

报告日期：2019年4月26日 星期五

今日要点
主要市场指数

指数	收盘点位	涨跌 (%)		年
		一日	五日	
沪深300	3941.82	-2.19	-3.20	30.93
上证指数	3123.83	-2.43	-3.89	25.26
中小板指	6221.80	-2.97	-3.94	32.29
创业板综	1996.86	-3.71	-3.94	31.64
恒生指数	29549.80	-0.86	-1.93	14.33
日经225	22307.58	0.48	0.98	11.46
标普500	2783.30	1.47	-4.04	11.03
道琼斯	26462.08	-0.51	0.05	13.44
纳斯达克	8118.68	0.21	1.53	22.36
法CAC40	5557.67	-0.33	0.52	17.48
德国DAX	12282.97	-0.25	1.50	16.33
英FTSE	7430.59	-0.55	-0.53	10.44

资料来源：长城证券研究所

重要市场指数

指标	收盘价	涨跌 (%)		年
		一日	五日	
美元指数	98.18	0.12	0.75	7.60
人民币汇率	6.73	0.15	0.59	6.72
欧元-美元	1.11	-0.22	-0.88	-8.47
黄金现货	1279.00	-0.03	0.09	-3.44
BDI	821.00	3.92	13.09	-40.33
WTI原油	63.32	-0.55	-1.75	-6.81
BRENT原油	74.48	0.16	0.16	1.67

资料来源：长城证券研究所

A股走势


资料来源：长城证券研究所

行业研究

- **轻工制造行业：木浆下跌、增值税下调洁柔利润弹性测算，继续看好——轻工制造周报 2019 年第 16 期**
 本周市场情绪有所波动，轻工板块调整幅度较大。(张潇，邹文婕)

个股研究

- **海天味业 (603288)：业绩稳延续，“三五”开门红：维持推荐**
 业绩稳延续，“三五”开门红 (黄瑞云)
- **恒为科技 (603496)：业绩符合预期，毛利率持续提升：维持强烈推荐**
 公司于 4 月 25 日晚间发布 2019 年一季报，报告期内，公司实现营业收入 1.08 亿元，较上年同期增长 9.42%，实现归属于上市公司股东的净利润 0.25 亿元，同期增长 32.54%。(周伟佳，李雪薇)
- **创业慧康 (300451)：医疗领域业务保持稳健增长，三大事业群助力公司战略聚焦化：维持强烈推荐**
 公司于 4 月 25 日晚间发布 2018 年年报，报告期内，公司实现营业收入 12.90 亿元，较上年同期增长 11.91%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.13 亿元，较上年同期增长 30.28%。(周伟佳，李雪薇)

行业与个股

行业研究:

● 轻工制造行业：木浆下跌、增值税下调洁柔利润弹性测算，继续看好——轻工制造周报2019年第16期

本周市场情绪有所波动，轻工板块调整幅度较大。本周，上证综指下跌3.89%，轻工制造指数下跌6.03%，跑输上证综指2.14%，在申万28个板块中排名第23。轻工制造板块细分行业涨跌幅由高到低分别为：家用轻工II(-5.44%)、造纸II(-5.67%)、包装印刷II(-7.3%)。上周板块成交量下降1673.14万手，周环比-26.26%。个股方面，德尔未来(+17.69%)、美利云(+12.46%)、珠江钢琴(+7.7%)涨幅靠前；美克家居(-17.63%)、安妮股份(-16.03%)、ST升达(-13.9%)跌幅靠前。

2019Q1基金持仓分析：轻工板块的超配持续下滑。2019Q1超配比例为-0.01%，较2019Q4降低0.46%，机构投资者对轻工板块标的持续减持，轻工制造各子板块配置比例均出现持续下滑。细分子行业来看，2019Q1家用轻工、造纸、包装印刷的配置比例分别为1.01%、0.17%和0.14%，分别环比分别下降0.17pcpts、0.17pcpts和0.08pcpts。细分板块中，机构仍偏好家具板块，未来我们重点看好随着地产回暖，家用轻工龙头持仓比例回升。

必选消费：日用品社零增速自18年初以来持续走高，表现出较强确定性及成长性，建议重点关注生活用纸龙头【中顺洁柔】，18年受木浆价格波动盈利承压，随着浆价下跌及人民币升值，有望迎来盈利拐点。中长期看，公司不断拓品类打开成长天花板，进军美妆个护领域，是最具有成长性的生活用纸品牌。我们测算了洁柔的毛利率对木浆价格的弹性，若木浆价格下跌500元/吨，将释放2.4亿元毛利率，提升净利率2.90%。此外，4月1日起，增值税率从16%下降至13%，据我们测算，若含税售价不变，不含税售价将提高3.54%，若期间费用保持不变，将对净利率贡献3.03pcpts增长，但该情景为最理想情况，实际情况下公司或需要与终端消费者共享增值税降低的收益，因此净利率实际受益程度或低于3.03pcpts。

测算原理：增值税属于价外税，即增值税不进入利润表，无论企业实际缴纳的增值税金额是否发生变化，都不对利润表构成影响。但是消费者购买商品时以含税价格结算，若消费者付出成本不变，企业实际不含税售价提高（即计入利润表的部分），收入增加。实际情况中，由于市场竞争环境及议价力的不同，企业可能选择降低不含税售价（影响收入端）或加大促销力度（影响期间费用）的方式将减税收益部分让利给下游消费者。我们测算时假设让利以降价形式进行，期间费用绝对值不变。而在成本端，由于洁柔纸浆全部为进口浆，国际市场浆价不会因为国内增值税政策变化而调整，因此成本端维持稳定。增值税附加税计算公式为：增值税附加税 = (进项税额 - 销项税额) * 附加税率，附加税率以12%计算。

家用轻工：本周顾家家居、尚品宅配、索菲亚发布一季报，后续业绩有望触底回升。本周家具板块的顾家家居（营收24.60亿元，同比+32.9%，归母净利润2.95亿元，同比+10.04%）、尚品宅配（营收12.74亿元，同比+15.66%，归母净亏损0.23亿元，同比+31.56%）、索菲亚（营收11.85亿元，同比-4.67%；归母净利润1.07亿元，同比+3.69%）发布一季报，定制企业压力尚存，但后续随着地产销售回暖及各公司在大家居、整装上的布局进入收获期，业绩有望触底反弹，推荐关注行业领军者【欧派家居】、轻资产模式布局整装的【尚品宅配】、推进精细化零售改革、19PE仅16x的【好莱客】。软体方面，TDI价格本周上涨17.85%，MDI下跌1.1%，聚醚下跌1.7%，前期MDI上涨过快与TDI价格出现分歧，价格已开始回落。后续来看，尽管TDI及MDI厂商调升挂牌价，但下游需求仍然较弱，后续持续涨价支撑较弱。推荐关注【梦百合】，短期调整不影响长期价值，中长期看记忆棉床垫有效提高睡眠质量，渗透率不断提升；公司内销改革初见成效，有望迎来放量；OBM转型持续推进，自主品牌份额逐年提升，长期有望成长为全球睡眠科技品牌。同时推荐关注沙发龙头【顾家家居】及【敏华控股】。

包装造纸：第六批外废核定量22.48万吨，约为去年同期的74%，外废进口量或将延续收缩趋势。价格方面，本周废纸、文化纸价格上涨，木浆、包装、生活用纸价格下跌，但变动幅度较小，整体表现平稳。文化纸提价平稳，推荐关注【太阳纸业】。包装纸价格已跌至年初低位，包装企业成本压力较低，重点推荐QSR包装独家卡位外卖平台限塑令，包装二维码营销有望放量、跨境电商业务瞄准东南亚蓝海市场的【吉宏股份】。推荐关注打通产业链，建立废纸回收-造纸-包装完成产业结构，有望成长为中国Westrock的【山鹰纸业】。包装方面推荐关注

深化大包装战略，与中烟深度合作探索电子烟的【劲嘉股份】；客户持续多元化的【裕同科技】。

风险提示：原材料价格快速上涨或下跌；环保政策放松；地产调控超预期，景气度下滑

(证券分析师：张潇(执业资格证书编号：S1070518090001)；联系人：邹文婕(从业证书编号：S1070119010007))

个股研究：

● 海天味业 (603288)：业绩稳延续，“三五”开门红：维持推荐

事项：公司发布2019年一季度，Q1实现营业收入54.9亿元、同增17.0%，归母净利润14.8亿元、同增22.8%，扣非归母净利润14.0亿元、同增21.5%，实现每股收益0.55元。

Q1业绩符合预期。Q1收入同增17.0%，基本与去年同期持平。Q1期间费用率为14.06%、同降2.1pct，净利润增速为22.8%，符合市场预期。

高端酱油、蚝油仍加速，收入延续稳健态势。Q1公司营收同增17.0%，符合市场预期。分产品来看，18年酱油增速15.9%，我们预计酱油增速维持在15%左右，其中高端增速±20%、低端个位数增长；蚝油增速±25%，保持快速放量；调味酱预计个位数增长。Q1预收账款13.0亿、同增32.2%，经销商打款积极，渠道库存处于良性，预计2Q19保持稳定增长。

费用率稳中有降，净利率维持高位。一季度公司净利润同增22.8%，净利率为26.9%，依然在历史高位运行，主要受益于产品结构升级、销售费用率下降等。1Q整体毛利率为45.8%、同比下降0.92pct，主要是毛利率相对较低的蚝油增速加快。从费用率来看，销售费用率同比下降1.15pct至12.0%，预计是季度之间调节，全年销售费用率大概率保持略降趋势；管理费用率（考虑研发费用在内）为3.5%、同降0.19pct；由于利息收入增加，财务费用率下降0.78pct。公司的费用率保持稳定，19年净利有望保持稳增长。

品类、渠道齐发力，“三五”力争两位数复合增长。19年是“三五”规划的开局之年，一季度实现开门红。根据公司计划，未来五年将继续在品类、渠道上发力，力争两位数的复合增长。从产品来看，1)公司酱油销量的市占率不到20%，随着高明基地新增100万吨产能释放，高端酱油占比未来5年将提升至50%；蚝油处于培育扩容阶段，调味酱多元化需求广阔，三大核心品类尚有发展空间。2)醋类、料酒的集中度较低，行业发展空间较大，海天的食醋品类齐全，规模快速增长，料酒业务通过收购兼并扩张的概率较大，一旦公司在这些品类发力，借助渠道和品牌，将很快实现放量。从渠道来看，公司一是加强对三四线城市空白和薄弱市场开发，二是产品种类的渠道下沉。未来公司毛利率中枢上移是大概率事件，叠加费用率降低，净利率水平有望稳步提升。

盈利预测与投资建议。我们预计19-21年营收增速分别为17.0%/16.0%/14.5%，净利润增速分别为20.4%/19.8%/18.2%，EPS分别为1.95/2.37/2.77元，对应PE分别为45/37/31X，维持“推荐”评级。

(证券分析师：黄瑞云(执业资格证书编号：S1070518070002))

● 恒为科技 (603496)：业绩符合预期，毛利率持续提升：维持强烈推荐

营收稳健增长，单季毛利率达到60%以上：作为行业领先的网络可视化基础架构供应商，公司充分受益于流量爆发、制式升级所带来的行业高景气度，2019Q1实现营业收入1.08亿元，同比增长9.42%。此外，公司持续重视在下游应用的研发投入，主要产品和解决方案保持竞争优势，市场地位进一步增强，第一季度产品综合毛利率为60.99%，同比上升12.27个pct。

受销售力度加大、股权激励等因素影响期间费用率有所上升：期间费用方面，Q1整体期间费用率有所提升，达到41.75%，同期上升10.72个百分点，主要受销售力度加大、股权激励等因素影响。其中，销售费用达到551.22万元，同比增长109.12%，销售费用率为5.08%，较上年同期上升2.42个pct，主要是销售人员薪资增加以及市场费用增加所致，也体现了公司在国家政策的积极推动、5G、物联网、SDN/NFV等网络技术持续演进、互联网用户规模扩大、应用场景丰富完善的情况下公司对未来发展的信心和市场的推广力度。管理费用率达到了38.24%（包括研发费用），较去年同期提升了9.88个pct，主要是本期存在股权激励计提股份支付共约491万元及研发

人员增加导致薪酬支出增加影响，若扣除计提的股权激励支付费用影响，管理费用率为 33.71%，较上年同期增长约 2 个百分点，第一季度研发投入达到 2,680.95 万元，较去年同期增长 34.47%，研发投入占营收比例达 24.73%。财务费用率为 -1.58%，主要是公司优化现金管理，增加利息收入所致。此外，公司第一季度实现其他收益 888.92 万元，同比提升 143%，在一定程度上增厚了公司一季度的业绩，其增长主要是受到软件增值税即征即退和政府项目补助增加所致。

投资建议：我们预计公司 2019-2021 年将实现营业收入 5.89 亿元、7.58 亿元、10.04 亿元，实现归母净利润 1.49 亿元、1.97 亿元、2.62 亿元，对应 EPS 分别为 0.80 元、1.07 元、1.42 元，对应 PE 分别为 40 倍、30 倍和 23 倍。考虑到公司在网络可视化领域的优势地位和嵌入式国产化自主可控产品的成长空间，我们看好公司未来业绩爆发潜力，继续维持“强烈推荐”评级。

风险提示：公司新增订单情况不及预期的风险；公司自主可控领域布局成效不及预期的风险；网络可视化行业增速不及预期的风险；公司产品毛利率下降的风险。

(证券分析师:周伟佳(执业资格证书编号:SI070514110001);联系人:李雪薇(从业证书编号:SI070118060010))

● **创业慧康 (300451): 医疗领域业务保持稳健增长, 三大事业群助力公司战略聚焦化: 维持强烈推荐**

公司医疗业务支撑整体业绩稳健增长，未来慧康物联医疗端有望贡献收入：2018 年公司实现营收 12.90 亿元，同比增长 11.91%；实现归母净利润 2.13 亿元，同比增长 30.28%，增长态势不减。2018 年公司医疗业务占据了营业总收入的 64.45%，同比增长 12.37 个百分点，主要是由于医疗行业稳健增长以及慧康物联收入小幅下降所致。2018 年医疗端贡献收入 8.32 亿元，同比增长 38.49%，是公司业绩增长的主要驱动力。2018 年公司医疗卫生信息化业务中标千万级大单 10 余个，其中“淄博市中心医院信息化建设项目”以 5,280 万元创出公司单合同中标金额新高。另一方面，公司基于大数据业务的订单总额过亿，2019 年 1 月正式中标金额 1.47 亿元的福建医科大学附属协和医院基于大数据的智能医院建设项目，充足的在手订单将为未来业绩增长奠定良好基础。此外，子公司慧康物联（原博泰服务）2018 年实现营业收入 3.97 亿元，收入端虽有小幅下降，但净利率有所提升，全年实现净利润 1.17 亿元，完成 2018 年度业绩对赌，随着公司的医疗物联网事业群的组建完成，慧康物联有望在 2019 年创造更多医疗业务收益。

医疗业务毛利率略有提升，期间费用率保持稳定，研发投入继续加大：以行业划分，公司 2018 年医疗行业毛利率为 54.09%，较去年提升 0.16ptc，相对保持稳定；非医疗行业毛利率 41.90%，较去年下降 1.61ptc，主要系子公司慧康物联的产品毛利率下降所致。期间费用率为 31.67%，波动不大，整体保持稳定。其中，销售费用率为 9.26%，较去年同期下降 0.12ptc；管理费用率（含研发费用）为 21.82%，较去年下降 1.44ptc，主要是由于公司于 2018 年开始将部分研发资本化所致；财务费用率 0.58%，较去年提升 0.76ptc，主要系本期银行借款增加所致。在研发投入方面，2018 年公司发生研发投入 16,271.35 万元，同比增长 40.60%，占公司营业收入的 12.61%。其中，研发支出资本化的金额 3,286.11 万元，占研发投入的比例 20.20%，资本化研发支出占当期净利润的比重 14.93%。

2019Q1 业绩增长趋势明确，“健康城市”再下一城：公司 2019 年 Q1 实现营收 3.20 亿元，较上年同期增长 25.87%；实现归属于上市公司股东的净利润 6,211.52 万元，较上年同期增长 40.62%。利润增速超营收增速主要是由于公司将部分研发支出资本化（资本化比例约为 20%）导致管理费用率同期下降所致。今年年初，公司医疗卫生信息化业务捷报频传，中标福建协和医院 1.47 亿元智能医院建设项目，创出订单金额行业新高，另与自贡市签订《全民健康信息平台建设和运营合作协议》，公司“健康城市”建设和运营业务再下一城，为公司 2019 年业绩稳健增长打下基础。

投资建议：公司自成立以来一直专注于医疗信息化领域，产品基本涵盖整个医疗结构的所有业务系统；同时，公司目前已拥有约 200 余家三级医院、1000 余家二级医院和 340 个区域卫生的客户群体。此外，公司已将内部业务部分重新划分为医疗卫生信息化事业群、医疗物联网事业群以及医疗互联网事业群，公司业务的发展也在各个方向逐步清晰和聚焦。在当前医疗信息化快速发展的市场环境下，公司有望凭借在中小型医院、核心客户的优势以及在公卫领域的经验积累充分受益行业的高速发展。另一方面，根据各大招标网站的不完全统计，公司 2018 年度新增订单约为 6 亿元，2019 年 Q1 新增订单 2.5 亿，充足的在手订单也将为公司未来 1-2 年业绩奠

坚实的基础。我们预测公司 2019-2021 年分别实现收入 18.55、24.22、29.57 亿元，实现净利润 2.88、4.03 和 5.24 亿，参考 4 月 25 日收盘价，对应 PE 分别为 42 倍、30 倍和 23 倍，维持强烈推荐评级。

风险提示：业务发展不及预期的风险；行业政策与市场招标落地速度不及预期的风险；商誉存在减值风险。

(证券分析师:周伟佳(执业资格证书编号:S1070514110001);联系人:李雪薇(从业证书编号:S1070118060010))

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

- 强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
- 推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
- 中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
- 回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级：

- 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
- 中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
- 回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

