

轻工制造

从 2018 年三季度报看软体家居行业新趋势

增长结构来看，三季度外销收入增长提速

软体板块三季度业绩表现：贸易战推动外销收入提速，顾家家居和梦百合利润端改善显著。18Q3 顾家家居/喜临门/梦百合/曲美家居的收入增长分别为 34.9%/29.9%/33.4%/30.2%，净利润的角度来看，顾家家居和梦百合三季度利润改善显著，分别增长了 29.9%和 133%，喜临门由于自主品牌业务增长不达预期而费用端央视广告摊销呈现刚性特质导致利润下降 58.4%，曲美家居由于收购海外 Ekornes 业务并表增厚收入，但并购产生的中介费用均发生在三季度，对三季度造成较大费用端支出，利润同比下滑 57.1%。

从内外销的表现来看，考虑到美国 2000 亿美元的关税清单在 9 月份开始实施征收 10%，外销客户会有意愿卡在 9 月之前这个时间点去下单，**因此直观来看外销的增速会在三季度有较好表现。**从收入的增长来看，梦百合主要是出口导向型的业务，外销占收入比重为 80%以上，因此整个业绩表现呈现三季度加快增长的态势，直接表明了外销订单在三季度有突出表现。

从单季度的盈利表现来看，单季度毛利率改善显著，净利率端梦百合显著提升。首先从毛利率情况来看，除顾家家居外，毛利率环比改善显著（顾家家居主要由于并表因素，收购标的相对而言毛利率较低），18Q3 较之 18Q2 顾家家居/喜临门/梦百合/曲美家居毛利率分别提升了 -0.3/0.9/1.1/7.3pcts，毛利率提升主要得益于三季度原材料价格下降。

中美贸易摩擦推动企业海外布局产能

从成品家居的经营布局来看，企业大多在海外拥有产能，自建或收购海外产能大势所趋。成品家居企业在海外布局产能成趋势，一方面为了满足企业全球化销售战略的需要，另一方面也是出于规避中美贸易摩擦的考虑，为了规避贸易摩擦带来的不利影响，企业的海外布局战略或将提速。梦百合除了之前的海外塞尔维亚工厂之外，于 2018 年 9 月底获得《境外投资项目备案通知书》，计划在美国投资 5000 万美元，投资建设年产 80 万件床垫、20 万件薄垫和 30 万件枕头家居用品项目。**产能达标后未来美国生产基地能够覆盖对美国出口业务的 30%。**

原材料价格持续下降，人民币兑美元汇率贬值，对利润端带来双重利好

从原材料价格走势来看，原材料价格从年初至年中有所回落，2018 年三季度以来则呈现较快的回落态势。从 2018 年的表现来看，价格回落显著，TDI/MDI 从年初至 9 月 30 日同比下降 44%/18%，二者价格分别从 4.2 万元/吨和 3 万元/吨下降到 2.35 万元/吨到 2.45 万元/吨。从 10 月份以来，价格呈现更快回落态势。另外自 2018 年三季度以来，人民币兑美元汇率贬值显著，从 2018 年 6 月底的 6.62 上升到 9 月底的 6.88。17 年四季度汇率在 6.6 附近，今年预计整体依然会高于去年的汇率，预计汇兑因素仍然将在四季度对公司利润端带来正向贡献。

风险提示：原材料价格上涨；房地产增速下滑；汇率波动

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
603816.SH	顾家家居	48.67	买入	1.92	2.55	3.33	4.26	25.35	19.09	14.62	11.42

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

证券研究报告

2018 年 11 月 05 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

范张翔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com

武楠 联系人
wnan@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《轻工制造-行业研究周报:强烈推荐三季报轻工造纸各板块深度回顾分析!》2018-11-04
- 《轻工制造-行业研究周报:推荐三季报业绩稳定增长标的,关注定制三季报横向比较》2018-10-28
- 《轻工制造-行业研究周报:关注新增推荐梦百合及宜家进军新零售》2018-10-21

内容目录

1. 贸易战推动外销收入增长提速	3
2. 盈利端：原材料价格及汇兑因素提升盈利表现	4
3. 贸易战推动海外产能布局提速	6
4. 总结与思考	6

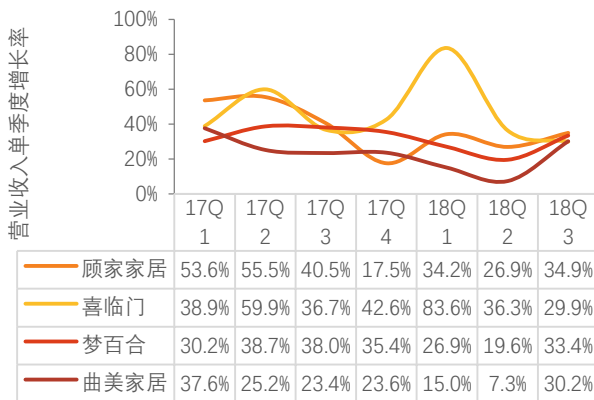
图表目录

图 1：外销占比高的 18 年三季度收入提速显著	3
图 2：顾家与梦百合利润端改善明显	3
图 3：毛利率普遍同比改善	4
图 4 梦百合净利率改善最为显著	4
图 5：原材料 TDI 和 MDI 价格走势（元/吨）	5
图 6：18 年三季度以来人民币汇率贬值显著	5
表 1：梦百合收入增长提速，喜临门略有放缓，顾家和曲美有并表因素	3
表 2：顾家家居与梦百合期间费用率同比下降，喜临门与曲美家居同比上升	4
表 3：成品家居纷纷进行海外产能布局	6

1. 贸易战推动外销收入增长提速

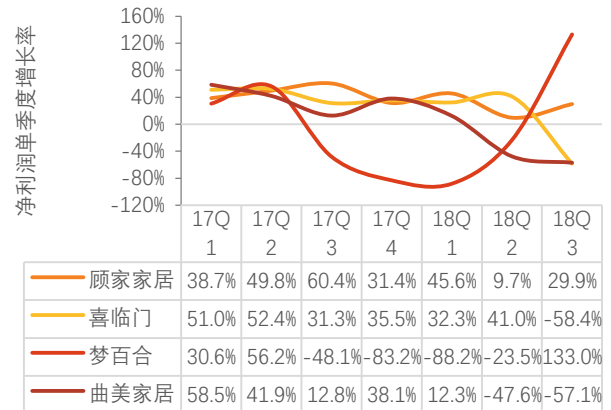
业绩表现：贸易战推动外销收入提速，顾家家居与梦百合利润端改善显著。分季度的收入表现来看，18Q3 顾家家居/喜临门/梦百合/曲美家居的收入增长分别为 34.9%/29.9%/33.4%/30.2%，净利润的角度来看，顾家家居和梦百合三季度利润改善显著，分别增长了 29.9%和 133%，喜临门由于自主品牌业务增长不达预期而费用端央视广告摊销呈现刚性特质导致利润下降 58.4%，曲美家居由于收购海外 Ekornes 业务并表增厚收入，但并购产生的中介费用均发生在三季度，对三季度造成较大费用端支出，利润同比下滑 57.1%。

图 1：外销占比高的 18 年三季度收入提速显著



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：顾家与梦百合利润端改善明显



资料来源：Wind，天风证券研究所

从收入的增长结构来看，考虑到顾家家居、曲美家居和喜临门有收购品牌并表的因素增厚收入，考虑到整个地产增速放缓的大背景，我们预计家具板块整体的收入增速不会超过上半年的增长表现。

从内外销的增长情况来看，考虑到美国 2000 亿美元的关税清单在 9 月份开始实施征收 10%，外销客户会有意愿卡在 9 月之前这个时间点去下单，因此直观来看外销的增速会在三季度有较好表现。从收入的增长来看，梦百合主要是出口导向型的业务，外销占收入比重为 80%以上，因此整个业绩表现呈现三季度加快增长的态势，直接表明了外销订单在三季度有突出表现。

表 1：梦百合收入增长提速，喜临门略有放缓，顾家和曲美有并表因素

顾家家居	2015	2016	2017	2018H1	2018Q1-3
总收入 YOY	13.7%	30.1%	39.0%	30.1%	31.9%
内销 YOY	8.7%	30.0%	38.6%	32.9%	
外销 YOY	19.9%	32.4%	40.5%	30.3%	
梦百合					
总收入 YOY	18.5%	25.1%	35.7%	23.0%	26.8%
内销 YOY	79.5%	55.4%	55.2%		
外销 YOY	13.2%	20.6%	32.0%		
喜临门					
总收入 YOY	30.8%	31.4%	43.8%	55.6%	44.8%
曲美家居					
总收入 YOY	14.8%	32.5%	26.0%	10.3%	17.9%

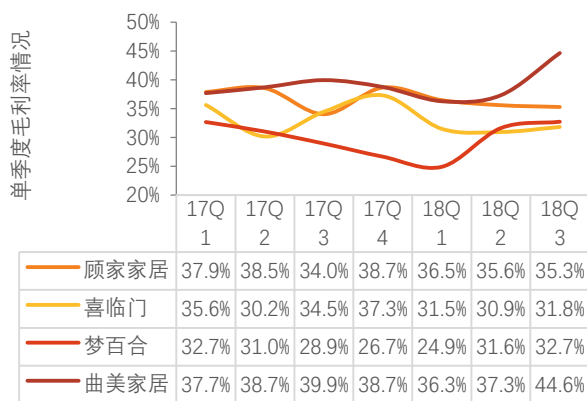
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 盈利端：原材料价格及汇兑因素提升盈利表现

从单季度的盈利表现来看，单季度毛利率改善显著，净利率端梦百合显著提升。首先从毛利率情况来看，除顾家家居外，毛利率环比改善显著（顾家家居主要由于并表因素，收购标的相对而言毛利率较低），18Q3 较之 18Q2 顾家家居/喜临门/梦百合/曲美家居毛利率环比分别提升了-0.3/0.9/1.1/1.7.3pcts，毛利率提升主要得益于三季度原材料价格下降。

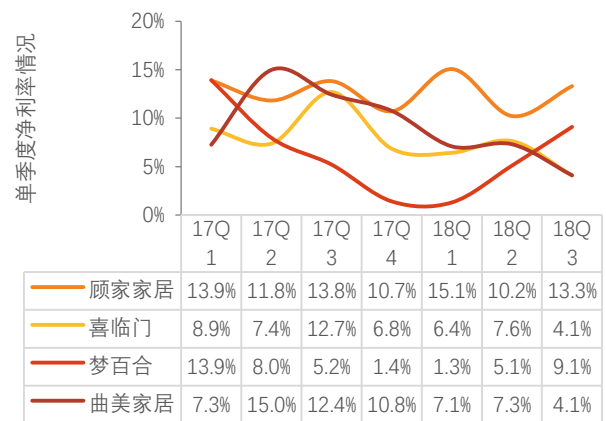
从净利率表现来看，梦百合净利率环比与同比均显著提升，18Q3 同比与环比分别提升了 3.9 和 4.0pcts，为三季度最明显受益于原材料价格下降和人民币贬值的标的。顾家家居净利率同比基本持平，环比提升显著，主要原因由于三季度为销售旺季，收入规模占全年比重较大，因此期间费用率相对较低。喜临门净利率下滑明显，同比与环比分别下降了 8.6 和 3.5pcts，一方面由于三季度自主品牌增长不达预期，而央视广告费用全年 1.7 亿的摊销属于刚性费用，从而带动期间费用率提升，另一方面由于影视业务的三季度业绩不达预期。曲美家居由于收购 Ekornes 公司的中介费用均发生在三季度导致净利率显著下滑。

图 3：毛利率普遍同比改善



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4 梦百合净利率改善最为显著



资料来源：Wind，天风证券研究所

期间费用率的情况来看，18Q3 顾家家居与梦百合期间费用率同比下降，喜临门与曲美家居同比上升。从销售费用率来看，除顾家家居外，其余几家公司销售费用率均大幅上升，喜临门主要由于央视广告投入的刚性支出同时自主品牌增长低于预期所致，梦百合主要由于内销渠道拓展及西班牙子公司并表，曲美家居主要由于并表以及报告期内的关店调整带来的收入增速下降所致。从管理费用率来看，顾家家居与喜临门变化不大，梦百合管理费用显著下降，曲美家居管理费用率显著提升，主要由于收购 Ekornes 公司所发生的中介费用。从财务费用率来看，除喜临门之外，其余几家公司财务费用率均为负值，主要由于报告期内人民币贬值导致汇兑收益增加，从而拉动财务费用明显下降。喜临门由于收购 M&D 公司采用美元贷款，因此财务费用率同比提升。

表 2：顾家家居与梦百合期间费用率同比下降，喜临门与曲美家居同比上升

销售费用率	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
顾家家居	21.0%	20.1%	19.9%	22.7%	16.3%	20.3%	18.7%
喜临门	15.9%	11.8%	10.5%	18.7%	16.0%	16.9%	16.6%
梦百合	9.5%	12.2%	10.5%	15.3%	11.7%	13.6%	13.2%
曲美家居	19.7%	11.7%	16.9%	18.1%	17.5%	16.8%	27.8%
管理费用率							
顾家家居	3.5%	2.6%	3.2%	3.0%	4.2%	3.2%	3.6%
喜临门	8.8%	7.3%	6.6%	6.6%	6.7%	7.0%	6.3%
梦百合	9.1%	7.7%	8.3%	8.8%	8.4%	8.4%	4.6%
曲美家居	8.5%	7.5%	7.4%	8.8%	10.1%	11.0%	11.3%

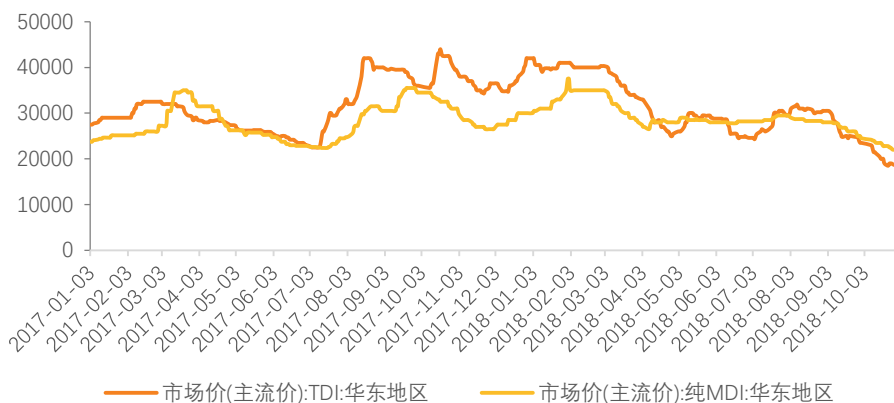
财务费用率

顾家家居	0.0%	1.0%	1.2%	0.5%	1.2%	-0.6%	-0.2%
喜临门	0.9%	1.5%	1.7%	0.6%	1.7%	1.3%	3.1%
梦百合	0.2%	1.2%	3.5%	0.8%	3.8%	-2.7%	-1.3%
曲美家居	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-3.1%

资料来源：Wind，天风证券研究所

从原材料价格走势来看，原材料价格从年初至年中有所回落，2018 年三季度以来则呈现较快的回落态势。2016 年下半年到 2017 年上半年原材料经历一波疯狂的上涨势头，就海绵的主要原材料 TDI 来看，从 2016 年 4 月份的 1.25 万元/吨上涨到 2016 年 10 月的 5.5 万元/吨，增长了 3.4 倍。就皮革的主要原材料 MDI 来看，也从 2016 年年初的 1 万元/吨上涨到 2017 年 10 月的 4.3 万元/吨，也增长了 3 倍以上。从 2018 年的表现来看，价格回落显著，TDI/MDI 从年初至 9 月 30 日下降 44%/18%，二者价格分别从 4.2 万元/吨和 3 万元/吨下降到 2.35 万元/吨到 2.45 万元/吨。从 10 月份以来，价格呈现更快回落态势。截止到 2018 年 11 月 2 日，TDI 和 MDI 的价格分别为 1.8 万元/吨和 2.18 万元/吨。

图 5：原材料 TDI 和 MDI 价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

人民币汇率：自 2018 年三季度以来，人民币兑美元汇率贬值显著，从 2018 年 6 月底的 6.62 上升到 9 月底的 6.88。软体板块企业大多具有外销业务，因此三季度美元结算成人民币会产生汇兑收益，对利润端带来增量。到 11 月 2 日数据来看，人民币兑美元汇率为 6.94，近一个月内围绕在 6.9 附近震荡。17 年四季度汇率在 6.6 附近，今年预计整体依然会高于去年的汇率，预计汇兑因素仍然将在四季度对公司利润端带来正向贡献。

图 6：18 年三季度以来人民币汇率贬值显著



资料来源: Wind, 天风证券研究所

3. 贸易战推动海外产能布局提速

从成品家居的经营布局来看,企业大多在海外拥有产能,自建或收购海外产能大势所趋。成品家居企业在海外布局产能成趋势,一方面为了满足企业全球化销售战略的需要,另一方面也是出于规避中美贸易摩擦的考虑,为了规避贸易摩擦带来的不利影响,企业的海外布局战略或将提速。

梦百合除了之前的海外塞尔维亚工厂之外,于2018年9月底获得《境外投资项目备案通知书》,计划在美国投资5000万美元,投资建设年产80万件床垫、20万件薄垫和30万件枕头家居用品项目。产能达标后未来美国生产基地能够覆盖30%。国内劳动力成本持续上升,环保因素也带动生产端成本提升,海外产能布局大势所趋,中美贸易摩擦事件推动了这一进程。

表3: 成品家居纷纷进行海外产能布局

公司名称	海外工厂所在地	取得方式	取得时间	取得目的	主营业务
梦百合	塞尔维亚	收购恒康赛尔90%股权	2013年	作为欧洲及附近地区的研发、生产和销售全业务平台	家居用品、床上用品的生产、销售
	美国	自建产能	2018年9月	产能达标后美国生产基地能够覆盖美国产能30%	投资建设年产80万件床垫、20万件薄垫和30万件枕头家居用品项目
美克家居	越南	收购M.U.S.T. 60%股权	2018年1月	拓品牌,提升全球供应链服务能力及效率	从事JC品牌家具的生产及销售、OEM业务、为酒店提供定制化的家具产品及五金配件的生产及销售
敏华控股	波兰、波罗的海诸国及乌克兰	收购home集团50%股权	2016年11月	扩大其于欧洲市场份额及通过推出欧系的价格实惠产品,进一步扩大沙发销售	在东欧从事软垫家具生产,销售对象为欧洲的若干知名家零售商
	越南	收购一家越南公司	2018年6月	避开中美贸易摩擦的影响	从事沙发(主要为功能沙发)的生产和销售,并出口至海外市场
喜临门	泰国	设立全资子公司Saffron	2018年8月	全球化战略和规避国际贸易壁垒	在泰国设立工厂

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

4. 总结与思考

总结：贸易战推动外销增长提速，外销占比高的企业有更好收入端表现。利润端受益于原材料下降和人民币贬值，毛利率和净利率均有所改善。中美贸易摩擦推动企业海外产能布局提速。

竞争格局较好，环保趋严和人工成本上涨对应小厂自动化率低推动小产能加速淘汰，内生增长对冲地产冲击。龙头企业依靠品牌品类扩张，渠道下沉持续拓店，多品类快速增长来对冲地产下滑的不利影响，首推软体龙头**顾家家居**（季报外销增速快较快，看好大家居战略）；看好三季度业绩迎来拐点的**梦百合**（显著受益于原材料价格下降及人民币汇率贬值，酒店和内销持续拓展）。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com