

## 销售高速增长进一步稳固龙头地位

## 研究结论：

- 2010 年公司营业收入和净利润同比分别增长 58.81% 和 43.14%，公司每股收益 1.49 元，公司分配预案为每 10 股派发现金红利 14.2 元。
- 公司营业收入快速增长的主要原因是渠道的持续有效拓展和多品牌的梯度成长。2010 年公司的销售收入实际是超越市场之前预期的，我们认为主要得益于公司加盟渠道的扩张和老店的良好增长，目前公司主品牌依然保持快速增长，而其他小品牌逐步进入梯度成长阶段共同推动公司销售高速增长，也进一步拉开了与竞争对手之间的差距。公司 2010 年净增门店 275 个，各品牌门店总数达到 2085 个。
- 公司净利润增速低于营业收入增速主要是由于销售费用的大幅增长和毛利率的小幅下降。2010 年公司盈利增速低于收入增速的最重要原因是销售费用同比大幅增长了 70%（销售人员工资上升和品牌投入增长），另外在报告期各种原料价格大幅上涨的情况下公司产品提价相对滞后造成的毛利率小幅下降对盈利增速造成了一定拖累。我们认为随着去年 12 月开始公司产品均价的明显提升，2011 年开始公司的综合毛利率会有所恢复，而在销售费用方面，我们预计后续在公司销售收入保持持续快速增长的情况下将相比以往保持适度增长的品牌投入，但 2011 年开始销售费用比率会同比下降。
- 关注新商业模式的潜在空间。年报显示，公司的子公司罗孚电子商务公司已经实现盈利，我们认为这是一个很好的现象。公司在尝试电子商务的第二年已经实现盈利，这是非常难得的。我们再次强调家纺产品的属性是十分适合电子商务模式的，我们看好公司在该业务方面的先发优势，同时认为该业务后续将进入一个良性的高速增长阶段。
- 我们坚定看好家纺子行业的发展前景，公司未来将充分分享行业快速增长和市场份额提高带来的双重增长效应。富安娜的一季度预喜和此前率先召开秋冬订货会的梦洁家纺订货同比快速增长都预示着家纺龙头企业基本面依然十分优良。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。
- 盈利预测和投资评级：我们认为公司短期的战略重点之一可能是尽快做大销售收入，进一步拉开和竞争对手的规模差距，牢牢巩固其龙头地位。相比 2010 年盈利低于收入增速的情况，我们认为 2011 年起公司盈利增速将明显高于收入增速。不考虑所得税率未来的可能调整，我们维持对公司原先的预测，预计 2011—2013 年的每股收益分别为 2.21 元、3.16 元和 4.34 元，维持公司“买入”评级。
- 风险因素：紧缩政策加剧对自住房产交易量影响带来的可能消费冲击。

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。



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（维持）

股价（2011 年 4 月 1 日）

63.69 元

目标价格

99.00 元

总股本/A 股（百万股）

140.36

A 股市值（亿元）

89.40

国家/地区

中国

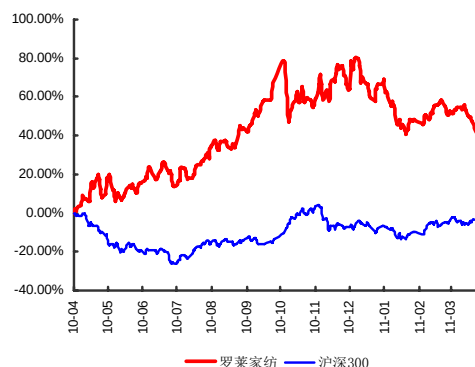
行业

纺织服装

报告发布日期

2011 年 4 月 6 日

## 股价表现



## 财务预测

单位：百万元

|               | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入          | 1819  | 2654  | 3706  | 5061  |
| 同比(%)         | 59%   | 44%   | 41%   | 37%   |
| 归属母公司净利润      | 212   | 313   | 448   | 616   |
| 同比(%)         | 43%   | 48%   | 43%   | 37%   |
| 毛利率(%)        | 37.8% | 38.4% | 38.4% | 38.3% |
| ROE(%)        | 14.5% | 17.6% | 20.2% | 21.7% |
| 每股收益(元)       | 1.49  | 2.21  | 3.16  | 4.34  |
| P/E (倍)       | 42.63 | 28.87 | 20.15 | 14.68 |
| P/B (倍)       | 6.19  | 5.09  | 4.07  | 3.18  |
| EV/EBITDA (倍) | 30    | 20    | 13    | 10    |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

**附表：财务报表预测与比率分析**

| 资产负债表          |      |       |       |       | 利润表              |       |       |       |       |
|----------------|------|-------|-------|-------|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元         |      |       |       |       | 单位:百万元           |       |       |       |       |
| 会计年度           | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | 会计年度             | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
| <b>流动资产</b>    | 1661 | 1968  | 2540  | 3377  | <b>营业收入</b>      | 1819  | 2620  | 3706  | 5061  |
| 现金             | 1057 | 1132  | 1351  | 1741  | 营业成本             | 1131  | 1615  | 2282  | 3121  |
| 应收账款           | 99   | 142   | 206   | 277   | 营业税金及附加          | 4     | 7     | 10    | 13    |
| 其它应收款          | 9    | 14    | 19    | 26    | 营业费用             | 342   | 487   | 678   | 911   |
| 预付账款           | 25   | 43    | 56    | 76    | 管理费用             | 77    | 110   | 156   | 213   |
| 存货             | 459  | 621   | 885   | 1225  | 财务费用             | -19   | -15   | -14   | -13   |
| 其他             | 12   | 16    | 22    | 30    | 资产减值损失           | 12    | 13    | 17    | 22    |
| <b>非流动资产</b>   | 215  | 386   | 479   | 528   | 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           | 84   | 214   | 300   | 342   | <b>营业利润</b>      | 272   | 403   | 578   | 795   |
| 无形资产           | 38   | 45    | 56    | 70    | 营业外收入            | 12    | 16    | 21    | 27    |
| 其他             | 93   | 127   | 123   | 115   | 营业外支出            | 1     | 1     | 1     | 1     |
| <b>资产总计</b>    | 1877 | 2354  | 3020  | 3905  | <b>利润总额</b>      | 283   | 417   | 598   | 821   |
| <b>流动负债</b>    | 431  | 595   | 813   | 1082  | 所得税              | 71    | 104   | 149   | 205   |
| 短期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     | <b>净利润</b>       | 212   | 313   | 448   | 616   |
| 应付账款           | 269  | 388   | 548   | 749   | 少数股东损益           | 2     | 3     | 5     | 7     |
| 其他             | 163  | 208   | 265   | 333   | <b>归属于母公司净利润</b> | 210   | 310   | 444   | 609   |
| <b>非流动负债</b>   | 0    | 0     | 0     | 0     | EBITDA           | 265   | 402   | 589   | 817   |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     | EPS (元)          | 1.49  | 2.21  | 3.16  | 4.34  |
| 其他             | 0    | 0     | 0     | 0     |                  |       |       |       |       |
| <b>负债合计</b>    | 431  | 595   | 813   | 1082  | <b>主要财务比率</b>    |       |       |       |       |
| 少数股东权益         | 0    | 3     | 8     | 15    | 会计年度             | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
| 股本             | 140  | 140   | 140   | 140   | <b>成长能力</b>      |       |       |       |       |
| 资本公积           | 907  | 907   | 907   | 907   | 营业收入             | 58.8% | 44.0% | 41.5% | 36.6% |
| 留存收益           | 398  | 708   | 1152  | 1761  | 营业利润             | 43.8% | 47.9% | 43.5% | 37.5% |
| 归属母公司股东权益合计    | 1445 | 1755  | 2199  | 2808  | 净利润              | 45.2% | 47.7% | 43.3% | 37.3% |
| <b>负债和股东权益</b> | 1877 | 2354  | 3020  | 3905  | <b>获利能力</b>      |       |       |       |       |
|                |      |       |       |       | 毛利率              | 37.8% | 38.4% | 38.4% | 38.3% |
|                |      |       |       |       | 净利率              | 11.5% | 11.8% | 12.0% | 12.0% |
|                |      |       |       |       | ROE              | 14.5% | 17.6% | 20.2% | 21.7% |
|                |      |       |       |       | ROIC             | 13.1% | 16.6% | 19.2% | 20.9% |
|                |      |       |       |       | <b>偿债能力</b>      |       |       |       |       |
|                |      |       |       |       | 资产负债率            | 23.0% | 25.3% | 26.9% | 27.7% |
|                |      |       |       |       | 净负债比率            |       |       |       |       |
|                |      |       |       |       | 流动比率             | 3.85  | 3.31  | 3.13  | 3.12  |
|                |      |       |       |       | 速动比率             | 2.76  | 2.23  | 2.01  | 1.96  |
|                |      |       |       |       | <b>营运能力</b>      |       |       |       |       |
|                |      |       |       |       | 总资产周转率           | 1.06  | 1.24  | 1.38  | 1.46  |
|                |      |       |       |       | 应收账款周转率          | 21    | 21    | 20    | 20    |
|                |      |       |       |       | 应付账款周转率          | 6.23  | 4.92  | 4.88  | 4.81  |
|                |      |       |       |       | <b>每股指标 (元)</b>  |       |       |       |       |
|                |      |       |       |       | 每股收益             | 1.49  | 2.21  | 3.16  | 4.34  |
|                |      |       |       |       | 每股经营现金流          | 0.94  | 1.69  | 2.25  | 3.29  |
|                |      |       |       |       | 每股净资产            | 10.30 | 12.51 | 15.67 | 20.00 |
|                |      |       |       |       | <b>估值比率</b>      |       |       |       |       |
|                |      |       |       |       | P/E              | 42.63 | 28.87 | 20.15 | 14.68 |
|                |      |       |       |       | P/B              | 6.19  | 5.09  | 4.07  | 3.18  |
|                |      |       |       |       | EV/EBITDA        | 30    | 20    | 13    | 10    |

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：

根据公开信息披露：截止2010年年报，我司持有罗莱家纺（002293.SZ）股票2000122股，占总股本1.42%；

截止本报告发布之日，本公司仍持有罗莱家纺（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](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)