

纺织服装

以史为鉴 看好国内家纺行业

——欧洲家纺巨头 Zucchi 兴衰启示录

研究结论

- 素琦 (Zucchi) 是欧洲最大的家纺企业, 公司是典型的“多品牌多渠道”+“产业链纵向一体化”的企业, 旗下拥有意大利知名家纺品牌 Zucchi 和 Bassetti, 法国知名家纺品牌 Descamps 和 Jalla 等, 其产品销售遍及全球 40 多个国家, 公司在意大利本土和法国均是市场占有率第一的品牌。
- 从历史看, 自 1982 年上市后素琦公司的股价涨跌基本与经营业绩的起落相伴相随, 大致可以分为四个阶段, 1987 年到 1990 年幅上涨, 远远领先指数; 1991 年到 1992 年出现一定幅度的回调; 1993 年到 1997 年, 经历了从小幅攀升到直线拉升的阶段; 最后是从 1998 年开始便步入了长达数十年的漫漫熊途。股价和经营密切相关也充分反映了资本市场对公司定价的价值取向。
- 回顾素琦公司上市后的历史, 1987——1990 年和 1993——1997 年是公司经营发展和股价表现最好的两个阶段, 我们认为公司繁荣期除了有本国经济和消费增长的大背景外, 立足产业链技术含量最高的印染后整理环节保持产品品质优势, 同时借助外延式收购兼并进行渠道快速扩张是最重要的原因之一。
- 从素琦公司的发展历史看, 从 1998 年开始公司股价和业绩都进入漫长的下降通道, 分析其衰退期的原因我们认为由于前期多次对外收购兼并带来的财务压力和经营整合没有得到充分释放导致公司财务指标逐步恶化进一步拖累了公司经营, 同时对业务大规模扩张后的供应链整合不力以及对新兴市场拓展不及时也是影响业绩的重要原因。
- 从素琦公司的兴衰变迁看, 我们认为国内经济的增长和消费升级为国内家纺行业创造良好的平台, 推动行业持续快速增长; **国内家纺龙头企业的市场占有率有很大的提升空间** (2007 年素琦公司在意大利本土和法国家纺市场的份额分别为 16.47% 和 5.46% 左右); **从中长期看主动性更新需求将为行业带来更大更持续的增长空间。**
- 参考欧美家纺企业的发展历史, 我们认为国内家纺企业的未来发展模式可能包括有以下几种: 产业链纵向一体化的巨无霸模式、个性化小众化高端模式、渠道为王模式和由收购兼并、代理与授权带来的混业经营模式等, 我们预计更多时候国内家纺企业采取以上几种模式的混合运用以更好地适应市场发展。
- **以史为鉴, 我们坚定看好国内家纺行业, 预期中短期家纺的平均增速将高于普通服装, 以上市公司为领头羊的优势企业有望分享到行业快速增长和市场份额提高带来的乘数效应增长。**目前已上市的家纺企业经营模式较为类似, 短期看没有本质性的区别 (在多品牌运营、渠道拓展的力度和效率新业务的开拓等方面存在细节差异), 维持对富安娜和梦洁家纺“增持”评级。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施红梅

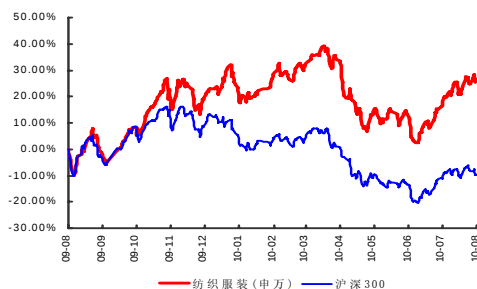
纺织服装行业首席分析师
8621-63325888 × 6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860200010014

糜韩杰

纺织、旅游行业助理分析师
8621-63325888 × 6119
mihanjie@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860110050019

行业评级	看好 中性 看淡 (维持)
国家/地区	中国/A 股
行业	纺织服装
报告日期	2010 年 9 月 27 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	8.35	10.03	26.88
相对表现 (%)	6.1	10.08	36.31

资料来源: WIND

重点家纺公司盈利预测及投资评级

单位: 元	2010E	2011E	2012E	股价	评级
富安娜	0.88	1.15	1.52	43.10	增持
梦洁家纺	0.98	1.32	1.69	42.08	增持

注: 梦洁家纺盈利预测数据已进行除权调整

相关研究报告

《美国梦的诠释者和中国梦的追随者——POLO 和七匹狼的比较研究》	2010 年 9 月 8 日
《优衣库之优——迅销公司成功探秘》	2010 年 8 月 17 日
《牛股是怎样炼成的——GAP 成长启示录》	2010 年 8 月 2 日
《本土品牌服饰面临最好的时代》	2010 年 7 月 2 日
《看好消费升级下的品牌服饰企业》	2010 年 4 月 6 日

目 录

一、公司简介：多品牌多渠道的欧洲家纺龙头	4
二、公司发展史：股价涨跌与经营兴衰相伴相随	6
2.1 发展轨迹	6
2.2 股价走势与盈利变动	6
三、公司繁荣期的经验：收购兼并是加速器	9
3.1 意大利本国经济增长为公司经营创造良好土壤	9
3.2 重视染整环节突出产品品质优势	9
3.3 收购兼并驱动公司经营快速增长	10
四、公司衰退期的教训：财务报表恶化和供应链管理不力是主因	10
4.1 财务报表恶化影响经营拓展	11
4.2 供应链管理不力阻碍了业绩的持续增长	12
4.3 新兴市场业务拓展不及时错失增长良机	13
五、素琦（ZUCCHI）兴衰对国内家纺行业的启示	13
5.1 国内经济增长和消费升级将推动家纺行业持续快速增长	13
5.2 国内龙头家纺企业市场占有率有很大提升空间	16
5.3 主动更新性需求将为家纺行业带来更大发展空间	17
5.4 国内家纺企业未来发展模式探讨	18
六、结语	19

图表目录

图 1 素琦公司的刻板博物馆	4
图 2 素琦公司旗下经典品牌	4
图 3 公司渠道按类型分（2008 年）	5
图 4 1953 年素琦公司成立	6
图 5 Zucchi 走势和法国 CAC40 指数走势	7
图 6 公司 PE 和 PB 走势图	7
图 7 公司 1988 年以来主营业务收入情况 单位：百万美元	8
图 8 公司 1988 年以来净利润情况 单位：百万美元	8
图 9 意大利历年 GDP 增长率	9
图 10 1997 年后公司应收账款下降趋势明显	11
图 11 公司流动负债持续处于高位，流动比率则一路下降 单位：百万美元	12
图 12 1995——2008 年中国人均 GDP 增长情况 单位：美元	14
图 13 我国城镇人口和城市化率（%）	15
图 14 2008 年中国人口金字塔	15
图 15 我国近年来结婚登记情况	16
图 16 家纺的自主性需求成为欧洲的主流	18
图 17 受访者购买家纺产品的渠道	19
表 1 公司主要产品分类	5
表 2 公司渠道按地区分（2008 年）	5
表 3 至今消费者对家纺产品的关注依然是品质大于品牌 单位：关注度%	10

300 多年的光阴，60 万块文物级刻板的收藏，这一切只是来自一家纺织企业的博物馆，所记录的也只是这家企业的成长与兴衰。那么是哪家企业有如此悠久的历史呢？它就是 17 世纪中期诞生于意大利米兰，由一家小作坊历经上百年，逐步变身为欧洲家纺巨头的素琦（Zucchi）公司。为了对创始者的缅怀，素琦公司于 1988 年修建了自己的博物馆，将已退出历史舞台的刻板印花技术的珍贵刻板予以珍藏保留。

图 1 素琦公司的刻板博物馆



资料来源：公司网站；东方证券研究所整理

一、公司简介：多品牌多渠道的欧洲家纺龙头

素琦公司是欧洲最大的家纺品牌公司，旗下拥有意大利知名家纺品牌 Zucchi 和 Bassetti，法国知名家纺品牌 Descamps 和 Jalla 等。另外公司还代理了其他知名品牌的家纺业务，诸如 Lacoste、Ferrari、Laura Asley 和 Diesel。公司的产品销售遍及全球 40 多个国家，店铺数量超过 400 家（包括直营店、加盟店、街边店、店中店和专柜）。2009 年公司主营业务收入为 2.22 亿欧元，净利润为-0.47 亿欧元。

图 2 素琦公司旗下经典品牌

商标	自有品牌
	
代理品牌	
	

资料来源：公司网站；东方证券研究所整理

公司按照品牌对经营业务划分为三个事业部：Zucchi-Bassetti 事业部，主要负责公司意大利品牌的生产和销售；Descamps 事业部，主要负责公司法国品牌的生产和销售；Mascioni 事业部，主要负责纺织品的印染及后整，另外还包括酒店床上用品的批发业务。2009 年，Zucchi-Bassetti 事业部销售收入 1.4 亿欧元，占销售总额的 58%；Descamps 事业部销售收入 0.57 亿欧元，占销售总额的 24%；Mascioni 事业部销售收入为 0.44 亿欧元，占比为 18%。其中事业部相互间的销售收入为 0.2 亿欧元。

公司的家纺产品主要包括：床品、家饰、浴室用品、厨房用品和家居服。产品的定位以中高端为主。

表 1 公司主要产品分类

产品	Zucchi 和 Descamps
床品	被子、饰品、床单和枕套、被套、床罩
家饰	窗帘、地毯、靠垫
浴室用品	毛巾、浴巾、浴衣、浴室地垫
厨房用品	桌布、餐巾
家居服	睡衣、内衣、晨衣、披肩

资料来源：公司网站；东方证券研究所整理

公司 70%的产品由第三方代工，余下的 30%由公司在意大利和法国的四处生产基地和公司在意大利和印度的两家合资公司共同承担。

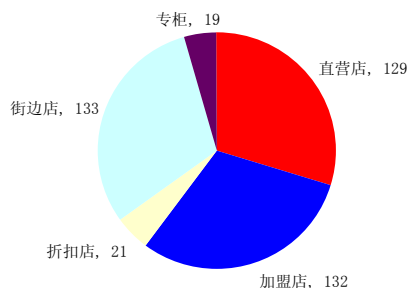
公司的销售主要有批发和零售两种模式。其中，50%的最终产品通过分布在 40 个国家的 400 个零售渠道销售。在这些零售渠道中，有一半以上是直营店和加盟店，根据 2008 年的数据，公司有直营店 129 家，加盟店 132 家。

表 2 公司渠道按地区分（2008 年）

国家	2007 年	2008 年	变化
意大利	159	157	-2
法国	121	112	-9
西班牙	32	38	6
德国	22	25	3
其他	103	102	-1
总计	437	434	-3

资料来源：公司数据；东方证券研究所整理

图 3 公司渠道按类型分（2008 年）



资料来源：公司数据；东方证券研究所整理

公司主要的销售地区在意大利和法国，2009 年公司在意大利的销售额为 1.14 亿欧元，法国的销售额为 0.51 亿欧元，两国的销售额占公司总销售额的 74.4%。根据 2007 年 Banca Akros 公司的测算，意大利家纺市场的总销售额约为 17 亿欧元，法国家纺市场的总销售额约为 26 亿统计，考虑到公司有一半的销售是批发业务，批发业务较零售业务有一定的折扣，而零售业务又有一半直营和一半加盟，因此实际公司产品在市场上的零售额要大大高于公司的销售收入，粗略假设按 2 倍计，则素琦公司在意大利和法国家纺市场的份额分别为 16.47%和 5.46%（公司 2007 年在意大利和法国市场的销售收入分别是 1.40 亿欧元和 0.71 亿欧元左右）。

二、公司发展史：股价涨跌与经营兴衰相伴相随

2.1 发展轨迹

从 17 世纪中叶的一家小作坊经历漫长的发展变迁，素琦公司于 1953 年正式成立，1982 年在米兰证券交易所上市。1986 年素琦公司收购了 Bassetti 公司 100% 的股份，组成 Zucchi-bassetti 联合控股公司，进一步巩固了其在意大利家纺市场的绝对领先地位。1988 年公司兼并了专门生产床品的法国 Bera 股份有限公司，并且收购了世界知名的印染和织物整理企业 Mascioni 公司 55% 的股份。1990 年和 1997 年公司又先后收购了法国的 Jalla 公司和 Descamps 公司，在法国家纺市场的份额不断扩大，由此奠定了公司在欧洲及全球纺织品市场的领导地位。

图 4 1953 年素琦公司成立



资料来源：公司网站；东方证券研究所整理

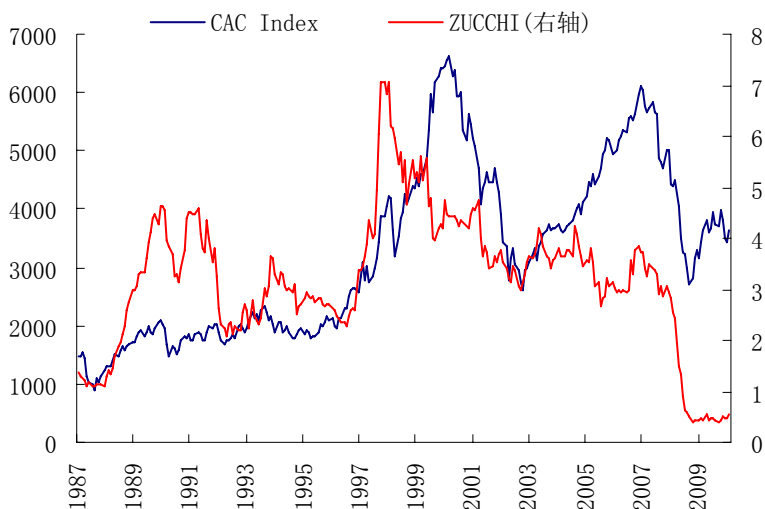
2001 年，公司通过收购法国 Dorma France 公司拥有了 Laura Ashley 品牌的代理权。2002 年 Armani、Ferrari 和 Philippe Starck 与公司签署合作协议。2007 年 Lacoste 将其寝室用品的全球代理权全权委托与公司。2008 年，公司又和国际知名生活品牌、高档牛仔布和休闲服领导者 Diesel 公司签署协议，在未来五年可以用 Diesel 品牌生产和销售家纺产品。

2008 年受全球金融危机影响，公司净利润出现大幅亏损，触发债务违约条款，陷入债务危机。2009 年公司增加 Mascioni 的股权至 65.57%，之后又通过期权行权，进一步增加对 Mascioni 的股权至 71.65%。同年公司提名一名顾问用来领导公司债务的重组。

2.2 股价走势与盈利变动

回顾公司股价和市场指数的走势我们可以看到，素琦公司的股价大致可以分为四个阶段，**1987 年到 1990 年素琦公司股价大幅上涨，远远领先大盘走势**；1991 年到 1992 年则出现一定幅度的回调；**1993 年到 1997 年，公司经历了从小幅攀升到直线拉升的阶段，走势也远远强于当时大盘指数**；但是从 1998 年开始公司便步入了长达数十年的漫漫熊途。

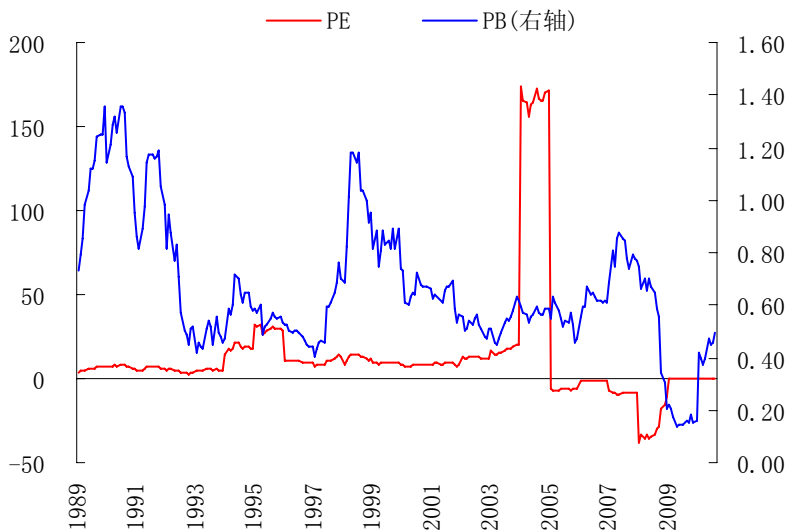
图 5 Zucchi 走势和法国 CAC40 指数走势



注：由于意大利指数只有 2003 年之后的，考虑到欧洲指数走势大致相同，所以此处用法国指数代替

资料来源：彭博；东方证券研究所整理

图 6 公司 PE 和 PB 走势图

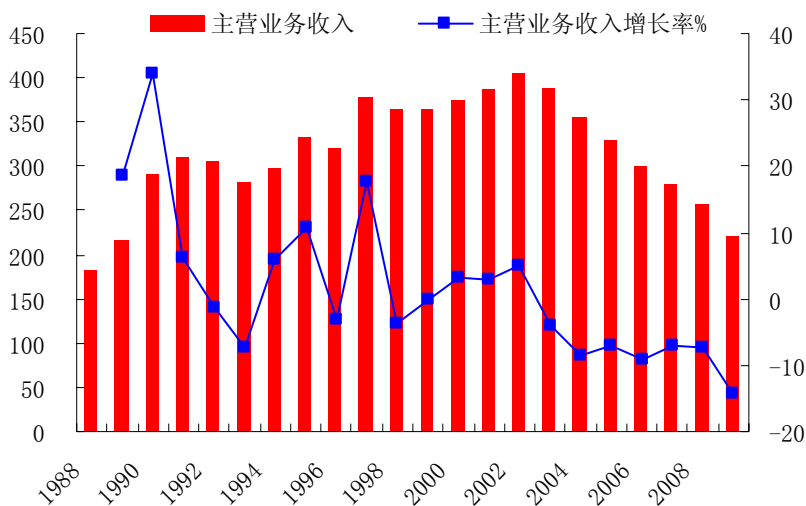


注：公司 2003 年净利润大幅下滑 89.53%，但期间股价变化不大，因此 PE 出现异常值，不具有参考意义

资料来源：彭博；东方证券研究所整理

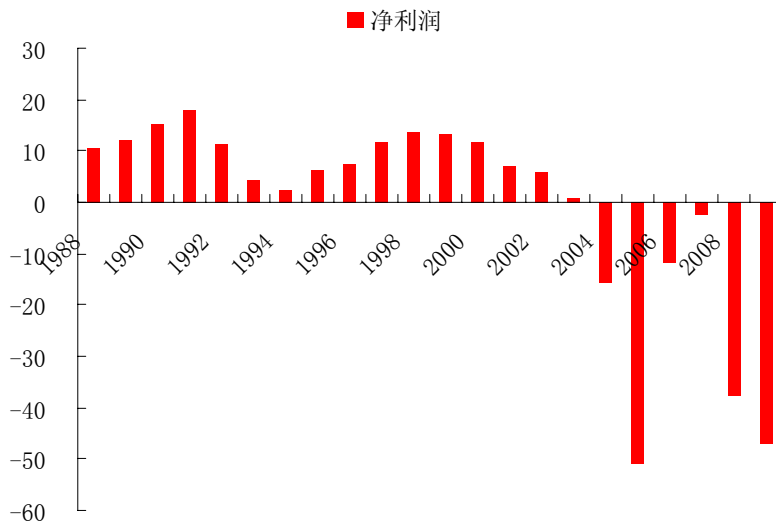
我们认为股价走势的背后其实真正反映的是公司业务的兴衰变化，在这两起两落的过程中，公司的业绩（销售收入和净利润）也基本走出了相似的轨迹，从快速增长，到小幅回落，从重新攀升，再到持续下降。

图 7 公司 1988 年以来主营业务收入情况 单位：百万美元



资料来源：彭博，东方证券研究所整理

图 8 公司 1988 年以来净利润情况 单位：百万美元



资料来源：彭博，东方证券研究所整理

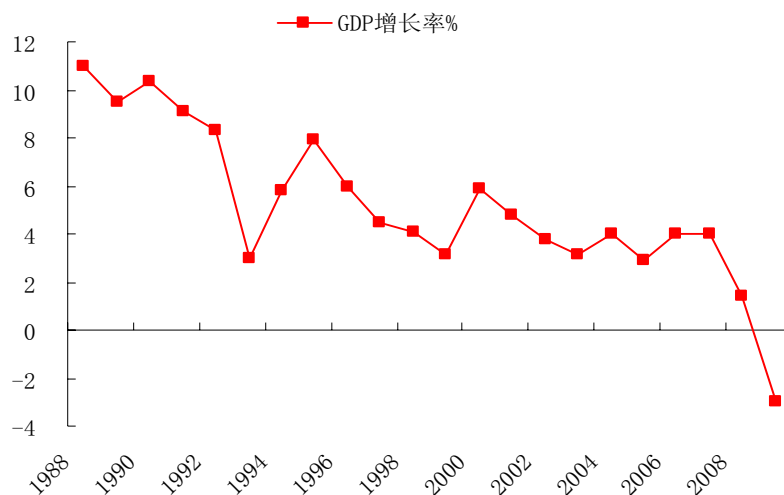
三、公司繁荣期的经验：收购兼并是加速器

从公司上市后的历史看，1987——1990年和1993——1997年是公司经营发展和股价表现最好的两个阶段，我们认为公司快速增长阶段除了有本国经济和消费增长的大背景外，立足产业链技术含量最高的印染后整理环节保持产品品质优势，同时借助外延式收购兼并进行渠道快速扩张是最重要的原因之一。

3.1 意大利本国经济增长为公司经营创造良好土壤

上世纪80年代初，受西方经济衰退的影响，意大利经济连续四年徘徊不前。1984年起意大利经济开始复苏，1988-1990年，国内生产总值年均增长率保持在10%上下。到了90年代的头几年，意大利经济衰退，通货膨胀不断上升，经济增长缓慢。1994年经济开始复苏，1995年经济发展明显加快，GDP增长达到7.93%。公司的股价和经营的繁荣期也基本契合了本国经济增长的轨迹。

图9 意大利历年GDP增长率



资料来源：CEIC，东方证券研究所整理

3.2 重视染整环节突出产品品质优势

家纺产品，特别是床品，较之服装，时尚度和流行性相对较弱，而产品品质和购买的便捷性相对更为突出。消费者一般都更为注重家纺产品的质量，毕竟它与日常的生活品质更为息息相关。在家纺消费的初级阶段，品牌的力量很大方面缘于其背后的品质保证。素琦集团自从开创的第一天起就致力于新技术的研究与运用，并紧紧围绕产业链上技术含量最高的印染后整理环节不断提高其研发水平。1988年公司收购了国际知名的印染和织物整理企业Mascioni公司55%的股份，2009年公司增加Mascioni的股权至65.57%，之后又通过期权行权，进一步增加对Mascioni的股权至71.65%。素琦公司高超的印染工艺和成熟的产品研发及生产，不但支撑了其自身品牌影响力的提升和销售规模的不断壮大，同时也为其带来了其他知名家纺企业，如CK、Yves Delome的印染及后整业务的订单，堪称家纺领域难得的技术领先型企业。

表 3 至今消费者对家纺产品的关注依然是品质大于品牌 单位：关注度%

	浴巾	床单	寝具
柔软	94	92	88
耐用	89	89	88
清洗方便	87	85	90
颜色/款式	84	84	89
抗褪色	80	79	82
纤维含量	75	80	71
经纬密度		82	68
洗后干燥时间	53	55	66
品牌	30	33	33

资料来源：cotton incorporated 2009 年家纺调研，东方证券研究所整理

3.3 收购兼并驱动公司经营快速增长

回顾公司的发展历史，可以说收购兼并贯穿了公司发展的整个阶段，也是公司繁荣期快速增长的主要动因之一。1986 年公司收购了本国家纺公司 Bassetti，1988 年和 1990 年又先后收购了法国的 Bera 和 Jalla 家纺公司。收购造就了公司多品牌的业务格局，也为公司覆盖更多不同的目标人群和开拓海外市场提供了更好的平台。当公司发展达到一定程度，本地或者本国市场面临成熟稳定阶段，这时就需要向其他地区或者海外市场拓展，而由于家纺产品的客户有很强的地域偏好（远远强于服装），因此公司向其他地区拓展业务时，通过直接购买当地的优秀公司，利用其在当地的渠道和对当地消费者偏好更了解的优势快速进入当地的市场，免去了以自有品牌直接开店所面临的不确定性。

收购兼并的策略也为公司零售渠道扩张提供了加速器。公司于 1997 年收购 Descamps 公司，而 Descamps 恰恰以其单品牌零售店在欧洲闻名。90 年代欧美家纺行业开始出现了服装品牌涉足家纺的系列化经营和家纺零售商建立自有品牌经营的两股趋势，前者主要是服装企业为了扩大品牌影响、增加销售收入进行的产品延伸；后者则是家纺零售商凭借自身的渠道优势，通过自有品牌创立提高毛利率。特别是后者，家纺零售商自有品牌的出现，直接影响了以家纺生产为主的企业的生存，建立自有销售渠道成为当务之急。公司审时度势，及时通过收购 Descamps 公司，使旗下的零售店铺数量大幅增加。优质的产品加上广泛的销售渠道，使公司在意大利和法国市场的销售节节攀升，当年主营业务收入即跳涨 17%，市场占有率处于绝对领先，进一步巩固了公司在欧洲及全球纺织品市场的领导地位。

四、公司衰退期的教训：财务报表恶化和供应链管理不力是主因

从公司的发展历史看，从 1998 年开始公司股价和业绩都进入漫长的下降通道，分析其背后的原因我们认为由于前期多次对外收购兼并带来的财务压力和经营整合没有得到充分释放导致公司财务

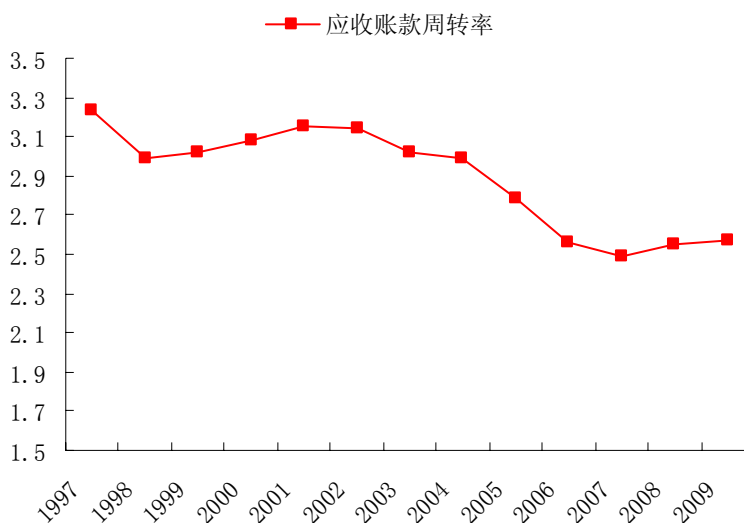
指标逐步恶化进一步拖累了公司经营,同时对业务大规模扩张后的供应链整合不力以及对新兴市场拓展不及时也是影响业绩的重要原因。

4.1 财务报表恶化影响经营拓展

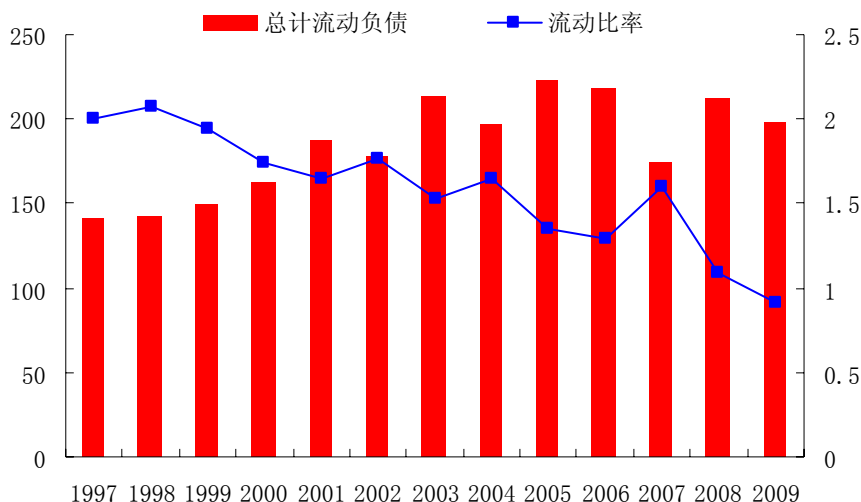
分析公司 1998 年后的财务数据, 存货周转率和应收账款周转率持续下降, 平均值仅为 1.6 和 3 左右, 均处于业内很低的水平, 折射出公司存货清理不利, 销售收入质量下降的局面。同时为了支持之前的收购, 公司的流动负债大幅提高, 但公司一直未对巨大的流动负债采取及时妥善的处理, 仅仅是以借新债偿还旧债的方式予以应对, 致使公司偿债能力每况愈下, 2008 年全球金融危机下公司发生巨额亏损, 触发了贷款的违约条款, 一直未得到及时处理的巨额贷款面临提前偿付, 公司深陷债务危机的泥潭, 直到 2009 年底公司提名一名顾问用来领导公司债务的重组, 才使危机出现了一丝转机。

公司财务方面的问题严重影响了公司在 1998 年后的发展, 由于没有了健康的财务基础, 之前推动公司业绩增长的主动动力之一——收购兼并, 在进入 21 世纪后仅在 2001 年出现过一次后就再也难觅踪影。公司的业绩从 1988 年开始也进入持续停滞和下滑阶段。

图 10 1997 年后公司应收账款下降趋势明显



资料来源: 彭博; 东方证券研究所整理

图 11 公司流动负债持续处于高位，流动比率则一路下降 单位：百万美元


资料来源：彭博，东方证券研究所整理

4.2 供应链管理不力阻碍了业绩的持续增长

供应链管理对品牌零售型公司的经营十分关键，特别是在公司发展达到一定销售规模和渠道网点数量的时候，供应链的效率对公司经营业绩的进一步提升至关重要，这一点在我们之前推出的报告《美国梦的诠释者和中国梦的追随者——POLO 和七匹狼的比较研究》中也有重点阐述。

我们认为，大规模采用轻资产模式是品牌家纺企业或者品牌服装企业发展到一定时期的必然选择，考察欧美家纺行业的发展历史，通常早期是中高端产品畅销——对高档寝具的一次性需求，比如结婚和乔迁占比较高，随着社会生活水平的上升，对生活品质的追求，家纺产品的主动更新性和自用型需求增加（对寝具的重复性需求），这时性价比更高的中档产品往往更为畅销，折射到产品的价格上，全行业的平均价格水平趋势是下降的。由于公司在 1998 年后基本未向外扩张业务，已有的市场也几乎饱和，所以在销量维持的基础上，收入必将面临下降，所以通过整合供应链效率降低成本和费用是提高盈利的最好途径之一。但素琦公司恰恰在这一点上没有有效重视或者说较晚才意识到它的重要性。

首先，公司对意大利本土以外的欧洲其他市场的直营业务没有进行有效整合，期间费用居高不下导致业绩下滑。公司在西班牙、瑞士、德国和希腊的直营业务都是各自为营，缺乏统一的管理，这既降低了管理效率又使公司的管理成本负担过重，公司的**销售和管理费用比例基本处在 90% 以上，严重影响了公司业绩。**

其次，公司重资产的运营模式导致成本过高，不适应家纺行业发展后期的要求。公司从成立开始就强调自身的技术和品质，并在发展初期为提高品牌影响力和扩大市场销售作出了积极贡献，其自产比重也一直维持在 70% 以上。但这一重资产的运营模式并未跟随行业发展进行及时调整。直到销售收入出现持续下滑，净利润于 2004 年出现亏损，出于减亏削减成本的需要，公司才开始大规模采用轻资产模式（2005 年），外包大部分生产环节。从 2005 到 2009 年，公司第三方生产占比从

25%大幅增长至 70%。虽然轻资产模式的采用效果显著，次年公司主营业务成本占主营业务收入占比从 66.2%下降至 63.3%，经营业绩达到盈亏平衡（2007 年后的亏损主要是受经济危机影响，市场整体需求变差所致），同时通过对由于重资产到轻资产模式转变，而多出的厂房和土地的拍卖，公司获得了大量的现金用于偿还短期负债，减轻了财务压力，但这些显然做的有点迟了。2007 年金融危机爆发，而公司刚刚开始改善的供应链显然无法抵御，公司在随后的年度里出现了更大幅度的亏损。

对于一个优秀的企业来说，及时根据社会消费的大趋势和行业发展的不同阶段，主动对经营模式进行调整才能不断获得新的增长机会（我们在之前的研究报告中对 GAP、UNIQLO 和 POLO 的分析中也可以看到这些大牌企业不断成长的历史几乎就是不断创新和挑战自我的历史），为进一步的发展打下了更为坚实的基础、留出更为广阔的空间。

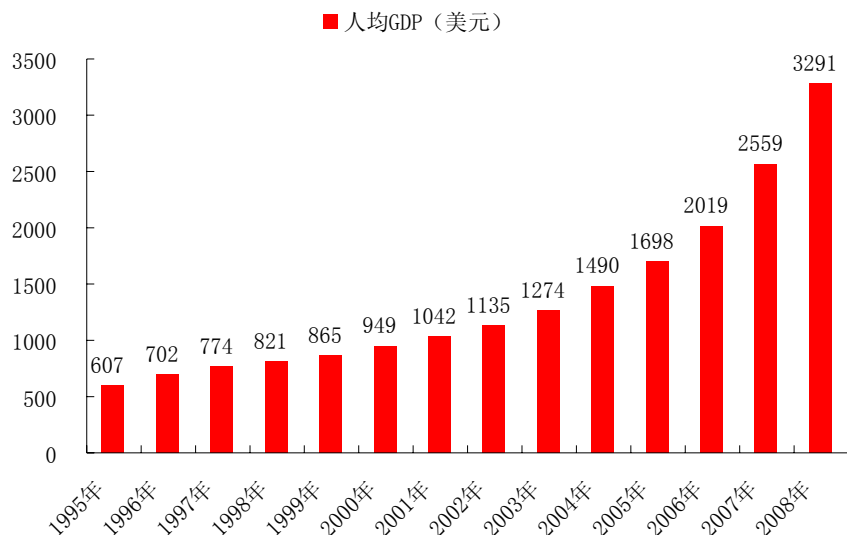
4.3 新兴市场业务拓展不及时错失增长良机

公司在 1998 年后海外业务几乎没有拓展，零售渠道也鲜见优化，特别是在同行纷纷在亚洲等新市场进行品牌授权的时候，公司直到近几年才开始对旗下 Zucchi 和 Bassetti 进行授权，错失了 2000 年后金融危机前世界经济，特别是新兴市场经济快速发展的大好时机。

五、素琦（Zucchi）兴衰对国内家纺行业的启示

5.1 国内经济增长和消费升级将推动家纺行业持续快速增长

从素琦公司或者说欧美家纺企业的发展历史看，本国经济与消费的发展与家纺行业及相关企业的经营密切相关，素琦公司上市后的两次繁荣期都与意大利本土经济的增长充分契合。数据显示，1995——2008 年中国人均 GDP 的年复合增长率达到 16.81%，中国国内经济的持续增长将为国内家纺行业发展提供优良的平台。

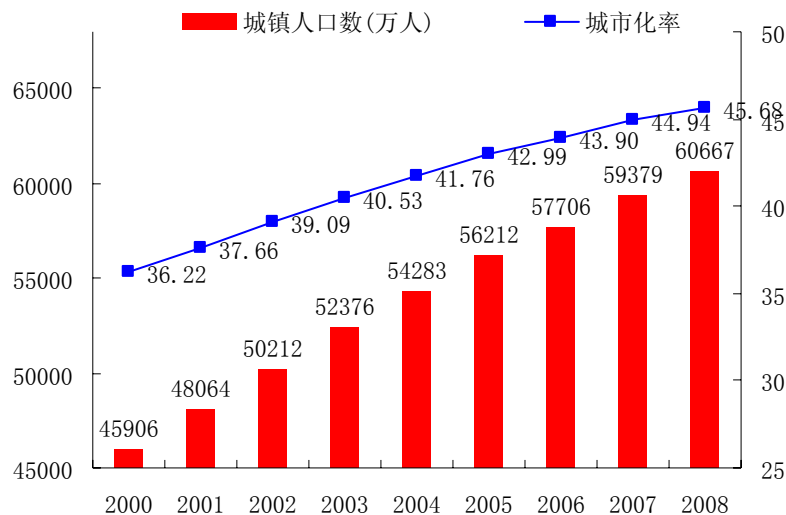
图 12 1995——2008 年中国人均 GDP 增长情况 单位：美元


资料来源：国家统计局；东方证券研究所整理

根据纺织工业协会数据显示，2000 年以来我国家纺行业以年均增长 20% 以上的速度快速发展，2008 年全行业产值已达 8800 亿元，其中床上用品占 1/3 以上。我们看好国内家纺用品行业的未来增长前景，除了中国经济持续增长的大背景外，还基于以下原因：

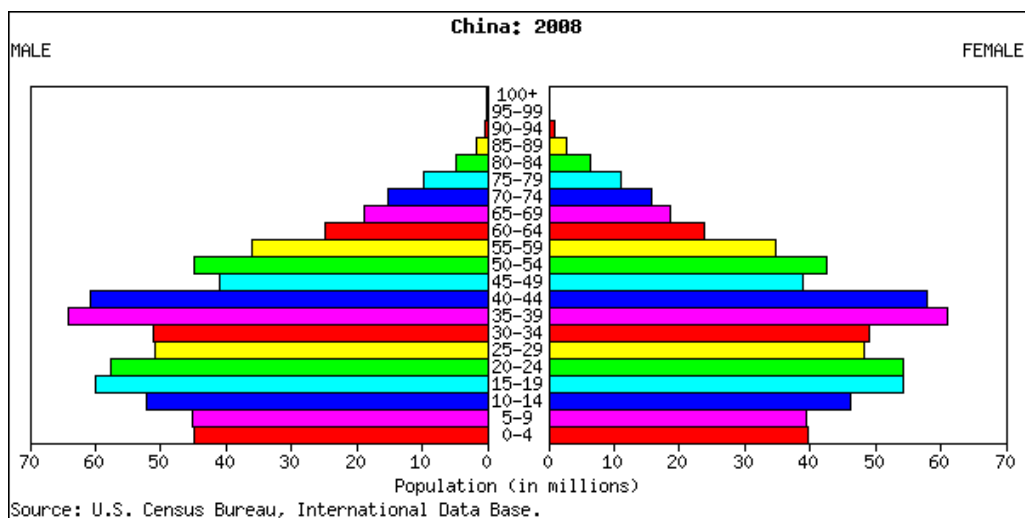
（1）**国内家纺用品的消费量与欧美发达国家相比还有较大的差距。**目前国内家纺消费占大纺织产业的比重和人均消费量总体偏低。按发达国家的消费习惯，衣着、家纺用品和产业用纺织品三类消费应各占行业消费总量的 1/3。但我国目前衣着类占 80%，家用纺织品消费仅约占 12%，产业用纺织品占 8%，且家用纺织品的人均消费占消费性支出还不到 1%。**随着国民经济的持续增长带来的人均消费支出不断提升和消费习惯不断完善，未来我国家纺行业仍将保持持续稳定增长。**

（2）**城市化进程的加快将为家纺行业带来更多消费者。**中国的城市化水平已从 1990 年的 19% 发展到 2004 年的 42%。到 2025 年，中国的城市化率将达到 55%，城市人口将达到 8.3 亿至 8.7 亿。根据业内统计，基于我国居民的消费习惯，约有 82% 的消费者在迁入新居或装修时需购置各类家纺产品用于装饰居所，从而形成巨大的家用纺织品需求市场。

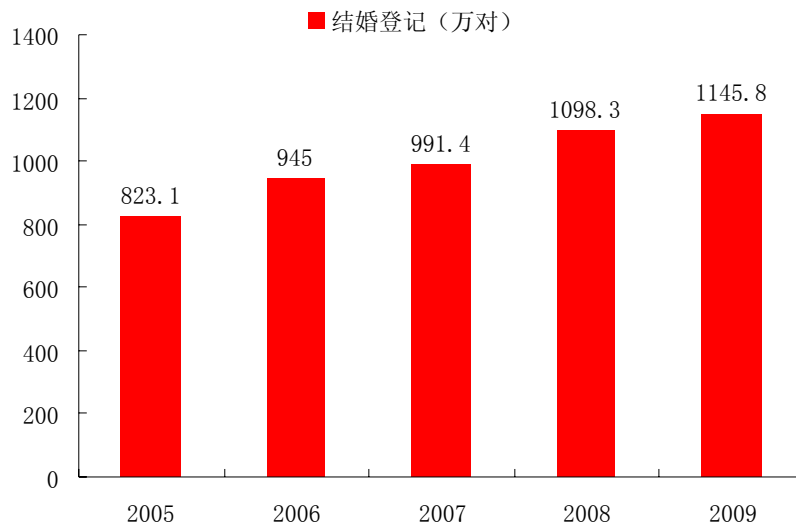
图 13 我国城镇人口和城市化率 (%)


数据来源：国家统计局；东方证券研究所整理

(3) 婚庆消费进入高峰期推动行业快速增长。新中国建国以来，迄今已出现了 4 次人口生育高峰。第一次是 20 世纪 50 年代，人口从 5 亿增长到 7 亿；第二次是 1963 年至 1976 年；第三次人口生育高峰期是在 1985 至 1990 年；第四次生育高峰则出现在 2008 年至 2010 年左右。目前处在第四次的人口出生高峰中，平均年新生儿数量估计将达到 1700 万~1800 万，峰值大概将出现在 2010 年左右，新生儿数量将达到每年 2011 万左右。因为第二和第三次生育高峰出生的人都已经到了结婚生子的年龄。目前，我国每年有近 1000 万对新人喜结良缘，因结婚产生的消费总额已达 2500 亿元，其中，相当一部分份额就属于家纺行业。

图 14 2008 年中国人口金字塔


数据来源：美国统计局；东方证券研究所

图 15 我国近年来结婚登记情况


数据来源：民政部；东方证券研究所整理

(4) 农村市场将推动家纺需求的长期发展。目前，占中国人口总数 70% 的农村人口对于家用纺织品的消费只占消费总量的 20%，农村人口消费能力的增强和消费习惯的改变将成为推动中国家用纺织品市场需求增长的一个重要因素。目前在华东、华南等地区随着经济的发展已经涌现出越来越多消费能力很强的三、四线城市，他们将成为家纺消费的新生力量。

(5) 旅游业的蓬勃发展促进酒店对家纺的需求。近年来随着人们生活水平的提高，旅游逐渐成为一种新的生活方式和消费方式。旅游业的兴旺发展直接带动了酒店数量的快速增长，对酒店产品的市场需求也日益膨胀，从而为家纺产品提供了广阔的需求空间。据统计，目前我国拥有星级酒店 16000 家，其中五星级酒店 463 家、四星级酒店 2000 家左右，整个中国各类酒店、宾馆等接待设施的总量为 30 万家左右。有关专家预测，到 2015 年中国的高星级酒店将新增一倍，整个酒店行业将新增 20 万家宾馆等接待设施。步入高速发展阶段的酒店业建设将成为家用纺织品需求增长的又一有力支撑。

(6) 另外中高收入人群的持续增长带来的消费升级也是推动行业发展的重要因素。目前国内部分经济发达地区如沿海城市已进入较高的消费层次，特别是以人均 GDP 超过 3000 美元为标志的中高收入群体正在形成和扩大，这部分人群具有很高的消费倾向，是消费的新生主力军。城乡居民的购买力水平提高，消费结构升级，为家纺行业带来了巨大的发展空间。

5.2 国内龙头家纺企业市场占有率有很大提升空间

我们认为国内家纺行业刚刚处于从无品牌到有品牌的消费转变阶段，未来这一阶段还有持续较长的时间。在这一过程中，龙头品牌企业除了分享行业的较快增长外，其市场占有率也有较大的提升空间。从家纺产品的属性和消费特性看，相对于服装，家纺产品更为标准化，其个性化和时尚度没有服装高，产品消费的私密性更高，因此从消费属性看晚于服装，行业的发展阶段也晚于服装，未来的成长性要高于服装。从国外家纺行业的发展看，基本经历了由无品牌到有品牌、品牌强化再到渠

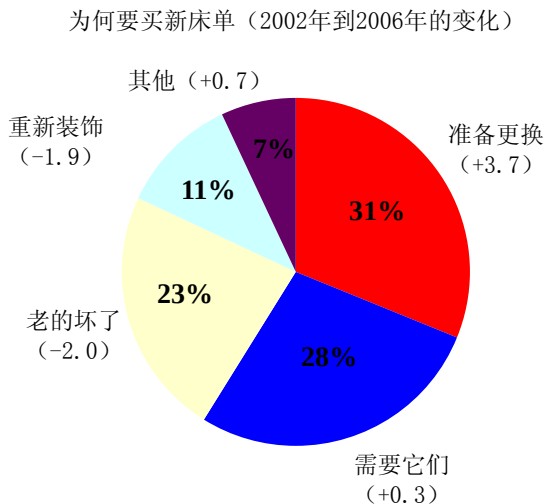
道为王的阶段。目前国内的家纺行业尚处于发展的初级阶段，从无品牌消费到刚刚有品牌意识的消费，越来越多地人会选择有品牌的家纺产品，一方面是基于品牌后面的产品品质保证，另一方面也关注品牌本身的特色和精神内涵带来的自我满足。从素琦公司的发展历史看，在品牌消费或品牌强化阶段，龙头公司借助品牌和渠道可以获得很高的市场份额。根据前文的测算，**2007 年素琦公司在意大利本土和法国家纺市场的份额分别为 16.47% 和 5.46% 左右，说明标准化更高的家纺产品理论上能诞生比服装市占率更高的企业。**

目前国内家纺行业的一个重要特征是市场容量巨大且成长性较高，但市场集中度很低，还没有涌现具有绝对优势的龙头企业。根据统计，目前全国共有床上用品生产企业约几千家，绝大多数产值在 200 万至 1000 万元之间，其中年产值 1 亿元以上的企业只有约 50 家左右。目前已经上市的三家龙头企业，最大公司的市场占有率也不到 2%，凭借已有的品牌基础和上市后有更多的资源和资金进行品牌提升和渠道外延式扩张，我们认为公司龙头公司后续市场份额有很大的上升空间，也就是说**龙头企业将分享到行业快速增长和市场份额提高带来的乘数效应增长。**

5.3 主动更新性需求将为家纺行业带来更大发展空间

从家纺行业的需求看，目前乔迁、结婚、自用和送礼等是国内家纺产品的主要需求方向，其中短期看乔迁和结婚占有较高的比重，这也是市场一度担心房地产调控和婴儿潮带来的结婚高峰期过后行业的发展增速会否下降的主要原因，我们认为从近年来的发展态势看，乔迁所带来的消费需求比重是逐步下降的，特别是随着城市化的推进和中高收入人群的持续增长，主动更新性的需求将日益提高。从素琦公司或者欧美市场的消费趋势看，在行业发展的后期，主动更新性需求是家纺消费的最主要因素。下图是 2006 年由 Bellomy Research 对美国 800 名不同年龄、教育背景和职业的女性进行家纺产品消费意向调查得出的结果。相对于 2002 年主动性更新——“准备更换”占购买原因的比重进一步上升了 3.7 个百分点，而因为重新装修带来的消费比重仅为 11%，且还在不断下降之中。因为老产品坏了进行被迫消费的比重也在下降之中。同样的调查显示，美国消费者单位家庭拥有被单数从 2002 年的 6 件增加至 7 件，有 52% 的受访者选择一年至少购买一次床单。我们认为尽管未来乔迁和结婚产生的家纺消费比重会持续下降，但基于中国庞大的人口基数，从中长期看，城市化的推进、消费能力的提升和消费理念的更新、消费习惯的改变等非事件性、非偶发性因素引发的主动性更新需求将为行业带来更大更持续的增长空间。

图 16 家纺的自主性需求成为欧洲的主流



资料来源：cotton incorporated；东方证券研究所整理

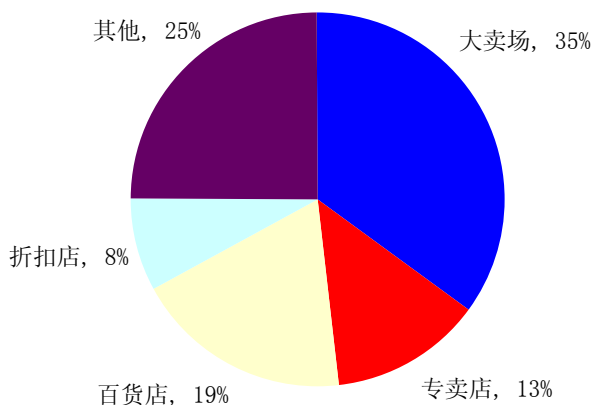
5.4 国内家纺企业未来发展模式探讨

关于国内家纺行业未来的发展模式和方向，参考欧美企业的发展，主要有以下几种形式：

（1）产业链纵向一体化的巨无霸模式，典型就是本文分析的 ZUCCHI（素绮）集团，是欧洲最大的家用纺织品生产商及销售商，销售市场覆盖意大利、法国和美国，整个产业链纵向一体化，涵盖了印染后整理等业务。渠道方面是直营和加盟并重，品牌方面也是自有品牌和代理品牌相结合的多品牌运作。目前大部分的国内家纺企业类似这样的经营模式。

（2）个性化小众化高端运营模式，典型的如欧洲的一些家族企业，规模不大，但定位很高端，或者专注做一些特定风格的产品，如蕾丝系列、绣花系列。

（3）渠道为王模式。走大家居、大家纺概念的渠道为王型企业，规模很大，产品覆盖家纺和家居整个产业链，渠道上很少走大型百货店，更多地以专卖店、超市和大型家居连锁店为主。典型的如美国的西点公司。渠道为王型企业目前是发达国家家纺消费的主流，因为从产品属性看家纺的个性化和时尚度相对较弱，因而品牌力明显弱于服装，长期看经过无品牌到有品牌和品牌强化阶段以后，在社会整体的家纺产品品质有了明显提高保证之后，产品的性价比和购买的便捷性将成为购买时的重要参考因素，行业逐步进入品牌相对弱化、渠道更为强势的阶段。同样根据 2006 年 Bellomy Research 对美国女性消费者的调查显示，大卖场依然是家纺消费最主要的渠道，占 35% 左右，百货商店占 19% 左右，专卖店占 13% 左右。值得注意的是，相比 2002 年，大卖场占家纺消费的渠道比重下降了 12 个百分点，而专卖店上升了 4 个百分点，百货商店的比重也有所提高。或许也反映了在后“渠道为王”对品牌和服务的重新重视。

图 17 受访者购买家纺产品的渠道


资料来源：cotton incorporated；东方证券研究所整理

(4) 由收购兼并、代理与授权带来的混业经营模式。从素琦公司的发展看，收购兼并是其繁荣期业绩增长的加速器，而品牌授权和代理也为它 1998 年以后的衰退期提供了一些新的亮点。从全球范围内的行业发展态势看，从由知名服装品牌运作或授权的家纺品牌企业也在行业中占有一定的地位。知名服装品牌向家纺业务的延伸有品牌基础、产品设计和渠道方面的先天优势，因此在国外也是行业发展一种重要模式。另外也有不少家纺企业在做大规模后与高端的服装品牌、奢侈品品牌开展各种形式的合作以进一步提高其市场覆盖率和销售规模。

六、结语

综上，经过对素琦公司兴衰历史的分析及其折射出的国外家纺行业的发展历史和特征，我们更坚信**国内家纺行业未来 3——5 年仍将处于快速发展的阶段**，其发展的平均增速将高于服装，以上市公司为领头羊的优势企业**将有望分享到行业快速增长和市场份额提高带来的乘数效应增长**。资本市场对房地产调控对行业消费的影响不必过于担心，从中长期看、城市化的推进、消费能力的提升和消费理念的更新、消费习惯的改变等非事件性、非偶发性因素对引发的主动性更新需求预计将为行业带来更大更持续的增长空间。目前已上市的家纺企业经营模式较为类似，未来主要依托多品牌丰富和加盟为主、直营为辅的渠道扩张加快跑马圈地的步伐，上市家纺企业在销售规模、产品风格和直营/加盟的比重、多品牌的业务格局和新业务拓展、渠道拓展力度和机制等方面具有细微的差异，但短期看没有本质性的区别，未来 3——5 年预计都将面临较快的增长（至少 30% 以上），目前从估值角度看，上市家纺企业也较为接近，均不便宜，但基于行业和公司长期坚定看好的原因，维持对富安娜和梦洁家纺的“增持”评级。

附图：相关上市公司近期资金流向



注: 超级资金(>50万股或100万元): 体现了超大户或者机构当日的净买卖方向;
散户资金(<1万股或5万元): 体现了散户当日的净买卖方向;
当日净量: 红柱为净买入, 绿柱为净卖出, 数值为当日净量占流通盘的百分比;
60日累计: 当日净量的60日累计值;
10日均值: 60日累计线的10日平滑。

资料来源: 益盟, 东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn