

家纺领袖的时代即将到来

——罗莱家纺(002293)公司投资价值分析

核心观点

一、加盟、直营并举助推企业快速扩张 罗莱通过连锁经营借助加盟商资金和店铺资源,快速拓展当地市场,拥有全国 500 多个地级市优势地段店铺资源。为弥补大型中心城市加盟商实力不足,采取直营连锁模式。预计 2010 年销售门店总量将达到 2000 家左右,超过其他竞争对手。

二、新品贡献巨大,凸显强大设计实力 强大设计开发实力使得产品线不断完善,每年新品销量常年保持在 30%,新品占比稳定不仅保证公司产品在市场占据先发位置,也有利于主营业务毛利率水平的提高。每季新品设计周期领先市场,显示公司对市场的准确预测和掌控能力。

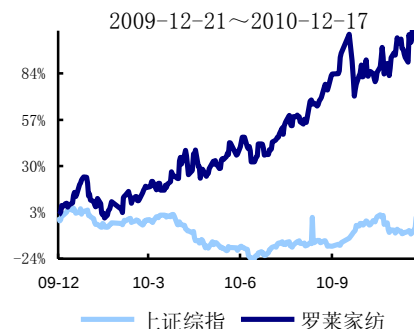
三、多品牌策略为公司打造家纺帝国。公司旗下 17 个国际知名家纺品牌,涵盖床品、毛浴巾、地垫、香氛、家居服等大家居产品。多品牌战略较好地定位不同利益细分市场,吸引不同消费群体,各品牌间差异明显,实现相互补充,使公司最大限度挖掘市场深度和宽度。罗莱与世界顶级家居品牌的合作,率先占据高端市场位置。我们认为罗莱的多品牌发展策略,将为公司成为国内家纺品牌运营商奠定基础,通过日趋完善的品牌运作,引领大家居理念和家纺品牌发展方向。

四、加盟商品质优异、客户忠诚度高。罗莱借助加盟商手中的资金和店铺,快速拓展当地市场,通过深化与加盟商关系和品牌塑造积累了行业内大量优质客户,公司前 50 名客户贡献营业收入的 35-40%,其终端门店零售的 50-60%左右来自 VIP 顾客,这样的高质量会员达到十万。

五、扩张直营渠道,走品牌驱动之路 在发展前期采取特许加盟模式,给罗莱带来了巨大渠道利益,公司也清醒认识到从绝对规模看还未占据行业统治地位,若要巩固自身地位,长期获取行业超额收益,只有通过品牌建设来提高产品溢价。过于依赖特许加盟模式已不能满足公司进一步发展的需要。公司计划通过扩大直营销售网络,提高公司营销网络的稳定性,提升公司品牌形象,最终提高公司的盈利水平。预计未来三年直营的销售比例由目前的 16%提高至 30%。

投资建议: 公司是国内不可多得的具有战略眼光的家纺企业,我们认为公司将借助资本市场迎来又一个加速发展阶段,创新能力与品牌运作能够帮助公司在长跑中胜出。公司 2010-2012 年 EPS 为 1.48 元、1.93 元和 2.65 元,PE 分别为 50 倍、38 倍、28 倍,PEG1.09,鉴于公司未来将继续保持高速增长,理应享有较高估值水平,给予公司“短期_推荐,长期_A”的评级。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	14036.31
流通股A股(万股)	3510.00
52周内股价区间(元)	36.85-80.0
总市值(亿元)	104.91
总资产(亿元)	15.48
每股净资产(元)	9.46
目标价	6个月 12个月

相关报告

- 《国都证券-公司研究-调研简报-罗莱家纺(002293):志在高远的家纺龙头》2010-11-10
- 《国都证券-公司研究-调研简报-罗莱家纺(002293):保持国内家纺市场龙头地位》2010-04-16
- 《国都证券-公司研究-公司点评-罗莱家纺(002293):09年净利润增长35%》2010-02-24

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	1145	1611	2148	2936
同比增速(%)	24.4	40.6	33.4	36.7
净利润(百万)	146	208	271	372
同比增速(%)	34.6	46.4	30.1	37.5
EPS(元)	1.03	1.48	1.93	2.65
P/E	72.56	50	38	28

研究员: 李韵

电话: 010-84183225

Email: liyun@guodu.com

执业证书编号: S0940210090002

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

正文目录

1.家纺行业前景广阔	4
1.1 处于景气通道，消费结构调整带来想象空间	4
1.2 住房改善及家装档次提高支撑家纺消费	5
1.3 婚庆高峰期到来对家纺消费构成利好	6
2.内外兼修造就高成长典范	7
2.1 快速成长，领跑行业	7
2.2 加盟、直营并举助推企业快速扩张	8
2.3 新品贡献巨大，凸显强大设计实力	8
3.展露国际化雏形，缔造家纺品牌帝国	9
3.1 围绕核心品牌，构建多品牌矩阵	9
3.2 手持国际品牌，占据行业制高点	10
3.2.1 SHERIDAN(雪瑞丹) - 来自澳洲的高端家纺品牌	11
3.2.2 SAINT MARC(尚玛可) - 源自浪漫之都的时尚品牌	11
3.2.3 DISNEY(迪士尼) - 经典卡通与家纺的完美结合	12
3.3 整合国际家居品牌，占据细分市场	13
4.借力资本市场，实施战略宏图	13
4.1 扩张直营渠道，走品牌驱动之路	13
4.2 旺盛需求支撑产能扩张	16
5. 估值与盈利预测	16

图表目录

图 1: 家纺产品种类丰富	4
图 2: 中国家纺市场规模 (亿元) 及增速	4
图 3: 中国纺织品消费结构	4
图 4: 中国床上用品市场规模 (亿元) 及增速	5
图 5: 印度床上用品市场规模 (百万卢比) 及增速	5
图 6: 商品房销售面积 (亿平米)	5
图 7: 房地产实际投资规模 (亿元) 及增速	5
图 8: 2009 年前三季度我国精装修比例与发达国家对比	6
图 9: 人口出生率‰	6
图 10: 罗莱家纺主营业务收入 (亿元) 及增速	7
图 11: 罗莱家纺净利润 (亿元) 及增速	7
图 12: 家纺三巨头营业收入对比 (亿元)	7
图 13: 家纺三巨头净利润对比 (亿元)	7
图 14: 罗莱家纺各类渠道增长情况:	8
图 15: 罗莱研发费用 (百万元) 用及占比 (%)	9
图 16: 富安娜研发费用 (百万元) 用及占比 (%)	9
图 17: 罗莱家纺婚庆设计	9
图 18: 罗莱家纺婚庆消费主题	9
图 19: 罗莱家纺品牌矩阵	10
图 20: 各品牌收入占比:	10
图 21: 雪瑞丹奢华系列	11
图 22: 雪瑞丹门店形象	11
图 23: 尚玛可尚引力系列	12
图 24: 尚玛可门店形象	12
图 25: 迪士尼系列产品:	12
图 26: 迪士尼门店形象	12
图 27: 美国家纺产品销售渠道占比	13
图 28: 我国主要城市家纺销售渠道占比(%)	13
图 29: 直营与加盟渠道毛利率水平对比 (%)	14
图 30: 罗莱直营连锁销售比例 (%)	14
图 31: 产销率%	16
图 32: 产能扩张对比 (万套)	16
表 1: SHERIDAN(雪瑞丹)主要网点:	11
表 2: 罗莱旗下其他品牌	13
表 3: 加盟、直营模式比较:	14
表 4: 罗莱直营连锁布局 (2009):	15
表 5: 三大品牌各销售区域占比 (%)	15
表 6: 分品牌收入预测 (百万元)	16
表 7: 2010 - 2012 盈利预测 (百万元)	17
表 8: 可比公司估值比较:	18

1. 家纺行业前景广阔

1.1 处于景气通道，消费结构调整带来想象空间

家用纺织品，属于家居装饰中的“软装饰”，可细分为“巾、床、厨、帘、艺、毯、帕、线、袋、线”等十大类产品，床上用品是家用纺织品行业的重要组成部分，年产值占整个家用纺织行业的三分之一。生活水准和消费水平的提高激发了人们对高层次生活情趣的追求，越来越多的人认识到家纺用品除了基本功能外，更能够给家居环境增添安宁祥和的生活气息和氛围。

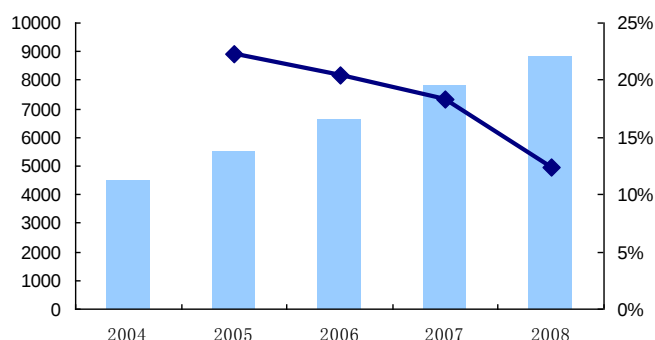
图 1：家纺产品种类丰富



资料来源：国都证券研究所

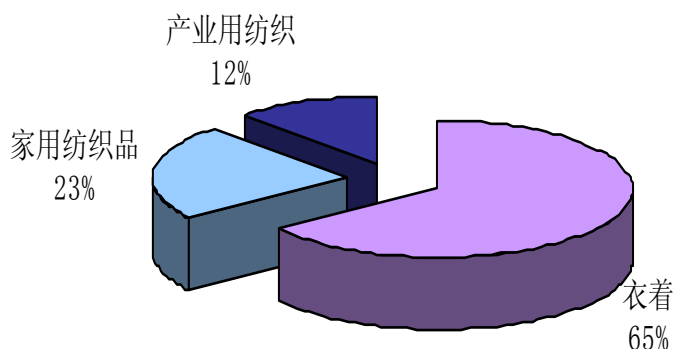
近五年我国家纺行业年复合增速达到 18.25%，2008 年我国家用纺织品行业的产值已达 8,800 亿元。其中床上用品行业 2004 年—2007 年以年均增长 14% 以上的速度快速发展，2007 床上用品行业的产值已达 2,255 亿元，这与同处于快速增长中的印度市场情形相仿。

图 2：中国家纺市场规模（亿元）及增速



资料来源：国都证券研究所

图 3：中国纺织品消费结构

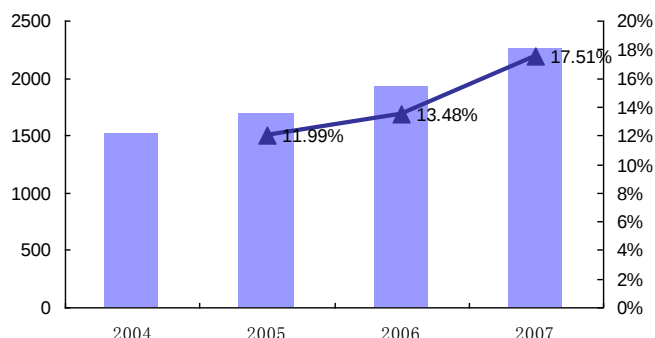


资料来源：国都证券研究所

发达国家家用纺织品消费已进入成熟阶段，与服装、产业用纺织品消费各占三分之一份额。美国是全球最大的家用纺织品消费市场，2008 市场总额超过 600 亿美元，家用纺织品比例高达 39%，英、法等国的家纺产品消费量也都稳定在 35%—38% 之间，我国

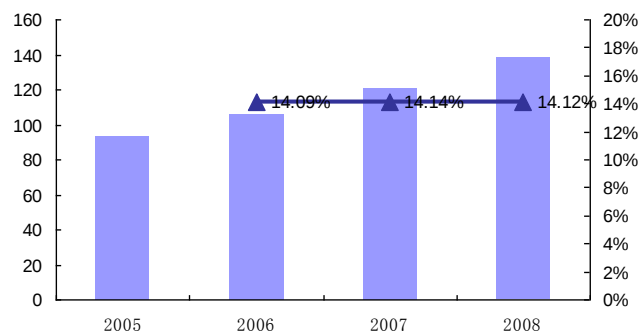
家用纺织品占比仅为 23%，家用纺织品消费比例的提高空间很大。

图 4：中国床上用品市场规模（亿元）及增速



资料来源：国都证券研究所

图 5：印度床上用品市场规模（百万卢比）及增速

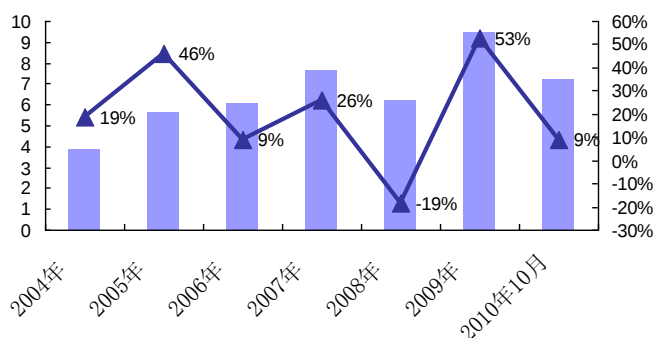


资料来源：国都证券研究所

1.2 住房改善及家装档次提高支撑家纺消费

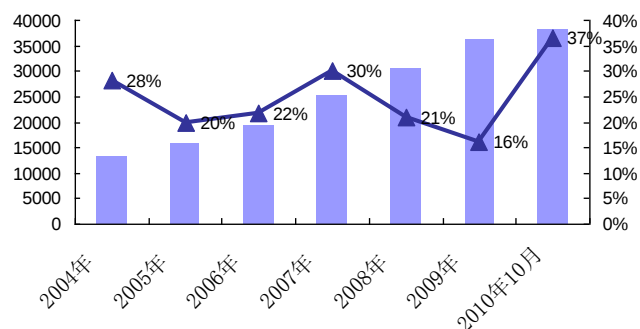
目前家纺行业消费与房地产行业关联度较大，消费中乔迁、婚庆和改善性需求的比重分别约为 4: 3: 3。随着居民住房需求陆续释放，我国房地产市场近年快速发展，商品房销售面积从 2004 年的 3.82 亿平米增长到 2009 年 9.48 亿平米，房地产投资年复合增速达到 16%，2009 年实际投资额达到 3.8 万亿元。2009 年住宅装饰装修产值 8000 亿元，2010 年预计将达到 10000 亿元，据统计约有 82% 的消费者会在迁入新居时购置各类家纺产品，家纺及相关用品消费将占整个装修工程的 20% 左右，在房地产行业推动下每年将带来 1600 亿元的家用纺织品需求。

图 6：商品房销售面积（亿平米）



资料来源：国都证券研究所

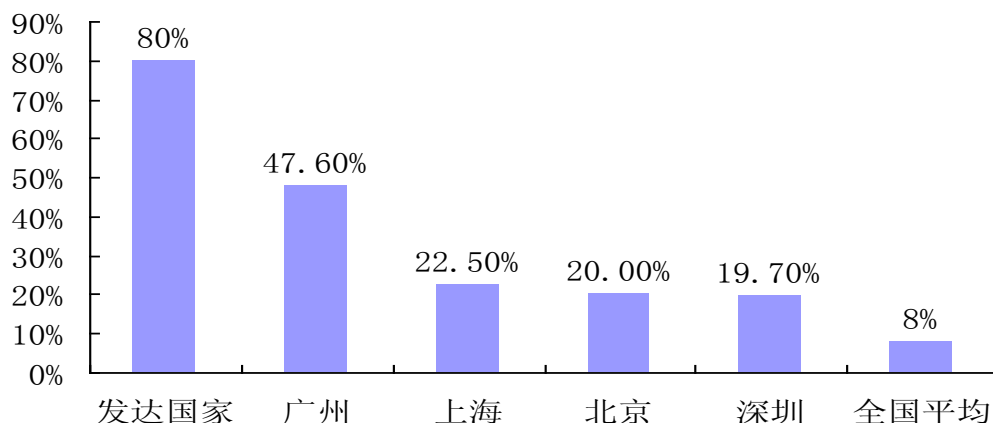
图 7：房地产实际投资规模（亿元）及增速



资料来源：国都证券研究所

未来住宅市场毛坯房会逐步取消，精装修成品房的供给比例将逐步提高，从一线城市的情况来看，精装修比例与主要发达国家相比仍存在较大差距，房屋精装修比例的提高将直接刺激家用纺织品消费市场。同时，每年 15 亿平米的存量住宅翻新工程，也是家纺消费的又一来源。

图 8：2009 年前三季度我国精装修比例与发达国家对比

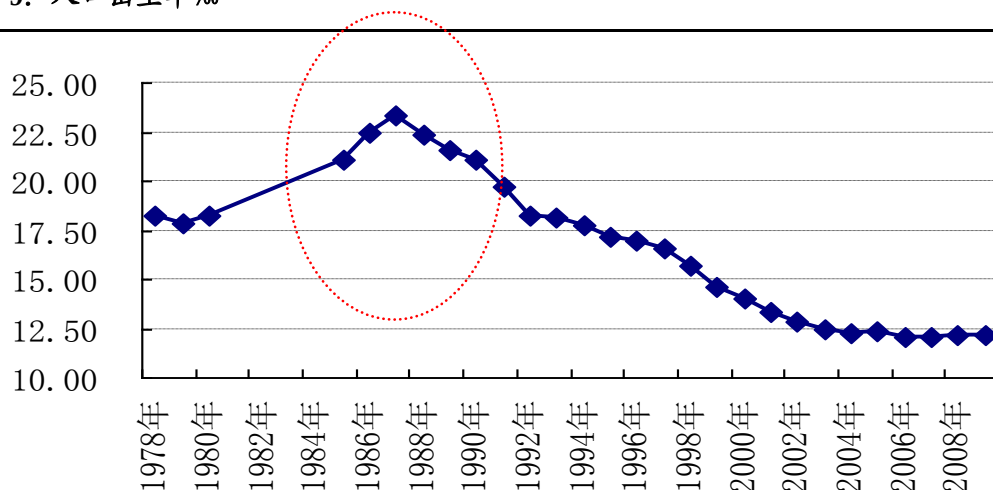


资料来源：中国房地产测评中心、国都证券研究所

1.3 婚庆高峰期到来对家纺消费构成利好

我国正处于第三次人口生育高峰期，每年有近 1,000 万对新人登记结婚，对家居环境的重视带动中高档家用纺织品消费热潮，假设每对新婚夫妇购买 5000 元家纺用品，那么将直接带动 500 亿元的购买力，未来几年是 80 年代出生人群的结婚高峰期，国内家纺消费需求将不断升级。

图 9：人口出生率‰



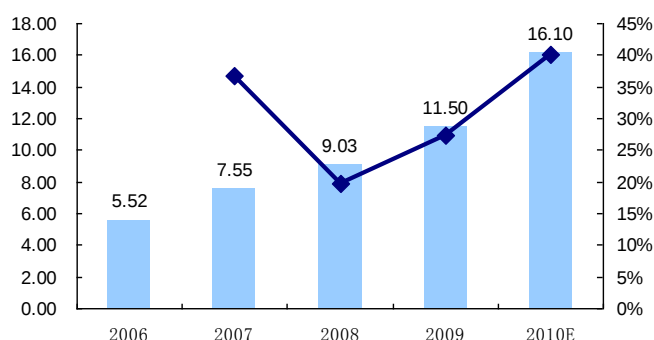
资料来源：公司公告、国都证券研究所

2. 内外兼修造就高成长典范

2.1 快速成长，领跑行业

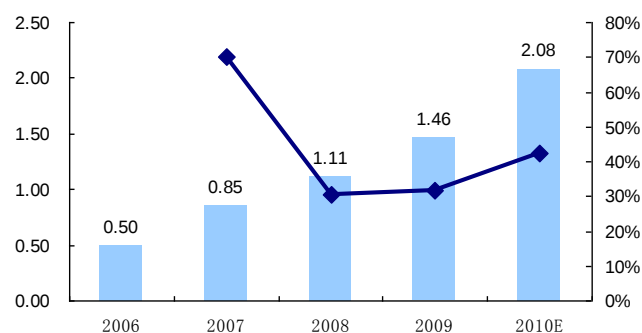
罗莱家纺近五年主营业务收入实现快速增长,规模从2006年5.52亿元增长至2009年11.50亿元,预计2010年将达到16.10亿元,除2008年受金融危机影响增速低于20%以外,其他正常年份均保持较高增速,年复合增速达到42.88%,同期净利润实现年均60.83%的复合增速,从2006年0.5亿元增长至2009年1.46亿元。

图 10: 罗莱家纺主营业务收入(亿元)及增速



资料来源: 国都证券研究所

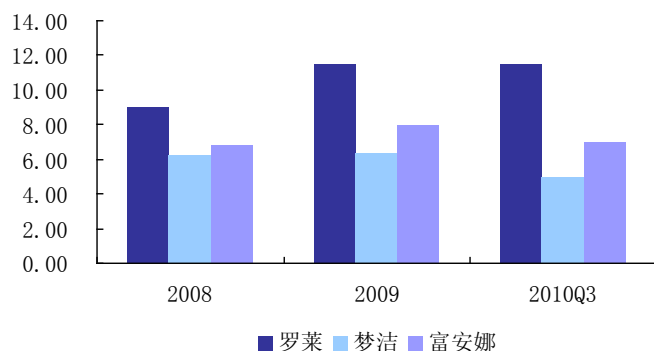
图 11: 罗莱家纺净利润(亿元)及增速



资料来源: 国都证券研究所

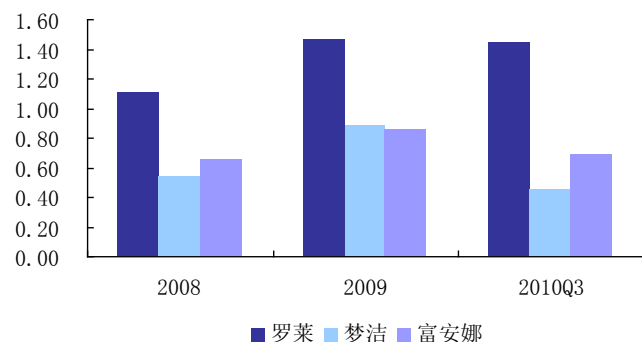
公司两大竞争对手梦洁家纺、富安娜目前规模差距较为明显,2009年罗莱的收入分别是以上两家公司的1.82倍和1.45倍,净利润分别是1.66倍和1.02倍。从2010年三季度数据来看,第二集团与罗莱的差距有扩大趋势。

图 12: 家纺三巨头营业收入对比(亿元)



资料来源: 国都证券研究所

图 13: 家纺三巨头净利润对比(亿元)



资料来源: 国都证券研究所

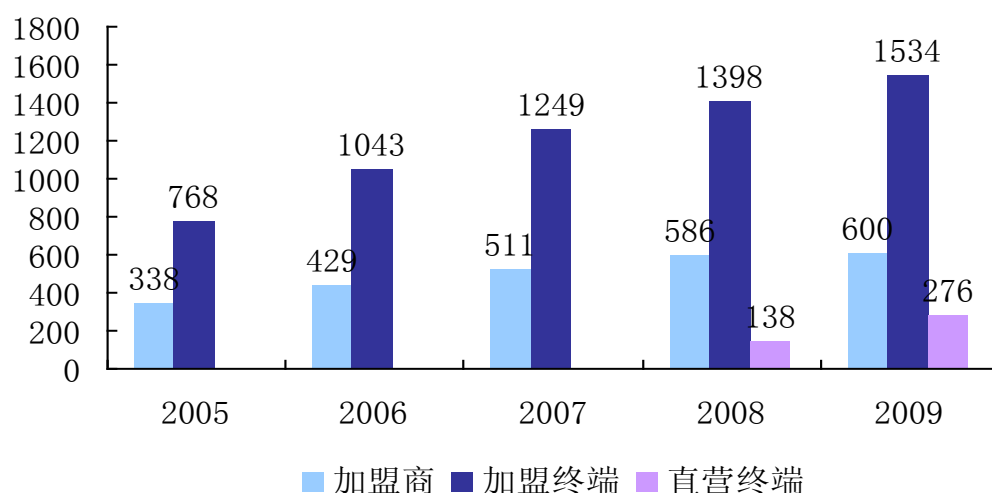
2.2 加盟、直营并举助推企业快速扩张

罗莱家纺在市场处于萌芽阶段时，较早导入连锁经营模式，借助加盟商资金和店铺资源，快速拓展当地市场，目前已拥有全国 500 多个地级市优势地段的专卖店、连锁店资源，建立了强大的经销商联盟。

在发展加盟渠道的同时，公司为弥补大型中心城市市场加盟商实力的不足，在上海、郑州、长沙、重庆等地采取直营连锁模式。直营连锁利用纵深管理、分散销售的特点充分发挥规模效应，扩大品牌影响，提高市场占有率。

2009 年罗莱家纺拥有加盟店 1543 家、直营店 276 家。预计 2010 年销售门店总量将达到 2000 家左右，无论从数量上还是从密度上都超过其他竞争对手。

图 14：罗莱家纺各类渠道增长情况：



资料来源：公司公告、国都证券研究所

罗莱家纺除了注重快速扩张能力，也通过深化与加盟商关系积累了行业内大量优质客户，其中不乏与罗莱一起成长的众多千万级加盟商，前 50 名客户贡献了罗莱总营业收入的 35-40%。据估算，其终端门店零售的 50-60% 左右来自 VIP 顾客，这样的忠实会员达到十万，扎实的客户基础为公司积累了较高的品牌认可度。

2.3 新品贡献巨大，凸显强大设计实力

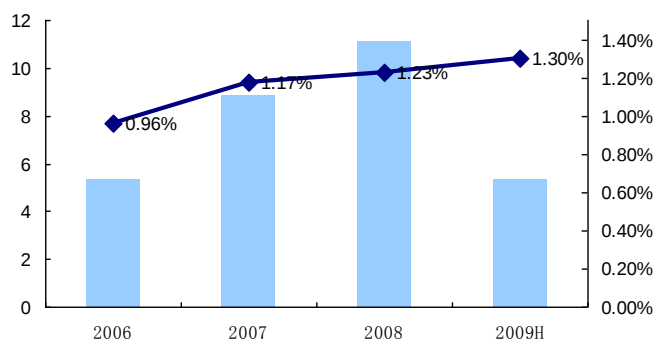
国内家纺产品设计抄袭模仿情况严重，罗莱家纺则坚持自主研发设计道路。目前国内仅有少数几家企业，同时拥有现代化工业园区和研发设计中心。罗莱目前拥有 200 人的研发队伍，在上海和意大利米兰分别设有研发中心。2009 年公司开发新产品 300 项，取得 28 项专利。通过每年大批设计精英参加法兰克福、巴黎和米兰家纺展，确保了罗莱产品设计与世界最新流行趋势同步。

强大的产品设计开发实力使得公司产品线不断完善，每年新品销量占比也稳步提高，2008、2009 年新品占销售比重分别为 29.31% 和 33.43%，常年保持在 30% 左右，我们认为新品占比的稳定不仅保证了公司产品在市场占据先发位置，凸显产品与众不同的

设计风格，同时也有利于主营业务毛利率水平的提高。公司每季新品设计提前 8 至 9 个月，一般家纺企业只提前 6 个月，显示公司对市场的准确预测和掌控能力。

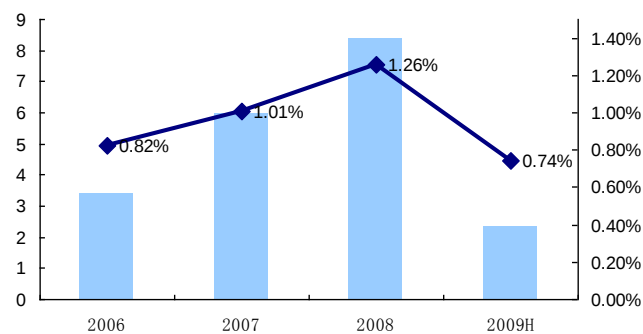
公司不断加大研发费用投入。2006 年度为 531.13 万元，占营业收入的 0.96%；2007 年度为 886.29 万元，占营业收入的 1.17%，2008 年度为 1,110.18 万元，占营业收入的 1.24%，2009 年 1-6 月为 529.84 万元，占营业收入的 1.3%。

图 15: 罗莱研发费用（百万元）用及占比（%）



资料来源：国都证券研究所

图 16: 富安娜研发费用（百万元）用及占比（%）



资料来源：国都证券研究所

3.展露国际化雏形，缔造家纺品牌帝国

3.1 围绕核心品牌，构建多品牌矩阵

“罗莱”作为公司核心品牌，经过 16 年耕耘，已成为行业享有极高知名度和美誉度的家纺品牌。消费者在购买家纺时注重颜色、花色、款式，但对品牌内涵重视不够，罗莱家纺坚持文化底蕴为产品源泉，注重培育家纺消费文化，在经典元素的基础上，为品牌注入原创设计和流行趋势概念，培育市场消费观念，改变并提高消费频率，通过全方位、个性化的、互动的宣传、接触、交流与沟通来营造家纺文化。

图 17: 罗莱家纺婚庆设计



资料来源：国都证券研究所

图 18: 罗莱家纺婚庆消费主题



资料来源：国都证券研究所

为迎合家纺市场未来细分趋势，从 2004 年开始罗莱通过代理和授权方式引进 SHERIDAN(雪瑞丹)、DISNEY(迪士尼)、SAINT MARC(尚玛可)等众多国际家纺品牌，形成

以罗莱家纺为首的多品牌矩阵，在国内中高端家纺市场中已抢得先机。

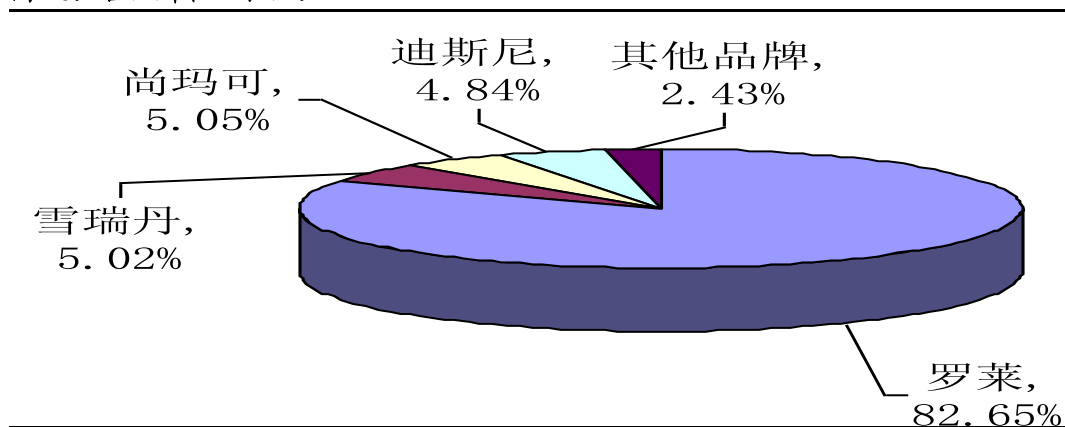
图 19：罗莱家纺品牌矩阵



资料来源：公司公告、国都证券研究所

“罗莱”作为公司成熟品牌，贡献销售收入占比达到 82.65%，根据中华全国商业信息中心统计，“罗莱”自 2005 年连续四年占据同类市场综合占有率榜首。在公司多品牌发展战略下，其他品牌也呈现快速增长的态势。

图 20：各品牌收入占比：



资料来源：公司公告、国都证券研究所

3.2 手持国际品牌，占据行业制高点

罗莱多品牌矩阵容纳了高中低档产品，覆盖了各阶层、各年龄段消费人群，满足了消费者日益增长的个性化需求，并且各品牌间差异明显，实现相互补充，使公司最大限度挖掘市场深度和宽度，增强了抗风险能力。我们认为罗莱的多品牌发展策略，将为公司成为国内家纺品牌运营商奠定基础。罗莱通过多年的品牌运作，获得了市场充分认可，引领大家居理念和家纺品牌发展方向。

3.2.1 SHERIDAN(雪瑞丹) – 来自澳洲的高端家纺品牌

雪瑞丹是澳大利亚知名度最高的家纺品牌，有超过 60 年的家用纺织品制造历史，在澳大利亚中高档家纺市场占有率第一。在国内品牌定位为高档品牌，主要消费对象为受教育程度较高，消费能力强、具有较高审美品位的人群，产品多通过浓郁的色彩，简洁、经典的设计，同时又不失时尚的元素来表现产品的华贵风格。

图 21：雪瑞丹奢华系列



资料来源：国都证券研究所

图 22：雪瑞丹门店形象



资料来源：国都证券研究所

自 2004 年开始引入该品牌，目前在国内市场的同类国际进口品牌中销量遥遥领先，是高端市场的绝对领导者，拥有大量忠实的 VIP 会员群体。目前通过公司雪瑞丹事业部代理，“SHERIDAN 雪瑞丹”截止 2009 年 6 月 30 日在国内门店数量 90 多家，主要集中在全国一线城市（直辖市、省会城市）的高级百货店内。

表 1：SHERIDAN(雪瑞丹)主要网点：

北京赛特	重庆远东	上海太平洋	广州友谊
北京百盛	重庆太平洋	上海梅陇镇	香港崇光
北京翠微	贵阳国贸	上海久光	香港新世界
北京居然之家	昆明金格	上海八佰伴	香港三越
西安世纪金花	深圳华润万象城	上海东方	香港永安
南京金鹰	澳门新八佰伴	杭州大厦	香港永安油麻地
苏州美罗	长春卓展	长沙新世界	香港永安尖沙咀
无锡八佰伴	大连迈凯乐	厦门巴黎春天	
成都太平洋	青岛巴黎春天	青岛海信广场	
成都王府井	青岛阳光	郑州丹尼斯	

资料来源：公司公告、国都证券研究所

3.2.2 SAINT MARC(尚玛可) – 源自浪漫之都的时尚品牌

SAINT MARC（尚·玛可）于 1993 年诞生法国巴黎，其追求时尚、个性、简约、休闲的设计理念为许多年轻的白领所钟爱，其设计风格对欧洲时尚界有着重要影响。

罗莱自 2004 年开始引入该品牌，获得该品牌产品在亚洲的独家授权设计、制造、

销售，并于 2007 年收购 SAINT MARC 品牌。尚玛可目前网点遍布全国 160 个大中城市，终端网点数量近 400 余家，网点主要覆盖国内 4 个直辖市、70% 省会一线城市，目前已成为国内时尚家纺主流品牌。

图 23: 尚玛可尚引力系列



资料来源：国都证券研究所

图 24: 尚玛可门店形象



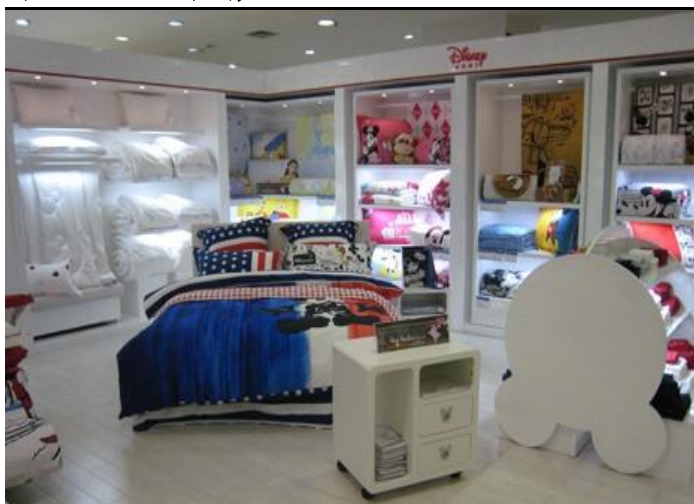
资料来源：国都证券研究所

3.2.3 DISNEY (迪士尼) - 经典卡通与家纺的完美结合

自 1923 创立以来迪士尼公司的卡通人物形象为全世界的人们所熟悉和喜爱，迪士尼是全球公认的最有价值的和最被信任的家庭娱乐品牌。罗莱公司在设计风格上将迪士尼元素注入其家居用品的设计中，通过空间环境的创造和家居用品的陈列来承载人们对迪士尼文化的体验，从而输出全新的生活方式，向所有年龄阶层的人们传播健康、快乐、充满童趣的生活态度。

自 2006 年罗莱推出“迪士尼家纺”以来，迪士尼销售增长迅速，已发展为包括经典、甜蜜、魅力、可爱四大风格十二大系列近 300 多个品种的时尚个性充满情趣的家纺领先品牌。截至 2009 年 6 月 30 日，除传统的近 100 家专卖店和店中店以外，还进入了超市等渠道。随着迪士尼乐园在上海破土动工，迪士尼相关产品必将迎来一波新的消费热潮。

图 25: 迪士尼系列产品:



资料来源：国都证券研究所

图 26: 迪士尼门店形象



资料来源：国都证券研究所

3.3 整合国际家居品牌，占据细分市场

多品牌能够较好地定位不同利益的细分市场，强调各品牌特点，吸引不同消费群体。罗莱与世界顶级家居品牌的合作，率先占据高端市场位置，并由此学习到“大家居”包含的元素。罗莱目前已拥有或整合了 17 个国际知名家纺品牌，涉及床上用品、毛浴巾、地垫、香氛、家居服等大家居品类产品。在在与国外品牌合作的过程中，罗莱注重吸收消化国外品牌精华，同时也开拓自有新品牌，比如 Luolaikids 就是从 Disney 衍生出的自有儿童家纺品牌。

表 2：罗莱旗下其他品牌

品牌	经营模式	定位	门店
Christy	代理	英国品牌，全球最早专业生产毛巾企业，欧洲最大毛巾生产商。	27
Graccioza	代理	葡萄牙品牌，全球最早专业生产浴室地垫的企业之一，欧洲最大地垫生产商之一。	19
Yolanna	代理	意大利传统手工品牌，低调奢华的艺术品风格。	4
Millefiori	代理	欧洲高档香芬领导者，遍布 50 多个国家，所使用香料全部产于意大利和法国。	12
Zucchi	代理	意大利著名品牌，欧洲最大家纺产品生产商。	10
Slip	代理	美国专业芯类产品功能性家纺品牌，主打健康理念。	
Lovo	自有	网络销售品牌，定位年轻人，主打快速消费品概念。	
优家	自有	定位大众市场，以优化消费者生存空间为己任，快速、持续的为消费者提供高性价比的家居产品。	
Luolaikids	自有	向消费者传播活泼、快乐、充满童趣的生活态度。针对 3-12 岁的儿童，重在营造童年伙伴的欢乐家园。	41

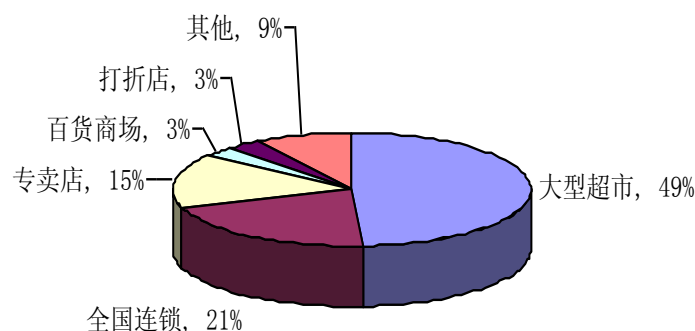
资料来源：公司公告、国都证券研究所

4. 借力资本市场，实施战略宏图

4.1 扩张直营渠道，走品牌驱动之路

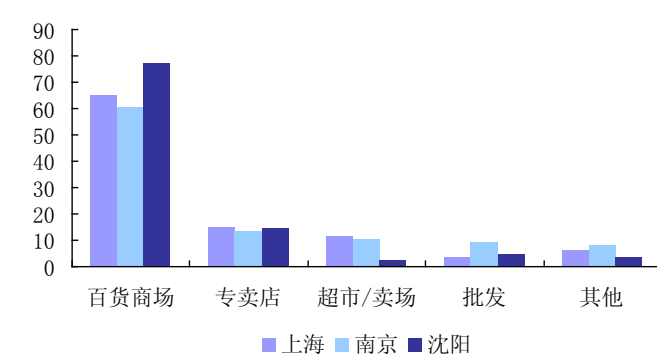
中国家纺产品的销售模式与欧美不同，美国家纺产品主要以零售商自有品牌为主，零售商凭借网络优势和自有品牌，完成了家纺产品的垄断销售。国内家纺品牌由于不具备和零售结合的天然优势，迫使家纺品牌只能通过自身品牌建设来扩大市场影响。

图 27：美国家纺产品销售渠道占比



资料来源：国都证券研究所

图 28：我国主要城市家纺销售渠道占比(%)



资料来源：《家纺时代》、国都证券研究所

公司在发展前期主要采取特许加盟模式，从而在较短时间内搭建了覆盖全国的销售网络，给罗莱带来了巨大的渠道利益。公司也清醒认识到虽然从相对规模看已处于行业龙头位置，但从绝对规模看还未占据统治地位，若要巩固自身地位，长期获取行业超额收益，只有通过品牌建设来提高产品溢价，这一思路和服装等消费品是一致的。过于依赖特许加盟模式已不能满足公司进一步发展的需要，要提升公司的直营渠道发展潜力、优化公司的渠道结构，增强渠道的稳定性和对渠道的控制力以及渠道对品牌的影响力和渗透力，必须通过扩大直营销售网络，充分发挥特许加盟与直营专卖的综合优势，提升公司品牌形象，最终提高公司的盈利水平。

表 3：加盟、直营模式比较：

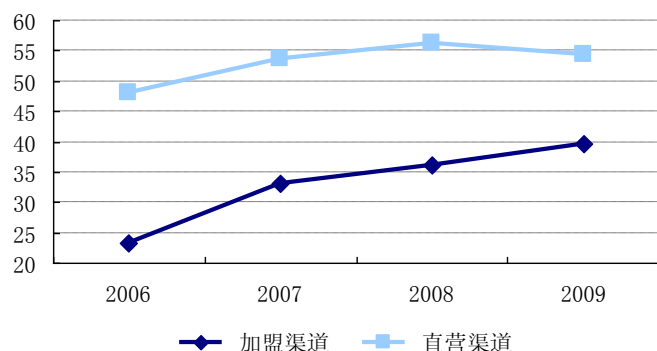
	优势	劣势
加盟模式	布点速度快	公司对加盟商控制力不强，加盟商对品牌形象策划执行不充分，无法跟上公司发展思路
	占用公司资金相对较小	加盟商品牌忠诚度低
	加盟商拥有一定社会资源	加盟商资金实力有限，管理水平可能较低
	充分贯彻公司策略，执行力度高	加大投资，增加经营风险
直营模式	品牌维护与塑造工作扎实，能起到长期效果	短期回报不显著
	弥补某些区域中心城市加盟商实力不足	
	可根据战略考虑布局成熟市场，充分挖掘市场潜力，辐射、带动周边市场销售	
	品牌资源整合，实现收益最大化	

资料来源：公司公告、国都证券研究所

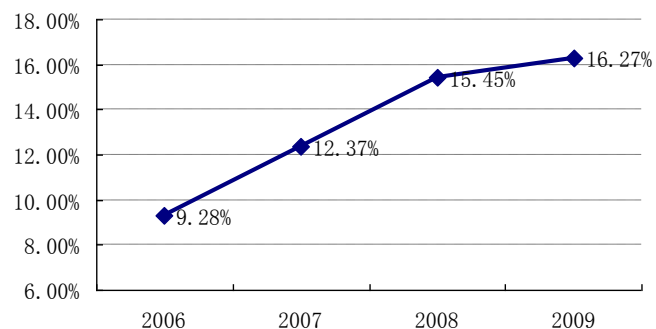
近年罗莱毛利率水平稳健提升，这与直营连锁快速扩张密不可分。直营模式直接面向消费者，不仅能够获得生产环节的利润，更能够获得零售环节的利润，直营渠道的销售毛利率高于加盟渠道约 20 个百分点，直营销售占比从 2006 年的不足 10%提升至 2009 年 16.27%。

图 29：直营与加盟渠道毛利率水平对比（%）

图 30：罗莱直营连锁销售比例（%）



资料来源：国都证券研究所



资料来源：国都证券研究所

公司募集资金中有 2.7 亿元用于直营连锁店建设, 预计在未来三年内, 公司的销售模式仍将以特许加盟模式为主, 直营模式为辅, 但公司将适当加大直营模式的比重, 将部分加盟商经营的发展乏力的中心省会城市逐步改变为直营模式, 使得直营的销售总额逐步达到总销售额 30% 左右的水平。公司拟在华东、华中、华南、西南和西北地区增设直营门店, 并选省会城市开拓三个新的直营市场。

表 4: 罗莱直营连锁布局 (2009):

门店类型	购置门店数	租赁门店数	小计
旗舰店	—	3	3
主力店	1	9	10
基础店	8	57	65
店中店	—	58	58
合计	9	127	136

资料来源：公司公告、国都证券研究所

公司此次布局的六个城市分别是上海 39 个、青岛 12 个、重庆 13 个、昆明 10 个、深圳 12 个、长沙 9 个、郑州 9 个、西安 8 个。公司战略意图旨在：巩固和发展业务基础良好的华东、华北地区，拓展较为薄弱的华南、西南、西北地区，尤其是大力开拓竞争对手富安娜所在的深圳市场和梦洁所在的长沙市场，呈短兵相接之势，极具侵略性的发展战略体现了公司抢占市场份额的决心。公司于 2010 年 4 月又将南宁、柳州、桂林、清远、佛山、肇庆、东莞、漳州、泉州、临沂、大连、潍坊纳入版图。

表 5: 三大品牌各销售区域占比 (%)

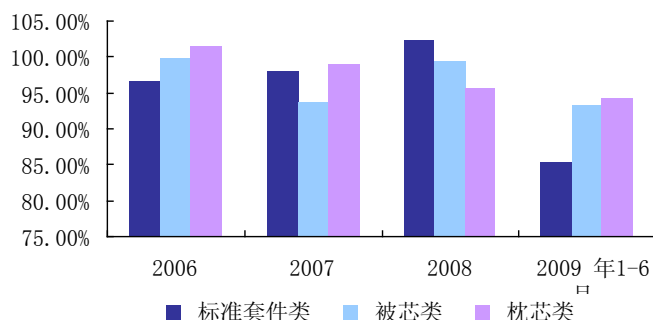
	罗莱	富安娜	梦洁
华东	40.41	22.51	12.76
华中	15.04	12.57	52.81
东北	12.31	5.45	6.03
华北	13.32	6.04	14.1
西南	6.36	10.78	5.4
华南	6.83	33.34	4.01
西北	1.4	4.68	2.72
出口	2.32	5.45	2.17

资料来源：公司公告、国都证券研究所

4.2 旺盛需求支撑产能扩张

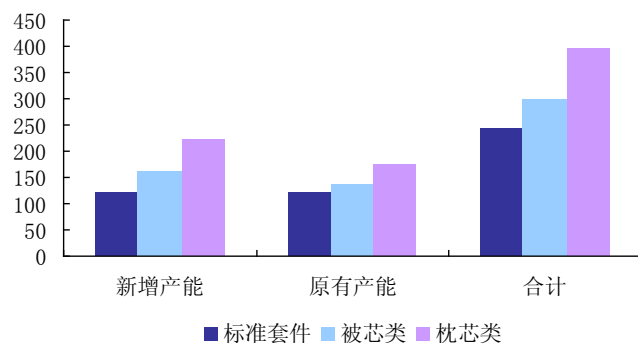
家纺市场预计未来将维持 20% 年增速，同时随着罗莱家纺知名度和美誉度的提高，市场份额也不断提高，产销率始终保持在 95% 左右。家纺行业需求变化很快，企业只有不断推陈出新，才能适应市场需求。因此只有具备足够的产能，公司才能有效控制产品质量和生产周期，以适应小批量，多变化的行业特点。此次产能扩充后，产能将成倍增长，有力配合公司销售网络扩张和提高市场份额的需要。今年年底，新生产园区将基本完成建设。公司以市场为导向的快速应变式供应系统，通过“订单+预测”的“小批量，多频次”柔性生产方式，根据市场发展趋势和需求，精确地配备相应的生产资源，包括人力、设备、原材料等，综合利用现有和新增的产能以提高公司生产效率和降低生产成本，确保本项目的实施能得到预期的效果。项目将于 2011 年实现产能 60%，2012 年实现 80% 产能。

图 31: 产销率 %



资料来源：国都证券研究所

图 32: 产能扩张对比 (万套)



资料来源：国都证券研究所

5. 估值与盈利预测

我们对公司未来三年各品牌收入、成本、毛利率假设如下：

表 6: 分品牌收入预测 (百万元)

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
罗莱品牌							
营业收入	513	669	786	938	1360	1768	2352
YOY		30%	17%	19%	45%	30%	33%
营业成本	382	431	489	563	830	1096	1458
YOY		12.85%	13.58%	15.02%	16%	16%	15%
毛利率	25.59%	35.61%	37.75%	40.00%	39.00%	38.00%	38.00%
雪瑞丹							
营业收入	17	33	36	43	52	62	74
YOY		94.12%	9.09%	19.44%	20%	20%	20%
营业成本	10.32	20.12	21.47	23.64	30	36	43
YOY		94.96%	6.71%	10.11%	26.60%	20.00%	20.00%
毛利率	38.00%	39.00%	41.00%	43.00%	42%	42%	42%

尚玛可							
营业收入	19	35	41	53	72	97	130
YOY		84.21%	17.14%	29.27%	35%	35%	35%
营业成本	14.97	27.82	32.64	37	52	70	94
YOY		85.84%	17.33%	13.36%	39.23%	35.00%	35.00%
毛利率	19.43%	21.47%	21.70%	30.00%	28%	28%	28%
迪士尼							
营业收入		8.72	24.7	52	104	198	356
YOY			183.26%	110.53%	100%	90%	80%
营业成本		4.92	13.78	28	58	111	199
YOY			180.08%	103.19%	108.00%	90.00%	80.00%
毛利率		43.57%	44.20%	45.19%	44%	44%	44%
其他							
营业收入	0	9	7.38	23	23	23	23
营业成本	0	9	5.99	22	22	22	22
总计							
主营收入	549.00	754.72	902.00	1145.00	1610.25	2147.24	2935.00
YOY		37.47%	19.51%	26.94%	40.63%	33.35%	36.69%
主营成本	407	493	563	673	991	1334	1816
YOY		21.04%	14.32%	19.58%	47.21%	34.60%	36.11%
毛利率	25.86%	34.73%	37.56%	39.00%	38.44%	37.86%	38.12%

数据来源：国都证券研究所

表 7：2010 - 2012 盈利预测（百万元）

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1145	1611	2148	2936
营业成本	697	991	1334	1816
营业税金及附加	4	6	8	11
营业费用	201	283	365	499
管理费用	55	72	97	132
财务费用	-1	-19	-17	-19
资产减值损失	-0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	189	277	361	496
营业外收入	8	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	197	277	361	496
所得税	51	69	90	124
净利润	146	208	271	372
少数股东损益	2	0	0	0
归属母公司净利润	144	208	271	372
EBITDA	192	274	378	529
EPS（元）	1.03	1.48	1.93	2.65

数据来源：国都证券研究所

我们预测未来三年公司营业收入分别为 16.11 亿元、21.48 亿元和 29.36 亿元，净利润分别为 2.08 亿元、2.71 亿元和 3.72 亿元，对应 EPS 为 1.48 元、1.93 元和 2.65 元。按照 2010 年 12 月 16 日收盘价计算，可比上市公司未来三年动态市盈率中值分别为 45.58 倍、32.94 倍、25.03 倍，罗莱家纺 PE 分别为 49 倍、38 倍、28 倍，PEG1.09，鉴于公司未来成长潜力巨大，给予公司“短期_推荐，长期_A”的评级。

表 8：可比公司估值比较：

代码	简称	最新价格 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E
002029	七匹狼	35.00	0.7200	0.9722	1.2521	1.5964	48.56	36.00	27.95	21.92
002154	报喜鸟	30.56	0.7400	0.8514	1.0927	1.4014	48.53	35.89	27.97	21.81
002269	美邦服饰	34.90	0.6000	0.7540	1.0576	1.4090	58.05	46.29	33.00	24.77
002291	星期六	18.85	0.6400	0.4202	0.5744	0.7836	46.29	44.86	32.82	24.06
002327	富安娜	40.60	1.1183	0.8684	1.1551	1.5116	63.14	46.75	35.15	26.86
002397	梦洁家纺	43.52	1.8900	0.9993	1.3241	1.7215	46.41	43.55	32.87	25.28
002425	凯撒股份	42.98	0.7300	0.7217	0.9439	1.2015	78.78	59.55	45.53	35.77
002485	希努尔	29.33	0.7400	0.7164	0.9754	1.2905	52.84	40.94	30.07	22.73
002503	搜于特	100.98	0.9000	1.0364	1.8021	2.9385	149.43	97.43	56.04	34.36
300005	探路者	36.29	0.8100	0.3869	0.6075	0.8863	110.43	93.79	59.74	40.95
中值								45.58	32.94	25.03

数据来源：国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingy@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵	纺织服装	liyun@guodu.com
吕爱兵		lvaiying@guodu.com	苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com