

老市场，新需求

市场回顾与展望

受到经济改善预期的推动，上证综指在 7 月份上涨 2.52%，而恒生中国企业指数上涨 4.46%，均创下一年多以来的新高。

中国经济在 7 月份继续保持稳定。7 月份生产者价格指数（PPI）同比上涨 5.5%，与前两个月持平。居民消费价格指数（CPI）同比回落 0.1 个百分点，上涨 1.4%。7 月官方制造业采购经理人指数（PMI）由 6 月份的 51.7 略降至 51.4，而 7 月官方非制造业 PMI 也从 6 月的 54.9 下降至 54.5，但都仍高于 50 的荣枯线。6 月份铁路货运量同比增长 16.4%，达到 2.99 亿吨，连续第 11 个月上涨。

2017 年上半年，主要工业企业实现利润 3.63 万亿，比上年同期增长 22%，远高于去年同期的 8.5%。经济好于预期的部分原因是由于市场驱动的供给侧改革初见成效，这为政府在下半年继续推行结构性改革和遏制金融风险留了足够的空间，这将有助于经济的长期健康发展。

在中国内地（上海/深圳）与香港股票交易互联互通成功推出两年后，内地与香港的债券通也于 2017 年 7 月 3 日正式启动。虽然目前，债券通只允许境外和香港投资者交易内地债券，但这是我们不断努力开放证券市场的另一个信号，也为未来我们这个全球第三大债券市场被纳入全球指数铺平道路。债券通一方面可以带来更多的资本，另一方面也帮助人民币进一步实现国际化。

长期投资观点

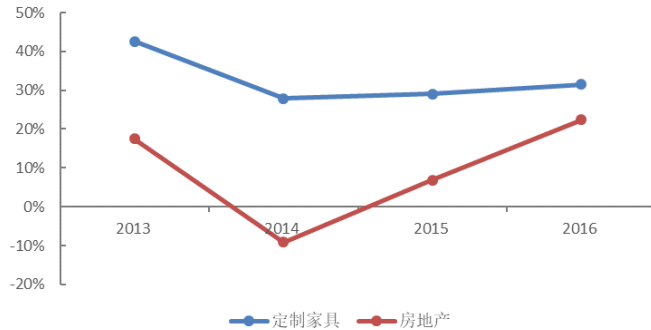
家庭相关的消费是我国居民最大的消费类别之一，总的市场规模大约有 4-5 万亿人民币。未来十年，随着中国经济的继续增长，中国将形成世界上最大规模的中产阶级人口。随着人们手中可支配收入的不断提高，未来在家具上的支出将超过 1.5 万亿元，中国也将成为全球最大的家具消费市场。与之对应的，我们相信中国未来至少会出现 1-2 家世界级的家具企业，类似现在家电行业里的美的和格力。消费升级和对效率要求的提高将有助于行业内的整合。

家具行业消费升级

➤ 私人订制

过去四年间，定制家具迅速发展，成为家具行业中增长最快的细分市场。受益于渗透率的提高，定制家具销售增长率一直保持在 25% 以上，远高于房地产行业的增长速度。（图 1）

图1: 定制家具 vs. 房地产增长

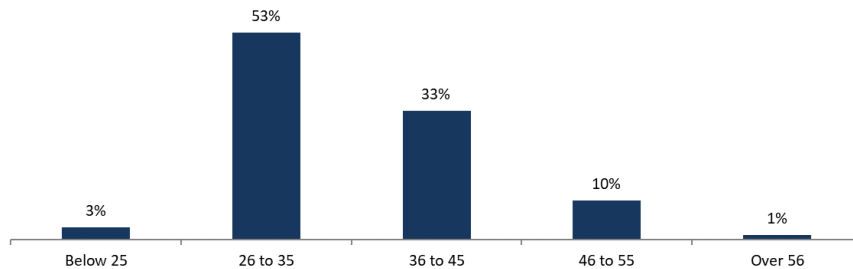


数据来源: 万得

我们相信在未来几年, 该行业将继续实现 15% 的高速增长, 因为:

1. 2016 年定制家具在衣柜中只有 30% 的渗透率, 在厨房橱柜中也只占 40%-50%。我们预计这两者的渗透率最终可以达到 70% 以上。
2. 由于规模经济的作用, 定制家具的价格会不断下降, 甚至在未来某一天低于传统家具。
3. 年轻人偏爱简约风格, 他们比父辈更喜欢购买定制家具。超过 50% 的定制家具的消费者在 26 至 35 岁之间, 未来的人口结构也会有利于定制家具行业的发展。(图 2)
4. 日益上涨的房价也刺激了消费者购买定制家具的需求, 以更好地利用空间。

图2: 客户年龄分析



➤ 功能性需求

沙发一直是中国家庭必备的家具, 这和过去比并没有发生太大变化。然而, 近年来, 功能沙发越来越受到消费者的欢迎。躺在功能沙发上, 人们可以看书, 看电影, 还可以舒适地小憩。过去, 功能沙发比传统沙发要贵得多。而现在, 随着可支配收入的增加和规模经济带来的价格的下降, 功能沙发不再让消费者望而却步。尽管近年来功能沙发的渗透率已经有所提高, 但截止去年, 它在中国的渗透率仍然只有 10% 出头, 而在美国, 功能沙发的渗透率已经达到了 40%。因此, 中国的功能沙发行业仍有很大的潜力。

效率的提升

不但消费在升级，家具行业在制造端也在不断升级。过去制造过程比较简单，主要以装配为主。而现在，为了满足消费者更多定制和功能性的需求，家具制造业会涉及更多的增值服务，包括设计、运输的供应链管理、安装等，家具公司需要通过各个环节的优化来提升客户体验，因此效率成为家具企业成功的关键因素之一。

索菲亚和欧派是定制家具行业的两个龙头公司，他们在各自的细分市场中几乎所有的运营环节都处于领先地位。在衣柜市场，索菲亚的销售网络最为广泛，2016年销售额达到22,800元每平方米，比欧派高出57%。而在橱柜市场，欧派则更为领先，其门店数量是第二名志邦的两倍，每平方米的销售量也是如此。从长远来看，我们认为家具市场将继续向龙头集中，索菲亚和欧派这样的龙头企业由于规模经济、供应链管理和品牌推广等方面的优势，将取得更多市场份额。请参见下表和图3和图4。

	衣柜					厨房橱柜				
	索菲亚	欧派	好莱客	皮亚诺	志邦	欧派	司米	皮亚诺	志邦	金牌
门店数量	1800	1394	1200	290	153	2088	500	591	1112	764
销售额(亿)	41.1	20.22	20.22	1	0.6	39.32	4.13	4.13	10	6.85
单店面积	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200
单店提货额(万)	228.33	145.05	168.50	34.48	39.22	188.31	82.60	69.88	89.93	89.66
坪效(万)	2.28	1.45	1.69	0.34	0.39	1.88	0.83	0.70	0.90	0.90

图3: 衣柜市场份额

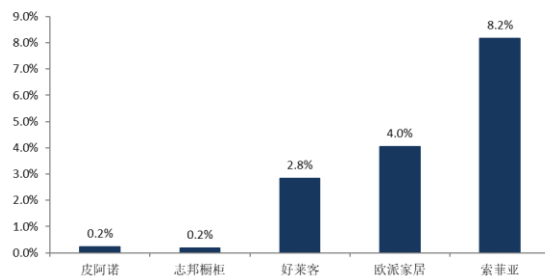
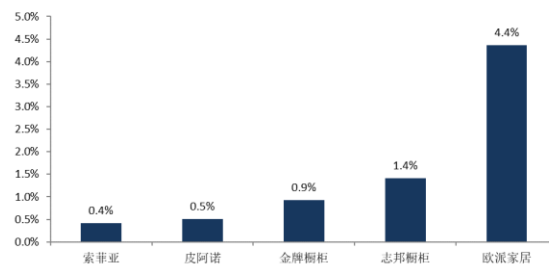


图4: 厨房橱柜市场份额



敏华在功能沙发行业中已经是绝对的龙头，其旗下的品牌“芝华士”在中国占有37.7%的市场份额。除了在中国分销其品牌产品外，敏华还通过OEM业务将功能沙发销往美国。它在去年占据了美国9.6%的市场份额。该公司垂直整合其供应链，所有主要功能部件均由经验丰富的原厂制造。这些都保证了敏华有良好的用户体验和成本优势。

小结

随着中国消费者日益成熟，在选择家具时，他们更关心设计、生活方式、质量和品牌，而不仅仅是价格。在这种趋势下，我们相信只有拥有创新产品和优质的供应链管理的品牌公司才能满足消费者日益升级的需求，这也是我们未来的投资方向之一。



➤ 公司介绍:

彬元资本成立于 2012 年 8 月 1 日，分别于 2012 年 12 月及 2016 年 3 月取得香港证监会许可的“第九类”资产管理及“第四类”就证券提供意见牌照，于 2014 年 1 月取得美国证监会许可的投资顾问资格，并于 2014 年 8 月登记为私募投资基金管理人资格。

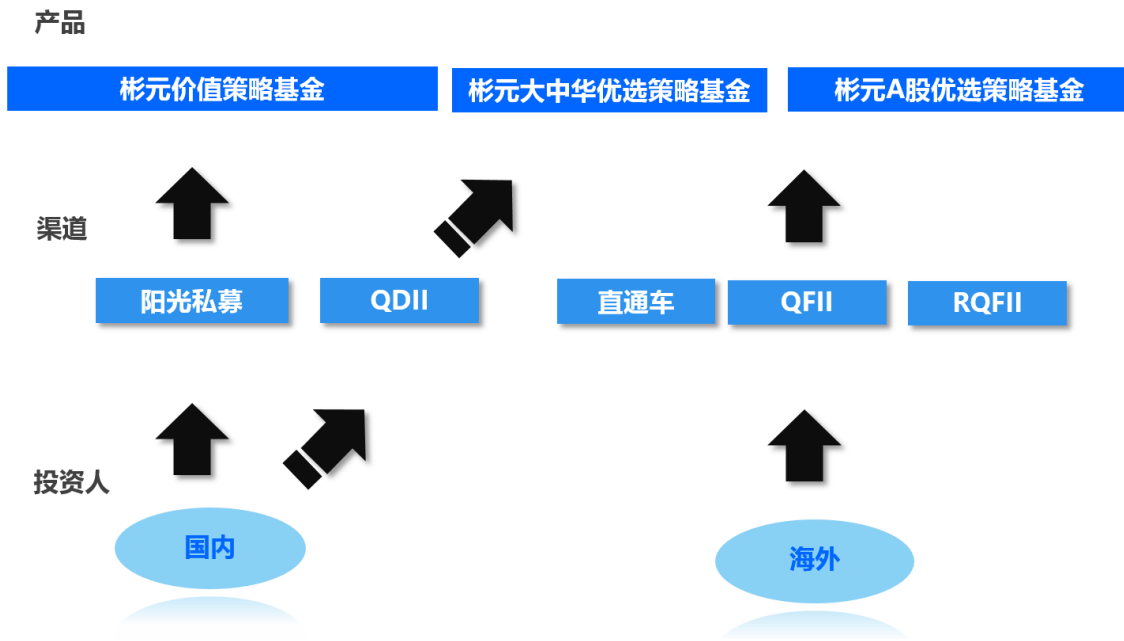
彬元资本专注于投资股票市场，投研团队主要来自于原通用电气资产管理公司，首席投资官周平先生曾担任通用电气高级副总裁兼大中华区总经理。周平先生在通用电气任职 17 年，管理过三只新兴市场基金，共计 50 亿美元。

公司目前主要客户为海外大型长期投资机构，包括抚恤基金，养老基金，家族基金及慈善基金等。彬元资本始终坚持以基本面研究为主导的“自下而上”的投资策略，配合自主开发的选股模型，在实践中不断检验，力求精选优质股票。在投资决策过程中，彬元资本的投研团队严格执行精选个股的策略，通过企业访问，网络与渠道调查，财务分析，行业价值链分析以及波特模型等方法为投资决策做支持。

【彬元资本】微信公众号：
binyuancapital



➤ 产品架构:



联系方式:

上海彬元资产管理有限公司

上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 13 楼 1305-1306 室

电话: +86 21 20285775

网址: <http://www.binyuancapital.com>

彬元资本有限公司

香港上环皇后大道中 287-299 号, 299 QRC, 1505 室

电话: +852 2877 9330

电邮: CR@binyuancapital.com