

关注动销旺季，把握景气向上

——四季度投资策略

零售&轻工行业
推荐 维持评级
核心观点：

- **研究框架：**根据产业链上下游逻辑与企业“研产销”框架构建零售与轻工行业一体化投资路径图。在此研究框架内，结合前期我们对各行业的深度研究报告，2020年下半年我们推荐关注的细分赛道包括：上游环节：家具、化妆品、生活用纸、文具及办公用品；中游环节：浆纸系-白卡纸产业链；下游环节：线上电商（服务商）、超市卖场。
- **投资主线及推荐标的：**建立在过往3年四季度国内消费市场特征基础上，我们总结得出四季度国内消费市场具备：居社消比重四季之首，线上零售表现优于线下传统渠道，非耐用消费品明显优于耐用消费品，化妆品品类增长确定性极强这四大特点。基于四季度特点，我们认为能够充分享受动销旺季的Beta红利且在自身所处赛道中凭借多方优势享受Alpha收益的投资标的将有望在四季度取得较为可观的收益，包括：确定受益Q4消费特征的高景气赛道，看好营销配合产品升级提升品牌力的中高端护肤品企业；乘消费升级之风的强韧性高景气赛道，看好持续推进品牌多元化与全渠道布局的生活用纸企业；内销竣工周期配合下半年动销旺季助景气度抬升，看好拥有产品矩阵与全渠道布局的龙头企业；数字化与集中度提升促长期高景气赛道，看好夯实供应链并推进到店到家一体化的防御品种。
- **配置建议：**化妆品行业建议关注：丸美股份（603983.SH）、珀莱雅（603605.SH）、上海家化（600315.SH）；生活用纸行业建议关注：中顺洁柔（002511.SZ）；家具行业建议关注：欧派家居（603833.SH）、索菲亚（002572.SZ）、好莱客（603898.SH）、顾家家居（603816.SH）；超市行业建议关注：家家悦（603708.SH）、永辉超市（601933.SH）；
- **盈利预测：**

股票名称	股票代码	EPS(元)			PE(X)		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
珀莱雅	603605.SH	2.353	2.845	3.401	60	50	42
丸美股份	603983.SH	2.353	2.845	3.401	44	38	33
上海家化	600315.SH	0.690	0.872	0.975	56	44	40
中顺洁柔	002511.SZ	0.760	0.825	0.886	29	23	21
欧派家居	603833.SH	3.378	3.951	4.674	33	28	24
索菲亚	002572.SZ	1.287	1.470	1.620	22	19	17
好莱客	603898.SH	1.181	1.329	1.490	14	13	11
顾家家居	603816.SH	1.956	2.426	2.935	32	26	21
家家悦	603708.SH	0.934	1.109	1.226	39	33	30
永辉超市	601933.SH	0.247	0.318	0.402	33	26	20

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院，截止2020年9月23日收盘价

- **风险提示：**行业内竞争加剧的风险；原材料价格波动的风险；房地产销售持续低迷的风险；CPI表现不及预期的风险。

分析师
李昂

电话：(8610) 83574538

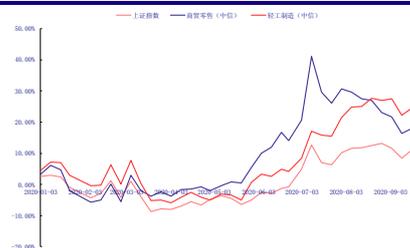
邮箱：liang_zb@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S0130517040001

甄唯萱

邮箱：zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S0130520050002

特此鸣谢：
草鹏
行情走势 2020.09.23


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究
【中国银河研究院-李昂团队】行业深度报告-轻工行业-全球家具消费规模仍由中美主导，我国家具产业亟待结构升级-20190912
【中国银河研究院-李昂团队】行业深度报告-零售行业-便利店行业规模红利仍有待释放，维持推荐评级-20190617
【中国银河研究院-李昂团队】行业深度报告-零售行业-如何看待高速增长中的中国化妆品业-20190513

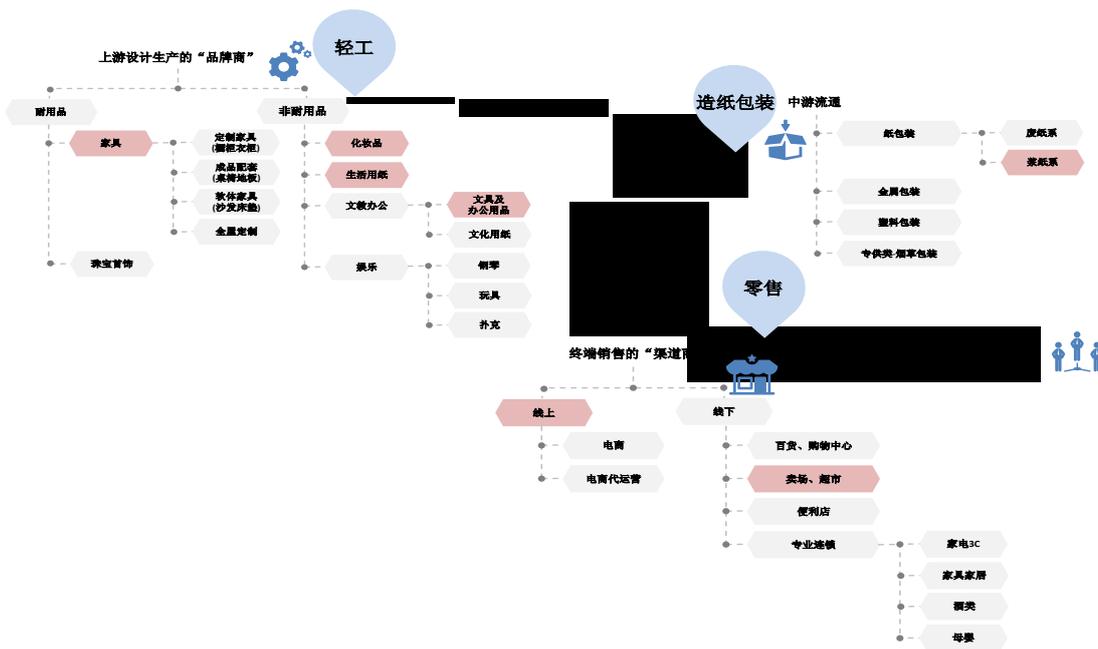
目录

一、研究框架：遵循产业链逻辑融合多维度拆分构建零售轻工一体化投资体系	3
二、投资主线及推荐标的：聚焦年内动销尖峰时刻下 Beta 与 Alpha 收益兼顾的高景气赛道	3
（一）化妆品：确定受益 Q4 消费特征的高景气赛道，看好营销配合产品升级提升品牌力的中高端护肤品企业	6
（二）生活用纸：乘消费升级之风的强韧性高景气赛道，看好持续推进品牌多元化与全渠道布局的生活用纸企业 ...	10
（三）家居家具：内销竣工周期配合下半年动销旺季助景气度抬升，看好拥有产品矩阵与全渠道布局的龙头企业 ...	15
（四）生鲜超市：数字化与集中度提升促长期高景气赛道，看好夯实供应链并推进到店到家一体化的防御品种	23
三、盈利预测	28
四、风险提示	29

一、研究框架：遵循产业链逻辑融合多维度拆分构建零售轻工一体化投资体系

为了更加全面地审视与甄别商贸零售与轻工制造这两大看似关联性较低的行业内的投资机会，我们基于产业链上下游逻辑与消费品公司“研产销”的商业模式基础框架对轻工制造与商贸零售行业内的各子板块进行分类，然后根据各个环节中商品属性、渠道属性以及材料属性进行细致拆分，并最终形成以下研究框架：

图 1：商贸零售&轻工制造行业一体化投资框架路径图



资料来源：中国银河证券研究院整理

根据上述研究框架，结合前期基于各行业生命周期、产业链地位、竞争格局以及未来增长核心驱动力判断得出的景气度情况（详情可见报告首页相关研究），2020年下半年我们推荐关注的细分赛道包括：

- 1) 上游环节：家具、化妆品、生活用纸、文具及办公用品；
- 2) 中游环节：浆纸系-白卡纸产业链；
- 3) 下游环节：线上电商（服务商）、超市卖场。

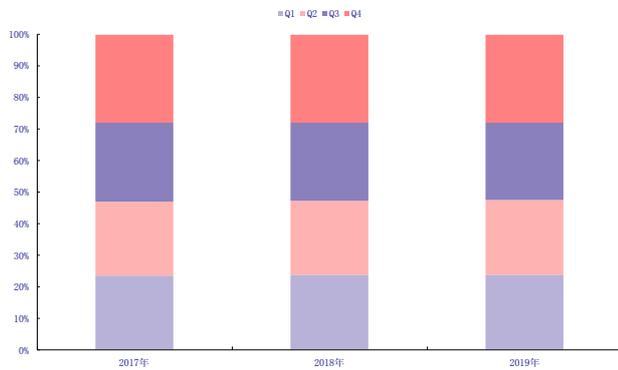
二、投资主线及推荐标的：聚焦年内动销尖峰时刻下 Beta 与 Alpha 收益兼顾的高景气赛道

鉴于本文提出的投资框架主要是基于消费品公司“研产销”商业模式所搭建，那么四季度终端消费市场的实际销售情况将直接或间接的决定各个细分赛道四季度基本面的景气度抬升或下行，从而决定四季度的投资收益。

首先，四季度作为年内消费市场动销“尖峰时刻”的地位无可撼动。过去三年内，四季

度单季社会消费品零售总额（简称“社零”）占当年社零总额的比重始终高于 1/4，并位居四季之首。尽管 2020 年年初爆发的新冠疫情致使我国消费市场活力遭受一定冲击，但自 3 月起便在全社会复工复产复商后产生的自然驱动力与中央政府为切实缓解疫情对民生造成的冲击而提出的“六稳”与“六保”政策以及各地方政企联手推行的多元化促消费政策产生的额外助力的帮助下逐月收窄降幅，截止 2020 年 8 月，社零总额单月实现同比由降转升，同比增长 0.5%，1-8 月累计同比降幅为 8.60%，环比继续收窄 1.3 个百分点，**预计当前社零总额单月同比增幅扩大与累计同比降幅收窄的趋势将得以延续，而四季度动销“尖峰时刻”的社零总额单季占比将有望创下过去三年内新高。**

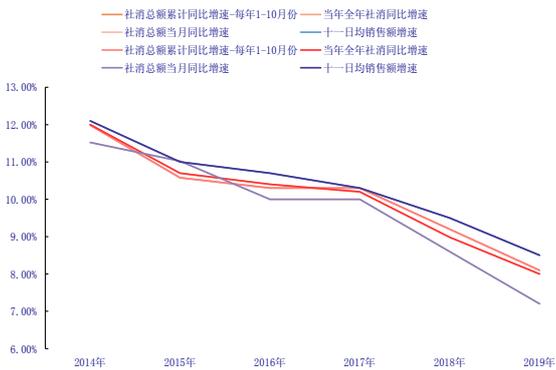
图 2: Q4 消费旺季特征明显，占社零总额比重居四季之首 (%)



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

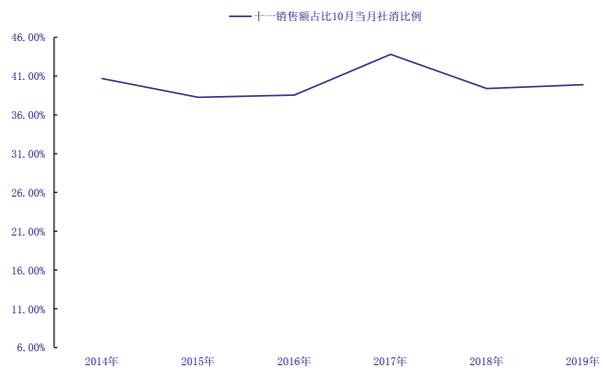
促成四季度年内消费市场动销“尖峰时刻”的主要原因一方面是由于下半年多个传统消费时点汇聚，另一方面是由于我国电商行业在过往几年内的蓬勃发展使得包括“双 11”、“双 12”等人为限定的全网购物狂欢节对居民消费习惯造成了潜移默化的影响，从而无形间进一步加强了四季度在我国消费市场中的重要程度。

图 3: 十一假期日均销售额增速即为年内社消表现上限 (%)



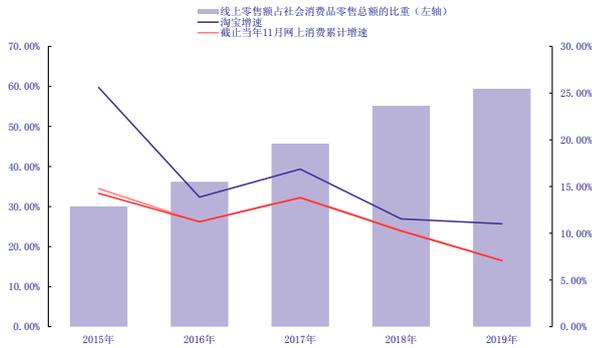
资料来源：商务部，国家统计局，文旅部，中国银河证券研究院整理

图 4: 十一销售额占十月当月社零总额近 4 成份额 (%)



资料来源：商务部，国家统计局，文旅部，中国银河证券研究院整理

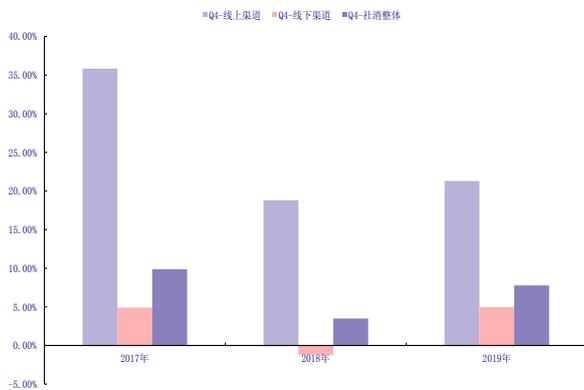
图 5: 双 11 淘宝销售额同比增速为全年网上销售额上限 (%)



资料来源: 星图数据, 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

其次, 按渠道拆分, 四季度线上电商受益于国内电商自制“双 11”、“双 12”等重大促销节点表现明显优于线下传统零售渠道; 按商品属性拆分, 非耐用消费品得益于线上渗透率高且与地产产业链关联程度偏低的缘故在过去三年内逐步拉开与地产产业链高度相关的家具和家电以及线上渗透率偏低的黄金珠宝等耐用消费品之间的差距, 扩大自身在同比涨幅上的领先优势, 预计这一趋势在今年或将持续, 但耐用品消费得益于年内地产竣工与销售双双较前期有所复苏大概率将实现同比正增长。

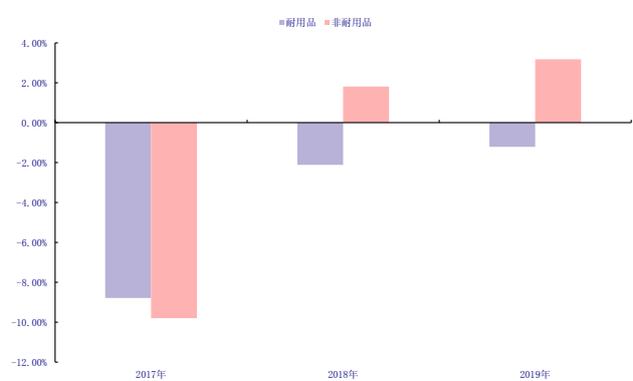
图 6: 过去 3 年, Q4 线上显著优于线下与社零整体表现 (%)



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

注: 线上渠道, 网上商品和服务零售额 Q4 单季同比表现; 线下渠道, 社消-线上渠道; 社消整体, 社消 Q4 单季零售总额同比值, 非官方值;

图 7: 过去 3 年, 非耐用品品类扩大对耐用品的领先优势 (%)



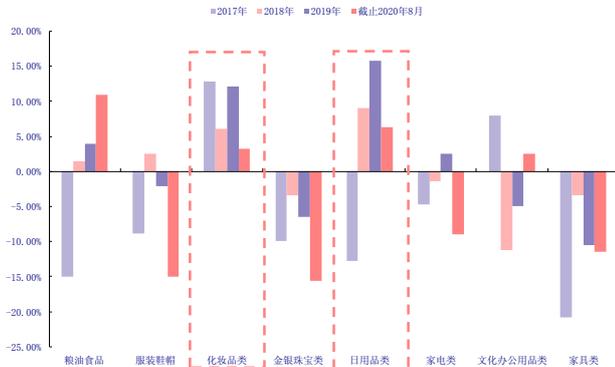
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

注: 耐用消费品包括限额以上企业零售额家具、家电、黄金珠宝的零售额同比表现; 非耐用消费品包括限额以上企业零售额粮油食品饮料酒水烟草制品、服装、化妆品、日用品、文化办公用品的零售额同比表现;

进一步拆分, 过去 3 年内化妆品品类得益于使用人群渗透率的提升、消费升级以及线上渗透率逐步提升等多方面利好因素影响成为唯一一个始终保持正向增长的品类。至于其他品类消费品表现除粮油食品与日用品类得益于各大快消品品类加大线上渠道布局与拓展呈现出较为明显的逐年加速增长趋势外, 过去 3 年内表现无明显趋势。考虑到年初至今, 化妆品品类已然实现累计正增长, 并且 8 月单月同比增速达到 19.00% 的高位, 预计今年四季度仍将录得较为可观的正增长, 其余品类中粮油食品与日用品得益于疫情对在外就餐抑制作用以及家庭内消费需求的提振作用四季度大概率仍将维持较为可观的同比正增长, 其余品类中与地产产业链

关联度较高的家电与家具品类则有望受益于四季度消费旺季与地产销售和竣工持续回暖大幅收窄年内降幅。

图 8: 过去 3 年, 化妆品 Q4 景气度抬升确定性较高, 其余消费品表现不一 (%)



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

注: 2017 年/2018 年/2019 年均为 Q4 单季度限额以上零售额同比增速, 非官方值; 截止 2020 年 8 月为官方累计同比表现。

综合来看, 传统节日与电商大促共同成就了四季度消费“尖峰时刻”的地位, 而在此背景下参考过往三年的发展趋势与规律, 并结合年初爆发的新冠肺炎疫情对各品类、各渠道造成的影响以及各品类自身的投资属性, 我们认为四季度能够充分利用动销旺季的 Beta 红利且在自身所处赛道中凭借多方优势享受 Alpha 收益的投资标的将有望取得较为可观的收益(红色: Beta; 蓝色: Alpha):

- 1) 积极布局渗透 **电商赛道** 的快消费品 **头部品牌** 公司;
- 2) **地产竣工交付周期** 下景气度持续抬升的 **龙头家具家居** 公司;
- 3) 后疫情时代中, **防御属性较强** 且 **数字化特性** 显现的 **生鲜超市** 企业。

(一) 化妆品: 确定受益 Q4 消费特征的高景气赛道, 看好营销配合产品升级提升品牌力的中高端护肤品企业

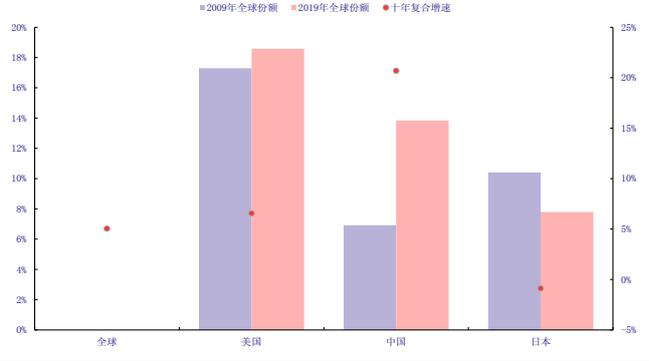
1. 行业概况: 截止 2019 年末, 根据欧睿咨询的数据统计, 我国化妆品行业规模已达到 4777 亿元人民币, 同比增长 14%, 占全球份额稳步提升至 14%, 位列全球第二, 2009-2019 年十年期复合增速高达 21%, 远超美日及全球整体同期水平, 一方面是受益于我国化妆品渗透率仍处于提升阶段致使消费客群持续扩张, 另一方面是得益于我国居民尚处于消费升级阶段致使存量用户客单价持续提升, 二者共同作用下使得我国化妆品行业尚处于高景气的加速扩张阶段。

图 9: 2005-2019 年我国化妆品行业规模持续扩张(亿元, %)



资料来源: 欧睿咨询, 中国银河证券研究院整理

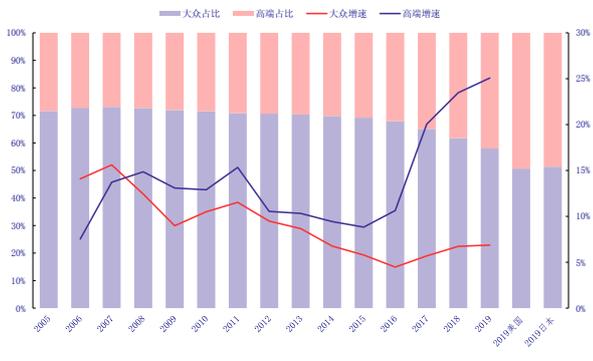
图 10: 19 年我国化妆品市场已取代日本成为全球第二大市场(%)



资料来源: 欧睿咨询, 中国银河证券研究院整理

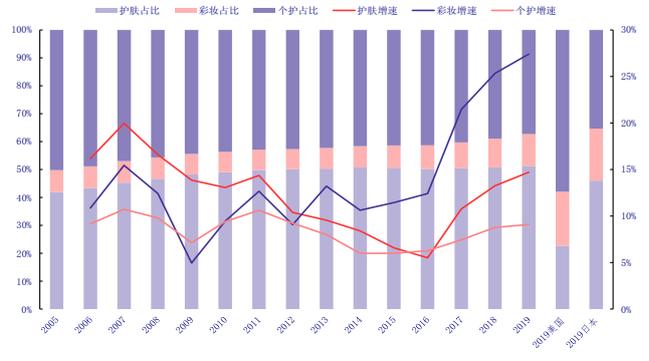
具体来看我国化妆品结构特征, 根据欧睿数据统计, 按价格定位划分, 我国化妆品市场尽管当前仍以大众定位为主 (58%), 但其份额呈现较为明显的持续下滑, 因此支撑我国化妆品市场持续增长的驱动力主要源自于高端市场; 按产品类型划分, 我国化妆品市场中逐步由 2005 年的个护主导转向由护肤品为主 (51%), 并且护肤品与近年来增长迅猛的彩妆品类仍在持续挤压个护产品份额; 按销售渠道划分, 我国化妆品市场截止 2019 年末仍是以线下门店为主 (61%) 但其份额受到线上电商近年来的高速扩张持续下滑, 而这一渠道变化趋势完美契合了四季度消费旺季以线上电商渠道为主的消费特征。

图 11: 2005-2019 年我国化妆品市场主要由高端市场驱动(%)



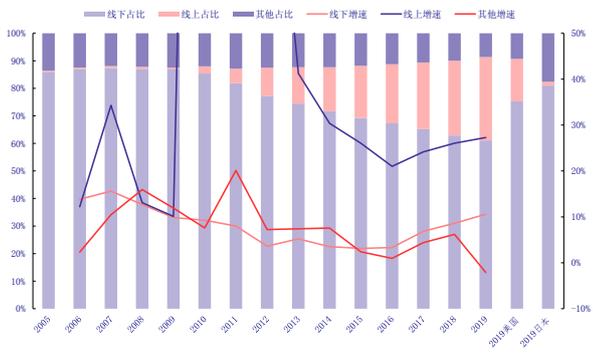
资料来源: 欧睿咨询, 中国银河证券研究院整理

图 12: 2005-2019 年我国化妆品市场主要由护肤品与彩妆驱动(%)



资料来源: 欧睿咨询, 中国银河证券研究院整理

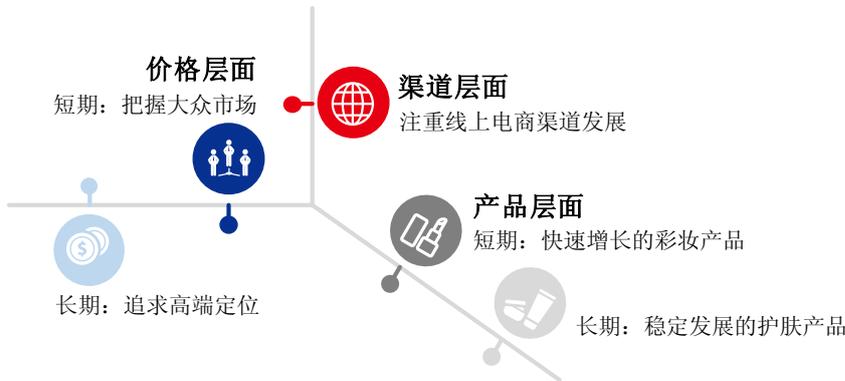
图 13: 2005-2019 年我国化妆品市场线上占比持续提升(%)



资料来源：欧睿咨询，中国银河证券研究院整理

2. 核心投资逻辑：结合前文对于化妆品行业当前特征的分析，若行业可维持前期的发展趋势与规模增速，我们维持“短期看渠道，中期看产品，长期看品牌”的化妆品行业推荐逻辑不变。我们认为对于我国化妆品行业内的企业而言，短期需要尽快抢占市场份额，通过拳头产品获得消费者认可，此时合适的销售渠道与营销手段尤为重要，新品与爆品利于初期品牌形象的树立；中期化妆品公司需要进一步稳定和提升市占率，此阶段丰富的产品矩阵可以助力公司触达更全面的消费者群体，满足多元化的美妆个护需求，覆盖更广阔的产品价格带，在广度上拉高公司的渗透率；但从长期来看，化妆品公司的核心竞争力体现在研发层面，具有竞争壁垒的核心有效成分将提升品牌的议价能力，稳固自身的市场地位，并获得消费者对品牌的忠诚度。

图 14：我国化妆品市场 3 大长期发展趋势展望



资料来源：中国银河证券研究院整理

3. 近期催化剂：根据第三方数据平台“淘数据”的数据统计，在 2019 年 3 月至 12 月期间，线上护肤品与彩妆销售额与销售量的环比增速顶峰均出现于 11 月，充分体现出现在四季度消费市场动销旺季中线上渗透率尚处于提升阶段的高景气赛道规模扩张所享受的红利。

图 15：彩妆线上销量与销售额环比增速均于 11 月触顶（%）



资料来源：淘数据，中国银河证券研究院整理

图 16：护肤品线上销量与销售额环比增速均于 11 月触顶（%）



资料来源：淘数据，中国银河证券研究院整理

4. 行情回顾：年初至今（截止 2020 年 9 月 23 日），化妆品行业指数累计涨幅达到 21.84%，优于沪深 300 年初至今 13.57% 的水平，行业内以日化为主营产品的企业平均涨幅达到 45.70%，优于行业整体表现，涨幅最高为御家汇（300740.SZ，96.31%），最低为丸美股份（603983.SH，10.45%）。

表 1: 标的公司涨跌幅回顾

股票代码	涨跌幅	2020Q1	2020Q2	2020Q3 至今	2020 年初至今
300740.SZ	御家汇	-21.92%	81.77%	35.39%	96.31%
603605.SH	珀莱雅	30.78%	62.81%	-18.88%	61.68%
688363.SH	华熙生物	-8.47%	91.48%	-11.77%	53.39%
603630.SH	拉芳家化	-7.04%	15.37%	20.10%	26.84%
600315.SH	上海家化	-18.97%	92.68%	-18.76%	25.51%
603983.SH	丸美股份	15.26%	28.73%	-19.73%	10.45%
8841109.WI	化妆品行业	-7.95%	22.03%	9.25%	21.84%
000300.SH	沪深 300	-10.02%	13.33%	13.20%	13.57%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理, 截止 2020 年 9 月 23 日

表 2: 标的公司持仓基金数量情况

股票代码	持股基金数量	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30	2019/12/31	2020/3/31	2020/6/30
603605.SH	珀莱雅	29	104	27	162	51	288
600315.SH	拉芳家化	9	109	2	103	0	209
688363.SH	丸美股份	0	0	0	412	32	157
603983.SH	华熙生物	0	0	15	111	9	123
300740.SZ	上海家化	0	5	0	15	1	49
603630.SH	御家汇	0	8	0	0	0	8

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 3: 标的公司基金持股比例情况

股票代码	基金持股比例	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30	2019/12/31	2020/3/31	2020/6/30
603605.SH	珀莱雅	16.37%	21.26%	7.28%	23.34%	15.14%	25.04%
688363.SH	华熙生物	0.00%	0.00%	0.00%	45.23%	9.13%	18.31%
300740.SZ	御家汇	0.00%	0.01%	0.00%	2.18%	1.50%	12.73%
603983.SH	丸美股份	0.00%	0.00%	16.11%	16.92%	7.00%	11.45%
600315.SH	上海家化	0.19%	1.71%	0.03%	1.52%	0.00%	6.90%
603630.SH	拉芳家化	0.00%	0.29%	0.00%	0.00%	0.00%	1.24%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 4: 标的公司沪港通持股比例情况 (占自由流通股比例)

股票代码	沪港通持股	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3 至今
603605.SH	珀莱雅	0.73%	8.69%	14.77%	13.43%
603983.SH	丸美股份	1.45%	12.41%	8.37%	5.01%
600315.SH	上海家化	4.23%	4.65%	5.39%	4.34%
300740.SZ	御家汇	-	-	-	-
688363.SH	华熙生物	-	-	-	-
603630.SH	拉芳家化	-	-	-	-

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理, 截止 2020 年 9 月 23 日

表 5: 标的公司外资持股比例情况 (占自由流通股比例, 包括 QFII、RQFII 与外资私募机构)

股票代码	外资持股	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3 至今
688363.SH	华熙生物	-	17.34%	11.60%	11.60%
603605.SH	珀莱雅	3.42%	3.24%	2.95%	2.95%
603630.SH	拉芳家化	-	-	1.14%	1.15%
603983.SH	丸美股份	1.71%	1.28%	-	-

600315.SH	上海家化	-	-	-
300740.SZ	御家汇	2.86%	-	-

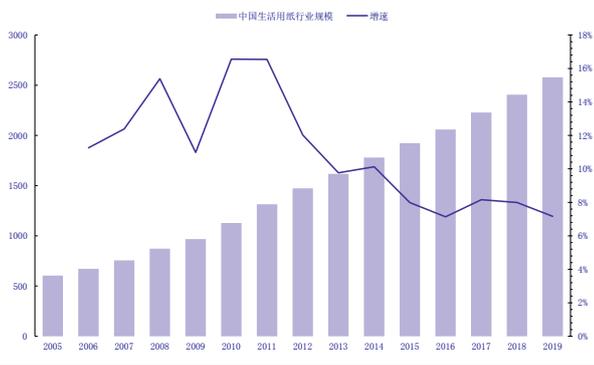
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理, 截止 2020 年 9 月 23 日

5.投资标的: 结合化妆品行业的核心投资逻辑与近期催化剂, 我们推荐: ①重视全渠道建设和全渠道营销的品牌商以及线上渠道运营商, 此阶段内可以享受线上渠道规模增长带来的扩张红利; ②覆盖全品类产品, 尤其覆盖相对必选属性、抗周期更强的护肤和个护类产品, 消费者对于此类商品的依赖性与忠诚度更高; ③打造品牌力, 积极研发符合市场需求的化妆品产品。对应推荐标的包括: 珀莱雅 (603605.SH)、丸美股份 (603983.SH)、上海家化 (600315.SH)。

(二) 生活用纸: 乘消费升级之风的强韧性高景气赛道, 看好持续推进品牌多元化与全渠道布局的生活用纸企业

1.行业概况: 截止 2019 年末, 根据欧睿咨询的数据统计, 我国生活用纸行业规模达到 2578 亿元人民币, 同比增长 7%, 占全球份额稳步提升至 23%, 2018 年开始超过美国位列第一。行业规模 2009-2019 年十年期复合增速高达 10%; 近五年增速稳定在 7%-8% 的范围内波动, 可以看出我国行业内增速明显优于美国等发达成熟市场以及全球均值水平。我国的生活用纸行业尚处于稳健增长的阶段, 生活用纸在消费者中的渗透有待进一步提升, 部分地区的消费者由于生活习惯的影响, 使用生活用纸的种类有限, 尚集中为简单的卷纸、抽纸类、以及卫生巾、尿不湿等必需消费产品, 随着居民对于不同类型生活用纸产品的接受程度逐步提升, 逐渐接受厨房用纸、棉柔巾、专用厕纸等升级性产品, 不仅会带来消费量的提升, 也会带来客单价的提升, 最终量价共同推进行业规模的增长; 此外, 生活用纸的消费刚性属性更强, 一旦接受对应的消费需求不会逆向减少, 因此行业规模会呈现稳步上升趋势。

图 17: 2005-2019 年我国生活用纸行业规模稳步扩张 (%)



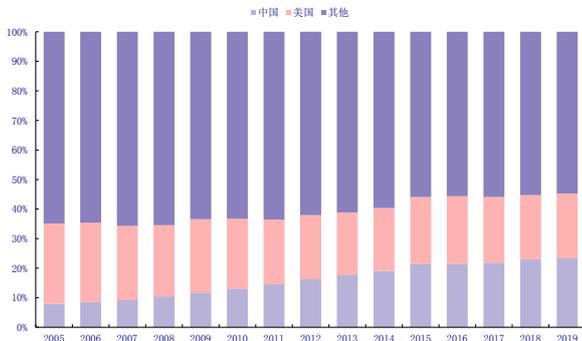
资料来源: 欧睿咨询, 中国银河证券研究院整理

图 18: 2005-2019 年我国生活用纸行业增速 (%) 领先全球水平



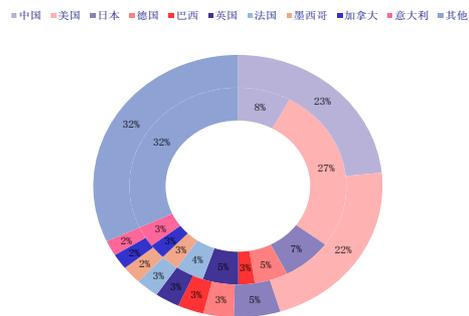
资料来源: 欧睿咨询, 中国银河证券研究院整理

图 19: 2005-2019 年我国生活用纸行业份额稳步提升 (%)



资料来源: 欧睿咨询, 中国银河证券研究院整理

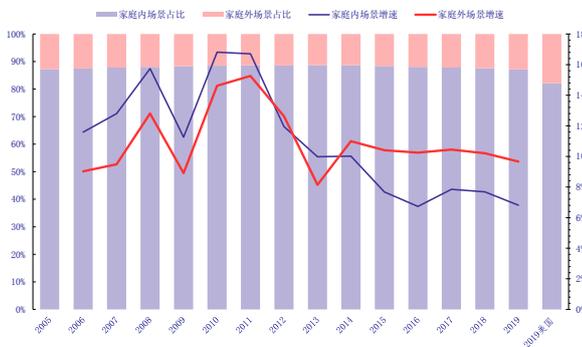
图 20: 截止 2019 年我国生活用纸行业份额占比位居首位



资料来源: 欧睿咨询, 中国银河证券研究院整理

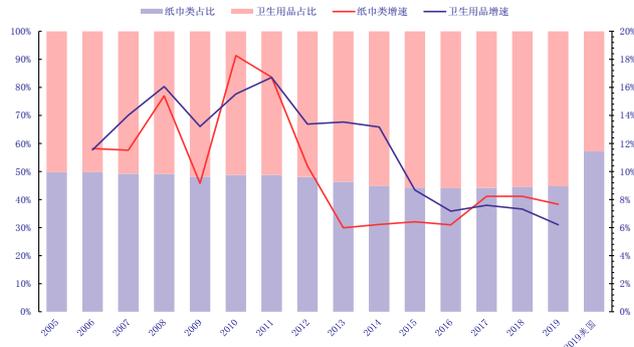
行业内部结构方面, 我国生活用纸行业以家庭内的需求为主, 占据了 87% 以上的市场份额; 按产品划分, 相对必需属性更强的卫生用品份额更高达到 55%, 但自 2017 年开始纸巾类产品高速增长。截止 2019 年, 我国家庭内使用场景中的生活用纸行业规模达到 2250 亿元 (出厂价口径), 占比行业总规模的比重为 87.28%; 同期家庭外使用场景 (办公室、学校、医院、景点等) 中生活用纸的出厂规模仅为 328 亿元, 中国对于家庭内场景的依赖程度明显高于全球水平。从产品结构的角度来看, 2019 年我国纸巾类产品的零售口径规模为 1344 亿元, 卫生用品类产品的零售规模为 1659 亿元, 二者基本表现出相似的增速走势, 2017 年开始纸巾类产品加速增长, 增速水平超过卫生用品类, 与美国水平相比, 我国纸巾类产品份额具有提升空间。

图 21: 2005-2019 年我国生活用纸行业家庭内使用场景占据主要份额



资料来源: 欧睿咨询, 中国银河证券研究院整理

图 22: 2005-2019 年我国生活用纸行业卫生用品类产品占据主要份额, 但纸巾类产品出现提速增长

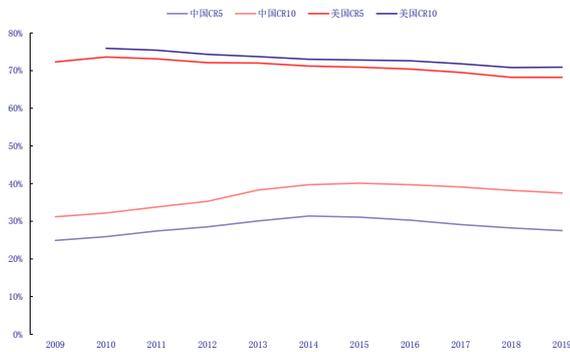


资料来源: 欧睿咨询, 中国银河证券研究院整理

竞争格局方面, 我国生活用纸类公司由于下属品牌相对较少, 因此集中度水平偏低, 综合能力难敌兼具各类产品的国际公司; 但从纸巾类产品的角度出发, 国产品牌极具竞争力。从公司的角度来看, 2019 年我国 CR5、CR10 分别为 27.5%、37.5%, 与美国的差距高达 40-45 个百分点, 美国市场中宝洁、金佰利两家公司实现双寡头垄断, 竞争格局清晰; 而我国市场中排名靠前的仅有恒安国际一家本土公司, 与宝洁、尤妮佳等国际公司竞争激烈。从品牌的角度来看, 2019 年我国 CR5、CR10 分别为 19.5%、29.4%, 相较前文的公司集中度差距较小, 仅为 15-20 个百分点; 按照具体产品来看, 纸巾类中以本土品牌占优, 而卫生用品难敌国际品牌竞争。目前我国与美国等成熟市场中集中度存在差异的主要原因在于: ①公司下属的成熟品牌较少, 以恒安国际、维达国际和中顺洁柔为例, 主品牌心相印、维达和洁柔市占率领先, 但美国的宝洁和金佰利在本地市场内仅纸巾类品牌便有十余个, 且市场率都较为突出; ②消费者对

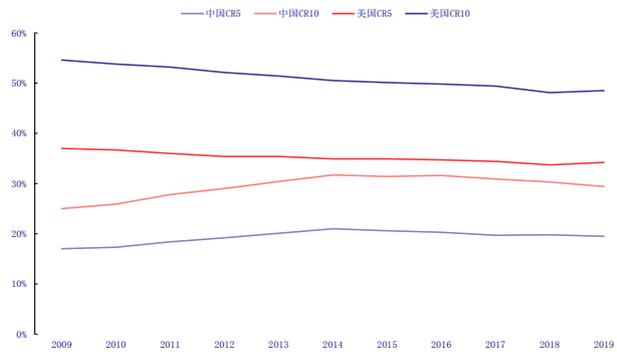
于卫生用品的品质要求及品牌敏感度较高，因此国际品牌具有品牌认知优势，而纸巾类产品更容易享受性价比和产地优势，因此国内品牌占优。

图 23: 中美生活用纸行业内公司集中度存在较大差异



资料来源: 欧睿咨询, 中国银河证券研究院整理

图 24: 中美生活用纸行业内品牌集中度差距较小



资料来源: 欧睿咨询, 中国银河证券研究院整理

表 6: 2017-2019 年生活用纸行业中按照纸巾类与卫生用品类区分的头部品牌及所属公司

公司排名	2017 纸巾类	2018 纸巾类	2019 纸巾类	2017 卫生用品	2018 卫生用品	2019 卫生用品
1	心相印	心相印	心相印	帮宝适	帮宝适	帮宝适
	恒安国际	恒安国际	恒安国际	宝洁	宝洁	宝洁
2	维达	维达	维达	7 度空间	7 度空间	苏菲
	Essity AB	Essity AB	Essity AB	恒安国际	恒安国际	尤妮佳
3	清风	清风	洁柔	苏菲	苏菲	7 度空间
	亚洲浆纸业	亚洲浆纸业	中顺洁柔	尤妮佳	尤妮佳	恒安国际
4	洁柔	洁柔	清风	好奇	妙而舒	妙而舒
	中顺洁柔	中顺洁柔	亚洲浆纸业	金佰利	花王	花王
5	舒洁	洁云	洁云	妙而舒	好奇	护舒宝
	金佰利	悦心健康	悦心健康	花王	金佰利	宝洁

资料来源: 欧睿咨询, 中国银河证券研究院整理

2.核心投资逻辑:从供给端来看,我国生活用纸行业的出厂价格主要受到上游木浆价格的波动影响,但厂商可以通过灵活且成熟的采购机制择机采购以此平滑成本压力,同时将价格传导至零售端的消费者;产量则受到销量的影响,当前行业内产能过剩且产能利用率逐年走低,头部公司享受行业集中的发展红利。木浆是生活用纸的主要原材料,根据《生活用纸统计年鉴》数据,截止 2018 年我国生活用纸中 82.3%的产品原材料为木浆,远高于草浆、竹浆等;生活用纸与木浆的价格保持相同的变化趋势,二者的价差中枢稳定在 2500 元/吨左右,由此可知,木浆价格的波动会对生活用纸的出厂价产生影响。但其价格最终对于成熟的生活用纸公司影响有限,一方面生活用纸公司根据每年的产量需求情况分时段采购原料纸浆,可以适当平滑价格波动的影响;另一方面公司可以适当提升产品价格,将成本端压力传导至消费者。

同时,我国生活用纸的产能与产量均处于减速扩张阶段,2019 年二者增速分别降至记录以来的最低点 6.06%、1.89%,绝对值分别录得 1436 万吨、967 万吨。2016 年开始生活用纸行业的市场饱和度基本稳定在 101.8%左右的水平,供需相对稳定;但产能利用率呈现出逐年下滑趋势,2019 年已降至 67% (对比 2009 年时高位水平 89%),由此可知当前存在产能过剩的现象。生活用纸公司更多的根据市场需求量决定当年的生产供给量,而头部公司在此环境中更具有竞争优势,尾部公司出清。

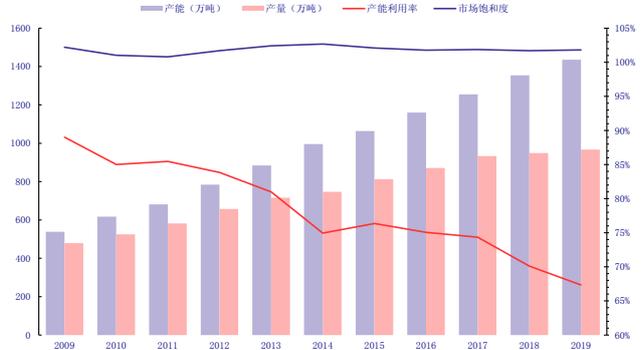
综上所述，从供给端的角度来看，具备规模化生产能力和采购能力，对于下游消费者具有较强的品牌力和议价能力的头部公司会在产能过剩的背景下享受到行业集中度提升的红利。

图 25: 生活用纸出厂价与木浆价格价差基本保持稳定



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院整理

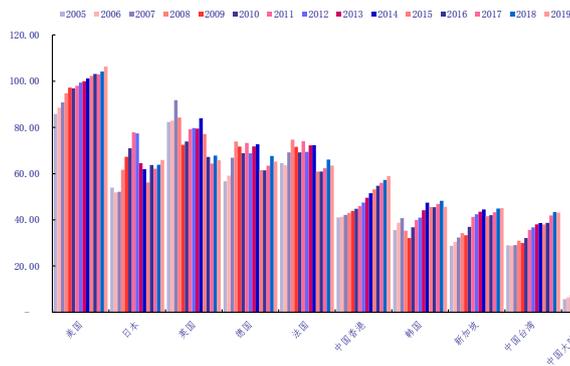
图 26: 我国生活用纸供需饱和, 产能利用率逐年下滑



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院整理

从需求端来看，我国生活用纸行业规模可随着人均消费额的提升逐步增长。生活用纸具有必选的消费属性，随着使用者渗透率的提升，消费量具有增长潜力，同时伴随居民可支配收入的提升和消费升级的大趋势，需求多元化的演变可以带来人均消费额的增长，量价均可带动行业长期的规模增长。我国的人均生活用纸消费规模虽逐年提升但截至 2019 年仅为 31 美元/人，同期美国人均消费达到 106 美元/人，欧洲和亚洲等发达国家成熟市场的人均消费额水平也在 40-80 美元/人的区间范围内，我国人均消费额水平在未来可支配收入的支撑下尚有进一步提升空间。

图 27: 重点国家和地区人均生活用纸消费情况-按出厂价核算（美元/人）



资料来源: 欧瑞咨询, 中国银河证券研究院整理

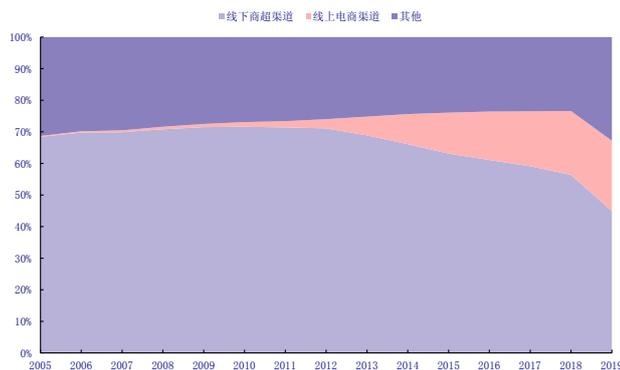
从使用场景的角度来看，未来生活用纸行业增长的主要动力依旧会来自于家庭内使用场景，但随着居民道德素养和生活习惯的提升改善，家庭外场景中的需求也会不断增长。从产品种类的角度来看，短期来看，卫生用品规模相对占据优势，卫生用品中尿不湿、卫生巾、成人失禁产品等多具有必需的消费属性，满足特定数量人群在特殊时间段内的需求，尽管可以享受渗透率提升和人口红利，但终究受到时间、适用人群的天花板限制；长期来看，纸巾类产品潜在的增长空间相对更大，纸巾类产品可以挖掘的多元化需求种类相对更多，对应的附加值空间也相对更高，产品种类和功能的迭代创新可以不断推动纸巾类产品销售额增长。从行业集中度的角度来看，卫生用品的消费者对于安全清洁的要求相对更高，因此更依赖和忠诚于品牌，目前我

国卫生用品行业内以国际品牌为主导的局面难以撼动；纸巾类产品以本土品牌领先的趋势将持续，一方面面向大众市场，国产品牌具有性价比优势，另一方面，国产品牌需要创新改良，提升产品品质，完善功能性，争取高端市场份额。

3.近期催化剂：2020 年初至今生活用纸行业发展向好，从需求端来看，疫情居家隔离的背景之下，一方面原本增长强势的家庭内使用场景被再次强化，消费者居家时间被拉长，因此对应的生活用纸需求出现增长；同时家庭外场景处于安全性考虑也增加了部分需求（公共区域的纸巾类产品）。另一方面由于消杀类需求旺盛，湿巾等特殊品类的消费对应出现增长。**从供给端的角度来看，**年初至今的木浆价格位于近十年来的相对底部区间，走势相对稳定，生活用纸生产企业的成本压力也相对较低，从上市公司公布的财报来看，上半年均受益于木浆价格走低，出现了毛利率水平不同程度的提升。

此外，生活用纸作为标准化商品，线上渠道销售额占比逐步提升，挤压传统线下商超的份额，截止 2019 年线上渠道销售额占比已经达到 22.3%。电商渠道更容易体现出销售此类标准化商品的性价比优势，借助“双十一”等促销节点为消费者提供折扣，可以有效促进大规模批量购买行为的发生。

图 28：线上电商渠道内生活用纸销售额占比逐步提升，挤压线下商超份额



资料来源：欧瑞咨询，中国银河证券研究院整理

4. 行情回顾：年初至今（截止 2020 年 9 月 23 日），中顺洁柔（002511.SZ）累计涨幅达到 58.84%，优于沪深 300 年初至今 13.57% 的水平。

表 7：标的公司涨跌幅回顾

股票代码	涨跌幅	2020Q1	2020Q2	2020Q3 至今	2020 年初至今
002511.SZ	中顺洁柔	33.89%	36.45%	-5.81%	58.84%
000300.SH	沪深 300	-10.02%	13.33%	15.27%	13.57%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理，截止 2020 年 9 月 23 日

表 8：标的公司持仓基金数量情况

股票代码	持股基金数量	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30	2019/12/31	2020/3/31	2020/6/30
002511.SZ	中顺洁柔	32	203	17	163	70	371

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

表 9: 标的公司基金持股比例情况

股票代码	基金持股比例	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30	2019/12/31	2020/3/31	2020/6/30
002511.SZ	中顺洁柔	6.31%	16.36%	4.84%	9.78%	8.82%	12.89%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 10: 标的公司沪港通持股比例情况 (占自由流通股比例)

股票代码	沪港通持股	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3 至今
002511.SZ	中顺洁柔	14.60%	16.44%	15.89%	9.78%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理, 截止 2020 年 9 月 23 日

5.投资标的: 考虑到 A 股上市生活用纸行业标的的稀缺性, 我们维持推荐中顺洁柔 (002511.SZ): 公司依靠自身销售渠道多元化与全国全面覆盖的优势, 配合研发实力赋能自身搭建较为完善的品牌与产品矩阵, 一举奠定公司未来长期保持可持续发展的基础, 同时公司未来的产能规划与 18 年发布的股权激励计划和 19 年推出的员工持股计划均凸显出公司对于未来规模与业绩实现稳定中高速增长的信心。

(三) 家居家具: 内销竣工周期配合下半年动销旺季助景气度抬升, 看好拥有产品矩阵与全渠道布局的龙头企业

1.行业概况: 整体来看, 家具制造行业属于地产后周期板块, 受竣工周期的积极影响, 当前景气度处于底部回升阶段。过去两年我国家具零售额增速受制于房地产市场自 17 年以来销售与竣工数据的疲软表现而明显承压, 进而导致我国家具零售额与行业产值规模增速放缓, 我国限额以上企业的家具零售额自 2017 年达到历史高点 2808.90 亿元后连续两年回落, 2019 年全年仅实现 1970.30 亿元, 17-19 年期间复合增长率为-16.25%, 远低于 2008 年至 2016 年期间 30.50% 的复合增长水平; 而产值规模也同样由 2017 年的高点 9112.60 亿元接连下滑至 2019 年的 7117.20 亿元, 17-19 年期间复合增长率为-11.62%, 远低于 2008 年至 2016 年期间 18.98% 的复合增长率水平。在经历了长达两年的疲软期后, 受益于 2019 年 6 月起开始加速回暖的房地产竣工强势带动产业链复苏, 上游家居建材已经开始享受行业红利, 预计后续将逐渐传导至家居制造及零售环节。截止 2020 年 7 月底, 我国限额以上企业家具零售额较去年同期减少 25.30%, 降幅较年内最低点已收窄约 19 个百分点, 家具总产值累计达到 3352.20 亿元, 较去年同期下滑 13.82%, 降幅较年内最低点收窄约 17 个百分点, 证明家具制造业的动销情况仍处于逐步回升趋势之中。

图 29: 家具零售额与产值疫情期间同比大幅下滑 (亿元, %)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

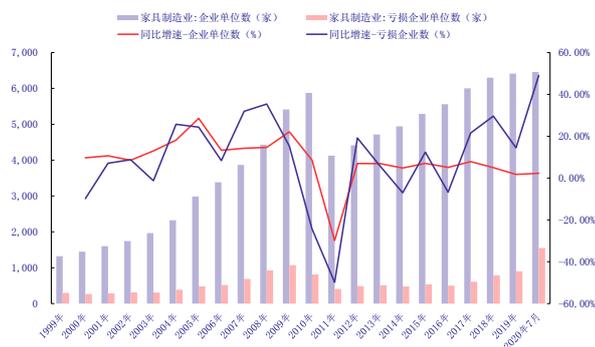
图 30: 家具制造业新建城镇固定资产投资完成额及同比 (亿元, %)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

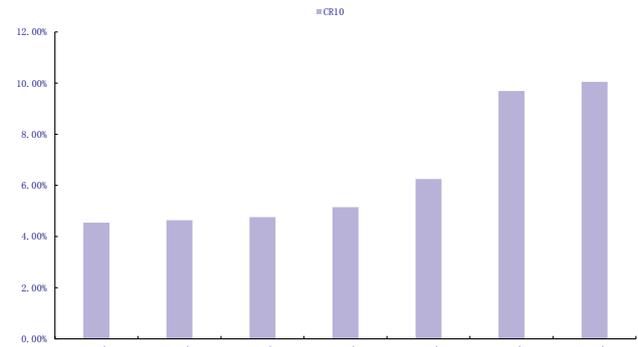
竞争格局方面，受制于新进企业持续净增加对行业集中度起到的分散作用，过去 5 年内我国家具制造企业 CR10 仅从 2013 年的 4.54% 提升至 2019 年的 10.05%，提升速度颇为缓慢。截止 2020 年 7 月，我国家具制造业企业数量共计 6457 家，较去年同期净增加 145 家。尽管家具制造行业由于年初爆发的新冠疫情冲击致使行业内亏损企业数量大幅增加，截止 2020 年 7 月末，我国家具行业内亏损企业数量同比增加 49.04%，占家具行业内企业总数的 24.00%，但由于突发事件导致亏损而决定退出行业的企业数量相对较少，预计未来短期内我国家具制造行业由于产能过剩而引发的激烈竞争难以得到充分缓解。

图 31: 疫情致亏损企业激增但总数仍保持净增加 (家, %)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 32: 家具制造业市场集中度提升缓慢且仍处较低水平 (%)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

2. 核心投资逻辑: 从需求端来看，尽管直接影响家具制造企业的房地产销售增长短期内仍将持续受限，但是从长期角度出发，我国目前的人均家具消费量与美国这样的发达国家成熟市场之间仍存在一定差距，未来可提升空间较大。根据中美家具零售市场规模、人口数量与人均住房面积，我们可以测算出中美两国居民在家居市场的人均每平方米的家具消费量。截止 2019 年，美国居民每人每平方米家具消费额为 2.79 美元，折合人民币 19.50 元。相应地，中国 2018 年每人每平方米家具消费额仅为 3.61 元，与美国同期相比差距 5.40 倍，相较前些年保持的 4 倍左右的水平而言，差距再次被拉大。

表 11: 中国家具市场每人每平方米消费量测算

年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
家具零售市场规模 (亿)	1712.5	1966	2147.01	2409.8	2624.1	2018.84	1970.3
人均住房面积 (㎡)	32.9	33	33	36.6	37.78	39.00	39.00
人口 (亿)	13.57	13.64	13.71	13.79	13.86	13.95	14
每人每平米家居消费 (元/平方米)	3.84	4.37	4.75	4.77	5.01	3.71	3.61

资料来源: CEIC, 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

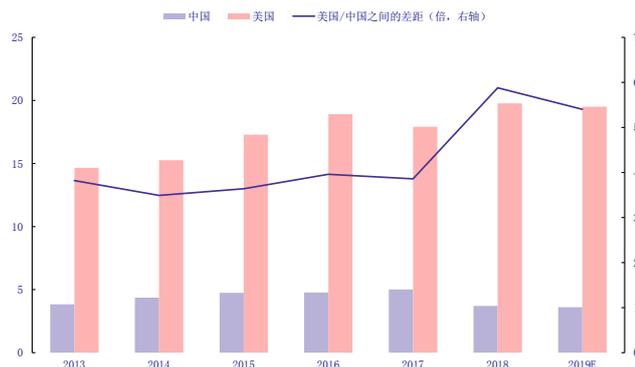
表 12: 美国家具市场每人每平方米消费量测算

年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
家具零售市场规模 (亿美元)	508.86	532.76	573.09	589.59	598.98	615.61	614.56
人均住房面积 (平方米)	67 (假设维持恒定)						
人口 (亿)	3.16	3.19	3.21	3.23	3.26	3.3	3.3
每人每平方米家居消费额(美元/人/平方米)	2.4	2.49	2.66	2.72	2.74	2.88	2.79
每人每平方米家居消费额(美元/人/平方米)	14.66	15.26	17.29	18.91	17.91	19.76	19.50
美国/中国之间的差距 (倍)	3.82	3.49	3.64	3.96	3.86	5.88	5.40

资料来源: CEIC, 中国银河证券研究院整理

观察中美两国居民家具消费支出占人均总支出的比重,我们可以看出中国目前尚未达到发达国家成熟市场的水平,并且从发展历程上来看,我国的家具支出占比仍处于增长通道中,而美国这样的发达经济体早已进入下降通道,并已经维持在稳定的水平。基于此,我们预计未来伴随着我国整体经济实力进一步向成为发达国家靠拢,我国居民在家具消费方面的支出占比有望进一步提升,并最终保持在一个相对合理的水平,从而支撑我国家具制造企业在未来较长时间内保持稳步扩张的发展趋势。

图 33: 中美两国居民家具消费人均支出及占比对比 (元/人/平方米, 倍)



资料来源: 国家统计局, 美国商务部, 美国经济分析局, 中国银河证券研究院整理

从供给端来看,相较于已经步入成熟阶段的美国家具市场,我国家具市场整体市场集中度偏低,竞争格局尚未明朗。截止 2019 年,我国家具制造企业 CR10 仅为 10.05%,尽管相较于 2013 年的 4.54%有一定提升,但是相较于美国相对成熟市场 2018 年 CR10 达到 32.3%的水

平而言，仍然存在巨大差距。

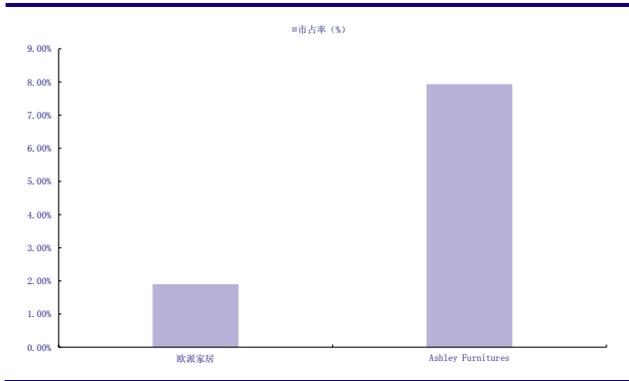
表 13: 2015 年世界主要国家家具制造业行业集中度

行业集中度	美国 (2018)	德国	法国	中国 (2019)
行业龙头	6.8	6.3	5.3	1.9
CR5	20.4	18.4	14.2	6.6
CR10	32.3	26.1	20.5	10.1

资料来源：深圳家具开发研究院，中国银河证券研究院整理

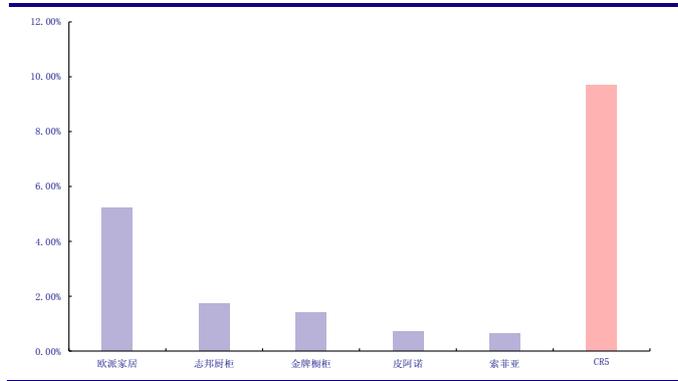
具体从龙头企业集中度来看，由于整体市场集中度偏低，并且企业之间的差距并不明显，因此近五年以来龙头企业的位置不断易主。近两年来，中国家具制造行业市占率第一的企业均为欧派家居，2019 年市占率仅为 1.90%，尽管相较 2013 年的 0.61%有较为明显的提升，但是与美国成熟市场的龙头企业市占率 7.93%的水平相比，差距依然巨大。**从家具细分品类集中度来看**，中国与美国市场的情况在个别方面存在相似之处。首先，中国与美国都面临着家具单品市场的集中度远高于行业整体集中度的情况。但是，与美国单品市场集中度远超行业整体集中度的状况不同的是，中国的细分单品市场尚未产生绝对龙头，因此单品市场的集中度也整体市场相比差距并不大。举例来看，截止 2018 年，中国的定制橱柜行业市场 CR5 仅为 9.70%，与我国整体家具市场 2019 年 CR5 4.42%的水平相比差距并不明显。尽管目前来看，定制橱柜领域内，欧派家居有着一定的领先优势，但是与美国床垫行业龙头企业市占率 18.21%的水平相比，差距依然巨大。

图 34: 2019 年中美两国家具制造龙头企业集中度情况 (%)



资料来源: Wind, Fur , 中国银河证券研究院整理

图 35: 中国定制橱柜行业 2018 年市场集中度情况 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

虽然中美两国的龙头企业在市占率上存在一定差异,但是从经营模式和公司发展战略角度上来看较为相似。欧派家居与索菲亚等国内家具龙头企业均已开始涉足全品类家居用品领域,并积极开拓除经销商体系以外的销售渠道,而欧派家居业凭借着在大家居领域建立起的优势一举超过索菲亚,牢牢把控住了我国家具制造企业的头把交椅,证明拓展大家居领域的尝试已经初见成效。

通过对比中美两国家具制造行业如今的竞争格局,我们可以得到关于我国家具行业未来供给端发展的两点启发:

1) 家具细分单品市场的发展天花板明显,因此就算在成就多寡头甚至寡头格局后依旧难以在行业整体竞争中脱颖而出。但是,短期内在多寡头或寡头格局尚未成型前,深耕家具单品市场仍将为企业带来可观的增长。

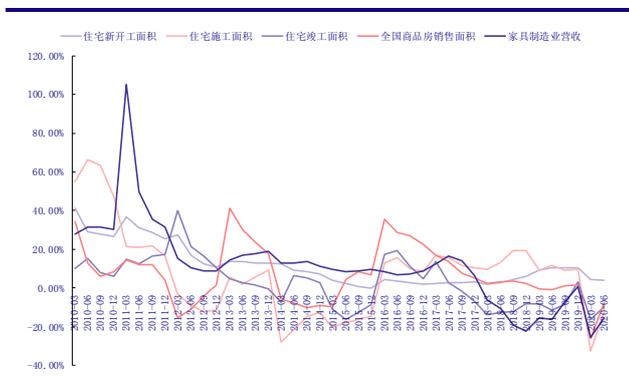
2) 而对于尝试形成产品矩阵的家具制造企业而言,其在各个细分家具单品市场中都会遭受来自该市场内龙头企业的挤压,因此在细分单品市场中难以打破现有龙头的垄断,较难形成强大的品牌认知度。但是,通过积极拓宽产品矩阵与拓展多渠道为下游消费者提供一站式采购与购买的体验方式能够实现企业销售规模的快速提升,并支撑企业在整个家具行业的范畴下不

断向上突破，最终成为整个家具制造业乃至家居领域内的龙头企业。

3.近期催化剂：家具作为房地产产业链中的后置环节与房地产销售之间存在紧密的关系。基于房地产竣工面积与销售面积自 2015 年起大致保持同步波动的趋势，结合我国的住宅商品房销售面积与规模上企业家具制造业产值的季度变化趋势对比来看，家具制造业企业的销售峰值滞后地产销售与竣工面积峰值大约 8-12 个月，且二者之间呈现高度正相关的关系。从家具零售额和家具总产值之间的对比中可以看出，自 2010 年后，二者之间呈现同周期波动趋势且几乎没有时滞性。通过房地产销售面积、家具零售额与家具总产值三者比较来看，我们可以得出中国家具制造企业下游内销需求的峰值与房地产销售以及竣工面积峰值间大约存在 8-12 个月的滞后期。

从竣工面积来看，2019 年房地产竣工面积自 6 月起持续回暖至年末，实现自 17 年 6 月以来的首次正增长，截止 2019 年末房地产竣工面积实现同比增长 3.02%。2020 年初，受新冠疫情导致的停工停产负面影响，房地产竣工速度再度大幅放缓，并且由于合作装修企业与建筑工人返工复工进度较为缓慢，使得竣工面积并未在疫情得到控制后的 3 月迎来较大幅度的反弹，并于后续 4-6 月呈现出持续加速回暖趋势，但由于 7 月起南方洪灾严重拖累施工进度致使竣工面积回暖趋势再度放缓，截止 2020 年 8 月末，全国房地产住宅竣工面积同比下滑 9.67%。考虑到目前南方洪灾影响逐步消退，建立在前期施工面积大概率将达成竣工的前提下预计全年房地产竣工回暖趋势的确定性依旧较高。

图 36: 房地产重点数据与家具产值季度表现间的关联(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 37: 16 年至今住宅竣工面积与同比增速 (万 m², %)



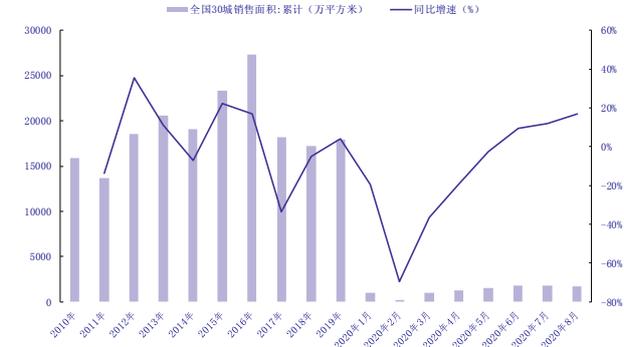
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 38: 16 年至今全国商品房年度销售面积(亿m², %)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 39: 10 年至今 30 大中城市年度商品房销售面积 (万m²)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

结合我们对年内竣工面积回暖的确定性较强以及新房家装需求偏刚性的特点的判断,配合年初爆发的新冠疫情对内需市场 B 端以及 C 端消费市场造成的负面影响逐步衰减的社会背景,叠加下半年家具与房地产均将迎来促销旺季,我们预计 Q4 竣工回暖对家具制造企业境内工程业务的拉动仍将持续,并且鉴于新房家装需求偏刚性的特点,预计竣工交房后的新房装修将成为 2020 年家具企业零售端的主要客源,看好内需市场 Q4 持续回暖复苏。

4. 行情回顾: 年初至今(截止 2020 年 9 月 23 日),家具(中信)行业指数累计涨幅达到 18.02%, 优于沪深 300 年初至今 13.57%的水平,行业内以定制家具为主营产品的企业平均涨幅达到 29.31%, 优于行业整体表现,涨幅最高为志邦家居(603801.SH, 50.40%),最低为好莱客(603898.SH, 5.47%)。

表 14: 标的公司涨跌幅回顾

股票代码	涨跌幅	2020Q1	2020Q2	2020Q3 至今	2020 年初至今
603801.SH	志邦家居	-12.45%	33.03%	33.26%	50.40%
603816.SH	顾家家居	-23.20%	35.85%	39.31%	39.50%
002572.SZ	索菲亚	-14.18%	39.23%	24.07%	38.57%
603833.SH	欧派家居	-19.17%	24.36%	38.58%	35.61%
002853.SZ	皮阿诺	-6.35%	42.56%	3.07%	28.58%
603180.SH	金牌橱柜	-13.07%	14.83%	28.00%	25.53%
603326.SH	我乐家居	16.94%	8.23%	-12.58%	10.82%
603898.SH	好莱客	-14.44%	4.49%	21.05%	5.47%
CI005802.WI	家居(中信)	-13.23%	19.41%	21.50%	23.70%
000300.SH	沪深 300	-10.02%	13.33%	13.20%	13.57%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理, 截止 2020 年 9 月 23 日

表 15: 标的公司持仓基金数量情况

股票代码	持股基金数量	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30	2019/12/31	2020/3/31	2020/6/30
603833.SH	欧派家居	31	295	23	325	21	290
603816.SH	顾家家居	16	194	16	185	18	221
002572.SZ	索菲亚	56	214	15	208	17	189

603801.SH	志邦家居	14	38	4	88	6	111
603180.SH	金牌橱柜	2	16	2	24	4	41
002853.SZ	皮阿诺	0	11	1	11	2	20
603898.SH	好莱客	3	34	0	20	2	15
603326.SH	我乐家居	1	7	1	3	0	7

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 16: 标的公司基金持股比例情况

股票代码	基金持股比例	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30	2019/12/31	2020/3/31	2020/6/30
603801.SH	志邦家居	6.66%	7.63%	3.04%	10.26%	2.78%	16.28%
002572.SZ	索菲亚	6.62%	16.09%	4.64%	12.16%	5.02%	9.73%
002853.SZ	皮阿诺	0.00%	1.01%	0.64%	1.87%	1.00%	7.17%
603833.SH	欧派家居	13.09%	28.60%	11.81%	25.18%	3.04%	6.37%
603816.SH	顾家家居	11.26%	22.75%	10.66%	6.09%	2.26%	5.43%
603180.SH	金牌橱柜	3.01%	1.11%	3.00%	4.03%	3.79%	2.96%
603898.SH	好莱客	0.74%	3.15%	0.00%	0.72%	0.16%	2.08%
603326.SH	我乐家居	0.75%	0.26%	1.10%	0.06%	0.00%	0.20%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 17: 标的公司沪港通持股比例情况 (占自由流通股比例)

股票代码	沪港通持股	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3 至今
002572.SZ	索菲亚	24.87%	26.06%	35.51%	34.90%
603833.SH	欧派家居	13.82%	18.91%	28.08%	27.13%
603816.SH	顾家家居	18.26%	10.56%	14.96%	13.05%
603801.SH	志邦家居	1.94%	8.29%	3.85%	5.97%
603180.SH	金牌橱柜	2.08%	1.48%	3.01%	4.74%
603898.SH	好莱客	6.24%	5.38%	5.44%	1.69%
002853.SZ	皮阿诺	-	-	-	-
603326.SH	我乐家居	-	-	-	-

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理, 截止 2020 年 9 月 23 日

表 18: 标的公司外资持股比例情况 (占自由流通股比例, 包括 QFII、RQFII 与外资私募机构)

股票代码	外资持股	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3 至今
002853.SZ	皮阿诺	-	-	6.83%	9.29%
002572.SZ	索菲亚	3.96%	3.43%	2.88%	2.88%
603833.SH	欧派家居	1.67%	1.54%	1.30%	0.93%
603801.SH	志邦家居	-	-	-	-
603180.SH	金牌橱柜	-	-	-	-
603898.SH	好莱客	-	-	-	-
603326.SH	我乐家居	-	-	-	-
603816.SH	顾家家居	-	-	-	-

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理, 截止 2020 年 9 月 23 日

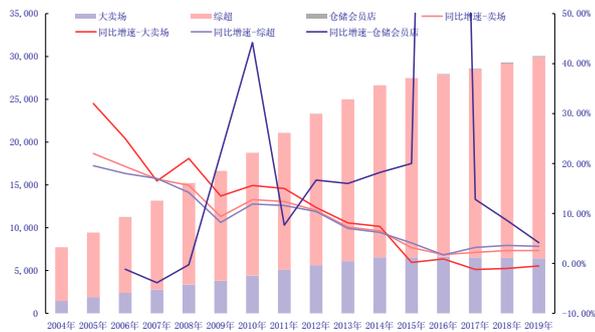
5.投资标的: 结合家具行业的核心投资逻辑与近期催化剂, 我们推荐: ①积极布局大家居战略或尝试拓宽产品矩阵策略的定制家具企业; ②已经拓展新品类且营收得益于经销商高速拓展维持高增长, 毛利率得益于产能利用率提升尚处于优化提升状态的定制家具企业; ③积极拓展大宗业务渠道, 主动发展规模体量相对较大的地产开发商客户, 且仍处于初期(营收占比低于 20%)的定制家具企业; 对应推荐标的包括: 欧派家居(603833.SH)、索菲亚

(002572.SZ)、好莱客(603898.SH)。另外,建议关注受益于外销需求复苏与内需渠道扩张齐头并进的软体家具龙头,顾家家居(603816.SH)。

(四) 生鲜超市: 数字化与集中度提升促长期高景气赛道, 看好夯实供应链并推进到店到家一体化的防御品种

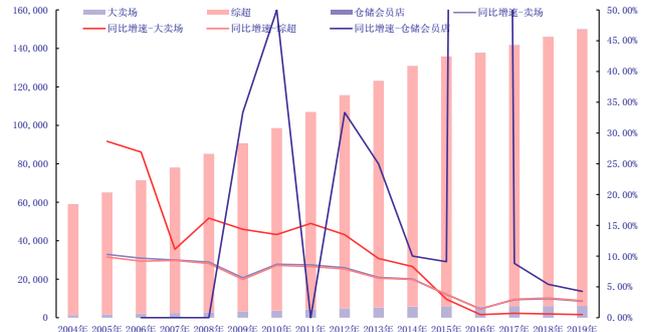
1.行业概况: 从行业总规模角度来看,综合超市过去3年内保持的低速增长抵消受租金大幅上涨导致的大卖场规模下滑,从而拉动行业整体规模实现正增长,截止2019年我国超市卖场总规模达3.01万亿元,同比增长2.56%;其中,综超/大卖场门店销售额占比分别为21%/78%,分别实现同比增长-0.50%/3.43%;从门店数量角度来看,过去3年内我国仓储会员店与综合超市门店数量均保持低单位数增长,而大卖场则延续自15年起的停滞趋势,主要是由于线上电商冲击导致的商品结构调整与租金自17年起大幅上涨所致。

图 40: 我国超市卖场行业规模维持稳步增长 (亿元, %)



资料来源: 欧睿咨询, 中国银河证券研究院整理

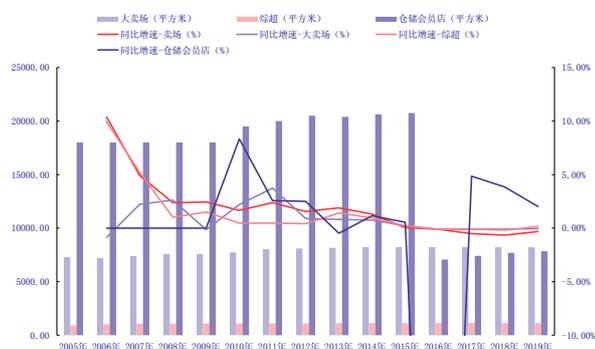
图 41: 我国超市卖场数量保持降速增长 (家, %)



资料来源: 欧睿咨询, 中国银河证券研究院整理

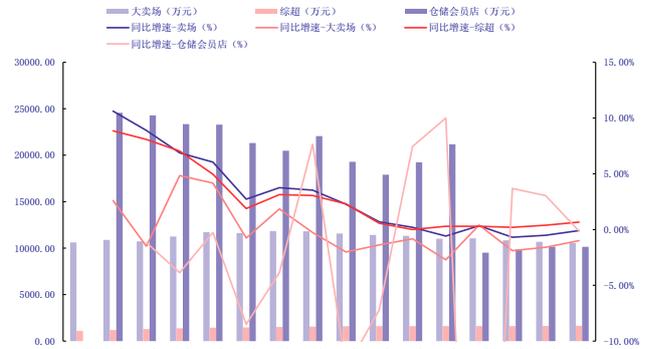
从店均面积角度来看,2019年末仅有综合超市类别略有回升,行业整体延续自15年以来的小型化趋势,主要是应对电商冲击进行商品结构调整与租金自17年起大幅上涨所致;从店均销售额角度来看,大卖场受坪效与店均面积同步萎缩延续自15年起的下滑趋势,而综合超市门店店均销售额则受益于坪效由降转增与店均面积回升实现正增长;至于仓储会员店,销售规模的下滑主要是由于坪效下滑所致。

图 42: 我国超市卖场店均面积降幅略有收窄 (平方米/家, %)



资料来源: 欧睿咨询, 中国银河证券研究院整理

图 43: 我国超市卖场店均销售额降幅持续收窄 (万元/家, %)



资料来源: 欧睿咨询, 中国银河证券研究院整理

从门店内商品结构角度来看,过去十年内我国超市卖场内商品结构呈现以下特点:

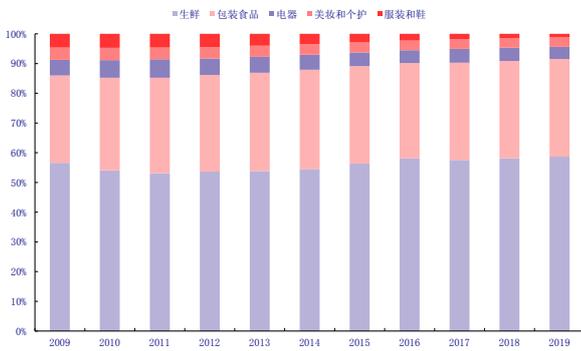
特点 1: 若按超市行业内销售额前五的单品统计,我国综超及大卖场内商品结构以生鲜与包装食品为主,截止 19 年末二者销售额合计占比超 9 成,预计未来该比值将保持当下缓慢提升的发展趋势;

特点 2: 若按生鲜、食品与日用百货三大品类统计,行业整体商品结构中日用品占比在包装食品扩大份额的同时逐步萎缩,而生鲜占比则保持相对稳定;

特点 3: 其中,大卖场内包装食品占比提升明显,压缩服装与鞋帽品类,生鲜占比已超 60%,提升幅度有限;

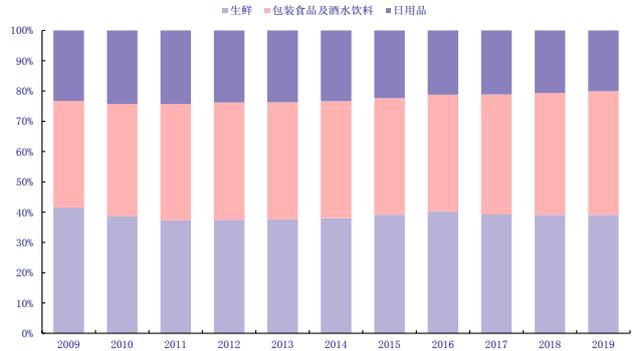
特点 4: 其中,综超门店商品结构中生鲜销售额占比逐步提升,压缩包装食品份额;

图 44: 我国超市卖场内生鲜与食品销售额占比超 9 成 (%)



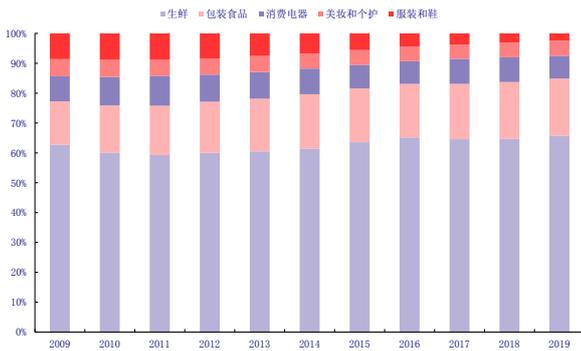
资料来源: 欧睿咨询, 中国银河证券研究院整理

图 45: 我国超市卖场内生鲜与包装食品占比抬升,日用品下滑 (%)



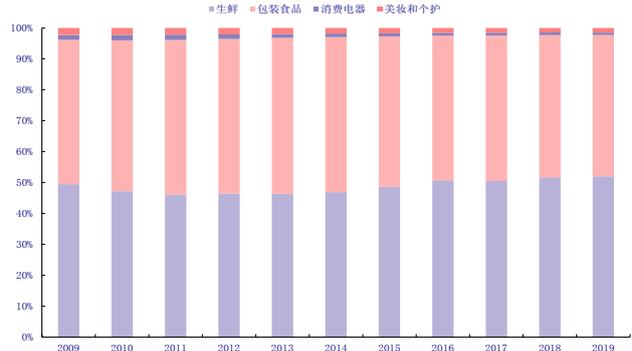
资料来源: 欧睿咨询, 中国银河证券研究院整理

图 46: 大卖场店内生鲜与包装食品销售额占比波动上行 (%)



资料来源: 欧睿咨询, 中国银河证券研究院整理

图 47: 综超门店内生鲜占比提升,明显挤压包装食品份额 (%)



资料来源: 欧睿咨询, 中国银河证券研究院整理

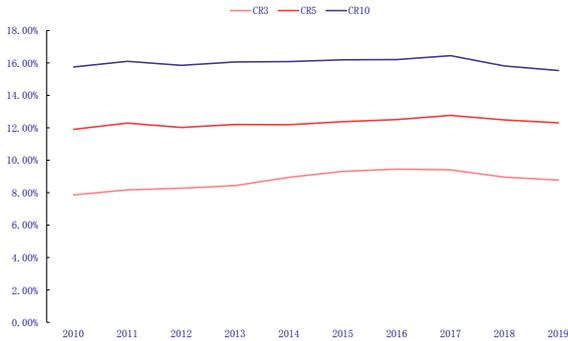
从竞争格局角度来看,我国超市卖场行业整体呈现出以下两大特点:

特点 1: 我国超市卖场行业头部企业集中度提升缓慢,主要是电商崛起使得行业发展模式面临挑战且龙头间收购兼并产生的规模效应难以与之抗衡,导致行业整体与龙头集中度偏低;

特点 2: 内资企业逐步取代外资企业,从而确立国内超市卖场行业龙头地位;

图 48: 我国超市卖场行业公司集中度提升缓慢 (%)

图 49: 我国超市卖场行业按公司分 TOP5 内资占主导



资料来源：欧睿咨询，中国银河证券研究院整理

排名	2017	2018	2019
1	华润集团	华润集团	华润集团
2	高鑫零售	高鑫零售	高鑫零售
3	沃尔玛	沃尔玛	永辉超市
4	永辉超市	永辉超市	沃尔玛
5	百联集团	百联集团	百联集团

资料来源：欧睿咨询，中国银河证券研究院整理

2.核心投资逻辑：从需求端来看，超市作为居民生活必需品流通渠道之一，其行业规模增速表现与关系到我国居民人均可支配收入增速水平的 GDP 增速以及关系到我国居民消费支出情况的社会消费品零售总额增速走势相近。尽管自 2011 年以来我国 GDP 与社会消费品零售总额同比增速呈现出惯性下滑趋势，但得益于生活必需品具有一定抗经济周期与收入波动的韧性特征以及自 2015 年起大卖场与综超门店主动通过生鲜占比提升缓解电商渠道分流效应，我国超市卖场行业于 2015 年率先实现增速触底反弹，**预计未来我国超市卖场行业规模仍有望借助其所承担的生活必需品流通渠道的身份展现出较强的韧性特征。除了具备较强的需求韧性特征外，我国超市卖场未来可提升空间依旧巨大。**首先，与美、日等成熟市场相比，我国超市卖场在零售市场中地位下滑趋势明显，主要是由于电商受益金融危机后基建崛起实现高速发展，未来超市占社消比重或稳定在一定水平。其次，与美、日等发达国家相比，我国人均超市年消费额偏低，结合我国居民超市支出在可支配收入中的占比介于美、日之间，故我们可以得出造成我国居民人均超市消费额与发达国家之间存在巨大差距的原因主要是源自于可支配收入之间的差距，**基于此我们认为未来伴随着我国居民人均可支配收入的持续提升，超市卖场行业规模或有望保持较为稳健的低单位数增长。**

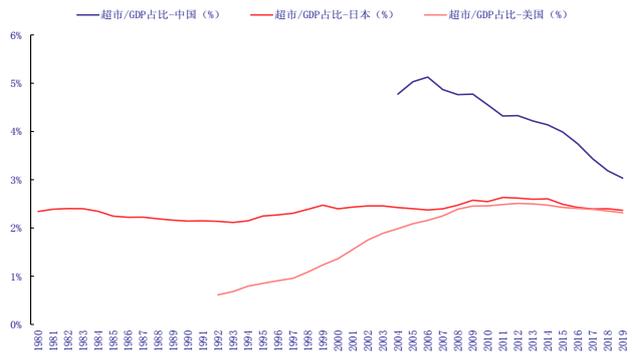
图 50: 我国超市规模较 GDP 和社消走势率先反弹(亿元,%)



资料来源：欧睿咨询，Wind，中国银河证券研究院整理

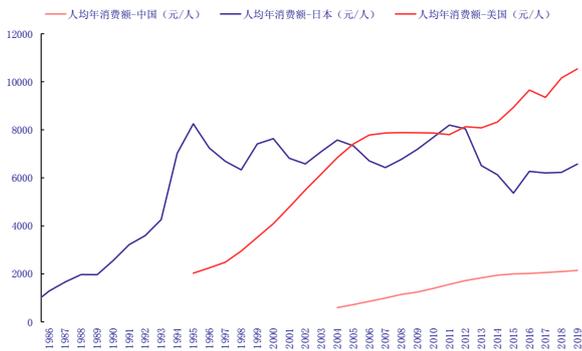
图 52: 我国人均年超市消费额远低于美、日水平(万元/人)

图 51: 我国超市卖场年销售额占社消比重持续下滑 (%)

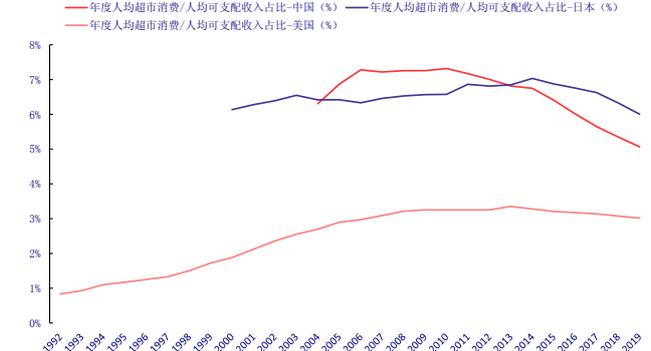


资料来源：欧睿咨询，Wind，中国银河证券研究院整理

图 53: 我国人均超市消费额占可支配收入比重介于美、日之间 (%)



资料来源：欧睿咨询，Wind，中国银河证券研究院整理



资料来源：欧睿咨询，Wind，中国银河证券研究院整理

从供给端来看，零售企业三要素“人货场”中，货品与场地的选择在锁定了目标消费客群的同时也决定了客单价、客流量与消费频次，而为了缓解与抵御线上电商渠道对线下实体零售渠道造成的冲击，兼具非标品属性与超高消费频次的生鲜品类成为了线下超市企业的主战场。对于我国生鲜零售市场而言，当前传统农贸市场仍占据绝对主导地位，但更安全、更卫生且更容易监管的实体超市卖场与涉足快消品品类的线上电商自 2013 年起便开始同时挤压传统农贸市场在生鲜零售市场中的份额，并且这一趋势在年初爆发的疫情与随后出现疫情反复的地点大多集中于环境较差且监管较为松散的农贸市场内的助力下得以进一步加快，预计未来得益于伴随城镇化率不断提升以及符合城镇居民消费习惯与居民对美好生活向往的“农改超”进程持续推进，超市卖场在生鲜商品领域内所占的渠道份额逐步提升。

除了加快了生鲜市场领域内的份额转移外，年初爆发的疫情还使得超市企业充分意识到布局线上到家业务的重要性，即“新场地”。相较于疫情爆发前，诸多全国连锁超市企业的到家业务占比在疫情过后均出现较大幅度提升，除了在疫情期间实现的被动增长外，绝大多数超市企业均明确了未来仍将持续加大对线上到家业务的投入，预计未来在超市企业持续推进到店到家一体化的数字化转型过程中将一方面将赋予传统超市企业足以抵御线上电商分流效应的能力，另一方面将使得经营表现韧性特征明显的超市企业具备一定的业绩弹性，从而享受更高的成长性溢价。

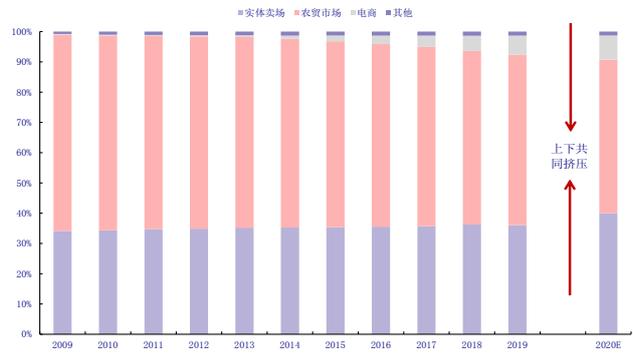
另外，相较于美国这样的发达国家而言，我国超市卖场行业集中度仍处于偏低水平，截止 2019 年末美国超市卖场行业 CR10 已突破 80%，远高于我国 2019 年超市卖场行业 15%左右的水平，未来预计龙头企业依靠成熟的供应链体系、加速展店、收购兼并以及依靠信息技术开辟新渠道的方式逐步提升自身市占率，优化竞争格局。

图 54：生鲜零售市场增长稳健，生鲜电商规模扩张迅速（%） 图 55：我国生鲜零售市场中农贸市场占据主导，电商崛起迅猛（%）



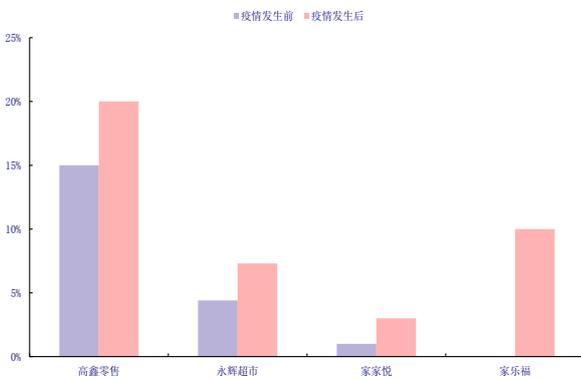
资料来源：欧睿咨询，Wind，中国银河证券研究院整理

图 56：超市企业加快数字化转型，到家业务爆发式增长（%）

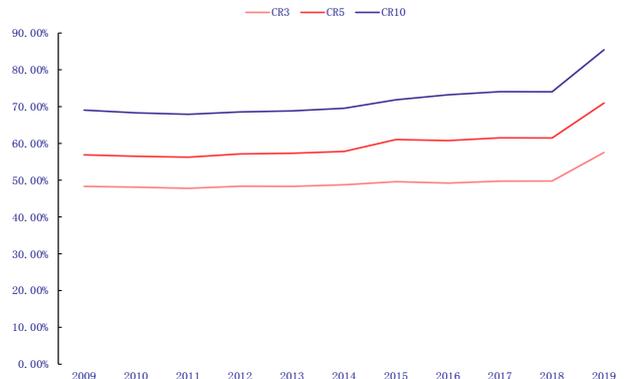


资料来源：欧睿咨询，Wind，中国银河证券研究院整理

图 57：美国超市卖场行业 CR10 超 8 成（%）



资料来源：公司公告，Wind，中国银河证券研究院整理



资料来源：欧睿咨询，Wind，中国银河证券研究院整理

3. 行情回顾：年初至今（截止 2020 年 9 月 23 日），超市及便利店（中信）行业指数累计涨幅达到 29.05%，优于沪深 300 年初至今 13.57% 的水平，行业内地区或全国性龙头企业的平均涨幅达到 20.39%，逊于行业整体表现，涨幅最高为家家悦（603708.SH，52.83%），最低为三江购物（601116.SH，4.08%）。

表 19：标的公司涨跌幅回顾

股票代码	涨跌幅	2020Q1	2020Q2	2020Q3 至今	2020 年初至今
603708.SH	家家悦	32.70%	65.11%	-20.68%	52.83%
002251.SZ	步步高	3.52%	51.14%	-13.93%	23.37%
601933.SH	永辉超市	35.81%	-6.96%	-13.57%	11.54%
002697.SZ	红旗连锁	28.87%	20.63%	-25.75%	10.11%
601116.SH	三江购物	2.01%	12.95%	-4.13%	4.08%
CI005299.WI	超市及便利店	23.55%	15.82%	-7.58%	29.05%
000300.SH	沪深 300	-10.02%	13.33%	12.73%	13.57%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理，截止 2020 年 9 月 23 日

表 20：标的公司持仓基金数量情况

股票代码	持股基金数量	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30	2019/12/31	2020/3/31	2020/6/30
601933.SH	永辉超市	86	594	100	409	145	472
603708.SH	家家悦	32	141	46	143	45	188
002697.SZ	红旗连锁	8	47	23	74	25	185

002251.SZ	步步高	0	71	0	34	2	54
601116.SH	三江购物	0	7	1	5	0	29

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 21: 标的公司基金持股比例情况

股票代码	基金持股比例	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30	2019/12/31	2020/3/31	2020/6/30
002697.SZ	红旗连锁	0.99%	8.96%	8.92%	10.21%	6.93%	11.74%
603708.SH	家家悦	22.60%	31.22%	11.92%	8.38%	6.24%	10.58%
601933.SH	永辉超市	11.05%	17.57%	8.93%	9.01%	8.67%	9.78%
002251.SZ	步步高	0.00%	1.17%	0.00%	1.90%	0.03%	4.76%
601116.SH	三江购物	0.00%	0.19%	0.27%	0.08%	0.00%	3.24%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 22: 标的公司沪股通持股比例情况 (占自由流通股比例)

股票代码	沪股通持股	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3 至今
002697.SZ	红旗连锁	16.96%	19.50%	20.29%	14.39%
601933.SH	永辉超市	5.22%	8.50%	12.04%	12.17%
002251.SZ	步步高	5.98%	5.83%	6.83%	6.13%
603708.SH	家家悦	5.67%	8.89%	6.92%	6.01%
601116.SH	三江购物	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理, 截止 2020 年 9 月 23 日

表 23: 标的公司外资持股比例情况 (占自由流通股比例, 包括 QFII、RQFII 与外资私募机构)

股票代码	外资持股	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3 至今
603708.SH	家家悦	9.30%	9.30%	9.12%	9.12%
601116.SH	三江购物	4.68%	4.68%	4.68%	4.68%
002251.SZ	步步高	-	-	-	-
601933.SH	永辉超市	-	-	-	-
002697.SZ	红旗连锁	-	-	-	-

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理, 截止 2020 年 9 月 23 日

4.投资标的: 结合超市行业的核心投资逻辑, 我们维持推荐持续夯实生鲜供应链优势并深挖供应链潜力以构建自有品牌壁垒, 与此同时兼顾线下门店扩张与线上到家业务拓展的地方龙头及全国龙头超市企业。对应推荐标的包括: 家家悦 (603708.SH)、永辉超市 (601933.SH)。

三、盈利预测

表 24: 标的公司盈利预测

股票代码	公司名称		营收规模 (亿元) 及增速 (%)				归母净利润规模 (亿元) 及增速 (%)			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
603605.SH	珀莱雅	规模	31.24	38.42	45.53	52.52	3.93	4.74	5.71	6.82
		增速	32.28%	23.01%	18.50%	15.36%	37.28%	20.60%	20.56%	19.52%
		EPS	1.951	2.353	2.845	3.401				
		PE	51	60	50	42				
603983.SH	丸美股份	规模	18.01	20.47	22.99	25.45	5.15	6.05	6.97	7.92
		增速	14.28%	13.65%	12.33%	10.70%	23.99%	17.55%	15.23%	13.57%
		EPS	1.370	1.509	1.739	1.975				

600315.SH	上海家化	PE	45	44	38	33				
		规模	75.97	75.34	85.62	92.86	5.57	4.63	5.85	6.55
		增速	6.43%	-0.83%	13.65%	8.45%	3.09%	-16.83%	26.34%	11.82%
002511.SZ	中顺洁柔	EPS	0.830	0.690	0.872	0.975				
		PE	33	56	44	40				
		规模	66.35	77.55	92.20	104.17	6.04	9.96	10.82	11.61
603833.SH	欧派家居	增速	16.84%	16.88%	18.90%	12.98%	48.36%	65.00%	8.59%	7.29%
		EPS	0.458	0.760	0.825	0.886				
		PE	27	29	23	21				
002572.SZ	索菲亚	规模	135.33	142.13	170.49	207.08	18.39	19.87	23.24	27.5
		增速	17.59%	5.02%	19.96%	21.46%	17.02%	8.03%	16.96%	18.31%
		EPS	3.127	3.378	3.951	4.674				
603898.SH	好莱客	PE	28	33	28	24				
		规模	76.86	78.65	93.77	103.36	10.77	11.74	13.41	14.78
		增速	5.13%	2.33%	19.22%	10.23%	12.34%	8.94%	14.23%	10.22%
603816.SH	顾家家居	EPS	1.181	1.287	1.470	1.620				
		PE	19	22	19	17				
		规模	22.25	22.95	25.66	28.67	3.6452	3.6581	4.1178	4.6141
603708.SH	家家悦	增速	4.34%	3.14%	11.81%	11.71%	-4.63%	0.35%	12.57%	12.05%
		EPS	1.177	1.181	1.329	1.490				
		PE	15	14	13	11				
601933.SH	永辉超市	规模	110.94	116.31	145.34	166.41	11.61	12.37	15.34	18.56
		增速	20.95%	4.84%	24.97%	14.50%	17.36%	6.51%	24.06%	20.96%
		EPS	1.836	1.956	2.426	2.935				
603708.SH	家家悦	PE	34	32	26	21				
		规模	152.64	190.84	213.12	234.35	4.58	5.68	6.75	7.46
		增速	19.90%	25.09%	11.61%	9.96%	6.43%	24.20%	18.72%	10.59%
601933.SH	永辉超市	EPS	0.752	0.934	1.109	1.226				
		PE	31	39	33	30				
		规模	848.77	1027.41	1249.12	1418.34	15.64	23.62	30.4	38.43
601933.SH	永辉超市	增速	20.36%	21.10%	21.58%	13.55%	5.63%	51.03%	28.73%	26.39%
		EPS	0.163	0.247	0.318	0.402				
		PE	36	33	26	20				

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理, 截止 2020 年 9 月 23 日

注: 好莱客(603898.SH)盈利预测为 WIND 一致预期

四、风险提示

行业内竞争加剧的风险; 原材料价格波动的风险; 产能与实际需求不匹配的风险; 门店或是渠道扩张铺设效果不及预期的风险; 房地产销售持续低迷的风险; CPI 表现不及预期的风险。

插图目录

图 1: 商贸零售&轻工制造行业一体化投资框架路径图	3
图 2: Q4 消费旺季特征明显, 占社零总额比重居四季之首 (%)	4
图 3: 十一假期日均销售额增速即为年内社消表现上限 (%)	4
图 4: 十一销售额占十月当月社零总额近 4 成份额 (%)	4
图 5: 双 11 淘宝销售额同比增速为全年网上销售额上限 (%)	5
图 6: 过去 3 年, Q4 线上显著优于线下与社零整体表现 (%)	5
图 7: 过去 3 年, 非耐用品品类扩大对耐用品的领先优势 (%)	5
图 8: 过去 3 年, 化妆品 Q4 景气度抬升确定性较高, 其余消费品表现不一 (%)	6
图 9: 2005-2019 年我国化妆品行业规模持续扩张 (亿元, %)	7
图 10: 19 年我国化妆品市场已取代日本成为全球第二大市场 (%)	7
图 11: 2005-2019 年我国化妆品市场主要由高端市场驱动 (%)	7
图 12: 2005-2019 年我国化妆品市场主要由护肤品与彩妆驱动 (%)	7
图 13: 2005-2019 年我国化妆品市场线上占比持续提升 (%)	7
图 14: 我国化妆品市场 3 大长期发展趋势展望	8
图 15: 彩妆线上销量与销售额环比增速均于 11 月触顶 (%)	8
图 16: 护肤品线上销量与销售环比增速均于 11 月触顶 (%)	8
图 17: 2005-2019 年我国生活用纸行业规模稳步扩张 (%)	10
图 18: 2005-2019 年我国生活用纸行业增速 (%) 领先全球水平	10
图 19: 2005-2019 年我国生活用纸行业份额稳步提升 (%)	11
图 20: 截止 2019 年我国生活用纸行业份额占比位居首位	11
图 21: 2005-2019 年我国生活用纸行业家庭内使用场景占据主要份额	11
图 22: 2005-2019 年我国生活用纸行业卫生用品类产品占据主要份额, 但纸巾类产品出现提速增长	11
图 23: 中美生活用纸行业内公司集中度存在较大差异	12
图 24: 中美生活用纸行业内品牌集中度差距较小	12
图 25: 生活用纸出厂价与木浆价格价差基本保持稳定	13
图 26: 我国生活用纸供需饱和, 产能利用率逐年下滑	13
图 27: 重点国家和地区人均生活用纸消费情况-按出厂价核算 (美元/人)	13
图 28: 线上电商渠道内生活用纸销售额占比逐步提升, 挤压线下商超份额	14
图 29: 家具零售额与产值疫情期间同比大幅下滑 (亿元, %)	15
图 30: 家具制造业新建城镇固定资产投资完成额及同比 (亿元, %)	15
图 31: 疫情致亏损企业激增但总数仍保持净增加 (家, %)	16
图 32: 家具制造业市场集中度提升缓慢且仍处较低水平 (%)	16
图 34: 2019 年中美两国家具制造龙头企业集中度情况 (%)	19
图 35: 中国定制橱柜行业 2018 年市场集中度情况 (%)	19
图 36: 房地产重点数据与家具产值季度表现间的关联 (%)	20
图 37: 16 年至今住宅竣工面积与同比增速 (万 m ² , %)	20

图 38: 16 年至今全国商品房年度销售面积(亿 m ² , %)	21
图 39: 10 年至今 30 大中城市年度商品房销售面积 (万 m ²)	21
图 40: 我国超市卖场行业规模维持稳步增长 (亿元, %)	23
图 41: 我国超市卖场数量保持降速增长 (家, %)	23
图 42: 我国超市卖场店均面积降幅略有收窄 (平方米/家, %)	23
图 43: 我国超市卖场店均销售额降幅持续收窄 (万元/家, %)	23
图 44: 我国超市卖场内生鲜与食品销售额占比超 9 成 (%)	24
图 45: 我国超市卖场内生鲜与包装食品占比抬升, 日用品下滑 (%)	24
图 46: 大卖场店内生鲜与包装食品销售额占比波动上行 (%)	24
图 47: 综超门店内生鲜占比提升, 明显挤压包装食品份额 (%)	24
图 48: 我国超市卖场行业公司集中度提升缓慢 (%)	24
图 49: 我国超市卖场行业按公司分 TOP5 内资占主导	24
图 50: 我国超市规模较 GDP 和社消走势率先反弹 (亿元, %)	25
图 51: 我国超市卖场年销售额占社消比重持续下滑 (%)	25
图 52: 我国人均年超市消费额远低于美、日水平 (万元/人)	25
图 53: 我国人均超市消费额占可支配收入比重介于美、日之间 (%)	25
图 54: 生鲜零售市场增长稳健, 生鲜电商规模扩张迅速 (%)	26
图 55: 我国生鲜零售市场中农贸市场占据主导, 电商崛起迅猛 (%)	26
图 56: 超市企业加快数字化转型, 到家业务爆发式增长 (%)	27
图 57: 美国超市卖场行业 CR10 超 8 成 (%)	27

表格目录

表 1: 标的公司涨跌幅回顾	9
表 2: 标的公司持仓基金数量情况	9
表 3: 标的公司基金持股比例情况	9
表 4: 标的公司沪港通持股比例情况 (占自由流通股比例)	9
表 5: 标的公司外资持股比例情况 (占自由流通股比例, 包括 QFII、RQFII 与外资私募机构)	9
表 6: 2017-2019 年生活用纸行业中按照纸中类与卫生用品类区分的头部品牌及所属公司	12
表 7: 标的公司涨跌幅回顾	14
表 8: 标的公司持仓基金数量情况	14
表 9: 标的公司基金持股比例情况	15
表 10: 标的公司沪港通持股比例情况 (占自由流通股比例)	15
表 11: 中国家具市场每人每平方米消费量测算	16
表 12: 美国家具市场每人每平方米消费量测算	17
表 13: 2015 年世界主要国家家具制造业行业集中度	18
表 14: 标的公司涨跌幅回顾	21
表 15: 标的公司持仓基金数量情况	21
表 16: 标的公司基金持股比例情况	22
表 17: 标的公司沪港通持股比例情况 (占自由流通股比例)	22
表 18: 标的公司外资持股比例情况 (占自由流通股比例, 包括 QFII、RQFII 与外资私募机构)	22

表 19: 标的公司涨跌幅回顾.....	27
表 20: 标的公司持仓基金数量情况.....	27
表 21: 标的公司基金持股比例情况.....	28
表 22: 标的公司沪港通持股比例情况（占自由流通股比例）.....	28
表 23: 标的公司外资持股比例情况（占自由流通股比例，包括 QFII、RQFII 与外资私募机构）.....	28
表 24: 标的公司盈利预测.....	28

分析师简介

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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

李昂： 商贸零售行业分析师，英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士，证券从业时间 6 年，2014 年 7 月加盟银河证券研究院从事社会服务行业研究工作，2016 年 7 月转型商贸零售行业研究。

甄唯莹： 商贸零售行业分析师，中央财经大学学士，澳大利亚悉尼大学硕士，证券从业时间 2 年，2018 年 5 月加盟银河证券研究院从事商贸零售行业研究。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6 - 12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6 - 12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回

报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6 - 12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平

均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6 - 12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报

相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6 - 12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回

报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不

应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京地区：耿尤繇 010-66568479

gengyouyou@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn