

持续高速成长的家纺龙头

——调研简报

罗莱家纺
002293

回首 2010:

成本上升导致毛利润下滑, 预计 2010 年业绩实际增速将在 45% 左右, 而不会大超预期。预计公司 2010 年新开门店 300 家左右, 其中直营 70-80 家, 而且平效上有较大提升, 因此收入增速接近 60%。但是棉价、劳动力上涨明显, 导致成本上升 20% 以上。虽然公司在年底提价 15%-20%, 依然由于时差和增幅低于成本上升幅度而导致毛利率下降。同时, 由于公司在年底开支了广告费, 预计销售费用率略有上升。

展望 2011:

2011 年第一季度产品延续去年热销趋势, 预计一月至今有 30% 左右的收入增速。春夏订货会预计销售额有 6.8 亿左右。其中新品稳定占比 30% 左右, 体现了公司优秀的研发实力。一般来说订货会收入占公司全年收入的 60% 左右, 确保了公司 2011 年的业绩。

渠道: 坚持加盟为主, 直营为辅的渠道策略, 稳扎稳打。家纺三巨头中公司门店最多, 加盟店比例最大。在当前家纺市场还处于品牌成长初期圈地运动阶段时, 谁能更快抢占市场, 谁就占据未来竞争的制高点。以加盟为主的策略显然更容易全国推开, 门店数最多也最容易享受到行业高速发展的利益。同时公司强调稳扎稳打的开拓策略, 根据研究规划结果开发新店, 成熟一家开一家, 并不强制性要求一定要开多少家。从往年情况看, 罗莱的关店率是最低的也证明了这种策略的正确性。在一线城市、竞争对手较强的区域开直营店, 在其他区域开加盟店。由于西部等网点较少地区基数小, 因此预计从收入增速上看会远快于东部。

品牌: 中低高档、多风格细分市场全面覆盖。公司的全覆盖品牌策略比起富安娜、梦洁安全性更高, 潜力更大。2011 年目前没有推出新品牌计划。近两年推出的中低端品牌“优家”完全做专柜, 主要是超市里销售。网络品牌 love 主打年轻人网上低价快消费市场, 2010 年预计收入 4-5 千万, 2011 年将有 70%-80% 的高增速, 市场份额的扩大将带动收入的快速增长。

研发: 公司将进一步加大对研发的投入, 预计研发费用率将提升至 3% 以上。设计方面更加注重国际流行趋势与消费者偏好, 研发则侧重面料方面, 更注重功能性, 开发保健型家纺产品。

首次 增持

分析师: 张先萍

投资咨询执业证书编号:

s34020041917193

联系信息:

021-50586660-8633

zxp@longone.com.cn

联系人: 丰婧

联系信息:

021-50586660-8672

fengjing@longone.com.cn

enjoyinggiving@hotmail.com

日期

分析: 2011 年 3 月 2 日

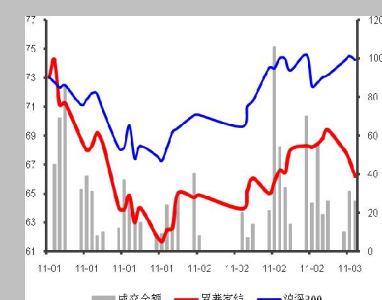
调研: 有

价格

当前市价: 66.1 元

半年目标: 70-80 元

股价表现



供应链：产能释放的实现在 2012年。预计生产基地募投项目一期工程在 11年年底才能投入使用，二期则需要到 12年年底。公司目前产品中坚持中高档产品自产自销，低端产品则外包，以满足销售需要。

人力资源：使用绩效考核替代股权激励作用，确保一线及核心员工的收入。从人员稳定性来看，公司高管层 100% 稳定，核心技术人员保持95% 以上的稳定性，这在行业中也是少见的。公司将完善绩效考核机制，加大对一线人员的激励，确保员工整体收入稳中有升。

盈利预测：

预计 2011年公司收入及净利润增速均在 35%以上，未来三年公司净利润增速在 30%以上。

家纺行业将保持15% 以上的增速，而公司作为行业龙头不仅享受行业高增长还将在行业集中度提高过程中进一步扩大自己市场份额，从而带动收入快速成长。但是由于原材料及人工上涨问题，预计2011年毛利依然有所下降。未来三年公司收入复合增速应在35% 以上，净利润增速则在30% 以上，预测2011年、2012年EPS分别为2.00元、2.62元，考虑到公司盈利稳定且经常超预期，对应11年35-40倍市盈率，目标价70-80元，给予增持评级。

盈利预测	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (万元)	114530.68	181886.17	267372.66	366300.55
增长率	26.9%	58.8%	47.0%	37.0%
营业利润 (万元)	18948.67	27233.78	37806.39	49618.89
增长率	37.7%	43.7%	38.8%	31.2%
净利润 (万元)	14447.32	20676.78	28061.14	36828.77
增长率	31.3%	43.1%	35.7%	31.2%
每股净资产 (元)	9.46	10.93	12.93	15.56
每股收益 (元)	1.03	1.47	2.00	2.62

资料来源：东海证券研究所

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011	2012
现金及现金等价物	10668	10668	11069	12526
应收款项	747	996	1538	2207
存货净额	2604	3533	5250	7251
其他流动资产	174	854	1256	1721
流动资产合计	14195	16053	19114	23707
固定资产	1030	1257	1456	1630
无形资产及其他	124	116	107	99
投资性房地产	124	124	124	124
长期股权投资	(	(	(	(
资产总计	15475	17552	20803	25562
短期借款及交易性金融负债	(	451	(	(
应付款项	994	1689	2556	3594
其他流动负债	1158	(	(	(
流动负债合计	2152	2140	2556	3594
长期借款及应付债券	(	(	(	(
其他长期负债	(	(	(	(
长期负债合计	(	(	(	(
负债合计	2152	2140	2556	3594
少数股东权益	44	66	95	133
股东权益	13277	15345	18151	21834
负债和股东权益总计	15475	17552	20803	25562
关键财务与估值指标	2009	2010	2011	2012
每股收益	1.0	1.4	2.0	2.6
每股红利	0.7	0.0	0.0	0.0
每股净资产	9.4	10.9	12.9	15.5
ROE	13	11	10	10
毛利率	11	13	15	17
EBIT Margin	39	38	37	37
EBITDA Margin	16	15	14	13
收入增长	17	15	15	14
净利润增长	27	59	47	37
资产负债率	31	43	36	31
P/E	14	13	13	15
P/B	1.7	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	39.9	45.7	33.7	25.6

利润表 (百万元)	2009	2010	2011	2012
营业收入	11453	18188	26737	36630
增长率	26.9	58.8	47.0	37.0
营业成本	6974	11302	16791	23186
营业成本 / 营业收入	60.9	62.1	62.8	63.3
营业税金及附加	41	45	66	91
销售费用	2010	3270	4839	6667
销售费用 / 营业收入	17.0	18.0	18.1	18.2
管理费用	545	873	1286	1765
管理费用 / 营业收入	4.8	4.8	4.8	4.8
财务费用	(102)	(260)	(267)	(425)
投资收益	(	(	(	0
资产减值及公允价值变动	3	(	(	0
其他收入	(	(0)	(	(0)
营业利润	1894	2723	3780	4961
营业外净收支	37.7	43.7	38.8	31.2
利润总额	74	(	(	0
增长率	1969	2723	3780	4961
所得税费用	43.9	38.3	38.8	31.2
少数股东损益	509	634	945	1240
归属于母公司净利润	15	21	29	385
增长率	1444	2067	2806	36829
现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011	2012
经营活动现金流	1242	(1317)	1176	18036
资本开支	(2125)	(3193)	(3247)	(3464)
投资活动现金流	(	(	(	0
权益性融资	(2125)	(3193)	(3247)	(3464)
负债净变化	(	(	(	0
支付股利、利息	(	(	(	0
其它融资现金流	(9825)	(	(	0
融资活动现金流	10819	451	(4510)	0
现金净变动	8854	451	(4510)	0
货币资金的期初余额	9883	(0)	400	14572
货币资金的期末余额	785	10668	10668	110693
企业自由现金流	10668	10668	11069	125266
权益自由现金流	14530	(4709)	831	14254

作者简介

张先萍：消费品行业研究员，3年工作经验。

评级定义

市场指数评级	看多——未来 6个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平——未来 6个月内上证综指波动幅度在 -20%~ 20%之间
	看空——未来 6个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配——未来 6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配——未来 6个月内行业指数相对上证指数在 -10%~ 10%之间
	低配——未来 6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入——未来 6个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持——未来 6个月内股价相对强于上证指数在 5%~ 15%之间
	中性——未来 6个月内股价相对上证指数在 -5%~ 5%之间
	减持——未来 6个月内股价相对弱于上证指数 5%~ 15%之间
	卖出——未来 6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87号国际财经中心 D座 15F	世纪大道 1589号长泰国际金融大厦 11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660