

轻工制造行业 2019 年一季报总结

2019Q1 行业业绩增速承压，家具文娱珠宝子板块情况较 Q4 环比有所改善

推荐（维持）

- **轻工制造行业目前约占全部 A 股总市值 1.29%。**我们选择轻工制造行业中 118 只有代表性股票作为分析样本，将轻工制造行业分为造纸、包装印刷、家具、珠宝首饰、文娱用品、其他家用轻工 6 个细分行业，按照 2019 年 4 月 30 日收盘价计算总市值为 7809.91 亿元，约占沪深两市 A 股总市值 1.29%。
- **营业收入：2019Q1 轻工制造整体营收增速同比放缓环比改善。**2019 年 Q1 样本合计营业总收入 1074 亿元，同比增长 7.69%。其中，主要收入贡献来自造纸、包装印刷和家具，2019Q1 样本总收入中造纸/包装印刷/家具板块收入占比 30.1%/20.8%/19.4%。营业总收入增速方面，2019Q1 轻工制造整体及各细分板块营收增速同比下降，环比提升。其中，2019Q1 轻工制造整体营收同比+7.69%（增速同比-12.77pct，环比+0.23pct）；造纸营收同比-2.52%（增速同比-23.02pct，环比+0.29pct）；家具营收同比+12.65%（增速同比-11.69pct，环比+0.86pct）；其他家用轻工营收同比+12.34%（增速同比-14.73pct，环比-16.83pct）。
- **归母净利润：2019Q1 行业整体业绩同比下滑，造纸、包装与家具为主要业绩贡献板块。**2019Q1 样本合计归母净利润 64.47 亿元，同比下滑 10.28%。其中，主要业绩贡献来自造纸、包装印刷和家具，2019Q1 样本归母净利润中造纸/包装印刷/家具板块业绩占比 24.8%/27.1%/22.3%。业绩增速方面，2019Q1 轻工制造整体及各细分板块业绩增速同比下降，环比提升，家具子板块改善最为明显。其中，2019Q1 轻工制造整体业绩同比-10.28%（增速同比-20.90pct，环比+46.20pct）；造纸业绩同比-48.25%（增速同比-78.46pct，环比+9.49pct）；家具业绩同比+27.34%（增速同比+34.15pct，环比+129.05pct）；其他家用轻工业绩同比+15.68%（增速同比-1.88pct，环比-2.40pct）。
- **盈利能力：2019Q1 家具、文娱、珠宝子板块/毛利率净利率改善明显。**2019Q1 样本整体毛利率同比-1.52 pct 至 22.49%，其中，造纸子板块毛利率 17.75%（同比-6.94pct），包装印刷毛利率 23.11%（同比-0.27pct），珠宝首饰毛利率 12.66%（同比+0.89pct），文娱用品毛利率 29.01%（同比+1.85pct），家具毛利率 34.32%（同比+0.88pct），其他家用轻工毛利率 31.26%（同比+0.85pct）。
- **轻工行业投资策略：品牌家居白银时代到来，渠道优势成为龙头家居企业护城河。**我们认为随着轻工各个子行业均呈现增速换挡，行业投资逻辑从全行业的高速发展以及景气转移到细分行业中优秀企业运用自身的竞争优势扩张市场份额。家居细分行业值得重点关注，随着家居行业的增长方式逐渐从传统的渠道扩张向存量渠道竞争迁移，那些渠道管理能力优异，能够有效将整装等新流量整合进自身客户体系的公司将成为“白银时代”的赢家。
- **风险提示：房地产周期持续下行带来家具行业需求下降风险；中美贸易摩擦可能持续加剧，进而加大出口型企业接单压力和汇兑压力。**

华创证券研究所

证券分析师：郭庆龙

电话：010-63214658
邮箱：guoqinglong@hcyjs.com
执业编号：S0360518100001

证券分析师：陈梦

电话：010-66500831
邮箱：chenmeng1@hcyjs.com
执业编号：S0360518110002

联系人：葛文欣

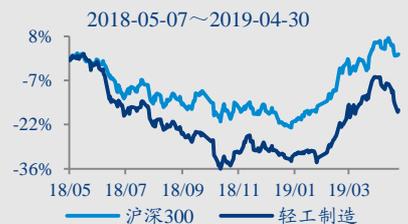
电话：010-63215669
邮箱：gewenxin@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	124	3.43
总市值(亿元)	7,901.69	1.28
流通市值(亿元)	5,394.53	1.19

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-11.77	20.52	-10.62
相对表现	-8.1	1.59	-14.29



相关研究报告

《轻工制造行业周报（20190408-20190414）：聚焦欧派家居年报超预期，持续关注家居核心价值》

2019-04-14

《轻工制造行业周报（20190415-20190421）：持续关注家居行业龙头企业投资机会；3月底港口木浆库存仍保持高位震荡》

2019-04-21

《轻工制造行业 2019 年中期投资策略：品牌家居的白银时代，渠道能力成取胜内核》

2019-04-29

目录

一、轻工制造行业总市值约占全部 A 股总市值 1.29%.....	6
二、2019 年一季报总览：营收与业绩增速放缓，盈利能力短期承压.....	6
（一）营业收入：造纸占比约三成，整体营收增速同比放缓环比改善.....	6
（二）归母净利润：2019Q1 行业整体业绩同比下滑，造纸、包装与家具为主要业绩贡献板块.....	7
（三）盈利能力：2019Q1 家具、文娱、珠宝子板块/毛利率净利率改善明显.....	8
（四）主要上市公司：细分子行业龙头优势相对明显.....	9
三、投资策略：品牌家居白银时代到来，渠道优势成为龙头家居企业护城河.....	11
（一）定制家具：海外经验指示品牌家居成长方向，渠道变革成行业主线.....	11
1、透过日本迷雾看中国：品牌家居企业大有可为.....	11
2、透过中国厨电行业发展看橱柜：中国千亿橱柜市场有望诞生千亿市值公司.....	16
（二）LED 照明行业：格局分散，发展空间广阔.....	20
（三）软体家具：竞争格局为先，大软体融合为行业趋势.....	22
1、国内沙发行业市场规模约为 520 亿元，中国是软体家具主要出口国.....	22
2、我国软体家具市场集中度低，CR4 仅为 12.09%，对标美国沙发龙头 CR4 超 50%.....	23
3、海绵原材料价格处于相对低位，软体家具企业成本压力有望缓解.....	24
（四）造纸行业：新增产能并未大规模出现，原材料海外布局成为核心竞争力.....	25
1、2016 年下半年-2017 年上半年：原材料充足，供给侧改革和环保推动供需结构改善是行业主线.....	25
2、环保导致大规模产能扩张并未出现，行业固定资产投资低迷.....	26
3、废纸新政推动，原料持续紧缺，对纸品价格构成支撑.....	26
4、原材料紧俏背景下，自主造浆+海外布局价值凸显.....	28
（五）珠宝首饰：乘消费升级好风，龙头珠宝商渠道&品牌优势尽显.....	29
1、珠宝市场规模逾 5000 亿，黄金、钻石交易活跃.....	29
2、消费升级驱动珠宝消费，钻石镶嵌类异军突起.....	30
3、行业厂商三级次分布，拓渠道、轻资产成重要成长路径.....	32
四、风险提示.....	34

图表目录

图表 1: 118 家可比公司, 共计 6 个细分行业, 2019-04-30 收盘价计算总市值为 7809.91 亿元.....	6
图表 2: 2019 年 Q1 各子行业收入占比.....	7
图表 3: 2019Q1 轻工制造营收增速同比放缓.....	7
图表 4: 2019Q1 轻工制造营收增速环比改善.....	7
图表 5: 2019Q1 各子行业业绩占比.....	8
图表 6: 2019Q1 轻工制造整体业绩增速同比下滑.....	8
图表 7: 2019Q1 轻工制造整体业绩增速环比改善, 其中家具板块改善最为明显.....	8
图表 8: 2019Q1 样本整体毛利率同比-1.52 pct 至 22.49%, 造纸下滑明显, 家具、文娱、珠宝同比改善.....	9
图表 9: 2019Q1 轻工制造整体净利率同比下降, 家具、珠宝、文娱板块同比改善.....	9
图表 10: 主要轻工制造公司 2019Q1 营收与业绩情况.....	10
图表 11: 90 年代日本与当下中国对比, 宏观上的“同”和行业环境的“异”.....	11
图表 12: 1991-2018 年日本家具销售额持续下降.....	12
图表 13: 日本家具销售与房地产销售波动一致.....	12
图表 14: 家具零售渠道的销售额持续下滑.....	13
图表 15: 日本 90 年代家具企业总数整体呈下降趋势.....	13
图表 16: 日本 90 年代大量中小型家具企业倒闭.....	13
图表 17: 日本消费特点时代变迁.....	13
图表 18: 日本 90 年代地泡沫破裂后宜得利与大塚家具保持高于行业增速发展.....	14
图表 19: 宜得利营业收入持续增长.....	15
图表 20: 宜得利归母净利润持续增长.....	15
图表 21: 大塚家具营业收入(百万日元)及增速.....	15
图表 22: 大塚家具卖场面积与店铺数变动.....	15
图表 23: 非连锁模式占商场渠道份额下降.....	16
图表 24: 连锁模式占商场渠道份额提升.....	16
图表 25: 中国橱柜与油烟机行业发展的异同之处.....	17
图表 26: 家具主营业务收入与商品房交房数据相关高.....	18
图表 27: 油烟机销量与商品房交房数据相关度高.....	18
图表 28: 橱柜生产企业分布(上市公司).....	18
图表 29: 厨电生产企业分布(上市公司).....	18
图表 30: 2017 年橱柜市场份额.....	19
图表 31: 2017 年油烟机零售额份额.....	19
图表 32: 2018 年主要橱柜和油烟机企业销售收入结构-分渠道.....	19

图表 33: 家居装饰及家具行业销售渠道体量拆分 (2016 年)	20
图表 34: 照明行业技术变迁历史	20
图表 35: 全球 LED 照明市场规模持续增长	21
图表 36: 全球 LED 照明渗透率快速提升	21
图表 37: 我国 LED 照明产业各环节产业规模 (亿元)	21
图表 38: 2018 年我国半导体照明应用领域分布	21
图表 39: 不同照明企业营销模式比较	21
图表 40: 沙发销售量增长趋势与软体相似	23
图表 41: 沙发主要出口对象为美国	23
图表 42: 功能沙发市场规模测算	23
图表 43: 中国沙发行业 CR4 不足 15%	24
图表 44: 美国沙发行业 CR4 占比超过 50%	24
图表 45: 海绵原材料 MDI 价格 2018 年呈下降趋势	24
图表 46: 海绵原材料 TDI 价格 2018 年呈下降趋势	24
图表 47: 海绵原材料聚醚价格 2018 年呈下降趋势	25
图表 48: 海绵原材料 TDI 价格还未下降至历史低点	25
图表 49: 2014 年-2015 年纸企亏损总额处于历史峰值	25
图表 50: 纸企数量自 2014 年逐渐减少	25
图表 51: 2014 年-2016 年上半年纸企固定资产投资停滞	26
图表 52: 纸及纸板消费量自 2012 年以后缓幅上升	26
图表 53: 2018 年下半年以来造纸固定资产投资低迷	26
图表 54: 大纸企各纸种新增产能统计	26
图表 55: 废纸新规出台, 国废价格一路上涨	27
图表 56: 2017 年下半年以来废纸审批量大幅下滑	27
图表 57: 预计 2018 年进口废纸量大幅降低	27
图表 58: 预计 2018 年木浆进口量仍维持稳定增长	28
图表 59: 太阳纸业、晨鸣纸业新建浆纸产能	28
图表 60: 太阳纸业老挝基地布局	29
图表 61: 历年限额以上金银珠宝类零售额及同比	30
图表 62: 可选消费占比随人均 GDP 增加而增加	31
图表 63: 消费者购买珠宝结构占比	31
图表 64: 中国千禧一代钻石持有率提升	31
图表 65: 千禧一代是钻石消费主力军	31
图表 66: 2016 年金饰和钻石饰品持有率	32

图表 67: 线下门店是培养消费者感知的重要来源	32
图表 68: 我国珠宝首饰市场主要参与者构成	33
图表 69: 2015 年珠宝行业市占率	33
图表 70: 国内上市公司产品种类及生产模式	33
图表 71: 珠宝行业公司营业收入对比 (单位: 亿元)	34
图表 72: 珠宝行业公司净利润对比 (单位: 百万元)	34

一、轻工制造行业总市值约占全部 A 股总市值 1.29%

我们选择轻工制造行业中 118 只有代表性股票作为分析样本，将轻工制造行业分为造纸、包装印刷、家具、珠宝首饰、文娱用品、其他家用轻工 6 个细分行业，按照 2019 年 4 月 30 日收盘价计算总市值为 7809.91 亿元，占沪深两市 A 股总市值 1.29%。

图表 1: 118 家可比公司，共计 6 个细分行业，2019-04-30 收盘价计算总市值为 7809.91 亿元

板块名称	样本公司数量(个)	总市值(亿)	包含标的
造纸	21	1,484.35	晨鸣纸业、美利云、凯恩股份、景兴纸业、太阳纸业、安妮股份、中顺洁柔、齐峰新材、银鸽投资、青山纸业、民丰特纸、华泰股份、恒丰纸业、冠豪高新、山鹰纸业、宜宾纸业、岳阳林纸、博汇纸业、荣晟环保、集友股份、仙鹤股份
包装印刷	34	2,065.11	珠海中富、陕西金叶、永新股份、东港股份、劲嘉股份、合兴包装、鸿博股份、通产丽星、美盈森、浙江众成、顺灏股份、双星新材、盛通股份、奥瑞金、王子新材、昇兴股份、华源控股、环球印务、吉宏股份、裕同科技、新宏泽、英联股份、金时科技、万顺股份、海顺新材、康欣新材、紫江企业、界龙实业、东风股份、宝钢包装、新通联、永吉股份、翔港科技、京华激光
家具	29	2,243.48	欧派家居、索菲亚、尚品宅配、志邦股份、金牌厨柜、我乐家居、皮阿诺、好莱客、好太太、荣泰健康、曲美家居、顾家家居、中源家居、恒林股份、永艺股份、亚振家居、梦百合、菲林格尔、江山欧派、喜临门、宜华生活、美克家居、顶固集创、乐歌股份、德尔未来、浙江永强、威华股份、大亚圣象、永安林业
珠宝首饰	7	532.10	周大生、老凤祥、爱迪生、萃华珠宝、明牌珠宝、潮宏基、飞亚达 A
文娱用品	12	786.11	晨光文具、齐心集团、高乐股份、群兴玩具、姚记扑克、珠江钢琴、实丰文化、英派斯、海伦钢琴、金陵体育、创源文化、邦宝益智
其他家用轻工	15	698.76	欧普照明、惠达卫浴、帝欧家居、海鸥住工、四通股份、松发股份、倍加洁、山东华鹏、丰林集团、瑞贝卡、德艺文创、文化长城、瑞尔特、哈尔斯、德力股份
样本总体	118	7809.91	占全部 A 股总市值 1.29%

资料来源: Wind, 华创证券

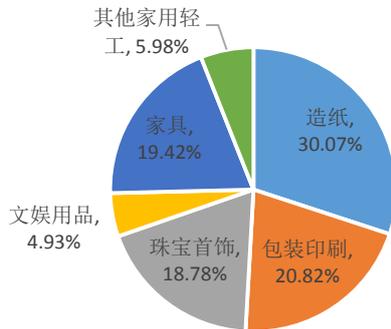
二、2019 年一季报总览: 营收与业绩增速放缓, 盈利能力短期承压

整体来看, 2018 年轻工制造行业整体营收与业绩增速放缓, 盈利能力短期承压。其中营业总收入增速方面, 2018 年包装、文娱、其他家用轻工板块营收增速提升, 而造纸、家具、文娱用品增速较 2017 年放缓, 珠宝首饰板块 2018 年营收增速为-2.85%; 业绩增速方面, 2018 年文娱和其他家用轻工板块业绩增速较 2017 年提升, 包装印刷子板块业绩增速放缓, 而造纸、家具、珠宝首饰板块 2018 年业绩同比均为负增长。各子行业中龙头企业优势凸显, 在业绩增速方面好于子板块整体表现。

(一) 营业收入: 造纸占比约三成, 整体营收增速同比放缓环比改善

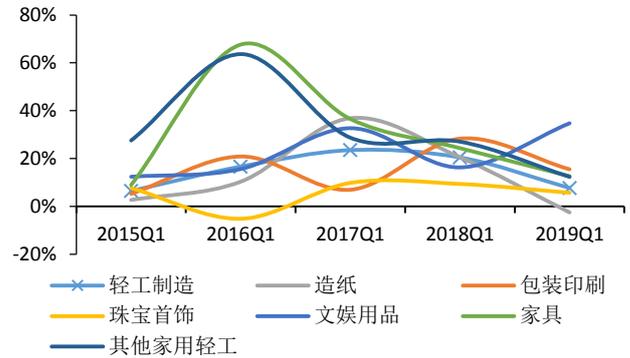
从选取的 118 家轻工制造上市公司数据来看, 2019 年 Q1 样本合计营业总收入 1074 亿元, 同比增长 7.69%。其中, 主要收入贡献来自造纸、包装印刷和家具, 2019Q1 样本总收入中造纸板块收入占比 30.1%, 包装印刷占比 20.8%, 家具占比 19.4%。

图表 2: 2019 年 Q1 各子行业收入占比



资料来源: Wind, 华创证券

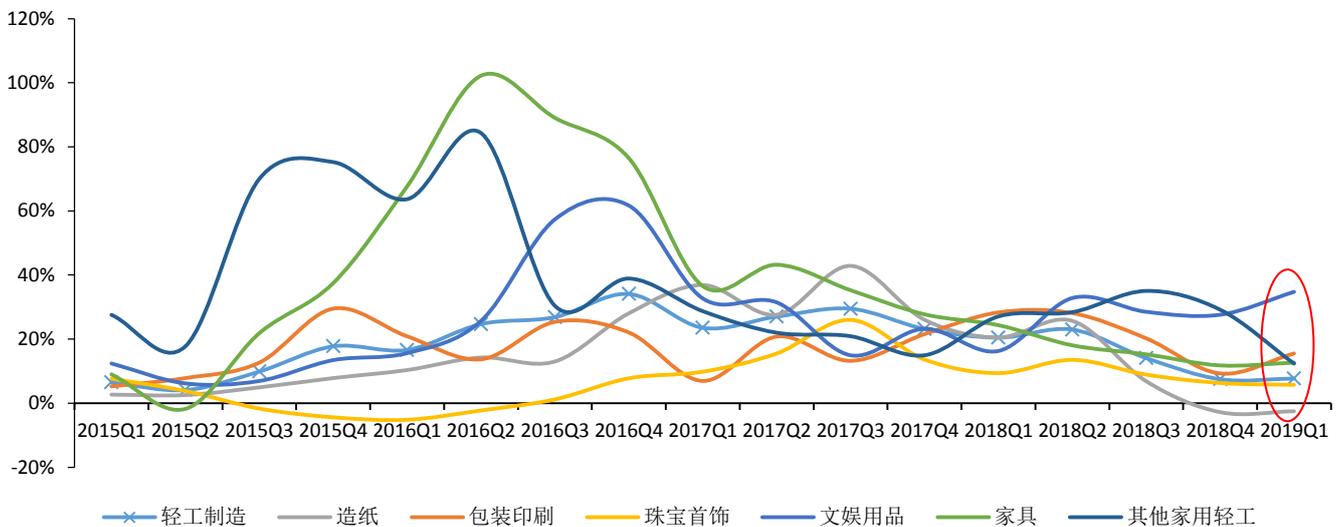
图表 3: 2019Q1 轻工制造营收增速同比放缓



资料来源: Wind, 华创证券

营业总收入增速方面, 2019Q1 轻工制造整体及各细分板块营收增速同比下降, 环比提升。其中, 2019Q1 轻工制造整体营收同比+7.69% (增速同比-12.77pct, 环比+0.23pct); 造纸营收同比-2.52% (增速同比-23.02pct, 环比+0.29pct); 包装印刷营收同比+15.50% (增速同比-12.82pct, 环比+6.23pct); 珠宝首饰营收同比+5.71% (增速同比-3.67pct, 环比-0.58pct); 文娱用品营收同比+34.74% (增速同比+18.44pct, 环比+7.13pct); 家具营收同比+12.65% (增速同比-11.69pct, 环比+0.86pct); 其他家用轻工营收同比+12.34% (增速同比-14.73pct, 环比-16.83pct)。

图表 4: 2019Q1 轻工制造营收增速环比改善

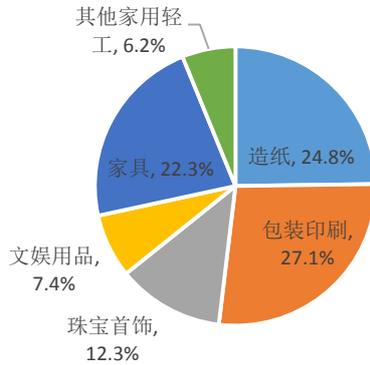


资料来源: Wind, 华创证券

(二) 归母净利润: 2019Q1 行业整体业绩同比下滑, 造纸、包装与家具为主要业绩贡献板块

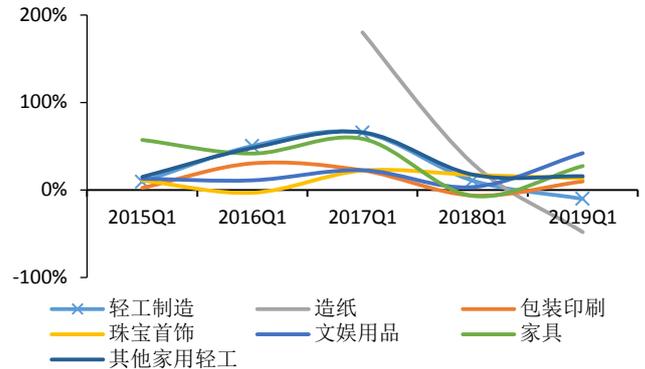
从选取的 118 家轻工制造上市公司数据来看, 2019Q1 样本合计归母净利润 64.47 亿元, 同比下滑 10.28%。其中, 主要业绩贡献来自造纸、包装印刷和家具, 2019Q1 样本归母净利润中造纸板块业绩占比 24.8%, 包装印刷占比 27.1%、家具占比 22.3%。

图表 5: 2019Q1 各子行业业绩占比



资料来源: Wind, 华创证券

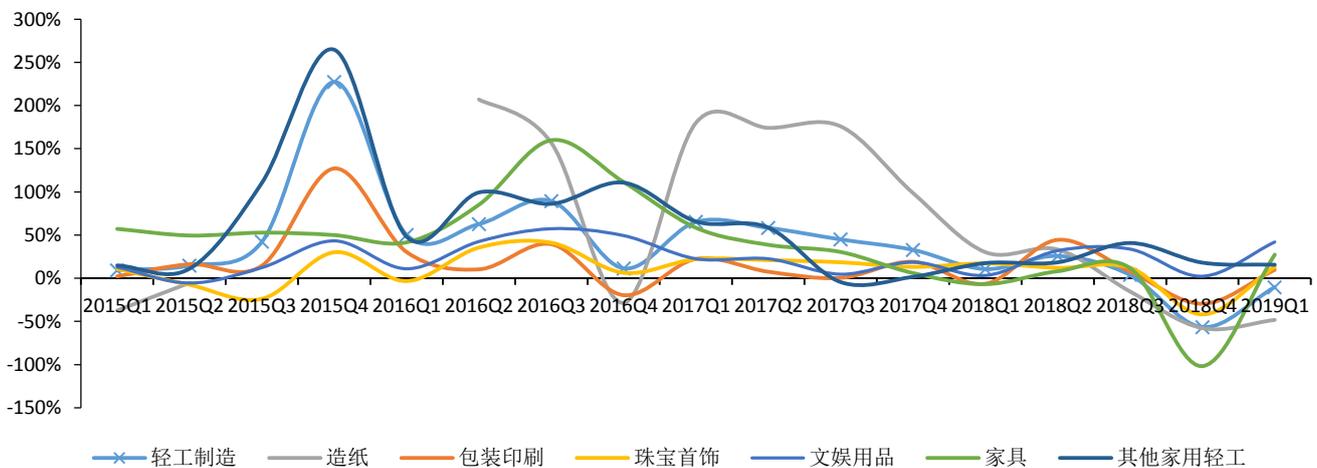
图表 6: 2019Q1 轻工制造整体业绩增速同比下滑



资料来源: Wind, 华创证券

业绩增速方面, 2019Q1 轻工制造整体及各细分板块业绩增速同比下降, 环比提升, 家具子板块改善最为明显。其中, 2019Q1 轻工制造整体业绩同比-10.28% (增速同比-20.90pct, 环比+46.20pct); 造纸业绩同比-48.25% (增速同比-78.46pct, 环比+9.49pct); 包装印刷业绩同比+9.74% (增速同比+16.12pct, 环比+39.26pct); 珠宝首饰业绩同比+13.33% (增速同比-3.92pct, 环比+55.18pct); 文娱用品业绩同比+41.98% (增速同比+38.72pct, 环比+39.64pct); 家具业绩同比+27.34% (增速同比+34.15pct, 环比+129.05pct); 其他家用轻工业绩同比+15.68% (增速同比-1.88pct, 环比-2.40pct)。

图表 7: 2019Q1 轻工制造整体业绩增速环比改善, 其中家具板块改善最为明显

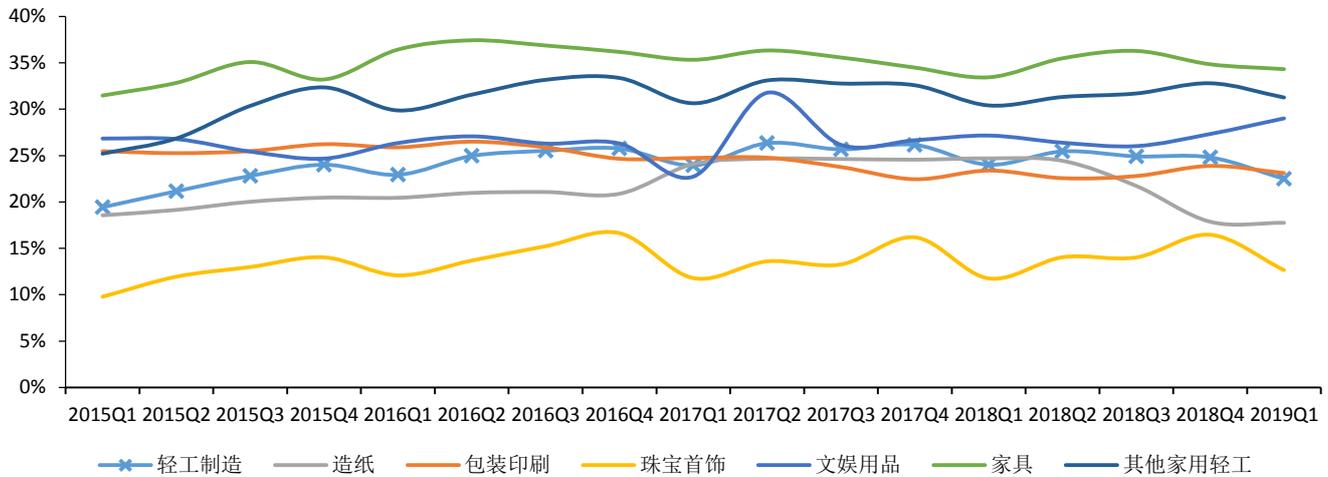


资料来源: Wind, 华创证券

(三) 盈利能力: 2019Q1 家具、文娱、珠宝子板块/毛利率净利率改善明显

从选取的 118 家轻工制造上市公司数据来看, 2019Q1 样本整体毛利率同比-1.52 pct 至 22.49%, 造纸下滑明显, 家具、文娱、珠宝同比改善。2019Q1 造纸子板块毛利率 17.75% (同比-6.94pct), 包装印刷毛利率 23.11% (同比-0.27pct), 珠宝首饰毛利率 12.66% (同比+0.89pct), 文娱用品毛利率 29.01% (同比+1.85pct), 家具毛利率 34.32% (同比+0.88pct), 其他家用轻工毛利率 31.26% (同比+0.85pct)。

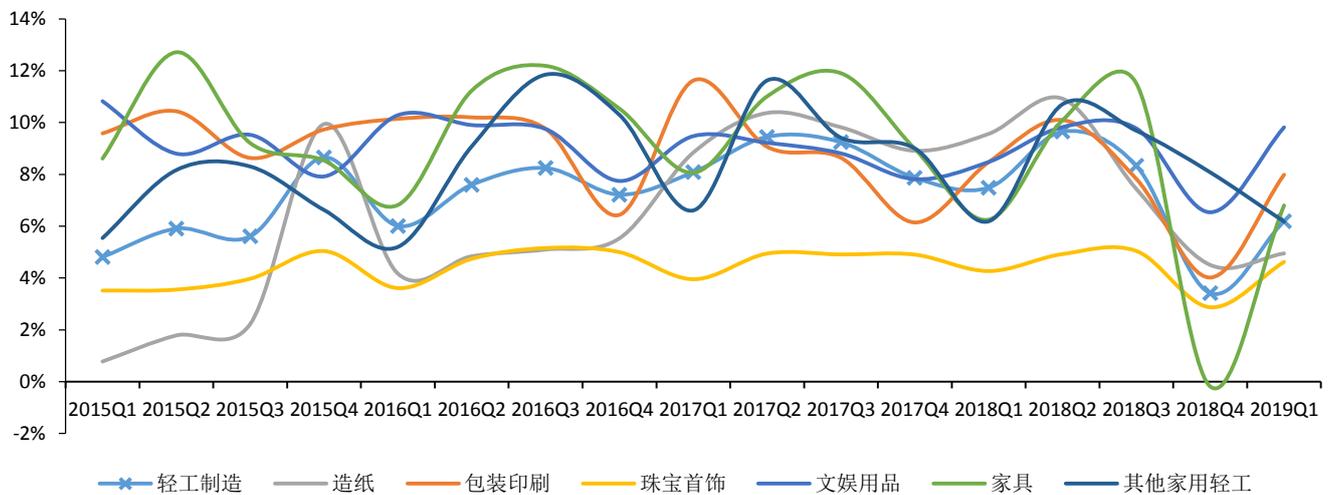
图表 8: 2019Q1 样本整体毛利率同比-1.52 pct 至 22.49%，造纸下滑明显，家具、文娱、珠宝同比改善



资料来源: Wind, 华创证券

净利率方面, 2019Q1 样本整体净利率同比-1.29pct 至 6.19%, 造纸板块下滑明显。分板块来看, 造纸子板块 2019Q1 净利率 4.95% (同比-4.61pct), 包装印刷净利率 7.99% (同比-0.48pct), 珠宝首饰净利率 4.62% (同比+0.35pct), 文娱用品净利率 9.81% (同比+1.34pct), 家具净利率 6.80% (同比+0.55pct), 其他家用轻工净利率 6.17% (同比-0.01pct)。

图表 9: 2019Q1 轻工制造整体净利率同比下降, 家具、珠宝、文娱板块同比改善



资料来源: Wind, 华创证券

(四) 主要上市公司: 细分子行业龙头优势相对明显

整体来看, 大部分子行业龙头公司表现相较板块整体较好。(1) 造纸行业太阳纸业、山鹰纸业、华泰股份、中顺洁柔等业绩表现优于子板块整体, 未来我们依旧看好造纸龙头企业的持续增长。(2) 包装印刷行业劲嘉股份、合兴包装表现优于子板块, 主要原因在于包装龙头“大包装”战略下多业务、多品类拓展顺利。(3) 家具板块中定制家具龙头表现优于板块整体, 而曲美家居受收购影响短期业绩承压, 未来我们关注前端导流能力强、终端运营效率高的公司。(4) 珠宝首饰中的周大生以及文娱板块晨光文具均取得优于子行业的表现。(5) 其他家用轻工中帝欧家居整合成效明显, 业绩表现超预期; 欧普照明借助强大的渠道力与产品力取得较好业绩增速, 长期有望持续受益于行

业规模扩大与集中度提升。

图表 10: 主要轻工制造公司 2019Q1 营收与业绩情况

板块名称	公司名称	2019Q1 总营收 (亿元)	营收增速	2019Q1 归母净利润 (亿元)	归母净利润增速	毛利率%	毛利率变动 pct	净利率%	净利率变动 pct
造纸	子板块整体	322.85	-2.5%	15.98	-48.3%	17.75	-2.31	4.95	-1.34
	太阳纸业	54.51	8.1%	3.80	-38.3%	17.6968	-9.83	6.99	-6.65
	中顺洁柔	15.41	25.8%	1.23	25.2%	34.0086	-4.83	8.01	-0.04
	晨鸣纸业	61.60	-14.9%	0.38	-95.1%	23.0305	-12.17	0.63	-10.14
	山鹰纸业	52.16	-3.7%	4.58	-24.3%	19.7794	-1.49	8.63	-2.54
	华泰股份	31.78	-13.5%	1.02	-39.1%	10.6203	-3.23	3.06	-1.43
包装印刷	子板块整体	223.55	15.5%	17.48	9.7%	23.11	-0.70	7.99	-1.20
	裕同科技	17.85	10.5%	1.54	10.7%	27.09	1.90	8.98	0.26
	劲嘉股份	10.10	24.1%	2.59	21.8%	43.81	-3.33	27.45	-1.34
	合兴包装	28.76	42.2%	0.68	38.9%	12.30	0.55	2.61	-0.39
家具	子板块整体	208.49	12.6%	14.35	27.3%	34.32	-0.28	6.80	-3.37
	欧派家居	22.03	15.6%	0.92	25.1%	34.22	0.31	4.18	0.32
	索菲亚	11.85	-4.7%	1.07	3.7%	34.39	-0.36	8.09	1.19
	尚品宅配	12.74	15.7%	-0.23	-31.6%	41.59	-0.55	-1.80	1.19
	金牌厨柜	2.78	6.2%	0.19	2.7%	34.64	-4.95	6.83	-0.26
	志邦家居	4.14	5.2%	0.32	4.9%	37.92	1.11	7.64	-0.02
	我乐家居	1.85	22.6%	0.01	-116.2%	39.67	6.93	0.34	2.92
	曲美家居	10.05	154.8%	0.12	-57.9%	46.71	10.43	2.00	-5.08
	顾家家居	24.60	32.8%	2.95	10.0%	34.73	-1.72	12.10	-2.96
	好莱客	3.62	5.2%	0.38	8.2%	39.31	0.57	10.11	-0.20
	荣泰健康	5.11	-15.2%	0.58	-0.8%	29.05	-6.12	10.61	0.30
珠宝首饰	子板块整体	201.62	5.7%	7.93	13.3%	12.66	-1.99	7.99	-9.14
	周大生	10.97	17.0%	1.94	20.8%	37.35	2.44	17.67	0.55
文具用品	子板块整体	52.98	34.7%	4.76	42.0%	29.01	-0.16	4.62	-0.18
	晨光文具	23.56	28.0%	2.59	26.4%	27.07	-0.12	11.02	0.16
其他家用轻工	子板块整体	64.17	12.3%	3.97	15.7%	31.26	-0.72	6.17	-0.50
	惠达卫浴	6.56	0.2%	0.53	18.7%	29.14	3.25	8.50	0.84
	帝欧家居	10.41	37.6%	0.66	48.8%	33.63	0.62	6.20	0.45
	欧普照明	16.63	12.2%	0.86	22.8%	36.26	-1.52	5.17	0.44

资料来源: Wind, 华创证券

三、投资策略：品牌家居白银时代到来，渠道优势成为龙头家居企业护城河

我们 2019 年轻工行业投资策略是：品牌家居的白银时代，渠道能力成取胜内核，我们看好中国家居行业各细分赛道龙头企业的发展，渠道能力成为行业新趋势下核心竞争力。2019 年以来，受交房预期回暖、估值切换等因素影响，轻工板块估值有所回升，行业优质龙头标的投资价值凸显。（1）定制家具行业市场前景广阔，全屋定制时代到来，拥有渠道优势和布局全屋定制的龙头企业有望进一步提高市场占有率，看好布局全屋整装的企业。（2）国内照明行业处于变革期，LED 照明加速替代传统照明，渠道掌控力强、产品力优势明显的龙头企业有望受益行业快速增长与市场集中度提升。（3）软体家具，短期来看受原材料价格下降影响，成本端压力减小，长期来看软体家具市场广阔，市场集中度有望提升，行业龙头企业竞争优势明晰。（4）造纸行业：2018 年造纸行业低迷的核心原因是需求疲弱，需求复苏是行业核心观察点。目前造纸行业进入新常态，新增产能并未大规模出现，原材料成为关键。废纸新政推动，原料持续紧缺，对纸品价格构成支撑。短期行业受益宏观经济复苏带来需求转暖，长期看造纸中的优质资产静待花开。（5）珠宝首饰行业具有较强的消费属性，逐渐品牌化，且发展与整体经济水平发展休戚相关，看好珠宝首饰龙头企业发展。

（一）定制家具：海外经验指示品牌家居成长方向，渠道变革成行业主线

站在国际视角，我们以 90 年代日本为镜，中国家居行业消费环境与 90 年代日本存在明显差异，中国未来十年不会大范围出现日本的极简消费局面。以欧派家居、索菲亚、尚品宅配等为代表的中国优秀的品牌家居企业凭借自身渠道和管理上的优势持续提升自身的市场份额。站在行业视角，我们以地产后周期中油烟机行业发展为对照，分析认为中国橱柜行业较烟灶等厨电行业有更高的行业天花板，竞争格局分散，随着橱柜品类持续向衣柜、全屋、木门、卫浴等细分品类延伸，龙头企业有望借助渠道开拓能力与流量获取能力成长为千亿市值公司，长期投资价值凸显。

1、透过日本迷雾看中国：品牌家居企业大有可为

华创轻工在 2018 年一季度推出“品牌家居的白银时代”系列报告，坚定看好中国的家居消费品牌化过程以及优秀的品牌家居企业的发展。第一篇以 90 年代日本为镜，中国家居行业消费环境与 90 年代日本存在明显差异，中国未来十年不会大范围出现日本的极简消费局面。以欧派家居、索菲亚、尚品宅配等为代表的中国优秀的品牌家居企业凭借自身渠道和管理上的优势持续提升自身的市场份额，一方面红星和居然未来随着龙头家居卖场份额持续提升，龙头企业依靠于头部卖场的绑定关系持续提升传统渠道优势；另一方面顺应整装等新渠道崛起，龙头企业受益于消费者一体化采购趋势。

他山之石：90 年代的日本与当下中国比较。宏观环境的同：90 年代的日本与当前阶段的中国在宏观发展环境方面有相似之处：（1）经济总量增速放缓（2）居民消费增速放缓。行业环境的异：90 年代的日本与当前阶段的中国家具行业发展环境存有差异：（1）房地产，日本地产开工数自 90 年代初开始呈下滑趋势，当下中国地产销售增速放缓，但总量仍在增加。（2）城镇化率，1990 年日本城镇化率 77.34%，2017 年达到 94.32%，而中国城镇化率虽保持较快增长，但与日本仍有差距，2017 年中国城镇化率达到 58.52%，仅相当于上世纪 60 年代日本城镇化率水平。（3）人口结构，中国目前老龄化程度与上世纪 90 年代的日本相似，但日本老龄化速度快于中国。中国 2017 年 65 岁及以上人口占比 10.64%，该占比与 1986 年日本 65 岁及以上人口占比(10.81%)相当。从老龄化速度方面，日本老龄化速度明显快于中国，日本 65 岁以上人口占比从 5.73%提升至 12.08%用了 30 年时间，而中国 65 岁以上人口占比从 4%提升至 10.64%用了将近 60 年。

图表 11：90 年代日本与当下中国对比，宏观上的“同”和行业环境的“异”

		20 世纪 90 年代前后的日本	当前时点的中国
宏观环境的“同”	经济总量及杠杆率	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 日本 1990 年 GDP 增速 5.57%，整个 90 年代 GDP 增速中枢较 80 年代下移 2.74pct； ➢ 1990 年日本基于购买力平价的人均 GDP 为 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 中国 2017 年 GDP 增速 6.90%，2010-2017 年 GDP 增速中枢较 2000-2009 年增速中枢下移 2.4pct；

		20 世纪 90 年代前后的日本	当前时点的中国
		19229.67 国际元; ➢ 日本非金融企业杠杆率在上世纪 90 年代达到顶峰, 1990 年日本非金融企业部门杠杆率分别为 141.6%。	➢ 2017 年中国基于购买力平价的人均 GDP 为 16806.74 国际元; ➢ 中国非金融企业部门 2017 年杠杆率提升到 156.9%, 也处在杠杆率较高水平。
	居民消费	➢ 1990-1999 年日本人均可支配收入复合增速 1.6%, 较 80 年代增速下降 3.2pct; ➢ 日本整个 90 年代 CPI 增速中枢 1.2%, 较 80 年代的 2.5% 降低 1.3pct。	➢ 2000-2015 年中国城镇居民人均可支配收入复合增速 8.9%, 较 2000-2009 年的 10.6% 下降 1.7pct; ➢ 中国 2010 年 CPI 增速 3.3%, 2017 年降至 1.6%。
行业环境的“异”	房地产	从日本新屋开工户数与开工建筑面积数据来看, 日本自 1996 年新屋开工户数与开工建筑面积达到高点之后, 开始呈现逐年下滑趋势。销售端来看, 日本首都圈和近畿圈新屋签约数在 1990 年前后达到最低点, 之后随着房价下调, 新屋签约数出现回升。需求价格弹性强。	中国目前虽然商品房销售增速有波动, 但整体商品房销售量仍处在逐年上升阶段, 商品房销售均价仍在上涨, 居民对商品房购买的需求价格弹性比 90 年代的日本弱
	城镇化	1990 年日本城镇化率 77.34%	2017 年中国城镇化率 58.52%
	人口结构	日本 65 岁以上人口占比从 1960 年的 5.73% 提升至 1990 年的 12.08% 用了 30 年时间	中国 65 岁以上人口占比从 1960 年的 4% 提升至 2017 年 10.64% 用了 57 年时间

资料来源: 日本统计局, Wind, 华创证券

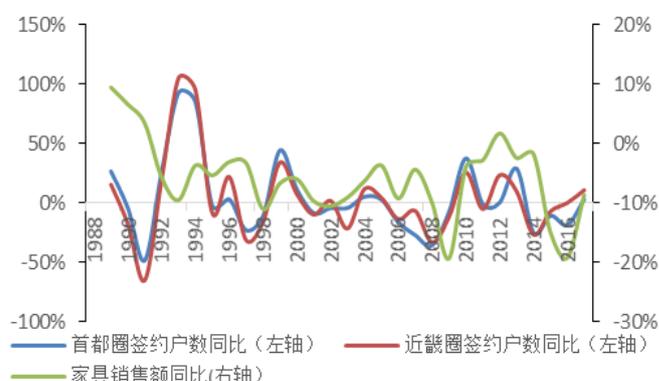
桑田碧海须臾改: 日本家居行业的剧烈变化。 (1) 行业总量: 日本家具行业销售额总量随地产萎靡持续下滑, 日本家具零售额从 1980 年的 5259 亿日元增长到 1991 年的 7812 亿日元, 复合增速 3.35%, 家具零售额达到历史顶峰, 但是之后开始一路下滑。(2) 渠道变化: 家具零售渠道中百货商店渠道销售占比下降而超市渠道占比提升。(3) 行业格局: 家具生产企业总数下降, 从 1991 年的 585 家下降到了 1999 年的 469 家, 复合增速 -2.4%, 其中中小规模企业数量下降尤为明显, 大型企业数量变化不大, 但大型企业销售额行业占比在提升。(4) 需求结构: 日本消费倾向发生变化。地产泡沫破裂后, 日本家庭的土地资产规模急剧缩水, 财富效应随之消失, 日本人的消费倾向极简消费演化。

图表 12: 1991-2018 年日本家具销售额持续下降



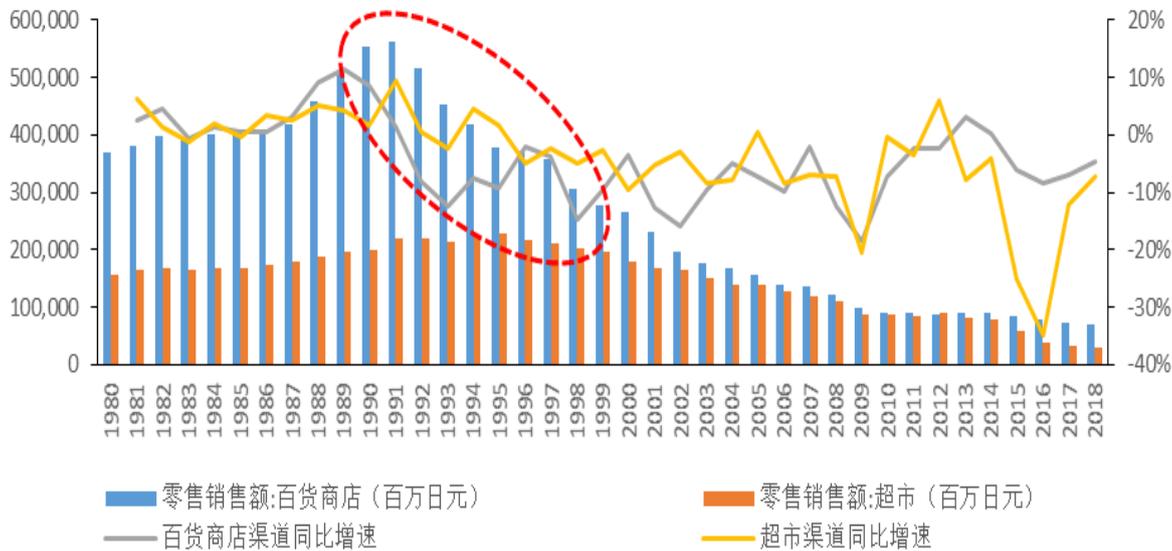
资料来源: Wind, 华创证券

图表 13: 日本家具销售与房地产销售波动一致



资料来源: Wind, 华创证券

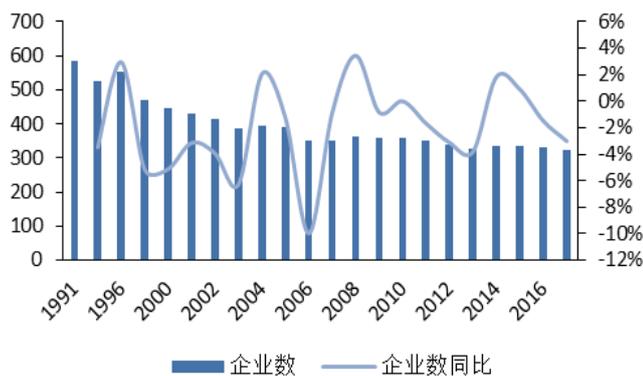
图表 14: 家具零售渠道的销售额持续下滑



资料来源: Wind, 华创证券

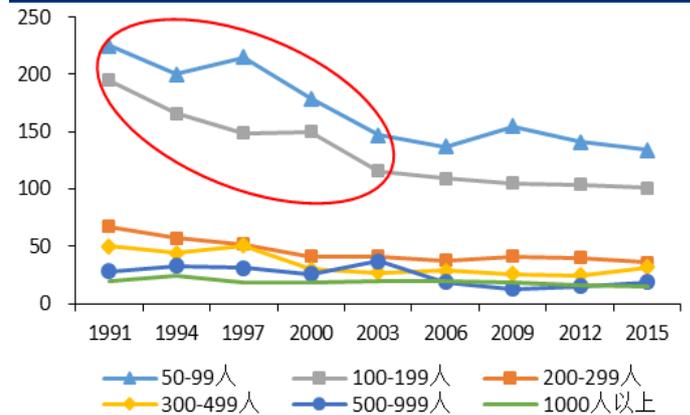
1991 年开始, 日本家具行业的企业总数开始下降, 从 1991 年的 585 家下降到了 1999 年的 469 家, 复合增速-2.4%。结构上来看, 大量中小型家具企业倒闭, 数据显示企业人员规模在 50-99 人和 100-199 人阶段企业数量下滑最为明显, 分别从 1991 年的 225 家和 195 家, 下降到 2000 年的 179 家和 150 家, 而大型家具企业的数量变动较小, 其中 1000 人以上的家具企业从 1991 年的 20 家下降到 2000 年的 19 家, 仅减少了 1 家。

图表 15: 日本 90 年代家具企业总数整体呈下降趋势



资料来源: 日本经济产业省, 华创证券

图表 16: 日本 90 年代大量中小型家具企业倒闭



资料来源: 日本经济产业省, 华创证券

日本消费倾向发生变化。地产泡沫破裂后, 日本家庭的土地资产规模急剧缩水, 财富效应随之消失, 日本人的消费倾向发生变化。在 90 年代初, 日本呈现的消费特征为享乐主义和理想主义同时出现, 对品牌和个性化侧重, 随着整个经济调整, 90 年代之后日本逐渐进入极简主义消费阶段, 重视性价比, “朴素化、休闲化”等消费观念渐次崛起。

图表 17: 日本消费特点时代变迁

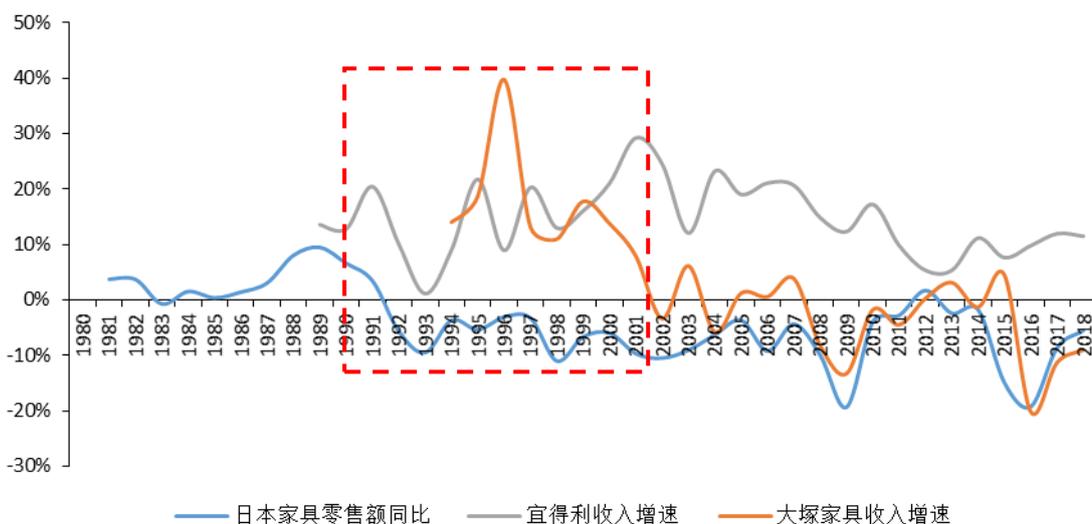
时间	时代背景	主要特点
第一消费社会 (1912-1941)	日俄战争到二战	东京、大阪中产阶级兴起, 在“脱亚入欧”大时代下, 日本整个社会掀起西洋化的消费浪潮, 消费主体偏向时尚文化

时间	时代背景	主要特点
第二消费社会（1945-1974）	二战结束到石油危机爆发	工作和消费成为二战后日本人的两大身份认同。日本社会消费群体以标准的四口之家为主，奉行“消费即美德”、“越大越好”、追随美国潮流的消费观念，私人住宅和私家车是当时最主流消费商品。
第三消费社会（1975-2004）	经济泡沫泛起到破灭	日本的消费观念转向“个性化、多样化、差别化、品牌化”，呈现出对欧洲潮流的亦步亦趋，单身人群为这一时期消费主力，过度消费特点明显，比如家庭的每个房间都有一台电视、一部空调。
第四消费社会（2005-2034）	全球经济危机和大地震爆发	社会老龄化加剧、不婚族继续膨胀，整个日本社会主流消费观再次发生裂变，转向“朴素化、休闲化、本土化、日本审美”，对消费品也从大量独占转向分享、租赁。

资料来源：三浦展《第四消费时代》，华创证券

阴霾下的沙漠之花：行业衰退期崛起的日本家具企业。在家具行业萎缩的大背景下，行业中的头部家居企业收入走势分化，宜得利和大塚家具两家企业通过调整公司策略分别穿越日本 90 年代地产下行期。其中，宜得利秉持“高品质、低价格”的商品开发理念，独自设计物流体系，压缩成本迎来了快速增长，而大塚家具定位高端家具，凭借优质的服务和奢华的家具保持业绩的增长，赢得了消费者的喜爱。

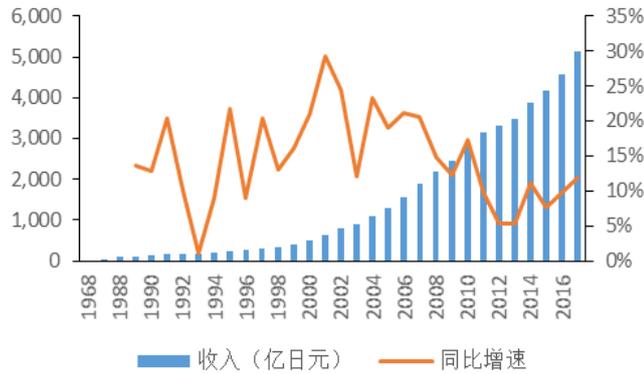
图表 18：日本 90 年代地泡沫破裂后宜得利与大塚家具保持高于行业增速发展



资料来源：Wind，宜得利官网，大塚家具官网，华创证券

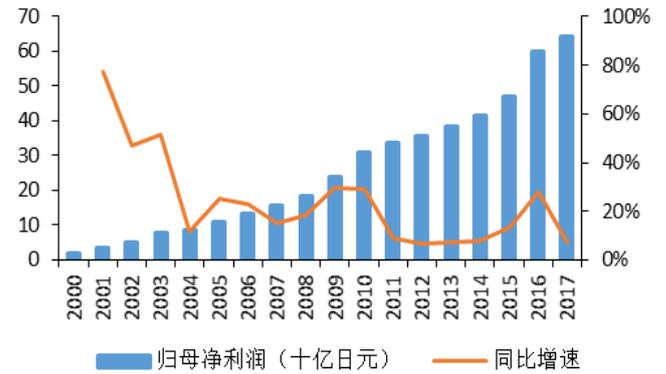
宜得利 (Nitori) 1967 年成立于日本北海道，由一家地方性小家具店发展为目前日本最大的连锁家居用品企业，以“高质量、低价格”的产品著称，业务覆盖家居产品的设计、制造、销售和配送全产业链。在 90 年代日本地产泡沫之后，日本经济持续低迷、传统零售业增速放缓、家具行业萎缩的背景下，宜得利却得以逆势而上，我们认为主要原因在于一方面公司及时把握市场特点在产品品类布局和渠道开拓上均注重化低频消费为高频消费；另一方面生产及高效的物流仓储体系有效压缩公司成本。

图表 19: 宜得利营业收入持续增长



资料来源: 公司年报, Bloomberg, 华创证券

图表 20: 宜得利归母净利润持续增长



资料来源: 公司年报, Bloomberg, 华创证券

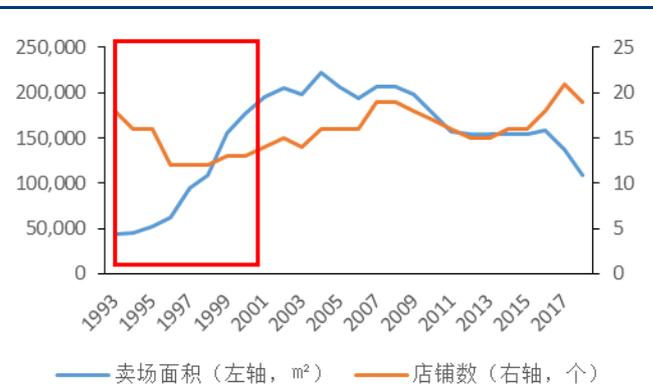
大塚家具成立于 1969 年, 是日本知名的家具品牌之一。在 90 年代地产泡沫破裂后的 10 年, 公司也保持了逆势增长, 到 2003 年销售额达到最高峰 730.52 亿日元。公司在 90 年代采取的应对行业下行的策略与宜得利不同, 公司主要走偏高端化服务策略。1993 年大塚家具推出了会员制, 客户在每次购物时填写表格并办理登记手续, 每位到店顾客都有专属营业员服务, 大塚家具因此吸引了很多高端客户, 凭借着良好的口碑、优质的服务和奢华的产品, 公司以高价位路线保持着业绩的增长, 在该系统推出后的三年内, 收入几乎翻了一番, 2003 年销售额达到 730.52 亿日元峰值; 在此期间, 公司并没有大规模增加店面数量, 而是通过精减店铺数并扩大了卖场面积来吸引客流。

图表 21: 大塚家具营业收入 (百万日元) 及增速



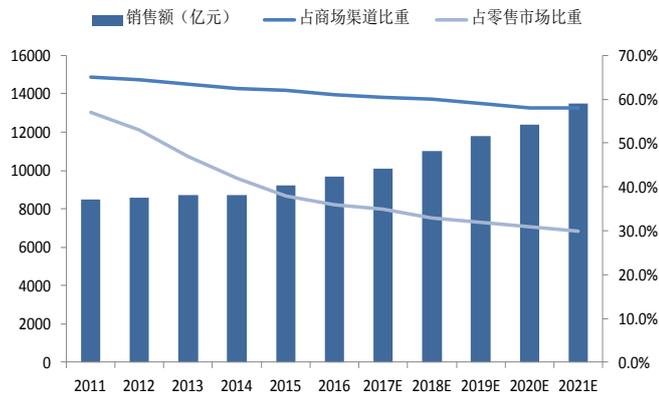
资料来源: 公司官网, 华创证券

图表 22: 大塚家具卖场面积与店铺数变动

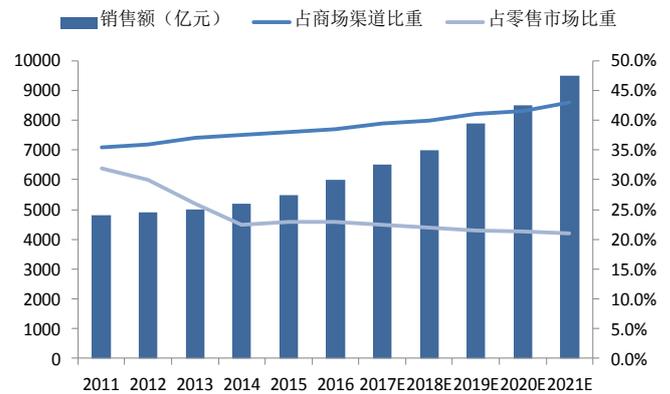


资料来源: 公司官网, 华创证券

透过日本迷雾看中国: 品牌家居企业大有可为。中国家具行业渠道端零售消费占比超六成, 连锁家居卖场份额持续提升; 各细分品类品牌竞争格局分散, 以定制家具为例, 2017 年橱柜 CR6 17.1%, 衣柜 CR5 25.1%, 集中度提升空间大。未来无论是宜得利通过小额高频消费拉动低频定制家具的消费提高客户粘性模式, 还是大塚家具高端化服务模式在中国品牌家具发展过程中均大有可为。

图表 23: 非连锁模式占商场渠道份额下降


资料来源：弗若斯特沙利文，美凯龙招股说明书，华创证券

图表 24: 连锁模式占商场渠道份额提升


资料来源：弗若斯特沙利文，美凯龙招股说明书，华创证券

2、透过中国厨电行业发展看橱柜：中国千亿橱柜市场有望诞生千亿市值公司

“品牌家居的白银时代”系列报告第二篇，试图通过比较我国地产后周期中橱柜与油烟机为代表的厨电发展，来分析橱柜行业未来发展的趋势和投资机会。我们认为，中国橱柜行业较烟灶等厨电行业有更高的行业天花板，竞争格局分散，随着橱柜品类持续向衣柜、全屋、木门、卫浴等细分品类延伸，龙头企业有望借助渠道开拓能力与流量获取能力成长为千亿市值公司，长期投资价值凸显，建议紧握时间玫瑰，长期关注橱柜行业的龙头公司的成长。

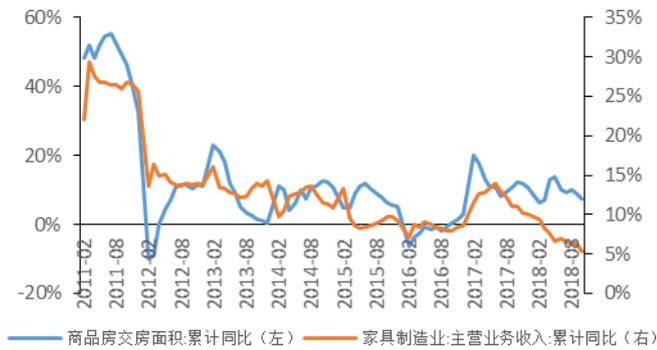
图表 25: 中国橱柜与油烟机行业发展的异同之处

		橱柜	油烟机
路径之 “同”	产业链	<ul style="list-style-type: none"> 20 世纪 80 年代末 90 年代初期间，国家建设部明确提出了“厨房革命”的概念，现代厨房概念开始传入我国，至 90 年代我国橱柜业已经初具规模。 具有较强的装修属性，受地产销售影响明显，面向的客户包括商品房购买者、旧房二次装修的消费者以及推出商品房精装修的房地产企业。 上游行业主要为木材制造业、人造板制造行业（以中纤板、刨花板为主）、五金配件行业等，上游企业数量众多。 橱柜生产企业主要集中在我国东部、东南和南部沿海地区。 	<ul style="list-style-type: none"> 20 世纪 80 年代中期从国外引进吸油烟机技术后，排气扇迅速被吸油烟机所取代。 具有较强的装修属性，受地产销售影响明显，面向的客户包括商品房购买者、旧房二次装修的消费者以及推出商品房精装修的房地产企业。 上游产业主要为不锈钢、冷轧板、铝、铜、玻璃等大宗原材料行业以及电机等零部件行业，上游企业数量众多。 厨电生产企业主要集中在以广东省中山市为代表的珠江三角洲和以浙江省永康市为代表的长江三角洲。
	成本结构	原材料成本占营业成本比重超过 80%。	原材料成本占营业成本比重超过 85%。
节奏之 “异”	行业规模	经测算，2022 年我国橱柜终端销售规模有望达到 2262 亿。	经测算，到 2022 年油烟机规模有望达到 414 亿元。
	竞争格局	<ul style="list-style-type: none"> 橱柜行业集中度低，从销售额角度看橱柜 CR6 仅约为 17%，而油烟机 CR6 已经接近 77%，top1 欧派品牌橱柜占比 8.8%。 橱柜企业生产端规模经济不显著。 	<ul style="list-style-type: none"> 油烟机行业集中度持续提升，从销售额角度看 2017 年油烟机 CR6 已经接近 77%，top1 老板品牌油烟机占比 26.5%。 油烟机企业生产时规模效应明显。
	销售模式	<ul style="list-style-type: none"> 橱柜企业经销为主，其中欧派收入结构中经销渠道占比约为 82%，大宗占比约为 13%。 橱柜企业更早切入装修环节，橱柜企业配套销售厨电，我们推测欧派与志邦橱柜油烟机配套率大于 30%。 	<ul style="list-style-type: none"> 厨电以经销/代理为主，其中老板收入结构中代理占比约为 50%，工程渠道占比约为 8%。 厨电企业配套销售橱柜的规模有限。一些传统的家电销售渠道如苏宁、国美开始增设橱柜业务。

资料来源：国家统计局，中怡康，华创证券

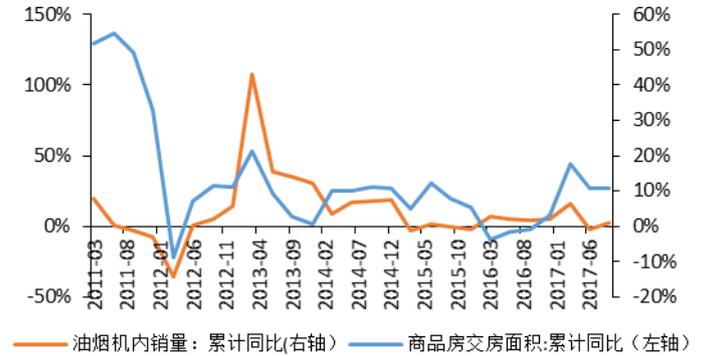
中国橱柜与厨电行业发展路径之“同”：橱柜与厨电同时代起步，地产后周期属性清晰。我们选取橱柜与油烟机为代表的厨电进行比较，主要原因在于两行业均起步于上世纪 80 年代，发展路径相似：从产业链属性来看，橱柜与油烟机为代表的厨电具有较强的装修属性，受地产销售影响明显，其中橱柜与油烟机面向的客户高度重合，均包括商品房购买者、旧房二次装修的消费者以及推出商品房精装修的房地产企业；从对上游议价能力来看，橱柜与集成灶上游原料/部件供应商众多，且技术壁垒低，橱柜企业与油烟机企业对上游企业的议价能力均较强；从区域集聚角度看，广东、江浙一带为橱柜、厨电生产企业主要聚集区；从生产来看，两行业制造业属性强，原材料占营业成本的比重均超过 80%。

图表 26: 家具主营业务收入与商品房交房数据相关高



资料来源: Wind, 华创证券

图表 27: 油烟机销量与商品房交房数据相关度高



资料来源: Wind, 华创证券

注: 假设油烟机产量等于销量, 则油烟机内销量数据等于产量减去同期出口量

图表 28: 橱柜生产企业分布 (上市公司)



资料来源: Wind, 华创证券

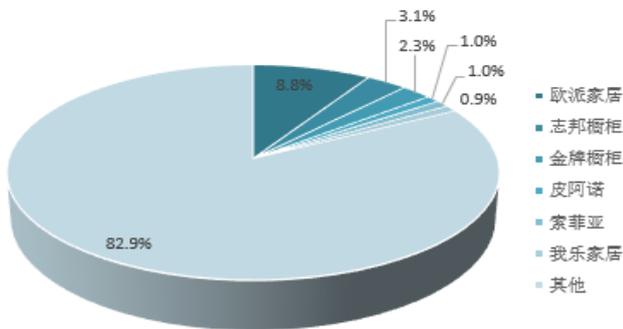
图表 29: 厨电生产企业分布 (上市公司)



资料来源: Wind, 华创证券

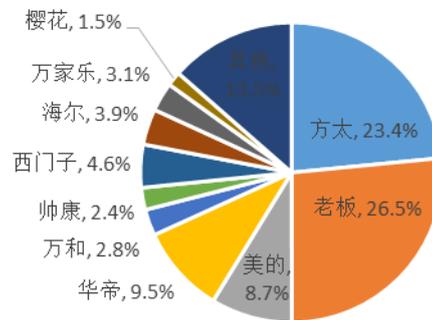
节奏之“异”：橱柜与厨电行业发展节奏分化，橱柜龙头企业发展正当时。我国橱柜行业与油烟机行业虽然起步时间相似，但是到目前两个行业发展规模、竞争格局与销售模式均存在差异。经我们测算，我国橱柜终端零售市场规模远大于油烟机市场规模，即橱柜行业拥有更高的行业发展天花板；橱柜行业集中度低，从销售额角度看橱柜 CR6 仅约为 17%，而油烟机 CR6 已经接近 77%。

图表 30: 2017 年橱柜市场份额



资料来源: 公司年报, 华创证券

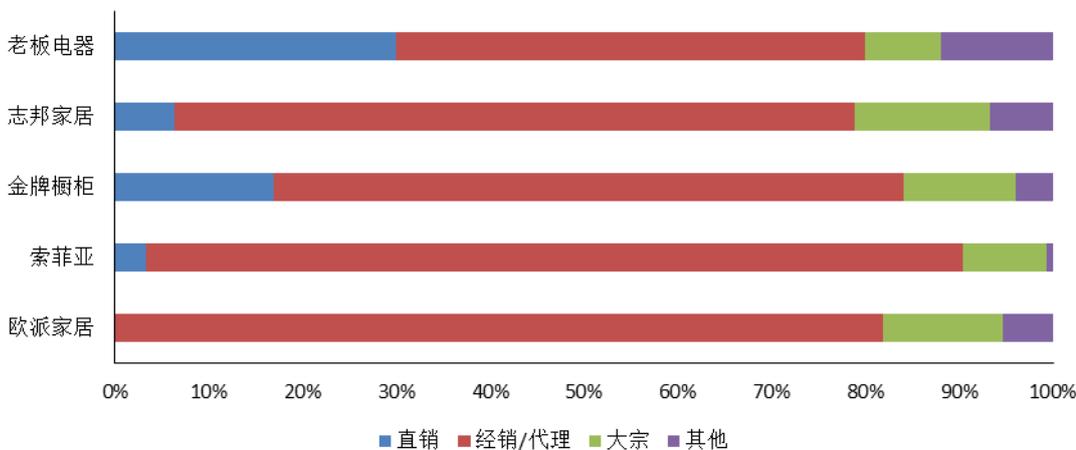
图表 31: 2017 年油烟机零售额份额



资料来源: 中怡康, 华创证券

整体来看, 橱柜与油烟机企业销售过程中, 均以经销为主直营为辅, 且都一定程度涉及工程业务, 但从比例来看, 橱柜企业经销和工程渠道占比高于油烟机企业。我们分析认为, 造成橱柜与油烟机销售渠道结构差异的主要原因在于产品属性的不同, 橱柜定制化非标属性更强, 而油烟机相对标准化; 其次, 油烟机线上自营销售收入占比较橱柜高, 而橱柜线上渠道主要起到向线下引流的作用。

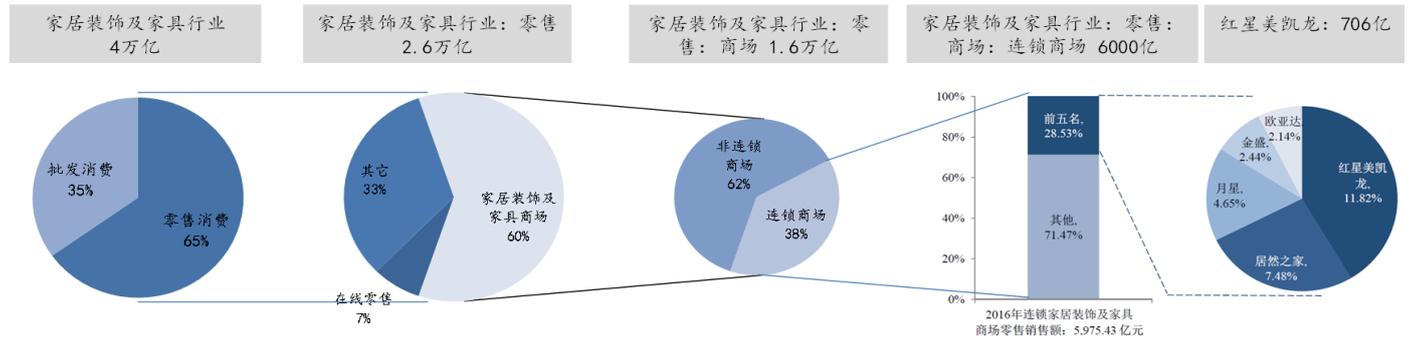
图表 32: 2018 年主要橱柜和油烟机企业销售收入结构-分渠道



资料来源: 公司公告, 华创证券

注: 欧派家居、索菲亚、金牌橱柜、志邦家居数据为 2018 年前三季度数据, 老板电器为 2018 上半年数据

中国家居装饰及家具市场中零售消费占比超六成, 连锁商场中红星美凯龙与居然之家为主。2016 年我国家居装饰及家具行业销售额为 3.99 万亿元, 从消费方式看, 可划分为零售消费和批发消费, 零售消费占 2016 年整个家居装饰及家具市场销售额的 65.15%, 主要包括家庭及个人为满足自己的需求而购买的家居装饰及家具产品。目前的分销渠道主要有连锁家具商场 (占比 23%), 非连锁家具商场 (占比 37.39%), 线上零售 (占比 7.21%), 其他分销渠道 (占比 32.4%)。2016 年, 连锁家居装饰及家具商场零售销售额为 5975.43 亿元, 前五大商场市场份额为 28.53%。其中, 红星美凯龙占比 11.82%, 居然之家占比 7.48%, 月星集团占比 4.65%, 金盛集团占比 2.44%, 欧亚达占比 2.14%。受线上分流影响, 油烟机线下零售渠道占比约 50%, 其中主体 KA 加专卖店占零售渠道 80% 以上。

图表 33: 家居装饰及家具行业销售渠道体量拆分 (2016 年)


资料来源：美凯龙招股说明书，华创证券

静待花开：中国橱柜行业有望诞生千亿市值公司。 通过比较中国橱柜与以油烟机为代表的厨电行业，我们认为中国橱柜行业整体终端零售体量远高于油烟机行业，且市场集中度高度分散，未来集中度有望提升。与厨电行业不同，橱柜行业的竞争更多的在于渠道端流量的获取与终端运营，生产制造端的差距难以形成持续竞争优势。我们更看好积极布局整装多形式探索流量获取的欧派家居、尚品宅配、索菲亚、金牌橱柜、志邦家居、我乐家居等龙头企业未来发展。

(二) LED 照明行业：格局分散，发展空间广阔

照明行业：LED 照明替代传统照明正当时，渠道力成企业弯道超车关键。 照明行业处在变革期，全球 LED 照明加速替代传统照明，在技术不断发展背景下，LED 照明正快速实现对传统照明产品的替代，全球 LED 照明渗透率已经由 2009 年的 1.5% 快速提升至 2016 年的 31%。

图表 34: 照明行业技术变迁历史

时间	发展概况	代表性产品
19 世纪末	1879 年美国爱迪生发明了碳丝白炽灯，人类进入电气照明时代	碳丝白炽灯
20 世纪 30 年代	欧洲和美国研制出荧光灯，荧光灯发光效率和寿命均为白炽灯的 3 倍以上；光源进入低压气体放电时代。	荧光灯
20 世纪 80 年代	出现细管径紧凑型节能荧光灯、小功率高压钠灯和小功率金属卤化物灯，电光源逐步进入小型化、节能化和电子化的新时期。	金属卤素灯、节能荧光灯
20 世纪末至今	出现超亮度的氮化镓 LED，随即又制造出能产生高强度的绿光和蓝光铟氮镓 LED，奠定了现代 LED 进入通用照明领域的基础。	LED 灯

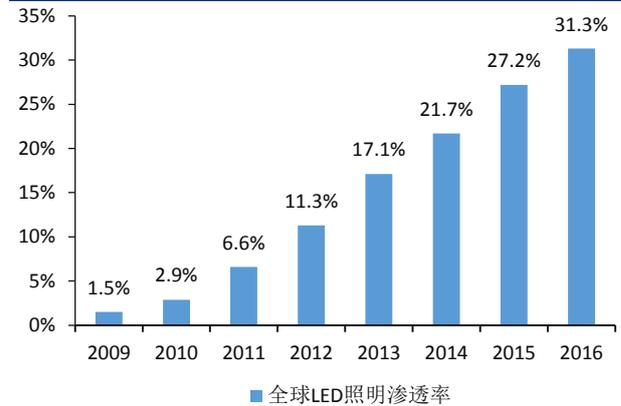
资料来源：欧普照明招股书，华创证券

图表 35: 全球 LED 照明市场规模持续增长



资料来源: Digitimes, 华创证券

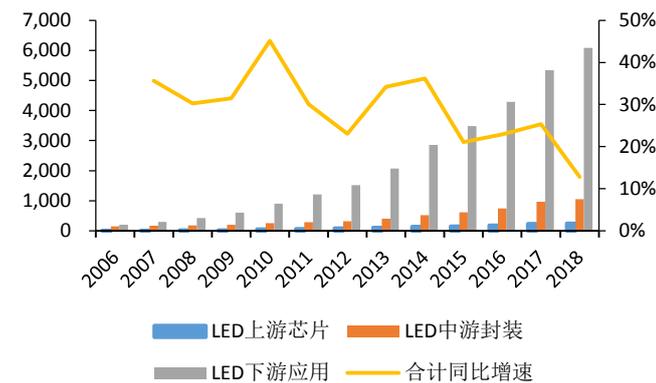
图表 36: 全球 LED 照明渗透率快速提升



资料来源: Digitimes, 华创证券

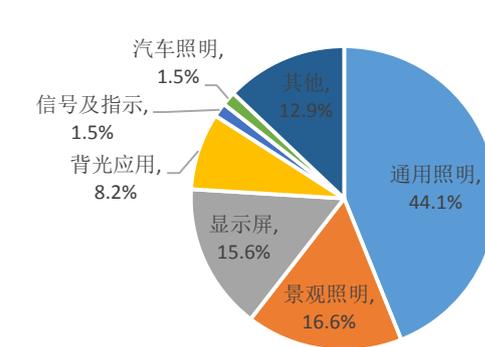
中国 LED 产业规模增速也在不断提升。CSA 数据显示, 2018 年中国半导体照明行业整体产值达到 7374 亿元 (同比 +12.8%), 其中, 上游外延芯片、中游封装、下游应用环节产值分别为 240 亿、1054 亿和 6080 亿, 分别同比增长 3.4%、9.4%、13.8%。下游应用环节又分为通用照明 (2018 年产值 2679 亿元, 同比+5.0%) 和特殊照明 (2018 年产值 3401 亿元, 同比+21.8%)。我国通用照明市场分散, 龙头企业欧普照明市占率 3-5%, 行业集中度提升空间大。

图表 37: 我国 LED 照明产业各环节产业规模 (亿元)



资料来源: CSA Research, 华创证券

图表 38: 2018 年我国半导体照明应用领域分布



资料来源: CSA Research, 华创证券

在 LED 照明行业竞争中, 企业的渠道掌控能力愈发关键。其中, 龙头企业欧普照明在国内采用“经销为主、直销为辅”的销售模式, 以渠道下沉拓展销售触角, 以整体方案体现增值服务, 以多元渠道打通线上线下。2015 年时公司拥有经销商终端网点数量 40162 家, 主要分布在华南地区; 经过渠道下沉与拓展, 目前公司拥有超过 4000 家专卖店以及超过 10 万家流通网点, 覆盖我国 90% 以上的省市及地级市。前五十大大主要境内经销商中, 90% 以上合作时间在 3 年以上, 忠诚度相对高。在渠道管理方面, 公司针对不同业务进行差异化管理。家居业务, 零售渠道重点培养经销商“坐商”转“行商”能力, 提升终端运营效率, 而流通渠道侧重网点质量提升和覆盖率提升; 电商业务, 侧重品类拓展和仓储配送服务升级; 商用业务, 公司不断加强分销渠道和项目渠道建设, 并在设计师渠道建立欧普商照的品牌形象。出口为经销模式, 采用自主品牌本地化运营策略, 不断开拓海外市场, 竞争实力凸显。

图表 39: 不同照明企业营销模式比较

公司简称	内销		出口		2017 年总营收	出口占比
	销售模式	网点数量	销售模式	主销区域		
欧普照明	经销为主、直销为辅	拥有超过 4000 家专卖店以及超过 10 万	经销	中东、南亚、东亚及东南亚、欧洲及中亚、非洲、美洲大	69.57 亿	8.76%

公司简称	内销		出口		2017 年总	出口占比
		家网点		洋洲等		
三雄极光	经销为主	350 家经销商、3000 多家销售终端	---	---	22.66 亿	0.59%
得邦照明	经销为主	---	直销	美国等 60 余个国家和地区	40.31 亿	79.76%
光莆股份	直销	---	直销	欧洲、北美等地	4.95 亿	66.43%
阳光照明	经销为主	2000 多家分销商，1500 多家店专卖店	代工和自营	比利时、德国、美国、澳大利亚、香港等	50.38 亿	84.14%
飞乐音响	---	---	---	美国、加拿大、新西兰、法国、匈牙利等 54 个国家	54.44 亿	49.76%
佛山照明	代理商为主	2000 多家销售网点	代理商为主	美国等 110 多个国家和地区	38.00 亿	39.18%
勤上股份	工程直营、经销、互联网销售相结合	---	工程直营、经销、互联网销售相结合	欧美发达国家及东南亚、非洲、南美洲等	16.09 亿	24.94%
雪莱特	经销为主	---	经销为主	亚洲、欧洲、美洲等数十个国家和地区	10.26 亿	30.33%
金莱特	代理商为主	---	独家销售、合作销售、开放式销售相结合	全球 100 多个国家和地区	9.87 亿	71.63%
雷士照明	直销为主，经销为辅	---	---	印尼、中东、巴西、非洲等	40.63 亿	30.84%

资料来源：上市公司招股说明书，2017 年报，华创证券

（三）软体家具：竞争格局为先，大软体融合为行业趋势

1、国内沙发行业市场规模约为 520 亿元，中国是软体家具主要出口国

2016 年我国沙发销售额为 478 亿元，预计 2017 年市场约为 520 亿元。2016 年我国沙发销售额为 478.11 亿元，同比增长 5%，与软体家具行业销售额的增长率相差无几。我国沙发的主要出口对象是美国，占沙发出口总量的 41.9%，紧随其后的分别为应该（7.22%）、日本（6.3%）、韩国（5.23%）、澳大利亚（5.09%）。

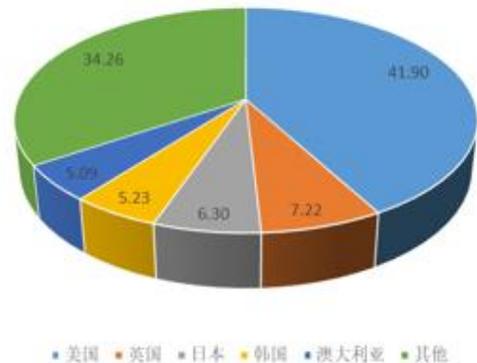
我们对中国软体沙发的市场规模进行测算，预计 2017 年沙发行业的市场规模能够达到 520 亿元，2022 年预期可以达到 860 亿元。我们假设沙发行业市场规模由房地产市场新增住房套数和存量住房套数（按每年 1% 的存量房装修计算）决定，按照每套房 100 平方米计，通过住宅销售面积确定新房销售套数。软体沙发的渗透率 2017 年为 80%，之后以 1% 的增速增长，并假设每家装修需要一套软体沙发，每套出厂单价为 0.3 万元，由此得出沙发市场规模。

图表 40: 沙发销售量增长趋势与软体相似



资料来源: CSIL, 华创证券

图表 41: 沙发主要出口对象为美国



资料来源: 产业信息网, 华创证券

图表 42: 功能沙发市场规模测算

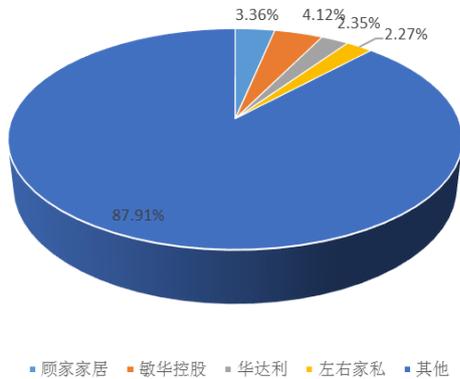
	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
住宅销售面积 (万平方米)	169408.00	157549.44	162275.92	167144.20	172158.53	177323.28
住宅销售增速		-7%	3%	3%	3%	3%
商品房销售套数 (万套)	1694.08	1575.49	1622.76	1671.44	1721.59	1773.23
二手房销售套数 (万套)	236.33	302.79	387.95	497.06	636.86	815.98
新增购房销售套数 (万套)	1930.41	1878.29	2010.71	2168.51	2358.45	2589.21
存量房套数 (万套)	24312	24798.24	25294.20	25800.09	26316.09	26842.41
存量房增速		2%	2%	2%	2%	2%
二次装修套数 (1%, 万套)	243.12	247.98	252.94	258.00	263.16	268.42
总体装修房套数 (万套)	2173.53	2126.27	2263.65	2426.51	2621.61	2857.64
软体沙发						
软体沙发渗透率	80%	81.00%	82%	83%	84%	85%
沙发单价 (元/套)	3000	3150.00	3244.50	3341.84	3442.09	3545.35
沙发行业市场规模 (亿元)	521.65	542.52	602.24	673.05	758.00	861.16
yoy		4.00%	11.01%	11.76%	12.62%	13.61%

资料来源: Wind, 华创证券测算

2、我国软体家具市场集中度低, CR4 仅为 12.09%, 对标美国沙发龙头 CR4 超 50%

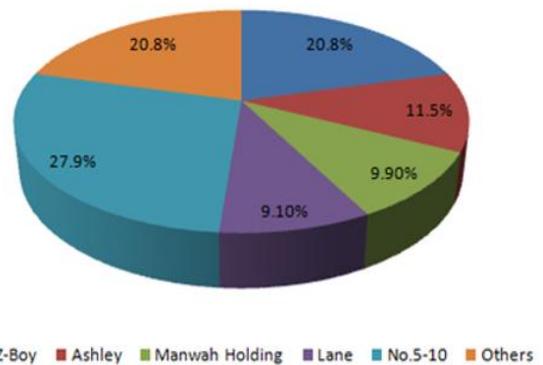
相比发达国家, 我国软体家具市场集中度较低, CR4 为 12.09%, 不足 15%。我国沙发市场总规模约为 520 亿元, 敏华控股/顾家家居/华达利/左右家私作为龙头企业所占沙发市场份额分别为 4.12%/3.36%/2.35%/2.27%, 其他品牌的沙发占总体的 87.91%。区域性品牌、中小企业居多, 且大多定位国内低端市场, 产品同质化严重, 具有品牌影响力和规模化优势的大型企业主要定位中高端市场。

图表 43: 中国沙发行业 CR4 不足 15%



资料来源: 公司公告, Wind, 华创证券

图表 44: 美国沙发行业 CR4 占比超过 50%



资料来源: 中国产业信息网, 华创证券

3、海绵原材料价格处于相对低位, 软体家具企业成本压力有望缓解

从 2018 年一季度开始, 海绵原材料 MDI、聚醚价格均实现一定幅度下行, 下行趋势一直延续到四季度, 进入 2019 年 MDI 价格有小幅上升, 截至 2019 年 4 月 25 日 MDI 最新价格为 18000 元/吨, 聚醚最新价格为 10670 元/吨, TDI 最新价格为 17100 元/吨, 三种原材料价格基本处在 2017 年大幅上涨前的价格水平。原材料价格水平的下降将带动海绵价格降低, 从而缓解相关公司的成本压力, 进一步修复利润表现, 主要受益标的有顾家家居、喜临门、梦百合。

图表 45: 海绵原材料 MDI 价格 2018 年呈下降趋势



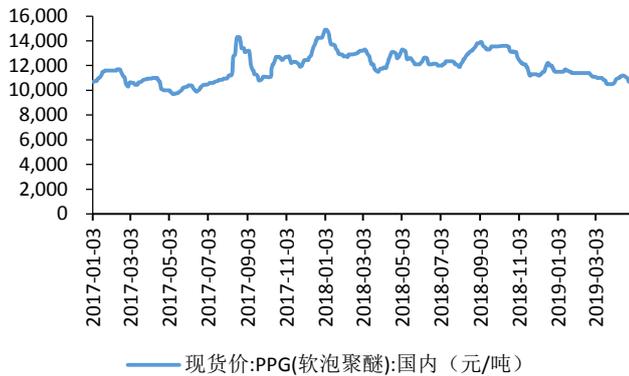
资料来源: Wind, 华创证券

图表 46: 海绵原材料 TDI 价格 2018 年呈下降趋势



资料来源: Wind, 华创证券

图表 47: 海绵原材料聚醚价格 2018 年呈下降趋势



资料来源: Wind, 华创证券

图表 48: 海绵原材料 TDI 价格还未下降至历史低点



资料来源: Wind, 华创证券

(四) 造纸行业: 新增产能并未大规模出现, 原材料海外布局成为核心竞争力

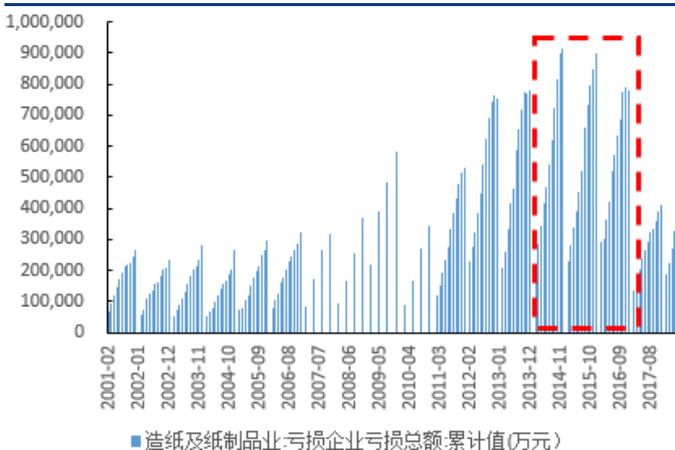
2017 年下半年以来造纸行业出现新的变化, 2016 年下半年-2017 年上半年造纸原材料充足可得, 纸价上涨主因系供给侧改革和行业经济化去产能, 带来全行业受益。2017 年下半年以来进口废纸、环保政策趋严, 行业供需紧平衡延续, 纸价高位主因系原材料紧缺, 成本上涨推动纸价跟涨。

1、2016 年下半年-2017 年上半年: 原材料充足, 供给侧改革和环保推动供需结构改善是行业主线

2016 年下半年开始的本轮造纸业行情主因为行业产能出清, 供需结构改善拉动: (1) 2011-2016 年长期产能严重过剩造纸经济性低迷, 亏损纸企不断退出, 经济性原因致使产能出清; (2) 持续供给侧改革和环保整治, 关闭高污染、落后产能纸企, 行业到达供需紧平衡状态。

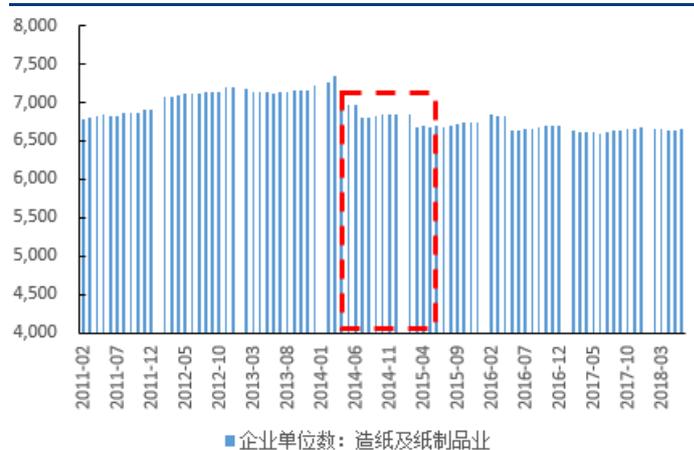
供给端: 我国纸企经历了 2011 年-2015 年长期低迷期, 造成纸企亏损情况严重, 2011 年-2014 年我国纸企亏损总额不断增长, 2014 年-2015 年纸企亏损总额达到历史峰值, 行业经济化逐步去库存。叠加 2015 年 11 月国家推出供给侧改革, 淘汰造纸业落后产能, 我国纸企数量自 2014 年以后逐渐减少, 2015 年底造纸单位剩余 6737 家。

图表 49: 2014 年-2015 年纸企亏损总额处于历史峰值



资料来源: Wind, 华创证券

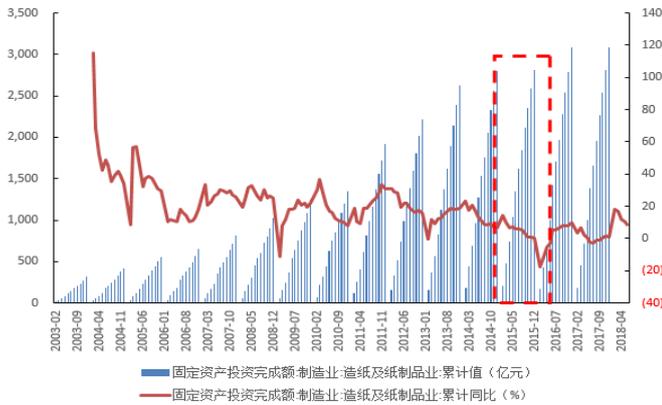
图表 50: 纸企数量自 2014 年逐渐减少



资料来源: Wind, 华创证券

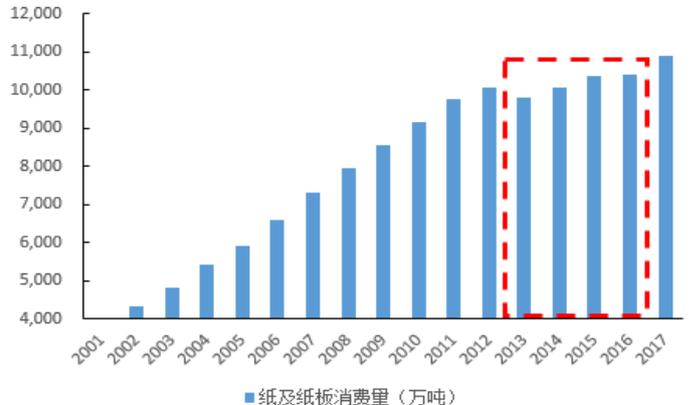
纸企固定资产投资增速放缓, 特别是 2014 年-2016 年上半年固定资产投资增速为负值。行业新增产能总体情况得到抑制并逐渐出清。

图表 51: 2014 年-2016 年上半年纸企固定资产投资停滞



资料来源: Wind, 华创证券

图表 52: 纸及纸板消费量自 2012 年以后缓幅上升

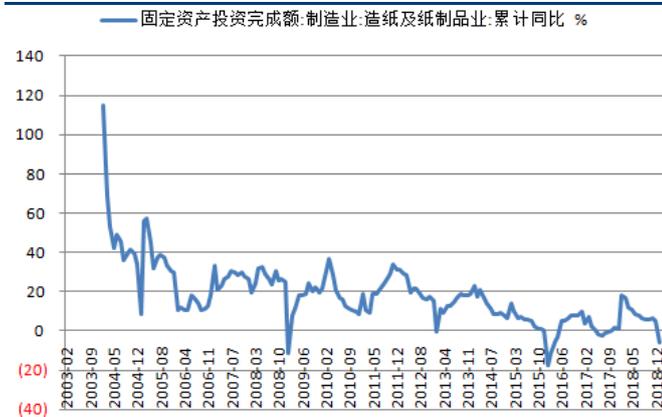


资料来源: Wind, 华创证券

2、环保导致大规模产能扩张并未出现，行业固定资产投资低迷

政策限制导致供给扩张缓慢: 随着环保排污许可证制度、自备电厂趋严、落后产能淘汰、持续环保督察等一系列政策收紧，行业产能扩张动力受到抑制。2017 年，造纸行业固定资产投资额为 3090.96 亿元，同比增加 1.2%，增长幅度小；新增产能集中于大型纸企，计划双胶纸、铜版纸、白卡纸、箱板瓦楞纸新增产能分别为 81 万吨、20 万吨、75 万吨和 725 万吨，考虑行业退出产能和投产时间，行业整体新增产能并不大。2018 年下半年以来全行业固定资产投资低迷，由于环保限制行业并未出现大幅度的固定资产投资驱动新增产能投产。

图表 53: 2018 年下半年以来造纸固定资产投资低迷



资料来源: Wind, 华创证券

图表 54: 大纸企各纸种新增产能统计

纸种	公司名称	新增产能 (万吨)	地点
铜版纸	太阳纸业	20	山东
白卡纸	博汇纸业	75	山东
双胶纸	晨鸣纸业	51	山东
	晨鸣纸业	30	新闻纸特产
箱板瓦楞纸	玖龙纸业	200	泉州 35 万吨, 重庆 55 万吨, 河北永新 50 万吨, 濮阳 60 万吨
	山鹰纸业	127	湖北
	山鹰纸业	88	联盛纸业位于官山工业区的老基地
	阳光纸业	60	-
	意通能达	50	湖北老河口市
	金庄科技	15	利用金庄公司原有厂区及新征 78 亩土地进行建设。
	一帆纸业	60	-
	外贸平通包装印刷	15	-
	新嘉源纸业	10	-
	茂丰纸业	10	潮州市潮安区铁铺镇工业园区
龙兴纸业	50	目前已完成建设用地的收购和设备订购, 建筑面积 4 万平方米的高档箱板纸生产车间已开工建设, 旧厂房改造工作已全面启动	
太阳纸业	40	山东省聊城市太平工业园区造纸产业园	

资料来源: 各公司公告, 各公司官网, 华创证券

3、废纸新政推动，原料持续紧缺，对纸品价格构成支撑

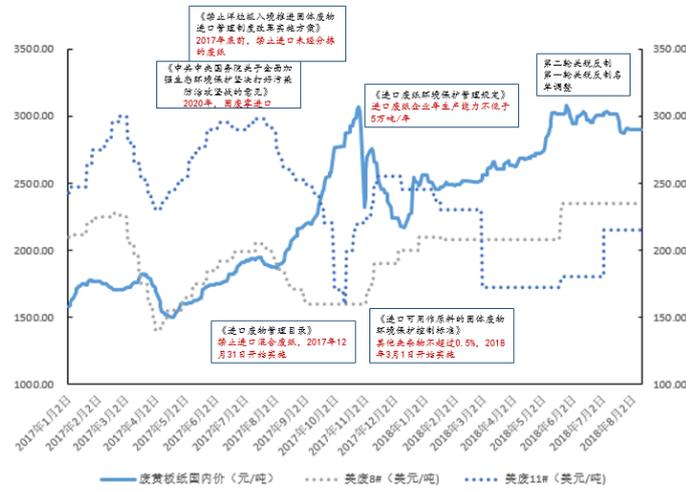
2017 年下半年伊始，随着国内环保持续趋严、自备电厂审批受限的背景下，造纸行业新增产能受限，需求稳定，供需维持紧平衡状态。行业的边际变量在于废纸进口政策趋严导致废纸原材料紧缺，木浆供需紧平衡，原材料价格持续上涨，在行业供需维持紧平衡背景下，旺季纸价推涨。在此背景下，拥有原材料生产能力和海外布局的企业具备产能和成本优势，太阳纸业在老挝的木浆和废纸浆的布局价值持续凸显。

(1) 2017 年下半年以来废纸进口限制政策动作频频

2017 年下半年以来废纸政策持续严格，出台新规不断，主要包括：(1) 2017 年年底禁止进口混合废纸；(2) 限制进口废纸企业资质；(3) 2018 年 3 月规定进口废纸其他夹杂物含量不超过 0.5%；(4) 2018 年 8 月应对中美贸易

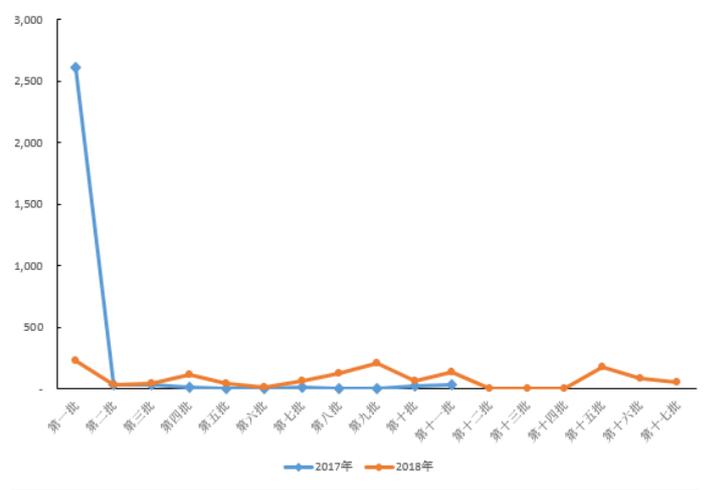
战宣布对废纸浆加征关税 20%、所有进口废纸加征关税 25%。废纸原料受政策影响持续紧张。就废纸审批而言，在环保部 2017 年 12 月公布的首批 2018 年废纸审批量（历年首批为全年最大审批量的批次）大大缩减，为 227 万吨，而 2017 年首批废纸审批量为 2613 万吨，废纸政策执行严格，导致国内废纸价格飙升，内外废价差持续扩大。

图表 55: 废纸新规出台，国废价格一路上涨



资料来源：卓创资讯，华创证券

图表 56: 2017 年下半年以来废纸审批量大幅下滑



资料来源：固废管理中心，华创证券

(2) 废纸进口限制严格，加剧原材料紧张形势

废纸进口限制造成废纸紧缺：2017 年，我国废纸进口量大幅下滑，为 2571.94 万吨，同比减少 9.8%，进口依赖度逐年下滑，2017 年为 35.6%，预计 2018 年实际进口废纸量在 1550 万吨左右。同时，由于废纸需求量转为国内，而国内专业废纸回收体系尚未健全，短期内国内尚无法大量回收废纸补充原料缺口，造成造纸行业所需废纸整体原料持续紧缺，国内外废价差扩大。

图表 57: 预计 2018 年进口废纸量大幅降低

	国产废纸量 (万吨)	进口废纸量 (万吨)	预计废纸消耗量 (万吨)
2006	2263	1962	4225
2007	2765	2256	5021
2008	3128	2421	5549
2009	3676	2750	6426
2010	4016	2435	6451
2011	4348	2728	7076
2012	4473	3007	7480
2013	4451	2924	7375
2014	4841	2752	7593
2015	4841	2928	7769
2016	4964	2850	7814
2017	5286	2572	7858
2018E	5150	1550	6700

资料来源：中国造纸协会官网，Wind，华创证券

木浆替代效应凸显：供给方面，国内环保趋严，我国国内木浆产能扩张受限，2017 年国内木浆产能 1041.00 万吨，同比下降 7.8%，对外依存度从 2016 年的 65.1% 上升至 67.1%。需求端，由于废纸进口限制，木浆对废纸的替代效应凸显，废纸系对木浆的需求量提升。其中 2017 年，箱板瓦楞纸耗用木浆量 280 万吨，较 2016 年增加 140 万吨。同时，环保限制使草浆类非木浆原料也逐渐被木浆替代以及下游纸需求量缓幅增长，2017 年以来木浆需求量大幅增长。木浆持续供需紧平衡局面出现，2017 年产能利用率到极限位置 99%，预计 2018 年剔除溶解浆后木浆进口量在 2220 万吨。

图表 58：预计 2018 年木浆进口量仍维持稳定增长

	纸浆进口量(万吨) (含溶解浆)	同比变化	溶解浆进口量 (万吨)	纸浆进口量(万吨) (剔除溶解浆)	同比变化
2009	1368	44%	110	1258	32.1%
2010	1137	-17%	96	1041	-17.2%
2011	1445	27%	115	1330	27.8%
2012	1646	14%	158	1488	11.9%
2013	1685	2%	180	1505	1.1%
2014	1796	7%	209	1587	5.5%
2015	1984	10%	227	1757	10.7%
2016	2107	6.2%	225	1882	7.1%
2017	2372	12.6%	260	2112	12.2%
2018E	2500	5.4%	280	2220	5.1%

资料来源：中国造纸协会官网，Wind，华创证券

4、原材料紧俏背景下，自主造浆+海外布局价值凸显

2017 年之前中国大型造纸企业的发展依赖的是中国的巨大纸品消费市场，原材料端依赖进口废纸和木浆供给。2017 年下半年以来，

在原材料价格强势的条件下，拥有自主造浆能力、提前进行海外布局的大纸企将拥有产能和成本优势。一方面，原材料紧张一定程度上限制了纸厂的扩产能力，自给率高的纸厂受限制程度较小；另一方面，原材料持续紧缺加剧成本上行，缺少自主造浆能力的纸企利润受挫，大纸企可通过在海外收购废纸制浆或自主造浆，享受纸价上涨带来的吨毛利扩大收益。

图表 59：太阳纸业、晨鸣纸业新建浆纸产能

公司名称	项目名称	投资金额	预计投产时间
太阳纸业	20 万吨高档特种纸	6 亿元	2018Q1
	80 万吨高档板纸改建及配套工程项目	21 亿元	2018Q3
	老挝 50 万吨化学浆项目	12.7 亿元	2018Q2
	老挝 40 万吨废纸浆项目和 80 万吨包装纸项目	63,664.40 万美元	2019Q2 末、2020 年
晨鸣纸业	黄冈晨鸣林浆一体化项目	34.85 亿元	2018H2
	寿光 40 万吨化学浆项目	43 亿元	2018H2
	寿光美伦 51 万吨高档文化纸项目	21.2 亿元	2018H2

资料来源：公司公告，华创证券整理

图表 60: 太阳纸业老挝基地布局



资料来源: 谷歌地图, 公司公告, 华创证券

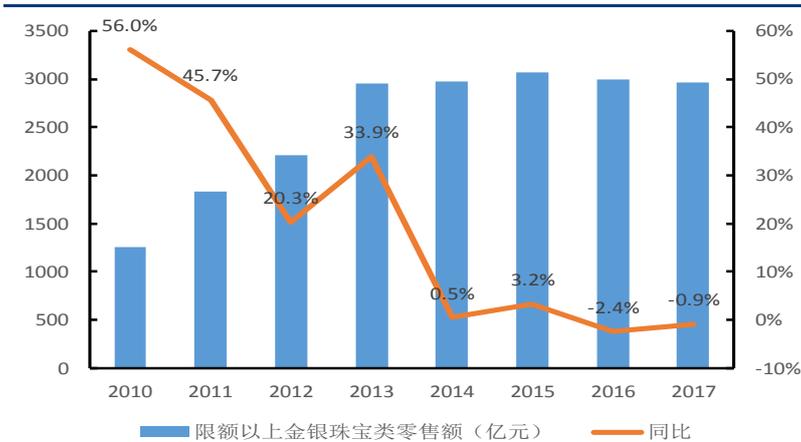
木浆产能方面, 目前晨鸣纸业拥有自主木浆产能 155 万吨, 太阳纸业于今年上半年投产 50 万吨废木浆。在进口废纸 2020 年归零预期下, 太阳老挝布局凸显成本优势: 该项目主要以进口美国废纸和欧洲废纸为原料, 建设 40 万吨再生纤维浆板生产线(以浆板形式运回国内作为生产箱板纸原材料)和 80 万吨高档包装纸生产线(在老挝以美废和欧废为原材料生产), 公司以老挝项目提供战略支点, 持续在低成本区域进行扩张。

从 PB 角度看估值: 短期安全边际明显, 长期参照 08 年 H1 及 15 年 H1: 2018 年下半年以来随着全行业需求疲弱和纸价调整, 造纸板块估值持续调整, 我们认为目前从 PB 角度看造纸股仍处于历史上较低位置, 为造纸股提供安全边际。短期行业受益宏观经济复苏带来需求转暖, 长期看造纸中的优质资产静待花开, 建议关注太阳纸业、华泰股份、晨鸣纸业。

(五) 珠宝首饰: 乘消费升级好风, 龙头珠宝商渠道&品牌优势尽显

1、珠宝市场规模逾 5000 亿, 黄金、钻石交易活跃

根据中宝协统计, 我国珠宝首饰零售规模超 5000 亿, 过去 5 年复合增速约 13%, 是规模增长最为迅速的可选消费品类之一。2010-2017 年期间, 我国限额以上珠宝类零售额 CAGR 为 13.0%, 其中 2017 年限额以上珠宝零售额为 2969.50 亿元, 同比降低 0.9%。受到金价下跌和反腐败的影响, 限额以上珠宝类零售额自 2013 年以后增速放缓。虽然黄金价格下跌, 但是在 2010-2017 年期间黄金消费量和黄金首饰消费量基本保持逐年增长的状态, 两者 CAGR 分别为 9.6%和 10.0%; 其中 2017 年黄金消费量为 1089.07 吨, 黄金饰品消费量为 696.50 吨, 分别同比增长 11.7%和 14.0%。

图表 61: 历年限额以上金银珠宝类零售额及同比


资料来源: 国家统计局, 华创证券

2010-2017 年期间我国的钻石市场同样活跃。根据上海钻石交易所的披露, 2010-2017 年期间我国在钻交所钻石交易金额 CAGR 为 9.2%, 其中 2017 年钻交所钻石交易金额达到 53.44 亿美元, 同比增长 20.1%。我国的钻石进口金额基本保持逐年增长的状态, 从 2010 年 39.98 亿美元增长到 79.42 亿美元, CAGR 为 10.3%, 其中 2017 年钻石进口金额达到 79.42 亿美元, 同比增长 3.3%。

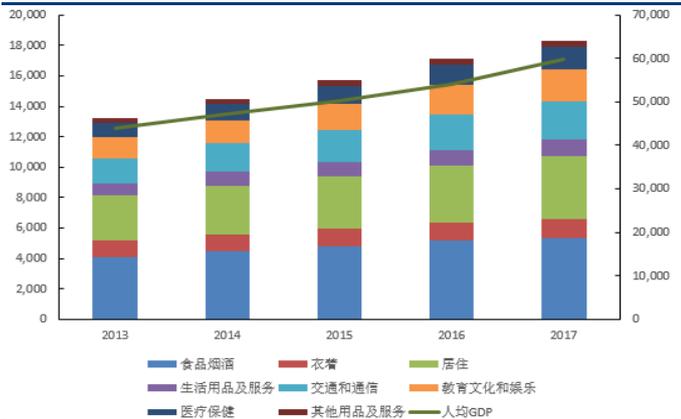
2、消费升级驱动珠宝消费, 钻石镶嵌类异军突起

(1) 日常消费成珠宝消费新动力

对于消费者而言, 购买珠宝的主要用途包括婚庆、投资、收藏、日常装饰等, 其中婚庆仍然是最主要的用途, 占比约 46%。由于珠宝具有稳定性和稀缺性, 使得其成为重要的保值增值工具, 因此投资是珠宝的第二大用途, 占比约 32%。珠宝作为工艺品, 加以精雕细琢, 得以成为具有收藏价值的物品, 占比约 14%。

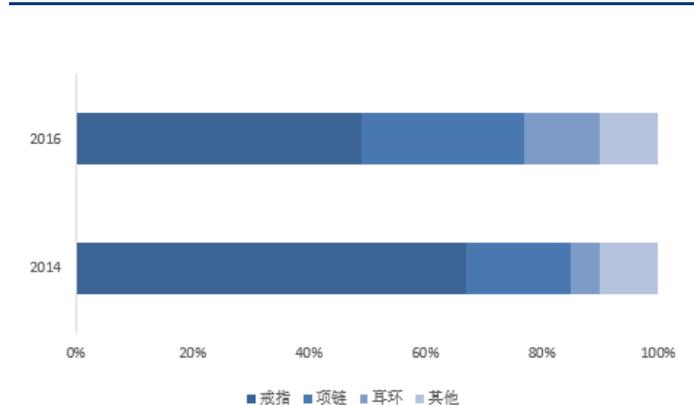
日常消费将成为珠宝消费的重要突破口, 主要受到消费升级和年龄层裂变的影响。随着我国适婚人群对于婚姻看法的转变, 近年来我国婚姻登记人数呈现较缓幅度地下降。2010-2017 年期间, 我国人均 GDP 从 30876 元增长至 59660 元, CAGR 为 9.9%。其中, 在 2013 年, 人均 GDP 超过 40000 元, 食品衣着占比 39.0%, 可选消费占比 61.0%; 在 2015 年, 人均 GDP 超过 50000 元, 食品衣着占比 38.0%, 可选消费占比 62.0%; 在 2017 年, 人均 GDP 接近 60000 元, 食品衣着占比进一步下降到 36.1%, 可选消费占比 63.9%。当可支配收入不断增加, 消费者更倾向于注重精神娱乐和产品品质因素, 而不只是价格。消费升级将成为珠宝消费特别是珠宝日常消费的主要驱动力。根据 Debeer 的数据, 2014 年, 我国消费者对于珠宝首饰的选择比较单一, 有 67% 的消费者购买戒指, 而 2016 年, 我国消费者购买戒指的比例下降到了 49%。这说明消费者对于珠宝首饰的购买更加多元化, 不再拘泥于以婚戒为形式的传统婚庆, 对于日常装饰的购买意愿提高。

图表 62: 可选消费占比随人均 GDP 增加而增加



资料来源: Wind, 华创证券

图表 63: 消费者购买珠宝结构占比

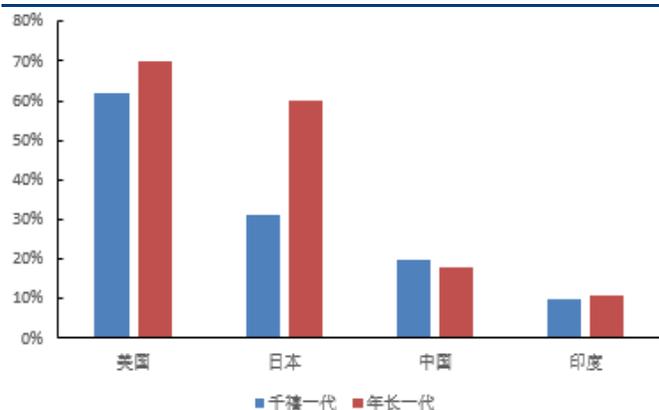


资料来源: Debeers Group, 华创证券

(2) 钻石引领新潮流, 提高行业毛利

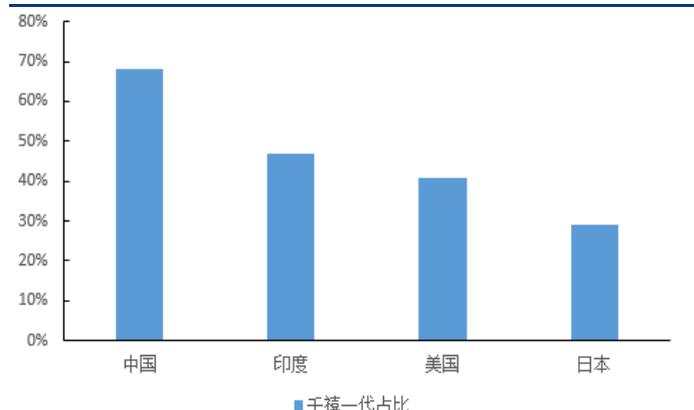
千禧一代成为钻石镶嵌类消费主力军。根据中国宝石杂志的披露, 我国已经成为全球第二大钻石市场, 需求量占全球的 14.4%, 仅次于美国 45% 的占比。根据 Debeers Group 《2016 年钻石行业分析报告》, 我国的千禧一代对于钻石镶嵌类的消费要高于年长一代, 20% 的千禧一代持有钻石镶嵌类饰品, 高于年长一代 18% 的持有率。千禧一代对于钻石镶嵌类“情有独钟”, 占到钻石镶嵌类消费的 68% 的比例, 是我国钻石镶嵌类珠宝消费的主力军, 显著高于印度、美国、日本。

图表 64: 中国千禧一代钻石持有率提升



资料来源: Debeers Group, 华创证券

图表 65: 千禧一代是钻石消费主力军



资料来源: Debeers Group, 华创证券

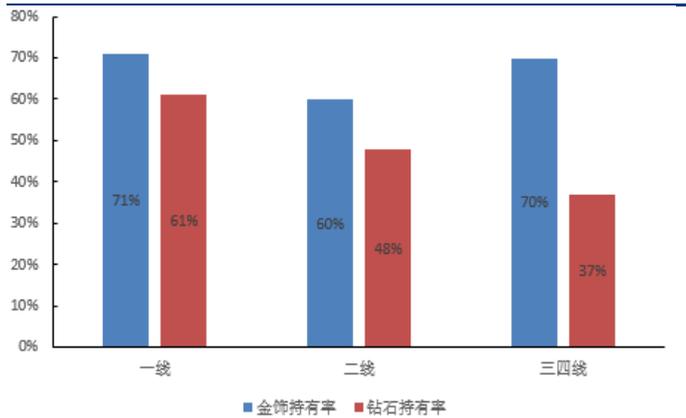
钻石定价不透明, 毛利相对较高。一般而言, 钻石的价格主要看 4C (重量、颜色、净度和切工), 钻石行业缺乏公开透明的权威报价体系, 价格被上游钻石生产商控制, 并且钻石切割将会影响价值, 导致钻石相对于黄金 (价格为重量*单位报价+工费) 来说更不具有标准性, 加上不同钻石饰品零售商会考虑营销成本、市场定位和品牌价值等, 价格会差别较大。因此钻石饰品相较于黄金更具有价格操作的空间, 因而钻石镶嵌类流通环节毛利率约为 50% 左右, 而素金类首饰流通环节毛利率在 20%-25%, 明显低于钻石镶嵌类饰品。

(3) 三四线城市成未来主要增长点

在珠宝首饰领域, Frost&Sullivan 预测, 2010-2015 年二线城市珠宝市场复合年增长率将达到 37.3%, 而三线及以下城市珠宝市场增长率则更是高达 45.3%, 远远超过一线城市的同期 31.9% 的增长率。目前, 周大福、老凤祥等国内领先珠宝首饰企业在加强一线城市品牌建设的同时, 已开始战略布局二三线城市。

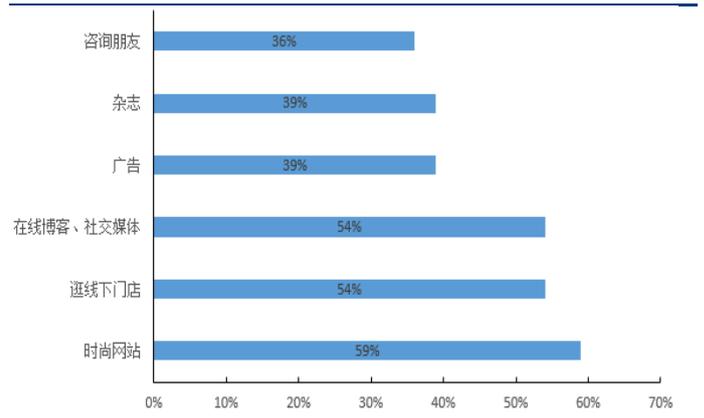
钻石镶嵌类渠道下沉存在广泛空间，三四线城市成未来增长点。2016 年，我国的一、二、三四线钻石渗透率分别为 61%、48%和 37%，远低于金饰的 71%、67%和 70%，特别是三四线城市相差较大。相较于金饰成熟的渗透率对比，我国钻石饰品在三四线城市存在广泛的下沉空间。在目前二三线城市珠宝首饰品牌渗透率的相对较低的现状下，随着城乡居民可支配收入的持续快速增长，三四线珠宝首饰市场的增长速度将持续高于一、二线城市。根据世界黄金协会的调查，分别有 59%、54%和 54%的消费者通过时尚网站、逛线下门店、社交媒体或在线博客来感知体验珠宝首饰，位列途径前三。线下门店是培养消费者品牌意识、打造产品体验的重要途径。

图表 66: 2016 年金饰和钻石饰品持有率



资料来源: 世界黄金协会, 华创证券

图表 67: 线下门店是培养消费者感知的重要来源



资料来源: 世界黄金协会, 华创证券

(4) 互联网珠宝零售异军突起

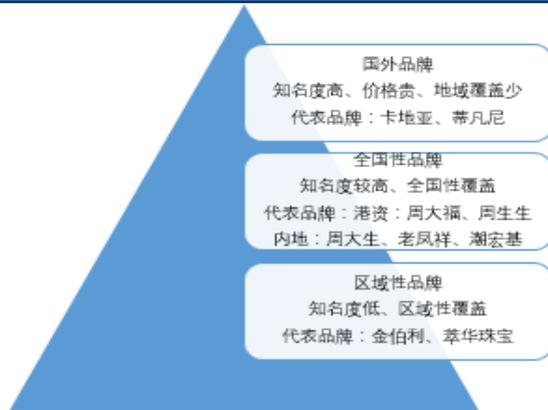
互联网珠宝零售冲击传统渠道。近年来，以钻石小鸟、珂兰钻石为代表的互联网品牌崛起，各类传统珠宝制造厂商也开始发力电商渠道。传统珠宝厂商的电商渠道主要为公司官网、京东和天猫旗舰店。新型互联网品牌主要是以线上官网为主要渠道，同时在全国开设有少许的体验店来带动线上消费。与传统珠宝厂商不同，电商品牌主要是起到零售商的作用，消费者直接在官网上选择裸钻尺寸、钻拖等一系列选项，由电商品牌在国内或国外购买成品钻，且不在线下布置店铺或专柜，因而价格只有市场同行的一半得以抢占市场。总的来说电商渠道成为营收的重要增长点。以 2017 年天猫双 11 数据为例，周大福一小时内成交价破 5000 万元，连续五年蝉联第一；电商品牌珂兰钻石位列前十。

3、行业厂商三级次分布，拓渠道、轻资产成重要成长路径

(1) 行业厂商三级次分布，集中度较低

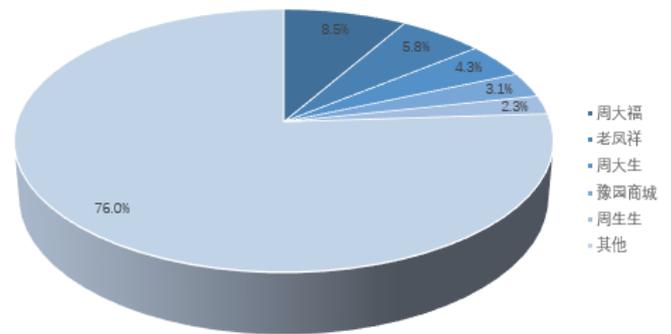
我国市场上的珠宝品牌商按照目标定位、地区覆盖率主要分为国外品牌、全国性品牌和区域性品牌。国外品牌如卡地亚、蒂凡尼定位高端人群，知名度高，定价高，营销终端较少；内地全国性品牌主要分为港资品牌和内地品牌两种，知名度较高，在全国范围内建立有大量的营销终端，例如周大福、周生生、老凤祥、周大生等；区域性品牌市场集中于当地区域，知名度较低，例如萃华珠宝、金伯利等。珠宝行业集中程度中等，2015 年周大福、老凤祥、周大生、豫园股份、周生生五家上市公司合计占比约为 24.0%，其中周大福为上市公司第一，占比 8.5%。

图表 68: 我国珠宝首饰市场主要参与者构成



资料来源：华创证券整理

图表 69: 2015 年珠宝行业市占率



资料来源：水贝中国指数网，华创证券

我国珠宝行业上市公司主要自主生产黄金类饰品。成立时间较早、营收规模总量较大的厂商基本具有黄金、珠宝镶嵌类和铂金 K 金三大业务产品线。收入体量上，素金类周大福、老凤祥居首，钻石镶嵌类周大福居首，周大生和通灵珠宝较为接近。由于珠宝产业链中开采切割和零售两个环节毛利率最高，而开采切割具有垄断性和准入限制，因此重点拓展渠道、轻资产运营成为我国部分厂商的成长路径。现阶段，各类珠宝厂商逐渐从一二线城市向三四线城市扩展。除此之外，电商渠道也越来越成为重要的营收增长点。

(2) 产品线对比：传统黄金饰品为主类，钻石镶嵌类崛起

从产品线角度看，珠宝类上市公司主要集中在黄金饰品类，主要有周大福、周生生、六福珠宝、老凤祥、豫园股份、明牌珠宝；周大生和通灵珠宝业务侧重于珠宝镶嵌类饰品；潮宏基业务中心在足金 K 金饰品。从产品线的定位来看，港资品牌的产品线定位普遍高于内地品牌的产品线定位。拥有产品线属于贵金属类的上市公司基本采用自主生产和委外加工的方式，而产品线以珠宝镶嵌类为主的上市公司基本采用委外加工或指定供应商的方式。

图表 70: 国内上市公司产品种类及生产模式

	厂商	产品种类	生产模式
港资	周大福	珠宝镶嵌类、黄金、铂金/K 金三大类，以黄金饰品为主	自主生产
	周生生	珠宝镶嵌类、黄金、铂金三大类，以黄金饰品为主	自主生产&委外加工
	六福珠宝	以黄金、铂金为主	自主生产&委外加工
内地	老凤祥	黄金、铂金	自主生产&委外加工
	周大生	以珠宝镶嵌类为主	委外加工&指定供应商
	豫园股份	黄金、铂金	自主生产&委外加工
	明牌珠宝	以黄金为主	自主生产&委外加工
	通灵珠宝	以珠宝镶嵌类为主	委外加工
	潮宏基	以足金 K 金饰品为主	自主生产

资料来源：公司年报，华创证券

(3) 收入体量对比：素金类营业收入较高，钻石镶嵌类收入增速较高

从公司总营收来看，周大福和老凤祥为第一梯队，在 400 亿以上，豫园股份、周生生、六福珠宝为第二梯队，约 100 亿-200 亿元；周大生、明牌珠宝、潮宏基、萃华珠宝等约 30-40 亿元。莱绅通灵约 19 亿元。营业收入增速基本在 10%-30% 之间。从内地归母净利润来看，周大福遥遥领先，约 34 亿。老凤祥、六福珠宝约 11 亿，为第二梯队。周生生、豫园股份、周大生为第三梯队，约 6-7 亿左右，莱绅通灵、潮宏基约 3 亿元，明牌珠宝、萃华珠宝、爱迪尔则不足 1 亿。

图表 71: 珠宝行业公司营业收入对比 (单位: 亿元)



资料来源: 公司年报, 华创证券

图表 72: 珠宝行业公司净利润对比 (单位: 百万元)



资料来源: 公司年报, 华创证券

(4) 拓渠道、轻资产成重要成长路径

重点拓展渠道、轻资产运营成为我国部分厂商的成长路径。现阶段，各类珠宝厂商逐渐从一二线城市向三四线城市扩展。轻资产、重运营，通过广开门店在全国范围内迅速建立起营销终端模式成为了厂商的成长路径之一，例如周大生、金一文化等。而传统的珠宝生产制造商也发力渠道建设，逐渐从一二线向三四线城市渗透以实现营收扩张，例如周大福、六福集团等。

珠宝首饰行业不受房地产调控影响，具有较强的消费属性，逐渐品牌化，且发展与整体经济水平发展休戚相关，看好珠宝首饰龙头周大生领先模式+先发渠道+品牌营销三驾马车拉动公司增长。

四、风险提示

房地产周期持续下行带来家具行业需求下降风险；中美贸易摩擦可能持续加剧，进而加大出口型企业接单压力和汇兑压力。

轻工组团队介绍

组长、首席分析师：郭庆龙

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018 年加入华创证券研究所。

分析师：陈梦

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：葛文欣

南开大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	sheny@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500