

# 行业复苏龙头蓄力，海外拾珠谁领风骚

## ——从海外百年家纺沉浮史剖析我国家纺行业演进历程

行业深度

### ◆短期：行业多年调整逐步到位，17年复苏态势确立

我国家纺行业先后经历三个发展阶段：2012年以前的高增长期（一二线城市品牌化消费拉动）、2012~2016年调整期（家纺品牌化消费从一二线向三四线扩张节奏被打断）以及2017年开启的复苏期。17H1以线上回暖为标志家纺行业回暖初现、同期线下弱复苏，17H2线下复苏趋势逐步明朗，18H1线上受高基数影响出现波动、线下回暖态势不变。

我们判断，本轮回暖主要获益行业库存、渠道、价格体系等多方面问题经过多年调整基本解决，短期需求端波动不改行业内生经营质量改善趋势，业内公司盈利与运营能力提升将促行业进入良性循环。

### ◆长期：动力足、空间阔，行业洗牌、龙头地位稳固、集中度仍待提升

家纺消费以中高档炫耀型消费为先导，日用型消费继起，随着日用型消费占比提升、家纺地产后周期属性趋弱。对比发达国家，长期来看我国家纺人均消费水平仍有2~3倍提升空间，动力主要来自一二线城市家纺消费频次提升、品牌化消费向三四线城市继续渗透、消费升级下芯类产品的更新换代。据Euromonitor测算，未来三年我国家纺行业将保持8.05%的复合增长率，至2021年家纺市场规模将达2898亿元。

行业门槛低，调整期持续洗牌、但龙头强者恒强，行业呈现“少数龙头地位稳固、大量小品牌并存”的格局，集中度仍有较大提升空间。

### ◆海外经验：家纺品牌壮大需技术与渠道，家居品牌兴起需特定内外条件

剖析多个国家家纺市场发现，专业家纺品牌及家居零售品牌均有望成为行业龙头。1)专业家纺龙头的发展离不开对生产技术与渠道的掌控：美国百年家纺制造业曾培育了诸多家纺品牌，如Springs Industries曾占据美国25%床上用品市场份额，但全球化下优势渐失、渠道品牌兴起。生产优势对专业品牌的重要性在其他国家亦成立。2)家居零售龙头发展离不开一国经济发展（居民对家居产品存整体化需求）、零售业发达、企业家的创新精神。

考察中国市场，专业家纺龙头空间仍大：1)虽然人工成本上升推动纺织业向东南亚进行新一轮转移已拉开序幕，但目前中国纺织业全球综合竞争力仍较强，在未来较长周期内我国家纺龙头在生产端优势仍存，同时我国零售业仍较为落后、渠道品牌培育仍需时日，家纺专业龙头优势仍较强。2)家居品牌崛起仍需时日，专业家纺龙头受到家居零售品牌的竞争仍较小。

### ◆投资建议与相关标的：行业复苏、龙头受益

我们认为家纺行业多年调整逐步到位，行业洗牌中龙头地位稳固、竞争力强；长期我国人均家纺消费水平及行业集中度均有待提升，行业空间广阔，专业家纺品牌在现阶段竞争优势较强。重点关注罗莱生活、水星家纺、富安娜、梦洁股份。

◆风险分析：行业复苏出现往复；国外品牌布局中国市场、竞争加剧；电商平台竞争加剧、叠加高基数等致电商渠道收入增速放缓等。

证券代码	公司名称	股价	EPS			PE			投资评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
002293.SZ	罗莱生活	11.36	0.57	0.74	0.88	20	15	13	买入
002327.SZ	水星家纺	17.34	0.97	1.17	1.39	18	15	12	买入
603365.SH	富安娜	8.30	0.57	0.68	0.79	15	12	11	买入
002397.SZ	梦洁股份	4.76	0.07	0.19	0.25	72	25	19	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测（股价更新至2018年8月29日）

### 分析师

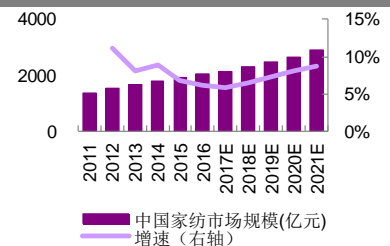
李婕 (执业证书编号：S0930511010001)  
021-22169107  
[lijie\\_yjs@ebsecn.com](mailto:lijie_yjs@ebsecn.com)

孙未未 (执业证书编号：S0930517080001)  
021-22169124  
[sunww@ebsecn.com](mailto:sunww@ebsecn.com)

### 联系人

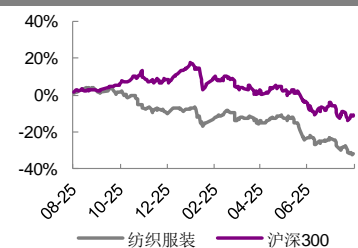
罗晓婷  
021-22169049  
[luoxt@ebsecn.com](mailto:luoxt@ebsecn.com)

行业主要数据图



资料来源：Wind

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

- 颜值时代，医美崛起——美丽经济趋势下我国医美产业深度剖析  
..... 2018-8-29
- 匠心打造中高端服饰集团，差异化定位龙头快速成长——比音勒芬(002832 sz)投资价值分析报告  
..... 2018-8-16
- 消费升级助力行业高景气，本土品牌占优拥抱成长——母婴童行业深度报告系列(一)  
..... 2018-8-15
- 演绎中至高档女装，缔造年轻原创时尚——地素时尚(6003587.SH)新股深度报告  
..... 2018-6-21
- 化妆品行业蓬勃发展，本土品牌锋芒初露——化妆品行业深度报告  
..... 2018-6-17

# 目录

1、 短期：行业多年调整到位，2017 年现回暖 .....	8
1.1、 家纺细分品类丰富、炫耀与日用型需求并存 .....	8
1.2、 行业先后经历高增长、调整、复苏等三个阶段 .....	9
1.3、 内外因多重利好，家纺步入发展新周期 .....	14
2、 长期：消费仍待升级、空间广阔，龙头优势显著 .....	18
2.1、 空间：未来仍有 2~3 倍空间，结构均有待改善 .....	19
2.2、 动力：品牌化消费待完成、日用型消费需求兴起 .....	20
2.3、 格局：龙头地位稳固，小品牌满足细分需求 .....	22
3、 海外经验之一：专业家纺品牌做大需依赖技术与渠道 .....	23
3.1、 观察：美国百年制造业铸百年家纺品牌，全球化下优势渐失 .....	23
3.2、 演绎：其他国家纺织制造孕育专业家纺龙头品牌 .....	29
3.3、 启示：我国家纺龙头制造力强，未来地位继续稳固 .....	31
4、 海外经验之二：家居零售龙头兴起需特定发展水平及企业家创新精神 .....	33
4.1、 家居零售龙头势头强劲，壮大需特定发展条件 .....	33
4.2、 日本家居零售巨头 Nitori：持续创新突破，致力高性价比产品 .....	34
4.2.1、 Nitori 概况：致力于提供“并肩欧美的家居产品” .....	35
4.2.2、 成功经验：MRL 模式管控所有环节--缩减费用、提升产品力，打造极致性价比产品 .....	40
4.2.3、 巨头对比：重资产 MRL 模式下成长及盈利居优，但海外扩张较慢 .....	43
4.3、 启示：我国家居品牌崛起仍需时日 .....	46
5、 投资建议与相关标的 .....	47
5.1、 行业复苏、龙头受益 .....	47
5.2、 罗莱生活：家纺龙头线上线下全面复苏 .....	51
5.3、 水星家纺：定位中档、深耕家纺主业 .....	53
5.4、 富安娜：定位“艺术家纺”业绩表现较稳健 .....	54
5.5、 梦洁股份：线下回暖较为突出 .....	55
6、 风险分析 .....	57
附录 1：美国家纺龙头公司发展历程 .....	58
附录 2：美国百年家纺公司 Springs Industries 的兴与衰 .....	60
附录 3：A 股及海外家纺上市公司估值表 .....	63

## 图表目录

图 1：2016 年我国家用、服装用、产业用纺织品终端产品结构 .....	8
图 2：家纺产品结构图 .....	8
图 3：2016 年我国家纺产品结构图 .....	8
图 4：2017 年我国家纺上市公司各品类收入占比 .....	8
图 5：我国家纺消费需求动力 .....	9
图 6：我国家纺行业发展阶段 .....	10
图 7：200 家全国重点零售企业分城市家纺零售额增速（%） .....	11
图 8：2011 年 200 家全国重点零售企业分城市家纺零售额占比 .....	11
图 9：2011 年主要家纺公司分销售模式收入占比 .....	11
图 10：2008~2017 年我国家纺龙头终端渠道数量增速 .....	11
图 11：2011 年主要家纺上市公司分地区收入（亿元） .....	12
图 12：我国 GDP 同比增速（%） .....	13
图 13：2011~2021E 我国家纺人均消费水平及增速 .....	13
图 14：我国家纺上市公司家纺主营业务收入同比增速 .....	14
图 15：17H1、17Q1~3、2017 全年、18H1 家纺公司家纺收入增速较前一年同期改善幅度（PCT） .....	14
图 16：2013~2017 年家纺公司产品销量增速 .....	16
图 17：2013~2017 年家纺公司产品平均销售价格增速 .....	16
图 18：我国家纺原材料鹅绒单价（元/千克） .....	16
图 19：我国叠石桥鹅绒被、蚕丝被内销价格指数 .....	16
图 20：2007~2017 家纺公司存货（亿元） .....	17
图 21：2007~2017 家纺公司存货/收入比重 .....	17
图 22：2017 年家纺上市公司电商渠道收入规模与占比 .....	18
图 23：2013~2017 年家纺上市公司电商渠道收入复合增速 .....	18
图 24：2017 年人均家纺消费规模（美元）对比 .....	19
图 25：2017 年床上用纺织品人均消费金额（美元）对比 .....	19
图 26：2017 年各国家纺细分品类人均消费结构 .....	19
图 27：2014 年我国与发达国家人均毛巾使用量对比 .....	19
图 28：2011 年我国家纺消费各类需求占比 .....	20
图 29：2016 年我国家纺消费各类需求占比 .....	20
图 30：200 家全国重点零售企业分城市家纺零售额增速（%） .....	21
图 31：2016 年 200 家全国重点零售企业分城市家纺零售额占总零售额比重 .....	21
图 32：2013~2017 年家纺公司各品类收入复合增速 .....	21
图 33：2013~2017 年家纺公司芯类产品占家纺主业收入比重 .....	21
图 34：2016 年我国与主要发达国家/地区家纺龙头集中度（%）对比 .....	22
图 35：2009~2016 年我国家纺行业 CR5、CR10（%） .....	22
图 38：美国前十大专业家纺公司终端市场销售额（亿美元） .....	25

图 39 : 2012 年美国纺织品产能 (按终端用途划分) .....	26
图 40 : 美国家纺市场零售规模及家纺进口占家纺零售规模比重 .....	26
图 41 : 美国家纺进口规模及同比增速、占世界总家纺进口比重 .....	26
图 42 : 1993~2016 年美国批发商、零售商销售额占比 .....	27
图 43 : 2016 年美、日、中国零售商、批发商占商贸销售额比重对比 .....	27
图 44 : 2004 年美国家纺消费者调查-家纺购买主要考虑因素 .....	27
图 45 : 2004 年美国家纺消费者调查-家纺产品是否需要紧跟时尚潮流 .....	27
图 46 : 2009~2016 年美国家纺市场自有品牌市占率 (%) .....	28
图 47 : 2016 年美国、日本家纺市场渠道商自有品牌市占率 (%) .....	28
图 48 : Springs industries 营收及第一大客户收入占比 .....	28
图 49 : Westpoint 营收及前六大客户收入占比 .....	28
图 50 : 2013 年美国家纺行业前十大零售商市占率 .....	29
图 51 : 2013 年美国家纺行业前五大品牌商市占率 .....	29
图 52 : 2017 年主要国家家纺产品净出口额 (百万美元) .....	31
图 53 : 2017 年主要国家家纺进、出口占世界家纺出、进口金额比重 .....	31
图 54 : 2001~2017 年我国家纺出口金额及同比增速 .....	32
图 55 : 我国家纺龙头以自产为主 .....	32
图 56 : 2017 年主要国家人均 GDP 对比 (万美元) .....	34
图 57 : 2016 年主要国家零售、批发商占社会批发零售总额的比重 .....	34
图 58 : Nitori 提供大家居整体规划方案 .....	36
图 59 : 2001-2018 财年 Nitori 门店数量 .....	39
图 60 : 2018 财年 Nitori 海外门店分布 .....	39
图 61 : 2001-2018 财年 Nitori 营收及增速 .....	39
图 62 : 2001-2018 财年 Nitori 净利营收及增速 .....	39
图 63 : 2001-2018 财年 Nitori 销售及一般行政管理费用率 .....	40
图 64 : 2001-2018 财年 Nitori 毛利率与净利率 (%) .....	40
图 65 : 1998-2018 年 Nitori 股价 (日元) 与市盈率 .....	40
图 66 : NITORI 集团的功能和销售规划过程 .....	41
图 67 : 2007-2011 财年 Nitori 分业务收入占比 .....	41
图 68 : Nitori 海外 11 个基地, 2 大物流中心 .....	42
图 69 : 2011-2018 财年 Nitori 兼职员工与全职员工占比 .....	43
图 70 : 2001~2018 财年 Nitori 与 Ryohin Keikaku 营收 (百亿日元) .....	43
图 71 : 2009~2017 年 Nitori 与 Ryohin Keikaku 在日本家纺市场中的市占率 .....	43
图 72 : 2015 财年 Ryohin Keikaku 在日本地区分销售模式收入 (亿日元) 及占比 .....	44
图 73 : 2011~2017 年 Nitori 与 Ryohin Keikaku 渠道数量 (家) 对比 .....	44
图 74 : 2011 财年 Nitori 分产品收入占比 .....	44
图 75 : 2018 财年 Ryohin Keikaku 分产品收入占比 .....	44
图 76 : 2002~2018 财年 Nitori 与 Ryohin Keikaku 营收增速 .....	45

图 77 : 2006~2018 财年 Ryohin Keikaku 日本、海外市场收入 ( 百亿日元 ) 及增速 .....	45
图 78 : 2011~2018 财年 Nitori 日本、海外渠道数量 ( 家 ) 及增速 .....	45
图 79 : 2008~2018 财年 Ryohin Keikaku 日本、海外渠道数量 ( 家 ) 及增速 .....	45
图 80 : 2001~2018 财年 Nitori、Ryohin Keikaku 毛利率 ( % ) 与净利率 ( % ) 对比 .....	46
图 81 : 2009~2018 财年 Nitori、Ryohin Keikaku 销售及一般行政费用率对比 .....	46
图 82 : 2002~2018 财年 Nitori、Ryohin Keikaku 存货周转率 .....	46
图 83 : 2002~2018 财年 Nitori、Ryohin Keikaku 应收账款周转率 .....	46
图 84 : 我国限额以上批发、零售商主营收入占比 .....	47
图 85 : Ikea 在中国家纺市场中的市占率 ( % ) .....	47
图 86 : 家纺公司收入规模对比 ( 亿元 ) .....	48
图 87 : 家纺公司家纺主业收入弹性对比 .....	48
图 88 : 家纺公司电商收入规模及占比对比 ( 亿元 ) .....	49
图 89 : 2013~2017 年家纺公司电商收入复合增速对比 .....	49
图 90 : 家纺公司毛利率对比 ( % ) .....	49
图 91 : 家纺公司期间费用率对比 ( % ) .....	49
图 92 : 家纺公司净利率对比 .....	50
图 93 : 家纺公司研发费用率对比 .....	50
图 94 : 家纺公司存货周转率对比 .....	50
图 95 : 家纺公司存货收入比对比 .....	50
图 96 : 家纺公司应收账款周转率对比 .....	51
图 97 : 家纺公司经营性现金流流量净额 ( 亿元 ) .....	51
图 98 : 2007~18H1 罗莱生活营收及增速 .....	52
图 99 : 2007~18H1 罗莱生活净利及增速 .....	52
图 100 : 2013 年~18H1 公司收入及增速 .....	54
图 101 : 2013 年~18H1 公司净利及增速 .....	54
图 102 : 2007~18H1 富安娜营收及增速 .....	55
图 103 : 2007~18H1 富安娜净利及增速 .....	55
图 104 : 2007~18H1 梦洁股份营收及增速 .....	56
图 105 : 2007~18H1 梦洁股份净利及增速 .....	56
图 106 : Springs Industries 营收及增速 .....	62
图 107 : Springs Industries 净利 .....	62
图 108 : Springs Industries 分业务收入占比 .....	62
图 109 : Springs Industries 分业务收入 ( 百万美元 ) 及同比增速 .....	62
图 110 : Springs Industries 毛利率及净利率 ( % ) .....	63
图 111 : Springs Industries 存货周转率及应收账款率 ( 次/年 ) .....	63

表 1：我国家纺龙头在第一阶段发展情况.....	12
表 2：2017 年家纺公司主业回暖动力分解.....	15
表 3：2018H1 家纺公司主业收入增速分解.....	15
表 4：家纺公司历年订货会提价幅度.....	16
表 5：家纺上市公司历年订货会同比增速.....	17
表 6：历年天猫双十一家纺品类销售店铺榜单.....	18
表 7：美国纺织行业发展历史.....	25
表 8：美国、英国、日本、韩国、中国台湾等国家/地区家纺龙头品牌情况分析.....	29
表 9：中国与主要东南亚国家纺织服装产业环境对比.....	32
表 10：2016 年中美英日家纺市场主要品牌市占率（%）.....	33
表 11：Nitori 发展历程.....	36
表 12：Nitori 主要业务情况介绍.....	37
表 13：Nitori 与无印良品性价比对比.....	38
表 14：主要家纺上市公司对比分析.....	48
表 15：罗莱生活盈利预测与估值.....	52
表 16：水星家纺 2017 年 IPO 募投项目之一：直营渠道项目建设计划.....	53
表 17：水星家纺盈利预测与估值.....	54
表 18：富安娜盈利预测与估值.....	55
表 19：梦洁股份盈利预测与估值.....	57
表 20：美国百年家纺品牌 Springmaid 母公司 Springs Industries 发展历程.....	61

## 投资聚焦

### 研究背景

17H1 以线上回暖为标志，我国家纺行业回暖端倪出现，同期线下弱复苏，进入 17H2 线下复苏趋势逐步明朗，18H1 线上受高基数影响出现波动、但线下回暖态势不变。本轮家纺回暖背后原因？是昙花一现、还是进入增长新周期？

长期看，我国家纺行业未来空间又有多大？专业家纺龙头如何造就？家居零售巨头的培育需要哪些条件、是否会对我国家纺品牌构成威胁？本文在重点研究海外经验基础上对此做出解答。

### 本文创新之处

1) 深入回顾我国现代家纺行业发展历程，从时代消费特点、行业增长动力、行业成长性、行业集中度与格局等多维度剖析我国家纺行业在不同阶段所呈现出的特点。

2) 从回暖时点、力度、动力来源等全方位解剖自 2017 年以来的家纺回暖特征。结合行业发展历程及本轮回暖特点，综合分析出本轮回暖背后的动因为行业多年调整、在库存及渠道等方面的问题已调整逐步到位，未来行业有望重启良性发展周期。

3) 从长期角度审视我国家纺行业发展空间，当前我国人均家纺消费水平仍较低、未来一二线城市消费频率提升、三四线城市品牌化消费升级等添加发展动力，同时产品结构仍待优化；行业集中度仍较低、且近年加速向龙头集中，未来龙头有望优先获益行业成长与集中度提升。

4) 重点考察美国百年家纺行业及龙头兴衰历史，发现家纺品牌的壮大离不开生产技术的支撑以及对渠道的掌控。如美国家纺龙头 **Springs Industries** 先后经历行业繁荣、升级整合，曾占据美国 25% 床单市场份额，进入 2000 年后美国劳动力成本持续升高、新兴纺织国家崛起、纺织品国际贸易进一步自由化、美国家纺龙头在海外产能布局滞后、美国发达的零售体系绕过国内品牌商直接向海外采购等内忧外患使得本土品牌商在行业变迁中处于被动地位、加速丧失市场地位。上述规律演绎至其他国家亦成立。

5) 此外我们发现在多国市场中家居零售品牌均占据领先市场地位，研究分析表明零售品牌的发展离不开一国经济发展（居民对家居产品存整体化消费需求）、零售业发达以及企业家的创新精神。当前我国居民对家居产品整体化消费需求才刚刚萌芽、零售业尚处发展中，零售商品品牌壮大仍需时日。

### 投资观点

我们认为当前家纺行业经过多年调整已步入良性循环、短期数据波动不改复苏趋势，从长期来看我国家纺市场规模仍有 2~3 倍空间，中期看增长动力主要来自一二线城市消费频次提升、三四线城市品牌化消费升级。家居零售商壮大仍需时日、我国家纺品牌龙头掌握生产技术及渠道两大利器、竞争力强、地位稳固，建议关注罗莱生活、水星家纺、富安娜、梦洁股份等。

## 1、短期：行业多年调整到位，2017 年现回暖

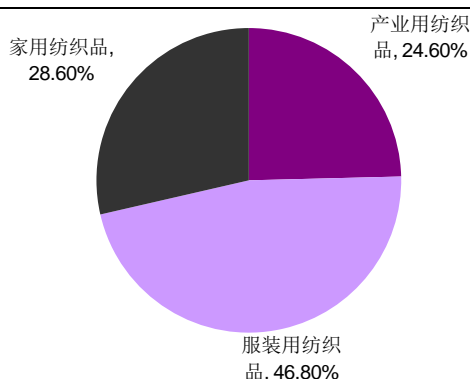
2017H1 多家家纺公司主业收入增速较 16 年同期显著提升,行业回暖初现,2017 年全年来看线上线下回暖均有贡献、进入 18H1 线下继续回暖、线上受到高基数影响增速放缓。

家纺行业在前期高速发展后受到内外因素共同影响自 2012 年进入调整。本轮回暖主要获益行业调整多年逐步到位,预计未来将持续向好。

### 1.1、家纺细分品类丰富、炫耀与日用型需求并存

纺织用品可以分为服装用、家用以及产业用等。根据 2016 年《中国纺织工业发展报告》统计,我国服装用、家用、产业用三大纺织品业终端产品比例为 46.8%: 28.6%: 24.6%。其中家用纺织品(简称家纺)可以进一步按照家庭功能性区域的不同,分为床上用纺织品、厨房与餐厅用纺织品、客厅用纺织品、淋浴用纺织品、地毯等。

图 1: 2016 年我国家用、服装用、产业用纺织品终端产品结构



资料来源:《中国纺织工业发展报告》、光大证券研究所

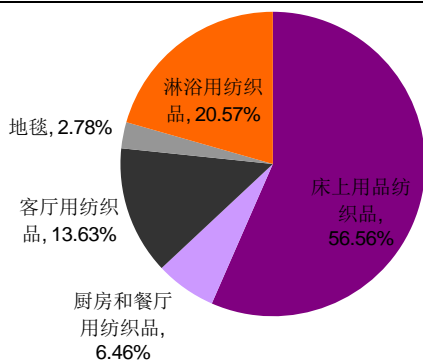
图 2: 家纺产品结构图



资料来源: Euromonitor、光大证券研究所

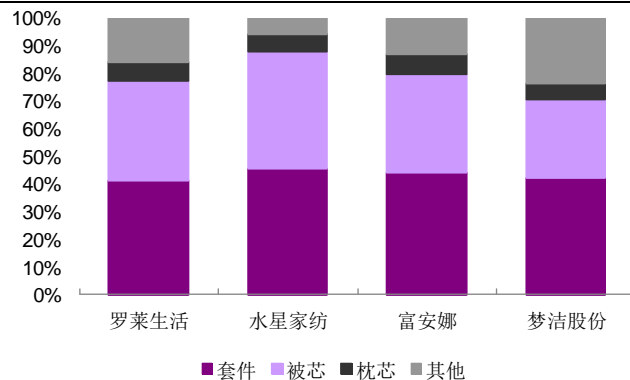
其中床上用家纺用品为主要家纺产品,2016 年占家纺产品市场规模 56.56%。我国现有家纺上市公司收入中均以床上用纺织品为主,如套件、芯类产品等。

图 3: 2016 年我国家纺产品结构图



资料来源: Euromonitor、光大证券研究所

图 4: 2017 年我国家纺上市公司各品类收入占比



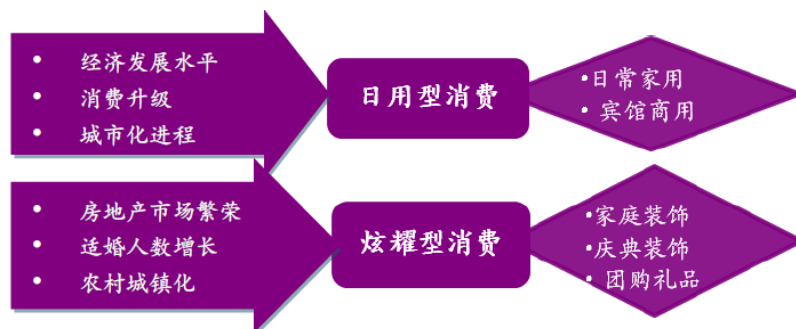
资料来源: Wind、光大证券研究所



家纺用品消费可以分为两类：一类是作为日用品型消费带来的刚性需求，家纺用品作为家庭生活必需品的一部分，日常更替是一种刚性需求。这种刚性需求与消费习惯有关，而消费习惯主要受到经济发展水平、消费升级和城市化水平的影响。

另一种消费为炫耀型消费，把家纺用品作为家庭“软装修”，新居乔迁、送礼和婚庆等是刺激炫耀性消费的主要因素，同时随着经济水平的提高，为追求个性化和名牌奠定了物质基础，炫耀性消费也会增长。

图 5：我国家纺消费需求动力

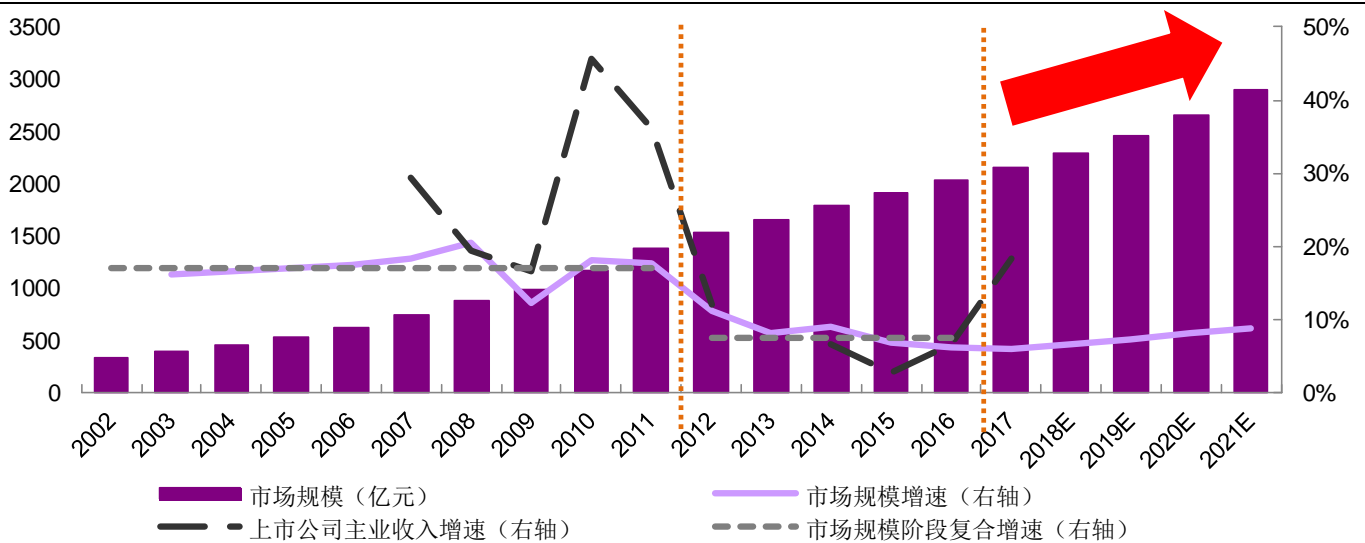


资料来源：光大证券研究所

## 1.2、行业先后经历高增长、调整、复苏等三个阶段

我国家纺行业先后经历三个发展阶段：2012 年以前的高增长期，2012~2016 年调整期以及 2017 年开启的复苏新成长周期。

图 6：我国家纺行业发展阶段



发展阶段	第一阶段	第二阶段	第三阶段
时间	2002~2011	2012~2016	2017~
发展背景	一二线中高端家纺品牌化消费需求觉醒	1) 国民经济增速放缓,需求疲软; 2) 家纺品牌化消费从一二线城市向三四线城市渗透节奏被打断	1) 一二线城市完成品牌化消费教育、未来消费频次将提升; 2) 三四线城市品牌化消费升级
市场规模复合增速	17.06%	7.48%	-
家纺上市公司主业收入复合增速	28.92%	5.18%	18.19% (2017年)
阶段特征	获益需求释放、品牌化消费升级,行业经历高速发展	终端消费疲软、叠加行业前期高速发展积累的库存积压、电商冲击等致行业进入调整期	17年以来,以家纺上市公司家纺主业线上线下增长提速为标志,我国家纺行业现复苏态势
渠道	百货、商超、街边专卖店为主	1) 百货经营压力加大、压缩家纺面积、百货渠道资源向家纺龙头集中; 2) 购物中心兴起; 3) 电商渠道兴起、家纺电商市场规模复合增速32.50%、2016年线上渗透率9%。	电商渠道继续高速发展、拼多多等新平台进一步瓜分线上流量
行业格局	行业高速发展催生中高端龙头,如罗莱生活、富安娜、水星家纺、梦洁股份等,其通过加盟模式实现渠道的快速扩张、市场份额的抢占,建立区域性优势。	该时期家纺上市公司也纷纷布局线上渠道、分享线上红利、以应对线下需求放缓的局面	未来行业集中度将持续提升
品牌 CR5	由2009年6.2%提升至2011年7.8%	自2012年8.2%维持平稳、至2016年仍为8.2%	-
品牌 CR10	由2009年9.8%提升至2011年11.9%	由2012年12.4%下降至2016年11.0%	-

资料来源: Euromonitor、光大证券研究所

注: 1) 本表中的上市家纺公司为罗莱生活、富安娜、水星家纺、梦洁股份、多喜爱,由于不同公司上市时间不一、考虑数据的可获得性,第一阶段(2002~2011年)家纺上市公司主业收入复合增速实际为2006~2011年罗莱生活、富安娜、梦洁股份主业收入复合增速;第二阶段(2012~2016年)实际为2013~2016年罗莱生活、富安娜、水星家纺、梦洁股份、多喜爱等主业收入复合增速;第三阶段(2017~)实际为罗莱生活、富安娜、水星家纺、梦洁股份、多喜爱等2017年主业收入增速。

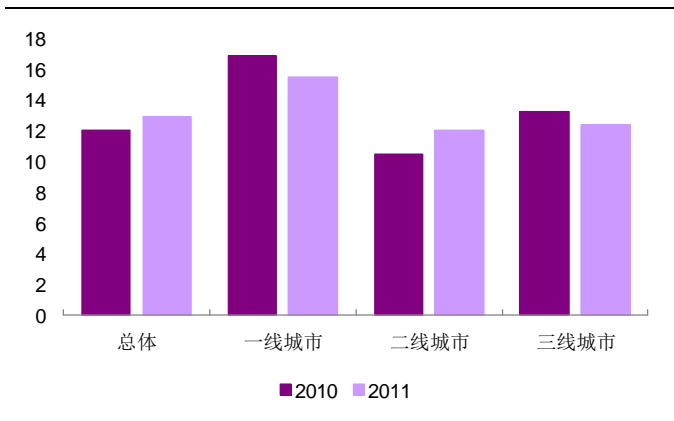
2) 市场规模来源为 Euromonitor,未来市场规模为 Euromonitor 预测。

➤ **第一阶段 (2000~2011 年): 行业高速发展, 以一二线城市为消费主力, 区域性龙头崛起**

我国现代家纺行业起步于 2000 年, 以一二线城市品牌化消费为主要驱动力、在 2000~2011 年期间获得快速发展、家纺市场规模复合增速为 17.06%, 其中床上用家纺产品市场规模复合增速为 17.65%。

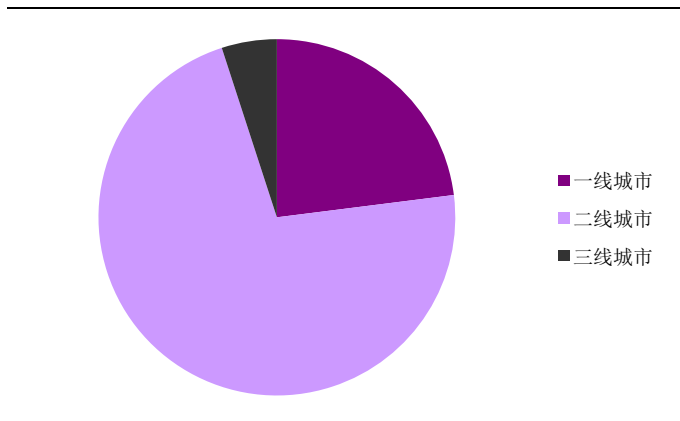
在该阶段, 1) 从产品上看, 我国现代家纺消费需求率先发展于床上用纺织品, 产品升级最为显著的为床品成套化、更加轻薄而保暖性能更强的化纤被、鹅绒被等新型被芯逐步替代传统的棉被, 因此套件类及被芯类产品热销; 2) 分区域看, 主要在一二线中高端品牌化消费为主、价格接受度较高, 三四线城市家纺消费水平仍较低, 虽然产品向现代化、成套化发展, 但产品质量仍待提高、以杂牌为主。

**图 7: 200 家全国重点零售企业分城市家纺零售额增速 (%)**



资料来源: 中华商业信息网、光大证券研究所

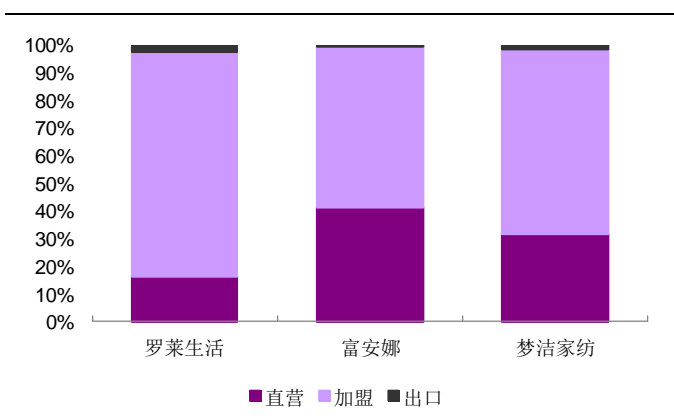
**图 8: 2011 年 200 家全国重点零售企业分城市家纺零售额占比**



资料来源: 中华商业信息网、光大证券研究所

行业的快速发展下, 部分经营管理优秀、通过加盟模式实现渠道的迅速扩展 (渠道数量增速在 10% 以上, 部分年份可达 30%)、市场份额的抢占, 逐步建立区域性竞争优势的企业开始脱颖而出, 例如华东地区诞生家纺品牌龙头罗莱生活及水星家纺, 华南地区为富安娜、华中地区为梦洁股份。

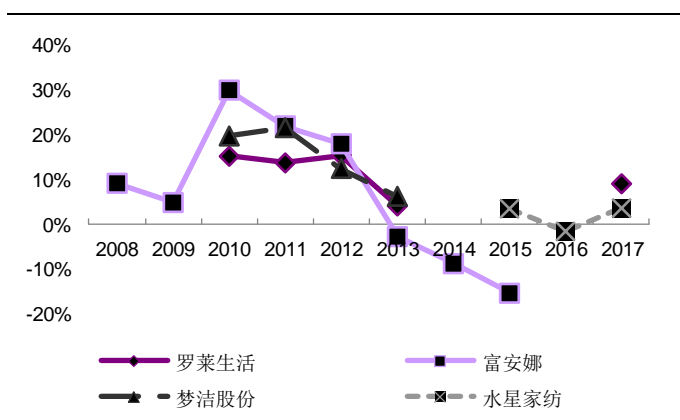
**图 9: 2011 年主要家纺公司分销售模式收入占比**



资料来源: Wind、光大证券研究所

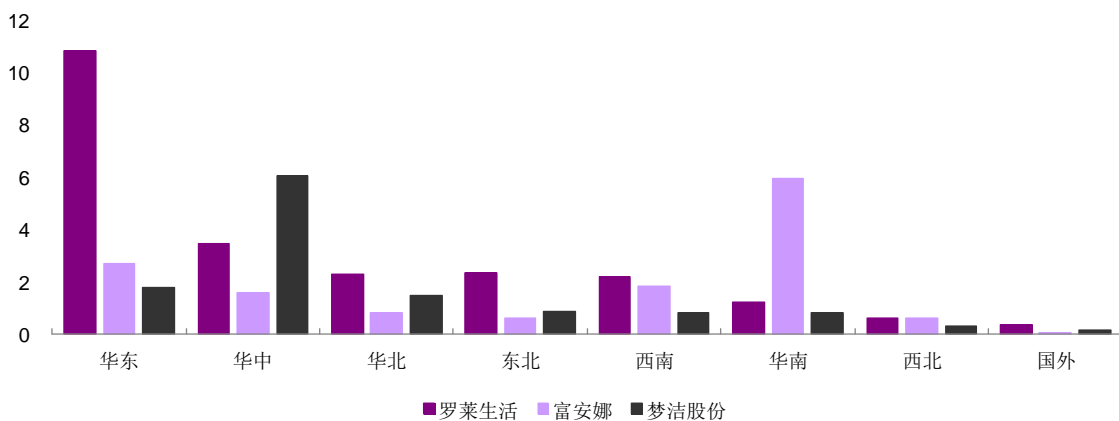
注: 由于数据可获得性, 罗莱生活数据实际为 2009 年数据。

**图 10: 2008~2017 年我国家纺龙头终端渠道数量增速**



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 11：2011 年主要家纺上市公司分地区收入（亿元）



资料来源：Wind、光大证券研究所

表 1：我国家纺龙头在第一阶段发展情况

公司	定位	成立时间	上市时间	2011 年家纺行业市占率	2011 年家纺行业市场占率排名	2011 年收入规模（亿元）	2007~2011 年收入复合增速
罗莱生活	中高档	1992	2009	2.3	1	23.82	33.27%
富安娜	中高档	1994	2010	1.8	2	14.53	25.27%
水星家纺	中档	2000	2017	1.6	3	-	-
梦洁股份	中高档	1956	2010	1.1	4	12.52	25.68%

资料来源：Wind、Euromonitor、光大证券研究所

注：梦洁股份前身为长沙被服厂，始建于 1956 年，原系长沙市棉麻土产公司下属的非独立法人单位。

### ➤ 第二阶段（2012~2016 年）：内外因共同作用致行业进入调整期

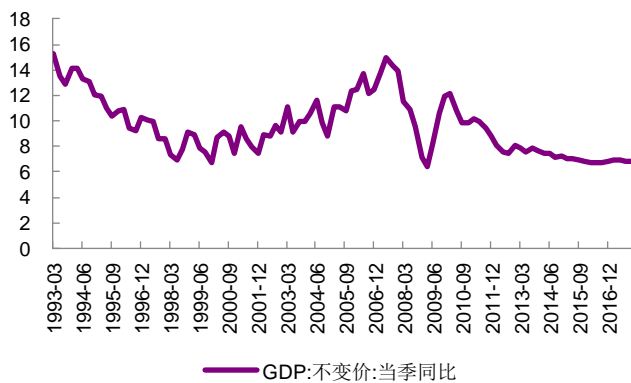
2012 年始我国家纺行业增速放缓、家纺上市公司业绩结束之前高增长，行业总体进入调整期。2012~2016 年我国家纺产品市场规模年复合增长率为 8.2%、较前期行业高速增长阶段放缓 8.86PCT，2016 年市场规模 2036.08 亿元。其中，2012~2016 年我国床上用品纺织品市场规模年复合增速 8.7%、较前期行业高速增长阶段放缓 8.95PCT，2016 年市场规模 1151.60 亿元。

背后原因分为内外两重因素：

**外因：**国民经济增速放缓，人均家纺消费支出增长亦随之放缓；

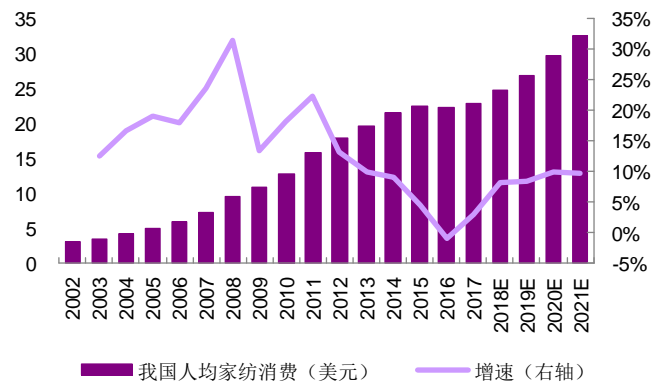
**内因：**1) 前期盲目扩张、渠道库存高企：前期行业高速发展、盲目扩张向供应商压货较多导致渠道库存高企，在终端需求疲软背景下需更长时间消化、影响公司业绩增长；2) 新兴渠道冲击：购物中心、电商等渠道兴起与当时家纺上市公司主要渠道形态形成竞争；3) 价格虚高：家纺公司早期主要通过层层加盟跑马圈地、占领市场份额，一方面渠道冗余导致层层加价，另一方面渠道快速扩展、新店及次新店需时间培育，因此需要通过较高的加价倍率转嫁运营风险，从而促家纺产品价格虚高。

图 12: 我国 GDP 同比增速 (%)



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 13: 2011~2021E 我国人均家纺消费水平及增速



资料来源: Euromonitor、光大证券研究所

### ➤ 第三阶段 (2017 年~): 17 年家纺行业全面回暖、18Q1 回暖态势延续、18Q2 回暖力度有所放缓

自 2017 年上半年开始多数公司家纺主业收入增速回升至 10~20%，较 2016 年同期均改善，下半年线下渠道回暖力度加大，全年来看回暖态势确立，进入 18H1 出现波动。

具体来看，2017 年罗莱生活、水星家纺、梦洁股份回暖较为显著，家纺主业收入增速在 20% 左右，富安娜家纺主业收入同比增 13.18%。

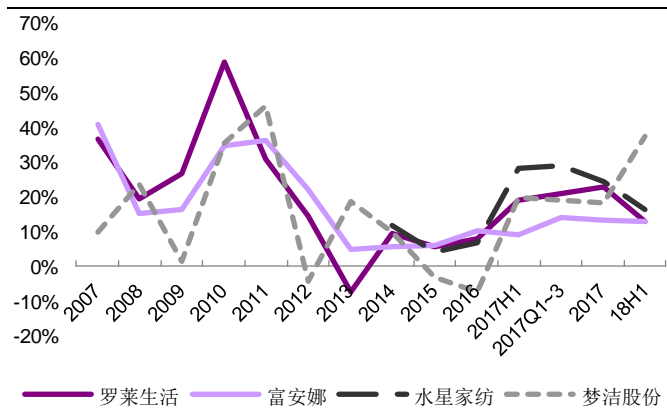
进入 18H1 出现波动，罗莱生活、水星家纺等较 2017 年全年增速有所放缓，富安娜、梦洁股份等较 2017 年全年增速提升、延续回暖态势。18H1 罗莱生活家纺主业收入同比增 13% (2017 年全年同比增 23%、下同)、水星家纺同比增 16.53% (+24.52%)、富安娜同比增 19% (+10.75%)、梦洁股份同比 37.32% (+15.26%)。

分季度来看 18Q2 较 18Q1 均有所放缓，主要因线上放缓较为显著、线下略有分化、多数公司 (水星家纺、富安娜、梦洁股份) 放缓、部分公司 (罗莱生活) 基本持平。

我们认为 18Q2 放缓不影响整体复苏趋势，原因如下：18Q2 放缓主要为线上高基数、消费需求疲软等外部环境所致，同时由于 18Q1 叠加了冷冬、春节等一次性贡献因素，18Q2 这些一次性贡献因素消失也会导致季度间业绩表现出现波动。而行业进入复苏主要为行业内生调整到位、外部环境变化不改行业内生经营质量改善趋势、未来行业复苏趋势仍有望持续。

此轮行业复苏受益于导致行业多年调整的问题得到解决，有行业内因素向好的变化支撑，短期来看业绩端由于受到需求环境或一次性影响因素的变化可能出现波动，并且随着复苏进程的推进、低基数效应的消除，公司业绩增速可能出现收窄的情况，但行业复苏的意义更多在于业内公司整体性经营质量 (体现为盈利能力和运营能力) 的提升、从而进入良性循环、带来持续、较为良性的行业增长。

图 14：我国家纺上市公司家纺主营业务收入同比增速

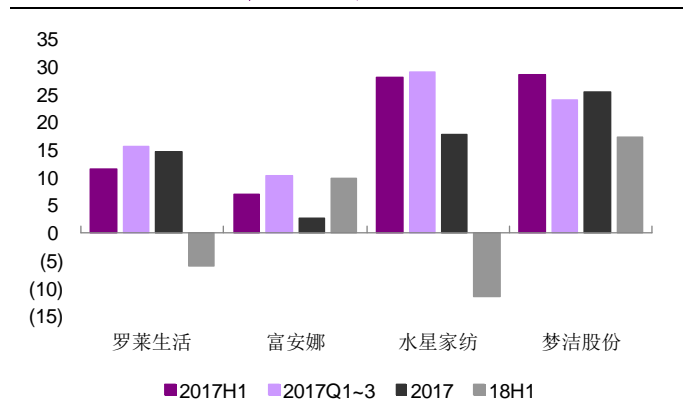


资料来源：Wind、光大证券研究所

注：1) 罗莱生活收入已剔除美国莱克星顿并表影响，后者从 2017 年 1 月开始并表；

2) 梦洁股份收入已剔除大方睡眠并表影响，后者从 2016 年 11 月开始并表。

图 15：17H1、17Q1~3、2017 全年、18H1 家纺公司家纺收入增速较前一年同期改善幅度 (PCT)



资料来源：Wind、光大证券研究所

注：改善幅度为当期增速减去年同期增速，单位为 PCT。

### 1.3、内外因多重利好，家纺步入发展新周期

2017 年以来以上市公司家纺主业增长提速为标志，我国家纺行业现复苏态势，下面我们分析本轮回暖的主要特征，得出主要结论如下：1) 本轮回暖最先体现在 17H1 线上渠道增长提速，线下渠道 17H1 弱复苏、17H2 加速回暖锦上添花、其中同店及外延均有贡献，18H1 部分公司延续回暖，部分公司受去年同期线上高基数、需求疲软等影响增速较 2017 年全年有所减弱；2) 此外原材料成本上涨，提价因素进一步助推公司收入增速改善；3) 家纺公司存货有所提升、显示行业景气回暖背景下，公司主动补库存。

#### ➤ 特征：线上线下一体、内生外延、量价等全方位回暖

1) 分渠道看，线上、线下（同店及外延）均回暖：2017 年罗莱生活、富安娜、水星家纺线上收入同比增速分别为 40%以上、38%、48.77%，分别较 16 年同期增速 30%以上、30%以上、38.07%有不同程度提速，梦洁股份电商收入增速亦较 2016 年有所提速；2017 年罗莱生活、水星家纺、梦洁股份等线下收入同比增 17~18%、12.94%、双位数，分别较 16 年同期低个位数、-3.52%、下滑等显著改善。其中 2017 年罗莱生活线下内生、外延均有贡献，分别同比增 8%、9%，水星家纺内生外延均有贡献、其中外延增速在高个位数，梦洁股份外延、内生分别同比增 6%、高个位数、均有贡献。

具体分时段看，17H1 线上渠道率先回暖，线下渠道 17H1 弱复苏、17H2 加速回暖：水星家纺、富安娜、罗莱生活电商渠道成为重要收入增长贡献来源（2017 年电商收入占家纺主业收入比重分别为 40%、约 27%、约 27%），17H1 电商增速分别为 85%、47%、60%左右，增速较 2016 年提升；线上增速由于 17H2 高基数影响、增速较 17H1 放缓，但全年增速仍高于 16 年。

线下 17H1 收入弱复苏，罗莱生活、水星家纺、富安娜 17H1 线下收入增速分别为 11%左右、1.27%、微增；进入 17 年下半年，多数家纺公司线

下渠道加速回暖，由于线下收入占比高于线上、虽然线下增速低于线上、但对家纺收入总体增速拉动更为显著。

表 2：2017 年家纺公司主业回暖动力分解

公司	家纺主业	线上		线下			
		收入占比	收入增速	收入占比	收入增速	同店增速	外延增速
罗莱生活	23%	27%	40%+	73%	17~18%	推算约 8%	9%
富安娜	10.75%	27%	38%	73%	推算 3%	-	-
水星家纺	24.52%	39.12%	48.77%	60.38%	12.94%	高个位数	高个位数
梦洁股份	15.26%	10%+	同比提升，但影响较小	80%多	双位数	推算高个位数	推算 6%左右

资料来源：公司公告、光大证券研究所

注：收入占比为相对家纺业务收入的比重。

进入 18H1 现分化：1) 富安娜、梦洁股份等延续回暖，18H1 家纺收入分别同比增 19%、37.32%、分别较 2017 年全年 10.75%、24.52% 的增速提升，且主要为线下贡献，18H1 富安娜线上、线下收入分别同比增 22.51%、18%左右，而 2017 年全年增速分别为 38%、约 3%，18H1 梦洁股份线上收入占比在个位数，上半年处于战略调整收入略增，线下贡献主要增长、主要获益大店和家居服务等战略布局显效。2) 罗莱生活、水星家纺等有所放缓，其中罗莱生活 18H1 家纺主业收入同比增 13%、较 2017 年全年 23% 增速放缓，其中线上、线下均有所放缓，收入分别同比增高双位数、10%左右（2017 全年分别同比增 40%+、17~18%），水星家纺 18H1 收入增 16.53%、较 2017 年全年 24.52% 放缓，主要为线上拖累、线下增长持续提速，收入分别同比增约 5%、20%+（2017 年全年分别同比增 48.77%、12.94%）。

分季度看，四家家纺上市公司 18Q2 增速均较 18Q1 放缓，主要为线上受到去年高基数影响拖累、线下多数公司增速亦放缓。其中罗莱生活 18Q1 线上收入增速在 25% 以上、18Q2 放缓致 18H1 线上收入增速在高双位数，富安娜 18Q1 线上增速约为 33%、18Q2 放缓致 18H1 线上增速在 22.51%，水星家纺 18Q1 电商增速约 25%、18Q2 增速放缓较多，整个上半年看仅增 5%；富安娜、水星家纺、梦洁股份 18Q2 线下收入增速均低于 18Q1 增速，罗莱生活 18Q1、18Q2 线下收入增速无明显差异。

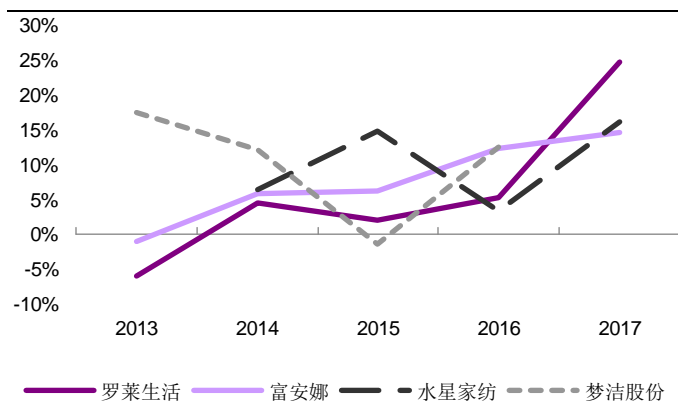
表 3：2018H1 家纺公司主业收入增速分解

公司	18H1				18Q1			18Q2	
	家纺主业	线上	线下		家纺主业	线上	线下	线上	线下
		增速	增速	同店		增速	增速	增速	增速
罗莱生活	13%	高双位数	10%左右	-	中双位数	25%+	10%左右	-	10%左右
富安娜	19%	22.51%	18%左右	-	28%	约 33%	25%左右	低于 18Q1	低于 18Q1
水星家纺	16.53%	约 5.00%	20%+	主要为同店增长贡献	24.79%	约 25%	20%+	低于 18Q1	略低于 18Q1
梦洁股份	37.32%	略增	-	主要为同店增长贡献	50%	-	-	-	-

资料来源：公司公告、光大证券研究所

2) 分量价看，主要家纺公司产品销售量 2017 年增速较 2016 年提升，部分公司产品平均销售价格有所提升。

图 16: 2013~2017 年家纺公司产品销量增速



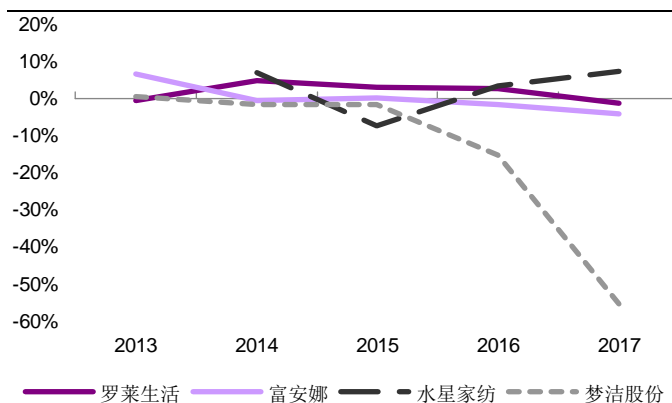
资料来源: 公司公告、光大证券研究所

注: 1) 富安娜产品销量不包含家具业务;

2) 由于数据的可获得性, 水星家纺 2016 年以前销量数据为其披露的套件、被芯、枕芯等三大品类销量, 2017 年销量数据为年报直接披露的销售量数据;

3) 梦洁股份 2017 年产品销售量同比增 201.37%, 主要为小家居类产品增多、其 SKU 较多, 上图中未画出。

图 17: 2013~2017 年家纺公司产品平均销售价格增速



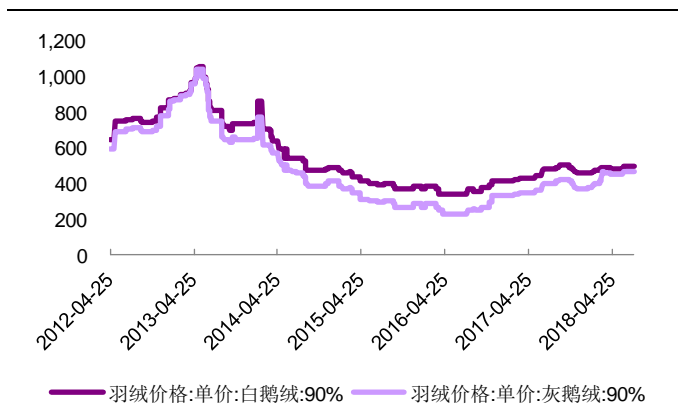
资料来源: 公司公告、光大证券研究所

注: 1) 平均销售价格=产品销售收入÷对应产品销售量;

2) 富安娜产品平均销售价格不包含家具业务。

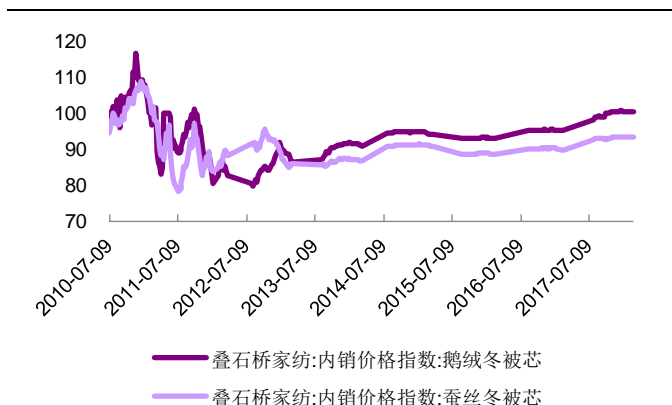
2016 年下半年以来鹅绒及蚕丝等家纺原料涨价带动家纺产品价格提升。以 90%白鹅绒及灰鹅绒为例, 2016 年下半年、2017 年全年白鹅绒单价分别累计上涨 21.05%、10.87%, 灰鹅绒分别累计上涨 42.31%、10.81%, 自 2018 年初以来白鹅绒、灰鹅绒等原材料单价继续上涨, 分别累计上涨 8.63%、27.80%。针对原材料价格上涨, 部分公司已经有所提价, 如罗莱生活 2018 年春夏订货会、水星家纺 2018 年秋冬产品订货会产品均已有提价、富安娜 18 年春夏、秋冬订货会提价幅度在个位数。

图 18: 我国家纺原材料鹅绒单价 (元/千克)



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 19: 我国叠石桥鹅绒被、蚕丝被内销价格指数



资料来源: Wind、光大证券研究所

表 4: 家纺公司历年订货会提价幅度

公司	2011 春夏订货会	11 秋冬订货会	12 春夏订货会	12 秋冬订货会	13 春夏订货会	14 年订货会	15 年订货会	16 年订货会	17 春夏订货会	17 秋冬订货会	18 春夏订货会	18 秋冬订货会
罗莱生活	20%	20%	0%	0%	基本持平	基本持平	基本持平	基本持平	基本持平	基本持平	低到中个位数	略提、幅度不大
富安娜	15-20%	15-20%	很少	很少	基本持平	基本持平	基本持平	基本持平	基本持平	-	个位数	个位数
梦洁股份	10%	10%	很少	5-10%	基本持平	基本持平	基本持平	基本持平	基本持平	-	-	-
水星家纺	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	基本持平	基本持平

资料来源: 公司调研、光大证券研究所



➤ 原因：行业多年调整、逐步到位，重启新增长周期

行业库存、渠道等方面的问题经过多年调整已经基本解决，其中：

a) 库存消化回归良性水平：家纺公司存货（指家纺主业库存、已剔除并表影响）变动总体上与收入保持一致，在2012年以前获益收入高速发展，家纺公司纷纷补充库存水平、总体上行，但行业进入调整以后，大部分家纺公司库存总体较为稳定、在收入缓慢增长背景下，存货/收入比总体下降，稳定在较低水平，显示存货水平回归良性。

进入2017年多数家纺公司存货水平较16年有所上升，我们认为主要为终端零售改善，家纺公司采取主动补库存导致。

图 20：2007~2017 家纺公司存货（亿元）

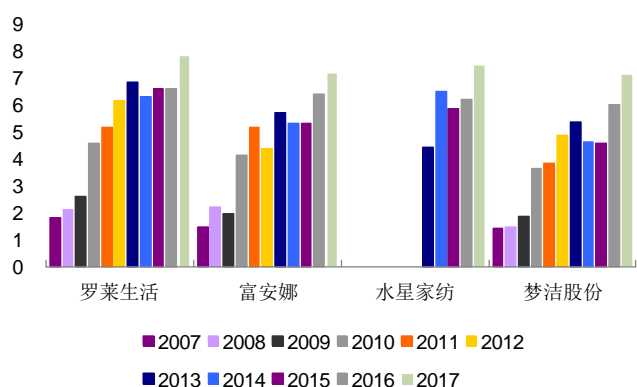
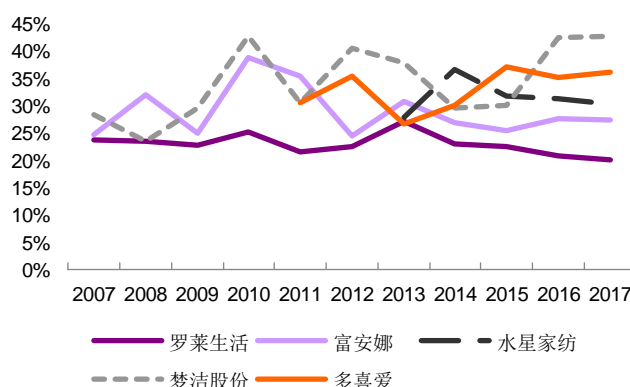


图 21：2007~2017 家纺公司存货/收入比重



资料来源：Wind、光大证券研究所

注：罗莱生活库存已剔除美国莱克星顿并表影响。

梦洁股份库存尚未剔除大方睡眠并表影响。

资料来源：Wind、光大证券研究所

同时本轮回暖也反应在订货会数据上：家纺公司订货会增速恢复至正常水平，经销商根据实际终端消费情况向公司订货。

表 5：家纺上市公司历年订货会同比增速（%）

品牌	2013		2014		2015		2016		2017		2018	
	春夏	秋冬	春夏	秋冬	春夏	秋冬	春夏	秋冬	春夏	秋冬	春夏	秋冬
罗莱生活	个位数	-10	10	20(部分小品牌 30+)	0-5	略有增长	持平；乐优家、尚马可不开订货会	-	10%左右	10%左右	10%左右	10%左右
富安娜	20	15	个位数	15	5	-	持平	-	持平	-	-	-
梦洁股份	个位数	修改规则	10	10~15	5	-	双位数增长	-	-	-	-	-
水星家纺	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	20%多	20%多

资料来源：公司公告、光大证券研究所

注：2013 年春夏表示 2013 年春夏产品订货会，其他以此类推。

b) 加紧电商渠道布局，传统线下品牌品质优秀、竞争优势凸显、确立线上龙头地位：电商渠道的兴起抢占了一部分线下渠道市场份额，同时由于家纺的标品属性、相比更加注重线下体验的服装更适合线上发展，电商对线下渠道市场份额的争夺激烈程度高于服装等品类。

面对电商渠道的快速发展，家纺公司纷纷拓展该渠道，并且凭借较强的产品优势，在线上渠道竞争优势愈发显著，在多年双十一家纺销售排行中，线下龙头罗莱生活、水星家纺、富安娜等名列前茅。

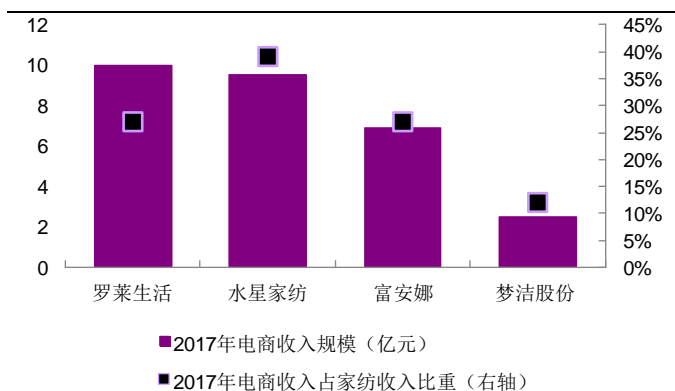
表 6：历年天猫双十一家纺品类销售店铺榜单

排名	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1	罗莱家纺	罗莱家纺	罗莱家纺	罗莱家纺	罗莱家纺	罗莱家纺
2	富安娜	富安娜	水星家纺	水星家纺	水星家纺	水星家纺
3	水星家纺	水星家纺	富安娜	富安娜店	富安娜	富安娜
4	博洋家纺	博洋家纺	博洋家纺	梦洁	博洋家纺	梦洁
5	梦洁	梦洁	梦洁	博洋家纺	多喜爱	博洋家纺

资料来源：亿邦动力网、光大证券研究所

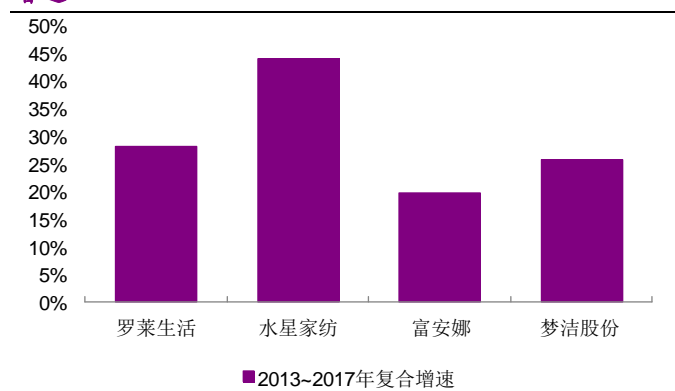
截止 2017 年电商渠道收入在家纺公司总体收入中占比已达 10~40%，电商渠道成为家纺公司重要销售渠道之一。

图 22：2017 年家纺上市公司电商渠道收入规模与占比



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 23：2013~2017 年家纺上市公司电商渠道收入复合增速



资料来源：Wind、光大证券研究所

我们认为家纺行业内生调整完毕，步入长期良性发展循环，未来将开启二次增长。

## 2、长期：消费仍待升级、空间广阔，龙头优势显著

家纺消费以中高档的炫耀型消费为先导，日用型消费继起。我国家纺行业 2012 年前高速发展时期一二线城市已经完成现代家纺（以四件套、化纤被、鹅绒被等为代表）的渗透消费，其中以炫耀型消费为主；2017 年行业调整到位后现代家纺消费将继续向三四线城市渗透，同时一二线城市继完成消费渗透后，未来消费频次将提升并且逐步从炫耀型消费向日用型消费延伸。从人均角度来看，我国家纺行业未来仍有 2~3 倍空间。

家纺行业进入门槛较低，龙头强者恒强致行业呈现“少数龙头地位稳固、大量小品牌并存”的格局。行业调整期持续洗牌、部分品牌市占率下降，龙头地位稳固，但集中度对比发达国家市场仍有较大提升空间。

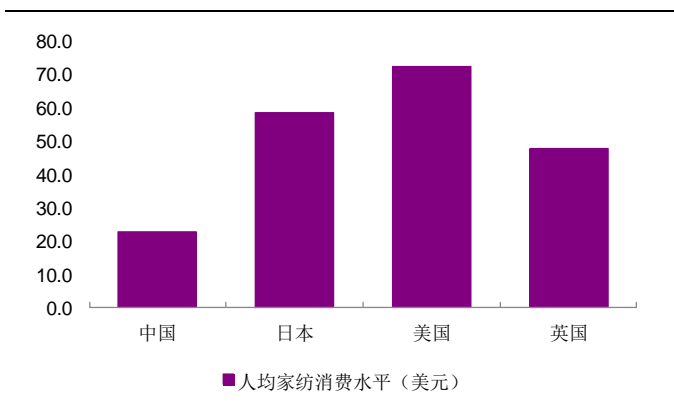
## 2.1、空间：未来仍有 2~3 倍空间，结构均有待改善

根据《中国纺织工业发展报告》（2016 年发布）统计，我国家纺用占总纺织品比重为 28.6%，而欧美发达国家这一比例则为 33.0%。我国家纺用纺织品占总纺织品比重处于较低水平，未来仍有提升空间。

对比发达国家，当前我国家纺消费水平仍较低。2017 年我国家纺用品人均消费金额为 23.0 美元，同期美国、英国、日本分别是我国的 3.1、2.1、2.6 倍，其中 2017 年我国人均床上用品消费为 13.1 美元，同期美国、英国、日本等分别是中国的 2.6、1.6、2.0 倍。

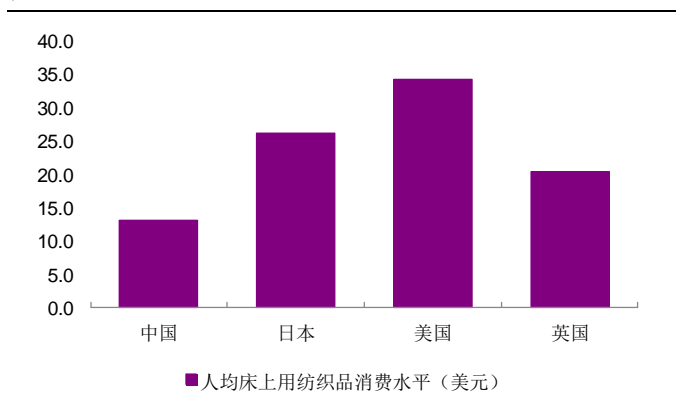
当前我国家纺消费以床上用品为主，而家纺消费不仅包含床上用品，还包含餐厨、卫浴纺织用品及地毯等。对比发达国家，我国其他家居纺织用品消费占比仍较低、需求有待释放。

图 24：2017 年人均家纺消费规模（美元）对比



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

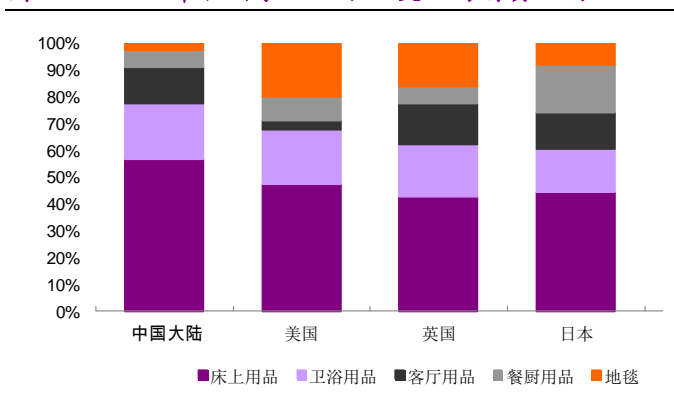
图 25：2017 年床上用品人均消费金额（美元）对比



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

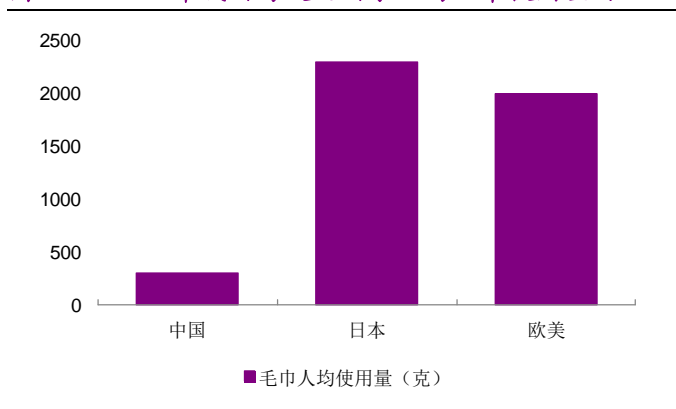
同时我国家纺使用量也较低。据中家纺协会调查，2014 年中国毛巾人均使用量仅为 300 克，远远低于日本的 2300 克、欧美的 1800~2200 克。

图 26：2017 年各国家纺细分品类人均消费结构



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

图 27：2014 年我国与发达国家人均毛巾使用量对比



资料来源：中家纺、光大证券研究所

综上，据 Euromonitor 测算，未来三年我国家纺行业将保持 8.05% 的复合增长率，至 2021 年家纺行业市场规模将达到 2897.56 亿元。其中，床上

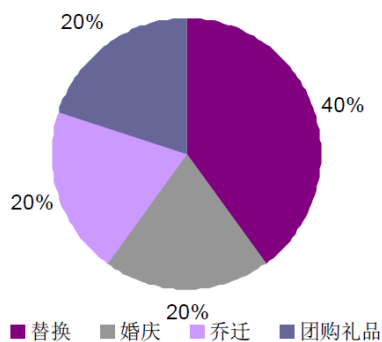
用品行业预计未来三年将保持 8.98% 的年复合增长率，至 2021 年国内床上用品行业销售总额将达到 1714.44 亿元。同时短期内我国床上用品仍占主导地位，占家纺市场比重将持续提升，预计 2021 年占比将较 2017 年提升 2.05PCT 至 59.17%。

## 2.2、动力：品牌化消费待完成、日用型消费需求兴起

### ➤ 需求：日用型消费兴起、逐步占据主导地位，地产相关性较弱

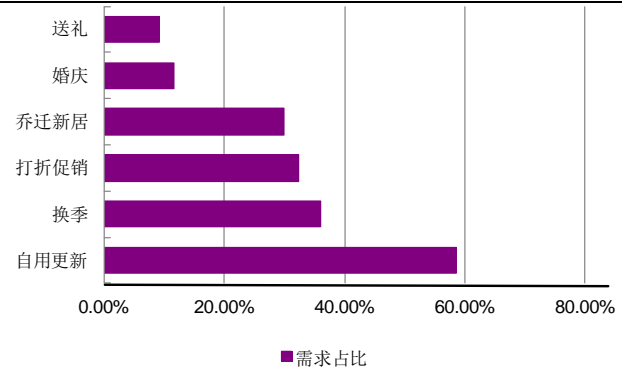
据中家纺调研结果显示，2016 年我国家纺消费主要为自用更新、换季、打折促销等日用型消费，而此前根据我们的研究，2011 年我国自用型消费：炫耀型消费比重约为 4:6，以炫耀型消费为主，我们认为主要因为随着经济发展、居民消费水平提升、更加注重生活品质，家纺消费需求由炫耀型占主导转向日用型占主导。因此乔迁新居等炫耀型消费需求占比将逐步下降，即家纺的地产后周期的属性将逐步减弱。我们判断，目前家纺的需求结构中直接与地产相关的占比不到 30%，与地产行业直接相关属性已不强。

图 28：2011 年我国家纺消费各类需求占比



资料来源：光大证券研究所

图 29：2016 年我国家纺消费各类需求占比



资料来源：中家纺、光大证券研究所

注：上述各项需求存重叠、因此需求占比合计超 100%。

### ➤ 城市：一二线城市日用型消费兴起、三四线城市炫耀型消费需求加速释放

从全国 200 家重点零售企业家纺零售数据来看，我国一二线城市家纺消费占主导、三四线城市家纺消费贡献不断提升。

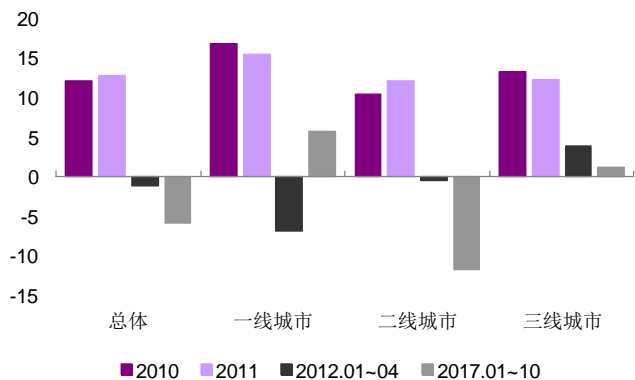
1) 2011 年以前我国家纺行业高速发展主要由一二线城市消费升级拉动，2012 年行业进入调整期、亦主要由一二线城市率先进入调整；2017 年行业回暖，全国 200 家重点零售企业家纺零售额中一线城市率先回暖。

2) 2011 年我国三线城市家纺消费在全国 200 家重点零售企业家纺零售总额中占比不足 10%。至 2016 年占比显著提升，显示在家纺行业调整期间，三四线城市持续贡献增长动力。

展望未来，我们认为一二线城市在行业高速发展期已经完成品牌化消费，未来随着行业开启二次增长，预计一二线城市消费频次将提升；行业结

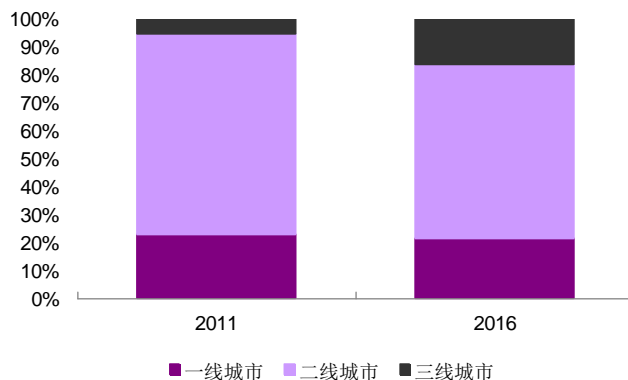
束调整、新增长阶段下，三四线城市在消费升级背景下家纺品牌化消费需求将加速释放。

图 30: 200 家全国重点零售企业分城市家纺零售额增速 (%)



资料来源: 中华商业信息网、光大证券研究所

图 31: 2016 年 200 家全国重点零售企业分城市家纺零售额占总零售额比重



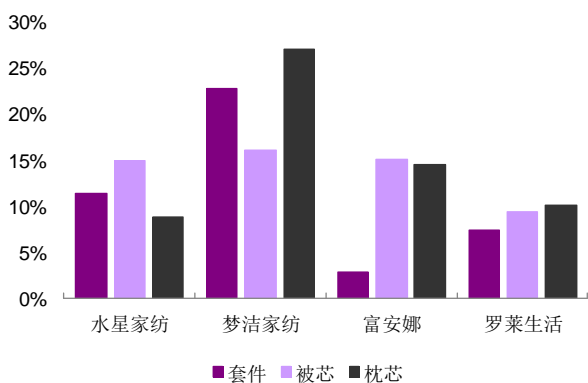
资料来源: 中华商业信息网、光大证券研究所

➤ 产品: 消费升级下被芯、枕芯等品类快速发展

在消费升级背景下家纺消费由原来的以套件为主逐步向被芯、枕芯类产品丰富。四家家纺龙头公司即使在 13~17 年行业调整期被芯及枕芯类产品收入复合增速 6~30%，普遍高于套件类产品收入 2~20% 的增速。

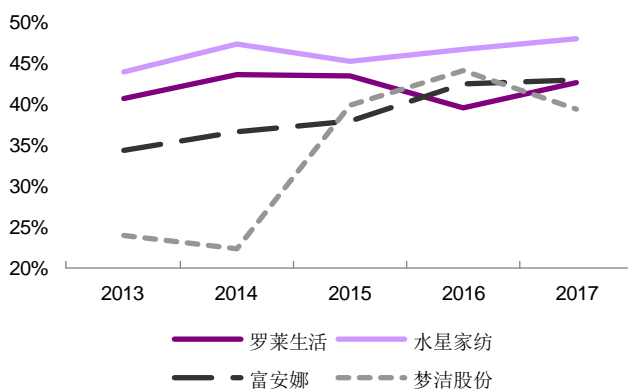
其中，芯类产品内部亦持续升级。我国被芯类产品从早期的棉被逐步升级至化纤被，近年鹅绒被、蚕丝被等高级被芯产品随着居民生活水平提高，开始占据一定市场份额。

图 32: 2013~2017 年家纺公司各品类收入复合增速



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 33: 2013~2017 年家纺公司芯类产品占家纺主业收入比重



资料来源: Wind、光大证券研究所

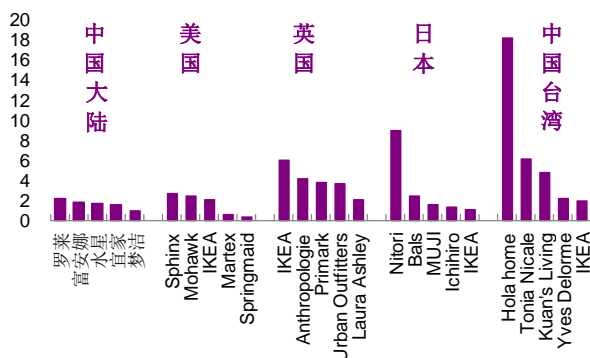
## 2.3、格局：龙头地位稳固，小品牌满足细分需求

### ➤ 行业调整期部分品牌逐步出清、龙头地位稳固，但集中度仍偏低

1) 当前我国家纺行业的品牌培育和行业整合处于初级阶段，无品牌产品仍占据较大的市场空间，龙头市场份额较低。2016 年我国家纺第一大公司罗莱生活市占率 2.2%，而同期日本、英国、中国台湾等家纺龙头市占率分别为 6.0%、8.9%、18.2%。

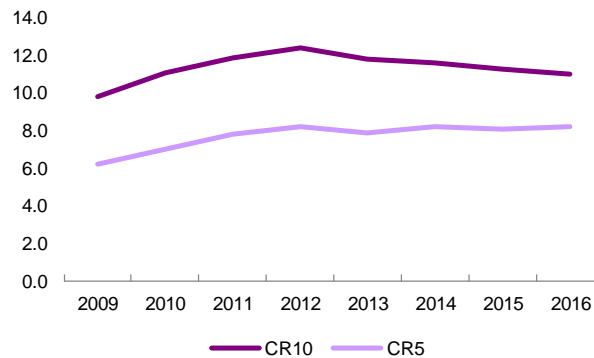
2) 2016 年我国家纺行业 CR5 为 8.2%，分别低于美国、英国、日本 4.9PCT、12.4PCT、6.9PCT。其行业集中度在 2009~2011 年提升幅度较大（公司 CR5 自 09 年的 6.2% 提升至 11 年的 7.8%，CR10 自 9.8% 提升至 11.9%），但 2011 年之后 CR10 下降 1.4PCT、CR5 维持平稳，显示行业在调整期竞争激烈，部分品牌逐步出清、一线龙头地位稳固。

图 34：2016 年我国与主要发达国家/地区家纺龙头集中度 (%) 对比



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

图 35：2009~2016 年我国家纺行业 CR5、CR10 (%)



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

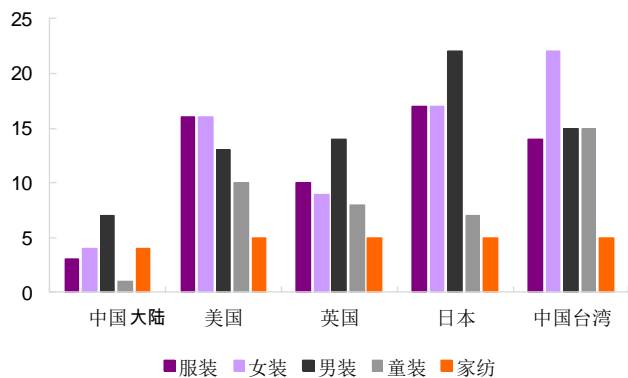
### ➤ 未来趋势：强者恒强、个性化小品牌满足个性化消费需求

对比多个国家，我们发现家纺行业集中度并没有显著低于其他品类，而市占率大于 1% 的公司数量却显著低于其他品类，并且该现象在选取的多数国家里均成立，说明家纺行业集中度主要集中在少数龙头。

另外一方面，家纺行业有大量市占率较低 (<1%) 的品牌存在，表明行业进入门槛低、大量小品牌存在。我们认为小品牌的存在主要为满足消费者对家纺产品个性化的细分需求，同时拼多多等新型社交电商为小品牌发展提供平台，网易严选、小米有品、南极电商等自有品牌均进一步分散家纺市场份额。

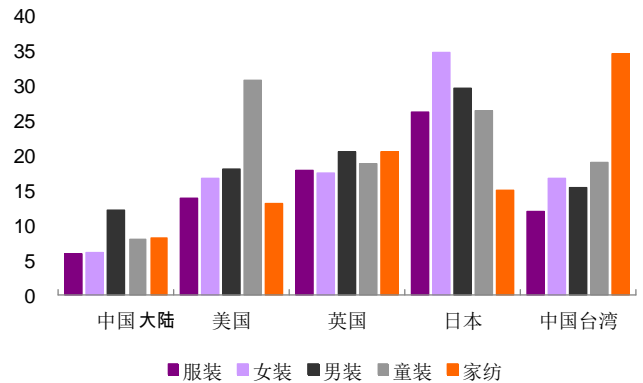
综上，家纺行业呈现出行业分散、强者恒强的竞争垄断格局。

图 36: 2017 年各国服装及家纺行业市占率&gt;1%公司数量



资料来源: Euromonitor、光大证券研究所

图 37: 2017 年各国服装及家纺行业 CR5 (%) 对比



资料来源: Euromonitor、光大证券研究所

上文主要回顾我国家纺市场发展变迁历程以及自 2017 年以来的回暖特征。对比发达国家,我国家纺行业从需求、人均消费水平、行业空间及格局等角度看,仍处于发展初期,未来前景广阔。

然而从长期角度,专业家纺龙头能否持续发展做大、市占率天花板在何处?放眼海外,我们发现不同国家家纺市场呈现不同行业格局,例如美国市场渠道品牌占据主要市场份额,日本及英国市场中龙头为家居零售品牌、中国台湾及韩国市场中专业家纺品牌龙头及家居品牌龙头并存。未来我国专业家纺龙头保持地位的要素有哪些?是否会受到家居零售品牌的威胁?下面第三、四章将分别重点分析专业家纺品牌及家居零售品牌发展壮大的条件,从而对我国家纺市场未来格局走势以作启示。

### 3、海外经验之一:专业家纺品牌做大需依赖技术与渠道

本部分重点研究家纺品牌壮大的条件,主要从横纵两方面进行研究,第一部分纵向深入分析了美国 200 多年的纺织制造行业发展历程,发现专业家纺品牌的兴起离不开一国强大的纺织制造业的支撑及品牌商对渠道的掌控,从而在产业变迁中能拥有更多主动权,第二部分横向将该规律放至其他国家,发现亦成立。

#### 3.1、观察:美国百年制造基业铸百年家纺品牌,全球化下优势渐失

该部分重点回顾了美国 200 多年的纺织制造史以及当前美国家纺行业中品牌格局与渠道格局。结合美国百年纺织行业发展历程及美国百年家纺公司的兴衰,我们发现家纺品牌的兴起离不开一国纺织制造业的蓬勃发展,因为印染等环节技术含量较高、能够形成较好的竞争壁垒、大部分家纺品牌商起家于纺织制造企业、在发展初期自产比例较高。如美国家纺龙头 Springs

Industires 伴随着美国纺织制造业的 70 年代以前的快速发展、70~80 年代的升级整合后，曾于 1985 年在美国床单市占率中高达 25% 左右。

进入 90 年代以后，随着《多种纤维协定》<sup>①</sup>的逐步废止，全球化浪潮愈演愈烈，面对新兴纺织制造国家的竞争，美国纺织行业进入衰退期，美国家纺龙头受到冲击、品牌商市场份额下降，美国发达的零售渠道绕过品牌商直接向海外采购/外包加工生产、大量家纺产品进口美国，2016 年美国家纺进口额占家纺零售额比重为 24.54%（考虑零售额通常在进口成本上有一定加价，实际进口依赖度应更高），前五大渠道商占据 49.6%、而同期前五大品牌商仅占 7%。美国本土家纺品牌受到海外家纺制造商以及本土渠道商的双重夹击。

总结美国百年家纺品牌衰落的背后原因一方面为未及时进行全球化产能布局以应对海外新兴纺织国家的竞争，另一方面为渠道上过度依赖渠道商（Springs Industires 90 年代供货 Walmart 比例近 30%），使得在行业环境变化时，在产业价值链重构过程中向下游零售端延伸受阻。

### ➤ 美国纺织行业先后经历发展、升级整合、衰退期

美国纺织工业具有 200 多年发展历史，以 1790 年北美第一家水力纺织厂建立为标志，美国纺织行业起步发展。美国纺织业伴随着第一次工业革命兴起而发展、在美国经济发展早期扮演着重要角色，为美国工业发展奠定良好的基础。

美国纺织业大致可以分为 1970 年以前的发展期、70~80 年代的升级整合以及 90 年代以后的衰退期：

1) 1970 年以前美国纺织业先后经历第一次工业革命、第二次工业革命，动力先后从手摇到水力、再到电力等，生产效率不断提升，为美国工业奠定了良好基础、在美国经济发展早期占据重要地位。

2) 进入上世纪 70 年代，随着发达国家经济发展、人力成本不断提升，发达国家纺织品生产成本提升，同时二战后许多独立国家把纺织业作为工业化先行产业，其纺织业发展、大量出口；发达国家纺织公司面临国内外竞争。

为此，一方面多国联合签订《多种纤维协定》限定纺织品进口配额，另一方面美国本土大型纺织厂加大资本投入、提高生产率、降低对劳动力的依赖，一些中小型纺织厂由于资金实力较弱、在行业竞争加剧背景下逐步淘汰或是被大型纺织厂收购，行业进入升级整合期。

3) 进入 90 年代，1995 年世界贸易组织成立，旨在促进市场开放、非歧视与公平贸易，实现世界贸易自由化，从 1995 年开始以 10 年为过渡期逐步废止带有贸易保护主义色彩的《多种纤维协定》。

<sup>①</sup>《多种纤维协定》(Multifiber Arrangement) 于 1974 年生效，是发达国家为保护本国纺织制造业、对纺织品及服装进口采取配额措施的国际贸易协定，该协定多次延期，最终在乌拉圭回合谈判中约定从 1995 年开始利用 10 年过渡期逐步废止该项协定、至此国际纺织品及服装贸易逐步从配额时代走向自由贸易时代。



纺织服装全球贸易条件的进一步自由化使得美国纺织产业受到较大的冲击，中国、印度等国家纺织品大量涌向美国市场、美国纺织产业进入衰退期。

表 7：美国纺织行业发展历史

发展指标	发展期	升级整合期		衰退期
	1970 年以前	70 年代	80 年代	90 年代以后
发展背景	二战后经济快速发展	1) 随着发达国家经济发展、劳动力成本提升，纺服产能逐渐向中国、印尼、墨西哥等发展中国家转移； 2) 《多种纤维协定》出台、限定纺织品贸易配额		《多种纤维协定》2004 年底正式废止，纺织品贸易更加自由化
阶段发展特点	处于成长期、发展良好	增速放缓、竞争加剧，行业公司加大资本投入、提升生产效率、降低对劳动力的依赖，部分中小型企业退出/被并购，行业开始升级整合		行业进入衰退，大量海外纺织品进入美国
工业增加值增速	快速发展	增速放缓	4.76%	-1.22%
行业增加值占 GDP 比重	-	-	0.52%	0.22%
全要素生产率	2.3	3.3	2.1	2.1
固定资产投资增速	4.89%	5.84%	6.51%	-2.70%
企业净进入率	-	-3.5%	-18%	-

资料来源：Wind、美国商务部、美国劳工统计局、光大证券研究所

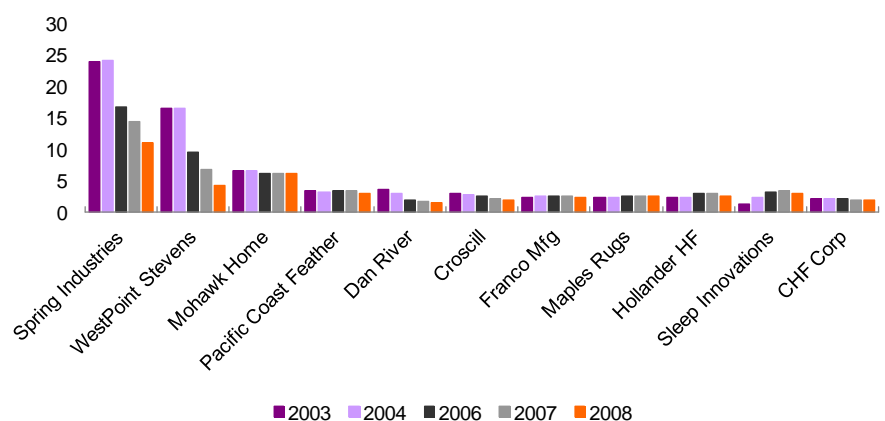
注：企业净进入率=该时期企业净增加数量除以期初企业数量。

➤ **当前美国家纺行业：本土生产优势渐失、大量进口家纺品、本土品牌商势微，零售业发达、零售商话语权更强**

美国纺织行业的发展、升级整合培育了诸多当今美国本土专业家纺品牌（具体品牌简介及发展历程请见附录）。美国纺织行业有上百年的发展历程，这些品牌多为行业的早期进入者、发展初期均具有较强的自产能力。

同时我们注意到美国本土家纺品牌近年终端销售额持续下降，观察其发展历程，发现其没落主要因美国纺织行业的衰落及本土渠道品牌兴起、侵蚀其市场份额。下面我们重点介绍美国专业家纺品牌近年所经历的内外环境变化，从而揭示其没落的背后原因。

图 38：美国前十大专业家纺公司终端市场销售额（亿美元）

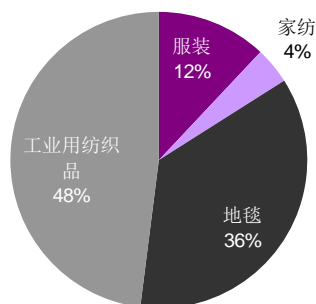


资料来源：美国《今日纺织》杂志、光大证券研究所

上游生产端：家纺行业属于纺织行业一部分，总体上美国家纺行业也经历上世纪 70 年代以前的良好发展，70~80 年代的行业升级整合以及 90 年代

以后的衰退期。当前美国家纺消费主要依赖进口，本土家纺产能占总纺织产能仅4%。

图 39：2012 年美国纺织品产能（按终端用途划分）

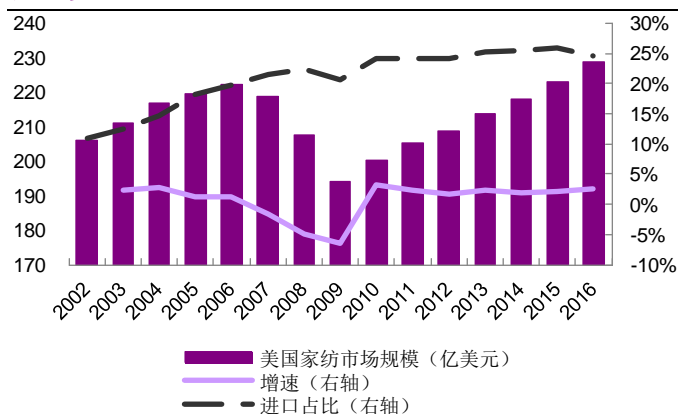


资料来源：US Census Bureau、光大证券研究所

根据我们追踪的家纺产品（国际编码为 HS6302<sup>②</sup>）进口数据，90 年代至今，相比美国家纺行业市场规模维持低个位数增长，美国家纺进口持续双位数的增长（2010 年以后增速放缓至个位数），占美国家纺市场规模比重持续提升，至 2016 年美国家纺进口 56.11 亿美元，占美国家纺零售市场规模比重为 24.54%（若考虑进口到终端零售通常存在一定加价倍率，美国家纺进口依赖度将更高），较 2000 年提升 13.58PCT。

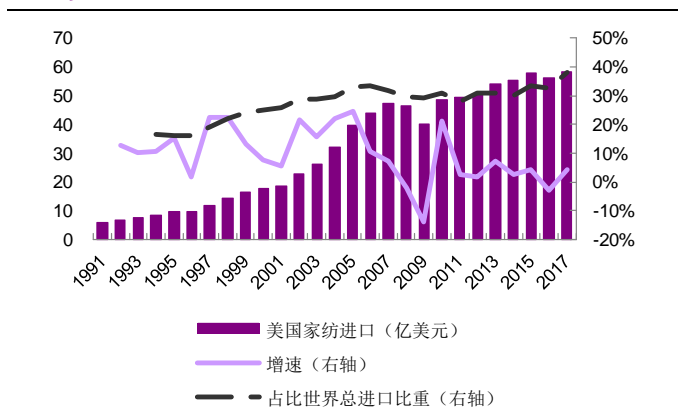
不同于其他行业品牌商通常采用外包生产，家纺行业龙头以自产为主，掌握印染、染整等核心技术，实现特有花色产品的生产、从而增强竞争力。然而由于生产成本优势的渐失，美国本土品牌商竞争压力上升。

图 40：美国家纺市场零售规模及家纺进口占家纺零售规模比重



资料来源：Euromonitor、Comtrade、光大证券研究所  
注：若考虑进口到终端零售通常存在一定加价倍率，美国家纺进口依赖度将更高。

图 41：美国家纺进口规模及同比增速、占世界总家纺进口比重

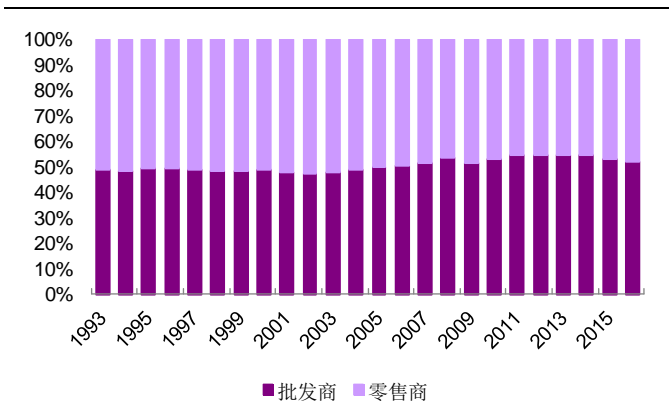


资料来源：Comtrade、光大证券研究所

**下游零售端：**美国零售业高度发达，零售商占商贸（批发与零售）销售额比重处于较高水平、高于日本、中国大陆等。2016 年美国、日本、中国零售商占商贸销售额比重分别为 47.18%、31.62%、22.31%。

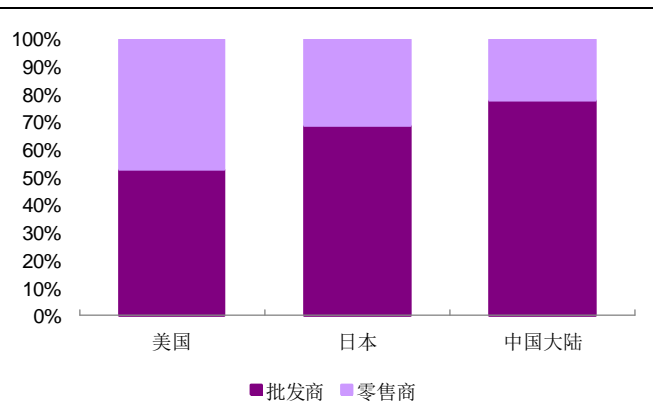
<sup>②</sup> HS6302 品类主要为家纺，具体品类包含床上用品、卫浴纺织品、餐厨纺织品、家居纺织品等。

图 42：1993~2016 年美国批发商、零售商销售额占比



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 43：2016 年美、日、中国大陆零售商、批发商占商贸销售额比重对比

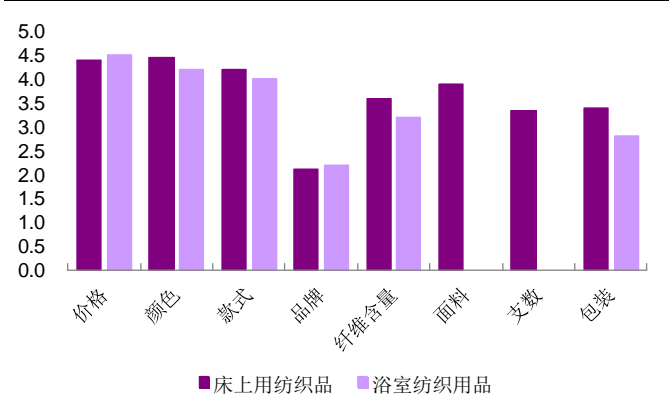


资料来源：Wind、光大证券研究所

注：美国批发商、零售商销售额为美国商务部直接披露的相关数据；日本批发商、零售商销售额为日本经济产业省直接披露的相关数据；中国批发商、零售商销售额为中国国家统计局披露的限额以上批发、零售业企业主营业务收入。

健全的零售体系下，不同零售商在定位、产品上进行差异化竞争，使得渠道本身亦具备品牌属性、能为产品品质背书，进一步弱化消费者对品牌的意识。据 North Carolina State University 一项学术调研，相对品牌、美国家纺消费者更加注重价格因素，注重产品自身价值、而非紧跟时尚潮流。

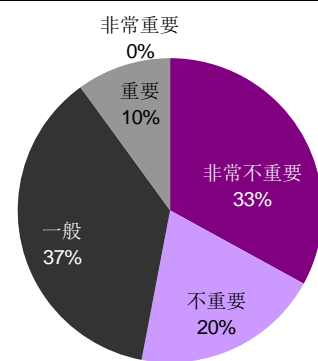
图 44：2004 年美国家纺消费者调查-家纺购买主要考虑因素



资料来源：North Carolina State University 学术调研、光大证券研究所；

注：数据为 NCSU 调查所得，具体数值无实际含义仅作为指标参考。

图 45：2004 年美国家纺消费者调查-家纺产品是否需要紧跟时尚潮流



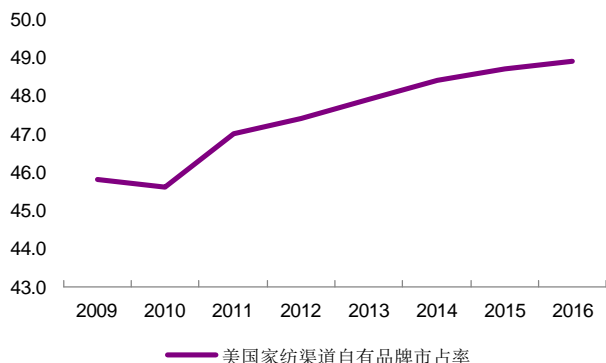
资料来源：North Carolina State University 学术调研、光大证券研究所

美国发达而健全的零售一方面利用自身渠道品牌背书、推出自主品牌，并且自有品牌市占率持续提升，从 2009 年的 45.8% 提升至 2016 年的 48.9%，高出 2016 年日本 13.3PCT。

另一方面家纺龙头在销售产品方面对零售商较为依赖。如美国百年家纺品牌 Springmaid、Westpoint 等主要客户为 Walmart、Costco、JCPenny、Kmart、Target 等零售巨头，并且供货比例较高，其中 Springmaid 供货

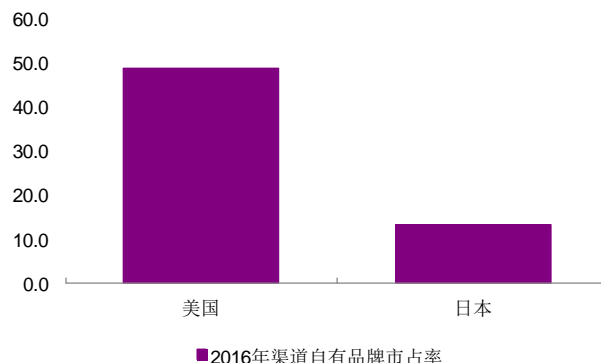
Walmart 最高峰比例为 2000 年的 27.36%，Westpoint 供货给前六大零售商最高峰比例为 1999 年的 56%。

图 46: 2009~2016 年美国家纺渠道商自有品牌市占率 (%)



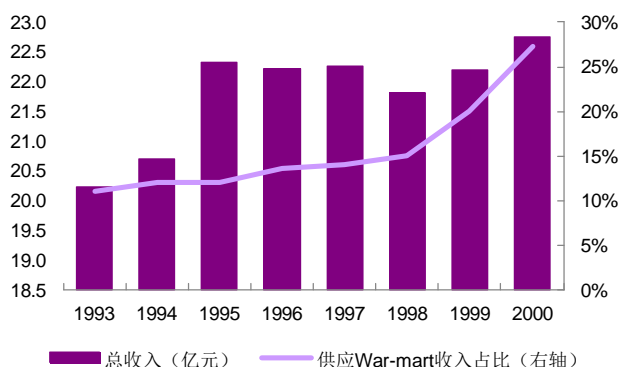
资料来源: Euromonitor、光大证券研究所

图 47: 2016 年美国、日本家纺渠道商自有品牌市占率 (%)



资料来源: Euromonitor、光大证券研究所

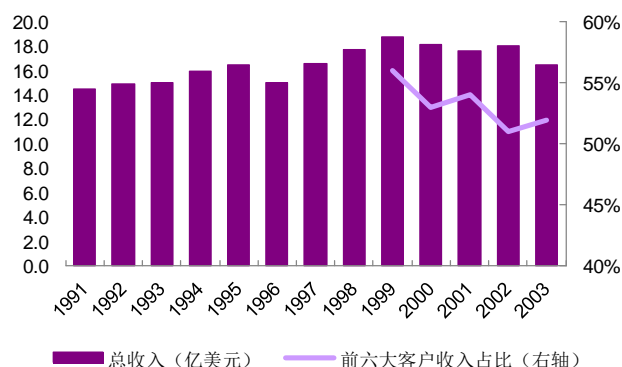
图 48: Springs industries 营收及第一大客户收入占比



资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

注: War-mart 为公司第一大零售合作, 其他合作零售商收入占比低于 10%, 2000 年家纺业务中公司供应给前十大零售商收入占家纺业务 (不含纺织面料业务) 比重达 64%。

图 49: Westpoint 营收及前六大客户收入占比



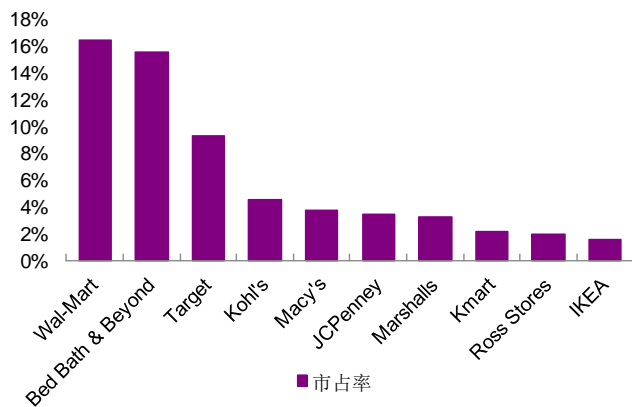
资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

注: 2003 财年公司前六大客户分别为 Costco、Federated Department、JCPenny、Kmart、Target、Walmart 等。

综上, 在全球化背景下, 面对来自发展中国家新兴的纺织产业, 美国本土品牌商自主生产优势渐失、在海外产能布局转型等方面较为滞后, 同时由于美国发达的零售业、零售商推出自主品牌、绕过美国本土品牌商、直接向海外外包生产/采购等、大量家纺产品进入美国市场, 进一步弱化美国家纺品牌商市场地位。

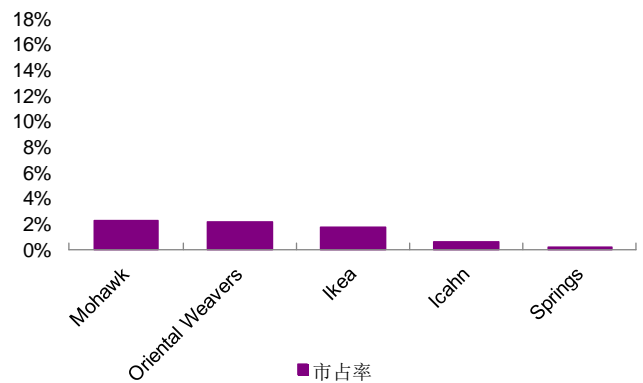
随着品牌商竞争环境恶化, 零售商借力海外采购推出自主品牌获得良好发展。当前美国家纺行业中前十大零售商市占率高于前十大品牌商市占率, 零售商相对品牌有更强话语权。由于数据的可获得性, 2013 年美国家纺行业前五大零售商市占率为 49.6%、而同期前五大品牌商市占率为 7%。

图 50：2013 年美国家纺行业前十大零售商市占率



资料来源：Statistics、光大证券研究所

图 51：2013 年美国家纺行业前五大品牌市占率



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

### 3.2、演绎：其他国家纺织制造孕育专业家纺龙头品牌

从美国家纺行业变迁史中，我们发现一国家纺品牌的兴起与壮大离不开一国纺织制造产能的支撑。该部分主要演绎上述规律在其他国家是否也具备该种特性。

为此，我们重点挑选英国、日本、韩国、中国台湾等多个经济发展水平不一、文化背景有所差异的国家/地区，研究其家纺市场品牌格局。

表 8：美国、英国、日本、韩国、中国台湾等国家/地区家纺龙头品牌情况分析

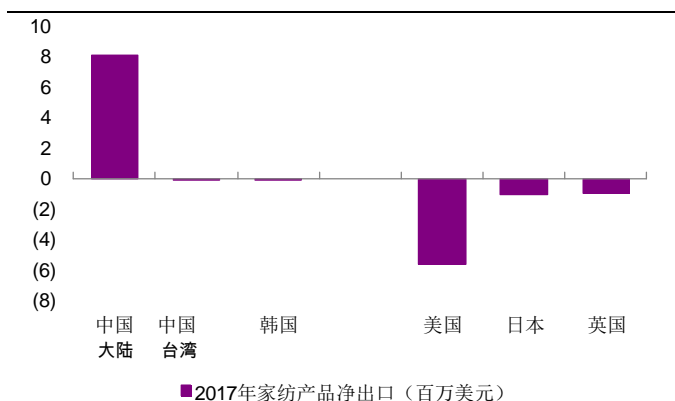
市占率排名	品牌	公司	16年在本国家纺市场市占率	品牌主营产品	定位/价格举例	是否为本土品牌	公司发展历程
<b>美国</b>							
1	Sphinx	Oriental Weavers	2.6	地毯	地毯 100~600 美元 (人民币 650~3900 元)	埃及	-
2	Mohawk	Mohawk Industries	2.4	地毯	地毯价格 20~200 美元 (人民币 130~1300 元)	是	-
3	IKEA	Inter Ikea Systems	2.0	家居、家纺、家具及家庭装饰用品等	四件套 10~50 美元 (人民币 65~325 元)，多为素色基础款	瑞典	起家于家具产品、后逐步丰富产品品类
4	Martex	Icahn Enterprises	0.6	床上用品及毛巾	四件套 40~100 美元 (人民币 260~650 元)	是	采用集团化运营，从事投资、钢铁、能源、游戏及家纺等业务，家纺业务是公司 2005、2011 年先后收购美国家纺公司 WESTPOINT 股权所得
5	Springmaid	Springs Global	0.3	家纺	四件套 40~100 美元 (人民币 260~650 元)	是	美国百年家纺品牌
6	Laura Ashley	Laura Ashley	0.2	女装及家纺、家居、家具、家装等	四件套 80~200 美元 (人民币 520~1300 元)	英国	公司起家于印染面料，2017 财年服装收入占比 15%
<b>英国</b>							
1	IKEA	Inter Ikea Systems	6.0	家具、家居、家纺等产品	-	瑞典	起家于家具产品、后逐步丰富产品品类
2	Anthropologie	Urban Outfitters	4.1	鞋服、家纺、家居、个护用品等	四件套 50~250 英镑 (人民币 450~2200 元)	美国	1992 年创立，自创立之初即定义为泛品类品牌

3	Primark	Associated British Foods	3.8	服装及家纺、家居等	四件套 20~50 英镑 (人民币 170~440 元)	是	以服装为主
4	Urban Outfitters	Urban Outfitters	3.6	男女装及家纺、家居	四件套 100~150 英镑 (人民币 880~1320 元)	美国	1992 年创立, 自创立之初即定义为泛品类品牌
5	Laura Ashley	Laura Ashley	2.0	女装及家纺、家居、家具、家装等	200~400 英镑 (人民币 1700~3520 元)	是	公司起家于印染面料, 2017 财年服装收入占比 15%
<b>日本</b>							
1	Nitori	Nitori Co Ltd	8.9	家纺、家居、家具及家庭装饰品等	-	是	起家于家具产品、后逐步丰富产品种类
3	MUJI	Ryohin Keikaku	1.5	家纺、家居、家具等	-	是	起家于生活杂货及食品、后逐步扩展服装、家纺、家居、家具等产品
5	IKEA	Inter Ikea Systems	1.0	家具、家居、家纺等产品	-	瑞典	起家于家具产品、后逐步丰富产品品类
<b>韩国</b>							
1	Evezary	Evezary Co Ltd	5.9	专业家纺品牌, 主要以床上用品为主	-	是	-
2	IKEA	Inter Ikea Systems BV	4.7	家具、家居、家纺等产品	-	瑞典	起家于家具产品、后逐步丰富产品品类
<b>中国台湾</b>							
1	Hola home	Test Rite Group	18.2	家纺、家居、小家电、灯饰等十五大品类	四件套 2000~10000 新台币 (人民币 400~2000 元)	是	1978 年贸易公司创立, 1996 年进入家居 DIY 领域、开拓家居零售业务
2	Tonia Nicole	Far Eastern Textile	6.1	床上用纺织品	四件套 5000~20000 新台币 (人民币 1000~4000 元)	是	旗下子公司全家福公司(主营服装、床上用品), 1986 年由远东集团创始人徐旭东 Tonia Nicole 创立, 2003 年推出高端品牌 Charisma
3	Kuan's Living	Kuan's Living	4.8	家纺、家居、家具	高档	是	1991 年创立, 创始人曾经为美国法国等高端百货设计家庭饰品
4	Yves Delorme	Kuan's Living	2.2	全套家纺产品	-	否	法国依芙德伦 1845 年创立, 起家纺织制造企业,
5	IKEA	Inter Ikea Systems	1.9	家具、家居、家纺等产品	-	瑞典	起家于家具产品、后逐步丰富产品品类

资料来源: 各公司官网、各国家 Amazon 官网、光大证券研究所

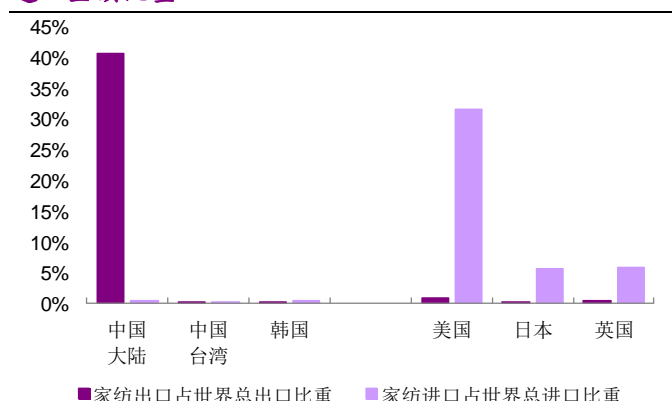
我们发现如果一国家纺制造行业较为发达, 则该国家纺行业中通常有专业家纺品牌龙头: 以一国家纺产品净出口额为其家纺制造行业的发展水平衡量标准, 中国大陆呈现家纺产品净出口, 中国台湾、韩国等家纺进出口基本持平, 而美国、英国、日本等国家纺产品主要依赖进口、出口较少, 呈现家纺产品净进口。对应的中国大陆、中国台湾、韩国等家纺行业中有专业家纺龙头, 其中 2016 年中国大陆龙头罗莱生活市占率为 2.2%、中国台湾专业家纺品牌东妮市占率为 6.1%、韩国专业家纺龙头市占率为 5.9%, 而在美国、英国、日本等国家纺龙头多为渠道品牌或是家居品牌。

图 52: 2017 年主要国家家纺产品净出口额 (百万美元)



资料来源: Trademap、光大证券研究所

图 53: 2017 年主要国家家纺进、出口占世界家纺出、进口金额比重



资料来源: Trademap、光大证券研究所

### 3.3、启示: 我国家纺龙头制造力强, 未来地位继续稳固

综上分析, 我们可以得出结论: 一国家纺品牌的壮大离不开出色的家纺制造能力, 面对产能转移趋势, 家纺龙头欲继续保持市场地位、需要及时配置海外产能、同时掌握一手终端渠道资源。

纺织产业在全球经历了几轮产业转移, 上一轮是由中国台湾地区、香港地区、日本等向中国内地/大陆转移, 此轮产业转移造就了中国全球纺织制造大国和强国的地位, 近年来随着我国劳动力成本持续上升, 纺织产能开始逐步向东南亚等国家转移, 但本轮转移仍处于早期、且劳动力密集度相对更强的服装制造产能转移先行, 综合来看目前我国在产业配套、工人素质及劳动力总体效率等方面仍具有较强竞争优势, 东南亚国家产业配套尚需完善、生产能力需改善。因此我们判断, 在未来较长周期内, 我国家纺制造仍将具有较强的综合竞争力。2017 年我国家纺出口金额占世界家纺出口总额为 40.76%、仍排名第一。

我国家纺龙头主要以自主生产模式为主、在生产端即确立产品竞争优势; 同时我国零售行业仍较为落后, 短期及中期内经销模式仍将继续占据主导、渠道品牌培育仍需时日, 家纺龙头品牌在竞争中优势仍较强。

表 9：中国与主要新兴纺服工业体纺织制造产业综合竞争力对比

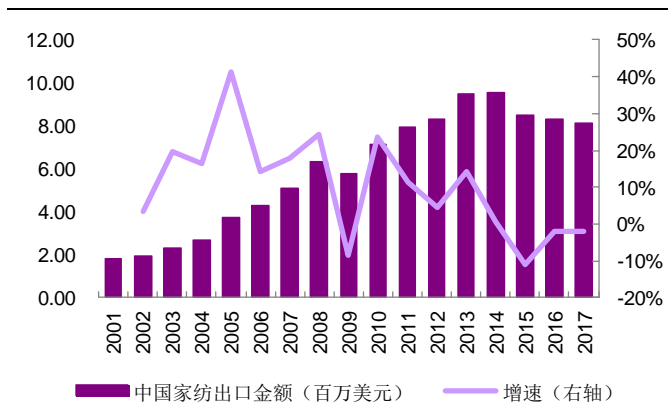
制造环节		中国大陆	越南	孟加拉国
纺织业成本	工人月薪 (美元/月)	550~600	170~190	110~120
	电力成本 (美分/千瓦时)	13	8	9~12
	年贷款利率	5~6%	5~6%	13%
产业配套能力	原料	2017/18 年度棉花产量在 600 万吨, 世界产量第二; 全球第一大羊毛、蚕丝、人造丝生产国	棉花依赖进口; 全球第六大蚕丝生产国	棉花依赖进口; 全球第二大黄麻纤维生产国
	纺纱	1.20 亿个纱锭	600 万个纱锭 同时大量依赖进口纱线	600 万个纱锭
	编织	62 万台无梭织机 65 万台梭织机	0.25 万台无梭织机 1.70 万台梭织机	1.73 万台无梭织机 1.35 万台梭织机
	成衣	世界第一大纺织服装出口国	出口导向型	出口导向型
商业环境世界排名 (2015 年)		90	78	173

资料来源：USDA、UN Comtrade、International Machinery Shipment Statistics、Wazir Analysis、World Bank、光大证券研究所

2015 年以来我国家纺产品出口连续下降，长期看未来随着全球纺织制造产能进一步从我国向其他国家转移，以及来自新兴国家的竞争力压力提升，我国家纺制造行业将逐步进入升级整合、家纺龙头凭借较强的资金实力、在研发投入与设备升级方面将占据竞争优势。

长期来看，我国家纺龙头需警惕海外家纺产品的竞争、及时布局海外产能，同时继续保持对终端渠道的掌控、加强对终端零售的指导。

图 54：2001~2017 年我国家纺出口金额及同比增速



资料来源：Trademap、光大证券研究所

图 55：我国家纺龙头以自产为主

公司	生产模式
罗莱生活	枕芯等自动化水平高的产品采用自产；套件类产品自产比例约 50%
富安娜	以自产为主
水星家纺	套件自产比例 60% 左右；被芯自产比例 80% 多；枕芯自产比例 60% 多
梦洁股份	绗绣套件主要通过自产；绣花套件自产比例为 80%；被芯类自产比例为 70% 多；其他类产品自产比例为 70% 左右

资料来源：各公司招股说明书、罗莱生活公告、光大证券研究所



## 4、海外经验之二：家居零售龙头兴起需特定发展水平及企业家创新精神

上部分主要研究专业家纺品牌做大做强需要什么条件，同时我们发现在家纺市场中家居品牌为一股不同忽视的力量。虽然我国家纺市场当前以专业品牌为主，但未来随着家居品牌的培育与发展是否会对我国专业家纺龙头市场地位构成威胁也值得研究。

本部分重点研究家居零售龙头崛起背后所需要的内外部条件，其中外部条件主要为一国经济发展水平提升使得居民对整体化<sup>③</sup>家居存需求及零售业的发达，内部条件为企业家的创新精神、勇于突破行业桎梏、创新商业模式。

### 4.1、家居零售龙头势头强劲，壮大需特定发展条件

纵观我们重点观察的国家发现，无论是家纺制造强国还是家纺进口大国，大部分市场中均有表现突出的家居品牌、例如日本家居零售商 Nitori 2016 年市占率为 8.9%、远远领先第二名 Bal 的 2.4% 市占率；台湾家居龙头特力屋 (Hola home) 市占率更是高达 18.2%，高于第二名专业家纺龙头东妮家纺 12.1PCT；且世界家居零售巨头宜家 (Ikea) 在多个国家市场排名前列。

表 10：2016 年中美英日家纺市场主要品牌市占率 (%)

排序	中国大陆		美国		英国		日本		韩国		台湾地区		
1	罗莱	2.2	Sphinx	2.6	IKEA	6.0	Nitori	8.9	Evezary	5.9	Hola home	18.2	
2	富安娜	1.8	Mohawk	2.4	Anthropologie	4.1	Bals	2.4	IKEA	4.7	Tonia Nicale	6.1	
3	水星	1.7	IKEA	2.0	Primark	3.8	MUJI	1.5	Dongjin	2.1	Kuan's Living	4.8	
4	IKEA	1.6	Martex	0.6	Urban Outfitters	3.6	Ichihiro	1.3	Park Hong Gyen	1.5	Yves Delorme	2.2	
5	梦洁	0.9	Springmaid	0.3	Laura Ashley	2.0	IKEA	1.0			IKEA	1.9	
6	洁丽雅	0.8	Laura Ashley	0.2	SCS	1.1	Ohe	0.7			Cottonfield	1.4	
7	小绵羊	0.8	Private label	48.9	The White Company	0.7	Zara Home	0.5			Others	65.4	
8	孚日	0.5	Others	43.0	H&M Home	0.3	Hotman	0.5					
9	多喜爱	0.4			Zara Home	0.2	Fujitaka	0.3					
10	博洋	0.3			Feather & Black	0.1	Kusubashi Mon-Ori	0.3					
11	泰丰	0.1			Private label	46.5	Private label	13.3					
12	others	88.0			Others	31.6	Others	69.3					

资料来源：Euromonitor、光大证券研究所；本表中底色标记为浅紫色的为家居零售商。

<sup>③</sup> 整体化家居需求是指随着经济发展、人民生活水平提高，消费者对家具、家居、家庭装饰品等一系列家庭用品存在品牌化需求以及家居协调搭配需求。

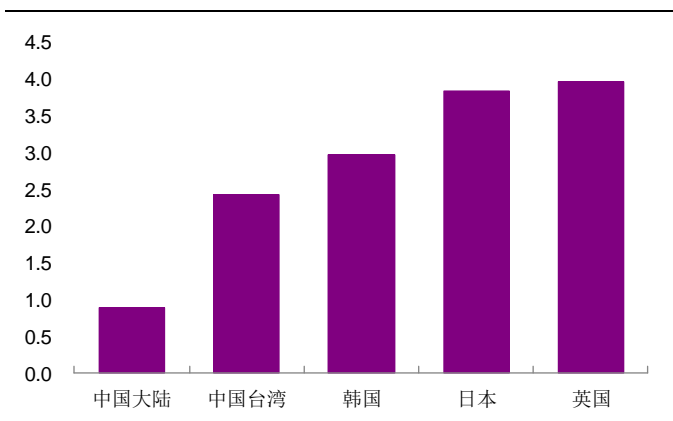
家居品牌在多个国家展现出较强的竞争力，而当前我国市场仍以家纺专业品牌为主。通过对比各国发展水平以及结合日本 Nitori 崛起历史（将在 4.2 部分详细介绍），我们认为一国家家居零售商的壮大离不开国民经济发展水平提升、对家居产品存在整体品牌化消费升级需求、零售业发展水平的提升以及企业家的勇于创新的精神：

1) 从经济发展水平上看，这些国家/地区经济发展水平高于我国，对家居产品均存在品牌化消费需求，甚至是整体化消费需求、对家居及家纺产品要求协调搭配等。

2) 从零售行业发展水平看，我国零售业仍较为落后，批发占社会商贸总额的比重仍较高，而其他国家零售商占比更高、显示出零售环节更加精简、零售效率更高，同时零售商参与到上游供应链环节、开发自主产品/自有品牌，例如日本家居零售商 Nitori、世界家居龙头 Ikea。

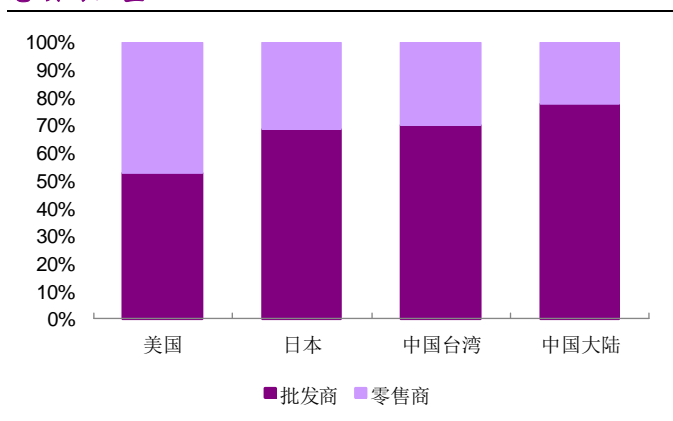
3) 商机的把握、勇于创新商业模式、突破现有行业弊端均需要企业家的勇于冒险及创新的精神。日本家具零售巨头 Nitori 逐步壮大离不开外部日本经济发展水平的提升、国民对家居产品的整体化消费需求，同时亦离不开创始人勇于创新的精神，公司从最初的简单的批发进货、销售家具产品到当前形成集“海外自主生产（部分外协）、零售、物流”一体化的 MRL 模式，成为日本最出色的家居零售商，该过程中离不开创始人对“提供比肩欧美的家居产品”的执着追求，不断创新商业模式从而降低产品价格、丰富产品品类。

图 56：2017 年主要国家人均 GDP 对比（万美元）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 57：2016 年主要国家零售、批发商占社会批发零售总额的比重



资料来源：Wind、光大证券研究所

## 4.2、日本家居零售巨头 Nitori：持续创新突破，致力高性价比产品

Nitori（宜得力）的产品在日本以高性价比著称，许多产品价格甚至仅为其他百货商超价格的 1/2，风格上定位于“与欧美并驾齐驱的家居环境多样化”。当前 Nitori 是日本最大的家居连锁商，2016 年在日本本土市场占有率达 8.90%，而同期 Muji 品牌母公司良品计划市占率仅为 1.5%。截止 2018 年 8 月 10 日公司市值已达 168 亿美元（折合人民币约 1149 亿元）。

#### 4.2.1、Nitori 概况：致力于提供“并肩欧美的家居产品”

##### ➤ 发展历程：从家具零售到家居全供应链运营管理

Nitori 为似鸟昭雄 1967 年在日本北海道创立的“似鸟家具店”，主要售卖床、沙发等家具产品。似鸟昭雄 1972 年在美国考察之旅中发现美国家居产品丰富而精美、已展现出整体规划设计的趋势，同时价格优惠、产品性价比高，这次美国之旅让似鸟昭雄深有感触，并且回国以后致力于为本国国民提供“与欧美并肩的家居环境多样化”的家居产品。

为了实现战略目标，Nitori 数次创行业之新，首先在产品性价比方面：1) 早期为了降低采购成本、公司绕过批发商直接向工厂采购；2) 但该种做法违反行业规矩，公司逐渐遭到全国家具批发商抵制，于是公司转而将目光放至海外、1982 年公司开始从海外进口家具；3) 但海外合作的供应商多出口美国、产品通常符合美国标准、难符合日本消费者使用习惯，同时供应商亦不愿意/难以配合公司自主策划整体搭配的产品生产，因此公司开始筹备建立自己的海外工厂，1994 年 10 月公司组建印尼工厂、1995 年开始出货，2004 年为了分散生产风险、公司越南工厂成立<sup>④</sup>，2017 年 8 月越南第二个工厂开建，生产家具、床、纺织品等各类产品。

其次，在产品质量管控方面：1) 公司持续坚持自主开发、创新，在严控成本的前提下研发更好的产品，例如在维持原来的生产成本上开发出遇到地震也不会倾倒、将内部物品散落一地的柜子、在维持原来的生产成本上开发出用一根手指也能打开的抽屉以及硬币划不坏的表面涂层，靠近热源不会被烫焦的涂层等。2) 公司为了保证产品质量，还深入与原材料供应商共同开发新材料、甚至自主生产零部件、不采用外部采购。

最后，公司在原有的家具品类上持续丰富品类，增加窗帘、地毯等品类销售，每 3~5 年新增 2~3% 的新品类，逐渐扩大商品范围。在产品品类愈加丰富的情况下，公司注重产品的整体搭配、产品从家具、家纺到家居等均协调美观。当前公司家具产品销售收入占比低于 50%。

此外，公司为进一步提升供应链效率、甚至拓展自主的仓储物流体系，避免外包过程中沟通不畅的低效率情况。

至此公司从零售端不断向上游生产、物流端延伸，形成了集“制造、零售、物流”（manufacture、retail、logistics）三位一体的 MRL 现代管理体系、实现全供应链的产品质量与成本控制，进而实现产品的极致性价比。

<sup>④</sup>公司未在中国建厂主要为中国政府规定合资企业中外资占比不得超过 50%，而公司认为应该控股以利于工厂的管理，并且公司认为中国更应该是市场所在地，而不是生产地。

图 58: Nitori 提供大家居整体规划方案



资料来源：公司电商网站、光大证券研究所

表 11: Nitori 发展历程

时间	公司大事
1967 年	创建“似鸟家具店”
1972 年	设立“似鸟家具中心股份有限公司”（销售点为 2 家店铺）
1978 年	公司更名为“似鸟家具股份有限公司”
1980 年	物流中心迁移至札幌市手稻区（现在所在地），开设了以省力化和仓库安全为目的的自动立体仓库，并将本部与物流中心合并开设，迁移至现在所在地
1981 年	札幌市以外的第一家地方门店“苦小牧店”在苦小牧市开业
1985 年	开始直接进口海外商品；公司更改为“NITORI 控股公司”，店名更改为“HOME FURNISHING NITORI”；基于 O.T.C.M. 思想开始进行“One House 提案”
1989 年	在新加坡设立了当地法人团体“N.T.SINGAPORE PTE LTD”（现为 NTI）；札幌证券交易所股票上市
1995 年	扩大物流中心，新设最先进的楼层式自动立体仓库系统（占地面积 33,000m <sup>2</sup> ，自动立体仓库系统 14 座，配置架 4,300 台）
1998 年	店名改为“HOME FASHION NITORI”
1999 年	室内装饰店的第一号店“SOSIA 店”开业
2000 年	在埼玉县白冈町新设了“关东物流中心”；MARUMITSU 百货股份有限公司完全子公司化
2002 年	在东京证券交易所一部分股票上市
2003 年	“宇都宫店”开业，NITORI 达到 100 家连锁店；在河内（越南）的 MARUMITSU 越南工厂动工
2004 年	在上海开设了“平湖物流中心”；成为日系企业中第一家基于外商投资出口调配中心管理办法，取得 100% 出资公司成立资格；引进消费税总额表示制，对全商品实行 5% 的降价；开始运行网络购物服务；MARUMITSU 越南工厂开始试生产
2006 年	“中国惠州物流中心”正式动工
2007 年	海外第一号店，台湾高雄开设的“高雄梦时代店”；NITORI 董事长就任了札幌的法国名誉领事；开始销售厨房系统，进入住宅装修服务的市场
2008 年	开始家具 1、3、5 年保修服务；发表“降价宣言”
2009 年	开设 NITORI 直销商店；“Lalaport 新乡店”开业（达到 200 家连锁店）
2010 年	在福冈县篠栗町成立“九州物流中心”
2011 年	三家全新模式的家品装饰店（Deco Home）同时开业；NITORI 首个商场运营业务“NITORI 商场东大阪店”开业

资料来源：公司官网

➤ 产品：范围涵盖家居生活方方面面，性价比高于无印良品

公司业务起步于家具，逐步拓展至大家居、家装咨询领域。公司业务涵盖家庭生活的方方面面，主要销售的产品从生活必需品的小部件到家庭装饰用品到沙发、餐桌、橱柜和床等大型家具。

在家居生活方面的成功也使得公司进一步扩展大家居增值服务，如家庭硬装、企业软装等：1) 家庭硬装方面，由公司专业人员为客户提供满意的商品；此外，公司还自主开发有厨房系统可供消费者选择。2) 企业软装方面，公司派专业人员提供从方案规划到施工服务的一条龙服务。

公司海外业务主要集中在中国大陆及台湾地区、美国等地。自 2007 年开始在台湾开店，计划在 2020 年之前设立 50 个店铺；2012 年 5 月公司成立了美国当地法人 NITORI USA, INC.，为了在 2013 年秋在美国西海岸开设 1 号店，启动当地调查和商品策划。以数年后开设超过 100 个店铺为目标，不仅仅是增加店铺数量，也有利于实现提升商品供应、运营成本削减、物流系统、贸易、人才培育等 NITORI 所有的技术水准。

**表 12: Nitori 主要业务情况介绍**

业务		具体内容
大家居	大家居生活馆	沙发、餐桌、橱柜和床等大型家具，以及窗帘、地毯、床上用品、餐具、家庭用品及其他为生活添光添彩的室内装修用品等、公司自主研发的厨房系统； 室内装饰用品品种丰富多样，以 NITORI 独家色彩为轴心，各类商品协调有序。敬请客户当场体验物美价廉、色彩斑斓和宜家宜居的“愉悦”与“丰富”。
	家居装饰店	以室内装饰用品为主； 主要在购物中心开立门店。
	家居用品店	以各种生活必需品为主； 以首都圈为中心开设的家品装饰店 (DECO HOME)； 在“每天都来转转的店铺”的概念下，在商品陈列与店铺设计等方面进行着全新的尝试。
	NITORI 商场 (类似于宜家的大卖场)	2011 年 10 月 NITORI 商场东大阪店开业； 提供一站式生活必需的优质商品购物体验。
	网络销售业务	NITORI 的商品通过网店“NITORI NET”和乐天市场等网络销售网站进行销售； “NITORI NET”配有针对智能电话和手机用户的专用网站，用户可随时随地轻松购物。
大家居 延伸业务	家庭硬装 (2007)	厨房系统、洗手间、浴室、盥洗室等场所的洁具，台布/地板的改装、生态窗、无障碍设计等； 有专门的技术人员可根据客户的要求提供满意的商品。
	企业软装 一条龙服务	以企业客户为中心； 承接租赁房屋、公司设施、医院、酒店等客户餐具、室内用品、家具的整体规划； 从方案策划到施工服务：可根据客户需求，以合理的价格提供周到的技术支持。

资料来源：公司官网

从性价比对比来看，本文选用天猫商店上的同种类型的产品 Nitori 与无印良品的价格，总体上无论是卧室用品还是客厅、厨房、浴室用品、文具等，Nitori 性价比要高于无印良品。

表 13: Nitori 与无印良品性价格对比

类别	无印良品 (元)	Nitori (元)
<b>卧室用品</b>		
羽绒枕头 (单人)	190	299
羽绒被	3,300	497-1,690
被套	260-688	24.9-308
床褥	350-700	59.9-299
羊毛地毯	2,500	599
床罩	155-588	69.9-129
<b>客厅用品</b>		
靠垫	75	19.9-49.9
靠垫套	120-150	19.9-79.9
坐垫	75	39.9
<b>厨房用品</b>		
锅具	450	59.9
刀具	200	29.9
储藏瓶	76	14.9
<b>餐厅用具</b>		
筷子	55-90	19.9
勺子	38	7.9
陶瓷碗	40	5.9
<b>浴室用具</b>		
浴巾	146	99.9

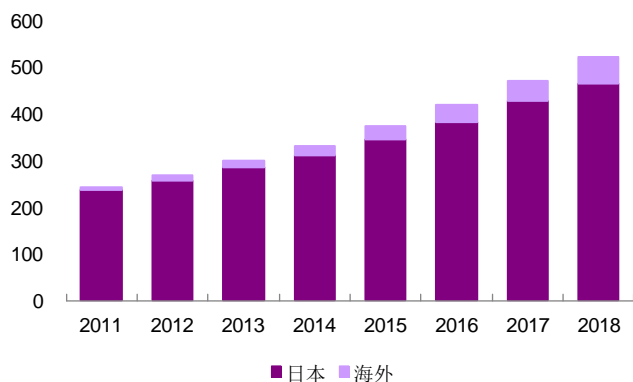
资料来源: 天猫旗舰店、光大证券研究所

#### ➤ 销售与渠道: 多元化渠道满足不同定位

公司坚持采用全直营销模式, 终端门店面积在 3300-6600 平方米, 截止 2018 年 2 月公司门店 523 家。其中日本本土 467 家, 与无印良品基本持平 (471 家<sup>⑤</sup>); 但其海外拓展不如无印良品, 2007 年 Nitori 在台湾开设第一家门店开始拓展海外市场, 而早在 1990 年起无印良品即开拓海外市场, 截止 2018 年 2 月 Nitori 海外门店主要分布在中国大陆及台湾地区、美国等地, 门店数量分别为 27、24、5 家, 合计 56 家, 而同期无印良品海外门店数量达 457 家。

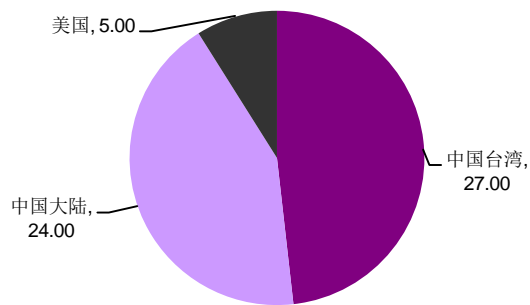
<sup>⑤</sup> Muji 门店数量为截止 2018 年 2 月 28 日。

图 59：2001-2018 财年 Nitori 门店数量



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 60：2018 财年 Nitori 海外门店分布



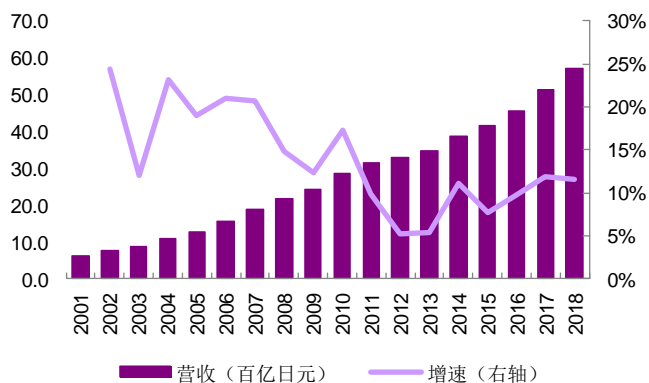
资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

为了提升购物体验，针对不同大家居品类设立不同的门店进行产品展示：1) 针对家具等大型产品，公司推出了大家居生活馆的门店形式进行推广销售，家具在客厅、厨房和卧室直观的配套形式进行展示与销售，给消费者提供最佳的购物体验。2) 针对家居装饰、家居用品等，公司主要在购物中心开设门店，并且注重商品陈列及店铺设计。3) 针对小件的家居生活必需品，2011 年公司推出了定位“每天都来转转的店铺”新型店铺 Demo Home，面积在 1000 平方米以内。

➤ 财务状况：业绩持续稳健增长，盈利能力逐步提升

公司业绩保持稳定的增长，2001~2018 财年公司收入年复合增速为 13.83%，同期净利复合增速为 22.74%。2018 财务年度营收及净利分别为 5721 亿日元（折合人民币约 354 亿元）、642 亿日元（折合人民币约 40 亿元），同比增长 11.52%、7.03%。

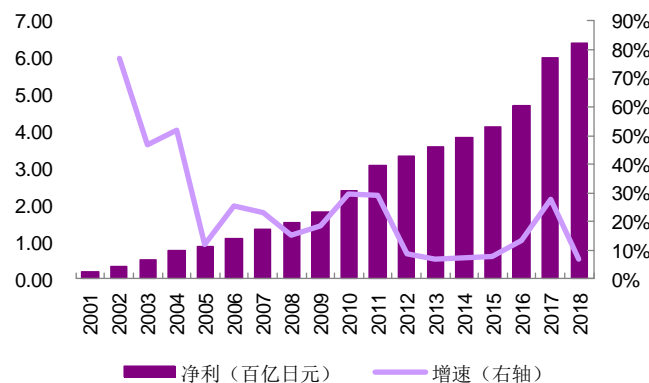
图 61：2001-2018 财年 Nitori 营收及增速



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

注：公司 2018 财年是指 2017 年 2 月 21 日至 2018 年 2 月 20 日，其他财务年度以此类推

图 62：2001-2018 财年 Nitori 净利营收及增速



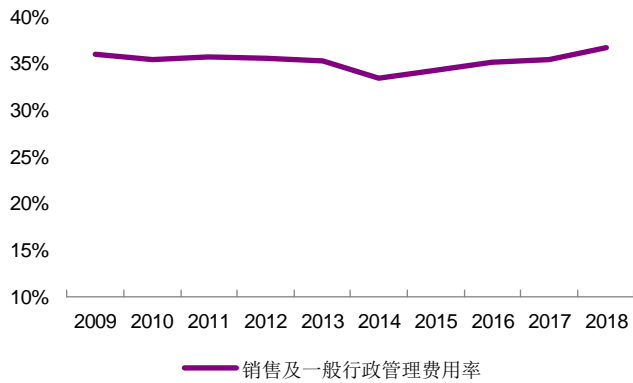
资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

公司销售及一般行政费用率及销售成本率总体较为平稳，2013 财年以前控制较好，总体保持平稳，而到 2013 财年及其以后，销售及一般行政费用率略有上升，近三个财务年度分别为 35.17%、35.49%、36.72%。

盈利能力方面，凭借优异的成本控制能力，加上规模效应逐渐凸显，公司盈利水平不断提升，毛利率、净利率总体维持提升，近三个财务年度毛利

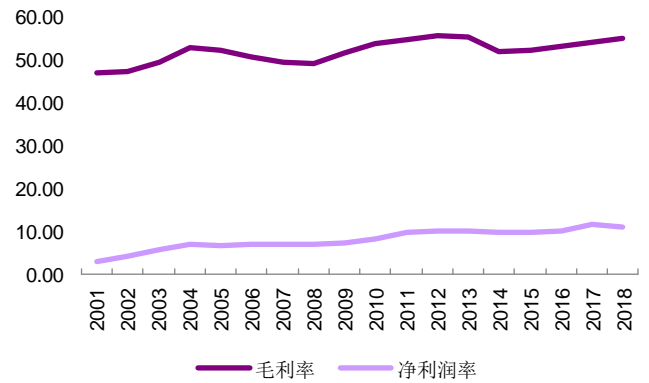
率分别为 53.16%、54.25%、55.03%；净利率分别为 10.25%、11.70%、11.23%。

图 63:2001-2018 财年 Nitori 销售及一般行政管理费用率



资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图 64: 2001-2018 财年 Nitori 毛利率与净利率 (%)



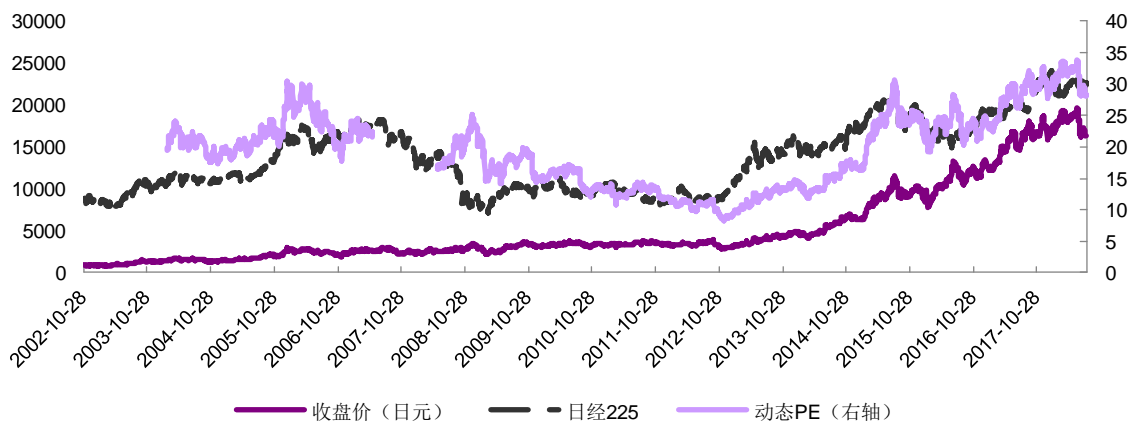
资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

➤ 股价表现

1989 年公司在札幌证券交易所股票上市、2002 年在东京证券交易所上市。

自上市以来, 公司获得资本市场青睐, 股价累计上涨 17 倍, 同期日经 225 指数仅上涨 155%, 近三年股价上涨 179%, 同期日经 225 指数上涨 12.36%。并且近年公司估值水平持续提升, 今年年初至今 PE 均值为 31 倍。

图 65: 1998-2018 年 Nitori 股价 (日元) 与市盈率



资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

4.2.2、成功经验: MRL 模式管控所有环节—缩减费用、提升产品力, 打造极致性价比产品

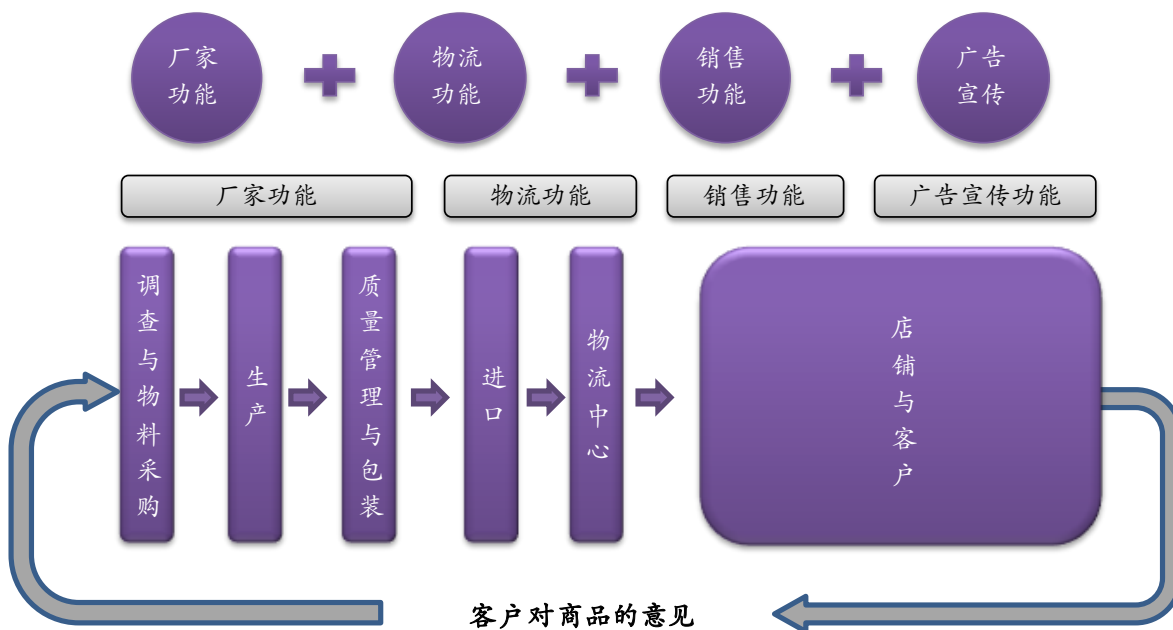
由前文可知公司坚定战略目标的背景下, 持续不断创新商业模式, 目前已经形成 MRL 特有的管理模式。下面我们重点介绍该种模式。

MRL 现代管理体系集合了“制造、零售、物流”(manufacture、retail、logistics), 全程参与到产品策划、资源采购, 到生产、物流和零售等每一



个环节，从而获取更高的利润率、降低沟通成本、提高生产效率、保证产品质量等。

图 66: NITORI 集团的功能和销售规划过程

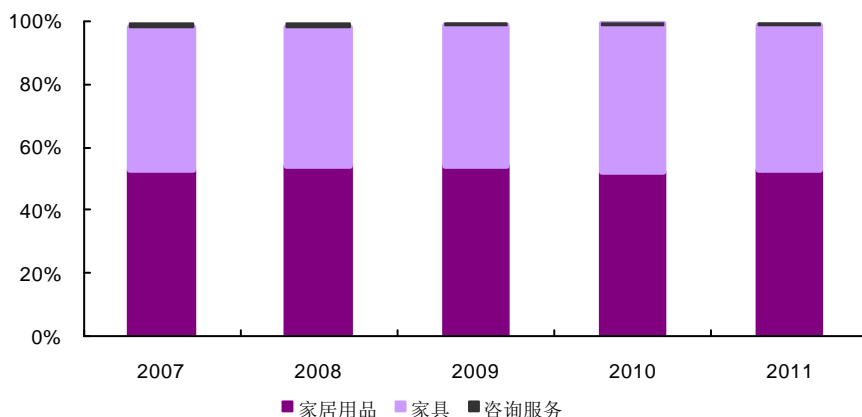


资料来源：公司官网

**产品自主开发，丰富家居用品，增强连带效应：**1985 年公司推出了 O.T.C.M (One-house Total Coordination Merchandising) 理念，即设计开发让家庭空间协调的系列产品。公司 70% 产品都是自主设计研发，每年开发 10 个系列新品。因此公司产品选择多样、色彩丰富、易于装饰搭配。此外公司产品还注重功能性以及创新性，例如冷感面料的抱枕、吸湿发热棉被等。

成立之初，Nitori 产品以床、柜等耐用家具为主，在 1972 年创始人美国之行后公司不断丰富家居用品，销售占比由 1988 年的 30% 提升到了 2011 年的 53%。家居产品的高频性能带来客流，再加上公司产品注重 O.T.C.M，能够显著提升产品连带效应。

图 67: 2007-2011 财年 Nitori 分业务收入占比



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

**全球采购优质原材料：**全球范围挑选优质原材料、自主采购从源头上保证高性价比，用最低的价格采购最优质的产品，目前公司在全球 7 个国家和 15 个地区设立有采购中心，其中包含中国、马来西亚及泰国。完成原材料采购之后，原材料直接运送到生产地进行生产。

**自主生产+指导性的外包生产：**为保证低廉的价格，Nitori 从 1985 年开始直接向海外采购，在海外低成本地区进行“自主生产+外包生产”，严格质量把控。针对自主生产，公司已经在印度尼西亚、越南建家具加工厂，分别于 1994 年、2004 年陆续投产，成为 Nitori 的壁橱、橱柜等耐用家具的生产基地；针对外包生产，公司在各地成立网点实施严格质量管理，并且对工厂进行生产工艺改进指导。目前海外采购商品占比 80%。

**强大物流支撑：**公司以将商品及时快捷地配送到全国各地店铺以及削减商品保管成本为目的，在软硬件方面优化公司物流体系。在硬件方面，Nitori 1980 年就建设了业内首个自动化立体仓库；目前 Nitori 在日本国内拥有 10 大物流中心，在上海、惠州、越南等主要生产/采购基地也建有物流基地，公司关东物流中心和关西物流中心是日本最大规格的物流中心。

在软件方面，公司研发主要集中在自主研发 IT 系统、系统的精减整合等，目前公司已经积累起独有的专有技术，实现了客户下单后对库存的自动核查及发货配送预约等功能。

图 68: Nitori 海外 11 个基地, 2 大物流中心

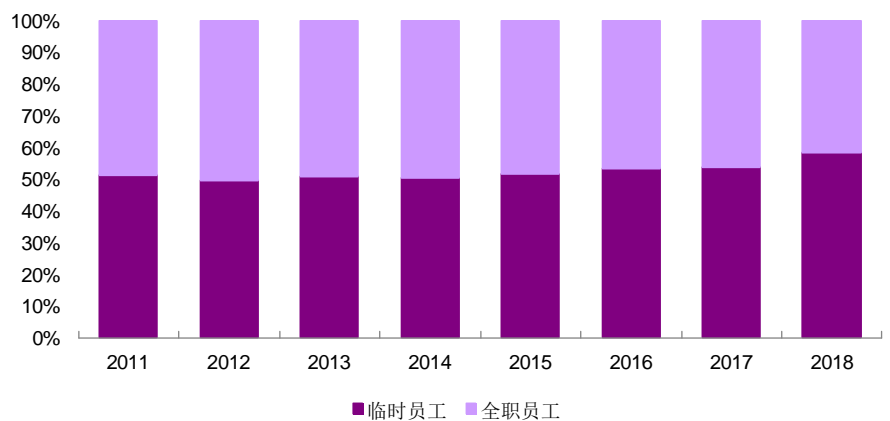


资料来源：公司官网、光大证券研究所

**情景化门店销售：**门店作为直接接触消费者的渠道，公司注重门店设计，吸引消费者消费，如公司在门店直接展示了卧室、客厅等与生活场景相协调的整体规划，在公司的电商网站上，公司亦注重真实生活场景的展示，并直接附上相关产品的购买链接。

为了控制渠道成本，公司在门店/卖场雇佣了大量的临时/兼职员工，兼职员工比重在不断上升，从 2011 年的 51% 上升至 2016 年的 53%。

图 69：2011-2018 财年 Nitori 兼职员工与全职员工占比



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

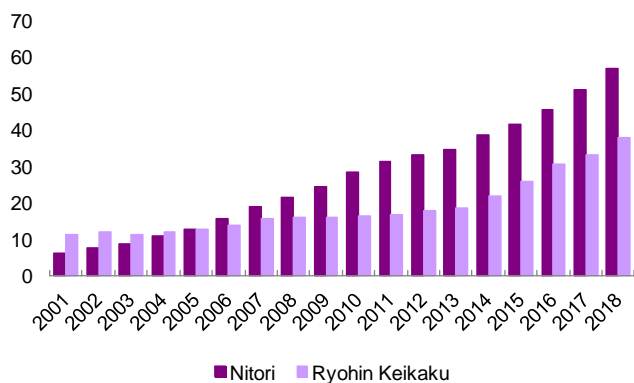
### 4.2.3、巨头对比：重资产 MRL 模式下成长及盈利居优，但海外扩张较慢

在日本家纺领域，Nitori 及 Muji 为两大品牌，虽然其各自的成功有不同的成长路径，但不妨对比两者的财务特征、以启示其各自的优缺点。

#### ➤ Nitori 专注家居领域、开大店，占据绝对龙头优势

首先对比规模，我们发现 Nitori 在收入规模及市场占有率方面相对 Ryohin Keikaku（即株式会社良品计划、为 Muji 母公司，简称 RK）均占据绝对优势。2018 财年 Nitori、RK 收入规模分别为 5721、3788 亿日元（折合人民币分别约为 354 亿元、234 亿元），Nitori 的收入规模约为 RK 的 1.5 倍，然而由于 Nitori 产品聚焦家居领域，RK 除家居产品外，还销售服装、零售等领域，因此公司在家纺市场中的市占率是 RK 的 6 倍左右、高于收入倍数，2016 年两者在日本家纺市场的市占率分别为 8.9%、1.5%，排名分别为第一、三，并且 Nitori 市占率近年持续提升、展现出较强的竞争力。

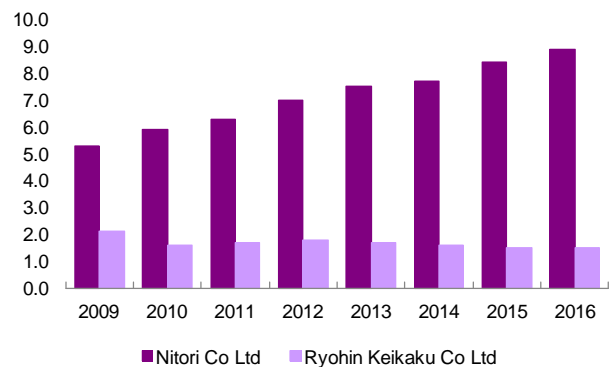
图 70：2001~2018 财年 Nitori 与 Ryohin Keikaku 营收（百亿日元）



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

注：1) Ryohin Keikaku 即株式会社良品计划、为 Muji 母公司；  
2) Nitori 与 Ryohin Keikaku 财务年度相同，例如 2018 财年均指 17 年 3 月至 18 年 2 月，因此相同财务年度相关数据具有可比性。

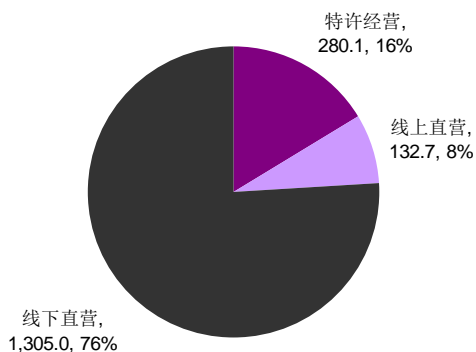
图 71：2009~2017 年 Nitori 与 Ryohin Keikaku 在日本家纺市场中的市占率 (%)



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

销售模式方面，Nitori 主要采用全直销售模式，而 RK 以直营为主，同时还有授权经营模式；从渠道数量对比来看，虽然 Nitori 收入规模高于 Ryohin Keikaku、但渠道数量低于后者，主要原因为 Nitori 多采用开大店的形式，Nitori 终端门店面积在 3300-6600 平方米，RK 在 700 平方米左右。

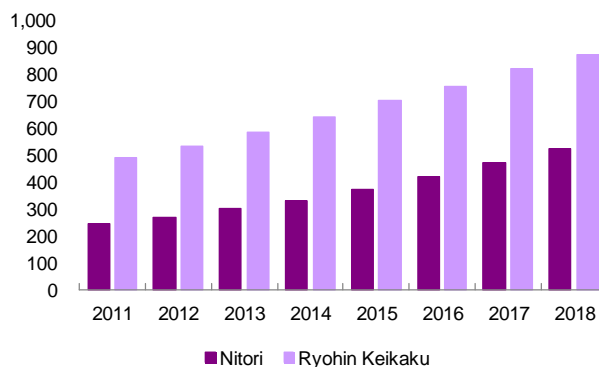
图 72：2015 财年 Ryohin Keikaku 在日本地区分销售模式收入（亿日元）及占比



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

注：由于 Ryohin Keikaku 在 2015 财年以后未披露日本地区分销售模式收入情况，因此此处使用 2015 财年数据。

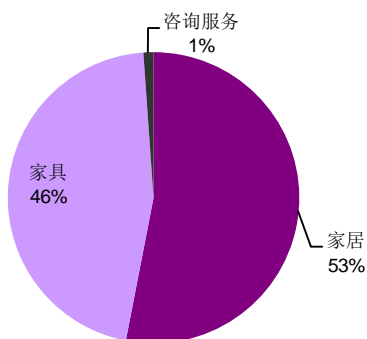
图 73：2011~2017 年 Nitori 与 Ryohin Keikaku 渠道数量（家）对比



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

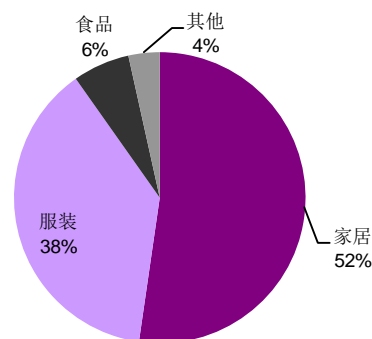
从产品来看，Nitori 主要聚焦家纺、家具、家居等用品、而 RK 销售产品较为丰富、包含服装、家居、食品及其他产品。

图 74：2011 财年 Nitori 分产品收入占比



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

图 75：2018 财年 Ryohin Keikaku 分产品收入占比

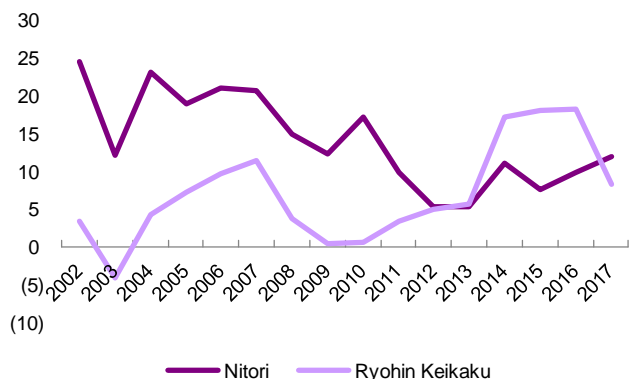


资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

➤ 本土市场成长性较强，MRL 模式资产较重、海外拓展进展较慢

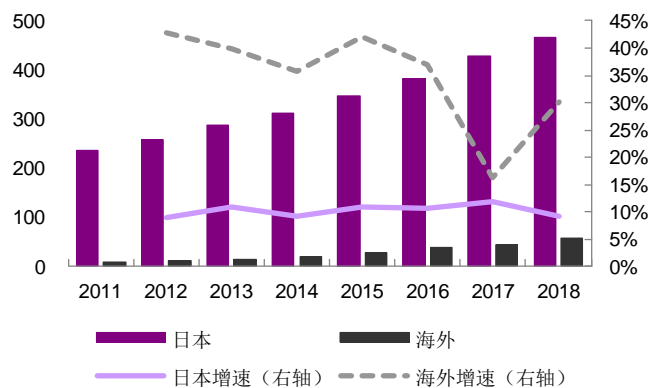
对比成长性，Nitori 展现出较高的成长性，但从 2014 财年开始 Ryohin Keikaku 海外快速扩张、拉动收入增速提升，Nitori 在本土市场的表现优异但在海外市场拓展方面不及 Ryohin Keikaku，一部分原因为海外拓展时点晚于 RK（Nitori 以 2007 年在中国台湾开设第一家海外门店、在早在此前 RK 已开拓欧洲、美洲及亚洲等市场），另一部分原因为公司 MRL 模式资产较重、向海外复制难度较大、进展较慢。

图 76: 2002~2018 财年 Nitori 与 Ryohin Keikaku 营收增速 (%)



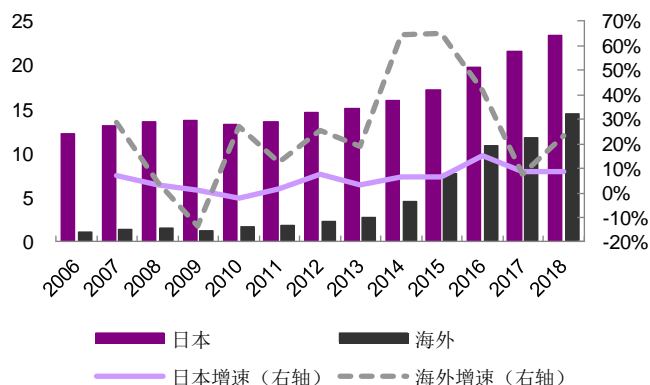
资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图 78: 2011~2018 财年 Nitori 日本、海外渠道数量(家)及增速



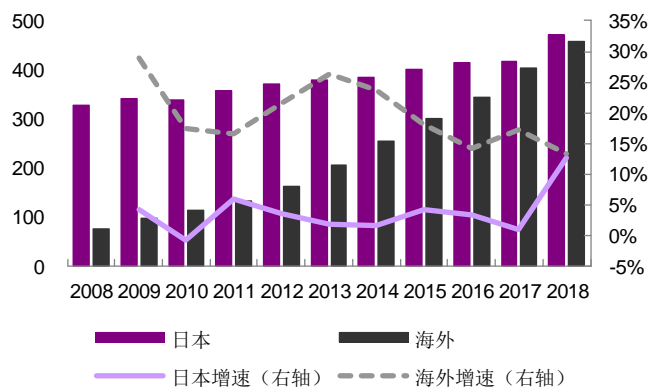
资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图 77: 2006~2018 财年 Ryohin Keikaku 日本、海外市场收入(百亿日元)及增速



资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图 79: 2008~2018 财年 Ryohin Keikaku 日本、海外渠道数量(家)及增速



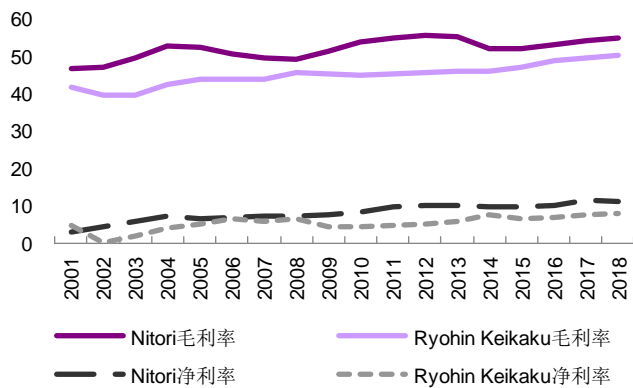
资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

➤ **MRL 模式下缩减所有中间成本、叠加控费力强、盈利指标优，周转能力未有突出表现**

公司虽然定位高性价比、产品价格总体上低于 Ryohin Keikaku，但在盈利能力上优于后者，我们认为主要原因为：1) MRL 模式下公司掌控从原材料进口到零售等各个环节，形成纵向一体化、缩减中间成本；2) Nitori 销售及一般行政费用率虽然与 Ryohin Keikaku 相当，但考虑公司 MRL 模式下管理环节较多、可以推断公司控费能力较强。因此公司具有更高的毛利率、净利率。

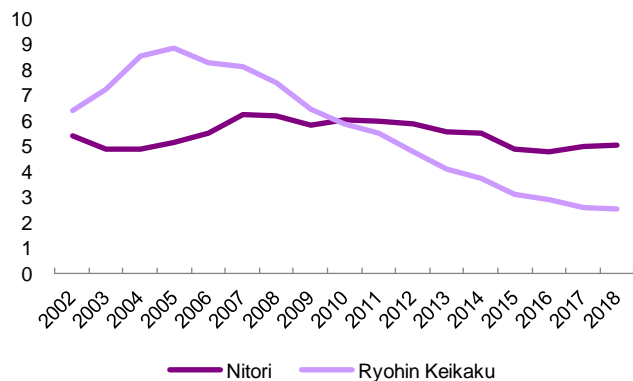
对比存货周转率、应收账款周转率等营运指标，公司与 Ryohin Keikaku 相当，未有突出表现。

图 80: 2001~2018 财年 Nitori、Ryohin Keikaku 毛利率 (%) 与净利率 (%) 对比



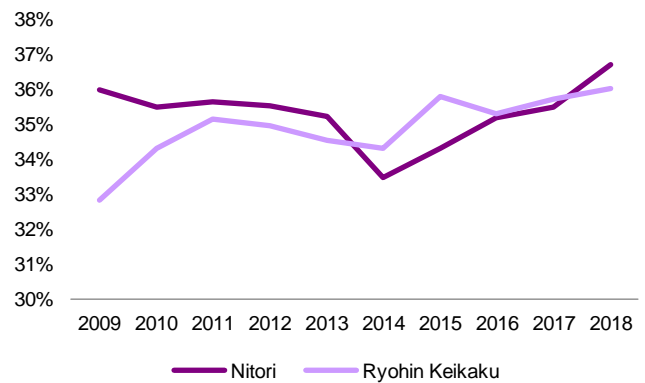
资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图 82: 2002~2018 财年 Nitori、Ryohin Keikaku 存货周转率 (次/年)



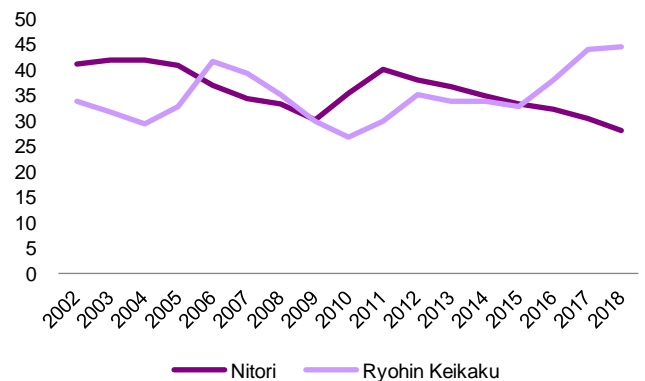
资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图 81: 2009~2018 财年 Nitori、Ryohin Keikaku 销售及一般行政费用率对比



资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图 83: 2002~2018 财年 Nitori、Ryohin Keikaku 应收账款周转率 (次/年)



资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

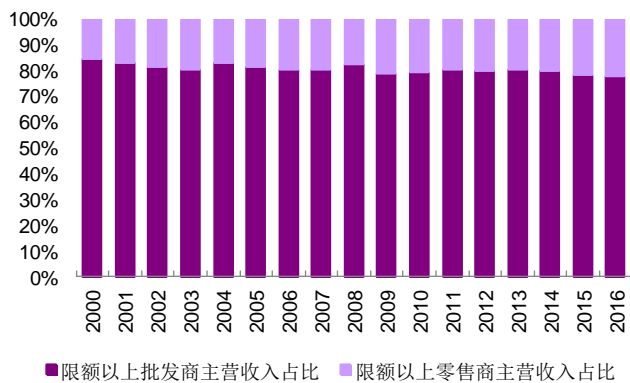
### 4.3、启示: 我国家居品牌崛起仍需时日

当前随着我国经济的发展,一二线城市对家居产品整体化消费需求初现,而在三四五线城市消费仍停留在品牌化升级过程、整体化消费需求仍有待挖掘。

同时我国线下零售实体行业发展仍较为落后,销售层级较多,尤其对于覆盖广大的三四五线城市市场而言,在短期内经销模式仍是较为有效的抢占市场份额的一种手段。

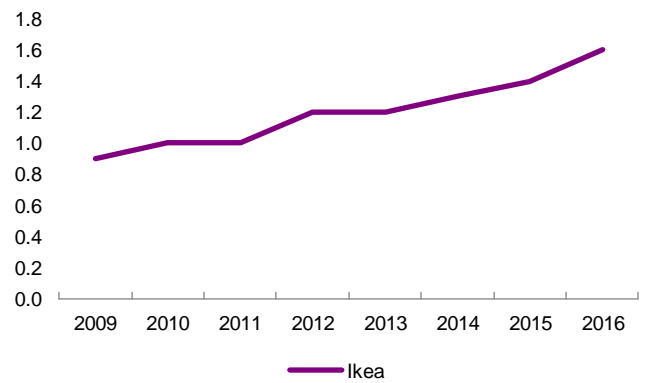
我们也看到国际家居龙头 Ikea、本土家居零售商红星美凯龙、全屋家居定制商好莱客等均布局一二线城市市场,以及部分电商深入供应链管理推出少量家居产品,如网易严选等。我国家纺龙头罗莱生活、富安娜、梦洁股份等纷纷延伸拓展家居、家具、家居服务等领域,扩大经营范围。

图 84：我国限额以上批发、零售商主营收入占比



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 85：Ikea 在中国家纺市场中的市占率 (%)



资料来源：Wind、光大证券研究所

综上，我国经济发展水平提高背景下部分消费人群整体化家居需求已显现，零售行业发展水平总体较为落后、但部分新零售模式已显现提高零售渠道效率，部分富有创新精神的企业家拓展家居领域，仍处于早期阶段，我国市场广阔、零售区域分割且较为复杂，未来品牌发展壮大仍需时日。因此短期及中长期看，我国专业家纺龙头受到家居零售品牌的竞争仍较小、尤其是在家纺/家居品牌化消费才刚刚萌芽、同时零售业落后的广袤的三四线城市。

## 5、相关标的分析

### 5.1、行业复苏、龙头受益

我们认为目前国内家纺行业处于调整到位后的复苏阶段，且家纺耐用品属性更强、复苏弹性高于服装，同时长期来看对比国外发达国家、我国人均家纺消费和龙头份额仍有提升空间。

4 家 A 股上市家纺公司罗莱生活、富安娜、水星家纺、梦洁股份均为行业龙头，将受益于行业短期回暖和长期发展空间。在当前行业回暖拐点期，我们认为龙头受益幅度更大。

因此按照业务体量、加盟比例从高到低、电商业务比例从高到低、产品风格与定位、费用率高的公司带来业绩弹性多个角度进行考察和比较，受益标的为罗莱生活、水星家纺、富安娜、梦洁股份等。

综合对比来看，本轮家纺回暖均惠及上述家纺龙头，而回暖时点、回暖力度、回暖贡献主要来源受到公司销售模式、运营模式等不同而有所差异。本轮回暖中线上线下均有贡献，其中罗莱生活、水星家纺、富安娜等 17 年线上贡献较为突出，主要为其电商运营能力较为出色；本轮回暖中提价因素亦有贡献，其中罗莱生活、水星家纺、富安娜等已经有所体现。

盈利能力方面，主要受到销售模式不同影响，各家公司毛利率略有不同，总体上富安娜直营占比较高同时控费能力较为出色，在同业中净利率最高，水星家纺采用线下重加盟模式因而毛利率较低，但近年毛利率较高的电商渠

道快速发展占比提升、拉动公司盈利性改善、叠加控费能力较强、净利率表现较优。

营运能力方面，罗莱生活作为行业龙头、存货周转率处于同业领先水平。

表 14：主要家纺上市公司对比分析

指标		罗莱生活	富安娜	水星家纺	梦洁股份
规模与模式	收入规模	大	大	大	中大
	收入弹性	大	中	中大	中大
	加盟业务比例	高	中	高	中
	电商业务比例	中高	中高	高	低
	电商收入增速	中高	中高	高	中
	定位与产品风格	广	小众	广	广
费用与盈利	研发费用占收入比重	中	低	高	高
	控费能力	中	强	强	弱
	净利率	中	高	中	中
营运	存货周转率	高	中	中	低

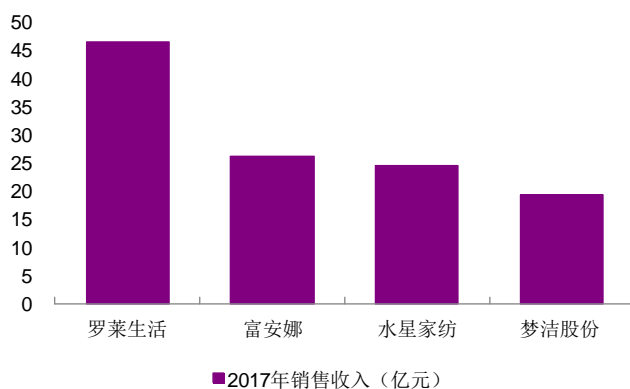
资料来源：光大证券研究所

#### ➤ 规模与模式对比

从规模上看，罗莱生活处于绝对龙头地位，2017 年收入规模 40 多亿元，而富安娜、水星家纺等收入规模在 20 亿元左右，梦洁股份收入在 10 多亿元规模。此外，上述家纺公司产品品类上较为相近、均以套件类、芯被类产品为主。

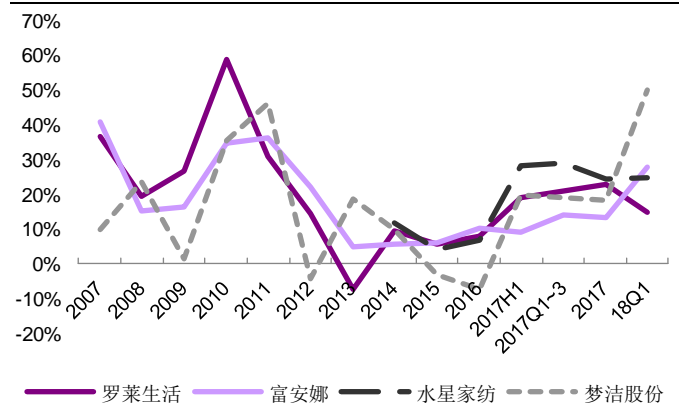
从收入弹性来看，富安娜由于直营比例较高、同时产品风格较为小众、客户粘性较大，在行业进入调整或是复苏时期，收入相对其他家纺公司更稳定。

图 86：家纺公司收入规模对比（亿元）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 87：家纺公司家纺主业收入弹性对比

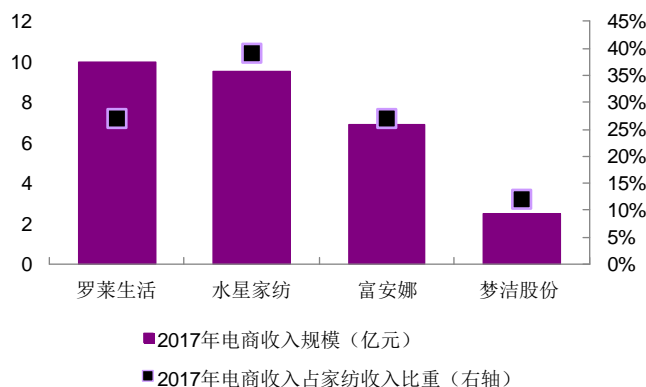


资料来源：Wind、光大证券研究所

从模式来看，多数家纺公司线下以加盟为主，其中罗莱生活、水星家纺等加盟占比较高，富安娜及梦洁股份居后；线上拓展方面，水星家纺表现出、电商收入占比（2017 年占比 39%）及近年复合增速亦居于同业最高水平（13~17 年复合增速 44%）。

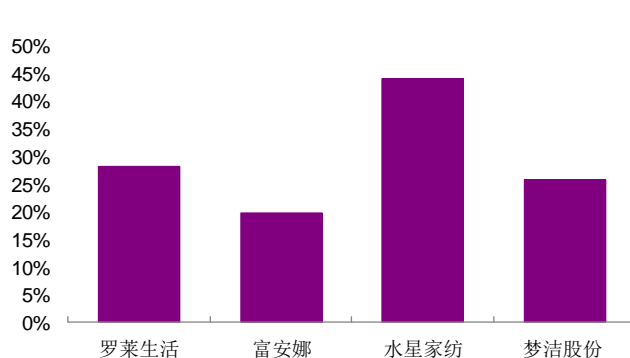


图 88：家纺公司电商收入规模及占比对比（亿元）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 89：2013~2017 年家纺公司电商收入复合增速对比



资料来源：Wind、光大证券研究所

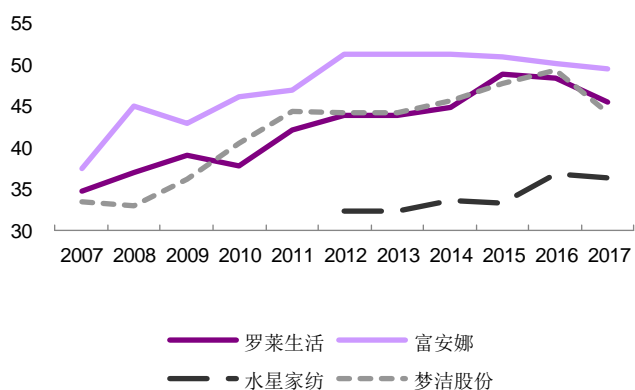
### 盈利能力和对比

毛利率方面，纵向对比来看，在行业高速增长期间（2012 年以前），该时期一大特征为量价齐升，因此多数家纺公司毛利率呈现上升趋势，而当行业进入调整阶段、家纺公司毛利率提升速度放缓，该时期毛利率提升动力主要来自于拓展毛利率更高的直营（如罗莱生活、梦洁股份等）/电商渠道（如水星家纺）。

横向对比来看，由于富安娜直营占比较高、毛利率亦居于同业较高水平，而水星家纺定位略低、以加盟为主（收入占比约 60%左右）、毛利率低于同业。

费用率分析：大部分家纺公司费用率呈现上升趋势，而富安娜对比同业表现出较强的控费能力、稳中有降，水星家纺次之、费用率总体保持平稳态势。

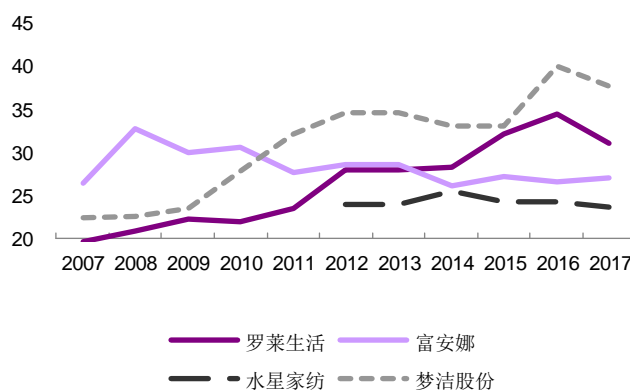
图 90：家纺公司毛利率对比（%）



资料来源：Wind、光大证券研究所

注：罗莱生活、富安娜毛利率为剔除家具业务的毛利率。

图 91：家纺公司期间费用率对比（%）



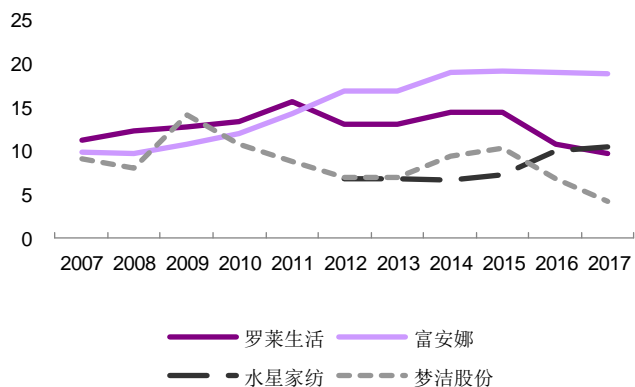
资料来源：Wind、光大证券研究所

净利率分析，富安娜获益较强的控费能力、净利率表现突出、呈现上升态势且近年居于同业较高水平；罗莱生活受累费用率上升、净利率略有下降；

水星家纺获益毛利率提升、费用率较为平稳净利率呈现上升态势；梦洁股份净利率略有波动、处于同业较低水平。

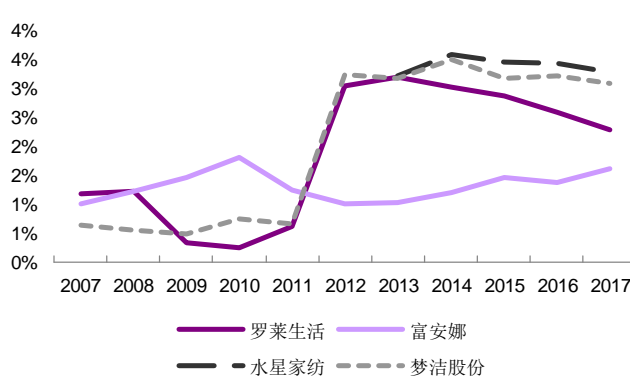
研发费用分析，行业进入调整期后、竞争加剧，大部分家纺龙头纷纷加大研发力度、研发费用占比迅速提升。

图 92：家纺公司净利率（%）对比



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 93：家纺公司研发费用率对比



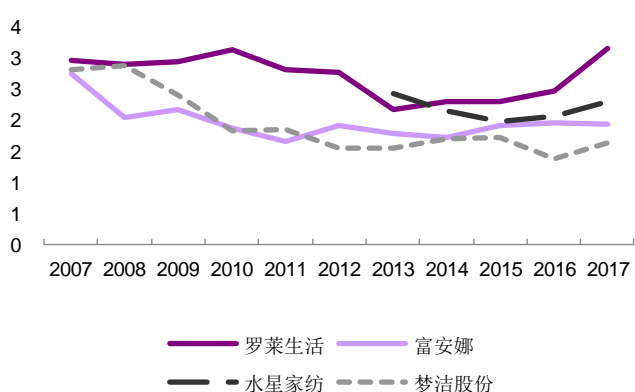
资料来源：Wind、光大证券研究所

➤ 营运能力与经营性现金流

从历史数据来看，在行业调整期间，大部分家纺公司存货周转率有所放缓，进入 2017 年行业多年调整逐步到位，家纺公司存货周转率已有回升。

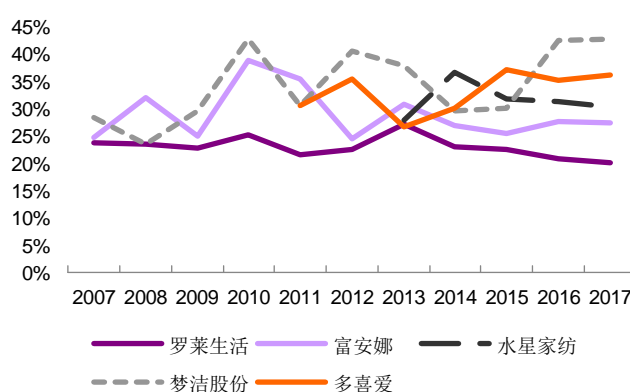
罗莱生活作为家纺龙头运营能力表现出色，存货周转优于同业，水星家纺、富安娜、梦洁股份依次降低。

图 94：家纺公司存货周转率对比



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 95：家纺公司存货收入比对比



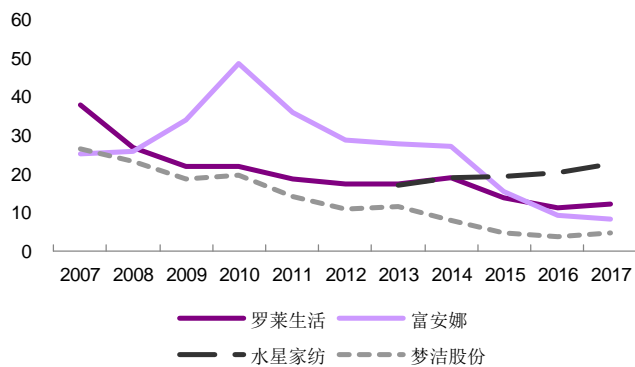
资料来源：Wind、光大证券研究所

\*存货收入比=年末存货/当年收入总体\*100%

应收账款周转率方面，纵向对比来看，行业总体应收账款周转速度在变慢，2017 年行业回暖，大部分家纺公司应收账款周转率小幅提升，行业呈现良性回暖态势。

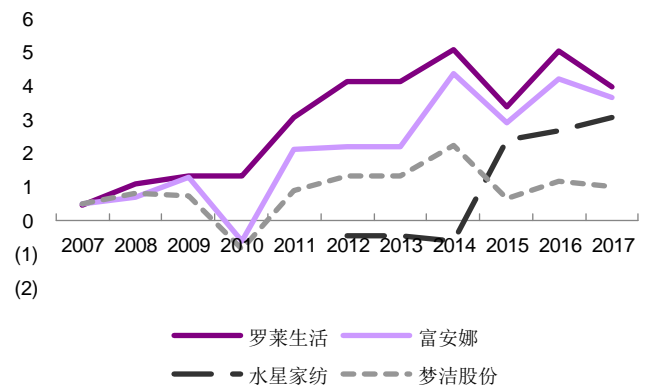
现金流方面，总体上、现金流充沛程度与收入水平高低正相关，随着收入规模的扩大，家纺公司经营性现金流逐步充沛，横向对比看、罗莱生活现金流最多。

图 96：家纺公司应收账款周转率对比



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 97：家纺公司经营经营性现金流量净额 (亿元)



资料来源：Wind、光大证券研究所

## 5.2、罗莱生活：家纺龙头线上线下全面复苏

公司为我国家纺龙头、位居华东，2016 年市占率为 2.2%、排名第一。公司通过自主创立和代理运营多个不同定位的家纺品牌，包括主品牌定位中高端的“罗莱”以及“罗莱儿童”、高端品牌“廊湾”以及代理意大利 YOLANNA /ZUCCHI /Millefiori /SHERIDAN 等多个国外高端品牌、大众定位的电商品牌 LOVO 乐优家等，在同业中品牌数量最多、定位最为广泛。

公司销售以线下为主，2017 年线上收入占比接近 30%。线下业务方面，截至 2017 年末公司共有店铺 2663 家（高峰时期 2013 年曾达 2849 家），公司销售模式以加盟店为主，直营店：加盟店数量占比约为 2:8。线上业务方面，公司主要销售电商品牌 LOVO（另有少量罗莱、罗莱儿童等品牌），连续多年位居双十一全网销售第一名。

公司 2007~2011 年处于高速发展期，期间收入、归母净利润复合增速分别为 29.25%、35.02%；2012 年受行业总体调整影响业绩增长放缓，进入调整阶段，2012~2016 年收入、归母净利润复合增速分别为 3.71%、-4.54%；2017 年以来公司家纺业务出现好转，扣除 LEXINGTON 并表因素之后家纺主业收入同比增长 23%左右，较 16 年同期的 8.11%回升明显。增长来源方面，17 年公司线上线下增长均有好转，线上增长 40%以上，线下收入同比增 17~18%，其中外延增 9%、同店增长 8%、显示外延内生均有贡献。

进入 18H1 公司家纺主业收入 18.08 亿元、同比增 13%，对比去年同期 19%的增速及 2017 年全年的 22.77%的增速均有所放缓。其中，线上增速放缓至高双位数，主要受到去年高基数及 18H1 电商平台流量增长放缓等影响；线下渠道同比增 10%左右，较 17 年全年有所放缓，主要受到订货会政策修改、发货频次增加致发货的集中性下降、部分收入延后确认以及零售淡季等影响，其中 18Q1、18Q2 增速相差不多。

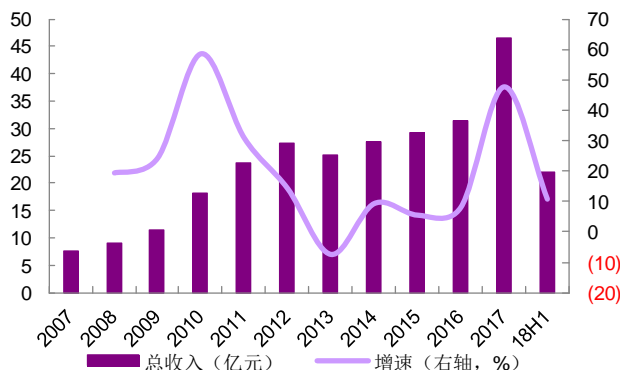
外延方面，公司重启开店周期，17 年外延增长 9%、我们预计 18 年该增速亦将持续（净增 200 家左右门店）。

另外，公司 2015 年战略转型“家居生活一站式”供应商，以“产业+资本”战略推进大家居转型；2015 年 12 月公司名称由罗莱家纺变更为罗莱生活。公司在大家居转型层面的举措主要包括：产品方面将产品阵容扩展至卧室用品、卫浴用品、餐厨用品、客厅用品、生活家居、软装家居等六大类，先后收购日本毛巾品牌内野中国销售公司 60% 股份，美国家具公司 LEXINGTON 100% 股权，投资迅驰时尚、影觅、优集品等项目；渠道方面推动传统家纺门店向“大家纺小家居”方向升级、试水全品类家居馆、探索新模式。2017 年家居转型中收购的标的 LEXINGTON 并表对公司业绩增厚明显。

2017 年 8 月 15 日，公司拟以 11.84 元/股非公开发行不超 6166 万股、募集不超过 7.3 亿元投向家居生活馆及供应链体系优化项目获得证监会批文，其中大股东及九鼎系拟各自认购发行股份的 50%；2018 年 2 月 9 日公告本次募投项目资金总额由 7.3 亿元调减为 4.55 亿，其中全渠道家居 O2O 运营体系建设拟投入 4.8 亿元调减至 2.05 亿元，用于增资项目实施主体全资子公司上海罗莱家居，不足部分由公司自筹解决；该定增股份已发行完毕、并于 2018 年 2 月 7 日上市、实际发行价格 11.84 元/股、募集资金净额 4.55 亿元。

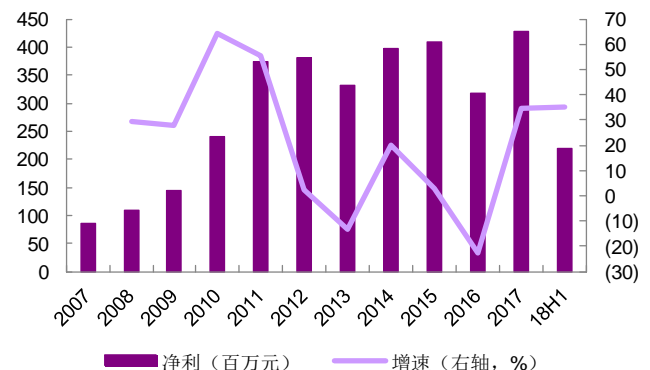
**风险提示：**终端销售疲软；电商平台竞争风险致电商销售增长放缓；加盟占比高使得经营调整较为缓慢；家居转型推进效果不及预期；费用持续高企。

图 98：2007~18H1 罗莱生活营收及增速



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 99：2007~18H1 罗莱生活净利及增速



资料来源：Wind、光大证券研究所

表 15：罗莱生活盈利预测与估值

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	3,152.22	4,661.85	5,303.62	5,996.17	6,744.84
营业收入增长率	8.11%	47.89%	13.77%	13.06%	12.49%
净利润 (百万元)	317.30	427.88	554.34	652.37	765.21
净利润增长率	-22.63%	34.85%	29.56%	17.68%	17.30%
EPS (元)	0.43	0.57	0.74	0.88	1.03
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.58%	14.24%	14.65%	15.73%	16.72%
P/E	27	20	15	13	11
P/B	3.1	2.8	2.2	2.0	1.8

资料来源：Wind、光大证券研究所纺织服装团队

注：股价为 2018 年 8 月 29 日收盘价

### 5.3、水星家纺：定位中档、深耕家纺主业

公司家纺产品定位中档，拥有“水星”、“百丽丝”两大家纺品牌（以水星品牌为主）。2016年在我国家纺行业市占率1.7%、排名第三。公司战略深耕家纺主业、巩固优势地位。

公司线下以加盟模式为主，线上占比较其他家纺龙头较高，2017年线上、线下收入占比分别为约40%、约60%，线下以加盟为主，加盟收入占比线下收入约为90%左右。

公司注重产品研发与品牌宣传，研发费用、广告宣传费用等占收入比重均高于同业，打造产品优势及品牌知名度，助力线下加盟模式渠道拓展、实现市场的广泛覆盖；公司销售优势区域为华东、华北、西南等，相对同业较为广泛。

2013~2016年公司收入与净利复合增速分别为7.53%、26.01%，总体保持较为快速发展，其中电商渠道复合增速42.45%，占比提升至32.75%，成业绩主要贡献者，由于电商毛利率高于其他渠道、随着电商收入占比提升、盈利增强、净利增速高于收入；线下方面，受到终端消费疲软、渠道变迁（购物中心及电商等）影响，公司近年线下渠道收入基本持平、增长缓慢，2013~2016年线下渠道收入复合增速为-0.11%。进入17年获益电商增长提速、线下渠道复苏，公司业绩增速改善显著。2017年公司收入、净利同比增24.53%、30.17%，其中线上、线下收入增速分别为39.12%、12.94%。

18H1公司总体延续回暖态势，收入与净利分别同比增16.53%、20.86%，其中线上、线下表现有所分化，收入分别同比增5%、20%+（其中同店增近20%）。其中线上18Q1增速较高、同比增25%，进入18Q2受去年高基数影响、多数家纺公司线上收入增速放缓，其中水星家纺受到影响最大、收入出现同比下滑；线下18Q1同比增20%以上，18Q2较18Q1略有放缓。

公司2017年11月发行新股6667万股、募集9.48亿投向生产基地及仓储物流信息化建设、线上线下融合及直营渠道项目、技术研发中心升级等。其中1.14亿元投资新建线上线下融合及直营渠道项目，该项目包含新建72家直营门店，建设期为3年，预计项目完成后将产生年收入6800万元、年净利润498.13万元。

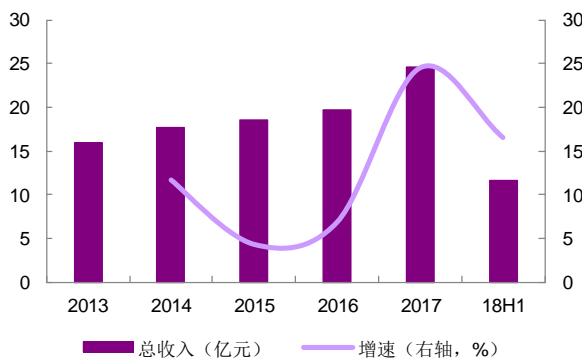
表 16：水星家纺 2017 年 IPO 募投项目之一：直营渠道项目建设计划

店铺类型	第一年	第二年	第三年	合计
旗舰店	1	0	0	1
主力店	6	6	4	16
社区店	5	9	11	25
专柜	12	9	9	30
合计	24	24	24	72

资料来源：水星家纺招股意向书、光大证券研究所

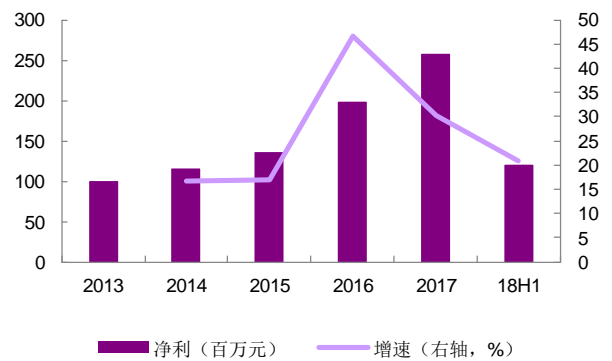
**风险提示：**终端销售疲软；线上增长挤占部分线下市场；线上增速放缓；线下加盟商管理不力出现损害品牌形象问题。

图 100：2013 年~18H1 公司收入及增速



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 101：2013 年~18H1 公司净利及增速



资料来源：Wind、光大证券研究所

表 17：水星家纺盈利预测与估值

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1,977.02	2,461.90	2,921.02	3,415.59	3,982.44
营业收入增长率	6.80%	24.53%	18.65%	16.93%	16.60%
净利润 (百万元)	197.70	257.35	310.70	371.97	446.29
净利润增长率	46.68%	30.17%	20.73%	19.72%	19.98%
EPS (元)	0.74	0.97	1.17	1.39	1.67
ROE (归属母公司) (摊薄)	22.21%	12.64%	14.04%	14.93%	15.79%
P/E	23	18	15	12	10
P/B	5.2	2.3	2.1	1.9	1.6

资料来源：Wind、光大证券研究所纺织服装团队

注：股价为 2018 年 8 月 29 日收盘价

## 5.4、富安娜：定位“艺术家纺”业绩表现较稳健

公司立足华南区域、定位艺术家纺，产品风格较为鲜明。公司主品牌富安娜定位中高端、为收入主要贡献来源，另外拥有高端品牌维莎、中端品牌馨而乐、中低端品牌圣之花以及儿童品牌酷奇智。

截止 18H1 公司终端渠道数量约 1500 多家，其中直营、加盟分别约 500 多、1000 多家。销售收入方面，直营店和电商占比较高。线下业务中，直营收入占比已经接近 50%；线上业务占比持续提升，目前占总收入比重在 30%左右。

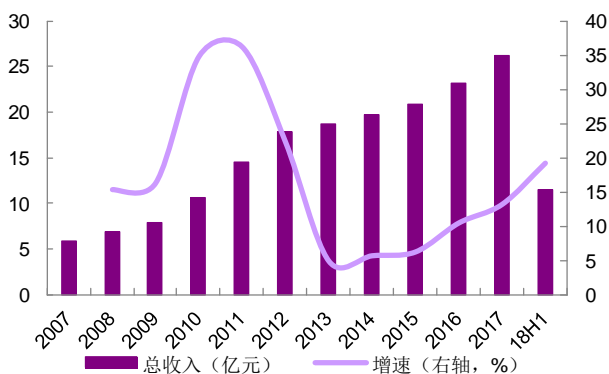
从发展历史来看，公司 2008~2012 年保持了收入双位数快速增长，2013 年随行业进入调整、但收入仍保持了个位数增长、且逐年缓慢提升，2016 年收入增长 10.46%重回双位数；净利润表现好于收入，2011 年及以前快速增长，2012~2014 年增速逐步放缓到 20%左右，2015~2016 年个位数增长（但略高于收入增速）系家居转型投入加大所致。从公司业绩表现来看，收入端虽然在调整期有所放缓、但持续增长、波动小于其他公司，受益于其定位“艺术家纺”的风格客群相对小众而稳定。2017 年公司收入、归母净利润分别增长 13.18%、12.40%，较 2016 年均略有提速，分别提升 2.71PCT、2.98PCT。增长来源方面，2017 年公司电商业务增长较快、同比增 38%，线下业务在四季度出现好转、全年增速为 3%。

18H1 公司家纺主业收入同比增 19%、较 2017 年全年同比增 10.75% 提速、回暖力度加强，其中主要为线下加速回暖、线上受去年高基数影响有所放缓，18H1 线上、线下收入同比增 22.51%、18% 左右（2017 年分别同比增 38%、约 3%）。分季度看，18Q1 线上、线下收入增速分别为约 33%、25% 左右，18Q2 线上、线下增速均较 18Q1 放缓。

2015 年公司提出向“艺术化全屋定制的家居生活解决方案提供商”转型，2016 年全屋艺术美家配置战略正式推进，“富安娜美家”品牌正式推出市场，目前已开设 2 家位于深圳的美家大型直营旗舰店、拟近期拓展至 20 家，同时招商加盟工作也已经启动。2017 年 5 月公司开始拓展服装业务。

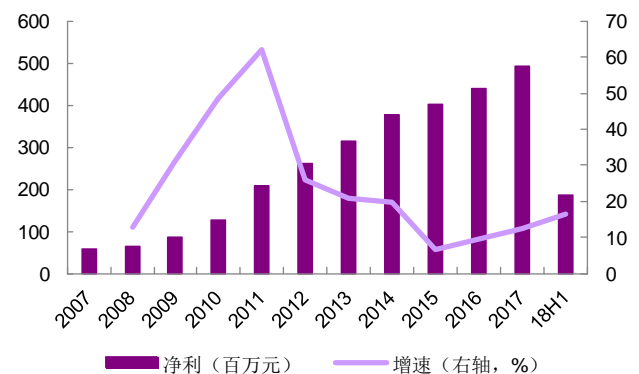
**风险提示：**终端销售疲软；电商平台竞争风险致电商销售增长放缓；家居转型推进效果不及预期；家居业务投入较大、费用持续高企。

图 102：2007~18H1 富安娜营收及增速



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 103：2007~18H1 富安娜净利及增速



资料来源：Wind、光大证券研究所

表 18：富安娜盈利预测与估值

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2,311.58	2,616.21	3,075.85	3,586.23	4,042.74
营业收入增长率	10.46%	13.18%	17.57%	16.59%	12.73%
净利润 (百万元)	439.02	493.47	591.91	692.54	782.07
净利润增长率	9.42%	12.40%	19.95%	17.00%	12.93%
EPS (元)	0.50	0.57	0.68	0.79	0.90
ROE (归属母公司) (摊薄)	16.50%	15.71%	16.84%	17.18%	16.98%
P/E	16	15	12	10	9
P/B	2.7	2.3	2.1	1.8	1.6

资料来源：Wind、光大证券研究所纺织服装团队

注：股价为 2018 年 8 月 29 日收盘价

## 5.5、梦洁股份：线下回暖较为突出

公司地处华中地区，旗下拥有“梦洁”、高端定位的“寐”、率先同业推出的儿童品牌“梦洁宝贝”、倡导环保评价的“平实美学”、网购品牌“觅”等家纺品牌，另外 2016 年公司设立家居品牌“本舍”。

2017 年末公司拥有销售渠道 3000 家左右。公司业务以线下为主、线上收入占比在低双位数；线下业务以加盟为主，其中加盟占线下收入比重在 60%左右，直营占比 40%左右。

历史业绩方面，公司 2008~2011 年保持 20%以上的收入高速增长，2012 年以来业绩出现波动，甚至出现下滑；归母净利润较收入波动更大。2017 年以来大方睡眠并表对业绩有一定增厚，扣除后 17 年家纺主业收入增长约 18%，显示收入端出现改善。增长来源方面，由于公司线上增速较高但占比小、总体来看影响不大，收入回暖主要来自于线下，外延和同店增长对主业增长均有贡献。

进入 18Q1 公司收入与净利分别同比增 46.54%、40.85%，其中家纺主业增速预计在 50%左右，主要因为一方面家纺零售好转态势延续，另一方面公司去年新开店在今年开始贡献且店铺质量较高、效益释放。

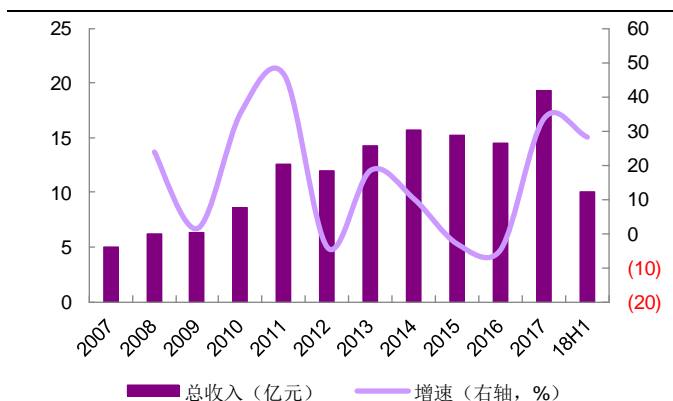
18H1 家纺主业收入 9.04 亿元、同比增 37%、较去年同期及 2017 年全年均提速，分渠道来看，公司家纺业务以线下为主，线上收入占比在个位数、18H1 处于战略调整阶段、收入略增；18H1 主要由线下渠道拉动、其中同店贡献为主，主要获益大店和家居服务等战略布局显效下单店质量提升。分季度来看，18Q1、Q2 家纺主业收入分别同比增 50%、30%左右，与同业类似、公司 18Q2 家纺业务收入增速有所放缓，主要为 18Q2 为传统淡季及去年高基数等所致。

家居转型方面，公司战略定位于“受人尊敬的为高品质家居生活服务的品牌商”，延伸家居生活服务，与其他家纺公司战略定位略有不同，利用现有家纺客户拓展家居服务，成立大管家、星生活等家居服务子公司，16 年新增服务终端 130 余家。另外，2016 年公司以现金 1.6 亿元收购大方睡眠 51% 股权，16 年 11 月开始并表。

2018 年 1 月 11 日，公司以 7.48 元/股完成非公开发行 7624 万股、募集 5.70 亿元投向智慧工厂项目（被芯、枕芯、床垫等工厂）以 O2O 营销平台项目（包括门店及大管家服务、O2O 云数据项目）。

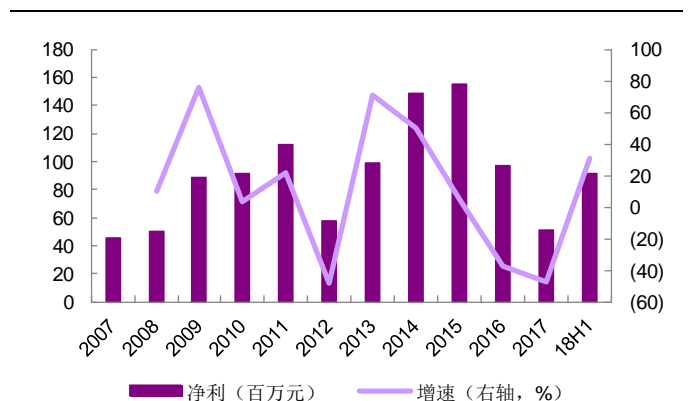
**风险提示：**终端销售疲软；电商平台竞争风险致电商销售增长放缓；家居转型推进效果不及预期；费用持续高企。

图 104：2007~18H1 梦洁股份营收及增速



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 105：2007~18H1 梦洁股份净利及增速



资料来源：Wind、光大证券研究所



表 19：梦洁股份盈利预测与估值

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,446.59	1,933.92	2,349.89	2,787.55	3,233.38
营业收入增长率	-4.67%	33.69%	21.51%	18.63%	15.99%
净利润（百万元）	97.27	51.26	146.02	194.79	242.82
净利润增长率	-37.38%	-47.30%	184.84%	33.40%	24.65%
EPS（元）	0.12	0.07	0.19	0.25	0.31
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.76%	2.58%	7.00%	8.96%	10.64%
P/E	38	72	25	19	15
P/B	2.6	1.9	1.8	1.7	1.6

资料来源：Wind、光大证券研究所纺织服装团队

注：股价为 2018 年 8 月 29 日收盘价

## 6、风险分析

### ➤ 行业调整出现往复、复苏不及预期

本轮家纺回暖获益终端消费改善、三四线城市消费升级、行业多年调整逐步到位；若未来宏观经济增速放缓，终端消费需求再陷疲软，三四线城市消费升级不及预期，行业公司经营不善，渠道、库存等问题出现往复，将使本轮家纺复苏力度和持续性受到影响。

### ➤ 国外品牌布局中国市场、行业竞争加剧

当前我国家纺以本土龙头为主，未来随着国际家纺/家居品牌布局中国市场，行业竞争将加剧、我国家纺龙头若不能持续保持竞争优势，市场份额将被分散。

### ➤ 电商平台竞争加剧、叠加高基数等作用下公司电商收入增速放缓

2017 年家纺公司主业收入回暖，其中电商渠道表现靓丽，未来随着新型电商平台的出现、线上流量进一步去中心化，同时在高基数作用下，公司电商渠道收入增速或放缓。

## 附录 1: 美国家纺龙头企业发展历程

市场排名	公司	创立年份	主要产品	公司发展历史
1	Springs industries	1888	床上用品、床单、被子、床垫、枕头	<p>1887 年, Springs 家族在南卡罗来纳州创立了 Fort Mill 制造公司, 并在 1888 年开设了第一家工厂;</p> <p>1895 年, Leroy Springs 在南卡罗来纳洲建立了兰开斯特棉纺厂, 该工厂在 1939 年发展为世界上最大的印花布工厂;</p> <p>1966 年, Springs 在美国上市;</p> <p>1985 年, Springs 宣布以 2 亿 6500 万美元收购 M. Lowenstein, 这笔当时纺织行业最大的并购案使得 Springs 成为了美国第三大纺织公司;</p> <p>1988 年, Springs 成为南卡罗来纳州最大的工业公司, 拥有 17 亿美元的销售额以及 23500 名员工, 并在六个国家建立了 39 个工厂;</p> <p>2001 年, Springs 宣布与巴西的 Coteminas 合并, 成立 Springs Global, 并将公司私有化;</p> <p>2005 年, Springs 宣布其家居业务将与 Coteminas 合并, 而 Springs 继续负责 Springmaid 和 wamsutta 的生产;</p> <p>2007 年, Springs Global 在巴西上市;</p> <p>2009 年, Springs Global 通过收购 MMartan 进入巴西零售市场。</p>
2	WestPoint Stevens	1813	毛巾、床上用品、床单、棉被、毛毯、床垫、枕头	<p>公司由三大纺织巨头合并而成, 即 J.P. Stevens 公司(1813, 马萨诸塞州)、Pepperell 制造公司(1851, 缅因州) 以及 West Point 制造公司 (1880, 格鲁吉亚)。</p> <p>1813 年, 史蒂文斯在马萨诸塞州创立了一个羊毛织品制造工厂;</p> <p>1851 年, 佩珀雷尔在缅因州成立 Pepperell 制造公司, 开始向向东方出口布匹;</p> <p>1880 年, Lafayette Lanier 和 Ward Crockett 创立 West Point 制造公司。</p> <p>1954 年, 在 Lanier 家族的有效管理下, West Point 发展迅速, 并拥有 12000 名员工, 年销售额超过 1.25 亿美元;</p> <p>1965 年 3 月, West Point 与当时的第四大上市纺织公司 Pepperell 合并, 成立 WestPoint Pepperell 公司;</p> <p>1988 年, 经过史蒂文斯家族三代人的发展, 已经成为全美第二大纺织品生产商的 J.P. Stevens 公司被 WestPoint Pepperell 收购;</p> <p>在收购完成后仅仅一年, WestPoint Pepperell 就成为了企业狙击手 William Farley 的收购目标, 在 1991 年 West Point Acquisition 公司最终寻求破产保护, 破产法院批准重整计划, Farley 的收购宣告失败;</p> <p>1993 年底, Valley Fashions 集团控制了 WestPoint Pepperell 公司, 并收购了 WestPoint Pepperell 剩余的 5% 股权, 通过再融资和合并它的几个子公司最终成立 WestPoint Stevens 公司;</p> <p>2001 年, 公司在国内的毛毯、床单、枕套和家用浴巾等细分市场均占据最大的市场份额, 并拥有 34 家制造工厂、16 个配送中心和 52 个销售点;</p> <p>在 20 世纪 90 年代末和 21 世纪初, 与大多数纺织公司一样, WestPoint Stevens 也面临着难以增加销售额和利润的问题, WestPoint Stevens 仅有 5% 的销售额来自美国境外、计划向全球扩张。</p>
3	Mohawk Industries	1875	地板、地毯	<p>1875 年, 威廉·沙特尔沃思和他的四个儿子抵达美国, 并在哈德逊山谷建立了一家地毯厂;</p> <p>1878 年, 威廉·沙特尔沃思的四个儿子搬到纽约阿姆斯特丹, 接管了一家空厂, 并于 1902 年在该工厂的基础上成立 Shuttleworth Brothers 公司;</p> <p>1920 年, 公司与 McCleary、Wallin 和 Crouse 合并, 将 Mohawk Carpet Mills 作为公司名称, 并成为全国唯一的织布工厂;</p> <p>1956 年, Mohawk Mills 与 Alexander Smith 合并成为 Mohasco Corporation;</p> <p>在随后的发展中, Mohasco 一直面临着新簇绒地毯业务的激烈竞争, 于是逐渐将制造业务南移至卡罗来纳州并最终留在格鲁吉亚;</p> <p>1963 年, 将其部分业务转向家具制造;</p> <p>1988 年, Mohasco 被 MHS Holdings 以收购, 地毯业务从 Mohasco 剥离出来, 形成 Mohawk Industries;</p> <p>1992 年, Mohawk 在纳斯达克证券交易所上市, 股票代码为“NMS”, 目前在纽约证券交易所上市, 股票代码为“MHK”;</p> <p>到 2016 年, Mohawk Industries 已经收购了 34 家公司, 并在 15 个国家建立了工厂。</p>

4	Pacific Coast Feather	1884	枕头、被子、床单、床垫	<p>1884 年, Joseph Hanauer 在德国斯图加特创办 Cannstatter 羽绒床品公司;</p> <p>1939 年, Hanauer 家族收购派赛菲特公司, 并一直控股直至其被收购;</p> <p>1972 年, 前任董事局主席 Jerry Hanauer 全面接手公司管理, 使公司步入新的时期。由于坚持使用高质量原材料, 同时遵循美国严苛质检标准, 旗下产品已经成为全球许多高端品牌酒店床品标准的代表, 超过 100 万个酒店房间正在使用公司旗下的产品;</p> <p>1994 年, 通过兼并 Universal 床上用品公司开始经营家居靠垫业务, 销售额超过三千万美元;</p> <p>1998 年, 通过兼并 Restful nights 开始经营床垫业务;</p> <p>2000 年, 通过兼并 Southern Quilters 进入时尚家居领域;</p> <p>2007 年, 派赛菲特开始其全球化发展战略, 目前在亚太区域的业务涉及大中国区(包括香港和澳门)、新加坡和印度;</p> <p>2011 年, 与 United Feather&amp;Down 公司合并;</p> <p>2017 年 6 月, Hollander Sleep 宣布收购公司。</p>
7	Hollander Home Fashions	1953	枕头、床垫、被子	<p>1953 年, Bernard Hollander 在新泽西成立了霍兰德家纺有限公司, 这个家族企业很快成为北美最大的枕头供应商。由于在枕头市场取得了巨大成果, Hollander 开始进入床垫、棉被、纤维床等细分市场;</p> <p>2013 年, Hollander 收购了路易斯维尔床上用品(1889), 并创建 Hollander Sleep 制造公司, 成为北美最大的床、枕头以及床垫制造商;</p> <p>2017 年, 宣布收购 Pacific Coast Feather。</p>
10	Franco Manufactory	1952	家纺	<p>1952 年, David E. Franco 和他的三个儿子在新泽西州成立了佛朗哥制造有限公司;</p> <p>如今, 公司已推出了第三代产品, 并且佛朗哥的产品可以在大型的大众市场零售商、专卖店、百货商店和在线商店中均可找到。</p>
11	Croscill	1946	床上用品、窗帘、枕头、卫浴	<p>公司从生产窗帘起家, 它起源于 1946 年 Croscill 开发了一种古老的 Priscilla 编制窗帘, 并取名 Croscilla;</p> <p>60 年代后期, 公司首次推出其盖被 Arsenic and Old Lace 系列, 并获得巨大成功;</p> <p>70 年代至 80 年代, 公司把家用纺织品推到了一个新高度, 形成了枕头、寝用品、台布、窗帘和装饰硬部件组成的“大配套”;</p> <p>80 年代后期, 公司开始推出兼具装饰性又具功能性的寝用配套产品;</p> <p>1993 年, 公司开始生产盥洗配套产品。</p>
12	CHF Corp.	1928	被褥、床单、毛巾、防水床垫	<p>CHF Industries 最初是一个由芝加哥金融家 Henry Crown 拼凑多个小型制造公司合并而成的纺织业集团;</p> <p>1979 年, 帷幔和床上用品的制造商 Aberdeen 制造公司收购了一部分 CHF Industries;</p> <p>1987 年, CHF Industries 收购了窗帘行业的 Joanna Western Mills, 浴室产品制造商 Jakson;</p> <p>1989 年, 公司在卡罗莱纳州拥有多家纺织厂, 并于将其总部设在夏洛特;</p> <p>20 世纪 80 年代后期, 公司总销售额超过 2.5 亿美元, 并拥有约 3500 名员工;</p> <p>1992 年, 通过收购 Chace Curtain 和 Roomaker 来支持 Aberdeen 和 Cameo Interiors United Merchants &amp; Manufacturers Inc. 的产品系列;</p> <p>1993 年, 收购了申请破产的 Reflections Fine Bedding Attire;</p> <p>1995 年, 被纽约的投资集团 21 Holdings 收购, 随后将 Joanna 部门出售给 Newell 集团;</p> <p>1997 年, 在 Joan Karron 的领导下, 公司的组织架构调整为以消费者为中心, 并增加了更复杂的产品, 而随着窗帘业务的衰减, 床上用品和浴室用品的运营大大增加了;</p> <p>2002 年, 与加利福尼亚州的 Ocean Pacific Apparel Corporation 签订了协议, 建立两条生产线, 即针对 12~24 岁人群市场的 Op Home 和针对成人市场的 Ocean Pacific Home;</p> <p>2004 年, 在加拿大设计公司 Umbra 的许可下推出了一系列高档家用纺织品。</p>
14	Louisville Bedding	1889	床、床垫、被子、泡沫	<p>1889 年, 路易斯维尔床上用品公司通过生产床垫用品迅速发展起来, 并将业务逐渐扩展到纤维床、乳胶泡沫、聚氨酯泡沫、记忆泡沫枕头、被子和床;</p> <p>随着时间的推移, 公司在全球建立了包括美国、加拿大和中国在内的 8 个制造和分销点, 并成为世界上最大的床垫生产商;</p> <p>但是近年来, 由于经济形势严峻、国际竞争加剧、原材料价格上涨, 公司陷入了困境, 于 2013 年被 Hollander 收购。</p>
15	Dan River	1882	家纺	<p>1882 年 7 月 27 日, 在内战结束后, 美国纺织厂向南移动, 六名商人看到了中间蕴藏的商机, 于是租用了一家名为 The Riverside Cotton Mills 的股份公司;</p> <p>1890 年, 濒临破产的 Morotock 制造公司于与 Riverside 合并;</p> <p>从 1884 年到 1899 年, Riverside Mills 作为廉价的南部格子布制造商, 产量增加了 16 倍, 并通过借</p>

			<p>贷、股票发行和再投资为其快速扩张提供了资金支持；</p> <p>1891 年，Dan River Power &amp; Manufacturing 扩大了上游工厂，并将工厂迁到了城市范围之外，而 Riverside 成为了 Dan River Power 的股东；</p> <p>1896 年，公司完成了 7 号工厂的建立；</p> <p>1909 年，Riverside 和 Dan River Cotton Mills 两家公司合并；</p> <p>从 1909 年到 1920 年，销售额从 250 万美元增长到 3060 万美元，整整增长了 12 倍，并在 1921 年两个股票融资了第 377 万美元投资建设 8 号工厂；</p> <p>1930 年至 1932 年大萧条期间，公司的销售额急剧下降，1932 年降至 980 万美元；</p> <p>1939 年至 1945 年，在第二次世界大战期间，公司为制服提供面料使得销售额暴增，1945 年达到了 5393 万美元，雇用了超过 14,000 名工人；</p> <p>1946 年，公司更名为 Dan River Mills Inc.，到 1949 年，在丹维尔生产的所有面料中，有一半的标签、或包装纸的标识为 Dan River Mills；</p> <p>20 世纪 50 年代至 60 年代，公司开始在整个南方购买较小的竞争对手；</p> <p>1955 年，在纽约证券交易所上市；</p> <p>1959 年，销售额达到创纪录的 1.777 亿美元；</p> <p>1964 年，收购了格鲁吉亚的 Kingston Mills，1965 年收购了南卡罗来纳州的 Wunda Weve Carpet，1969 年收购了乔治亚州的 Crystal Springs Textiles Inc. (1976 年出售) 和北卡罗来纳州的 Morganton Hosiery Mills Inc. (1983 年出售)；</p> <p>公司巨大的价值吸引了企业掠夺者 Carl Icahn，他于 1982 年开始购买丹河股票，直至 Joe Lanier Jr.、Richard L. Williams 和 Barry F. Shea 于 1989 年 11 月买下 Dan River，这场恶意收购才宣告结束；</p> <p>1997 年 11 月 20 日，公司以超过 5 亿美元的价格在纽约证券交易所重新上市，每股 15 美元；</p> <p>2000 年之后，公司财务不断恶化，并背负巨额债务；</p> <p>2004 年 1 月，因每股价格不超过 1 美元而被资料来源：纽约证券交易所除名，3 月申请破产保护。</p>
--	--	--	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

资料来源：美国《今日纺织》杂志、各公司官网、光大证券研究所

注：市场排名数据为据美国《今日家纺》披露的 2007 年美国家纺市场分公司市占率排名。

## 附录 2：美国百年家纺公司 Springs Industries 的兴与衰

美国百年专业家纺公司 Springs industries 起家于棉纺织品生产。据维基百科，在美国床单市场份额一度占比 25%（1985 年）。2003 年公司是美国第一大家纺品牌商，2011 年市场地位下滑至第六名、同期零售规模也从 24 亿美元下滑至 3.10 亿美元。

### ➤ 公司的发展历程伴随着美国纺织行业的兴衰

1) 公司创立于 1887 年，主营棉纺织面料生产，当时棉纺织生产在美国南部兴起、成为南部重要经济支柱。公司起初共有 200 台织布机、日产 8000 码布。1920s 公司持续兼并相关联棉纺织工厂、产能持续扩张，进入 1930s 公司共有 6 家工厂、5000 名员工，并且产能持续扩张及更新；在第二次世界大战期间公司所有产能转向制造军需用品；随着战争的结束，公司开始推出自主品牌、销售家纺产品，1940s 公司主品牌 Springmaids 推出。

2) 至 60 年代，公司员工人数一度达 13000 名，成为全美第七大纺织制造工厂。同期公司不断扩充家纺产品线，例如 1965 年拓展地毯产能、1968 年拓展针织产能。

3) 80 年代公司通过外延并购实现行业整合、加速业务扩张。但进入 90 年代，随着来自新兴纺织制造国家竞争逐渐激烈、美国本土制造优势逐步丧失，公司开始持续关停/改造产能，最终于 2007 年关停全部在美产能。

表 20: 美国百年家纺品牌 Springmaid 母公司 Springs Industries 发展历程

年份	大事
1888	公司创始人与他人合资成立 Fort 制造公司, 主要生产棉纺面料
1890s	创始人女婿收购了 Fort 制造公司, 与自己的公司合并, 此后其不断收购其他纺织工厂
1940s	公司推出 Springmaid 品牌销售床单产品
1959	公司收入规模达 1.69 亿美元, 成为美国第七大纺织公司
1966	销售公司与生产工厂合并为 Springs Mills 有限公司, 并于同年上市
1979	2890 万美元收购家纺制造商 Lawtex 工业有限公司、3850 万美元收购窗帘制造商 Graber 工业有限公司
1982	公司更名为 Springs 工业有限公司
1985	公司 2.65 亿美元收购 M. Lowenstein 公司并获得了 Wamsutta 品牌、从而进入高档床上用品及工业纺织品市场 本次收购完成后, 公司成为了美国上市的第三大纺织品公司、供应美国 25% 床单市场份额的供应商
1980s	由于服装用纺织品来自国外竞争日趋激烈, 公司通过外延并购加强工业纺织品业务及家纺业务, 弱化服装用纺织品制造, 至 1990 年公司非工业用纺织品业务收入占比由 1980 年的 52% 下降至 26%, 其中一半面料销售给美国服装制造商
1988	6000 万收购玻纤制造商 Merchants & Manufacturers 公司
1989	3500 万收购百叶窗制造商 Carey-McFall 公司
1990s	公司启动业务重组计划, 关闭/改造现有的产能
	公司开始拓展加拿大市场, 并且迅速成为加拿大床单及枕头的第一大供应商
	随着技术的升级及生产的外包, 公司关闭部分自有产能
1997	收购美国枕芯、被芯、床垫的制造商及分销商 American Fiber Industries, LLC 50% 股权
1998	公司出售 Rock Hill 印染及整理工厂
1999	1500 万美元收购美国枕芯、被芯、床垫的制造商及分销商 American Fiber Industries, LLC 剩余的 50% 股权; 收购美国卫浴用纺织品、地毯制造商 Regal Rugs, Inc, 其产品主要批发给百货及专卖店、连锁商超、大型采购/分销商。
2005	公司与巴西公司 Coteminas 合并成立 Springs Global, 通过将产能转移至巴西从而降低生产成本
2007	公司在美国产能正式全部关闭, 只有部分员工在物流中心工作

资料来源: encyclopedia.com、维基百科、光大证券研究所

### ➤ 业务概况: 战略聚焦家居领域, 外延并购丰富产品线, 以批发模式为主

公司在业务初期有两大业务, 其一为自有品牌家纺及家居产品的生产、品牌营销及销售, 其一为特殊面料(服装、功能等)的生产与销售, 主要销售给零售商或制造商。公司曾通过内生长及外延并购、逐步成长为美国家居领域的龙头企业, 竞争优势在于高度自动化的生产设备、品牌知名度以及研发实力。

公司战略聚焦家纺自有品牌业务。公司通过持续外延并购不断扩充公司家居产品线、寻求业绩的增长, 同时不断出售服装面料等特殊面料业务或相关生产设备, 至 1999 年公司彻底完成特殊面料业务的出售, 收入占比为 0%。

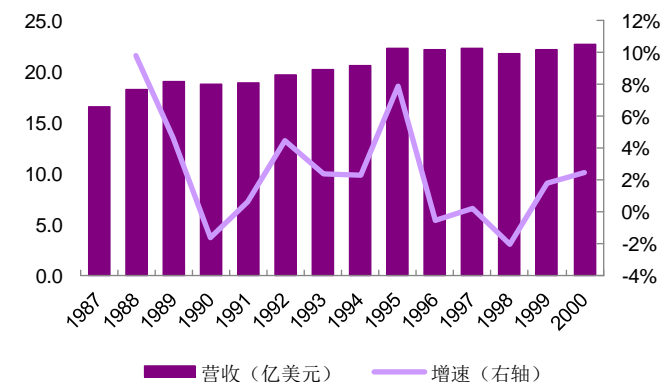
公司自有品牌有 Springmaid、Wamsutta、Performance、Regal、Dundee 等床上用品及卫浴用品品牌以及 Graber、Bali、Nanik、FashionPleat、Maestro、CrystalPleat、The Wabasso、Texmade 等窗户装饰用品品牌。此外公司部分家居业务还包括贴牌生产、销售给第三方零售商作为其自有品牌。

公司家居产品主要通过批发模式对接零售商, 如百货、专卖店、连锁商超、家居零售门店或是大型采购/分销商, 此外公司还有 57 家直营的欧特莱斯门店。其中公司来自前十大客户的收入占比约为 60%、其中第一大客户 Walmart 收入占比约为 20%。虽然公司客户群体广泛、但若失去部分重要客户将对公司业绩造成较大影响。

➤ 财务分析：家居业务拉动增长，批发模式下盈利弱、周转快

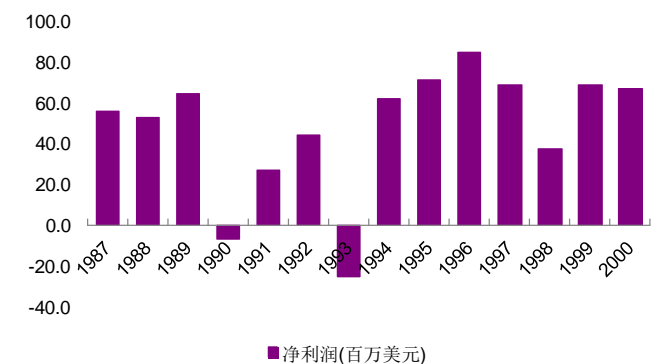
公司在上世纪 90 年代收入增长总体较为稳健，公司收入来源及增长贡献均主要为家居自有品牌业务。公司 2000 年收入、净利分别为 22.8 亿元、6710 万美元，1991~2000 年公司总收入复合增速为 2.08%、其中家居业务收入复合增速为 8.40%。

图 106: Springs Industries 营收及增速



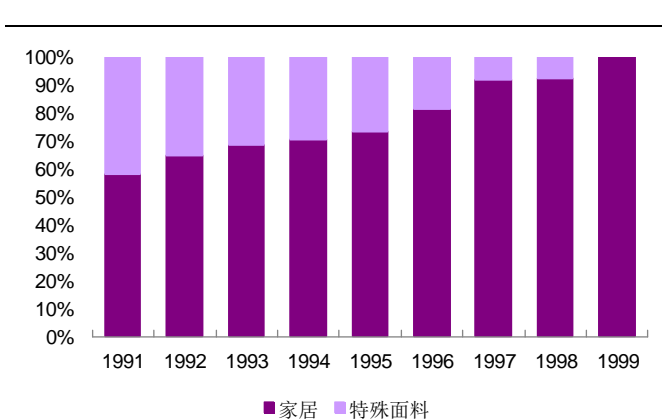
资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图 107: Springs Industries 净利



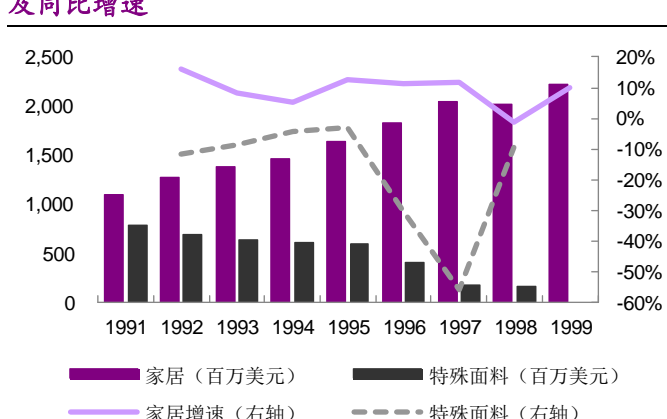
资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图 108: Springs Industries 分业务收入占比



资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图 109: Springs Industries 分业务收入 (百万美元) 及同比增速

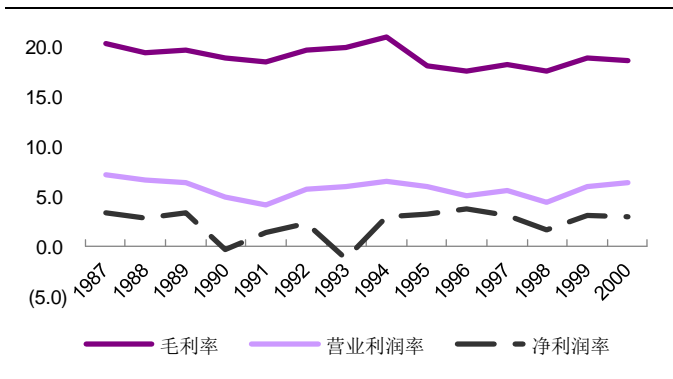


资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

批发模式下公司毛利率及净利率水平总体不高，上世纪 90 年代公司毛利率总体保持在 18~20% 之间，净利率水平保持在 1.5~3.5% 之间（除部分亏损年份）。

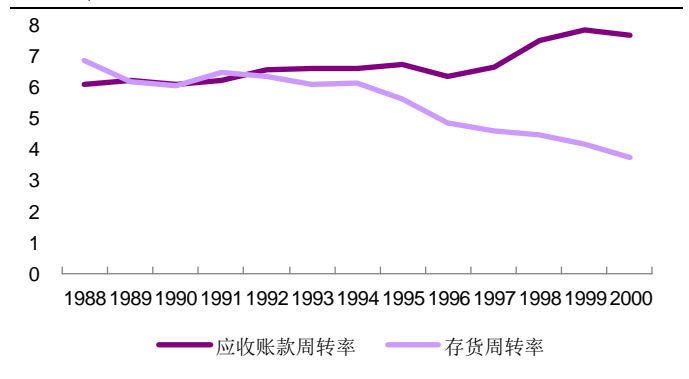
同时批发模式下公司运营能力较强，存货周转率水平处于良好水平，平均在 3~7 次/年，公司主要对接大型零售商，信誉较好，公司应收账款周转率保持在较高水平，平均在 6~8 次/年。

图 110: Springs Industries 毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 111: Springs Industries 存货周转率及应收账款率 (次/年)



资料来源: Wind、光大证券研究所

### 附录 3: A 股及海外家纺上市公司估值表

公司名称	收盘价 元 人民币	EPS				PE				3 年 CAGR	PEG 17 年	市值 (亿元)
		17	18E	19E	20E	17	18E	19E	20E			
<b>A 股</b>												
罗莱生活	11.36	0.57	0.74	0.88	1.03	20	15	13	11	21.38%	0.71	85
富安娜	8.30	0.57	0.68	0.79	0.91	15	12	11	9	17.28%	0.71	72
水星家纺	17.34	0.97	1.17	1.39	1.67	18	15	12	10	20.12%	0.74	46
梦洁股份	4.76	0.07	0.19	0.25	0.31	72	25	19	15	67.94%	0.37	37
平均		-				31	17	14	11	-		
<b>海外</b>												
ryohin keikaku	2005.81	61.89	73.82	80.16	88.28	32	27	25	23	12.56%	2	563
Nitori	1022.93	34.34	39.92	40.18	44.51	30	26	25	23	9.03%	3	1171

资料来源: Wind、Bloomberg、光大证券研究所

注: 1) 本表股价更新至 2018 年 8 月 29 日。

2) 上表中 A 股上市家纺公司盈利预测为光大证券纺服团队预测; 海外上市家纺公司盈利预测为 Bloomberg 一致预期。

3) 海外上市公司股价及 EPS 均以按最新汇率调整为人民币。

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)创建于 1996 年, 系由中国光大(集团)总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。



## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com	
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com	
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
深圳	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
		梁超		15158266108	liangc@ebscn.com
		金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
		王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
郑锐		021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com	
凌贺鹏		021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com	
周梦颖		021-22169087	15618752262	zhoumengying@ebscn.com	
金融同业与战略客户		黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com	
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com	
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com	
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
私募业务部	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com	
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com	
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
	安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com	
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
	左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com	
	任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com	
	俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com	