

纺织服饰行业

家纺行业：头部公司成长确定性强，高分红、低估值属性显著

行业评级

买入

前次评级

买入

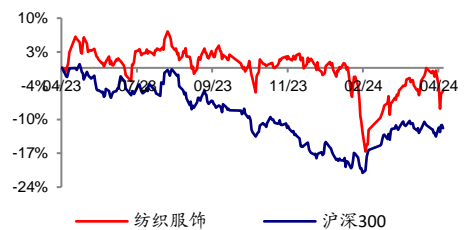
报告日期

2024-04-22

核心观点：

- 家纺属于耐用消费品，标品属性较强，具备部分地产后周期属性，替换更新需求占比最高。根据中家纺，从需求端拆分，家纺下游需求既受到房地产需求、婚庆需求等周期性因素影响，又受到居民整体消费水平等趋势性因素影响。我们选取相应指标，对作用机制及变化规律按时间轴进行了探讨。
- 家纺行业复盘：高分红、低估值属性显著，在熊市具备防御属性。(1) 复盘 2009 年以来行情，家纺板块在熊市胜率为 75%，展现出在大盘下行时期较强的韧性；(2) 家纺股价主要催化剂分为三个阶段：第一阶段（2009 年月度行情，2010-2011 年，2013 年行情）为次贷危机后全球经济复苏、国内地产需求旺盛、消费升级；第二阶段（2015 年及 2017-2018 年月度行情）为上市公司渠道转型，线上销售逐渐放量以及房地产销售催化；第三阶段（2020-2024 年行情）前半段为疫情期间居家时间变长，拉升家纺需求；后半段为疫后受益消费逐渐复苏，此外经过 20-22 年特殊零售环境洗礼，主要家纺龙头重启开店周期，线上销售景气度持续；23 年底以来，高股息率龙头公司受到市场关注。
- 家纺行业具备长期增长逻辑，成长确定性强。从行业扩容角度：(1) 根据 wind，我国居民家纺消费占比长期约 0.6%，人均可支配收入及消费增长和中产占比提升利好家纺消费；(2) 消费者偏好由中低端产品向高附加值的高端/功能型产品转变，利于提高行业收入及利润规模；(3) 年轻一代家纺产品更换频次提升，助力行业扩容。从集中度提升角度：(1) 消费习惯实现从杂牌向品牌产品的过渡，利好行业集中度提升；(2) 龙头企业全产业链生产要素的提高，争取市场份额。
- 家纺企业获取较高 ROE 的两种方式——高净利率驱动型和高周转驱动型。① 高净利率驱动型：以特色鲜明的产品为核心，品牌上形成相匹配的品牌特色助力产品推广，渠道上重视线下，以差异化产品的高毛利实现高 ROE，以富安娜为代表。② 高周转驱动型：广而深的渠道为核心，搭配大众化的品牌和产品共同驱动高周转以实现高 ROE，以罗莱生活、富安娜等为代表。
- 投资建议：投资标的方面，建议选择业绩确定性强、经营稳健的公司。我们维持罗莱生活和富安娜的买入评级，罗莱生活作为行业龙头，线上渠道快速发展，有望充分受益家纺行业未来的集中度提升，富安娜品牌力向上、业绩韧性强，未来业绩有望继续保持高质量增长，为典型高股息率标的。另外建议关注水星家纺，产品结构优化带动利润率提升，此外公司拟发行 10.15 亿元可转债，拟用于南通产业基地和智能仓储基地项目。
- 风险提示。宏观经济不景气风险，市场竞争风险，管理不善风险。

相对市场表现



分析师：

糜韩杰



SAC 执证号：S0260516020001



SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

相关研究：

- 纺织服饰行业:纺织服装与轻工行业数据周报 4.8-4.12 2024-04-15
- 纺织服饰行业:纺织服装与轻工行业数据周报 4.1-4.5 2024-04-07
- 纺织服饰行业全球观察之安德玛:FY2024Q3: 鞋类业务销售承压, 库存持续调整 2024-04-02

联系人：

董建芳 021-38003800

dongjianfang@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
海澜之家	600398.SH	CNY	9.40	2024/02/15	买入	9.79	0.69	0.82	13.62	11.94	8.16	6.85	19.80	22.70
比音勒芬	002832.SZ	CNY	30.38	2023/12/31	买入	52.95	1.65	2.12	18.41	14.33	11.70	9.70	19.90	21.90
报喜鸟	002154.SZ	CNY	5.77	2024/04/14	买入	7.93	0.48	0.57	12.02	10.12	7.50	6.64	16.10	17.30
朗姿股份	002612.SZ	CNY	16.27	2024/02/29	买入	25.84	0.53	0.70	30.70	23.24	12.10	10.68	7.50	9.10
锦泓集团	603518.SH	CNY	10.84	2024/01/13	买入	15.57	0.84	1.04	12.90	10.42	4.87	4.49	8.60	9.70
森马服饰	002563.SZ	CNY	6.17	2024/04/10	买入	8.25	0.42	0.49	14.69	16.84	7.59	6.38	9.80	10.90
太平鸟	603877.SH	CNY	14.72	2024/03/24	买入	18.66	0.89	1.24	16.54	11.87	5.30	4.52	9.30	12.40
歌力思	603808.SH	CNY	7.60	2023/11/06	买入	12.91	0.62	0.86	12.26	8.84	5.00	4.16	7.70	10.00
罗莱生活	002293.SZ	CNY	9.92	2023/04/23	买入	13.56	0.85	1.03	11.67	9.63	7.43	6.31	16.30	18.80
富安娜	002327.SZ	CNY	11.10	2023/11/02	买入	9.96	0.69	0.77	16.09	14.42	11.48	10.54	14.90	16.30
乔治白	002687.SZ	CNY	5.66	2024/03/05	买入	7.35	0.41	0.49	13.80	11.55	8.85	7.66	13.30	13.70
红豆股份	600400.SH	CNY	2.45	2023/11/14	增持	3.85	0.03	0.04	81.67	61.25	21.59	17.13	2.40	2.90
华利集团	300979.SZ	CNY	66.34	2024/04/14	买入	68.90	2.74	3.21	24.21	20.67	15.64	13.81	21.20	21.30
伟星股份	002003.SZ	CNY	11.82	2024/04/21	买入	11.97	0.53	0.54	22.30	21.89	15.25	14.29	12.80	11.90
新澳股份	603889.SH	CNY	7.32	2024/04/21	买入	8.62	0.55	0.62	13.31	11.81	8.44	7.98	12.70	13.20
台华新材	603055.SH	CNY	10.22	2024/04/09	买入	11.87	0.50	0.66	20.44	15.48	9.50	7.60	10.10	11.60
开润股份	300577.SZ	CNY	20.10	2024/02/20	买入	19.62	0.63	0.98	31.90	20.51	13.93	10.73	8.40	11.60
稳健医疗	300888.SZ	CNY	33.64	2023/11/27	买入	45.72	3.98	2.29	8.45	14.69	12.54	11.16	17.00	8.90
浙江自然	605080.SH	CNY	16.82	2024/03/28	买入	21.76	0.92	1.21	18.28	13.90	12.80	9.02	7.00	8.40
鲁泰 A	000726.SZ	CNY	6.32	2024/04/22	买入	8.46	0.47	0.74	13.45	8.54	5.19	3.89	4.40	6.30
健盛集团	603558.SH	CNY	11.45	2024/03/17	买入	13.24	0.74	0.88	15.47	13.01	8.92	7.55	11.10	12.80
波司登	03998.HK	HKD	4.32	2024/04/22	买入	5.98	0.20	0.26	21.60	16.62	14.51	9.36	17.04	21.59
安踏体育	02020.HK	HKD	83.80	2024/04/22	买入	91.61	3.61	4.53	23.21	18.50	13.69	11.06	19.90	20.00
李宁	02331.HK	HKD	16.74	2024/04/08	买入	25.70	1.21	1.29	13.83	12.98	17.26	7.29	13.10	12.10
特步国际	01368.HK	HKD	4.55	2024/04/22	买入	7.32	0.39	0.44	11.67	10.34	7.80	6.98	11.60	12.30
滔搏	06110.HK	HKD	5.17	2023/09/07	买入	7.10	0.30	0.36	17.23	14.36	7.53	6.85	18.70	18.60
申洲国际	02313.HK	HKD	73.25	2024/04/16	买入	103.86	3.03	3.76	24.17	19.48	17.23	13.53	13.80	15.77

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算; 报喜鸟、太平鸟、森马服饰、华利集团、浙江自然、健盛集团、新澳股份、伟星股份、台华新材、鲁泰 A、乔治白、安踏体育、李宁、特步国际、申洲国际、滔搏、波司登已公布 2023 年报, 上表 2023E 为实际值

目录索引

一、家纺属耐用消费品，下游需求受周期性和趋势性因素共同影响	6
二、家纺行业复盘：高分红、低估值属性显著，在熊市具备防御属性	12
三、家纺行业具备长期增长逻辑，成长确定性强	16
（一）行业有望持续扩容，新消费趋势带来发展机会	17
（二）家纺行业集中度相对分散，格局持续集中	21
四、家纺企业获取较高 ROE 的两种方式——高净利率驱动型和高周转驱动型	25
五、重点公司	29
（一）富安娜：产品个性突出，经营质量优秀，业绩波动低于同行	29
（二）罗莱生活：家纺龙头，双品牌灵活抢占市场，未来空白区域持续扩张可期 ..	31
（三）水星家纺：大单品策略，定位高性价比，电商渠道优势突出	32
六、投资建议	33
七、风险提示	33
（一）宏观经济不景气风险	33
（二）市场竞争风险	33
（三）管理不善风险	34

图表索引

图 1：我国家纺行业市场规模（亿元）	6
图 2：国内家纺行业各品类销售额占比情况（2021）	6
图 3：我国家纺消费品各类需求占比统计（2022）	6
图 4：2011-2023 年上市公司收入/利润同比增速、估值水平和地产相关指标周期复盘	8
图 5：1999-2023 年及 2024M1-3 房地产销售、投资、开工规模及同比增速情况	10
图 6：2011-2023 年上市公司收入/利润同比增速、估值水平和婚姻登记相关指标周期复盘	11
图 7：我国适婚年龄人口数量（百万人）	12
图 8：我国结婚登记情况	12
图 9：2011-2023 申万家纺板块估值波动与行业景气度关联性	12
图 10：2009.9-2024.3 SW 家纺板块/沪深 300 收盘价及累计超额收益率（日频数据）	13
图 11：2011-2023 单季度主要上市公司股价、收入利润同比增速、估值水平复盘	16
图 12：我国家纺人均消费（元）及增速、消费占比（%）	17
图 13：我国居民人均消费（元）及同比增速	17
图 14：中产阶级比重持续扩大	17
图 15：中国居民五等分分组人均可支配收入同比增速	18
图 16：中国居民五等分分组人均可支配收入（元）	18
图 17：我国消费者信心指数回弹	18
图 18：我国资产超过 1000 万高净值人群数量（万人）	18
图 19：中国各收入群体实际支出变化	18
图 20：近年水星家纺被芯、枕芯收入占比呈现上升趋势	20
图 21：近年水星家纺被芯、枕芯收入增速高于套件	20
图 22：近年来水星家纺被芯、枕芯毛利率呈现持续上升趋势	21
图 23：我国家纺品牌格局情况	22
图 24：各国家纺市占率 CR5 集中度对比	22
图 25：规上家纺和头部企业营收增速对比	23
图 26：规上家纺和头部企业净利润增速对比	23
图 27：天猫家纺家饰主要品牌市占率（%）	24
图 28：京东家纺家饰主要品牌市占率（%）	24
图 29：主要家纺上市公司 ROE（%）	27
图 30：主要家纺上市公司净利率（%）	27
图 31：主要家纺上市公司权益乘数	27
图 32：主要家纺上市公司总资产周转率(次)	27
图 33：主要家纺上市公司线下渠道数量对比（家）	28
图 34：主要家纺上市公司店效对比（万元）	28

图 35 : 主要家纺上市公司线上渠道增速	29
图 36 : 主要家纺上市公司线上渠道收入占比	29
图 37 : 富安娜收入及归母净利润 (亿元) 和同比增速	30
图 38 : 富安娜毛利率、净利率	30
图 39 : 罗莱生活收入及归母净利润 (亿元) 和同比增速	31
图 40 : 罗莱生活毛利率、净利率	31
图 41 : 水星家纺收入及归母净利润 (亿元) 和同比增速	32
图 42 : 水星家纺毛利率、净利率	32
表 1 : 家纺公司历年直营/加盟渠道数量 (家)	14
表 2 : 家纺公司历年线上收入 (百万元) 及增速	14
表 3 : 家纺公司年度股息率	15
表 4 : 天猫平台 2023 年家纺家饰销售额 TOP15 均为功能性产品	19
表 5 : 天猫平台水星家纺品牌 2023 年家纺家饰销售额 TOP15 中大部分为功能性产品, 增速较快	20
表 6 : 中国家纺行业 Top10 品牌市占率	22
表 7 : 主要家纺上市公司业务模式特征	25
表 8 : 主要家纺上市公司 ROE 拆解	26

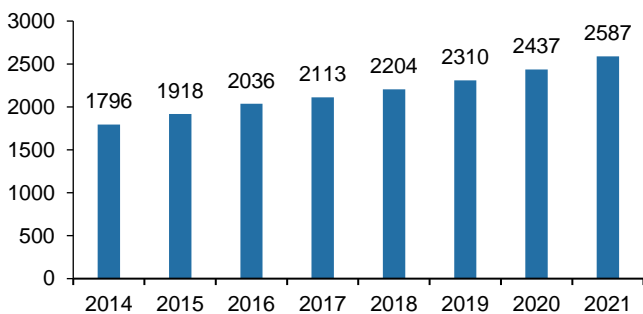
一、家纺属耐用消费品，下游需求受周期性和趋势性因素共同影响

家纺属于耐用消费品，标品属性较强，具备部分地产后周期属性，替换更新需求占比最高。家纺用品消费频次一般以季度或年度为单位，大致可以分为两类：一是作为传统日常更替消费带来的刚性需求，相比纺服其他细分赛道标品属性较强，二是近年来消费者把家纺用品作为家庭“软装修”（区别于墙面/地面/顶面/木作/油漆工程等“硬装修”，“软装修”指家居中可移动、更换的装饰物，如窗帘、家具、靠垫、地毯、装饰画、灯具、工艺品以及绿植等，即“搬家时能够搬走的装饰物”），家纺消费也日益展现追求功能性、个性化、品牌化特征。

根据艾媒数据，2021年我国家纺行业市场规模约为2587亿元，根据中国产业研究报告网，其中床上用品/沐浴用纺织品/厨房餐厅用纺织品/客厅用纺织品/地毯类分别占比59%/19%/6%/13%/3%。

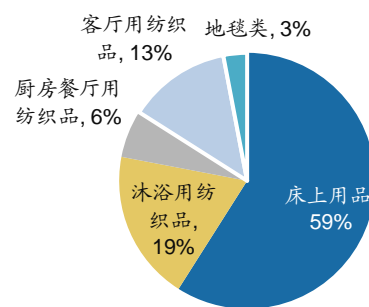
根据中国家纺协会数据，从我国家纺消费品各类需求占比来看，替换更新需求占比最大，约40%，乔迁、婚庆、团购礼品需求各占比约20%，其中乔迁、婚庆需求和房地产需求相关，但是购置新房到交房以及家装存在滞后性，因此房地产销售数据可被认作是该部分家纺需求的领先指标。

图1：我国家纺行业市场规模（亿元）



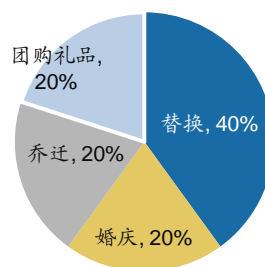
数据来源：艾媒数据，广发证券发展研究中心

图2：国内家纺行业各品类销售额占比情况（2021）



数据来源：中国家纺协会，中国产业研究报告网，广发证券发展研究中心

图3：我国家纺消费品各类需求占比统计（2022）



数据来源：中商产业研究院，广发证券发展研究中心

从需求端拆分，家纺下游需求既受到房地产需求、婚庆需求等周期性因素影响，又受到居民整体消费水平等趋势性因素影响。

从房地产相关指标对家纺上市公司经营业绩和估值水平的影响看：

指标选取：（1）根据 wind，我们选取 SW 家纺指数 PE（TTM，区间平均值）、SW 家纺板块全部上市公司收入同比增速，与房地产销售面积同比增速分别进行拟合，分析房地产相关指标对家纺行业上市企业经营业绩和估值水平的影响；（2）选取全国住宅新房及二手房交易面积同比增速，以及二手房交易面积占比数据，分析二手房交易面积占比，和商品房交易面积和上市公司业绩滞后时间长短是否存在明显相关性。（3）此外，选取 SW 家纺板块全部上市公司收入同比增速和 SW 家纺指数 PE（TTM，区间平均值）进行对比，分析家纺上市公司经营业绩增速是否对该板块估值抬升产生显著影响。除新房二手房增速及占比外，选取数据频次均选取单季度数据。

作用机制及变化规律：（1）根据 wind，板块估值表现与房地产销售面积增速、企业盈利能力相关性较强，但受启动时间和市场预期变化，关联程度有所差异。2012 年前，家纺板块 PE 变化和房地产销售面积增速变化，展现出较强的同步性（此阶段公司经营业绩同样和房地产销售面积增速密切相关）；此后家纺板块 PE 估值低位企稳，直到 2015 年两者变化趋势再次展现强相关；此后虽然地产销售波动较大，但由于主要上市公司自身着力渠道变革和电商放量等原因，家纺板块 PE 维持在较高位置；直到 2018 年上市公司业绩增速放缓，虽然地产行业销售面积增速回正，但家纺板块 PE 有所下降；2019 年以来，家纺板块 PE 估值整体处于较为稳定的位置，和房地产销售面积增速相关性大幅减弱。

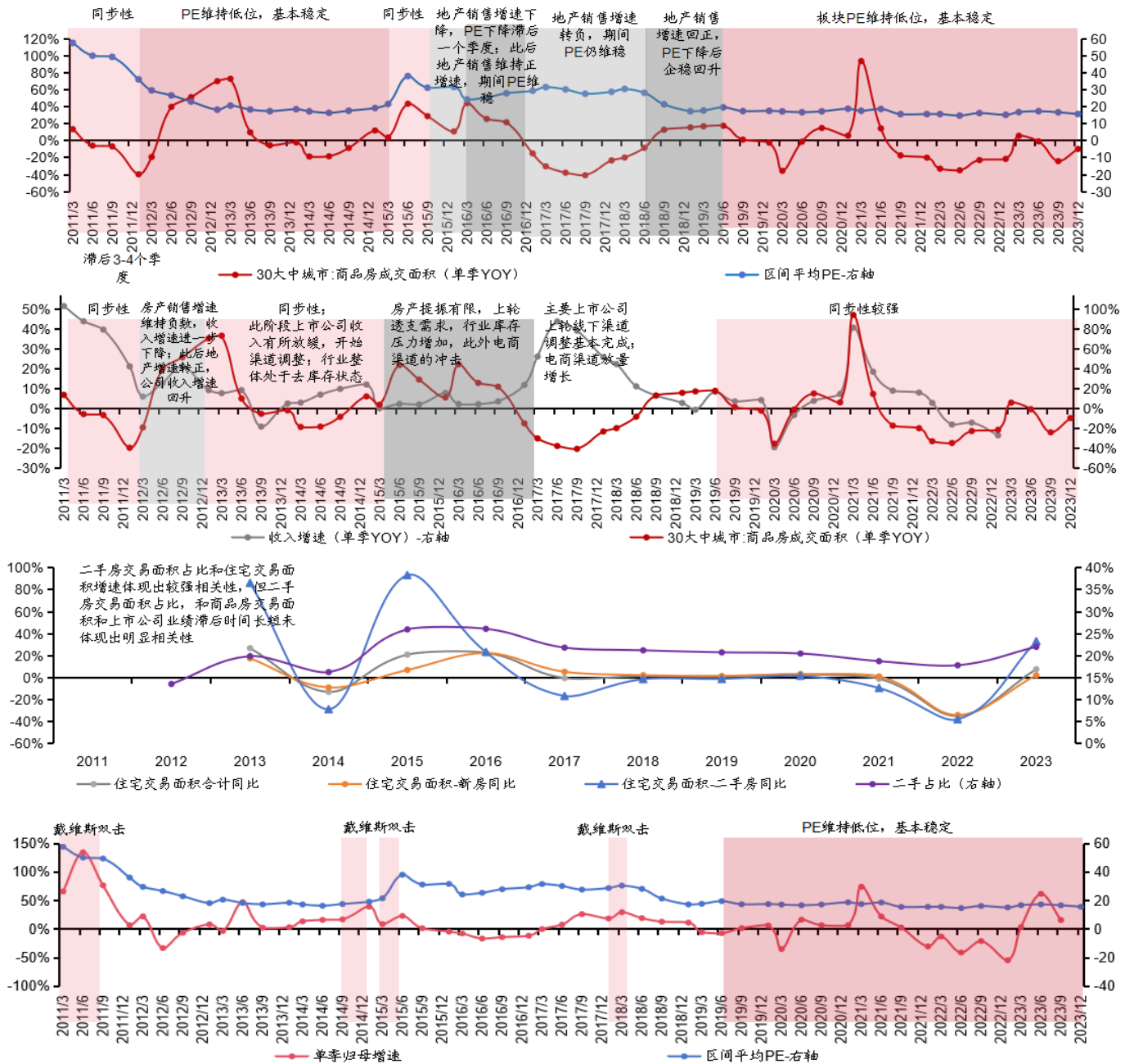
（2）整体来看，家纺板块上市公司收入增速与房地产销售面积增速变化同步性较强，2015 年前，房地产销售面积增速和家纺上市公司收入增速变化展现出较强的同步性。2015-2016 年，在上轮后地产周期刺激行业高速增长阶段，家纺供给大幅提升，一定程度上透支需求，以及我国宏观经济增速放缓，需求端呈现出一定程度的疲软，行业库存压力增加，上市公司收入有所放缓，行业整体处于去库存状态，上市公司持续渠道调整；2017-2018 年主要上市公司自身线下渠道调整基本完成，下游经销商开始补库，电商渠道放量。2015-2018 年家纺板块上市公司收入增速与房地产销售面积增速同步性相比 2015 年之前有所减弱。2019 年 6 月之后，两者之间回归较强的同步性。

（3）二手房交易面积占比和住宅交易面积增速体现出较强相关性，但二手房交易面积占比，和商品房交易面积和上市公司业绩滞后时间长短未体现出明显相关性。

（4）从家纺板块上市公司归母净利润增速和 PE 关系来看，2019 年之后，板块 PE 抬升和归母净利润单季度增速波动的变化关系弱化，PE 整体稳定，2023 年底至 2024 年初 PE 抬升主要系高红利和成长确定性强的公司受到市场关注。

需要注意：（1）我国消费者结婚和买房行为存在相关性，二者对家纺行业的影响存在一定的重叠性；（2）从需求端看，乔迁因素只占家纺业绩的 20%，具有一定的局限性；（3）房产和家纺都属于消费品，均与人均收入/消费水平呈正相关关系。

图4: 2011-2023年上市公司收入/利润同比增速、估值水平和地产相关指标周期复盘



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

注: 浅红底为图中变量同步性较明显的时期; 深红底为 PE 企稳时期, 灰底为图中变量较明显滞后相关的时期

上市公司口径为板块内全部上市公司(新上市的公司, 从有同比可比数据的季度开始计入整体增速)

房地产相关指标前瞻: 短期地产销售端仍有压力, 补库意愿处低位; 近期地产供需政策集中发力, 新模式构建稳推进; 预计政策催化下, 房地产行业基本面将有调整, 有望带动下游家纺整体需求。

中央政策方面, 根据住建部披露, 2023年12月21日, 全国住建工作会议召开, 进一步明确了保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造“三大工程”的建设任务, 强调稳步推进保障性租赁住房、公租房和棚改安置房等建

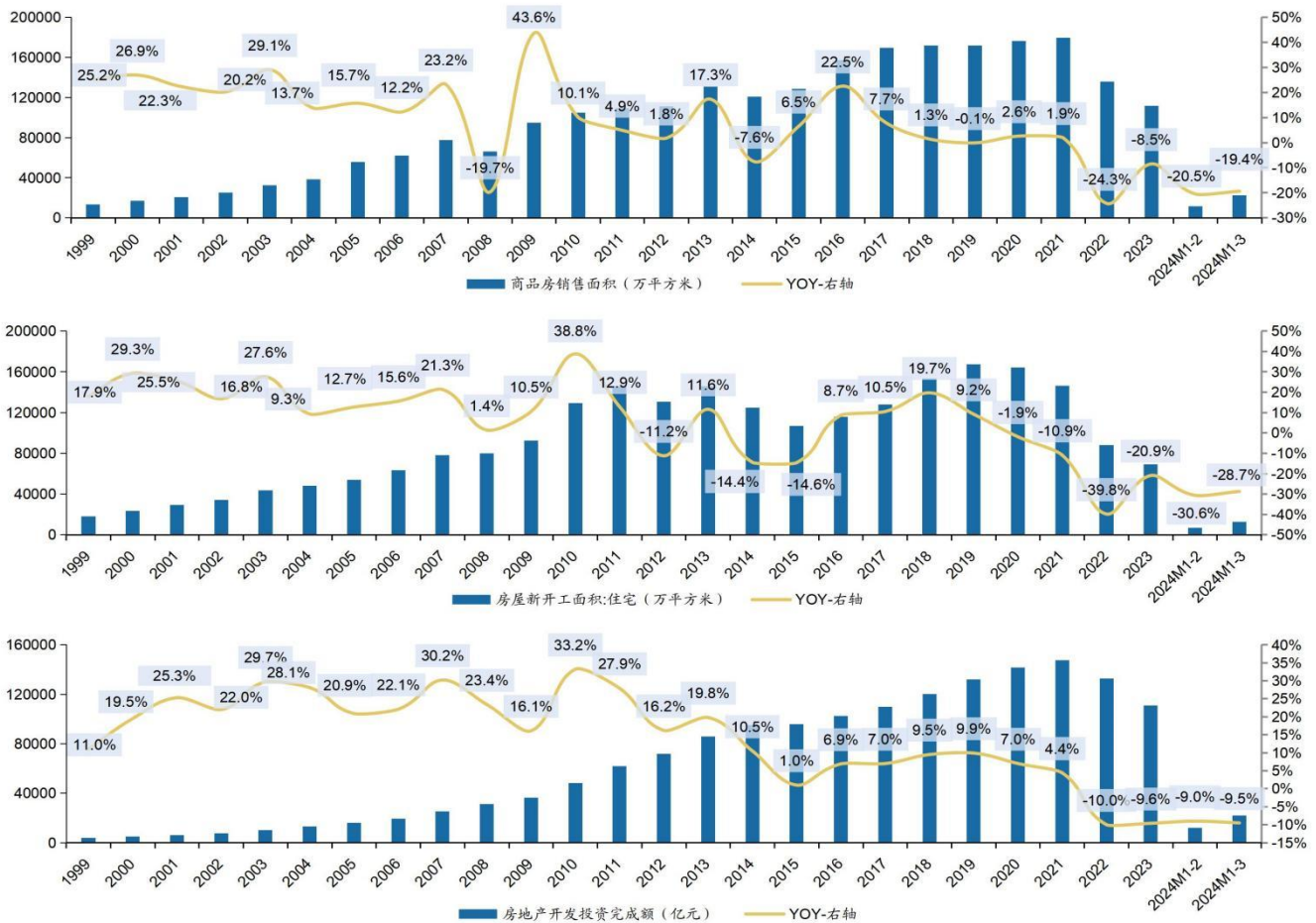
设，以及支持新市民、青年人提取住房公积金租房安居。根据新华社披露，截至2024年4月11日，全国已有65个城市报送2024年保障性住房建设计划和项目，其中西安今年计划筹建1.5万套保障性住房；深圳已启动13个项目、共计1万套保障性住房建设；杭州今年筹建的12个保障性住房项目已开工3个，剩余9个项目将在6月底前开工建设。

地方政策方面，据澎湃新闻网披露，2024年以来上海放松两区人才限购，广州继2023年9月缩小限购区域后再次放松限购政策；杭州出让地块取消最高限价，北京、广州、沈阳等多地放松公积金政策，广东省已有15个城市取消首套房贷利率下限，具体包括潮汕、汕尾、东莞、佛山、珠海、中山、惠州、汕头、江门、湛江、肇庆、阳江、清远、韶关、云浮等城市。

四限（限购、限外、限贷、限价）放松方面，根据福州市政府官网披露，2024年4月2日，福州市五城区首套/二套住房商业性个人住房贷款最低首付比调整为不低于20%/30%（原不低于25%/35%）。根据澎湃新闻网披露，2024年4月12日，杭州市24年第五批出让的4宗宅地取消项目销售最高限价。2024年4月2日，海南琼中县取消非本省户籍全域限购限制，规定非本省户籍提供在本县累计2年个税或社保缴纳证明，可购买1套商品住房，多孩家庭购买商品住房的可在现行政策基础上增加1套，限售缩短为2年（原5年）。

公积金放松方面，2024年4月8日，根据北京市政府官网，北京发布征求意见稿，购二星/三星级绿色建筑借款人公积金可贷额额度上浮20万元，购A/AA/AAA级装配式建筑的借款人公积金可贷额上浮10/20/30万元，购超低能耗建筑的借款人公积金可贷额上浮40万元，上浮金额可累加，最高可上浮40万元，最高贷款额度不超过160万元。根据广州市政府官网，广州2024年4月9日起单/双方公积金可贷额提升至70/120万元（原60/100万元），购一星/二星级绿色建筑或新建装配式建筑公积金可贷额上浮10%/20%，符合多种可上浮公积金贷款可贷额的，以最高可上浮比例为上限，额度不重复累加计算。

图5：1999-2023年及2024M1-3房地产销售、投资、开工规模及同比增速情况



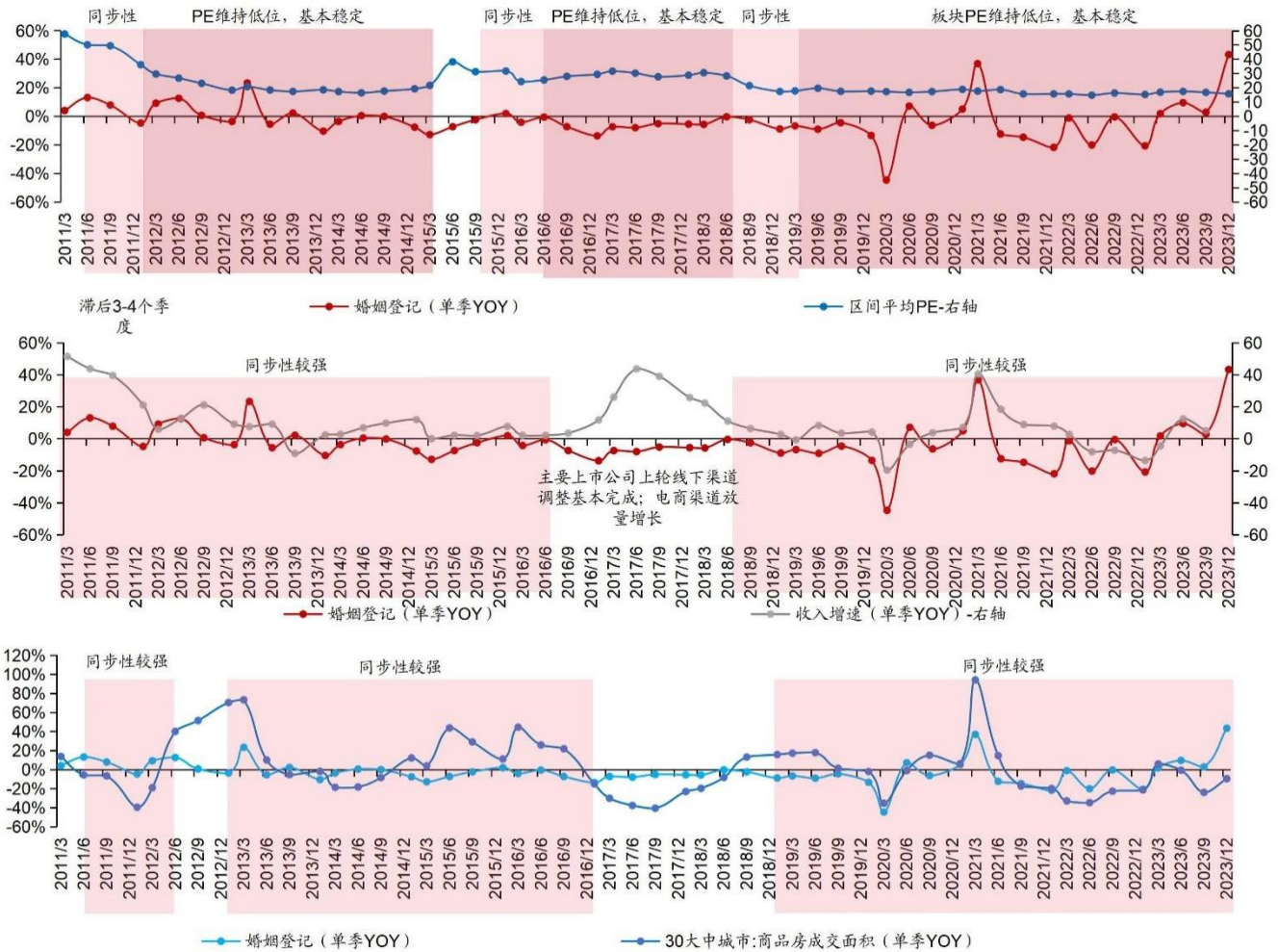
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

从婚庆相关指标对家纺上市公司经营业绩和估值水平的影响看：

指标选取：（1）根据 wind，我们选取 SW 家纺指数 PE（TTM，区间平均值）、SW 家纺板块全部上市公司收入同比增速与婚庆同比增速分别进行拟合，分析婚庆相关指标对家纺行业上市企业经营业绩和估值水平的影响；（2）此外，选取我国婚姻登记数量同比增速和房地产销售面积同比增速进行对比，分析两者相关关系。选取数据频次均选取单季度数据。

作用机制及变化规律：（1）根据 wind，2011年6月-2012年6月，2013-2016年，2019-2023年，对照我国婚姻登记数量同比增速和房地产销售面积同比增速的变化关系，两者表现出较强的正相关性；（2）如图6所示，我国婚姻登记数量同比增速和家纺板块上市公司收入增速，展现出阶段性的相关关系，近年来两者展现出较强的同步性。

图6: 2011-2023年上市公司收入/利润同比增速、估值水平和婚姻登记相关指标周期复盘

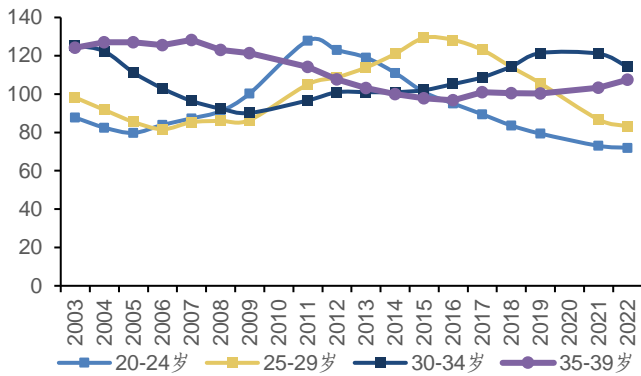


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

注: 浅红底为图中变量同步性较明显的时期; 深红底为 PE 企稳时期, 灰底为图中变量较明显滞后相关的时期
上市公司口径为板块内全部上市公司 (新上市的公司, 从有同比可比数据的季度开始计入整体增速)

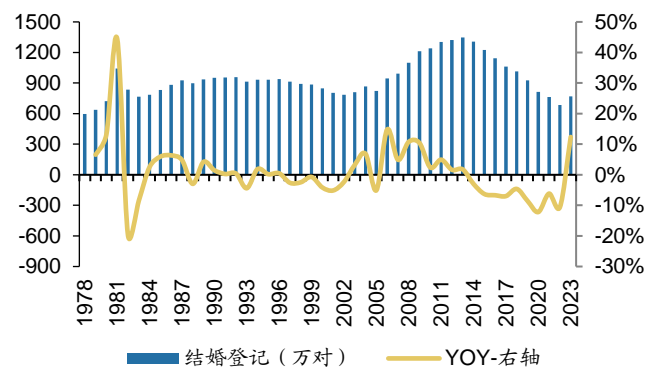
婚庆相关指标前瞻: 疫后结婚需求陆续释放, 利好家纺消费。根据民政部数据, 2023 年全国办理结婚登记为 768 万对, 较 2022 年同比增加 12.4%; 其中, 2023Q1-3 全国结婚登记数较 2022 年同期增加 24.5 万对, 在 2023Q4 单季度, 全国结婚登记数同比增加 60 万对。

图7: 我国适婚年龄人口数量 (百万人)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图8: 我国结婚登记情况



数据来源: wind, 民政部, 广发证券发展研究中心

二、家纺行业复盘: 高分红、低估值属性显著, 在熊市具备防御属性

复盘 2009-2023 年及 2024M1-3 家纺板块年度行情, 家纺头部公司业绩稳定性及确定性较强, 在熊市具备防御属性: 根据 Wind, 2009-2023 年沪深 300 年度涨跌幅为负的年份为 2010-2011 年, 2013 年, 2016 年, 2018 年, 2021-2023 年, 共 8 年, 其中除 2016 和 2018 年外, 家纺板块均跑赢大盘 (且除 2022 年外, 家纺板块相对沪深 300 收益率均高于服装家纺整体板块相对收益率), 在熊市胜率为 75%, 展现出在大盘下行时期较强的韧性。

图9: 2011-2023申万家纺板块估值波动与行业景气度关联性

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
行情总结	小涨/跑输	大涨/跑赢	上涨/跑赢	大跌/跑输	小涨/跑赢	上涨/跑输	大涨/跑赢	大跌/跑输	阴跌/跑输	大跌/跑输	上涨/跑输	上涨/跑输	上涨/跑赢	下跌/跑赢	上涨/跑赢
申万家纺涨跌幅	16%	51%	6%	-38%	3%	15%	103%	-23%	-2%	-31%	5%	8%	7%	-18%	2%
沪深300涨跌幅	97%	-13%	-25%	8%	-8%	52%	6%	-11%	22%	-25%	36%	27%	-5%	-22%	-11%
SW家纺相对收益率	-80%	64%	31%	-45%	11%	-37%	98%	-12%	-23%	-5%	-31%	-20%	12%	4%	13%
申万服装家纺涨跌幅	110%	12%	-24%	-15%	2%	36%	90%	-15%	-24%	-34%	6%	-7%	4%	-15%	0%
SW服装家纺相对收益率	13%	25%	1%	-23%	9%	-16%	84%	-3%	-46%	-9%	-31%	-34%	9%	6%	11%
申万家纺PE(TTM)	54	57	48	24	19	18	31	27	30	24	18	18	17	16	17
家纺景气度指标(YOY)	高	高	高	较高	较高	较高	较低	较低	反弹	反弹	较低	较低	反弹	较低	反弹
柯桥家纺市场景气指数	-9%	1%	2%	7%	1%	1%	18%	16%	-5%	4%	-3%	-14%	4%	-11%	1%
柯桥家纺生产景气指数	-10%	-10%	-2%	12%	38%	52%	-38%	-30%	8%	16%	21%	-26%	-3%	-8%	-15%
规模以上企业收入	10%	-	23%	12%	8%	6%	1%	3%	5%	5%	-3%	-1%	6%	-4%	-1%
规模以上企业利润	-	-	27%	13%	10%	6%	4%	5%	3%	20%	-7%	15%	-7%	2%	5%
主要上市公司收入	16%	46%	36%	12%	2%	9%	4%	6%	31%	9%	4%	-2%	17%	-7%	
主要上市公司归母净利润	41%	44%	50%	1%	7%	23%	6%	-5%	17%	18%	0%	-2%	5%	-37%	
消费环境指标(YOY)															
城镇居民人均消费	9%	10%	13%	10%	8%	11%	7%	8%	6%	7%	8%	-4%	12%	0%	9%
乡村居民人均消费	-	-	-	-	-	10%	9%	8%	7%	8%	7%	0%	15%	3%	9%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

注: 主要上市公司选取罗莱生活、水星家纺、富安娜、梦洁股份数据

具体到月度行情，根据 Wind，家纺板块各主要上市公司（这里主要选取上市时间较长、营收规模较大的罗莱生活、水星家纺、富安娜、梦洁股份数据）明显上涨时段主要为：

2009M9-2011M9（2010M4-M9PE 估值出现明显抬升；2009.9.10-2011.9.19，SW 家纺指数上涨 112.4%；罗莱生活、富安娜、梦洁股份分别上涨 165.4%、51.8%、29.4%），主要系次贷危机后全球经济复苏、国内地产需求旺盛、居民消费升级，行业景气度较高，主要上市公司业绩持续高增长。

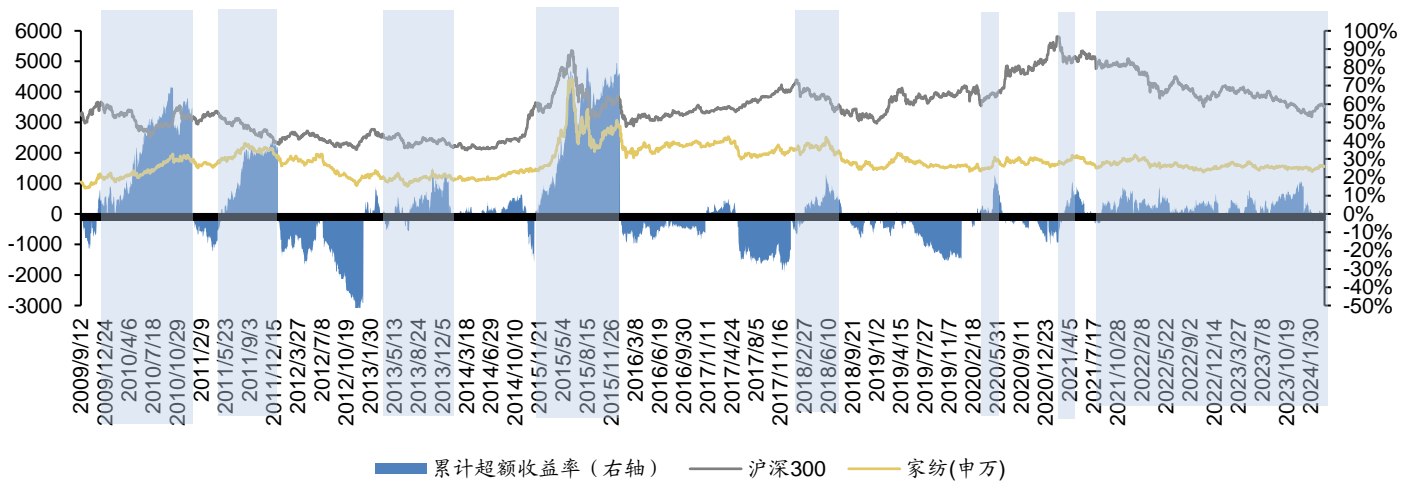
2014M6-2015M6（2015M2-M5PE 估值出现明显抬升；2014.6.22-2015.6.7，SW 家纺指数上涨 289.9%；罗莱生活、富安娜、梦洁股份分别上涨 299.6%、255.4%、359.9%），主要系主要上市公司积极进行渠道改革、发展电商业务，以及牛市行情催化，板块估值抬升。

2017M8-2018M6（2017.8.11-2018.5.31，SW 家纺指数上涨 35.5%，罗莱生活、富安娜、梦洁股份分别上涨 71.0%、61.4%、-12.9%，水星家纺 2017.11.20 上市至 2018.5.31，上涨 42.8%），主要系房地产销售催化，以及龙头品牌的电商渠道收入增速爆发放量，叠加 2017 年末冷冬、2018 年初春节时间较晚拉长节前消费旺季影响，带动上市公司业绩加速。

2020M3-2022M1（2020M4-2020M9PE 估值出现明显抬升，随后企稳；2020.3.1-2022.1.17，SW 家纺指数上涨 25.5%；罗莱生活、水星家纺、富安娜、梦洁股份分别上涨 93.8%、38.1%、57.4%、-18.7%。主要系疫情期间居家时间变长，拉升家纺需求，以及家纺标品属性较强适合线上销售。

2022M11-2024M3（2023M11-2023M3PE 估值出现明显抬升，2022.11.23-2024.3.28，SW 家纺指数上涨 7.2%；罗莱生活、水星家纺、富安娜、梦洁股份分别上涨 2.7%、35.9%、68.0%、-42.1%），前半段主要系疫后消费复苏，后半段主要系红利指数表现优秀，家纺板块高股息率，龙头公司受到市场关注。

图10：2009.9-2024.3 SW家纺板块/沪深300收盘价及累计超额收益率（日频数据）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

注：淡蓝色底为 SW 家纺板块跑赢大盘的时期

总结来看：

(1) 2009 年至今家纺板块股价主要催化剂分为三个阶段：第一阶段（2009 年月度行情，2010-2011 年，2013 年行情）为次贷危机后全球经济复苏、国内地产需求旺盛、居民消费升级。2013 年及之后，规上家纺企业营收增速逐年放缓，并在 2015 年触底（同比变化-38%），主要系受到后地产周期刺激行业高速增长的阶段，大量家纺企业经历了上轮线下跑马圈地，供给大幅提升，一定程度上透支需求，以及我国宏观经济增速放缓，需求端呈现出一定程度的疲软，行业库存压力增加，此外还有电商渠道的冲击。第二阶段（2015 年及 2017-2018 年月度行情）为上市公司渠道转型，线上销售逐渐放量，打破销售地区间隔，以及房地产销售催化；第三阶段（2020-2024 年行情）前半段为疫情期间居家时间变长，拉升家纺需求，以及家纺标品属性较强适合线上销售；后半段为疫情后消费逐渐复苏，此外经过 2020-2022 年特殊零售环境洗礼，淘汰落后的部分中小企业，家纺龙头逐渐向相对空白区域渗透（主要采取加盟店方式），争取小品牌的原有市场份额；2023 年底以来，家纺板块高股息率龙头公司受到市场关注。

表1：家纺公司历年直营/加盟渠道数量（家）

		2019	2020	2021	2022	2023H1
罗莱生活	直营	295	257	261	307	318
	加盟	2030	1,979	2,220	2355	2,374
富安娜	直营	454	437	470	471	473
	加盟	1093	1,029	1,055	999	991
梦洁股份	直营	557	492	402	495	410
	加盟	1816	1,573	1,207	1223	1,160

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：水星家纺 2017 年直营 93 家，加盟 2539 家，合计 2632 家；后续财报未公布门店数量，根据高德地图数据，截至 2024.4.13，水星家纺主品牌线下约 2379 家门店（可能存在部分已闭店/新开店未在高德地图更新的情况）。

表2：家纺公司历年线上收入（百万元）及增速

		2019	2020	2021	2022	2023H1
罗莱生活	线上收入	1174.06	1418.81	1611.58	1481.62	671.34
	YOY	-	20.8%	13.6%	-8.1%	7.1%
富安娜	线上收入	1007.59	1134.65	1323.41	1280.49	530.88
	YOY	21.3%	12.6%	16.6%	-3.2%	6.0%
水星家纺	线上收入	1218.19	1510.89	1964.91	2137.27	-
	YOY	19.2%	24.0%	30.1%	8.8%	-
梦洁股份	线上收入	394.25	431.27	583.92	565.49	249.29
	YOY	-	9.4%	35.4%	-3.2%	1.2%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表3: 家纺公司年度股息率

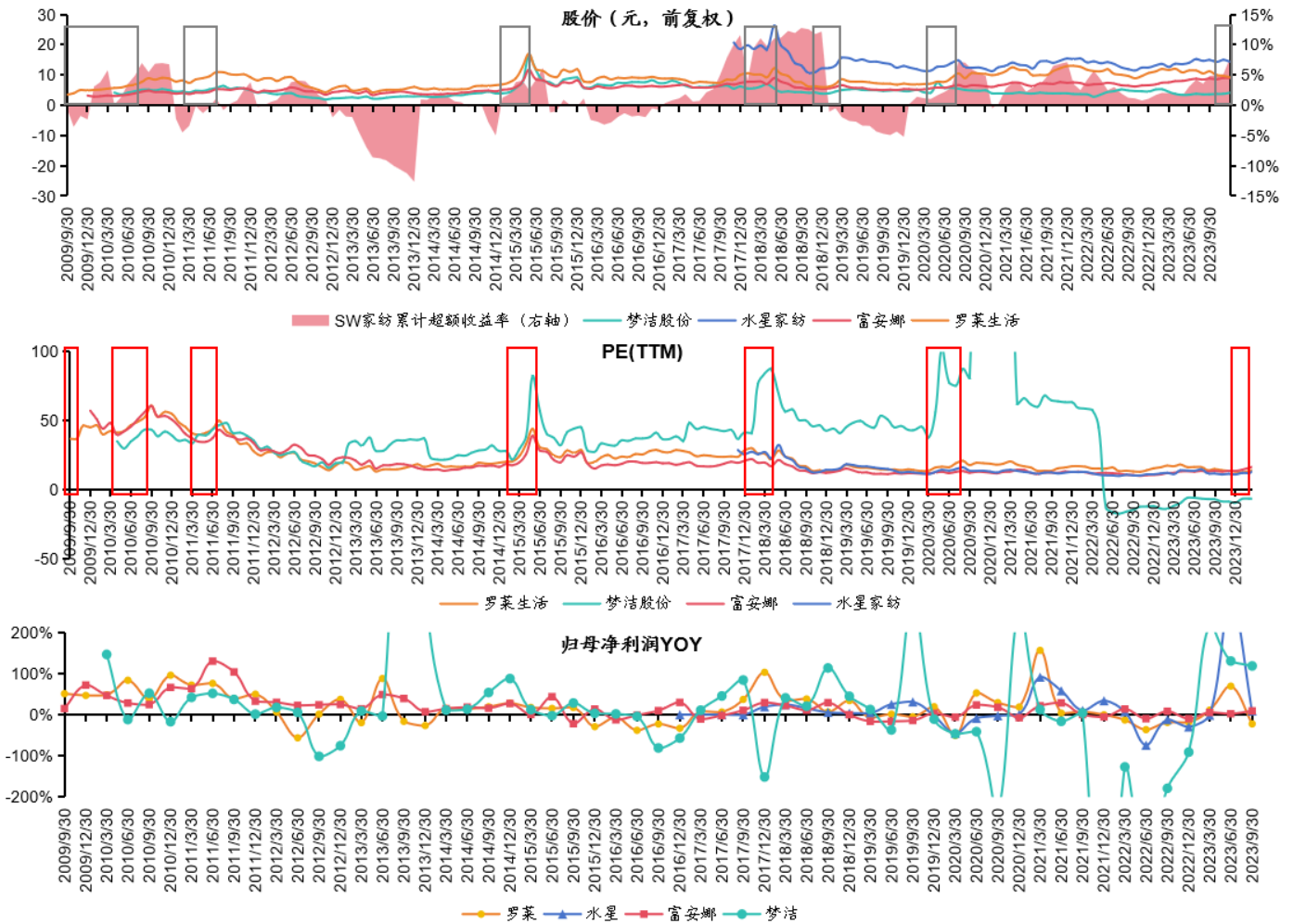
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
富安娜	0.96%	3.33%	7.29%	6.45%	5.84%	8.49%	6.72%
罗莱生活	1.35%	3.99%	4.00%	4.03%	8.32%	5.34%	6.50%
水星家纺	-	3.35%	4.56%	5.91%	2.36%	3.79%	4.87%
众望布艺	-	-	-	-	1.41%	2.31%	2.08%
真爱美家	-	-	-	-	-	0.71%	2.00%
太湖雪	-	-	-	-	-	5.06%	0.61%
梦洁股份	1.48%	1.46%	3.06%	3.97%	1.52%	-	-

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

 注: 此处股息率 = \sum 近 12 个月现金股利(税前) / 年底股票市值; 按照 2023 年股息率降序排序

(2) 对比主要上市公司上涨行情(分月度): ①罗莱生活涨幅最大(同时期业绩增速也最快), 富安娜次之的时间段: 2009M9-2011M9、2014M6-2015M6、2017M8-2018M6、2020M3-2022M1; 水星家纺涨幅最大, 罗莱生活次之的时间段: 2018M10-2019M3 (主要系水星家纺次新股行情, 以及电商渠道放量带动, 水星电商渠道在板块内占比最大, 增速最快); 富安娜涨幅最大, 水星家纺次之的时间段: 2022M11-2024M3, (主要系高股息率、成长确定性较强的公司受市场关注), 涨幅弹性主要考虑公司经营业绩弹性以及该轮行情主要驱动特征(如高分红逻辑驱动); ②从业绩稳定性和股价波动来看, 富安娜经营业绩和股价涨势均较为稳健, 整体波动较小, 罗莱生活和水星家纺的涨幅弹性较大。

图11: 2011-2023单季度主要上市公司股价、收入利润同比增速、估值水平复盘



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

注: 红框为家纺上市公司估值有所提升的时期, 蓝框为家纺上市公司股价涨幅较明显的时期

三、家纺行业具备长期增长逻辑, 成长确定性强

我们认为在行业扩容和行业集中度持续提升背景下, 龙头家纺企业具备长期增长逻辑, 成长确定性较强。

从行业扩容角度: (1) 我国居民人均家纺消费占总消费比重长期约 0.6%, 人均可支配收入及消费增长和中产占比提升利好家纺消费; (2) 消费者偏好由中低端产品向具备更高附加值的高端/功能型产品转变, 利于提高行业收入及利润规模; (3) 年轻一代消费群体家纺产品更换频次提升, 助力行业扩容。

从集中度提升角度: (1) 消费者品牌意识不断增强, 消费习惯实现从杂牌向品牌产品的过渡, 利好行业集中度提升; (2) 龙头企业全产业链生产要素的提高, 线下策略性高质量拓店, 线上持续增长, 加强供应链管理, 争取市场份额。

(一) 行业有望持续扩容，新消费趋势带来发展机会

1.我国居民人均家纺消费占比长期约 0.6%，人均可支配收入及消费增长和中产占比提升利好家纺消费

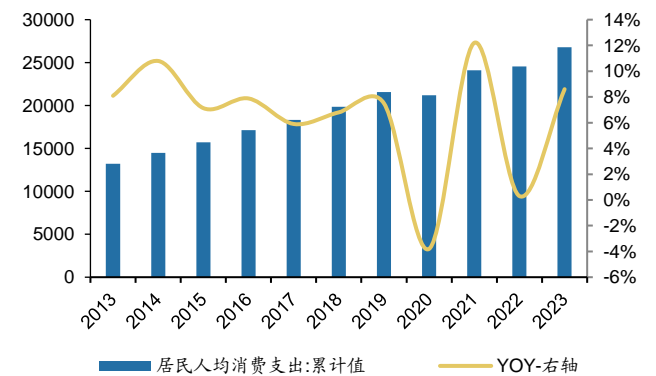
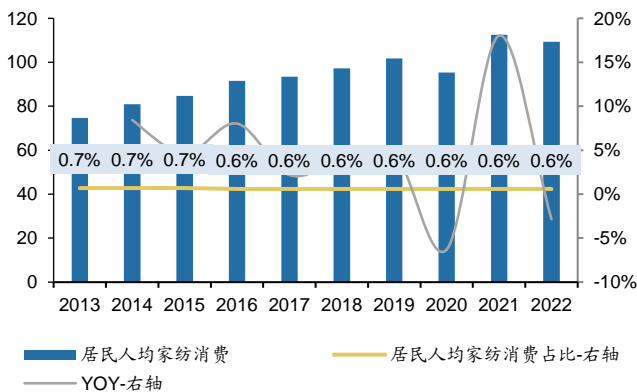
据 wind，2016 年以来我国居民人均家纺消费占居民人均总消费比重长期约 0.6%，长期来看，伴随我国人均可支配收入提升和消费增长、中高收入人口占比提升、低收入人口收入提升，利好家纺行业规模有望进一步提升。

根据麦肯锡在《2023 麦肯锡中国消费者报告》，2019-2021 年，年收入超过 16 万元人民币的中国城镇家庭数量 CAGR 达 18%，从 9900 万增至 1.38 亿，数量占比从 12% 增至 39%，预计到 2025 年占比增至 54%。根据 ifind 引用的招商银行数据，2022 年我国资产超过 1000 万高净值人群数量达到 316 万人，相比 2020 年同比增长 20.61%。中高收入阶级人口占比提升利好家纺消费，一方面中高收入消费者更加注重品牌与质量，愿意为高品质的产品买单；另一方面，中高收入消费者通过在软装家居上增加亮点，选择不同风格的生活方式，也带动了家纺品更换频次提升。

此外，三四线城市收入增长，客群消费能力增强，为中高端家纺开辟了新的市场。

图12: 我国家纺人均消费(元)及增速、消费占比 (%)

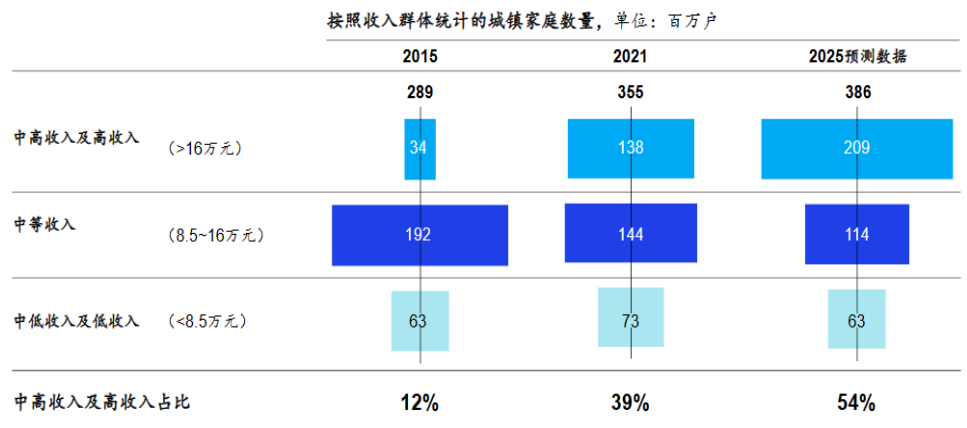
图13: 我国居民人均消费(元)及同比增速



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

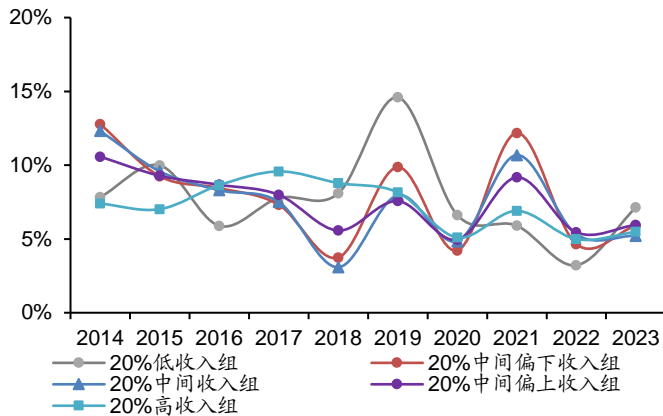
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图14: 中产阶级比重持续扩大



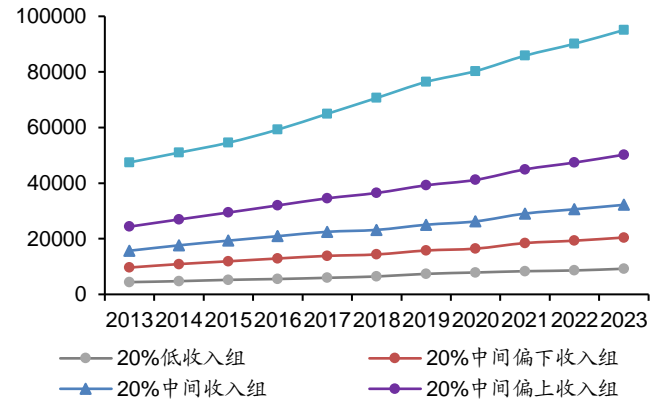
数据来源: 麦肯锡《2023 麦肯锡中国消费者报告》，广发证券发展研究中心

图15: 中国居民五等分分组人均可支配收入同比增速



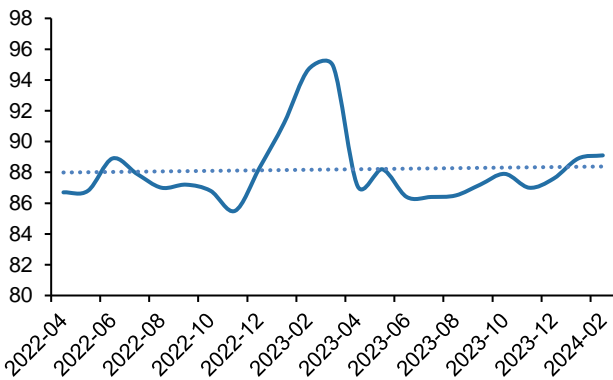
数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

图16: 中国居民五等分分组人均可支配收入(元)



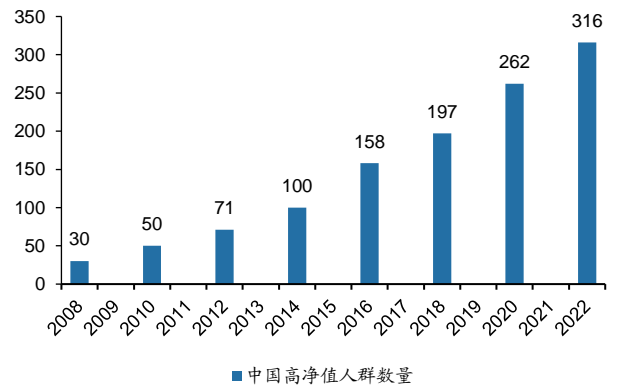
数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

图17: 我国消费者信心指数回弹



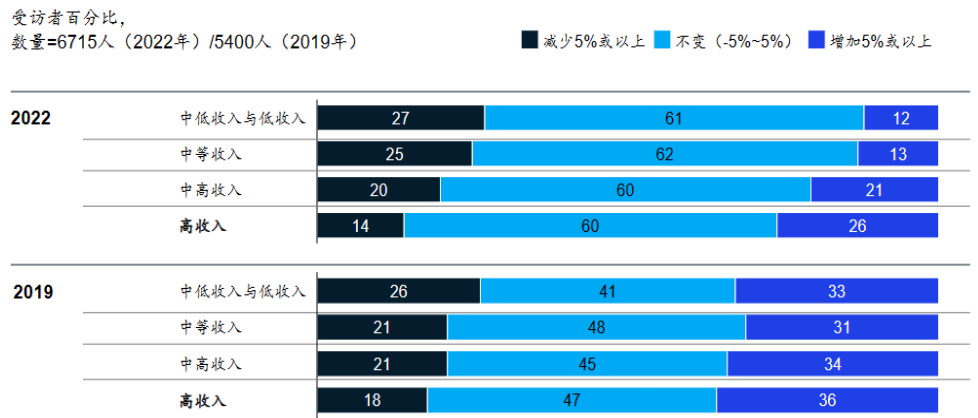
数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

图18: 我国资产超过1000万高净值人群数量(万人)



数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

图19: 中国各收入群体实际支出变化



数据来源: 麦肯锡《2023 麦肯锡中国消费者报告》, 广发证券发展研究中心

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/197030165141006100>