

行业点评

服装家纺

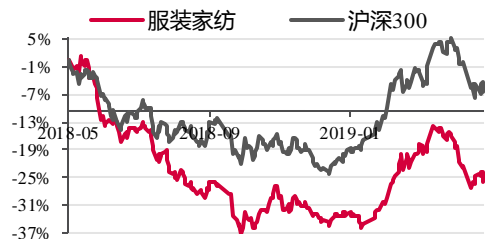
行业经营仍有一定压力，关注精选个股

2019年05月20日

评级 同步大市

评级变动： 首次

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
服装家纺	-11.76	6.61	-26.17
沪深300	-11.45	5.70	-6.52

杨甫

执业证书编号: S0530517110001  
yangfu@cfzq.com

刘丛丛

liucc@cfzq.com

刘鋈

liuyun2@cfzq.com

分析师

0731-84403345

研究助理

0731-89955776

研究助理

0731-84403397

相关报告

1 《服装家纺：家纺行业深度：成长周期，扬帆起航》 2018-03-22

重点股票	2018A		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
罗莱生活	0.72	15.04	0.78	13.88	0.87	12.45	谨慎推荐
梦洁股份	0.11	52.73	0.25	23.20	0.31	18.71	谨慎推荐

资料来源：财富证券

投资要点：

- **中家纺近日公布家用纺织品运行数据。**2018年，我国家用纺织品行业实现了双位数的利润增长，增速是近年来最高值；规模以上企业数量减少，利润增速显著高于营收增速，整个行业集中度和盈利能力有所提升；毛巾企业经营情况整体有所好转、主营收入增速提升明显；布艺由于基数较低、需求增长仍然是增速最高的细分品类；床品企业业绩保持平稳增长。行业内外销整体来看增长平稳。2019Q1，规模以上家纺企业数量持续减少，内外需求疲软、中美贸易摩擦、行业去库存、促销等因素影响，行业利润增速同比下滑、经营效益下降；从备货、订货以及行业景气度等指标来看，家纺行业Q2运行情况预计好于Q1。
- **SW家纺板块业绩表现。**2018年SW家纺板块业绩表现较为亮眼，其利润表现(yoy+17.7%)要明显优于其他纺织服装行业(SW纺织服装yoy-35.2%)。板块盈利能力和收益质量有所提升，负债结构优化，现金流表现尚可；但资产周转尤其是存货周转情况有所下降，初步判断有消费形势、产品结构以及季节性因素的影响。2019Q1，板块的业绩增速放缓，利润同比下滑，一是由于上年同期家纺板块业绩高基数影响，二是消费端偏疲软，消费端公司业绩普遍承压。
- **“同步大市”评级。**2019年以来，内外消费持续疲软，社零数据表现不佳，品牌端企业经营承压明显；外部经济增长动能下降，叠加中美贸易摩擦升级预期，出口不确定性增加。行业以及板块业绩也已有所体现，2019Q1利润表现均有下滑。我国家用纺织品行业较为分散，目前纺织服装社零数据处于筑底企稳阶段，行业竞争虽大但也有利于产品、品牌、渠道具有优势的龙头企业市占率提升。考虑到龙头公司在家居融合、延长服务链条等方面的战略转型调整较为顺利，家用纺织品的消费理念、文化不断发展，以及国内或进入新一轮地产周期等因素，我们认为家用纺织品行业未来有望维持较为稳定的增长。SW家纺年初至今涨幅达17.37%，跑赢全A指数0.55个百分点，跑赢SW纺织服装6.49个百分点，板块成分股年初以来区间涨跌幅均为正；目前板块整体法估值为19倍左右，位于历史后30%的分位，仍低于历史中值27.5倍，仍具备一定的估值吸引力。给予行业“同步大市”评级，建议关注罗莱生活、梦洁股份。
- **风险提示：**内外消费疲软；战略推进不及预期；原辅料价格剧烈波动等。

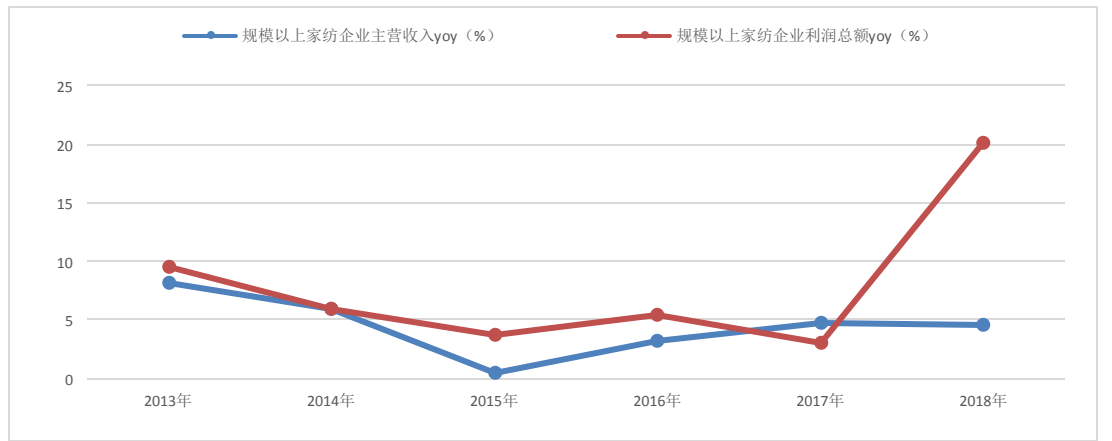
## 1 家纺行业运行情况

中家纺近日公布了家用纺织品行业 2018 年和 2019Q1 运行数据。

2018 年，我国家用纺织品行业实现了双位数的利润增长，增速是近年来最高值；规模以上企业数量减少，利润增速显著高于营收增速，整个行业集中度和盈利能力有所提升；毛巾企业经营情况整体有所好转、主营收入增速提升明显；布艺由于基数较低、需求增长仍然是增速最高的细分品类；床品企业业绩保持平稳增长。行业内外销整体来看增长平稳。

2019Q1，规模以上家纺企业数量持续减少，内外需求疲软、中美贸易摩擦、行业去库存、促销等因素影响，行业利润增速同比下滑、经营效益下降。但根据中家纺的《纺织服装企业经营管理调查问卷》，备货、订货、生产等指标预期向好，家纺行业 Q2 运行情况预计好于 Q1，龙头上市企业的存货及预收款数据变动对此亦有一定佐证。

图 1：规模以上家纺企业业绩增速情况

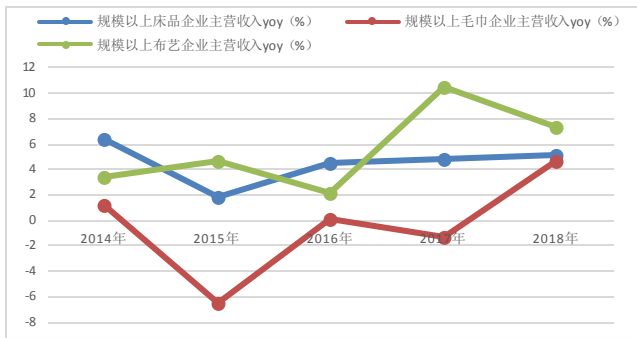


资料来源：中家纺、财富证券

2018 年，全国 1857 家规模以上家纺企业共实现主营收入 2041.58 亿元，同比增长 4.55%；实现利润总额 126.23 亿元，同比增长 20.13%。细分来看，规模以上床品企业主营收入增速同比提升 0.45 个百分点至 5.21%；规模以上毛巾企业主营收入增速转正，同比提升 6.03 个百分点至 4.72%；规模以上布艺企业主营收入增速同比下降 3.10 个百分点至 7.34%，但仍是三类企业中增速最高的。规模以上家纺企业数量较 2017 减少约 70 家。

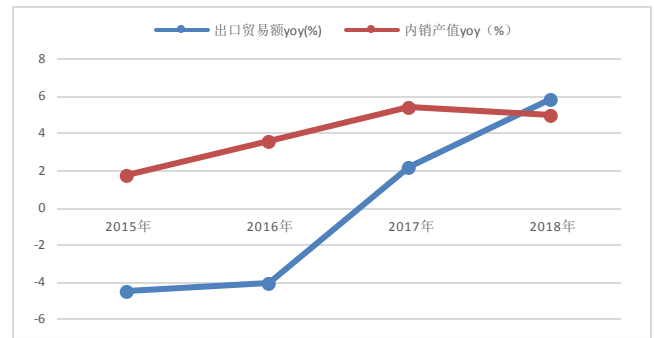
2018 年，我国家纺内外销保持平稳增长。家纺制成品出口贸易额为 307.80 亿美元，同比增长 5.93%；对美出口额同比增长 10.61%，对欧盟出口额同比增长 7.00%，对日本出口额同比增长 4.91%。家纺内销产值为 1451.07 亿元，同比增长 5.07%。

图 2：规模以上家纺企业细分类主营收入增速情况



资料来源：中家纺、财富证券

图 3：规模以上家纺企业出口及内销增速情况

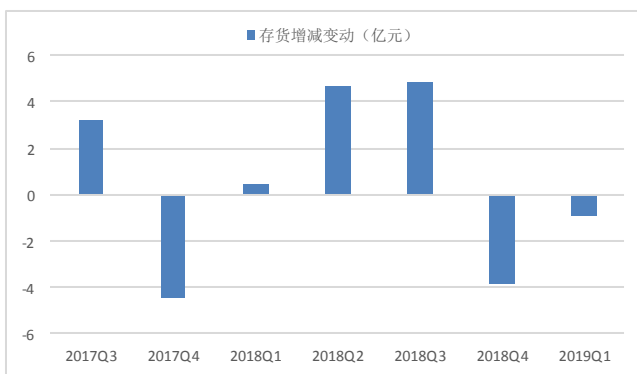


资料来源：中家纺、财富证券

2019Q1, 全国 1791 家规模以上家纺企业实现主营收入 511.39 亿元, 同比增长 8.73%; 实现利润总额 20.30 亿元, 同比下降 7.41%。规模以上床品企业主营收入增速约为 8%, 规模以上毛巾企业主营收入增速约为 16.2%, 规模以上布艺企业主营收入增速约为 15.8 左右。规模以上家纺企业数量较 2018 年减少 66 家左右。2019Q1 实现出口额 89.56 亿美元, 对美出口额同比增长 0.98%, 对欧盟出口额同比增长 2.95%, 对日本出口额同比增长 3.35%。

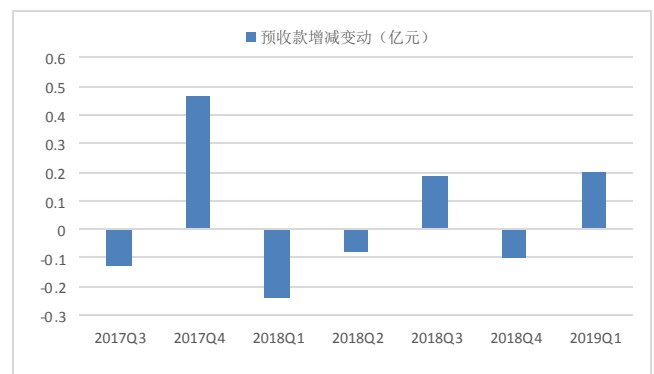
根据中家纺的《纺织服装企业经营管理调查问卷》, 家纺行业 Q2 运行情况预期向好: 2019Q2 主要产品生产量预期增长的企业占比为 39% 左右, 高于 Q1 近 5 个百分点; 选择加大备货的企业占比达 25%, 该比例几乎是 Q1 的 3 倍; 预期盈利的企业占比达 31%, 高于 Q1 近 7 个百分点; 对运行持乐观态度的企业占比为 38%, 高于 Q1 近 7 个百分点; 对纺织出口持增加态度的企业占比为 26%, 高于 Q1 近 4 个百分点。龙头上市企业的存货和预收款变动一定程度也可以佐证上述预期, 一般而言 Q2/Q3 存货增加幅度较大, 2019Q1 增加的预收款是近一年来的高位, 侧面说明下游订单情况有一定好转。

图 4：SW 家纺单季度存货变动情况



资料来源：wind、财富证券

图 5：SW 家纺单季度预收款变动情况



资料来源：wind、财富证券

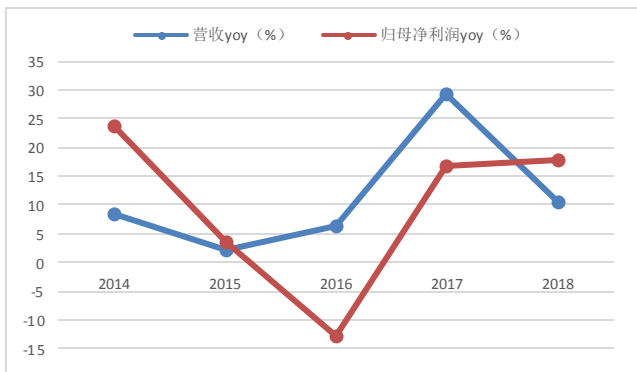
## 2 SW 家纺板块业绩情况

2018 年 SW 家纺板块业绩表现较为亮眼, 其利润表现 (yoy+17.7%) 要明显优于其

他纺织服装行业 (SW 纺织服装 yoy-35.2%)。板块盈利能力和收益质量有所提升, 负债结构优化, 现金流表现尚可; 但资产周转尤其是存货周转情况有所下降, 初步判断有消费形势、产品结构以及季节性因素的影响。2019Q1, 板块的业绩增速放缓, 利润同比下滑, 一是由于上年同期家纺板块业绩高基数影响, 二是消费端偏疲软, 消费端公司业绩普遍承压。

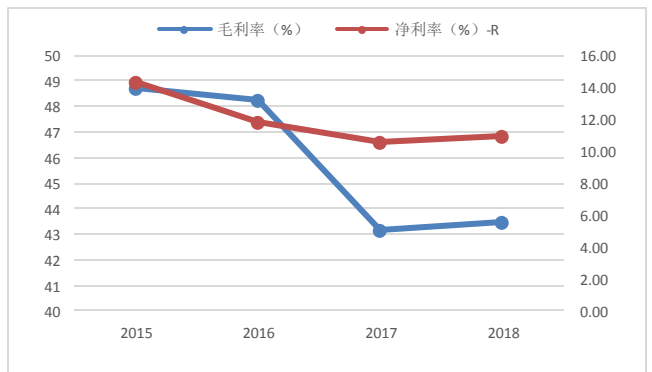
2018 年, SW 家纺板块的营收增速为 10.57%, 归母净利润的增速是 17.72%, 毛利率为 43.46%、净利率为 11.00%, 同比均有提升。

图 6: SW 家纺板块业绩增速情况



资料来源: wind、财富证券

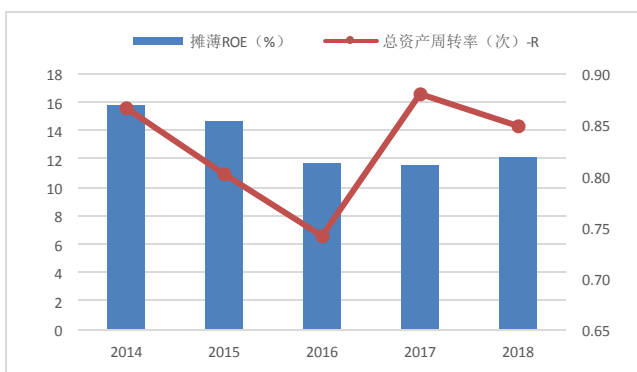
图 7: SW 家纺板块毛利率、净利率情况



资料来源: wind、财富证券

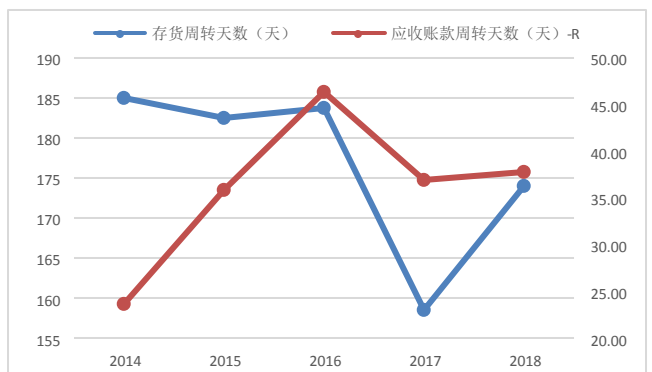
板块 2018 年摊薄 ROE 同比提升 0.52 个百分点至 12.08%, 总资产周转率同比微降; 存货周转天数同比延长 15.5 天, 应收账款周转天数同比变动不大。2018 年板块存货账面金额同比增长 17.8%, 周转天数延长, 我们认为可能有 3 点原因: 一是产品结构变化, SKU 较多的小家居产品以及家具类产品增加, 对整体周转有一定影响; 二是消费疲软, 存在一定被动加库存的可能性; 三是 Q4/Q1 销售旺季加强备货。

图 8: SW 家纺板块 ROE 及总资产周转情况



资料来源: wind、财富证券

图 9: SW 家纺板块存货及应收账款周转情况



资料来源: wind、财富证券

2018 年末, SW 家纺板块负债结构持续优化, 资产负债率同比降低 2.54 个百分点至 25.70%, 偿债比率和速动比率同比均有提升。板块经营性净现金流同比下滑 11.3%, 销售收现比和销售现金比率基本持平, 现金流情况尚可。

表 1: SW 家纺板块成分股 2018 年业绩表现

分类	罗莱生活	富安娜	梦洁股份	多喜爱	水星家纺	SW 家纺
营收 yoy(%)	3.24	11.55	19.35	32.61	10.44	10.57
归母净利润 yoy(%)	24.92	10.11	64.61	20.09	10.77	17.72
归母扣非净利润 yoy(%)	12.69	6.68	71.04	14.07	6.64	11.27
毛利率(%)	45.08	49.29	42.16	38.34	34.78	43.46
净利率(%)	11.41	18.81	4.06	4.05	10.54	11.00
EPS(元/股)	0.72	0.65	0.11	0.14	1.07	0.54
每股销售额(元/股)	6.38	3.35	2.96	4.43	10.20	4.75
摊薄 ROE(%)	14.12	15.26	4.25	4.00	13.03	12.08
总资产周转率(%)	1.00	0.67	0.68	0.92	1.00	0.85
存货周转天数(天)	162.3	189.6	204.1	177.2	155.7	174.2
应收账款周转天数(天)	36.3	43.5	66.7	17.6	19.8	37.9

资料来源: wind、财富证券

表 2: SW 家纺板块成分股 2019Q1 业绩表现

分类	罗莱生活	富安娜	梦洁股份	多喜爱	水星家纺	SW 家纺
营收 yoy(%)	-2.02	-5.36	6.71	23.45	1.00	0.64
归母净利润 yoy(%)	-7.59	-16.32	12.58	-38.27	4.22	-5.51
归母扣非净利润 yoy(%)	0.23	-15.80	14.32	-58.07	-18.86	-6.61
毛利率(%)	43.39	49.28	37.62	35.59	37.16	42.10
净利率(%)	12.88	15.69	10.37	2.38	12.61	12.07
每股销售额(元/股)	1.52	0.60	0.71	0.96	2.25	1.05
存货周转天数(天)	186.3	280.5	205.4	212.2	185.3	205.8

资料来源: wind、财富证券

### 3 投资观点

#### 3.1 “同步大市”评级

从规模以上企业运行情况来看, 2018 年整个家用纺织品行业业绩增长较为亮眼, 尤其是毛巾和布艺品类; SW 家纺业绩表现亦优于整个行业。出口较为平稳, 欧盟、日本市场平稳增长, 东盟市场快速增长; 中美贸易摩擦对家用纺织品的出口限制主要集中在地毯等织物领域, 影响相对较小。2019 年以来, 内外消费持续疲软, 内部社零数据表现不佳, 品牌端企业经营承压明显; 外部经济增长动能下降, 叠加中美贸易摩擦升级预期, 出口不确定性增加。行业以及板块业绩也已有所体现, 2019Q1 利润表现均有下滑。

我国家用纺织品行业市场规模约 2000 亿元, 规模以上企业近 2000 家, 行业较为分散, 目前纺织服装社零数据处于筑底企稳阶段, 行业竞争虽大但也有利于产品、品牌、渠道具有优势的龙头企业市占率提升。考虑到龙头公司在家居融合、延长服务链条等方面的战略转型调整较为顺利, 家用纺织品的消费理念、文化不断发展, 以及国内或进入新一轮地产周期等因素, 我们认为家用纺织品行业未来有望维持较为稳定的增长。SW 家纺年初至今涨幅达 17.37%, 跑赢全 A 指数 0.55 个百分点, 跑赢 SW 纺织服装 6.49 个百

分点，板块成分股年初以来区间涨跌幅均为正；目前板块整体法估值为 19 倍左右，位于历史 30% 的分位，仍低于历史中值 27.5 倍，仍具备一定的估值吸引力。给予行业“同步大市”评级。

### 3.2 重点标的 1：罗莱生活

**业绩表现：**2018 年，公司实现营业收入 48.13 亿元，同比增长 3.24%；实现归母净利润 5.35 亿元，同比增长 24.92%；实现归母扣非净利润 4.32 亿元，同比增长 12.69%；毛利率为 45.50%，同比提升 2.04 个百分点；净利率为 11.32%，同比提升 1.60 个百分点。2019Q1，公司实现营业收入 11.44 亿元，同比下滑 2.33%；实现归母净利润 1.45 亿元，同比下滑 7.59%；实现归母扣非净利润 1.33 亿元，同比增长 0.23%；毛利率为 43.88%，同比提升 0.78 个百分点；净利率为 12.77%，同比下滑 0.81 个百分点。

**主要看点：**1) 2018 年公司基于业务的战略角度对不同的品牌进行重新定位，未来公司的核心、增长、潜力和探索业务在调整后有望进一步贡献业绩；2) LOVO 品牌定位于公司的增长业务，其全渠道独立运营有望传导其电商优势，也为未来业绩的弹性带来更多可空间；3) 公司未来渠道拓展侧重消费下沉，三四线城市还有较大拓展空间，以加盟模式为主的拓展将进一步放大公司规模优势，线下业务增速有进一步的提升空间；4) 超柔床品已经落位于主要产品系列，市场反响良好。

**盈利预测：**预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 52.46/57.71/63.48 亿元，归母净利润分别为 5.89/6.53/7.25 亿元，EPS 分别为 0.78/0.87/0.96 元，归母净利润增速分别是 10/11/11%，每股销售额预计为 6.95/7.65/8.41 元。给予公司 2019 年 1.65-1.85 倍 PS，未来 6-12 个月股价合理区间预计为 11.4-12.8 元，下调至“谨慎推荐”评级。

### 3.3 重点标的 2：梦洁股份 (002397.SZ)

**业绩表现：**2018 年，公司实现营业收入 23.08 亿元，同比增长 19.35%；实现归母净利润 8438 万元，同比增长 64.61%；实现归母扣非净利润 7919 万元，同比增长 71.04%；毛利率为 42.75%，同比下滑 1.43 个百分点；净利率为 4.02%，同比下滑 0.16 个百分点。2019Q1，公司实现营业收入 5.55 亿元，同比增长 6.94%；实现归母净利润 5728 万元，同比增长 12.58%；实现归母扣非净利润 5674.62 万元，同比增长 14.32%；毛利率为 38.44%，同比下滑 8.09 个百分点；净利率为 10.23%，同比下滑 0.96 个百分点。

**主要看点：**1) 公司在中高端家纺市场先发优势明显，产品市场竞争力强，家纺后周期的家居洗护服务协同效应也已开始显现；2) 2018 年公司业绩回暖明显，2019 年四轮驱动新零售战略实施，“铺天盖地”计划下加盟直营渠道结构调整以及渠道下沉，成本费用有望压缩、业绩规模有望进一步增长；3) 中长期来看公司业绩的增量因素还在于中高端家纺家居市场发展、低基数品牌和功能性产品增长、洗护业务协同效应发挥、供应链效率持续提升；4) 公司公布限制性股票激励方案，2019/2020 年业绩高增有一定的预期。

**盈利预测：**预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 27.92/32.74/36.98 亿元，归母净利润分别为 1.95/2.43/2.80 亿元，EPS 分别为 0.25/0.31/0.36 元，归母净利润增速分别是 100/150/15.2%，每股销售额预计为 3.58/4.20/4.74 元。给予公司 2019 年 1.85-2.05 倍 PS，未来 6-12 个月股价合理区间预计为 6.6-7.3 元，维持“谨慎推荐”评级。

#### 4 风险提示

内外消费持续疲软；原辅料价格剧烈波动；企业战略推进不及预期；汇率风险等。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438