

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2018年12月17日

分析师

分析师：张潇 S1070518090001

☎ 0755-83881635

✉ xiaozhang@cgws.com

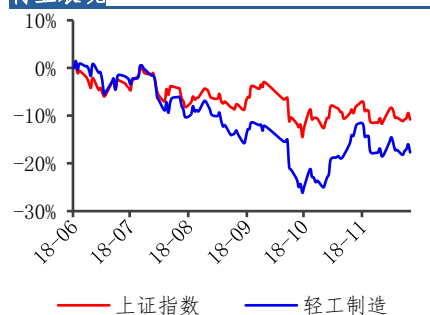
联系人（研究助理）：林彦宏

S1070117010015

☎ 0755-83881635

✉ linyh@cgws.com

行业表现



数据来源：贝格数据

11月社零增速继续下滑，日用品表现突出

——轻工制造行业动态点评

核心观点

- 11月社零增速名义值下行，实际值提升。**11月单月社会消费品零售总额35,260亿元，同比增长8.1%(前值+9.6%)，剔除价格影响的实际同比增速为5.8%(前值+5.6%)，较上月略有提升。1-11月累计同比+9.1%(前值+9.2%)。**分渠道看**，11月线上零售虽然有双十一的加持，增速下行却远快于线上，单月同比仅为16.4%(前值+25.2%)；**分地理位置看**，乡村与城镇增速下行40bp/50bp至9.3%/7.9%，下行幅度乡村略好于城镇。**分品类看**，3个品类出现负增长：办公用品、通讯器材和汽车，半数品类增速环比下降；轻工板块的品类中日用品表现突出(+16.0%)，金银珠宝类增速环比回暖(增速改善90bp)。
- 轻工板块方面，**日用品**继续延续前期亮眼表现，单月同比增速16.0%(前值+10.2%)，增速在所有品类中位列第一；今年以来日用品类保持在10%以上的快速增长，体现出日用品类较强的抗周期性。**金银珠宝类**增速环比回暖90bps至5.6%，今年前11月增速中枢较去年有一定的提升，金银珠宝行业仍在继续复苏。**文化办公用品**同比-0.4%(前值-3.3%)，零售额延续负增长但降幅环比收窄。**家具类**同比+8.0%(前值+9.5%)，增速连续两月下滑，近一年单月房屋竣工面积同比均下滑，近三月商品房销售面积出现负增长，短期内家具行业整体消费增速有一定的压力，对龙头企业短空长多，长期有望获益于集中度提升。
- 投资建议：日用品板块：**必选消费抗周期性较强，需求增速较快，推荐关注下游需求刚性，木浆价格下跌释放盈利弹性的生活用纸龙头【中顺洁柔】；**金银珠宝板块：**珠宝行业持续复苏，消费升级带动珠宝首饰需求，推荐关注渠道加速扩张，产品结构优化，盈利能力不断改善的【周大生】，国内外网点布局加强，产品结构升级，经济下行环境下避险价值凸显的老牌黄金首饰龙头【老凤祥】；**文化办公板块：**行业集中度提升明显，过往社零增速与龙头收入增速存在分化，关注传统业务扎实，拓展办公与精品文具的【晨光文具】；**造纸和包装板块：**推荐关注与小米、云南中烟展开合作，瞄准新型电子烟市场的【劲嘉股份】，客户结构持续优化升级，Google等新客户逐渐放量的【裕同科技】，海外布局林浆纸一体化降低成本，发力箱板纸业务的【太阳纸业】。**家具板块：**地产周期或持续影响家居板块，大家居战略保证成长性，原材料价格步入下行通道，首推受地产周期影响较小、盈利弹性较大的软体品类，再看地产下行周期中中小企业出清、龙头企业受益于集中度提升的定制品类。软体板块推荐【梦百合】国内记忆棉床垫龙头，出口占比82%，不受国内地产周期扰动，原材料、汇兑敞口较大，利润弹性充足；【敏华控股】护城河明显；【顾家家居】切向功能沙发快车道、进行大家居零售化布局；定制板块推荐瞄准整装市场、提前布

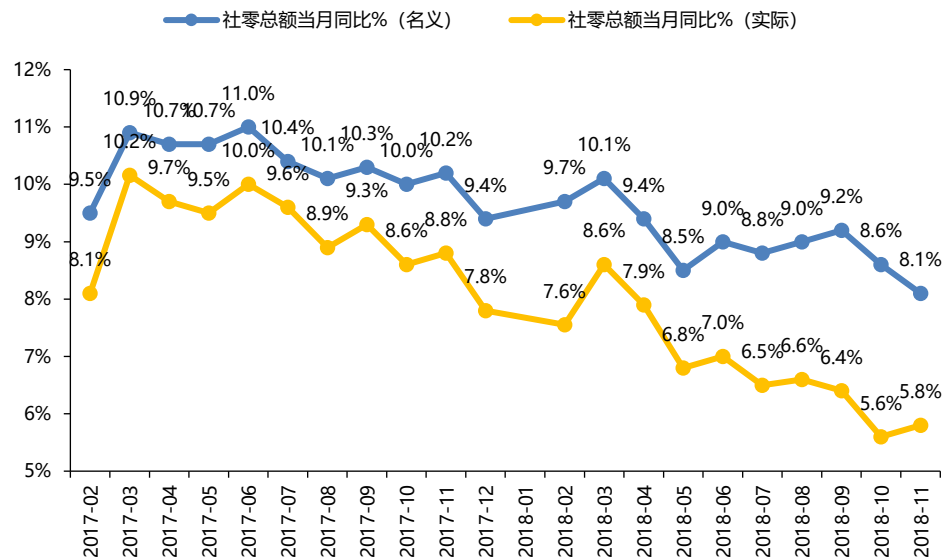
局抢占流量的龙头【尚品宅配】、【索菲亚】、【欧派家居】。

- **风险提示：**原材料价格大幅波动，贸易战争端加剧，地产调控超预期，景气度下降。

1. 11月社零同比增长8.1%，增速继续下滑

11月社零增速继续下滑。11月单月社会消费品零售总额35260亿元，同比增长8.1%（剔除价格影响的同比增速为5.8%，1-11月累计同比+9.1%，11月单月增速环比下降0.5pcpts，社零单月同比增长连续两月下滑。

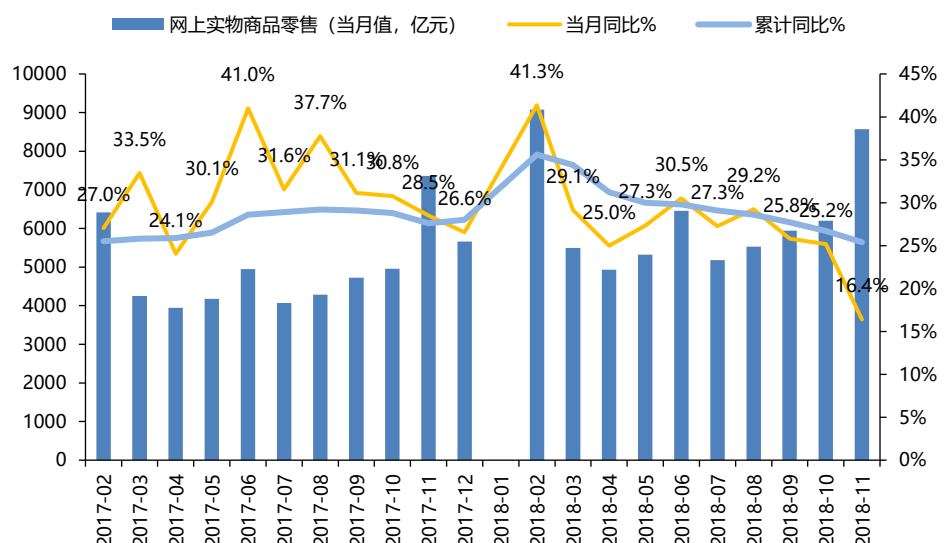
图1：社零总额同比增长



资料来源：国家统计局，长城证券研究所

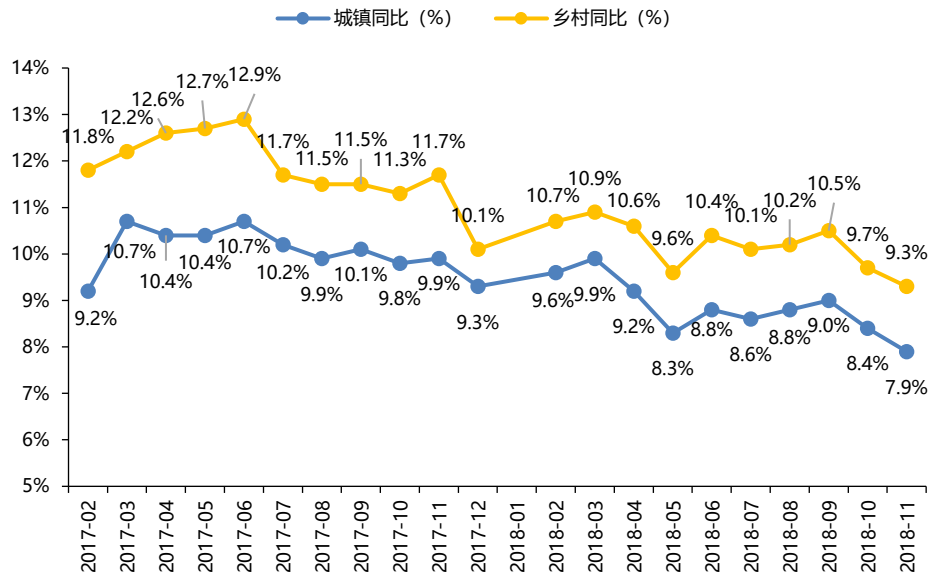
分渠道看，11月线上零售增速下滑明显。11月实物商品网上零售额8569亿元，同比+16.4%，增速环比下滑8.8pcpts，占社零总额的24.3%，增速下滑较多，与11月是电商消费高峰，往年基数较高有关。**分地理位置看，乡村与城镇增速继续同步下滑，但下滑幅度略有收窄。**10月乡村社零同比+9.3%，增速环比-0.4pcpts，城镇社零同比+7.9%，增速环比-0.5pcpts。

图2：实物商品网上零售额及增速



资料来源：国家统计局，长城证券研究所

图 3: 城镇及乡村社零同比增速

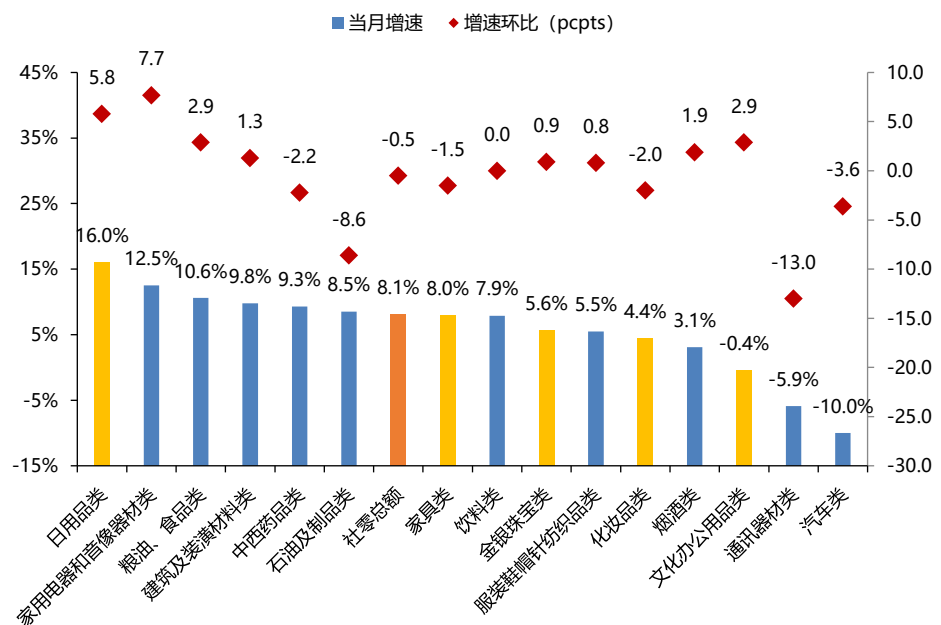


资料来源: 国家统计局, 长城证券研究所

分品类看, 3 个品类出现负增长, 半数品类增速环比出现下滑, 增速前三的有: 日用品类 (+16.0%, 增速环比+5.8pcpts)、家用电器和音像器材类 (+12.5%, 增速环比+7.7pcpts)、粮油食品类 (+10.6%, 增速环比+2.9pcpts); 增速后三的有: 汽车类 (-10.0%, 增速环比-3.6pcpts)、通讯器材类 (-5.9%, 增速环比-13pcpts)、文化办公用品类 (-0.4%, 增速环比 2.9pcpts)。

轻工板块的品类中日用品表现突出, 金银珠宝类增速环比回暖。轻工板块的品类: 日用品类 (+16.0%, 增速环比+5.8pcpts)、家具类 (+8.0%, 增速环比-1.5pcpts)、金银珠宝类 +5.6%, 增速环比+0.9pcpts)、化妆品类 (+4.4%, 增速环比-2.0pcpts)、文化办公用品类 (-0.4%, 增速环比+2.9pcpts)。

图 4: 城镇及乡村社零同比增速

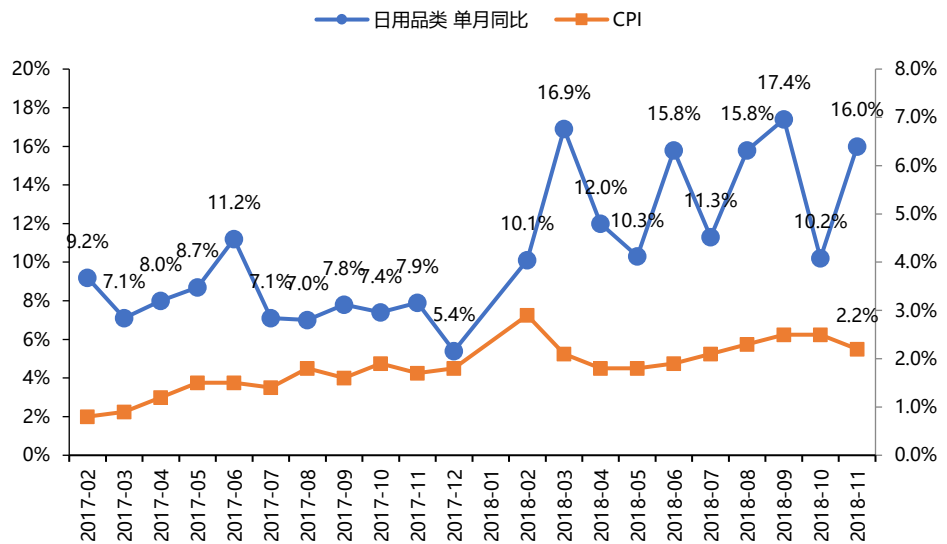


资料来源：国家统计局，长城证券研究所

2. 轻工板块：日用品表现亮眼

日用品继续表现亮眼。日用品类 10 月社零同比+16.0%，增速环比+5.8pcpts；今年以来日用品类保持在 10% 以上的快速增长，除去年相对低基数因素以外，通胀也有一定的贡献。总体来看，日用品表现出抗周期性，消费下行环境下防御性强，轻工板块推荐关注生活用纸龙头【中顺洁柔】。

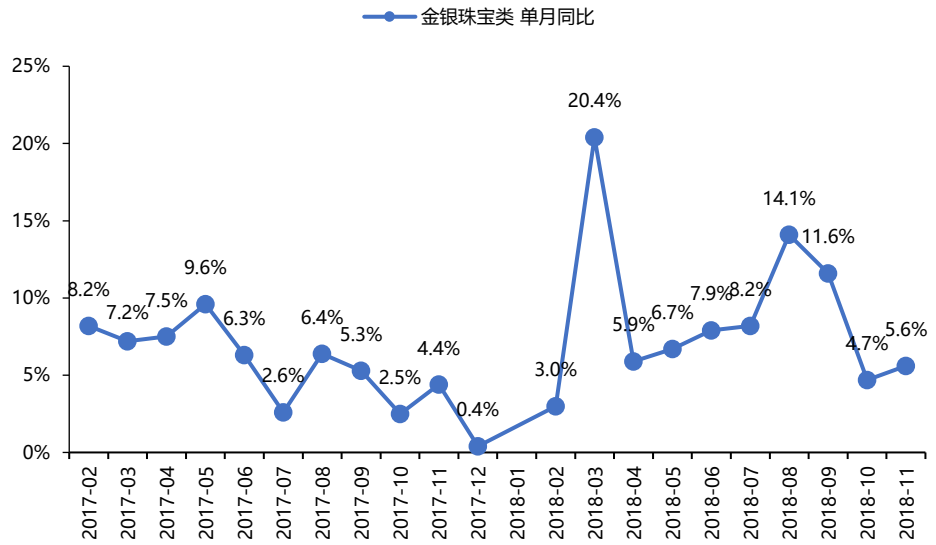
图 8：日用品社零单月同比增速



资料来源：国家统计局，长城证券研究所

金银珠宝类有所回暖。金银珠宝类 11 月社零同比+5.6%，增速环比+0.9pcpts，增速在 9、10 两月大幅下滑后有所回升，建议继续关注。轻工板块建议关注珠宝消费龙头【老凤祥】、【周大生】。

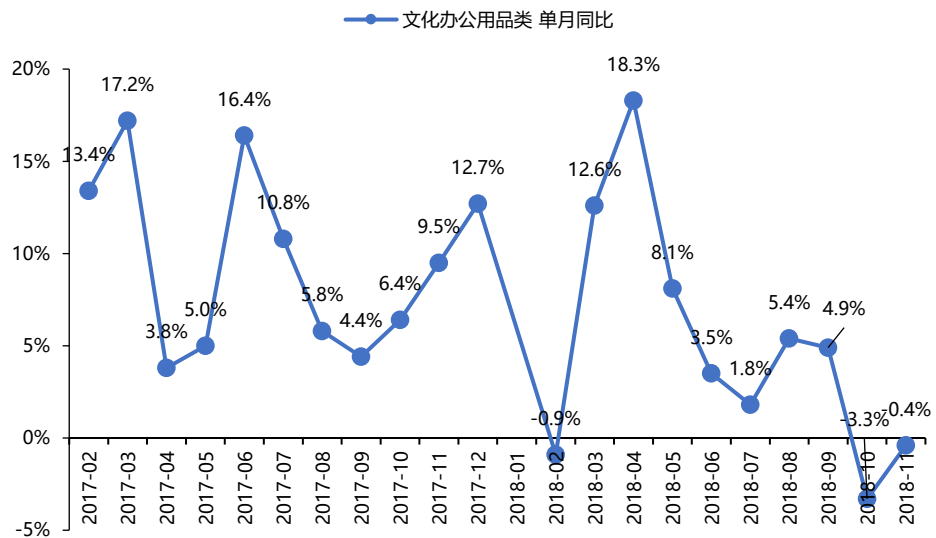
图 9：金银珠宝社零单月同比增速



资料来源：国家统计局，长城证券研究所

文化办公用品零售额下滑幅度收窄。文化办公用品 11 月社零同比-0.4%，增速环比+2.9pcpts，零售额下滑幅度有所收窄。虽然文化办公用品近半年需求增长显露疲态，但行业集中度提升趋势非常明显，过往社零增速与传统业务扎实、拓展办公与精品文具的龙头【晨光文具】收入增速存在分化，推荐关注。

图 10：文化办公用品社零单月同比增速

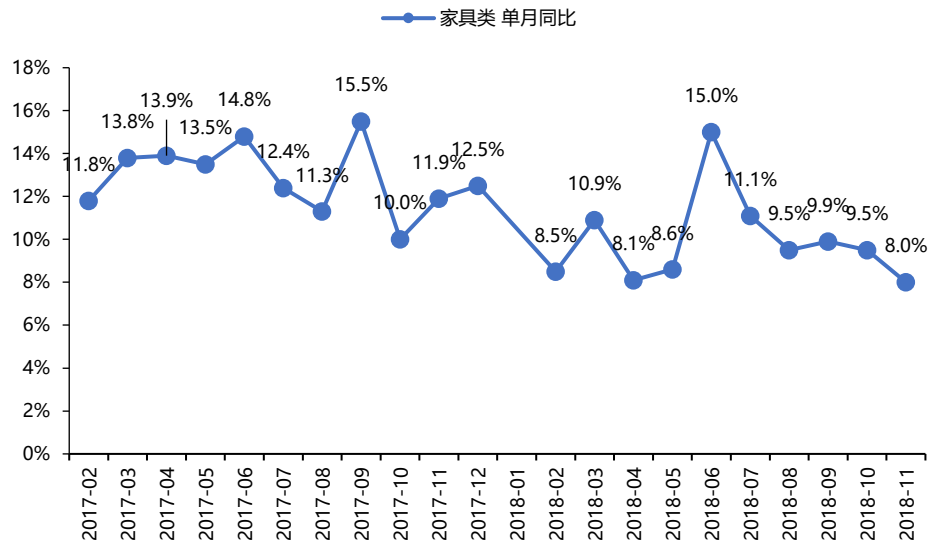


资料来源：国家统计局，长城证券研究所

家具类社零增速连续两月下滑。家具类 11 月社零同比+8.0%，增速环比-1.5pcpts。地产方面，11 月房屋竣工面积同比下降 11.0%，商品房销售面积同比下降 5.1%；近一年单月房屋竣工面积同比均下滑，近三月商品房单月销售面积出现负增长，房地产仍未出现好转迹象。考虑到家具消费相对于房地产的滞后性，短期内家具行业整体消费增速有一定的压力，但面对需求下滑的挑战，龙头企业准备较为充分，应变能力强，通过扩品类、布局大家居、全渠道营销等方式应对压力，而中小企业则可能在地产低迷的压力下加速出清，行业集中度有望快速提升。同时【索菲亚】、【欧派家居】、【尚品宅配】等定制龙头瞄准整装市场，抢占前端流量，把握行业风口；而软体行业市场集中度很低，【梦百合】、

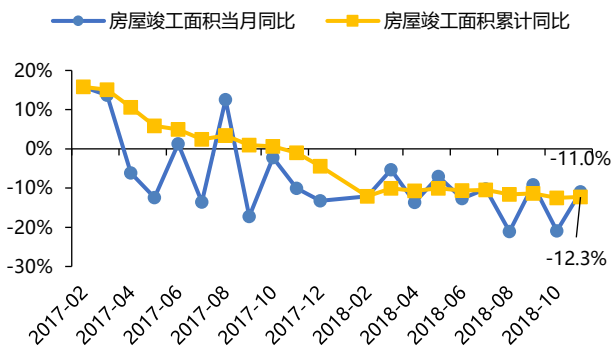
【顾家家居】、【敏华控股】等龙头空间充足，且受益于原材料价格下跌，成本压力得以释放，盈利能力恢复。

图 5: 家具类社零单月同比增速



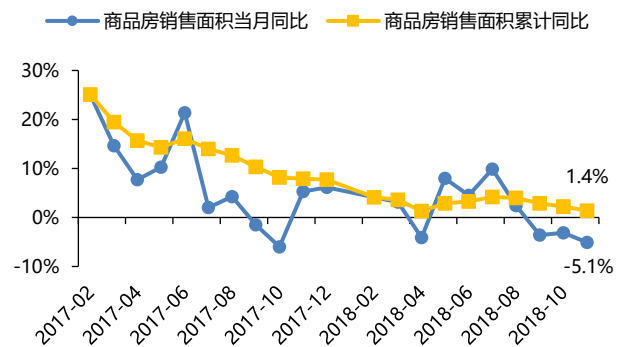
资料来源: 国家统计局, 长城证券研究所

图 6: 房屋竣工面积单月同比



资料来源: 国家统计局, 长城证券研究所

图 7: 商品房销售面积单月同比



资料来源: 国家统计局, 长城证券研究所

3. 投资建议

- **日用品板块：**必选消费抗周期性较强，需求增速较快，推荐关注下游需求刚性，木浆价格下跌释放盈利弹性的生活用纸龙头【中顺洁柔】；
- **金银珠宝板块：**珠宝行业持续复苏，消费升级带动珠宝首饰需求，推荐关注渠道加速扩张，产品结构优化，盈利能力不断改善的【周大生】，国内外网点布局加强，产品结构升级，经济下行环境下避险价值凸显的老牌黄金首饰龙头【老凤祥】；
- **文化办公板块：**行业集中度提升明显，过往社零增速与龙头收入增速存在分化，关注传统业务扎实，拓展办公与精品文具的【晨光文具】；
- **造纸和包装板块：**推荐关注与小米、云南中烟展开合作，瞄准新型电子烟市场的【劲嘉股份】，客户结构持续优化升级，Google 等新客户逐渐放量的【裕同科技】，海外布局林浆纸一体化降低成本，发力箱板纸业务的【太阳纸业】
- **家具板块：**地产周期或持续影响家居板块，大家居战略保证成长性，原材料价格步入下行通道，首推受地产周期影响较小、盈利弹性较大的软体品类，再看地产下行周期中中小企业出清、龙头企业受益于集中度提升的定制品类。首推软体板块推荐【梦百合】国内记忆棉床垫龙头，出口占比 82%，不受国内地产周期扰动，出口占比 82%，原材料、汇兑敞口较大，利润弹性充足；【敏华控股】护城河明显；【顾家家居】切向功能沙发快车道、进行大家居零售化布局；定制板块推荐瞄准整装市场、提前布局抢占流量的龙头【尚品宅配】、【索菲亚】、【欧派家居】。

4. 风险提示

原材料价格大幅波动，贸易战争端加剧，地产调控超预期，景气度下降。

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>

