

静水深流

——战略前瞻、行动领先的家纺龙头企业

研究结论

- 有别于大众认识的观点：我们看好公司，除了鉴于国内家纺行业的快速成长前景和公司目前行业第一的地位之外，也看好其加盟强势在充分契合了行业中短期发展特征后的优势发挥，更重要的原因是看好公司在行业竞争中富有前瞻性的战略眼光以及步步领先的战术，这是公司与其他同行的重要差别也是决定公司有望持续保持行业领导地位的最重要基石。业务上深谋远虑、敏锐思变而又果敢进取，业务之外不事张扬、谨慎低调，静水深流或许就是公司的精神写照。
- 国内家纺行业正处于快速成长期，主动性更新需求将最终成为行业消费的主流，而更为标准化的产品属性也将推动行业集中度不断提高。像公司这样的龙头企业未来将充分分享到行业快速增长和市场份额提高带来的双重增长效应，其市场龙头的地位有望进一步强化。我们预计渠道外延式扩张仍将是行业未来发展的一个主旋律，从这个角度而言加盟基础好拓展能力强的企业更容易在行业中短期的竞争中脱颖而出，公司的发展历史证明其恰恰具备这方面的突出优势，因此我们预计公司在国内家纺行业的中短期竞争中将继续保持领先地位。
- 回顾公司的发展历史，我们认为奠定其龙头地位的关键是战略前瞻和行动领先。重点表现为以下两个方面（1）渠道拓展与创新步步领先于行业：公司是业内最早特许经营加盟经营的企业之一、是最早进行二/三/四线城市渠道下沉的龙头企业，也是第一个推出独立电子商务平台的龙头企业。（2）多品牌策略布局更为成熟与完善：在多品牌策略的运营上，我们觉得公司与女鞋行业的巨头百丽有一定的神似，不同成长阶段的品牌的梯次培育成熟将成为公司后续持续快速增长的坚实基础。
- 盈利预测与投资评级：我们将公司 2010——2012 年的每股收益分别上调为 1.56 元、2.31 元和 3.31 元，近三年盈利的复合增长率在 48% 左右。参考公司盈利增速及国内品牌服饰企业的估值水平，我们认为给予公司 2012 年 30 倍的估值水平较为合理，对应目标价格为 99 元。因此上调公司的评级由“增持”至“买入”。
- 特别提示：受可能的政策利好影响（相关信息的链接见本报告第 17 页），公司未来业绩存在进一步上调的可能性，如果利好落实，我们预计公司 2010——2011 年的每股收益将分别上调为 1.77 元、2.54 元和 3.66 元，未来三年盈利复合增长率高达 53%，而 2011 年动态估值仅为 27 倍左右。当然最终政策利好能否落实仍存在不确定性，因此本报告的预测都没有包含此因素。
- 风险因素：国内房地产行业政策调控对自住型房产交易量影响带来的可能消费冲击。


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

联系人

糜韩杰

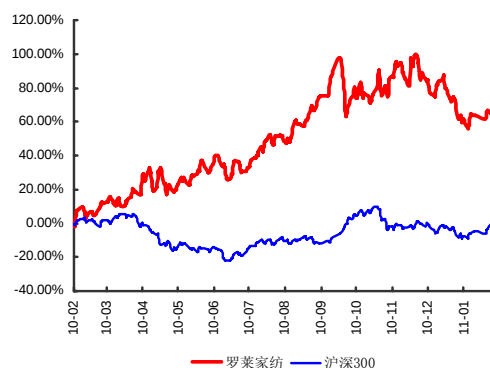
8621-63325888 × 6119

mihanjie@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持（上调）

股价（2011 年 2 月 21 日）	68.29 元
目标价格	99.00 元
总股本/A 股（百万股）	140.36
A 股市值（亿元）	95.43
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2011 年 2 月 22 日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1145	1756	2538	3599
同比(%)	24%	53%	45%	43%
归属母公司净利润	144	219	324	465
同比(%)	28	51	48	44
毛利率(%)	39.1	38.6	38.9	38.9
ROE(%)	10.8	14.1	17.2	19.9
每股收益(元)	1.03	1.56	2.31	3.31
P/E (倍)	66.06	43.62	29.48	20.51
P/B (倍)	7.15	6.14	5.08	4.07
EV/EBITDA (倍)	44	30	19	13

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经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

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，不应视本证券研究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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目录

一、国内家纺行业的领导企业.....	4
1、公司简介：多品牌运营的纵向一体化家纺龙头企业.....	4
2、公司历程：数次变革，实现凤凰涅槃.....	6
3、公司业绩：营收持续增长，业绩表现优异.....	7
二、国内家纺行业未来的趋势.....	9
1、国内家纺行业正处于快速成长期.....	9
2、行业集中度有望不断提高，龙头公司分享双重增长.....	11
3、渠道外延式扩张仍将是国内家纺行业中短期的主旋律之一.....	11
4、主动更新性需求将成为国内家纺行业消费的主流.....	12
三、公司特质：战略前瞻 行动领先.....	13
1、渠道拓展与创新步步领先于行业.....	13
2、多品牌策略布局更为成熟与完善.....	15
3、充沛的超募资金提供丰富的想象空间.....	16
四、盈利预测与估值.....	16
风险提示.....	17
特别提示：.....	17

图表目录

图 1 公司近年不断加大研发费用投入	5
图 2 公司的经营模式	5
图 3 公司的 LOGO，掌管纺织业的女神阿拉克涅侧像，标志性的金色识别系统	6
图 4 公司的历次重大变革	7
图 5 公司销售收入和净利润逐年快速增长	8
图 6 公司近年保持行业内较高的毛利率（%）	8
图 7 公司近年来期间费用比率变动情况	9
图 8 我国家用纺织品消费占纺织品消费总体的比例依然偏小	10
图 9 各种因素促进中国家纺市场需求不断扩大	10
图 10 美国女性消费者购买家纺产品渠道	12
图 11 美国女性家纺产品消费意愿	13
图 12 公司近年来店铺扩张和销售收入增长情况	14
图 13 公司在中西部地区的销售呈现快速增长	15
附图：相关上市公司近期资金流向	19
表 1 公司旗下主要的品牌	4
附表：财务报表预测与比率分析（罗莱家纺（002293））	18

一、国内家纺行业的领导企业

1、公司简介：多品牌运营的纵向一体化家纺龙头企业

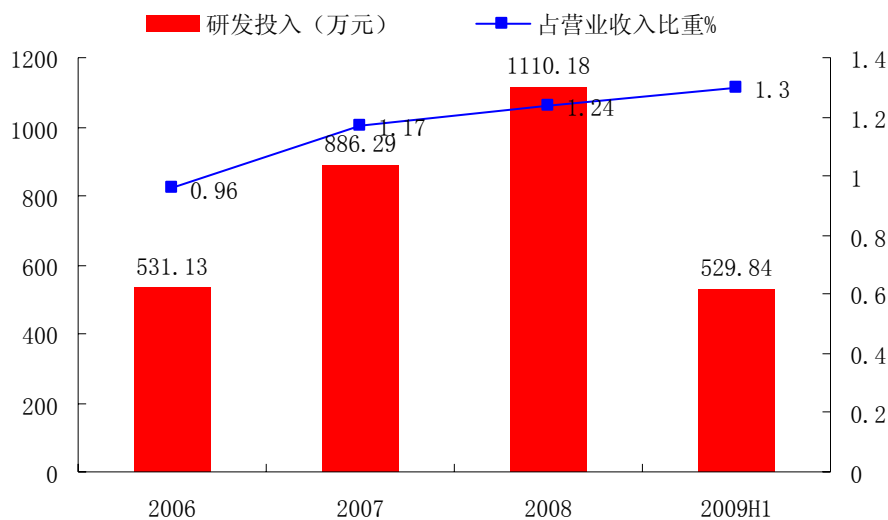
公司是我国家纺行业的领导企业。专注于以床上用品为主的家用纺织品的研发、生产与销售。公司拥有核心品牌罗莱，同时还代理了“雪瑞丹”“尚玛可”“迪斯尼”等国际知名品牌。其中核心品牌罗莱的销售额超过总销售额的 80%。

表 1 公司旗下主要的品牌

品牌	商标	推出年份	主要产品	目标客户群
罗莱		1992	豪华套件系列、单件组合系列、儿童床品系列、靠垫坐垫系列、毛浴巾浴衣系列、软床垫系列、被子系列、枕芯系列、盖毯休闲毯系列、夏令产品系列、家居服饰系列、饰品系列	年龄在 22—55 岁，中高收入、追求高生活品质的群体；纯真风格系列产品覆盖儿童和青少年
雪瑞丹		2004	奢华系列、经典系列、海滩系列、幼童系列	奢侈品消费群体
尚玛可		2004	单层四件套、被芯、夏被、枕芯、靠垫、床垫和床护垫、盖毯及休闲毯、毛浴巾、家居用品	青年、城市白领阶层
迪士尼		2006	单套件系列、芯类产品、配套系列（毯子、靠垫、毛浴巾、家居服、拖鞋、毛绒公仔等）	年龄在 5—50 岁之间，积极、乐观，喜“快乐”生活方式的群体
优家	LACASA 优家	2010	家纺单套件系列产品（四大系列七大风格）、芯类产品、家居饰品	追求高性价比的大众消费人群
LOVO		2009	单层四件套、被芯、夏被、枕芯、靠垫、床垫和床护垫、盖毯及休闲毯、毛浴巾、家居用品	邮购和网络直销消费者，注重质量更优、价格更低

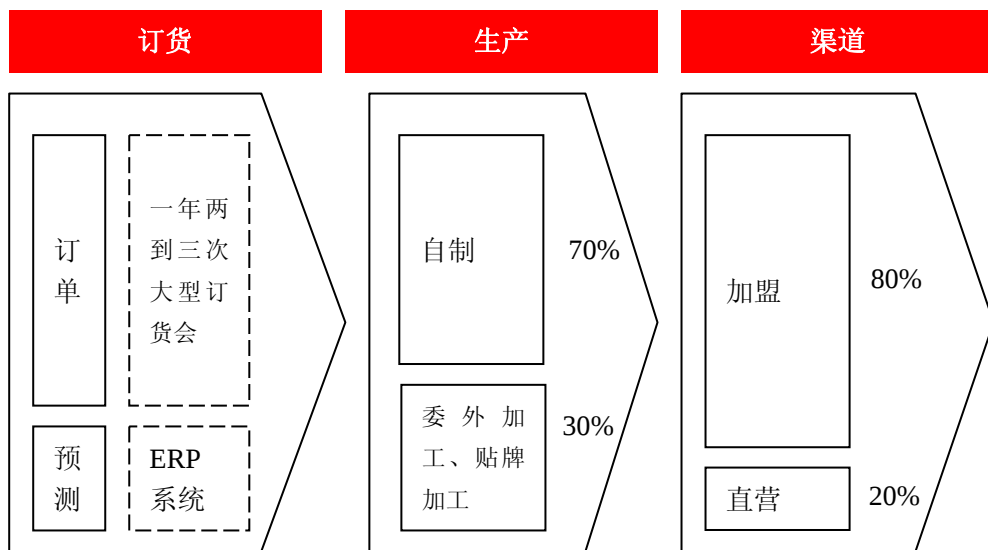
资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所整理

品牌的背后离不开强大的设计，公司多年来坚持培养自己的设计师，目前拥有业内最强大的研发设计团队之一，每年在产品研发上投入上千万，分两季推出新款产品 100 多种，目前公司每年新品销售额达到公司总销售额的 30%左右，强大的研发实力为公司的发展提供了持续有力的保障。

图 1 公司近年不断加大研发费用投入


资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所整理

经营方面，公司采用“订单+预测”的方式组织生产经营，订单主要是指一年两到三次的大型订货会和针对新品的“一周订货制”，预测主要是对历史数据进行分析。公司以自制生产为主，占公司总产品的 70% 左右，此外还有部分委外加工和贴牌加工（外购半成品贴公司的品牌）。销售方面，公司采用“特许加盟+直营连锁”的复合营销模式，以特许加盟连锁为主，截止 2010 年中期，公司拥有 304 家直营店和 1696 家加盟店，加盟店销售额占总销售额的比例超过 80%。

图 2 公司的经营模式


资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所整理

2、公司历程：数次变革，实现凤凰涅槃

1994 年南通罗莱卧室用品有限公司成立，注册“罗莱”商标，同时斥资近 40 万元聘请国内颇有名气的广告公司，全面导入 CI 形象识别系统，在行业内还没有品牌观念的时候，公司已敏锐认识到品牌经营对企业发展的的重要性，此举拉开了公司与南通众多家纺企业的档次，使公司步入了一个较高的层面。同时，公司通过当时各行业都在使用的办事处营销模式（相当于厂家直接零售），在全国市场铺开营销，业绩取得大幅增长。

图 3 公司的 LOGO，掌管纺织业的女神阿拉克涅侧像，标志性的金色识别系统



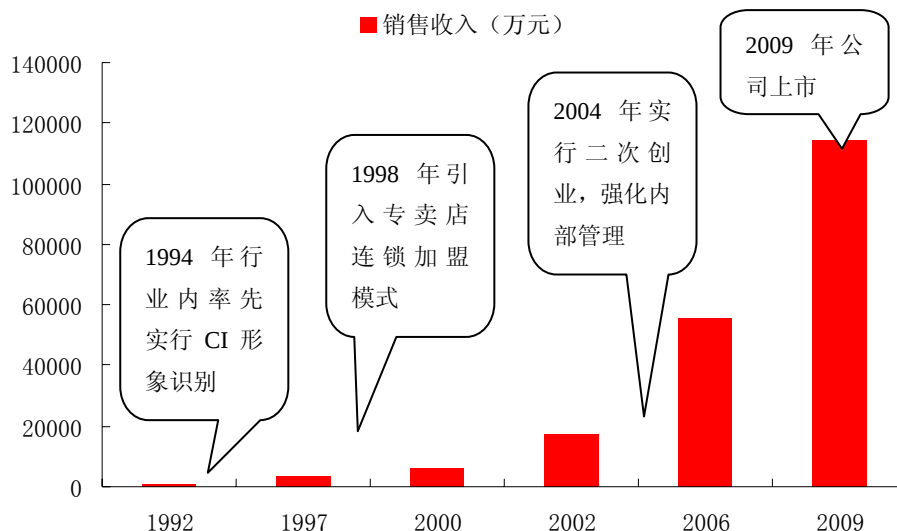
资料来源：昵图网，东方证券研究所整理

但 1997 年，亚洲金融危机爆发，加之中国经济的持续发展，工厂产能的不断扩张，使中国市场从供不应求的卖方市场转变成了供大于求的买方市场，商品滞销，商场普遍开始拖欠，公司的办事处模式也不能幸免，货品大量积压，利润全部成了库存。为了寻找拯救的出路，公司四处考察，并最终决定采用当时刚刚兴起的专卖店连锁加盟模式，因为这种模式能够大幅减轻公司扩张时的资金和管理压力，同时依靠加盟商在当地的经营资源，充分发挥公司在品牌、设计和生产等方面优势。1998 年，公司在家纺行业率先导入特许连锁加盟经营模式，加盟模式首先从办事处开始，只要买断办事处货品，即可成为当地的加盟商，一年后随着办事处的转型成功，公司开始在全国大规模的招募加盟商，正式走上连锁加盟的企业扩张之路。2000 年公司销售收入 5700 万元，2002 年快速增长到 1.7 亿元，跻身行业三甲。

2004 年立志于成为卓越的企业，打造百年罗莱，公司进入了二次创业，从以外部市场的快速扩张为主向强化企业内部管理转变，夯实基础，一方面将经营重心从“跑马圈地”转移到“精耕细作”上，在各地市场前线扩张的同时，坚决清退素质低下的加盟商，另外结合自身和内外行业大量经验的总结对加盟商进行培训改造，提升其经营效率和业绩；另一方面，构建完整的战略系统，开始实施多品牌矩阵战略，凭借罗莱的国内家纺第一品牌的优势地位，先后代理了澳大利亚高端家纺品牌雪瑞丹、法国时尚品牌尚玛可、意大利奢侈品牌意欧恋娜等数十个国外知名品牌，以此满足不同档次家庭的需求、不同年龄层次的需求和不同风格家庭的需求。2004 年公司销售额近 8 亿，到 2009 年公司上市时，销售额已增长至 11.45 亿，即使遭遇全球金融危机的 2008 年和 2009 年，公司收入依然保持较快的增长，2008 年销售收入同比增长 19.5%，2009 年同比增长 24.43%。

2009 年作为国内第一家发行上市的家纺企业公司的发展揭开了新的篇章，上市不仅为公司提供了更充沛的资金支持，也从品牌影响力、客户覆盖程度、社会资源的利用和人才聚集等各个方面给予了公司新的发展平台，公司借助资本的力量进入了新一轮的快速增长期。

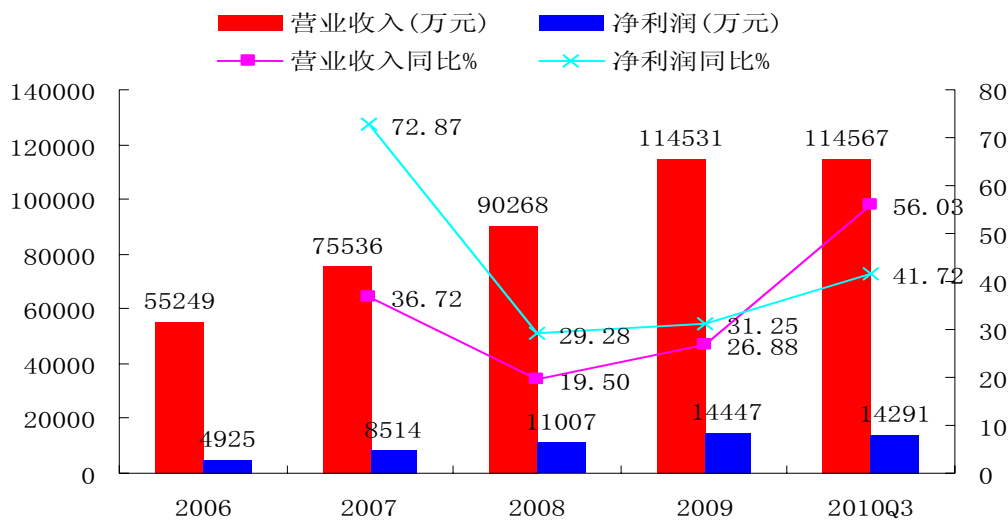
图 4 公司的历次重大变革



资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所整理

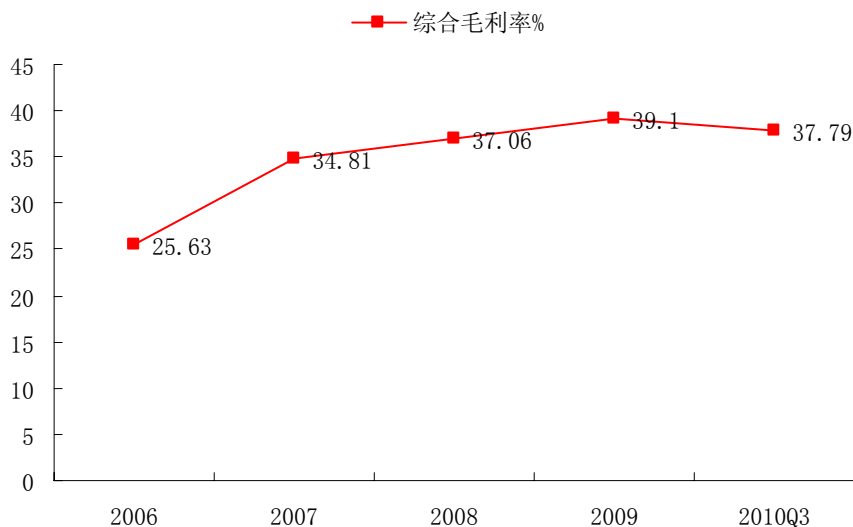
3、公司业绩：营收持续增长，业绩表现优异

近年来，公司通过营销渠道的持续扩张、渠道运营以及内部管理能力的不断提高配合强大研发实力下多品牌多产品的不断丰富提高，实现销售收入和净利润水平逐年快速增长。2007—2009 年公司销售收入和净利润的年复合年均增长率分别为 21.91% 和 30.26%。2010 年前三季度，公司销售收入和盈利同比增长 56.03% 和 48.11%。在销售规模基数不断增加的情况下，2010 年前三季度公司收入和盈利依然保持高速增长的主要原因是国内整体消费的回暖以及公司加大了渠道的建设，深入挖掘了不少空白的三四线市场，同时多品牌的梯度成长也日益发挥效益。

图 5 公司销售收入和净利润逐年快速增长


资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

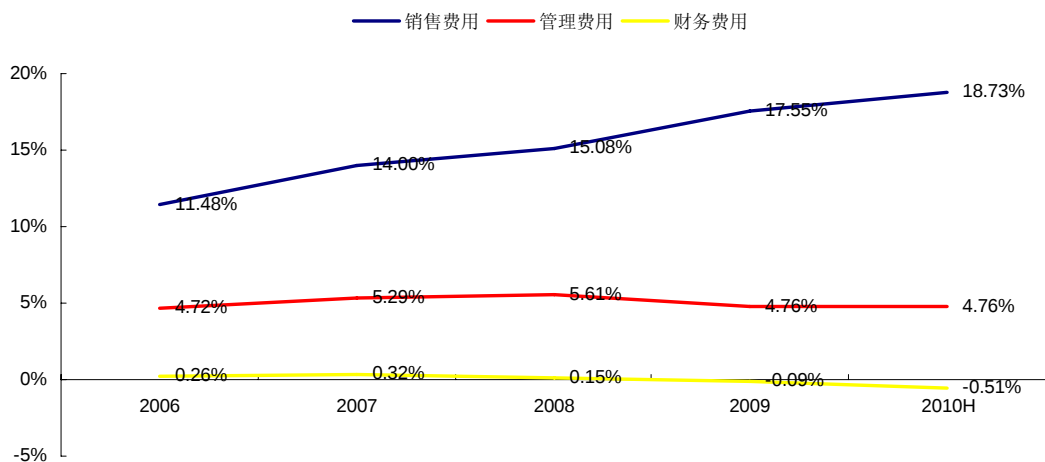
2007 年至 2009 年公司毛利率稳步增长，分别为 35.19%、37.21%和 39.78%，主要原因一是公司主要产品销售价格上涨，二是公司直营渠道增加，所占销售比重上升，而直营渠道的销售毛利率通常高于加盟渠道。2010 年前三季度公司毛利率为 37.97%，略低于上年同期（主要原因是公司原材料经历较为明显的上涨，同时不同毛利率的产品销售比重或者说直营和加盟的销售比重也有所变化），但总体还是维持了较高的毛利率水平。

图 6 公司近年保持行业内较高的毛利率（%）


资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

期间费用率方面，公司近年销售费用增长较快，2007 年至 2009 年销售费用比率分别为 14.01%、15.08% 和 17.55%，主要原因是随着近几年销售收入的大幅增长，与之相关的工资费用、差旅费、订货会费等费用相应增加，另外每年新增的直营店也导致租赁费、装潢费及相关销售人员工资等增加较大。2010 年前三季度，公司销售费用率为 16.27%，较去年同期增长 0.48 个百分点，主要是广告投入同比大幅增加，另外 2010 年公司召开了两次加盟商订货会，比上年增加一次，导致订货会费用大幅增长。管理费用比率方面，公司随着销售规模的扩大，逐步有所下降。财务费用方面，更是受益于上市带来的充沛现金流，不仅下降反而是有收益贡献。

图 7 公司近年来期间费用比率变动情况



资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

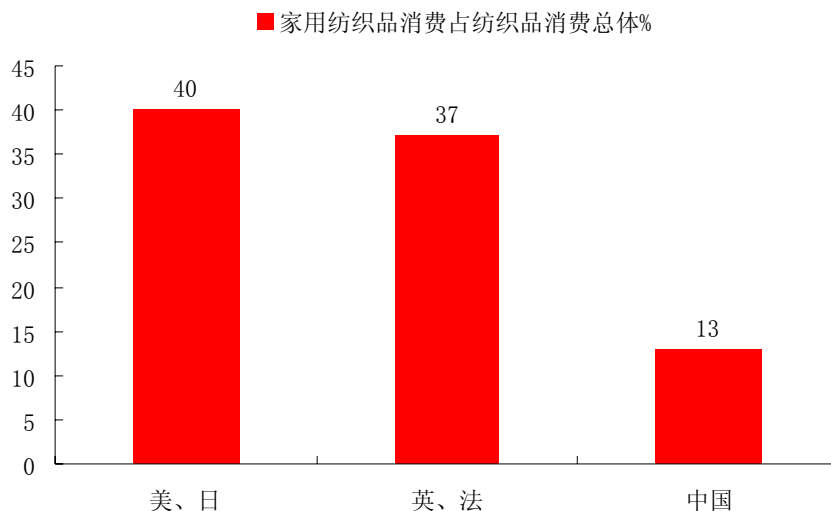
二、国内家纺行业未来的趋势

1、国内家纺行业正处于快速成长期

据中国纺织工业协会数据显示，2000 年以来我国家纺行业以年增长 20% 以上的速度快速发展，2008 年我国家用纺织品行业的产值已达 8800 亿元，其中床上用品占 1/3 以上。尽管我国家纺业近几年发展较快，但根据中国家用纺织品行业协会调查，我国人均家用纺织品的消费占消费性支出的比例不到 1%，远低于世界 1.36% 的平均水平。

同时，我国家用纺织品消费占纺织品消费总体的比例仍然偏小。在发达国家，家用纺织品消费与服装用纺织品、产业用纺织品“三分天下”，其中美国和日本的家用纺织品消费比例高达 40% 左右，已超过服装成为第一大消费领域，英、法等国的消费量也稳定在 35—38% 之间，而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 13% 左右。

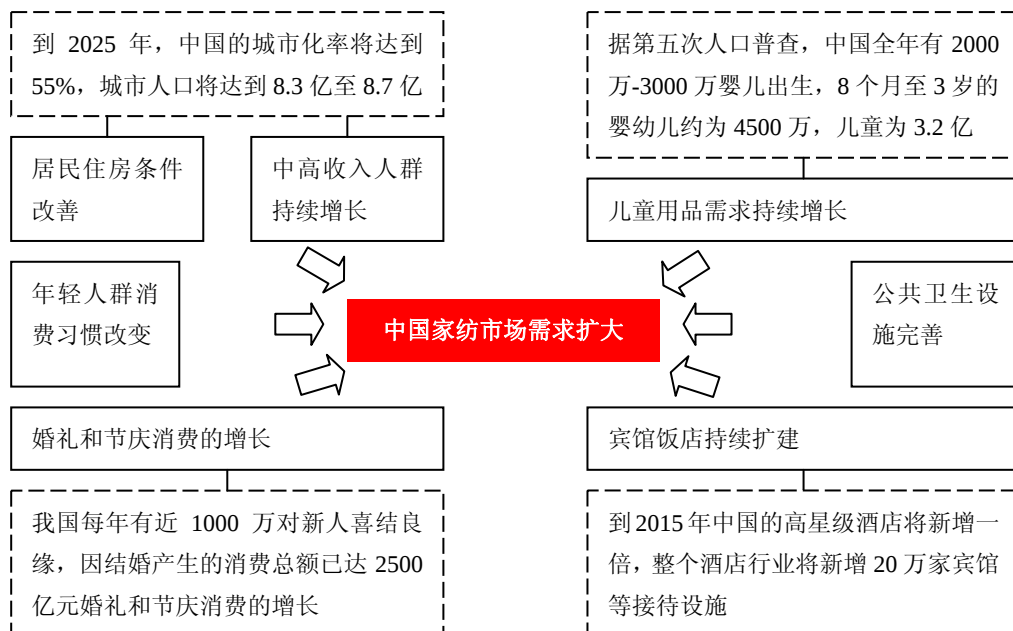
图 8 我国家用纺织品消费占纺织品消费总体的比例依然偏小



资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所整理

随着国内公共卫生设施完善、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，将促进我国家纺市场需求的不断扩大，因此我们认为国内家纺用品的发展潜力巨大，发展前景广阔。

图 9 各种因素促进中国家纺市场需求不断扩大



资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所整理

2、行业集中度有望不断提高，龙头公司分享双重增长

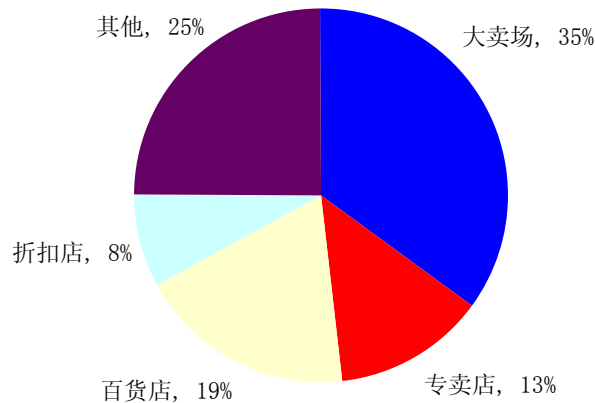
虽然国内家纺行业市场容量巨大且成长性较高，但市场集中度很低，还没有涌现具有绝对优势的龙头企业。根据统计，目前全国共有床上用品生产企业约几千家，绝大多数产值在 200 万至 1000 万元之间，其中年产值 1 亿元以上的企业只有约 50 家左右。以公司为代表的三家家纺上市龙头企业，各自的市场占有率均不到 2%，远低于国外同行的市场占有率，比如全球知名的意大利家纺巨头素琦集团，2007 年其在意大利本土和法国家纺市场的份额分别高达 16.47% 和 5.46% 左右。

我们一直认为，家纺产品与服装产品不同，它是更为标准化的产品，因此在行业发展到一定成熟阶段时，其市场集中度将是远远高于服装行业，国外成熟国家和地区的家纺产业往往呈现出寡头割据的态势。比如全球知名的意大利家纺巨头素琦集团，2007 年其在意大利本土和法国家纺市场的份额分别高达 16.47% 和 5.46% 左右。而公司虽然是国内第一的家纺企业，其市场占有率也不到 2%，远低于国外同行的市场占有率，未来具有很大提升空间。我们预计，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，公司未来将充分分享到行业快速增长和市场份额提高带来的双重增长效应，其市场第一的地位有望进一步强化。

3、渠道外延式扩张仍将是国内家纺行业中短期的主旋律之一

目前，我国家纺行业的销售渠道主要包括以下几种：百货商场（店中店）、专卖店（自营或加盟专卖店）、家纺大卖场、超市、批发市场等。百货商场（店中店）作为传统的家纺用品购买地点，消费者有着难以改变的购物习惯，目前仍是大中城市家纺用品的主要销售渠道。而专卖店则凭借产品档次、品质、系列化、多样化程度高，品牌形象规范，购物环境舒适，提供全面服务，成为家纺用品终端销售业态近年来发展最快的一种终端模式。

借鉴发达国家的经验，我们认为在相当长的一段时间国内家纺企业的销售渠道将仍然以百货商场和专卖店为主，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。

图 10 美国女性消费者购买家纺产品渠道


资料来源: cotton incorporated, 东方证券研究所整理

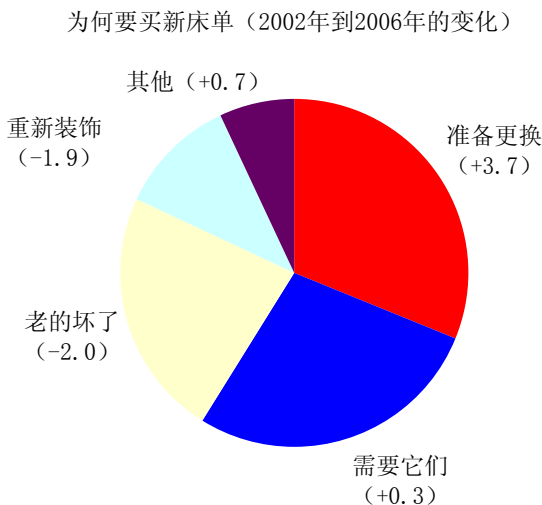
鉴于目前国内家纺行业正处于快速成长期（我们认为一定程度上类似于 5—10 年前的服装行业），大部分家纺企业仍是地方品牌概念，龙头企业的市场占有率很低，渠道的全国性布局也刚刚开始，因此我们认为从中短期看对渠道资源的争夺是行业竞争的关键因素之一，渠道快速外延式扩张将是行业未来发展的一个主旋律。

考虑到国内城市的核心商圈有限，大城市通常三到四个，小城市可能只有一个，因此百货商场和专卖店的销售模式，在行业快速发展的大背景下，决定了其将会越来越稀。像公司一样的龙头企业对原有国内主要经济发达城市核心商圈的占领已经在一定程度上拉开了与同行的差距，未来对经济发达城市的副商圈的延伸以及对经济消费能力正处于持续上升态势的二/三/四线城市渠道的有效下沉将决定行业未来的竞争格局。换言之，在整个行业跑马圈地外延扩张的大背景下，有良好品牌支撑的渠道拓展速度和效率是企业能否制胜的关键因素，因此从这个角度而言借助加盟是迅速做大市场抢占市场份额的最有效手段之一，加盟基础好拓展能力强的企业更容易在行业中短期的竞争中脱颖而出，公司的发展历史证明其恰恰具备这方面的突出优势，因此我们预计公司在国内家纺行业的中短期竞争中将继续保持领先地位。

4、主动更新性需求将成为国内家纺行业消费的主流

从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。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。

基于中国庞大的人口基数，随着城市化的推进、消费能力的提升和消费理念的更新、消费习惯的改变，我们认为从中长期看国内对于家纺产品的主动更新需求将逐步代替乔迁和结婚的家纺消费，成为家纺消费的主流，而这种趋势无疑将为行业和企业带来更大的增长空间。

图 11 美国女性家纺产品消费意愿


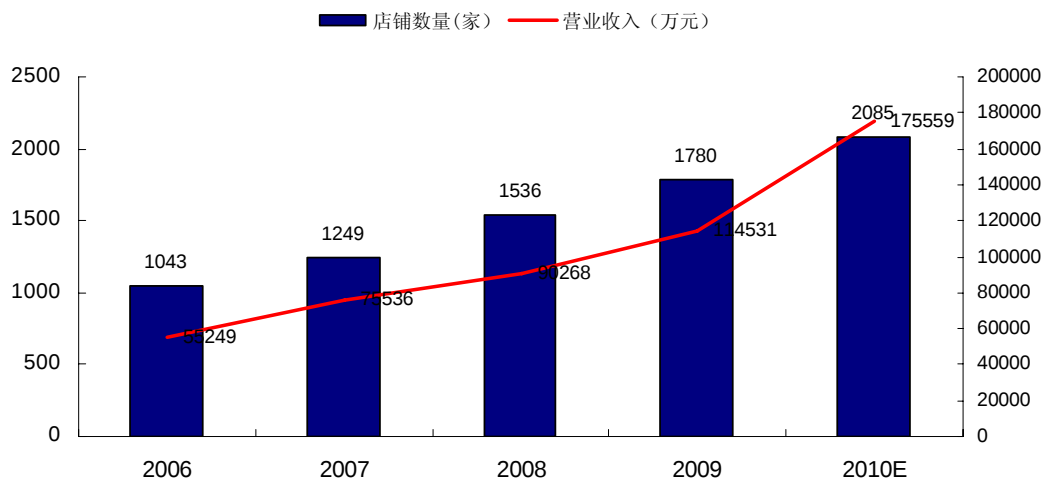
资料来源：cotton incorporated，东方证券研究所整理

三、公司特质：战略前瞻 行动领先

我们看好公司除了看好国内家纺行业的快速成长前景以及公司目前行业第一的基础外，更重要的原因是看好公司在行业竞争中富有前瞻性的战略眼光以及步步领先的战术（这从本文第一部分对公司发展历程的回顾中可以充分看到公司在业内多次的创新之举），这是公司与其他同行的重要差别也是决定公司有望持续领导行业的最重要基础。另外从投资的角度看，公司充沛的超募资金为可能的资本运作提供了丰富的想象空间，未来存在惊喜的可能。

1、渠道拓展与创新步步领先于行业

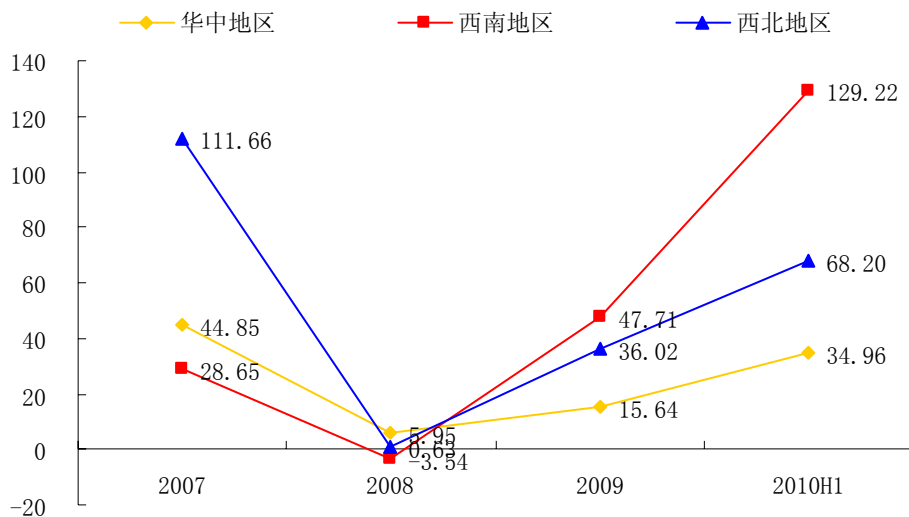
在本文第二部分对国内家纺行业的分析中，我们指出：在整个行业跑马圈地外延扩张的大背景下，借助加盟是迅速做大市场抢占市场份额的最有效手段之一，加盟基础好拓展能力强的企业更容易在行业中短期的竞争中脱颖而出，而这恰恰是公司的强项。**公司于 1998 年在业内率先启动特许加盟的渠道经营模式，并通过十多年的实践摸索不断总结经验教训树立了其在行业内加盟最强的优势。**从公司近年来的销售收入和店铺扩张的速度可以看出，公司单店收入一直在稳步增长，除了本身产品价格的提升外，渠道运营效率的提升也是一个重要因素。

图 12 公司近年来店铺扩张和销售收入增长情况


资料来源：公司财报，东方证券研究所

在加盟渠道的拓展方式上，公司除了传统的对于加盟商的补贴和返点支持外，多年来坚持对加盟商进行培训，更是通过多年来积累的大量经验独创《成功专卖店经营 12 台阶》作为加盟商的培训教材，从具体的实践情况看，效果良好，比如，黑龙江鹤岗市的加盟商 2004 年销售 80 多万元，培训此方法后回去付诸实施，2007 年销售就达到了 400 多万元。卓有成效的培训提高了公司新开加盟店的成功率和单店的盈利能力，保证了公司未来业务高速、稳定的增长。另外公司在加盟渠道拓展中一直强调的“伙伴”文化也得到了加盟商的深度认同，这也是多年来公司加盟经营优势不断得以优化的重要原因之一。

在加盟渠道的区域拓展上，公司也是深谋远虑主动出击，突破原有一/二线城市为主、华东区域为主的渠道结构，在业内最早看到国内二/三线城市消费升级的广阔前景并从 2007 年开始率先进行渠道下沉的企业，并在品牌渠道下沉的实践过程中奠定了一定的先发优势。依托公司品牌在一线城市的影响力以及渠道拓展的先发优势（相对竞争对手更早进入并进行精耕细作），近年来公司在西南和西北等行业弱势或空白地区的销售销售收入呈现快速增长，具体见下图 13。我们随着城市化的推进，中西部城地区消费消费能力的上升，公司在认为公司前些年在中西部地区积累的先发优势将在未来进一步得以发扬光大并充分转换为销售收入的增长。除了原有的强势地区外，对空白或弱势地区的开发耕耘将成为公司未来销售增长又一重要的外延扩张来源。

图 13 公司在中西部地区的销售呈现快速增长


资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

在加盟渠道的形式创新上，除了传统渠道外，公司还积极探索电子商务，公司是业内首家推出专门的电子商务平台和品牌的企业，目前已经进入良性发展的阶段。2009 年 3 月公司的电子商务独立品牌 LOVO 品牌正式上线，当年销售额 1000 多万元。借助公司线下品牌良好的市场基础，同时进行适合品牌定位的产品系列深度开发，LOVO 品牌在市场的认可度不断提升，销售也是蒸蒸日上，我们粗略估计 2010 年将达到 5000-6000 万，2011 年则有望超过 1 个亿。我们认为电子商务由于前期品牌投入费用等营销较高，对短期盈利贡献不明显，但随着销售放量趋势的确立以及相应的品牌投入增加带来的良性循环，LOVO 品牌有望成为公司潜在的盈利看点。我们认为，从产品属性而言，家纺产品以其更高的标准化特性以及相对较弱的个性化特征比服装、鞋类等更适合电子商务平台的拓展，而公司在电子商务上的再一次领先出击不仅再次证明了公司对行业发展趋势的前瞻把握，也将因为相对于同行的先发优势获得更大的发展空间。我们预计 LOVO 品牌有望在 2011 年实现小幅盈利，从中长期看有望成为公司新的盈利增长点。

2、多品牌策略布局更为成熟与完善

从 1998 年开始启动以加盟为主的渠道经营模式后，公司销售获得了多年的快速增长，但公司并没有陶醉在规模放量的成功之中，而是通过对家纺行业未来发展和竞争态势的分析，于 2004 年开始了二次创业，从以外部市场的快速扩张为主向强化企业内部管理转变，其中的一项重要变革就是着力实施多品牌矩阵战略。公司从 2004 年开始，以国内家纺第一品牌的优势身份，先后拿到了澳大利亚高端家纺品牌雪瑞丹、法国时尚品牌尚玛可、意大利奢侈品牌意欧恋娜等在中国的销售代理权，再加上 2009 年推出的电子商务品牌 LOVO 和 2010 年推出的优家品牌，截止目前公司旗下共有 10 多个品牌。公司通过多品牌矩阵策略，面向在年龄、性别、收入等方面更为广泛的顾客群，通过满足来自不同顾客群的广泛而多样化的消费需求，使得公司能够覆盖最广大的客户人群和区域，从而不断巩固和提升公司在家纺行业的领先地位。

我们十分认可公司的多品牌策略，因为一个单一的消费品牌由于其风格定位等原因始终会存在一个发展容量的天花板，而定位与风格差异化的多品牌策略可以为企业不断创造新的市场空间，这从其他同行

业纷纷采取多品牌策略得到部分印证。但是，即使是同样的多品牌策略，我们认为公司目前的多品牌布局是行业内最为完善、层级最为丰富也是最有生命力的。（1）从品牌数量而言，公司旗下品牌数量是行业内最多的企业之一，不同品牌的层级十分清楚，比如，用澳大利亚品牌雪瑞丹，来满足高档家庭的需求；用意大利品牌意欧恋娜，来满足富豪家庭的奢侈需求；用法国的尚玛可，来满足时尚人群；用迪士尼，来满足儿童；用时代华纳的品牌，来满足追星的人；而罗莱则一如既往地专注服务于最广泛的中端以上人群等等。而 2009 年推出的 LOVO 品牌则是更多地满足日益增长的网购人群的需要，特别值得一提的是 2010 年推出的优家品牌，也是已上市的三家公司中第一家推出的面向三/四线城市的大众品牌。优家于 2010 年目前正式推出，但在推出之前实际已经经历了 2 年多的准备，而品牌本身也是相应市场需要而产生的，主要针对日益增长的大众消费需求提出一个市场上目前缺乏的具有高品牌价值、低产品价格的高性价比家纺产品。（2）从品牌的成长梯次看，公司的多品牌格局也是更为完善与成熟的。目前主品牌罗莱依然保持快速增长的态势下，其他前期培育的一些品牌慢慢进入一定基数上的高速增长阶段，为公司打开了新的增长空间，比如当前的尚玛可品牌和迪士尼品牌，再比如目前基数较低但开始快速放量的品牌 LOVO 和优家。（3）从单一品牌的容量看，我们认为尚玛可、优家和 LOVO 未来的市场容量应该不少于主品牌罗莱。

总体而言，在多品牌策略的运营上，我们觉得公司与女鞋行业的巨头百丽有一定的神似，不同成长阶段的品牌的梯次培育成熟将成为公司后续持续快速增长的坚实基础。

3、充沛的超募资金提供丰富的想象空间

公司超额募集资金 3.8 亿元左右，其中 6000 万元左右用于信息化建设项目，其余部分除了补充流动资金 9000 万元外，目前还无具体规划。而根据公司在定期报告对发展战略的披露看，多次提到对于业内收购兼并的展望，我们认为未来不排除实现的可能。鉴于目前国内家纺行业的发展状态，各品牌之间的发展是很不均衡的，不同品牌之间还是存在较大的差异化的，我们认为，对于公司而言理想的标的应该是与公司现有品牌、产品和渠道等能形成有效互补，并且已经具备一定销售规模的企业。

从国外成熟市场看，大型家纺企业，如欧洲巨头素琦集团，收购兼并是其繁荣期业绩增长的加速器。特别是，当公司发展一定程度，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一定的地域偏好（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，可以大大减少以自有品牌直接开店所面临的不确定性和时间过程。

四、盈利预测与估值

根据上文的分析，我们认为渠道外延式扩张仍将是国内家纺行业中短期发展的主旋律之一，我们认为公司未来收入和盈利增长仍然来自于渠道的外延式扩张和同店效益的提升。分品牌看，主品牌罗莱的快速增长仍是销售增长的最重要来源，其他小品牌的快速增长也将为公司提供新的盈利增长点。

我们主要的盈利假设如下：

1、公司未来 3 年的新开店数量预计在 300——500 家之间，同店平均增长在 20%%以上（不同品牌增速不同，规模基数的小品牌增速更高）。

2、根据不同子品牌的定位及发展阶段，分品牌预测，我们预计 2010——2012 年主品牌罗莱的销售收入增长分别为 49%、43%和 40%；代理高端品牌雪瑞丹的销售增速分别为 26%、25%和 25%；时尚品牌尚玛可的销售增速分别为 52%、45%和 40%；代理品牌迪斯尼的增速分别为 78%、45%和 40%；优家的销售收入分别为 1600 万、4000 万和 8000 万；LOVO 的销售收入分别为 5000 万和 10000 万元和 18000 万元左右。

3、综合考虑不同品牌的定位、历史盈利水平、提价能力、原料成本上升等因素，我们预计 2010——2012 年主品牌罗莱的毛利率分别为 39.7%、40%和 40%；雪瑞丹的毛利率维持在 43%左右，尚玛可毛利率维持在 26%左右，迪斯尼毛利率在 42%左右，优家毛利率维持在 25%左右，LOVO 毛利率分别为 30%、33%和 35%。

4、预计 2010——2012 年公司的销售费用比率分别为 17.6%、17.3%和 17%，管理费用比率分别为 4.7%、4.5%和 4.4%。

5、随着盈利的增长，公司总部所在地南通和子公司上海罗莱家居所在地上海市闵行区给予的财政补贴（大部分是税收返还）逐步增加，由此为主带来的 2010——2012 年营业外收入预计分别 1400 万元、1820 万元和 2366 万元。

6、公司所得税率为 25%。

根据以上的盈利预测假设，我们将公司 2010——2012 年的每股收益分别上调为 1.56 元、2.31 元和 3.31 元（在 2009 年 11 月的公司调研报告中我们曾预计公司 2010 年和 2011 年的每股收益分别为 1.37 元和 1.77 元，但间隔时间已经很久），我们预计公司 2010——2012 年三年盈利的复合增长率在 48%左右。考虑国内家纺行业的快速成长性以及公司日益稳固步步领先的行业龙头地位，我们上调公司的投资评级由“增持”至“买入”，我们认为给予公司 2012 年 30 倍的估值水平较为合理，对应目标价格为 99 元。我们认为公司后期业绩不排除超预期的可能，我们对公司将保持紧密跟踪。

风险提示

公司的投资风险主要在于国内房地产行业政策调控对自住型房产交易量影响带来的可能消费冲击。但从公司近 20 年左右的发展历史看，也曾经历过多次大小不一的房产调整，但对完整经营年度的影响不是很大。

特别提示：

受可能的政策利好影响，公司未来业绩存在进一步上调的可能性，如果利好落实，我们预计公司 2010——2011 年的每股收益将上调为 1.77 元、2.54 元和 3.66 元，未来三年盈利复合增长率高达 53%，而 2011 年动态估值仅为 27 倍左右。当然最终政策利好能否落实仍存在不确定性，因此本报告的预测都没有包含此因素。

相关的信息具体见以下链接：

http://www.innocom.gov.cn/web/static/articles/catalog_16300/2010-12-13/article_282041042cb0ab79012cdd76d3710025/282041042cb0ab79012cdd76d3730027.pdf

附表：财务报表预测与比率分析（罗莱家纺（002293））

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1420	1398	1682	2223	营业收入	1145	1756	2538	3599
现金	1067	903	941	1176	营业成本	697	1079	1552	2199
应收账款	66	85	127	183	营业税金及附加	4	14	20	29
其它应收款	6	9	14	19	营业费用	201	309	439	612
预付账款	17	27	39	55	管理费用	55	83	114	158
存货	260	370	556	782	财务费用	-1	-19	-15	-13
其他	3	4	5	7	资产减值损失	-0	8	9	10
非流动资产	128	410	545	593	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	79	282	414	487	营业利润	189	282	419	604
无形资产	12	12	12	12	营业外收入	8	14	18	24
其他	36	116	118	94	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1547	1808	2226	2817	利润总额	197	295	436	627
流动负债	208	247	339	458	所得税	51	74	109	157
短期借款	0	0	0	0	净利润	154	221	327	470
应付账款	95	138	201	286	少数股东损益	2	2	3	5
其他	113	110	138	173	归属母公司净利润	144	219	324	465
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	192	282	443	645
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.03	1.56	2.31	3.31
其他	0	0	0	0					
负债合计	208	247	339	458	主要财务比率				
少数股东权益	4	7	10	15	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	140	140	140	140	成长能力				
资本公积	909	909	909	909	营业收入	24.4%	53.3%	44.6%	41.8%
留存收益	286	504	828	1293	营业利润	34.6%	48.7%	48.7%	44.2%
归属母公司股东权益	1335	1554	1877	2343	归属于母公司净利润	28.1%	51.4%	47.9%	43.8%
负债和股东权益	1547	1808	2226	2817	获利能力				
					毛利率	39.1%	38.6%	38.9%	38.9%
现金流量表					净利率	12.6%	12.5%	12.8%	12.9%
单位: 百万元					ROE	10.8%	14.1%	17.2%	19.9%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	偿债能力				
经营活动现金流	134	118	193	323	资产负债率	13.4%	13.7%	15.2%	16.3%
净利润	154	221	327	470	净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
折旧摊销	4	19	39	53	流动比率	6.83	5.65	4.97	4.85
财务费用	-1	-19	-15	-13	速动比率	5.55	4.12	3.29	3.11
投资损失	0	0	0	0	营运能力				
营运资金变动	-20	-106	-162	-195	总资产周转率	1.14	1.05	1.26	1.43
其它	-2	2	4	7	应收账款周转率	21	22	23	22
投资活动现金流	-33	-300	-170	-100	应付账款周转率	8.43	9.28	9.16	9.03
资本支出	26	300	170	100	每股指标 (元)				
长期投资	-0	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	1.03	1.56	2.31	3.31
其他	-7	0	0	0	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.96	0.84	1.37	2.30
筹资活动现金流	887	19	15	13	每股净资产 (最新摊薄)	9.51	11.07	13.38	16.69
短期借款	0	0	0	0	估值比率				
长期借款	0	0	0	0	P/E	66.06	43.62	29.48	20.51
普通股增加	35	0	0	0	P/B	7.15	6.14	5.08	4.07
资本公积增加	873	0	0	0	EV/EBITDA	44	30	19	13
其他	-21	19	15	13					
现金净增加额	988	-164	38	236					

资料来源：东方证券研究所

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

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，本公司持有罗莱家纺（002293.SZ）达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

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