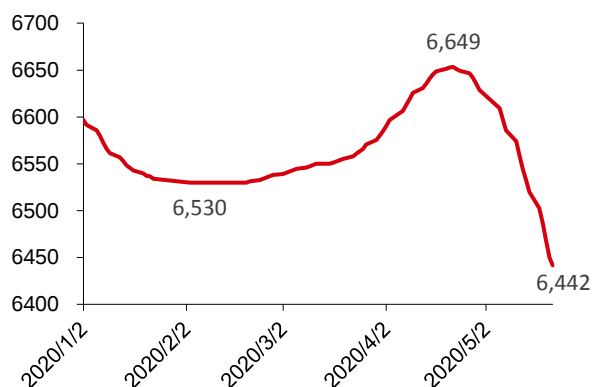
加速产品高端化发展，优化行业竞争格局。生活用纸的高端化、精细化发展主要由两方面因素驱动。在供给端，由于行业竞争愈发激烈，纸企需要通过丰富产品种类来覆盖长尾市场以增强客户粘性；而在需求端，随着消费升级趋势的持续深化，差异化的消费行为和使用场景令能满足特定功能的生活用纸越来越受到欢迎。

新兴渠道的崛起加速产品高端化趋势。生活用纸在 KA、经销商等线下渠道带有较强的引流属性，在这些渠道里，头部品牌的高性价比产品更受青睐，高端产品的推进难度往往较大。而电商渠道让品牌有机会直接触达消费者，通过数据分析、精准营销等手段有望高效推动产品结构升级。如中顺洁柔电商渠道高毛利产品的销售占比可达 70% 以上，而线

下渠道高毛利产品的销售占比一般在 60%左右，同类产品线上线下载利润水平基本一致。

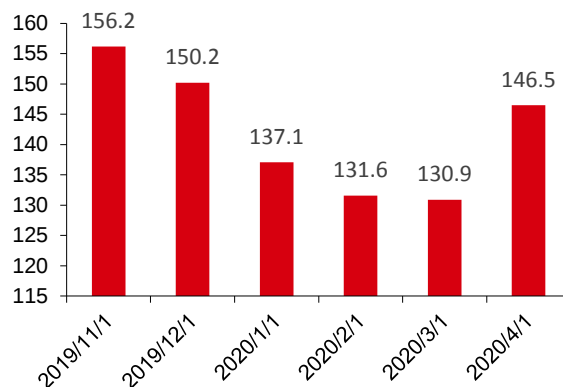
目前头部企业产品矩阵持续完善，高端产品占比逐步提升，产品结构不断优化。我们预计 2020 年中顺洁柔高端产品（主要为 Face、Lotion、自然木）占比将超过 70%，恒安国际高毛利产品（毛利率高于 40%）占比将提升至 10-20%，维达国际（主要为德宝、维达立体美）高端产品占比将达约 24%。疫情影响逐步缓解后，行业产销恢复正常，纸企库存有所上升，出厂价格承压，判断头部品牌将以低端产品抢占市场份额，挤压中小品牌生存空间，同时不断提升高端产品占比以保障盈利的稳定性。

图 2：2020 年以来生活用纸出厂价 20 日移动平均（元/吨）



资料来源：卓创资讯，中信证券研究部

图 3：生活用纸代表企业月度库存（千吨）



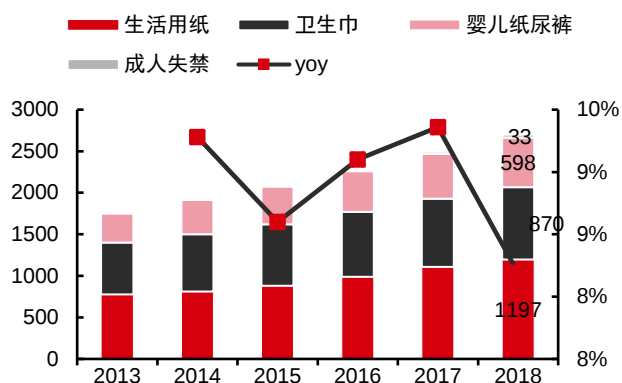
资料来源：卓创资讯，中信证券研究部

个护品类拓展打开长期成长空间。一方面，个护品类市场空间巨大、盈利水平高且稳定。2018 年国内卫生巾、纸尿裤市场规模分别为 870 亿元、598 亿元，行业龙头恒安国际 2019 年纸巾/卫生巾/纸尿裤业务营业利润率分别为 7.3%/47.9%/10.5%，卫生巾和纸尿裤盈利水平远高于生活用纸。生活用纸企业有望通过个护品类拓展打开更大盈利成长空间。

另一方面，目前个护品类外资品牌较为强势，以卫生巾为例，当下 TOP10 卫生巾市场份额大部分为外资品牌占据。随消费品渠道变革、流量运营创新，在化妆品、服装、食品饮料等消费领域国货品牌崛起进行时，我们认为国内生活用纸龙头有望把握国货崛起的产业趋势加速推进个护品类拓展。其中，恒安国际卫生巾业务成熟领先，经历 2019 年短暂的经营调整之后，2020 年卫生巾业务有望重回稳定增长；维达国际拥有控股股东爱生雅的全球研发支持及成熟品牌赋能，在高端产品方面具备天然优势，叠加维达国际的渠道优势，前景乐观；中顺洁柔于 2019 年开始进军卫生巾业务，目前尚处培育期，未来存在复制纸巾业务成功的可能性。

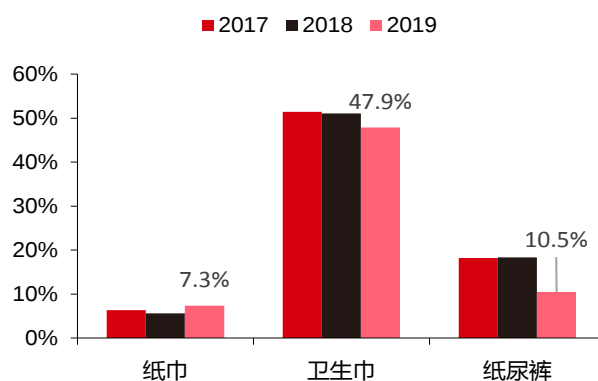
生活用纸行业需求稳定，龙头企业发力新兴渠道、加速产品升级、拓展个护品类，行业格局不断优化，推荐中顺洁柔、恒安国际，建议关注维达国际。

图 4：2013-2018 年中国卫生用品市场规模（亿元，%）



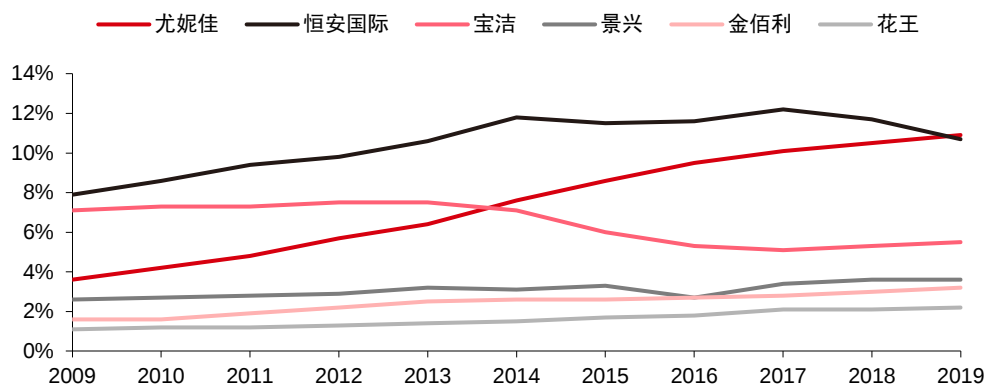
资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

图 5：恒安国际纸巾、卫生巾、纸尿裤分部经营利润率



资料来源：恒安国际公司公告，中信证券研究部

图 6：中国卫生巾市场份额



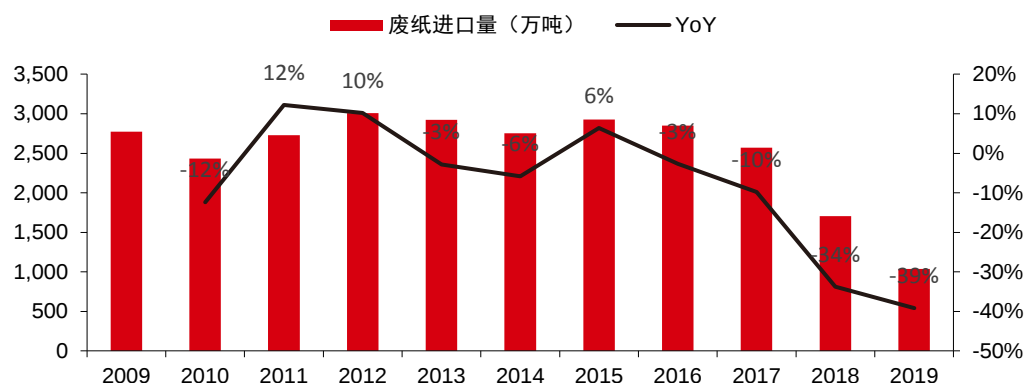
资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

工业纸：原料瓶颈与供需矛盾加剧，下半年料有所缓解

原料长期存在瓶颈，龙头纸企有望强者恒强。2020 年疫情期间，由于固废回收受阻，原料短缺带来包装纸价格短暂飞涨，原料供给对行业的重要性再一次凸显。废纸系企业因外废额度收紧面临原料短缺，2020 年 5 月 18 日固废中心公布了 2020 年第 7 批限制进口许可证，前七批审批额度共计 457 万吨，较 2019 年前七批同比-44.55%，预计全年核发约 500-600 万吨（2019 年约 1,036 万吨）。2019 年废纸系龙头如玖龙、理文、山鹰核发外废额度占比约 58%，2021 年外废全面禁止进口之后，龙头企业因提前布局海外废纸浆资源和完善国内的废纸回收渠道，有望凭借原料成本优势持续整合行业。

木浆系企业通过海内外林浆纸一体化提升自给率，如文化纸龙头太阳纸业逐步扩大老挝林地建设面积，推进广西北海“林浆纸一体化”项目，提升对木浆掌控力，同时箱板纸原材料自给率可达 50% 以上。

图 7：中国废纸进口量及同比



资料来源：卓创资讯，中信证券研究部

表 2：国内主流纸企海外废纸浆产能

	产线位置	投产时间	生产模式	投产额 (万吨)
玖龙	马来西亚	2019.9	收购	48
	美国	2019	收购	22
理文	缅甸	2019-2021	代生产	68
	马来西亚		新建	55
景兴	马来西亚	2021	新建	80
山鹰	美国	2019 中	新建	36
	美国	2020 初	新建	12
	美国	未定	新建	未定
	泰国	2020-2021	代生产	30
太阳	老挝	2019	新建	40
		2021	新建	30

资料来源：卓创资讯，中信证券研究部

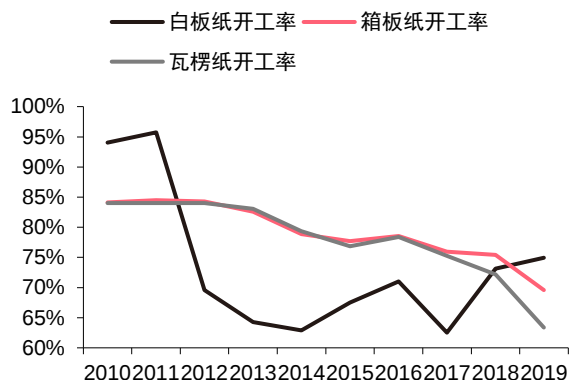
供需矛盾加剧，企业开工率下降，预计下半年有所改善。2019 年废纸系产品受中美贸易摩擦影响，下游行业需求持续走弱，且新增产能投产较多，导致行业价格承压、开工率走低，箱板纸/瓦楞纸开工率分别为 67%/63%。2020 年因海内外疫情影响，供需矛盾进一步突出，下半年随旺季到来有望改善。

木浆系白卡纸受益于消费升级及白板纸产能退出带来的替代空间，行业需求有所改善，2019 年行业开工率 83%，随 APP 完成对博汇的收购，白卡纸行业格局进一步优化，行业景气度有望长期维持在较高水平。

铜版纸、白卡纸行业格局清晰，2019 年 CR3 分别约为 74%/71%，较高的行业集中度使得产能供给较为有序，同时受益于党政印刷需求，2019 年需求较为景气，铜版纸/双胶纸 2019 年开工率分别 78%/73%。2020 年受疫情影响，企业停工、学校延迟开学，需求转为低迷，预计 2021 年建党 100 周年将迎来需求大年。

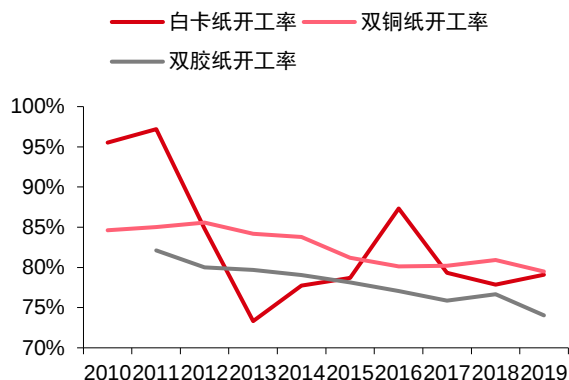
工业纸行业原料长期存在瓶颈，目前行业供需矛盾加剧，企业开工率下降，判断下半年有所缓解，建议关注**玖龙纸业、太阳纸业、博汇纸业**。

图 8：废纸系主要纸种开行业工率



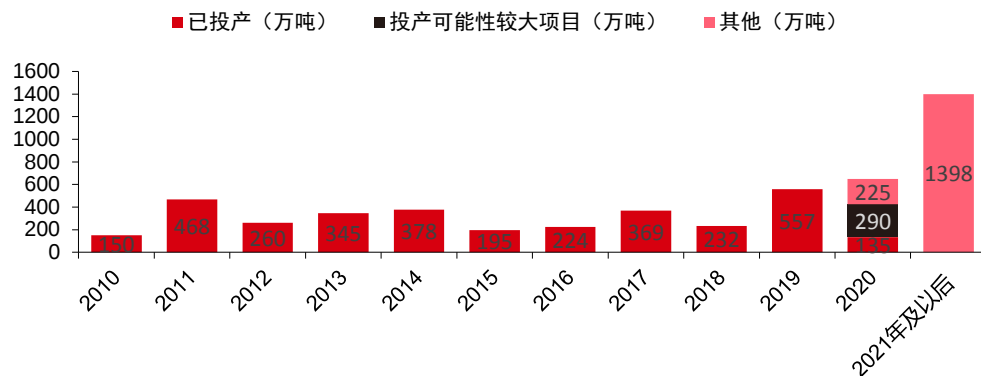
资料来源：卓创资讯，中信证券研究部

图 9：木浆系主要纸种行业开工率



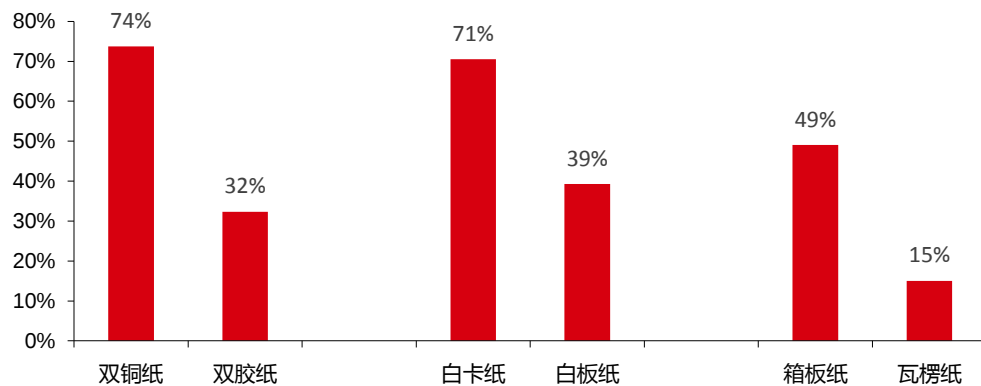
资料来源：卓创资讯，中信证券研究部

图 10：箱板瓦楞纸新产能



资料来源：纸业联讯，中信证券研究部

图 11：各纸种产能 CR3

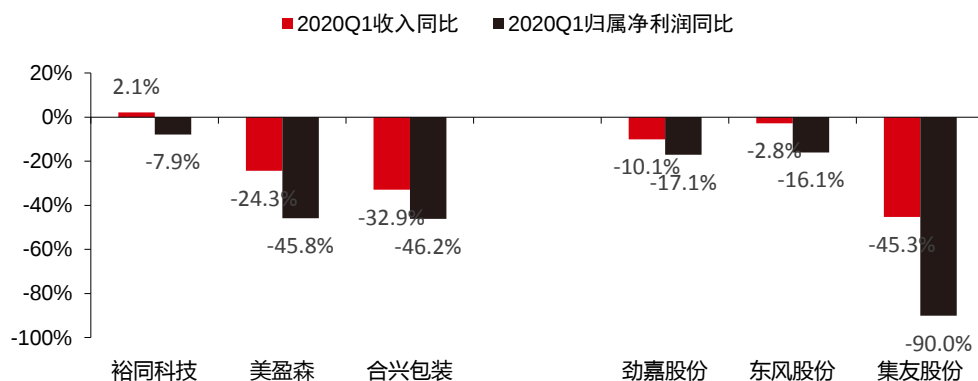


资料来源：卓创资讯，中信证券研究部

■ 包装印刷：稳住存量，拓展增量

龙头企业大客户供应份额保持稳定或提升。在 2020 年新冠疫情突发事件冲击下，龙头包装企业依靠广泛的产能布局、稳定交付能力增强大客户信任，提升大客户供应份额对冲部分需求下滑造成的影响，Q1 业绩领先同业，短期经营的稳健也体现出长期核心竞争力。如 Q1 裕同科技/劲嘉股份收入同比+2.1%/-10.1%，归属净利润-7.9%/-17.1%，表现优于同业。

图 12：2020Q1 重点纸包装企业收入及归属净利润同比



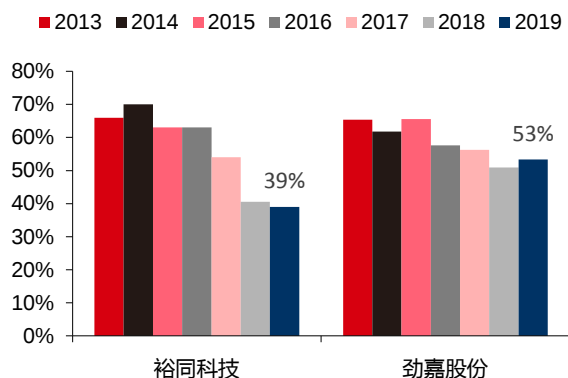
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

由“大客户为王”到“大消费包装”。包装印刷企业最初的成长崛起往往源自绑定优质大客户、大单品，如 iPhone 之于裕同、红牛之于奥瑞金、中烟之于劲嘉，而当首轮成长红利期过后，能否将竞争优势成功复制到新的品类和新的大客户，将决定公司能否实现第二轮腾飞。包装印刷下游主要需求来自消费电子、烟草、白酒、化妆品、啤酒、功能饮料等行业，需求较为分散，且出于供应链安全的考量，单个包装企业在单个行业的市占率存在明确的天花板，因此跨行业扩展增量客户和增量业务是包装龙头企业必经之路。

增量业务拓展进度方面，裕同科技起家于 3C 包装逐步向烟标、酒包、化妆品包装等大消费包装稳步拓展，我们推算 2019 年裕同科技烟/酒包装收入规模达到 5.3 亿/7.5 亿元，同比+23%/+76%，烟酒包装收入占比提升至约 13%，规模已经位居国内烟酒包装行业前列并实现盈利；劲嘉股份起家于烟标逐步向酒包、3C 包装进发，2019 年 3C 包装/酒包收入占比 6.5%/1.5%，同比+292%/+26%，公司参股申仁包装切入茅台纸包装供应链，与宜宾五粮液精美印务合资成立嘉美智能包装进入五粮液供应链，随申仁改扩产及嘉美陆续投产预计酒包将成为公司新的业绩增长点；奥瑞金起家于三片罐逐步进入二片罐领域，成功并购波尔亚太之后二片罐市占率提升至约 24%，随供需改善及二片罐的持续提价，二片罐业务有望开始盈利。

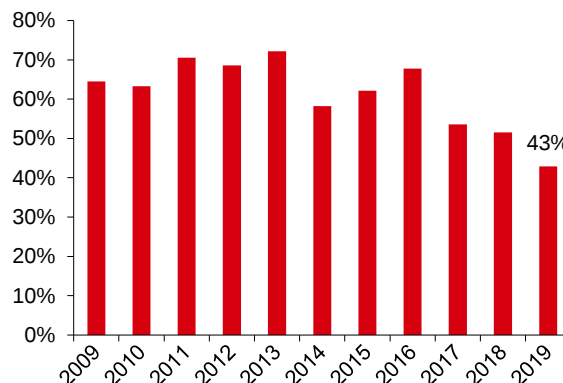
包装行业头部企业存量业务稳定，并积极拓展增量业务，推荐“1+N”大消费包装战略日臻成熟，并进入成长新周期的**裕同科技**。

图 13：裕同科技、劲嘉股份前五大客户收入占比



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 14：奥瑞金来自红牛的收入占比



资料来源：奥瑞金公司公告，中信证券研究部

■ 定制家居：线上服务日趋完善，新渠道红利逐步释放

关键一：线上渠道重要性提升

定制家居消费由于单价较高，且重服务（量尺/安装等）和体验，线上更多发挥引流作用，实际成交仍以线下为主；但伴随家居客群代际转换，线上作为获取信息的有效途径，逐步成为家居品牌触达消费者的重要通道。我们判断 2019 年定制家居线上引流收入占比均有所提升，预计欧派/索菲亚/尚品分别达 20%+/27%/40%+。

疫情期间家居公司纷纷加强线上布局，通过社群/直播/内容营销等方式获客，并将前端销售环节尽可能线上化（包括量尺/制图/方案沟通等），提高线上订单达成率。欧派家居 3 月 4 日橱衣双雄汇活动获取订单 38898 笔、尚品宅配 315 直播活动获取总订单数 59612 笔，我们测算欧派/尚品月均客户数约 7 万+/3 万+，由此可见单次直播活动获取的订单数量较为可观，在一定程度上弥补线下订单缺口。

目前线上订单仍以缴纳定金为主，并非正式签约合同，故仍要考虑转化率问题，由于统计口径存在差异，各定制公司线上转单率可比性不强，但整体仍处于较低水平，未来存在提升空间。更为重要的是，顾客在疫情期间培养的线上家居消费习惯或将延续，家居公司若能构建高效的线上销售体系，有望在后续竞争中取得优势。

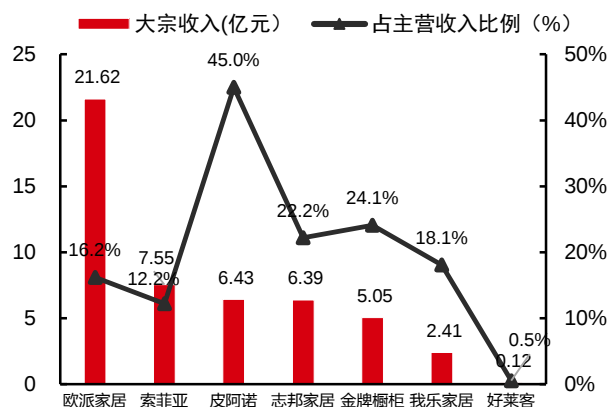
关键二：工程/整装渠道增长确定性更强

工程渠道：正处红利期，增长确定性较强，但须防范风险。近年来受政策推动，全/精装修渗透率持续提升，叠加地产集采，推动工程渠道蓬勃发展。家居公司纷纷加大工程渠道布局，大宗业务收入取得快速增长。2019 年大宗业务 TOP4 定制公司为欧派/索菲亚/皮阿诺/志邦，收入分别为 21.62/7.55/6.43/6.39 亿元，占比分别 16.2%/12.2%/45.0%/22.2%，占比较 2018 年（分别 12.5%/8.0%/28.2%/16.5%）均出现明显提高。

2020 年工程渠道的需求红利仍在释放，大宗业务得益于前期订单积累，增长确定性相对较强，对收入体量小的公司拉动尤为明显；而工程渠道受益地产集采，集中度也高于零

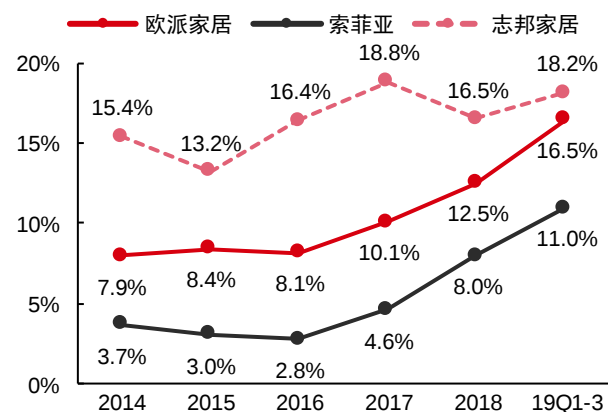
售渠道，会带动行业整体集中度提升。但须注意，工程渠道的风险在于坏账、盈利水平趋弱和对现金流的拖累，所以要平衡需求红利和潜在风险，关注该业务的风控情况。

图 15：2019 年上市定制公司大宗业务收入规模及占比



资料来源：各公司公告，中信证券研究部 注：索菲亚占比为衣柜中的大宗业务收入占比

图 16：2014-2019 年欧派/索菲亚/志邦大宗业务占比变化



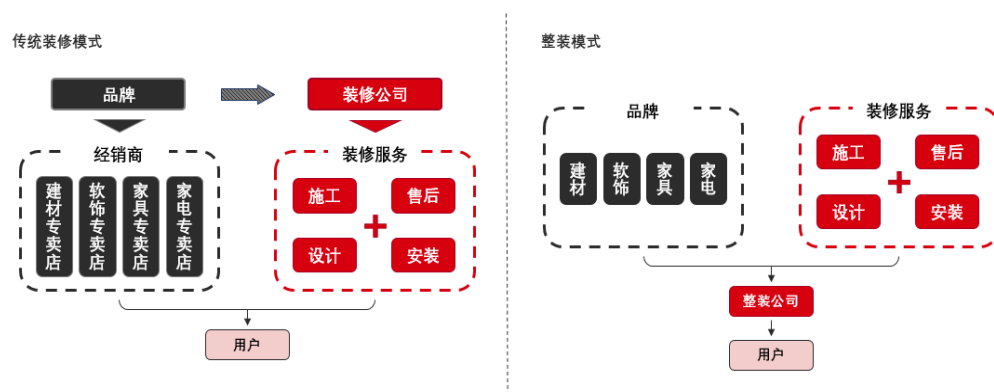
资料来源：各公司公告，中信证券研究部 注：索菲亚占比为衣柜中的大宗业务收入占比

整装渠道：重要新流量入口，收入贡献加大。目前家居行业探索整装渠道较为领先的公司有欧派家居和尚品宅配，但两者模式具备明显差异。欧派的整装模式主要有三种：1）与当地 TOP3 家装公司合作，在其展厅开店并挂欧派整装大家居店招，销售整装套餐，助力家装公司向整装转型，家装公司须建立定制产品的交付安装能力；2）与全国或区域连锁型整装公司合作，开设欧派整装大家居门店，在既有整装套餐中融入欧派体系产品，整装公司也要拥有定制产品的服务能力；3）零售经销商开设星居/微居大家居店。

尚品宅配整装拓展思路采用整装云与自营整装齐头并进的方式，通过自营整装摸索经验，增加装修流程的标准化环节，叠加信息化软件的开发，共同赋能整装云上的中小型家装公司，助力其向整装升级，通过整合供应链销售产品（如主辅材）实现盈利。2019 年尚品推出第二代全屋定制，在零售门店融入装修服务，打造一站式配齐的整装业务。

2019 年欧派/尚品实现整装收入 4.97 亿/4.30 亿元，欧派整装收入主要由定制橱柜/衣柜构成，而尚品基本为主辅材销售。无论是欧派将大型家装公司发展为“经销商”的模式，还是尚品整装云赋能中小家装公司的模式，在实际运营中仍有不少问题，需要持续迭代升级，但整装渠道作为重要的流量来源，已成为行业共识。索菲亚 2020 年也开始发力整装渠道，采取类似欧派的拓展思路，但鼓励在经销商层面进行对接，截至 5 月签约的家装公司数量约 200 家，全年签约目标 500 家。由此可见，2020 年整装渠道将成为各定制公司重要的收入增量来源。

图 17：整装公司成为重要流量入口



资料来源：中信证券研究部

表 3：欧派整装大家居 3 种主要模式对比

	模式一	模式二	模式三
实施主体	当地 TOP3 家装公司	全国或区域连锁型整装公司	零售经销商
开店要求	在展厅开店，挂欧派整装大家居店招	整装大家居店	星居/微居店
销售产品	整装套餐	整装套餐	整装套餐
服务模式	硬装、定制产品和软装所需施工和安装等服务均由家装公司提供	硬装、定制产品和软装所需施工和安装等服务均由整装公司提供	硬装由家装公司提供，但经销商负责监理；定制产品和软装相关服务由经销商承担
公司职责	提供定制产品、主辅材和软装的供应链支持和信息化系统，协助打造定制家居服务能力	提供定制产品、主辅材和软装的供应链支持和信息化系统，协助打造定制家居服务能力	与传统零售类似，附加整装层面的产品/引流/IT 支持
盈利模式	通过定制家居、主辅材和软装的产品销售赚钱	通过定制家居、主辅材和软装的产品销售赚钱	通过定制家居、主辅材和软装的产品销售赚钱

资料来源：欧派家居公司公告，公司调研，中信证券研究部

关键三：经销商转型升级

疫情期间线下接单受阻，经销商为了存活必须开展线上获客，将营销重心由线下转到线上，倒逼较为保守的经销商开始积极拥抱电商，打造多样化的线上营销方式，例如微信群爆破活动、直播卖货等，为后续提升全渠道引流效率奠定基础。此外，经销商也借机加强培训和信息化工具使用，提升人员素质和服务能力，为疫情有效控制后的需求爆发做好准备。我们认为经受疫情洗礼，在总部支持下经销商若能加速转型升级，提升自身实力，则在后续竞争中有望占得先机。

定制家居行业 Q2 虽仍面临一定压力，但考虑到被压抑的需求逐步释放、地产交付重回改善通道，预计下半年会迎来基本面弹性，其中工程、整装渠道收入确定性相对更强，当前时点继续建议配置，推荐欧派家居/索菲亚，建议关注尚品宅配/志邦家居。

■ 软体家居：外销风险犹存，关注内销格局变化

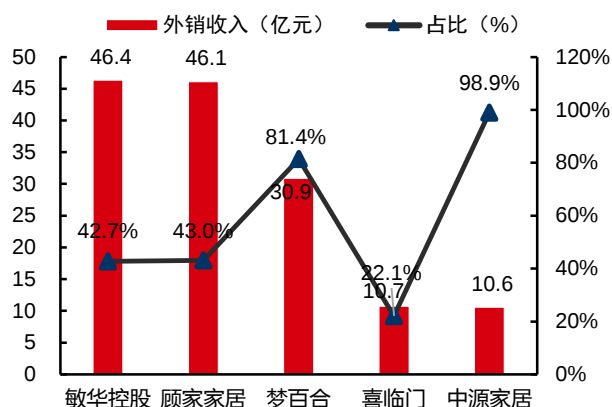
关键一：应对出口不确定性

软体家居公司普遍外销占比较高，从绝对规模来看 TOP2 为敏华/顾家，2019 年外销收入分别 46.4/46.1 亿元，占比为 42.7%/43.0%，由此可见如果外销出现波动，对软体公司收入会产生较大影响。当前外销的不确定性主要来自两方面，应注意防范风险：

1. 中美贸易摩擦。2019 年 5 月美国将 2000 亿美元中国输美产品加征税率由 10% 提升至 25% 后，对软体家居出口影响进一步加大，2019 年敏华北美市场收入下滑 15.4%，而顾家 2019 年内生外销收入也下滑 5.4%。为降低加征关税影响，软体公司采取的措施包括：1) 海外布局产能规避额外关税，如敏华/顾家在越南建厂；2) 拓展非美市场的海外客户；3) 与下游客户协商共同承担加征关税带来的额外成本。目前来看措施一中短期或最为有效，已在海外建厂且产能进入爬坡期的公司，抗风险能力逐步提高。

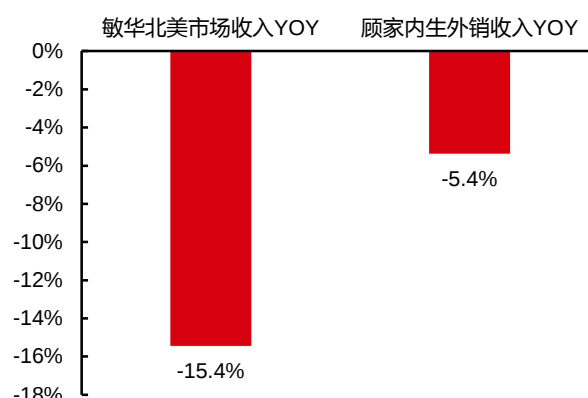
2. 海外疫情压制消费需求。海外疫情爆发以来，对当地消费已产生一定压制，如 2020 年 3 月/4 月美国个人消费支出环比分别下降 7.5%/13.6%，因此软体公司出口业务会面临砍单风险。在海外消费市场恢复正常状态前，积极拓展内销市场将成为最有效的对冲手段。

图 18：2019 年软体公司外销收入及占比



资料来源：各公司公告，中信证券研究部 注：敏华 2019 年外销收入实际为 2020 财年数据，已转化为人民币口径，使用汇率 HKDCNY 为 0.8932

图 19：2019 年敏华/顾家外销受中美贸易摩擦影响出现下滑



资料来源：各公司公告，中信证券研究部测算

关键二：卡位电商渠道

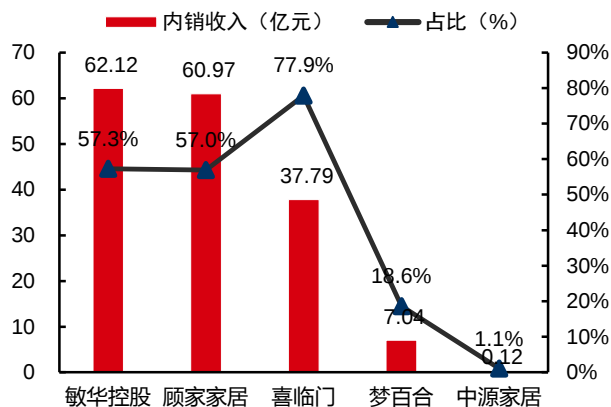
不同于定制家居，软体由于线上可形成一定交付，部分销售能直接转化收入，电商渠道价值更加凸显。内销来看，敏华 2019 年电商收入占比高达 27.8%，相比 2018 年的 18.6% 显著提高，而顾家 2019 年线上销售占比预计也接近 30%。2020 年受疫情推动，软体公司纷纷加强电商渠道布局，在原有措施基础上，增加短视频引流和直播获客，通过全渠道营销增加曝光度，并打造线上爆款扩大单品销售规模。未来线上渠道竞争势必更加激烈，但提前布局并卓有成效的公司预计将会更有优势。

关键三：更积极的产品策略抢占份额

2019 年行业面临一定压力，但头部软体公司却采用了更积极的价格策略，逆势扩大市场份额，例如顾家推出惠尚/惠致/天禧系列，在保证质量前提下，通过简化设计降低售价 20%-30%，相关产品取得良好收入增长，同时起到了很好的引流作用，2019 年顾家内生内销收入增速约 8.5%。而敏华亦推出多款新品，尺寸缩小且价格更便宜，对销售拉动也十分明显，按人民币口径 2019 年中国市场收入增速为 17.0%，其中沙发增速 6.9%。

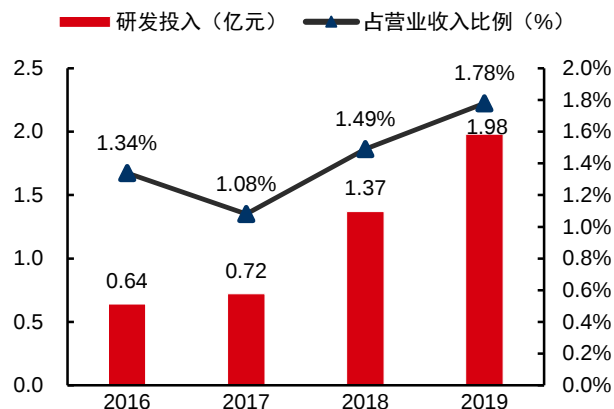
2020 年头部软体公司延续 2019 年打法，继续推出高性价比产品，主要系：1) 疫情加大部分中小品牌的生存压力，大品牌采用更为进取的价格策略，有望加速行业整合、促进格局优化，而更优惠的产品也能有力支持渠道下沉，为进一步挖掘低线市场提供“弹药”。2) 在外贸前景不明朗情形下，不少出口为主的软体公司把目光转向国内，通过低价产品试图打开内销市场，而头部品牌基于防御考虑，也会推出价格更低的产品应对竞争。除价格因素外，好的产品也会成为后续竞争核心，敏华通过多年积累在功能沙发领域已建立一定壁垒，而顾家近年来也加大研发投入，在产品设计和功能性上不断增强实力。

图 20：2019 年软体公司内销收入及占比



资料来源：各公司公告，中信证券研究部 注：敏华为 2019 财年外销收入，已转化为人民币口径，使用汇率 HKDCNY 为 0.8932

图 21：顾家家居近年来研发投入呈现上升趋势



资料来源：公司公告，中信证券研究部

综上所述，软体行业在外销具备不确定性情形下，内销市场成为拓展重点，其中电商渠道重要性日益提升，而头部品牌凭借更为激进的价格策略，有望加速行业出清并引领行业集中度提升，建议关注顾家家居/敏华控股/梦百合。

■ 文具&办公用品：新业务拓展有望释放增长红利

文具行业发展，主要以晨光文具为代表，体现如下趋势：

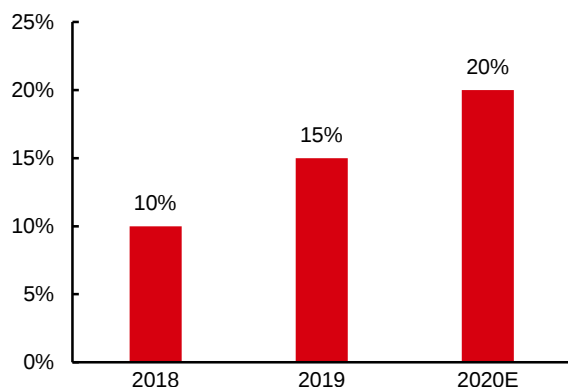
1) **加强电商渠道拓展**。2019 年晨光已通过严格价格管控+研发线上专供产品，搭配各地经销商重视程度提升和资源投放增加，线上渠道实现高速增长（预计晨光科技+线上分销合计收入增速 60%+），占传统业务收入比例提升至约 15%。2020 年公司继续强化线上布局，推动一级经销商开设线上专卖店，我们判断 2020 年线上销售有望维持高速增长，预计占传统业务比例可增至约 20%。

2) **针对不同品类优化渠道**。比如 ToC 办公，公司在一级经销商层面推动直供，压缩供应层级并加强区域覆盖，同时尝试针对该品类单独招商，弥补传统文具经销商在办公用品领域的服务短板。此外，公司推广内部线上订货 APP 联盟，实现总部-经销商-门店全打通，提高订货效率，以便更好捕捉业务机会，也为渠道优化提供有力支持。

3) **高价值产品占比持续提升**。精品文创和儿童美术仍将是传统业务增长的重要驱动，2019 年我们测算精品文创/儿童美术占传统业务比例分别 11.5%/13.9%，预计到 2022 年占比可分别提升至 14.6%/22.1%，对应收入复合增速分别约 23%/33%。

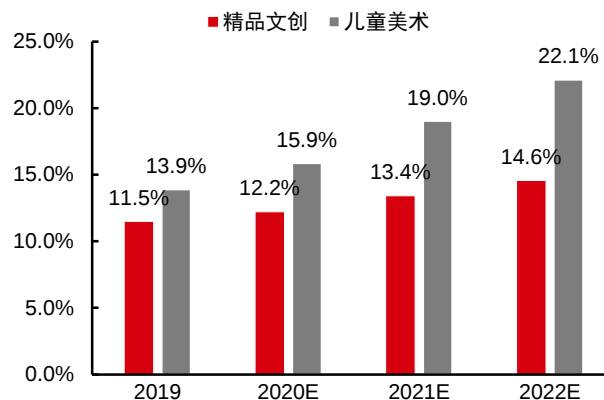
4) **新业务贡献加大**。科力普仍处行业红利期，收入有望维持较快增长，同时利润贡献料逐步增加，我们判断 2020 年科力普增长确定性会强于传统业务。九木杂物社渐入佳境，尽管疫情或影响开店节奏，但成熟门店已体现良好发展势头，同店增长及现金回报率均达到良性水平，且盲盒等新品类也带来发展机遇，故九木有望在 2021 年贡献重要收入增量。

图 22：2018-2020 年晨光线上销售占传统业务收入比例



资料来源：晨光文具公司公告，中信证券研究部预测 注：线上销售包括晨光科技和线上分销

图 23：精品文创和儿童美术占传统业务比例料逐年提升



资料来源：晨光文具公司公告，中信证券研究部预测

办公集采：仍处红利期，但驱动因素发生更迭。受益行业红利持续释放，办公集采市场快速发展，体现出一定抗周期性。值得注意的是，虽然蛋糕仍在变大，但行业也开始发生结构性变化，例如央企引入厂家包、政府采购平台对接更多供应商等，行业竞争态势或逐步加剧。在把握存量客户基础上，机会将更多来自于对新客户的挖掘（例如 2020 年银

行和军网采购将释放可观需求）和品类延伸（如福利品和 MRO 物资），须密切关注各公司的中标情况、新品类供应链能力以及模式选择。

考虑到文具&办公用品行业具备一定抗周期属性和红利特征，2020 年仍具备较高配置价值，**推荐晨光文具，建议关注齐心集团。**

表 4：重点跟踪公司估值表

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			评级
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
裕同科技	27.23	1.19	1.25	1.56	23	22	17	买入
晨光文具	51.21	1.15	1.29	1.60	44	40	32	增持
中顺洁柔	20.36	0.47	0.60	0.71	43	34	29	买入
欧派家居	110.14	4.38	4.73	5.82	25	23	19	买入
索菲亚	22.04	1.18	1.25	1.39	19	18	16	买入
美凯龙	10.98	1.26	1.32	1.54	9	8	7	买入
恒安国际	54.85	3.28	3.64	3.95	17	15	14	买入
中烟香港	15.66	0.46	0.53	0.59	34	30	27	买入
奥瑞金	3.97	0.29	0.28	0.34	14	14	12	增持
劲嘉股份	8.76	0.60	0.61	0.72	15	14	12	增持

资料来源：Wind、各公司公告，中信证券研究部预测 注：股价为 2020 年 6 月 15 日收盘价，中烟香港收盘价、EPS 单位均为港元

■ 风险因素

新冠疫情反复；地产调控趋严；原材料价格大幅上涨；汇率大幅波动；新品销售、渠道拓展、产能投放不及预期等。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：本研究报告在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）仅向《公司法（2001）》第 761G 条定义下的批发客户分发，并非意图分发给任何零售客户。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。