

纺织服装行业

浪莎股份 (600137)

2009 年 01 月 23 日

市场数据: 2009 年 01 月 22 日

收盘价 13.47
1 年最高价 41
1 年最低价 10.02
年涨跌幅 -63.45%
近 1 月涨跌幅 15.08%

近 1 季度与 A 股表现对比



执笔人

王梁

wangliang@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqjyfbz@i618.com.cn

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话: 0351-8686990

山西证券有限责任公司

http://www.i618.com.cn

主营业务渐入正轨，品牌彰显价值潜力

基本观点:

多元化是趋势，科研是核心，不脱离产业链为上策。当“浪莎”已成为中国袜业的第一品牌，“浪莎”开始迈出品牌多元化的第一步。同时又建立了一个占地 1000 余亩的内衣工业园，与东华大学合作成立了纺织品研发中心，致力于高科技内衣的研发。

多品牌营销，从袜业大王到内衣大王。公司试图借力使力，利用“浪莎”袜子的品牌附加值拉动内衣消费，并力争在三年后将“浪莎”内衣打造成中国内衣的领导品牌。在营销策略上，内衣不再延续“浪莎”袜子的以产定销，选择走“以消费者为导向”的营销之路，在行业内首先提出“内装”概念。

“浪莎红”品牌打造中国内衣文化。“中国有个浪莎红”的理念自提出便在全国范围内刮起了一场“红色风暴”，引发了中国内衣界的一次革命。2007 年 4 月“浪莎”进入资本市场后，企业知名度和影响力大大提升，加上拥有自主品牌、自主技术的优势，当纺织业出现危机时，国外的一些高端市场却成了“浪莎”大展拳脚的新天地。

告别“沃尔玛”为品牌升值铺路、躲开金融海啸。正是“浪莎”这一大胆决定，使得公司较为安全的度过了纺织行业的“寒冬”，2008 年主营业务收入不降反升。扣除非经常性损益后 2008 年 1-12 月累计实现净利润比上年同期增长 50% 以上。业绩扣除非经常性损益后净利润预计为 1972.15 万元。

我们认为，公司属于服装细分行业中的龙头，拥有完整的产业链和稳定的客户资源，在技术研发方面明显领先于同类企业，这些要素保证了公司在经济下行周期中仍能保持稳定的增长。综合考虑，我们给予公司 20-30 倍的 PE 估值，认为公司的合理价值为 15-16 元，维持“增持”评级。

主要财务指标 (△指调整过后的指标)	2007 A	△2007A	2008 E	2009E
每股收益-基本(元)	4.22	0.19	0.29	0.59
每股收益-期末股本摊薄(元)	4.2206	0.20	0.2063	0.27
每股净资产 BPS(元)	1.19	1.22	1.39	1.81
净资产收益率-摊薄(%)	355.13	11.88	14.79	19.23
销售毛利率(%)	25.4	24.12	25.93	33.71
资产负债率(%)	43.92	43.92	42.04	54.65



一、多元化是趋势，科研是核心，不脱离产业链为上策

当6个中国人中就有1人在穿“浪莎”袜时，当“浪莎”已成为中国袜业的第一品牌，并拥有行内建立最早、最健全的经营网络时，“浪莎”才开始迈出品牌多元化的第一步。公司决策层经过通盘考虑，最终决定建立涵盖各种产品的“浪莎”时尚生活体验馆——消费者可在馆内享受从袜子、内衣到家居、家纺等产品的一站式服务。

“浪莎”在多元化道路上走得非常谨慎：抓住袜子这个主业不放，发展内衣、皮件、皮具等也是为了更好地服务主业。

在内衣制造大规模上线时，公司对袜子的研发投入不减反增，在“东华大学—浪莎袜子研究所”之后建立“浪莎博士后工作站”，开展袜品负离子整理技术及产品开发，纳米复合功能材料、甲壳质海洋生物材质、踊蛋白质、玉米纤维、竹纤维、牛奶丝等多项高难项目的合作。同时引进国外最先进的设备和技术人才，促使袜子产品、技术的创新。

“浪莎”主营袜子，袜子本来就是广义内衣的一种，进入内衣行业是自然的，也是“浪莎”发展的必然选择，是在同一个价值链上的延伸，实现从常规内衣、保暖内衣到内装产业的衍变。

表1 浪莎品牌明细

浪莎秋冬季袜品	超厚天鹅绒裤袜系列、莫代尔棉袜系列、纳米抗菌棉袜系列、丝光棉棉袜系列、甲壳素棉袜系列、防静脉曲张棉袜系列
浪莎无缝内衣	空调纤维无缝内衣、铂金羊绒无缝内衣、全无缝内衣、银纤维抗菌无缝内衣、发热纤维无缝内衣、莫代尔无缝内衣
浪莎内裤	棉加莱卡系列、莫代尔系列、无缝内裤系列、浪莎红系列、功能性内裤（日月组合生理内裤、抗菌内裤等）系列

资料来源：公司网站 山西证券

“浪莎”建立了一个占地1000余亩的内衣工业园，投资数亿元购置上百台世界最先进的无缝内衣机以及棉花纺纱设备、化纤原料生产设备等。又与东华大学合作成立了纺织品研发中心，致力于高科技内衣的研发。与此同时，公司还成功整合了世界500强的日本伊藤忠公司的海外销售网络和世界最大的无缝内衣生产企业——以色列特芙隆公司的产品研发资源，全力打造

中国最大的无缝内衣生产基地。

我们认为，多元化不是越多越好。如果你的产品没有在某个行业或者某个品类中做到最好，没有取得行业的绝对优势地位，应尽量把路走得窄一点。因为把一个产品做强做大、做深做透，胜过几个甚至几十个没有影响力的产品。如果多元化企业将资金分散到若干个行业里，但每个行业都不占先，一旦发生危机，倒闭会如同多米诺骨牌。在走多元化过程中，仍要把主要精力放在主业上，不能喧宾夺主。

任何企业只能满足一小部分人的一小部分需求，不能贪多求全。在产业链的上游（原料）和下游（直接销售终端）延伸多元化，丰富产业链，较好地遵守产品关联性原则，往往比较容易走得通。如果多元化产品与原有产品的属性毫不相关，企业相当于从零开始，风险很大。

配合内装概念与浪莎红的推出，浪莎整合生产供应链，打造了一个世界级的浪莎内装工业园。浪莎利用四大优势（占地面积 1000 多亩的厂区优势、3000 台套国际最先进的全电脑设备优势、与东华大学成立针织品研究所的科研优势、博士后工作站及纺织专业的高级工程师的人才优势），吸引囊括内装所有品类的生产厂商入驻浪莎内装工业园，由浪莎统一管理，形成内装供应链。并不需要投入自己所不擅长的领域的设备、人员、资金，浪莎不仅可以获取内装产品的长期稳定供应，而且还能获取工业园厂房租金及管理费用。浪莎的供应链整合行动相当精妙。

二、多品牌营销，从袜业大王到内衣大王

创建、做强一个品牌的终极法则就是聚焦，让你的品牌成为某个品类产品的代名词。在一定程度上，“浪莎”就是袜子的代名词。公司试图借力使力，利用“浪莎”袜子的品牌附加值拉动内衣消费，并力争在三年后将“浪莎”内衣打造成中国内衣的领导品牌。

但是公司并没有一味使用“浪莎”品牌，而是在“浪莎”、“浪仕威”等原有品牌的基础上，又推出了“蓝色枫叶”、“森态”等子品牌，将消费目标定位于白领阶层。

在营销策略上，内衣不再延续“浪莎”袜子的以产定销，选择走“以消费者为导向”的营销之路，在行业内首先提出“内装”概念。目前白领及城市精英对内衣的质地、品位越来越重视，而内衣也从单一的常规内衣发展到保暖内衣、彩棉内衣、美体内衣等，随着品类、品种的日益丰富，必然步入“内装”时代。与此同时，浪莎还提出了“内装”概念，浪莎集团希望“浪莎”与“袜子”的关联强度得到稀释，以便以后做产业延伸。当浪莎一脚踏进内衣行业

时，色彩营销就再合适不过了。

我们认为一个品牌就是一个品类，让一个成功的品牌覆盖到更多的品类上，容易破坏消费者的认知：这个品牌什么东西都有，但什么也代表不了，就有“品牌滥用”之嫌，最终会拖垮原来的品牌。在品牌营销上，什么产品都卖，容易四面受敌、处处挨打。

图 1 浪莎品牌发展状况



资料来源：公司网站 山西证券

三、“浪莎红”品牌打造中国内衣文化

“中国有个浪莎红”的理念自提出便在全国范围内刮起了一场“红色风暴”，引发了中国内衣界的一次革命。2007年4月“浪莎”进入资本市场后，企业知名度和影响力大大提升，加上拥有自主品牌、自主技术的优势，当纺



织业出现危机时，国外的一些高端市场却成了“浪莎”大展拳脚的新天地。

浪莎最大的对手梦娜，原本依赖出口赢利，面对国际市场对中国纺织品的反垄断制裁呼声日益高涨，梦娜董事长宗谷音决定快速放大内销份额。梦娜如何才能快速而有效地传达自身的产品与品牌诉求？宗谷音兵行险招，投入 4000 万元获得了北京奥运会赞助商资格。拿下奥运资格，最大和最直接的好处就是提高了企业的知名度。

浪莎没有因为错失赞助商资格而与奥运营销失之交臂，它有这个实力，只是反应略显迟钝。不过，因为高额赞助与传播费用的节省，浪莎反而有更多精力与资源以更好的心态去进行奥运价值的深层次挖掘。这样，浪莎品牌的核心价值诉求与奥运传递的精神有效地合二为一。在赋予品牌更多内涵的同时，浪莎此次非奥运营销的生命周期也得到了最大限度地延长。

在奥运会开幕前夕，浪莎集团也紧紧抓住了这次机会，提出了奥运营销的理念，开发出了“浪莎奥运红”系列产品，浪莎针织有限公司在奥运会召开前夕与中国针织工业协会、中国流行色协会、东华大学、浙江理工大学共同举办了“我为奥运添色彩设计大赛”，描绘奥林匹克华彩乐章。

为了更好地推广浪莎的色彩营销与奥运营销，浪莎公司再度与中国流行色协会合作，成为中国流行色协会的“色彩示范应用基地”，并参加了在中国服装博览会上中国流行色协会主办的作为奥运会开幕前中国色彩界的一大盛事——“色彩中国”活动。

作为中国袜业的第一品牌，无论是在产品的设计生产过程中，还是在营销终端，浪莎集团都一直致力于打造中国有个浪莎红的色彩营销理念，将品牌文化建设与色彩营销理念相结合，赢得了消费者的认同和好感，成为行业内的领军企业。

四、告别“沃尔玛”为品牌升值铺路、躲开金融海啸

人民币汇率上升、针织行业的出口退税率下降、原材料价格上涨 5%、工人工资上涨 20%，这些都是很透明的行业性涨价，意味着出口产品的价格要提升 12%以上，生产企业才能维持利润水平。而这种价格提升完全转嫁给消费者是不现实的，产品不可能在短时间内明显提高销售价格，因此大多数情况下都是由生产厂家、代理商（采购商）、零售终端三个环节共同分担。但沃尔玛为了保持“天天低价”，下订单时不但不涨价，还压价。

为了开拓美国市场，浪莎接下了美国乃至世界最大的零售商沃尔玛的订单，成为沃尔玛的合作伙伴。然而沃尔玛的报价留给浪莎的净利润只有

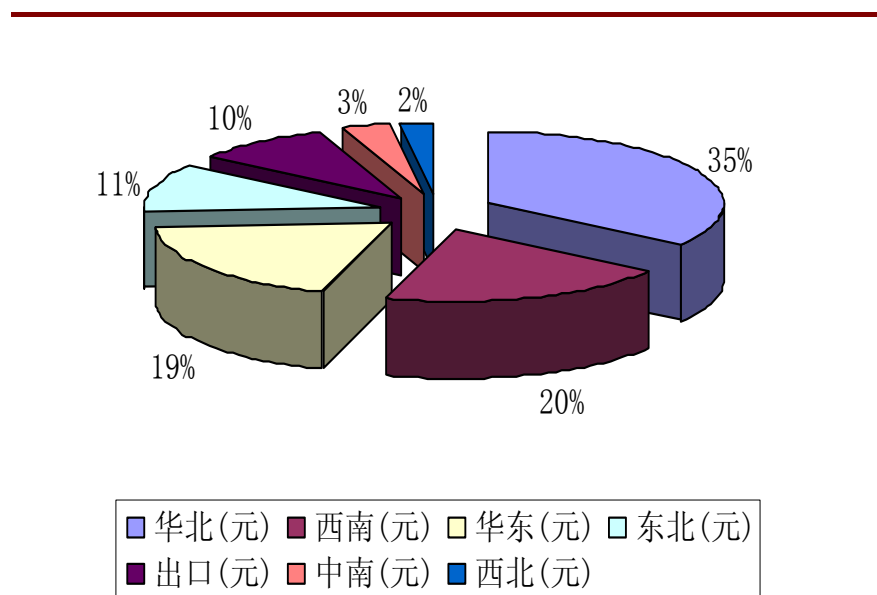
2%~5%，由于原先国家调整退税政策，针织产品的出口退税率从7月1日开始再下调2%，导致浪莎在沃尔玛无利可图甚至小幅亏损。先拿下大订单再考虑利润，这条道路显然走不通了。

浪莎集团事先做了充分准备：与欧洲销售商合作设立研发机构，开发了抗菌除臭、运动系列等60多个大类的高附加值产品。这些新产品实现的利润，可能达到“沃尔玛”订货利润的2到3倍。“东方不亮西方亮”，2008年集团出口额预计达到6000万至8000万美元。随着纺织工业振兴规划的出台和国家不断上调出口退税率，浪莎集团在度过寒冬后出口利润将会不断增加。

浪莎将集中精力负责研发和生产，而欧洲销售商则专门负责市场开拓。这样的合作可摆脱单方依赖，实现互利共赢。今后沃尔玛如果还要寻求与浪莎集团合作，那可能就仅限于高附加值产品领域。

也正是“浪莎”这一大胆决定，使得公司较为安全的度过了纺织行业的“寒冬”，2008年主营业务收入不降反升。扣除非经常性损益后2008年1-12月累计实现净利润比上年同期增长50%以上。业绩扣除非经常性损益后净利润预计为1972.15万元。

图2 公司营业收入构成（2008年中报）



资料来源：WIND 山西证券

五、投资建议

根据公司财务部门初步测算，预计公司 2008 年 1--12 月累计实现净利润比上年同期减少 50%以上，主要系 2007 年公司实现债务重组收益 28537 万元，计入了当期损益。扣除非经常性损益后 2008 年 1-12 月累计实现净利润比上年同期增长 50%以上，主要是公司 2008 年产品销量增加，营业收入增长所致。

四川浪莎控股股份有限公司全资子公司浙江浪莎内衣有限公司被认定为浙江省 2008 年第四批高新技术企业，认定有效期为 3 年。公司全资子公司浪莎内衣自高新技术企业认定后 3 年内（含 2008 年），企业所得税率由 25%降至 15%。减税手续完成后，浪莎内衣自 2008 年开始按 15%税率缴纳企业所得税。有助于降低公司税负，提升公司业绩，将对公司 2008 年、2009 年、2010 年三年财务状况产生积极影响。

我们认为，公司属于服装细分行业中的龙头，拥有完整的产业链和稳定的客户资源，在技术研发方面明显领先于同类企业，这些要素保证了公司在经济下行周期中仍能保持稳定的增长。综合考虑，我们给予公司 20-30 倍的 PE 估值，认为公司的合理价值为 15-16 元，维持“增持”评级。

表 2 浪莎股份有限公司主要财务报表预测

	2007	△2007A	2008E	2009E
报表类型	合并报表		合并报表	
一、营业总收入(元)	132,989,040.43	132,989,040.43	152,345,478.11	228,518,217.17
营业收入(元)	132,989,040.43	132,989,040.43	152,345,478.11	180,518,217.17
手续费及佣金收入(元)				
二、营业总成本(元)	115,338,390.38	115,338,390.38	123,280,009.67	126,815,281.14
营业成本(元)	99,205,178.24	99,205,178.24	112,843,886.43	120,357,641.51
营业税金及附加(元)	945,991.48	945,991.48	910,703.87	876,372.57
销售费用(元)	9,561,685.99	9,561,685.99	6,115,045.47	3,190,739.68
管理费用(元)	3,780,121.81	3,780,121.81	3,452,484.15	3,153,244.10
财务费用(元)	236,355.95	236,355.95	-635,232.43	-952,848.65
资产减值损失(元)	1,609,056.91	1,609,056.91	553,112.19	190,131.93
三、其他经营收益(元)				
公允价值变动净收益(元)				
投资净收益(元)	3,490,940.79	3,490,940.79		
其中：对联营企业和合营企业	382,914.38	382,914.38		
的投资收益(元)				
四、营业利润(元)	21,141,590.84	21,141,590.84	22,535,209.65	53,702,936.03
加：营业外收入(元)	285,590,202.76			
减：营业外支出(元)	1,018,992.58	1,018,992.58	2,944,433.27	4,416,649.91
五、利润总额(元)	305,712,801.02	20,122,598.26	26,849,263.48	49,286,286.12
减：所得税(元)	6,821,579.33	6,821,579.33	6,637,763.47	7,392,942.92
六、净利润(元)	298,891,221.69	13,481,000.00	20,221,500.00	41,893,343.20
减：少数股东损益(元)				
归属于母公司所有者的净利润	298,891,221.69		14,612,453.78	
(元)				
七、每股收益：				
(一) 基本每股收益(元)	4.22	0.22	0.29	0.59
(二) 稀释每股收益(元)	4.22	0.191	0.29	0.59

表 2 浪莎股份有限公司主要财务报表预测 (续)

	2007 A	△2007A	2008 E	2009E
每股指标				
每股收益-基本(元)	4.22	0.19	0.29	0.59
每股收益-稀释(元)	4.22	0.19	0.21	0.59
每股收益-期末股本摊薄(元)	4.2206	0.20	0.2063	0.27
每股净资产 BPS(元)	1.19	1.22	1.39	1.81
每股经营活动产生的现金流量净额(元)	0.25	0.25	0.02	0.03
净资产收益率-摊薄(%)	355.13	11.88	14.79	19.23
总资产净利率-平均(%)	161.32	7.12	9.12	11.86
销售毛利率(%)	25.4	24.12	25.93	33.71
销售净利率(%)	224.75	10.13	12.79	16.63
资产负债率(%)	43.92	43.92	42.04	54.65
利润表摘要				
营业总收入(元)	132,989,040.43	132,989,040.43	152,345,478.11	180,518,217.17
营业总成本(元)	115,338,390.38	115,338,390.38	92,460,007.25	101,706,007.98
营业收入(元)	132,989,040.43	132,989,040.43	114,259,108.58	125,685,019.44
营业利润(元)	21,141,590.84	21,141,590.84	21,799,101.33	23,979,011.46
利润总额(元)	305,712,801.02	20,122,598.26	19,590,776.38	21,549,854.02
净利润(元)	298,891,221.69	13,481,000.00	14,612,453.78	16,073,699.16
归属母公司股东的净利润(元)	298,891,221.69	13,481,000.00	14,612,453.78	16,073,699.16
息税前利润 EBIT (元)	305,766,524.59	20,122,598.26	19,114,352.06	21,025,787.27
息税折旧摊销前利润 EBITDA (元)	309,899,209.07	21,721,655.17		
资产负债表摘要				
资产总计(元)	150,073,459.88	150,073,459.88	170,427,365.41	187,470,101.95
负债合计(元)	65,910,670.66	65,910,670.66	71,652,122.41	78,817,334.65
股东权益(元)	84,162,789.22	84,162,789.22	98,775,243.00	108,652,767.30
归属母公司股东的权益(元)	84,162,789.22	84,162,789.22	98,775,243.00	108,652,767.30
现金流量表摘要				0.00
经营活动产生的现金流量(元)	17,416,479.06	17,416,479.06	1,558,184.48	1,714,002.93
投资活动产生的现金流量(元)	-4,375,068.34	-4,375,068.34	-1,066,560.00	-1,173,216.00
筹资活动产生的现金流量(元)	--	--	--	--
现金及现金等价物净增加(元)	13,041,410.72	13,041,410.72	417,348.97	459,083.87

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我们对这些信息的准确性及完整性不作保证，不保证该信息未经任何更改。在任何情况下，报告中的信息或的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。任何情况下，不对本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在公开前已经使用或了解其中的信息。本报告归山西证券有限公司所有，未经同意不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。