

可持续增长的家纺第一品牌

研究结论

- 公司是国内家纺行业的第一品牌，近年来随着公司营销渠道的快速扩张、品牌的日益丰富（多矩阵品牌策略的实施）和产品售价稳步提高，公司销售规模、经营业绩和主营毛利率均呈现出持续增长的态势。
- 公司 09 年三季报业绩超越市场预期——第三季度营业收入和净利润同比分别增长 26% 和 51%，同时公司最新召开的 2010 年春夏订货会情况结果喜人，2010 年春夏订货会的成功也奠定了公司明年中期业绩增长的良好基础。
- 公司 IPO 超额募集资金近 3 亿元，为公司后续业务运作提供了较大的空间。其中 6000 万元左右已经公告用于信息化建设项目，我们认为新信息系统的建设和完成对公司提升供应链的运行效率和在整个行业的竞争力具有深远的意义。对于另外剩余的 2 亿多元超募资金，我们预计后期在合适的时机用于行业内收购整合的概率较大。我们认为可能的收购对于公司进一步丰富品牌系列、稳固行业龙头地位和获取新的盈利增长点具有十分重要的作用。
- 公司网购业务未来值得期待。我们认为床上用品作为标准产品和时尚性相对较弱的产品，比服装更容易推广网购业务。而公司具有优良的品牌基础和强大的生产能力，发展该业务具有先天优势。
- 随着国民经济的持续增长带来的人均消费支出不断提升、消费习惯不断完善和城市化的不断推进，未来我国家纺行业仍将保持持续稳定增长。我们认为随着行业竞争的日趋激烈和优势企业的快速发展，未来家纺行业存在一个优胜劣汰和集中度相对提高的过程。在这一过程中，谁能够脱颖而出，谁就能成为最终的胜利者。我们认为公司凭借其现有的龙头地位和在产品研发和产业集群配套方面的比较优势最终胜出的可能性较大。
- 我们预计公司 2009——2011 年盈利增速分别为 30%、35% 和 29%（考虑可能的税收优惠，不排除未来业绩超预计的可能），参照主要国内品牌服饰类企业的估值水平，我们认为给予公司 2010 年 25——30 倍的估值水平较为合理，对应的合理股价为 34.25 元——41.10 元之间，首次给予“增持”评级。
- 投资风险：宏观经济波动和一些经营细节可能带来的控制能力不确定性。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施红梅

纺织服装行业首席分析师

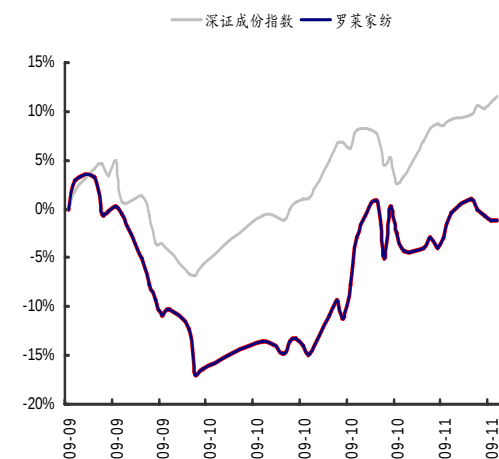
8621-63325888 × 6076

shihongmei@orientsec.com.cn

投资评级 **买入 增持** 中性 减持 (首次)

股价 (09 年 11 月 13 日)	34.39 元
目标价格 (6 个月)	41.10 元
总股本/A 股 (万股)	14036/2808
A 股市值 (百万元)	965.67
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告日期	2009 年 11 月 16 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	15.95	—	—
相对表现 (%)	3.72	—	—

资料来源: WIND

财务预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万)	903	1039	1231	1546
营业利润 (百万)	138	184	253	326
净利润 (百万)	110	143	193	248
每股收益 (元)	1.05	1.01	1.37	1.77
市盈率(X)	32.75	33.76	25.04	19.46

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

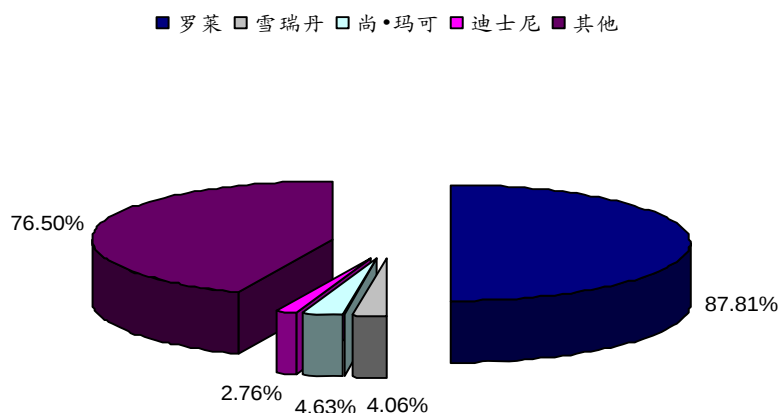
公司概况：国内家纺行业第一品牌

公司是国内家纺行业的第一品牌，公司集产品研发、设计、生产与销售为一体，主要从事家用纺织品（特别是床上用品）的生产与销售。根据中国商业联合会/中华全国商业信息中心统计数据，公司 2004 年获得同类产品市场销量第一，2005 年——2008 年连续四年获得同类产品市场综合占有率第一。

公司目前具有标准套件 122 万套、被芯 175 万条和枕芯 175 万只的产能，自产比率在 75% 左右，较高的自产比率保证了公司产品的高品质。公司产品的主要原料为坯布和填充料，占生产成本的近 90%。由于坯布和各类填充料在国内市场基本处于供过于求的状态，因此原料成本历年波动不大，且公司已经成功实现向下游品牌零售环节的产业延伸和规模化，因此向上传导成本变动和向上控制价格均具有很强的能力。

公司主导产品为“罗莱”品牌系列床上用品，定位于中高端收入并追求高品质生活的人群。自 1992 年创立以来，通过积极的品牌宣传和快速的渠道扩张，“罗莱”品牌系列床上用品已经在全国建立了较高的知名度和认可度。自 2004 年以来，公司开始实施多品牌矩阵策略：紧紧围绕“罗莱”为核心品牌，同时代理（授权）经营澳大利亚著名家纺品牌「SHERIDAN 雪瑞丹」、法国时尚品牌「SAINT MARC 尚·玛可」和美国著名娱乐品牌「DISNEY 迪士尼」等国际知名品牌，以满足不同消费者的个性化需求。多品牌矩阵战略的实施，使得公司最大程度地覆盖了不同市场和人群，扩大了销售规模和盈利，同时也在一定程度上降低了经营风险。目前公司销售收入的主体仍来自“罗莱”品牌，占总收入的 88% 左右。

图 1：公司 2008 年销售收入中各品牌的构成



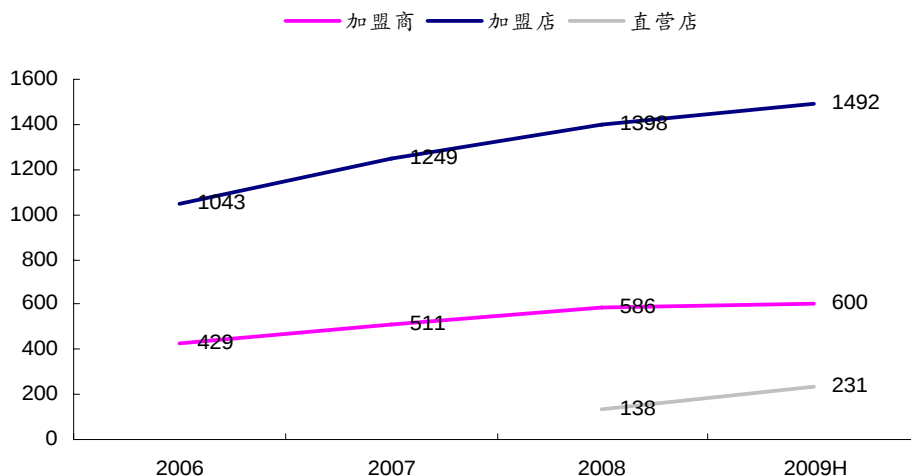
资料来源：wind 资讯

与大多数品牌服装企业和品牌家纺企业的经营策略类似，公司产品销售也是以加盟店起步获得网点和销售收入的快速扩张，后期在重要的中心城市逐步建立了直营渠道。同时与品牌服装企业类似，公司也通过召开大型订货会的形式推广产品营销并获取销售终端对行业未来的预期信息。公司一般

每年至少召开春夏和秋冬两期订货会,所有加盟商都将参加订货会。订货会一般以推广新产品为主,同时辅以常规品种和历史畅销品种。历史数据显示,一般订货会金额占公司实际销售的 30%左右。

截止 09 中期末公司已经在全国主要城市建立销售网点 1723 个,其中直营店 231 个,渠道数量在行业内排名第一,近 3 年门店年复合增长率达到 26%。目前公司加盟店收入占总收入的 85%左右。

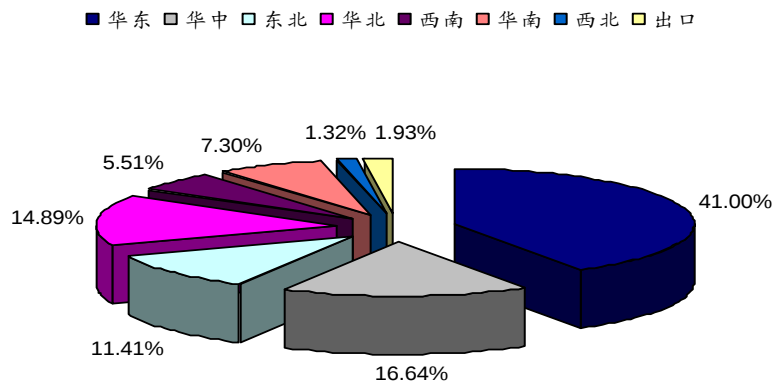
图 2: 公司近年来渠道扩张情况



资料来源: wind 资讯

公司依托总部所在地南通这个重要的家纺集群地,在华东地区获得了高度的市场认同和高额的市场占有率,目前华东地区销售占公司收入的 41%左右,公司产品在华中、华北和东北也取得了不俗的表现,具体见下图。

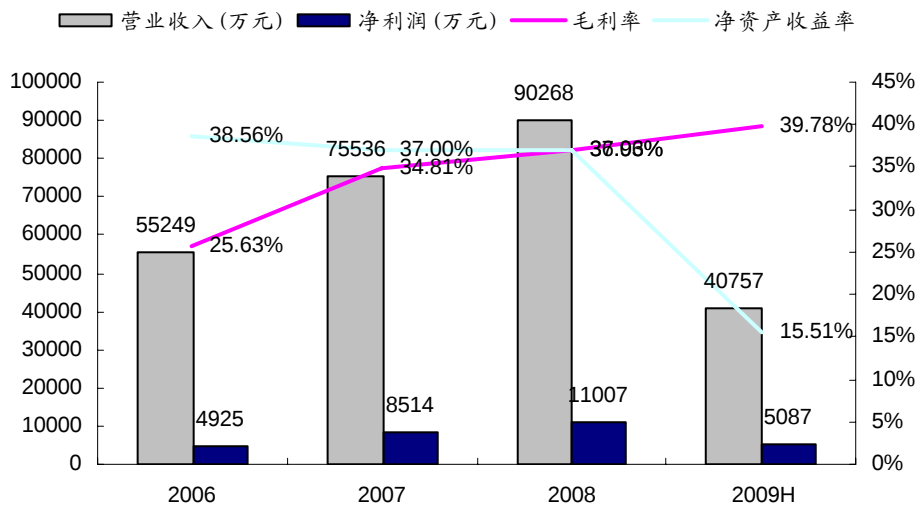
图 3: 公司 2008 年销售收入的地区构成



资料来源: wind 资讯

近年来，通过渠道的快速扩张、品牌的日益丰富和产品售价的逐步提升，公司经营业绩获得了快速增长。

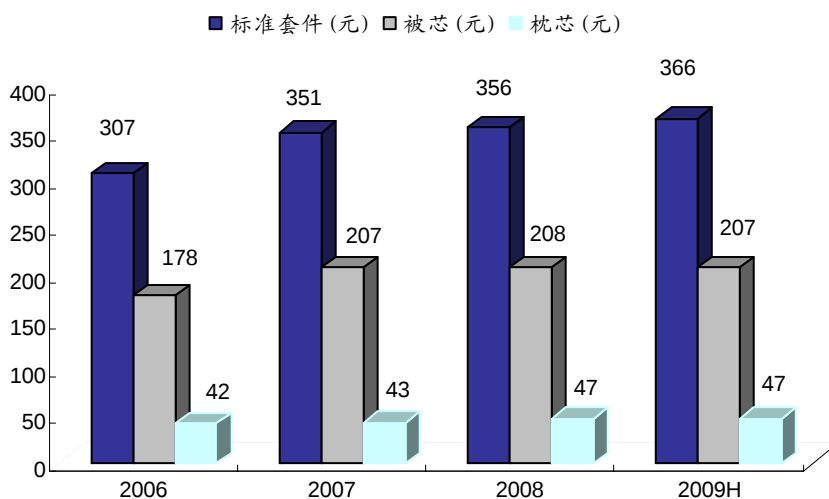
图 4：公司近年来经营业绩情况



资料来源：wind 资讯

通过对公司近几年经营业绩的分析，我们发现除了渠道扩张带来的销售规模扩大推动盈利增长外，公司产品价格稳定提升和对上游价格较强的控制能力带来的毛利率稳定增长也是一个重要因素。

图 5：近年来公司主导产品单价变动趋势



资料来源：wind 资讯

公司于 2009 年 9 月发行上市，募集 9 亿元左右，其中超募资金近 3 亿元。根据招股说明书显示，公司募集资金项目主要用于 136 家直营店建设、产能扩张和研发中心建设。其中 136 家直营店建设项目中包括新增直营旗舰店 3 家、直营主力店 10 家、直营基础店 65 家和自营专柜 58 家。产能扩张项目包括新增标准套件 120 万套、被芯 160 万条和枕芯 220 万只，相当于在目前产能基础上翻一番，预计所有项目预计两年内完成。公司预计产能扩张项目达产后年新增销售收入 79300 万元，新增净利润 6955 万元。销售网络项目达产后年新增收入 39402 万元，净利润 4213 万元。我们认为公司后续渠道的扩张步伐和新项目投产的效益发挥具体视国内经济增长和消费情况以及公司经营策略等因素而定。

最新经营信息：订货会情况喜人 未来亮点众多

继前期三季报业绩超预期后（第三季度营业收入和净利润同比分别增长 26%和 51%），我们获得的信息是公司近期刚刚结束的 2010 年春夏订货会情况喜人。我们粗略预计公司订货会同比增长有望达到 50%以上。

我们认为公司三季度业绩高速增长以及 2010 年春夏订货会情况喜人的主要原因包括国内经济的逐步回暖、上半年房产交易火爆、整个纺织服装内销有所回暖、整体居民消费在上半年压抑后的释放效应，以及双节效应带来结婚增加等因素，另外三季度业绩高速增长对 2010 年订货会又是一个良性推动力量。

据了解，公司 2009 年新开店在 300 家左右，其中新开直营店 100 家，加盟店 200 多家。预计到 2009 年底公司营销网点总量将超过 1800 家。由于新开店发挥效益一般需要 3 个月到 1 年半的时间，因此 09 年新开的这 300 家店将在 2010 年和 2011 年成为推动公司业绩增长的重要因素。而订货会的数据也基本确立了公司 2010 年上半年收入的快速增长。根据宏观经济形势和公司的募集资金情况，公司 2010 年开始将继续稳步推进渠道的扩张，但我们预计 2010 年的开店速度可能会略低于 2009 年，我们预计公司 2010 年新开直营店在 70—80 家左右，新开加盟开店也会略少于 2009 年，估计在 150 家左右。据了解，公司的渠道扩张一般保持快一年缓一年的节奏，在一年快速扩张后下一年重点对上年新开店集中扶持和加强稳固然后再下一个年度加快扩张步伐。我们认可公司这样的渠道扩张策略，认为这对于公司提高新店运行效率、降低经营风险和维护品牌影响力具有积极的影响。而且由于新开店的时滞效应，我们一般认为到开店后第二年最能充分发挥效益。

公司本次 IPO 超额募集资金近 3 亿元，为公司后续业务运作提供了较大的空间。前期公司已经公告将超募资金中的 6000 万元左右用于信息化建设项目。据悉该项目主要通过与 IBM 合作，实现覆盖公司生产、管理和销售各环节的信息系统集成。从 09 年四季度开始，公司已经着手实施“一站式服务平台”的建设，主要是改进和完善公司的分销系统，最终实现所有零售终端和公司总部在生产、存货、销售等方面的实时互动。初步估计 2010 年中期“一站式服务平台”基本框架能搭建完毕，2010 年底完成大部分营销网点的覆盖。但要完成实现所有销售网点数据的覆盖和实时反馈采集估计至少要到 2011 年。公司未来计划做好销售模块后还会做其他经营模块，直至完成整个信息系统的建设。我们认为新信息系统的建设和完成对公司提升供应链的运行效率和在整个行业的竞争力具有深远的意义。

另外剩余的 2 亿多元超募资金也为市场提供了丰富的想象空间。根据调研了解的信息，我们判断公司未来通过该部分资金实现行业内并购的可能性较大。目前公司通过自主品牌和代理品牌在中高

端家纺用品市场已经建立起自己的龙头地位，未来若能通过收购整合一个具有互补性的中低端品牌，公司产品 and 人群覆盖将更为广泛，品牌系列将更为完善，其市场地位将更为稳固。另外，我们认为随着农村消费的启动和增长国内中低端家纺用品市场的潜力巨大，并购中低端品牌也将为公司经营提供新的盈利增长点。

除了信息系统完善和未来可能的并购外，我们认为公司网购业务未来也值得期待。据悉，公司 LOVO 品牌网购于 09 年 3 月正式运营，目前销售情况良好，预计 2009 年可实现销售 700——800 万元，预计 2010 年盈亏平衡，2011 年开始逐步盈利。我们认为床上用品作为标准产品和时尚性相对较弱的产品，比服装更容易推广网购业务。而公司具有优良的品牌基础和强大的生产能力，发展该业务具有先天优势。尽管该业务由于销售规模基数太小，近几年对公司盈利贡献很小，但我们认为鉴于其高成长性，未来值得跟踪关注。

另外我们判断公司在盈利方面未来可能会存在一些小的惊喜，比如所得税优惠和政府奖励等，这对于公司现有优良的主业业绩而言将是锦上添花。

我们的看法：行业增长前景看好 公司有望保持强势

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。目前国内家纺消费占纺织服装的比重和人均消费量总体偏低。按发达国家的消费习惯，服装、家用纺织品和产业用纺织品三类消费（按照纤维消费量计）应各占纺织品服装市场消费总量的 1/3。但我国目前服装类纺织品消费约占总量的 65%，家用纺织品消费仅约占 23%，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。另外，未来促进我国家纺市场需求扩大的主要因素将长期存在。促进家纺市场需求的主要因素包括社会的城市化进程、公共卫生设施完善、中高收入人群的持续增长、旅游交通业的兴盛、宾馆饭店持续扩建、儿童用品的需求持续增长、婚礼和节庆消费的增长、年轻人群消费习惯的改变和居民住房条件改善。我们认为以上在中国社会未来发展中将长期存在。特别是城市化进程的加快将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。另外 80 年代生育高峰带来的婚庆消费中的大部分也属于家纺行业。

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。公司作为行业内排名第一的品牌，其市场占有率也不到 1%。

我们认为随着行业竞争的日趋激烈和优势企业的快速发展，未来家纺行业存在一个优胜劣汰和集中度相对提高的过程。在这一过程中，谁能够脱颖而出，谁就能成为最终的胜利者。我们认为公司成为这一角色的可能性较大。首先公司是目前市场规模最大、网点最多的龙头企业，同时公司也是第一家上市的以内销为主的家纺企业，上市不仅进一步提升了公司的品牌知名度，也为公司业务拓展提供了充足的募集资金和可持续的资金渠道。其次，目前行业内排名前列的竞争对手富安娜和梦洁

与公司的经营策略基本类似，公司只要不犯战略错误，维护住龙头地位的难度不大。另外，我们认为相对于其他的竞争对手，公司在产品研发能力和产业集群配套方面具有比较优势。公司在上海设有研发中心，拥有设计师 113 多人，50%以上来自国内指名艺术院校，核心技术人员的多个产品曾在业内设计大赛中获得重要奖项。上海作为中国的经济中心和时尚之都，在感受时尚资讯和吸引人才方面无疑具有良好的优势，这对于提高公司产品的竞争力具有十分重要的意义。公司一贯重视对新产品的开发，近年来不断加大研发费用的投入。2006——2009 年中期研发费用比率不断上升，从 2006 年的 0.96% 上升至 2009 年中期的 1.30%。每年公司的销售总收入中 30% 来自于新产品。另外公司所在地南通是传统的纺织名城，也是国内家纺行业的重镇，全国九大家纺行业集群地中的两个通州和海门均位于南通市。良好的产业链配套设施、充足的熟练工人和充分竞争及沟通下的市场环境是公司成长的良好土壤，这也是其他竞争对手所不具备的。当然我们认为公司未来要进一步拉开和竞争对手的差距，需要在产品品质、产品细分、品牌宣传、功能性产品开发和新型面料开发设计和企业内部管理等方面进一步提升，这在一定程度上也取决于管理层的战略眼光和经营把握。

盈利预测及投资建议

盈利预测的主要假设

- (1) 根据 09 年中报（一般家纺企业上半年销售占全年销售的 40% 左右，考虑今年两节原因略有提高），我们预计 2009 年全年销售收入增长 15% 左右。
- (2) 基于公司未来的渠道扩张预测（具体见下表 1），我们假设公司 2010、2111 年加盟收入增长分别为 15% 和 20%，直营收入增长分别为 40% 和 30%。
- (3) 2009——2011 年公司加盟业务毛利率分别为 38%、38.5% 和 39%，直营业务毛利率分别为 57.5%、58% 和 58.5%。
- (4) 公司 2009——2011 年的销售费用比率分别为 16%、15.5% 和 15.4%；管理费用比率分别为 5.6%、5.3% 和 5.1%。公司未来三年基本没有借款，募集资金存款利率以半年期计算。
- (5) 2009——2011 年公司的综合所得税率分别为 24%。
- (6) 以上盈利预测均没有考虑公司可能的所得税优惠

表 1：公司未来自营和加盟渠道扩张预计

	加盟店(家)	直营店(家)
2006	1043	—
2007	1249	—
2008	1398	138
2009E	1600	238
2010E	1750	310
2011E	2000	410

资料来源：东方证券研究所

表 2：公司盈利预测表（单位：万元）

	2007	2008	2009	2010	2011
营业收入	75536	90268	103921	123123	154552
营业成本	49240	56812	62612	72261	89609
营业税金及附加	149	226	312	369	464
销售费用	10579	13613	16627	19084	23801
管理费用	3999	5060	5820	6526	7882
财务费用	245	137	(450)	(1000)	(600)
资产减值损失	175	662	600	600	800
投资净收益	(7)	(7)	0	0	0
营业利润	11150	13758	18400	25283	32596
营业外收入	131	214	600	300	300
营业外支出	164	253	0	0	0
利润总额	11116	13719	19000	25583	32896
所得税	2602	2616	4560	6140	7895
少数股东损益	(1)	96	140	168	202
净利润	8514	11007	14300	19275	24799
每股收益(元)	0.85	1.05	1.02	1.37	1.77

资料来源：东方证券研究所

关于公司的估值，我们认为可以参照主要国内品牌类企业的估值水平，具体见下表 3。

表 3：目前国内主要品牌类上市公司的估值情况

股票名称	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
	EPS	EPS	EPS	EPS	PE	PE	PE	PE
七匹狼	0.54	0.70	0.90	1.16	42.22	32.57	25.33	19.66
报喜鸟	0.64	0.66	0.85	1.11	33.53	32.52	25.25	19.33
美邦服饰	0.88	0.57	0.83	1.08	27.51	42.47	29.17	22.42
星期六	0.64	0.57	0.74	1.00	36.59	41.09	31.65	23.42
平均值					34.96	37.16	27.85	21.21

资料来源：东方证券研究所（股价为 11/13 日收盘价，报喜鸟的估值考虑以 19 元的增发价股本扩张 16.8%）

由上表 3 可以发现目前国内主要品牌服饰类企业 2010 年的平均动态市盈率在 28 倍左右，结合考虑公司的未来成长性，我们认为给予公司 2010 年 25——30 倍的估值水平较为合理，对应的合理股价为 34.25 元——41.10 元之间，给予“增持”评级。

公司的投资风险在于宏观经济波动和一些经营细节（订货会不收取订金、终端销售价格不统一、允许一定比率的换货）可能带来控制能力的不确定性。

分析师承诺

施红梅：纺织服装行业首席分析师

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 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。
- 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。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“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。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的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。

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。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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、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：寿岚

电话：021-63325888*6055

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn