

渠道扩张与效率提升均可期待

——罗莱家纺（002293）调研快报

2010 年 4 月 22 日

中性/首次

纺织服装行业

调研快报

银国宏	职业证书编号: S1480109060847		
联系人: 程远	010-6650 7313	13811494338	MSN:chengyuan0716@hotmail.com

事件:

4 月 20 日, 我们赴南通参加罗莱家纺召开的股东大会, 会中就公司的经营状况以及公司未来的发展战略进行了了解。

问题 1: 公司渠道拓展进程如何?

公司 09 年终端店面共 1810 家, 其中加盟店 1534 家, 加盟店 276 家。从实现收入、毛利的情况来看, 加盟店实现销售收入、毛利同比增长 20.93%和 23.24%, 在主营业务收入、毛利润中所占比重达 81.36%和 75.48%。直营店实现销售收入、毛利同比增长 48.62%和 43.65%, 在主营业务收入、毛利润中所占比重达 16.27%和 22.23%。

公司目前最具渠道优势的区域为华东地区, 该区域在主营业务收入中贡献比重为 41.24%。另外, 西南、东北和西北销售收入增速均在 35%以上, 华北、华中和华南地区增速相对较慢, 同比增长均在 20%以下的。

公司今年计划将努力开拓新型销售渠道, 如电子商务、大卖场、超市等, 其中电子商务是我们认为最具看点的销售模式, 公司网购品牌 LOVO 推出当年销售收入近千万。由于家纺产品与服装相比其产品尺码具有高度标准化的特征, 因此更加适合以网购的形式销售, 随着人们消费观念的升级和公司品牌力的提升, 我们预计 LOVO 近 3-5 年内将以 80-150%的速度增长。

问题 2: 募集资金使用情况如何?

公司南通家纺生产基地的扩建项目目前完成进度约为 12-15%, 该项目预计 2013 年可投产, 达产后每年将新增标准套件 120 万套、被芯 160 万条、枕芯 220 万只的产能。

公司直营连锁经营网络建设项目实施比原计划有所推迟, 该项目今年开始建设。

公司研发中心建设项目目前完成进度约 12%左右, 该项目预计今年年底或明年年初可投入使用。

公司信息化系统建设项目目前正在与 IBM 进行合作, 公司已在去年年底外聘专门的 ERP 建设人员, 终端门店的信息系统正在铺设当中, 目前已经完成压力测试。

问题 3: 公司在提高经营效率方面有和策略?

公司 09 年毛利率较 08 年提升 2.04 个百分点, 其原因主要为直营店贡献收入比例的提升和推出新产品数量的提升。公司 09 年的直营销销售比重由 08 年的 15.45%上升至 16.27%, 而直营店的毛利率高于加盟店约 18-20 个百分点, 因此对毛利率的提升有一定的贡献, 但由于直营店的费用较高, 因此对净利率无明显贡献。09 年公司开发新产品 300 项, 取得 28 项专利, 申请专利 70 项, 09 年新品占销售的比重为 33.43%, 同比 08 年提升了 4.12 个百分点。

公司未来将从三个方面提升经营效率：第一是通过提高直营店的比例增强对终端渠道的掌控能力，我们预计公司 10 年直营店数量同比增长 30% 左右，贡献收入同比增长 35% 左右，占主营收入比重提升至 18.74%；第二是通过加大新品推出的力度提升综合毛利率，公司研发中心建成后将形成更为专业、先进的产品研发体系，新品推出速度和力度都将大大提升；第三是通过 ERP 信息系统建设提高信息采集、分析的能力，从而提升管理效率。

结论：

1. 广阔的行业前景是公司未来快速成长的保障。家纺行业目前是纺织中发展速度最快的子行业之一，近年来保持着 20% 左右的复合增长率。在发达国家，家用纺织品消费增长快于服装消费增长，已经与服装、产业用纺织品“三分天下”。在美国，家用纺织品比例高达 39%，超过服装成为纺织品第一大消费领域，英、法等国的家纺产品消费量也都稳定在 35%—38% 之间，而在我国这一比例仅有 12% 左右，距发达国家尚有巨大的差距。从行业的集中度来看，处于行业第一龙头地位的罗莱家纺的市场占有率尚不足 1%，而欧美发达国家的家纺龙头年收入可达 30—50 亿美元。我们认为，随着家纺行业未来竞争日益激烈，行业集中度将有所提升，罗莱家纺作为目前行业的龙头具有较强的研发、渠道、品牌力等优势，预计公司在未来行业中的市场占有率将有所提升。

2. 快速扩张的渠道将巩固公司的龙头地位。目前 A 股上市的三家家纺企业都是目前家纺行业的龙头企业，均具有较为明显的渠道优势，而渠道策略略有不同。

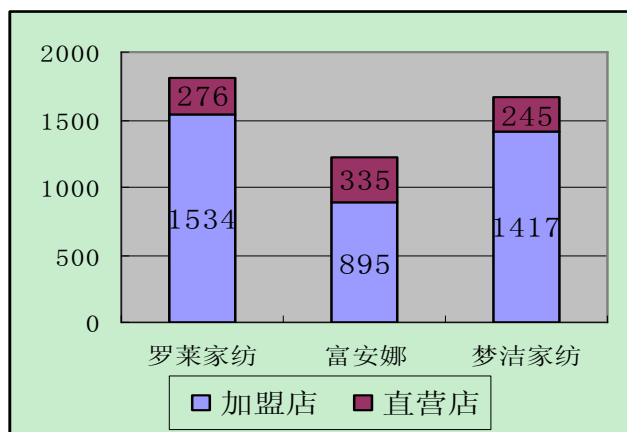
✚ 罗莱家纺的策略是快速增加以加盟为主的渠道网络，首先布局于各个经济发达城市，在对加盟商的管理方面具有一定优势。

✚ 富安娜的渠道策略是建设直营比例较高的销售网络，对终端网络的掌控能力和抗风险的能力较强，由于开设直营店的投入较大，因此渠道扩张的能力逊于罗莱。

✚ 梦洁家纺渠道建设的结构与罗莱近似，但其毛利率和单店销售情况明显低于罗莱。

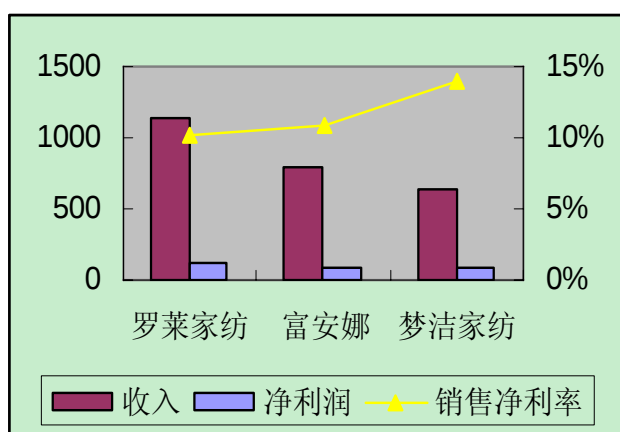
从目前家纺行业的发展态势来看，还属于高速发展，同业竞争相对较弱的蓝海市场阶段，尚有广阔的市场还有待开发。我们认为，在目前阶段抢占市场是企业的当务之急，因此罗莱的渠道策略相对来说更加适应市场形势，预计近年将实现较快的发展。

图 1：三家家纺龙头渠道数量、结构比较（09 年）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：三家家纺龙头盈利能力比较（09 年）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 1：罗莱家纺终端渠道数量、收入预测

年份	加盟店数量	加盟店收入	直营店数量	直营店收入	终端店面合计	终端销售收入
2009	1534	931.82	276	197.79	1810	1129.61
2010	1725	1,090.23	359	267.02	2025	1357.25
2011	2070	1,308.28	449	360.48	2445	1668.76
2012	2484	1,596.10	538	468.62	2934	2064.72
2013	2857	1,867.44	646	585.78	3398	2453.22
2014	3142	2,147.55	743	702.94	3764	2850.49

资料来源：东兴证券研究所

3. 经营效率还将继续提升。公司计划在今年加大直营渠道建设比例，未来直营店比例的提升将增强公司对渠道的掌控能力。公司研发中心建成后，新产品推出的力度、效率都将大幅提升，因此未来毛利率和净利率都将受此正向影响。随着公司 ERP 系统的不断完善、成熟，经营管理的效率还将不断提高，对终端市场消费趋势的把握将更加及时、有效。我们预计公司 10-12 年的综合毛利率分别为 40.6%、41.5%、41.9%，净利率分别为 14.5%、15.2%、16.1%。

4. 盈利预测与投资评级：中性基于上述分析，我们预计公司 10-12 年的 EPS 分别为 1.45、1.91、2.56 元，目前股价对应 10-12 年的动态 PE 分别为 35.6、27.1、20.2 倍。综合家纺行业的发展态势以及公司在行业内的龙头地位，我们认为给予 35 倍的 PE 较为合理，对应 10 年的股价为 50.75 元，给予“中性”的投资评级。

表 2：罗莱家纺主要财务指标预测

百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,145	1,405	1,768	2,236
(+/-)%	26.88%	22.63%	25.86%	26.47%
经营利润 (EBIT)	200	257	350	478
(+/-)%		28.60%	36.22%	36.47%
净利润	152	204	268	360
(+/-)%	38.07%	33.95%	31.70%	34.10%
每股净收益 (元)	1.33	1.45	1.91	2.56

资料来源：东兴证券研究所

表 3：罗莱家纺利润表预测

会计年度截止日：12/31	2009-12-31	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,145.31	1,405	1,768	2,236	2,726	3,276
	26.9%	22.6%	25.9%	26.5%	21.9%	20.2%
减：业务成本	697.44	834	1,034	1,299	1,576	1,887
营业税费营业税金及附加	4.18	6	7	9	11	13
	39.1%	40.6%	41.5%	41.9%	42.2%	42.4%
营业费用	201.05	245.79	300.52	357.70	436.19	524.12

管理费用	54.53	67.42	83.08	100.60	122.68	147.41
财务费用	-1.02	(10.59)	(10.67)	(11.33)	(13.04)	(15.76)
其中：利息支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利息收入	0.00	10.59	10.67	11.33	13.04	15.76
汇兑损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-0.35	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
其中：对联营合营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	189.49	262.27	354.09	480.72	593.06	719.96
加：营业外收入	8.22	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	0.77	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其中：非流动资产处置净损失	0.20	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	196.93	262.27	354.09	480.72	593.06	719.96
减：所得税	43.43	57.70	84.98	120.18	148.27	179.99
	22.05%	22.00%	24.00%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润	153.50	204.57	269.11	360.54	444.80	539.97
归属于母公司所有者的净利润	151.97	203.57	268.11	359.54	443.80	538.97
少数股东损益	1.53	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
	13.3%	14.5%	15.2%	16.1%	16.3%	16.5%
	38.1%	34.0%	31.7%	34.1%	23.4%	21.4%
发行在外股份数量(百万股)	140.36	140.36	140.36	140.36	140.36	140.36
基本每股收益	1.33	1.450	1.910	2.561	3.162	3.840
稀释每股收益	1.33					
	26.7%	9.0%	31.7%	34.1%	23.4%	21.4%
股利	21.05	40.71	53.62	71.91	88.76	107.79
期初未分配利润	134.43	251.47	393.97	581.65	833.32	1,143.98
提取盈余公积	34.06	20.36	26.81	35.95	44.38	53.90
期末未分配利润	251.47	393.97	581.65	833.32	1,143.98	1,521.26

资料来源：东兴证券研究所

表 4：罗莱家纺资产负债表预测

会计年度截止日：12/31	2009-12-31	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
资产						
流动资产						
货币资金	1,066.88	1,050.81	1,082.49	1,183.72	1,424.60	1,726.53
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	2.25	3.08	3.87	4.90	5.98	7.18
应收股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	66.43	76.96	96.86	122.50	149.38	179.49
其他应收款	6.09	7.47	9.40	11.89	14.50	17.42
预付款项	17.07	17.07	17.07	17.07	17.07	17.07
存货	260.45	297.07	368.18	462.68	561.48	672.08
待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	0.42	0.42	0.42	0.42	0.42	0.42
流动资产合计	1,419.58	1,452.88	1,578.29	1,803.17	2,173.43	2,620.19
非流动资产						
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	78.95	270.20	413.39	544.59	604.78	675.17
工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	24.06	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
油气资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	12.44	11.20	9.95	8.71	7.46	6.22
开发支出	0.00	0.00				
商誉	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
长期待摊费用	4.72	4.72	4.72	4.72	4.72	4.72
递延所得税资产	7.54	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	127.74	286.14	428.09	558.04	616.99	686.13
资产总计	1,547.32	1,739.02	2,006.39	2,361.21	2,790.41	3,306.32

流动负债						
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	4.79	16.00	19.82	24.91	30.23	36.19
应付账款	94.61	102.83	127.45	160.16	194.36	232.64
预收款项	34.17	46.81	62.72	82.84	107.38	136.86
应付职工薪酬	21.49	23.64	26.00	28.61	31.47	34.61
应付股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应交税费	23.27	25.60	28.16	30.98	34.07	37.48
应付利息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应付款	23.63	26.00	28.59	31.45	34.60	38.06
递延收益 - 流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	5.89	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	207.86	240.88	292.75	358.95	432.11	515.85
非流动负债						
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
专项应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	207.86	240.88	292.75	358.95	432.11	515.85
所有者权益（或股东权益）						
实收资本（或股本）	140.36	135.18	135.18	135.18	135.18	135.18
资本公积	909.09	909.09	909.09	909.09	909.09	909.09
减：库存股	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
盈余公积	34.06	54.42	81.23	117.19	161.57	215.46
未分配利润	251.47	393.97	581.65	833.32	1,143.98	1,521.26
外币报表折算差额	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益合计	1,334.98	1,492.66	1,707.15	1,994.78	2,349.82	2,780.99
少数股东权益	4.48	5.48	6.48	7.48	8.48	9.48
所有者权益（或股东权益）合计	1,339.46	1,498.14	1,713.63	2,002.26	2,358.30	2,790.48
负债和所有者权益（或股东权益）总计	1,547.32	1,739.02	2,006.39	2,361.21	2,790.41	3,306.32

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

程远

金融工程专业毕业，08 年加盟东兴证券，从事纺织服装行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

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介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。