

强烈推荐-A (维持)

罗莱家纺 002293.SZ

目标估值: 82.31 元
当前股价: 62.25 元
2011 年 4 月 5 日

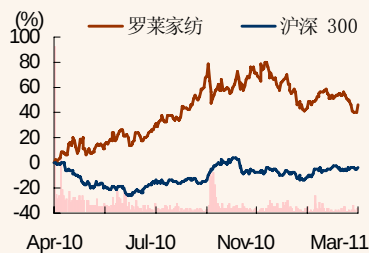
规模增长超预期 着重打造渠道质量

基础数据

上证综指	2948
总股本(万股)	14036
已上市流通股(万股)	3510
总市值(亿元)	89
流通市值(亿元)	22
每股净资产(MRQ)	9.8
ROE(TTM)	13.6
资产负债率	17.4%
主要股东	上海罗莱投资公司
主要股东持股比例	39.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	-14	40
相对表现	-4	-25	44



相关报告

- 1、《罗莱家纺—收入恢复增长态势明显 盈利能力持续提高》2010/3/30
- 2、《罗莱家纺—收入与利润增长超预期，各品牌增长趋势喜人》2010/8/17
- 3、《罗莱家纺—业绩继续超预期 收入增长趋势尤为喜人》2010/10/24
- 4、《罗莱家纺—收入增长大超预期 多品牌建设费用摊销拉低利润表现》2011/2/23

王薇

0755-82960477
wang_w@cmschina.com.cn
S1090208070223

10 年公司整体经营更突出质量的提升，营业收入和净利润分别增长 58.81%和 43.09%。在国内三家家纺巨头并驾齐驱的当下，公司在保持外延适度扩张的同时，更加注重内生效率的提升，而多层次品牌维度的丰富，打破了目前行业竞争趋同的发展局限，差异化竞争优势明显。预计公司业绩可保持持续高增长，中长期投资价值良好。

- **成长根基牢固，收入再度超预期增长。**2010 年，公司实现营业收入 18.19 亿元，同比增长 58.81%，营业利润和净利润分别为 2.72 亿元和 2.12 亿元，同比分别增长 43.76%和 43.09%，基本收益 1.49 元，分配预案为每 10 股派现 14.20 元（含税）。我们认为公司销售超预期高速增长的主要源于多层次品牌维度的丰富、有效率的渠道拓展以及出色的单店效率提升。
- **低毛利新品牌快速成长和四季度广告费用摊销加大拖累利润增速略低预期。**10 年公司利润的增长情况略低于我们的预期。其中，一方面是 10 年公司在稳步发展原有中高端品牌的同时，加大了对三四线城市、超市、网销等中低端品牌的营销力度，低毛利品牌产品销售规模的迅猛增长导致主业毛利率同比下降 0.44 个百分点，至 39.34%。另一方面则是四季度广告费用摊销加大所致。
- **2011 年展望：**公司“多渠道+多品牌”的运作模式为长期良性发展奠定了基础。随着募投研发中心项目顺利完成，研发实力的跟进将进一步提升产品附加值及推新能力，预计未来更成功的多品牌组合、有效率的多渠道运作将使得公司实现持续的快速增长。
- **盈利预测与投资建议：**在行业快速增长的背景下，我们认为公司“多渠道+多品牌”的运作模式可以持续带来规模的高速发展。未来更成功的多品牌运作，以及更精细化的渠道管理，将使得公司的利润高速增长更有保证。预计 11-13 年的 EPS 分别为 2.11、3.03 和 4.14 元/股，目前估值为 11 年的 29 倍 PE，鉴于国内家纺龙头公司所处的良好发展阶段，以及公司领先的规模优势，中长期投资价值良好，维持“强烈推荐”的投资评级。
- **风险提示：**房地产市场长期低迷拖累家纺销售；原材料价格波动的风险；费

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	1145	1819	2544	3473	4623
同比增长	27%	59%	40%	37%	33%
营业利润(百万元)	189	272	388	570	782
同比增长	38%	44%	43%	47%	37%
净利润(百万元)	144	210	296	425	582
同比增长	31%	45%	41%	44%	37%
每股收益(元)	1.03	1.49	2.11	3.03	4.14
PE	60.5	41.7	29.6	20.5	15.0
PB	6.6	6.0	5.1	4.2	3.4

资料来源：招商证券

一、量到质的转变，突出企业品质的塑造

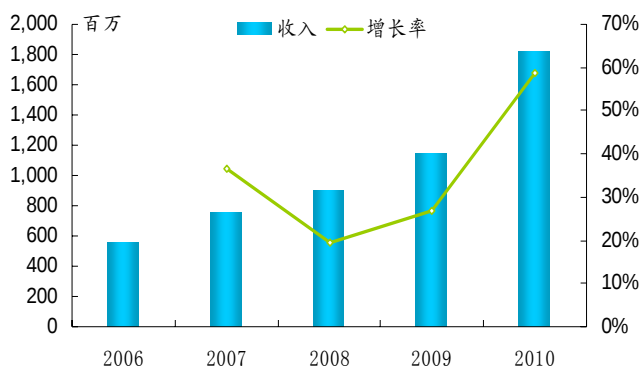
1、成长根基牢固，收入再度超预期增长

2010 年，公司实现营业收入 18.19 亿元，同比增长 58.81%，营业利润和净利润分别为 2.72 亿元和 2.12 亿元，同比分别增长 43.76%和 43.09%，基本收益 1.49 元，分配预案为每 10 股派现 14.20 元（含税）。我们认为公司销售超预期高增长的主要原因是多层次品牌维度的丰富、有效率的渠道拓展以及出色的单店效率提升。

多业态模式发展丰富品牌维度，实现了由高端至低端市场的全方位覆盖。多种业态模式的 brand 发展思路，拓展了目标消费群体的覆盖面，推动收入规模快速扩大。10 年公司不仅大力推广新的超市品牌 and 覆盖三四线城市的低端品牌，同时还在业内率先推出网络销售平台，顺利实现由实体经营向虚拟营销的渗透。公司的多品牌梯度建设，打破了目前行业竞争趋同的发展局限，使其率先凭借差异化竞争优势，迅速抢占空白市场。分品牌看，10 年核心品牌罗莱和其他品牌收入分别增长 51.61%和 81.83%，主品牌罗莱实现了高速的成长，其他品牌基数较低，增长迅速。

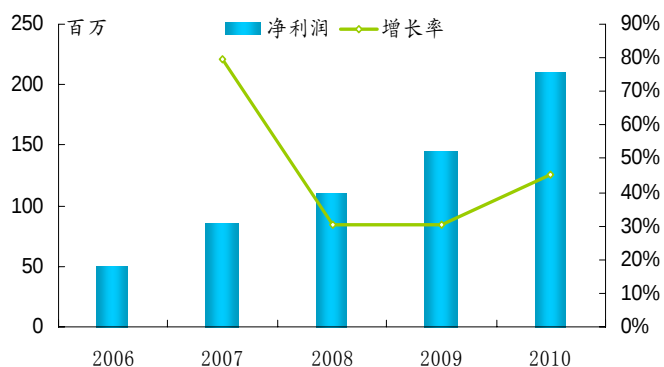
公司有效推动渠道拓展，并向县级城市下沉，大力开发拓展难度较大的超市渠道。截止至 10 年底，公司净增门店 275 家，各种渠道门店合计 2085 家。我们认为去年公司在渠道建设方面，外延扩张速度相对适中，而内生效率提升显著，粗略估测可比同店增长在 20%以上。

图1：公司近年来收入情况



资料来源：公司公告，招商证券

图2：公司近年来利润情况



资料来源：公司公告，招商证券

分产品看，销售占比居前两位的标准套件类和被芯类产品，10 年收入分别增长 57.61%和 65.11%，枕心类和其他饰品类产品也分别实现 32.85%和 46.83%的增长。

表 1：2010 年公司各产品经营情况

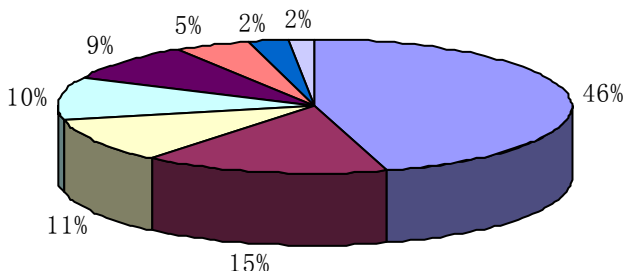
分产品	营业收入（百万）	营业收入增长率	毛利率	毛利率变动（百分点）
标准套件类	845.36	57.61%	43.23%	0.06%
被芯类	600.51	65.11%	35.58%	-7.41%
枕芯类	138.30	32.85%	38.74%	12.13%
夏令产品	27.45	8.55%	34.28%	7.21%
其他饰品类	136.61	46.83%	33.46%	7.57%
合计	1,748.22	55.75%	39.34%	-0.44%

资料来源：公司公告，招商证券

分市场看，公司的主力市场华东和华中地区分别实现销售 7.98 和 2.65 亿元，同比分别增长 72.44%和 53.98%；另外，10 年西南和西北市场也呈现出强势的增长，收入增长分别达到 112.98%和 159.68%；而华南市场由于富安娜的优势上市后更趋明显，公司的增速仅为 9%。

图 3：公司各分销市场收入构成情况

华东地区 华中地区 东北地区 华北地区 西南地区
华南地区 西北地区 出口



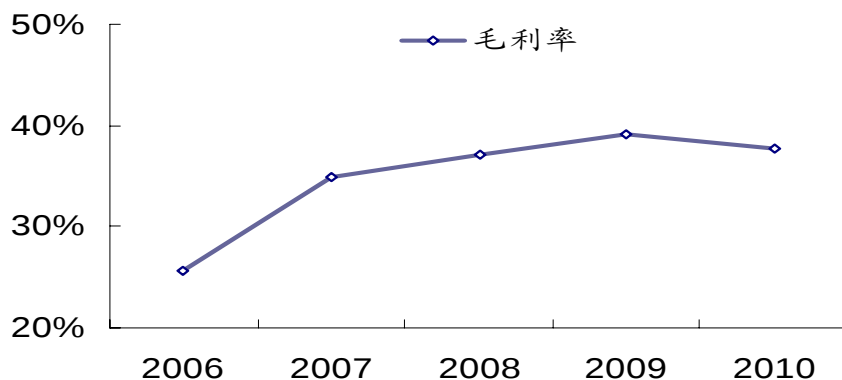
资料来源：公司公告，招商证券

2、低毛利新品牌快速成长和四季度广告费用摊销加大拖累利润增速

10 年公司的营业利润和净利润分别实现了 43.76%和 43.09%的增长，略低于我们的预期。其中，一方面是 10 年公司在稳步发展原有中高端品牌的同时，加大了对三四线城市、超市、网销等中低端品牌的营销力度，低毛利品牌产品销售规模的迅猛增长导致主业毛利率率同比下降 0.44 个百分点，至 39.34%。另一方面则是四季度广告费用摊销加大所致。

我们认为对新品牌推广的支持，及费用摊销是促推品牌发展的需要，而在抢占市场的时代，规模增长的最优异表现充分体现了公司的龙头风范，预计未来更成功的多品牌组合、以及有效率的加盟业务发展将使得公司持续实现快速的增长。

图 4：公司近年来毛利率情况



资料来源：公司公告，招商证券

销售费用率略有提升，管理费用率及财务费用率控制良好。10 年因广告费用及人工工

资增长较快，公司销售费用同比增长了 70.25%，销售费用率增加了 1.27 个百分点，至 18.82%，而管理费用及财务费用的良好控制，使得管理费用率和财务费用率同比分别减少 0.55 和 0.96 个百分点，冲减了销售费用率上升对期间费用率的负面影响。

存货增长较快，但处于合理控制范围内。10 年为避免脱销，公司加大备货以及直营比例增加所致。从存货的结构来看，库存主要以库存商品为主，占比达到 60%，考虑到后期公司销售形式良好，我们认为库存商品可以得到良好的消化。

经营性现金流略有减少。10 年因公司加大销售等方面投入致使经营活动现金流略有减少，同比下降 1.5%，变动情况基本处于合理范围内。

表 2：10 年四季度业绩回顾

(百万元)	09Q4	10Q3	10Q4	同比	环比
营业收入	421	484	314	-26%	-35%
营业毛利	165	173	112	-32%	-35%
营业费用	87	62	96	11%	54%
管理费用	18	18	13	-29%	-28%
财务费用	0	-9	-4	1594%	-61%
投资收益	0	0	0	-	-
营业利润	61	101	-2	-103%	102%
所得税	19	34	-17	-189%	149%
归属母公司净利润	44	66	16	-64%	76%
EPS (元)	0.31	0.47	0.11		

资料来源：公司报表，招商证券整理

表 3：各季度业绩回顾

(百万元)	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4
营业收入	255	408	316	421	359	662	484	314
营业毛利	95	162	120	165	142	260	173	112
营业费用	38	73	41	87	60	124	62	96
管理费用	14	25	11	18	14	32	18	13
财务费用	0	0	-1	0	-2	-3	-9	-4
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0
营业利润	40	62	66	61	69	104	101	-2
归属母公司净利润	36	51	50	44	51	77	66	16
EPS (元)	0.13	0.18	0.18	0.16	0.18	0.28	0.24	0.06
主要比率								
毛利率	37%	40%	38%	39%	40%	39%	36%	36%
营业费用率	16%	15%	21%	15%	19%	16%	21%	-1%
管理费用率	14%	12%	16%	10%	14%	12%	14%	5%
营业利润率	16%	15%	21%	15%	19%	16%	21%	-1%
有效税率	20%	24%	24%	30%	26%	32%	34%	2642%
净利率	14%	12%	16%	10%	14%	12%	14%	5%
YoY								
收入	-	7%	26%	56%	41%	62%	53%	-26%
归属母公司净利润	-	1%	51%	63%	43%	51%	32%	-64%

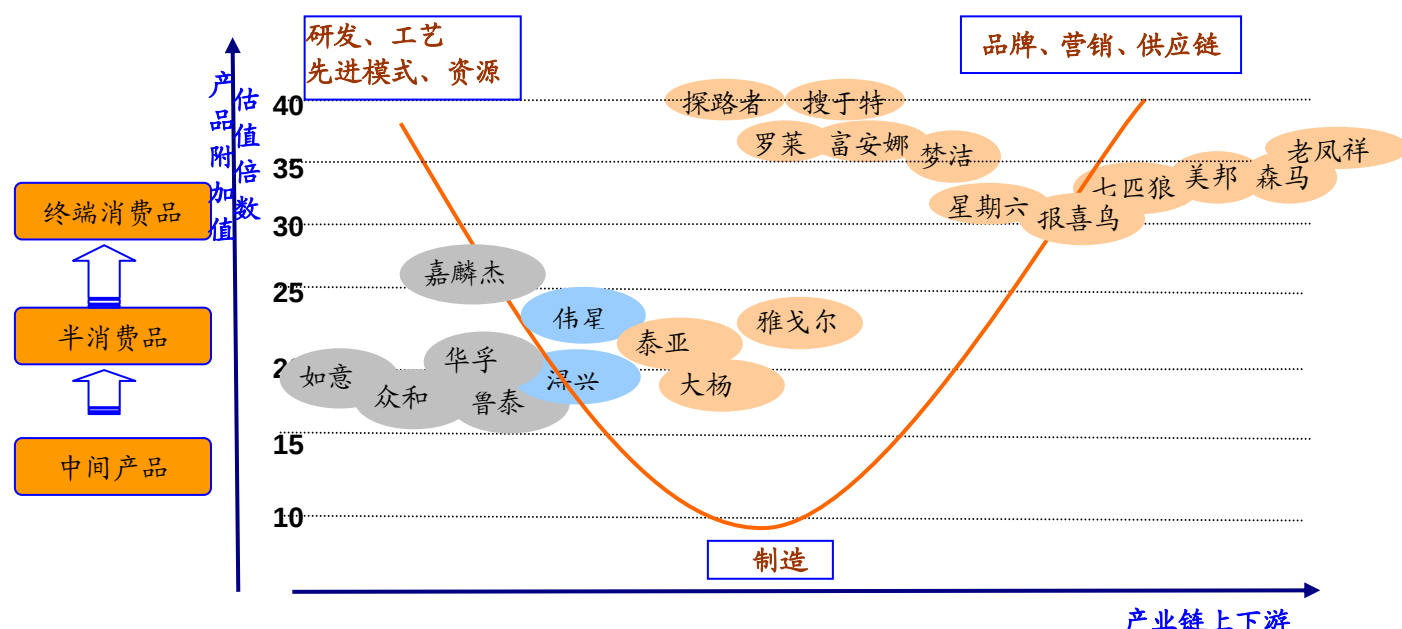
资料来源：招商证券

二、盈利预测与投资建议

公司在家纺行业的龙头公司中，在市场开拓规模上占有最大的优势。在行业快速增长的背景下，我们认为公司“多渠道+多品牌”的运作模式可以持续带来规模的高速发展。未来更成功的多品牌运作，以及更精细化的渠道管理，将使得公司的利润高速增长更有保证。2011年公司的春夏订货会增长形势良好，给予11年的业绩一定的保证，预计11-13年的EPS分别为2.11、3.03和4.14元/股，目前估值为11年的29倍PE，鉴于国内家纺龙头公司所处的良好发展阶段，以及公司领先的规模优势，公司的中长期投资价值良好，维持“强烈推荐”的投资评级。半年目标价给予11年35倍估值，价格中枢为73.71元，一年目标价给予12年30倍，价格中枢为90.89元。

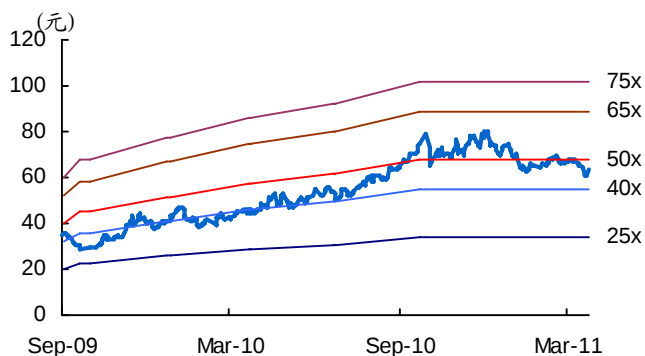
风险因素：1) 受宏观经济调控影响，房地产市场长期低迷拖累家纺产品销售的风险；2) 原材料价格波动的风险；3) 费用控制低于预期。

图 5：V 式估值法（根据 11 年 EPS）



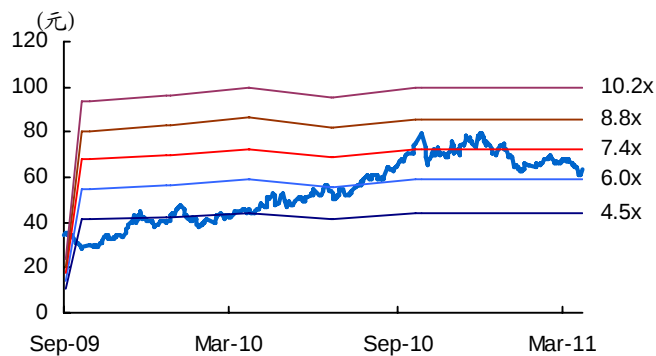
资料来源：招商证券

图 6：罗莱家纺历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 7：罗莱家纺历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告:

1、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略（服饰品牌研究第二卷）：时尚产业图谱，品牌模式决高下》2008/6/22:

创新性提出时尚产业分析图谱，将产品与公司按“时尚性要求高低”与“档次高低”二维标准划分为四大类，借助我们构建的完整品牌评价系统，清晰实现了时尚产业产品-模式-投资策略的逻辑演绎。

2、《纺织服饰行业 09 年投资策略（服饰品牌研究第三卷）：时尚波涛中的启航者 内功筑就扩张之美》2008/12:

从宏观行业和微观公司两个角度出发，对服饰消费和服饰品牌公司发展规律做出实证研究。精选出国际高档奢侈品和中低档领域可对比公司，总结出危机中的品牌公司分化表现，并在此基础上形成自建的品牌分化路径演绎框架和经济周期中的品牌服饰消费弹性框架。最后结合时尚产业图谱，归结出重点品牌服装公司 09 年投资策略。

3、《罗莱家纺—业绩基本符合预期 单季销售增长喜人》2009/10/22

4、《服饰品牌研究第四卷：迎风起舞：结合管理与弹性布局品牌企业》2009/12/6:

领先地构建了品牌竞争阶段图谱，并根据对细分行业配套管理能力的分析建立了品牌公司管理能力梯级图，深刻剖析了各品牌企业的价值。

5、《罗莱家纺—收入恢复增长态势明显 盈利能力持续提高》2010/3/30

6、《罗莱家纺—业绩超预期 收入与利润高速增长》2010/4/26

7、《纺织服饰行业 2010 年中期投资策略（服饰品牌研究第五卷）-价值链管理 优选渠道战略领先者》2010/6/8:

对品牌评价体系中细分要素分拆进行分析的开端，从价值链的角度切入，将目前国内品牌企业决定发展的要素归结到渠道管理这个核心，并领先的提出以企业阶段性的渠道战略作为决定投资价值的关键，从渠道结构模式、外延扩张模式和内涵增长模式三方面进行了详细的阐述。

8、《罗莱家纺—收入与利润增长超预期，各品牌增长趋势喜人》2010/8/17

9、《美国服饰品牌消费调研专题-坚定相信本土优秀大众品牌拥有辉煌前景》2010/8/31:

通过对美国市场的亲身调研体会，详细阐述了美国服饰各领域的品牌与运营特点，并据此归结出对国内品牌运作有借鉴意义的规律。

10、《纺织服饰行业 2010 年四季度投资策略-品牌制造冰火两重天 品牌行业布局的黄金时期》2010/10/17

11、《纺织服饰行业 2011 年投资策略（服饰品牌研究第六卷）-着眼国际竞争格局 探索品牌提升之路》2010/12/7:

独特的从国内品牌与国际品牌的竞争格局入手，精心总结了国内各主要时尚领域涉及的国际国内竞争竞争状况，并详细的进行剖析，阐述各细分领域未来的发展路径；提出结合竞争阶段与发展策略选择公司，并独特的阐述了正装、运动、女鞋、休闲、家纺、首饰和户外行业的竞争阶段与发展战略剖析图谱。

12、《罗莱家纺—收入增长大超预期 多品牌建设与费用摊销拉低利润表现》2011/2/23

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1420	1661	1457	1847	2349
现金	1067	1057	763	950	1124
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	2	12	3	3	0
应收款项	66	99	102	111	148
其它应收款	6	0	13	17	46
存货	260	459	553	734	969
其他	17	34	24	32	62
非流动资产	128	215	533	587	754
长期股权投资	0	141	141	141	141
固定资产	79	84	306	364	536
无形资产	12	38	34	31	28
其他	37	(48)	52	50	50
资产总计	1548	1877	1990	2434	3103
流动负债	215	431	290	369	537
短期借款	0	0	0	0	20
应付账款	95	269	198	253	336
预收账款	34	45	76	95	98
其他	86	118	16	21	84
长期负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	215	431	290	369	537
股本	140	140	140	140	140
资本公积金	909	907	907	907	907
留存收益	278	398	650	1011	1505
少数股东权益	4	0	3	7	13
母公司所有者权益	1328	1446	1697	2058	2553
负债及权益合计	1548	1877	1990	2434	3103

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	134	132	88	342	462
净利润	144	210	296	425	582
折旧摊销	0	0	30	46	59
财务费用	0	0	(9)	(9)	(9)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(256)	(136)	(204)
其它	(10)	(78)	28	16	35
投资活动现金流	(33)	(40)	(347)	(100)	(230)
资本支出	0	0	(240)	(100)	(230)
其他投资	(33)	(40)	(107)	0	0
筹资活动现金流	887	(100)	(35)	(55)	(58)
借款变动	0	0	0	0	20
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(44)	(64)	(87)
其他	887	(100)	9	9	9
现金净增加额	988	(8)	(294)	187	174

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1145	1819	2544	3473	4623
营业成本	697	1131	1587	2106	2796
营业税金及附加	4	4	5	10	9
营业费用	201	342	466	632	823
管理费用	55	77	107	163	222
财务费用	(1)	(19)	(9)	(9)	(9)
资产减值损失	(0)	12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	189	272	388	570	782
营业外收入	8	12	5	4	2
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	197	283	393	573	783
所得税	51	71	94	143	196
净利润	146	212	299	430	588
少数股东损益	2	2	3	4	6
母公司所有者净利润	144	210	296	425	582
EPS (元)	1.03	1.49	2.11	3.03	4.14

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	27%	59%	40%	37%	33%
营业利润	38%	44%	43%	47%	37%
净利润	31%	45%	41%	44%	37%
获利能力					
毛利率	39.1%	37.8%	37.6%	39.4%	39.5%
净利率	12.6%	11.5%	11.6%	12.2%	12.6%
ROE	10.9%	14.5%	17.4%	20.7%	22.8%
ROIC	10.5%	13.1%	17.0%	20.4%	22.4%
偿债能力					
资产负债率	13.9%	23.0%	14.6%	15.1%	17.3%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%
流动比率	6.6	3.9	5.0	5.0	4.4
速动比率	5.4	2.8	3.1	3.0	2.6
营运能力					
资产周转率	0.7	1.0	1.3	1.4	1.5
存货周转率	2.9	3.1	3.1	3.3	3.3
应收帐款周转率	21.8	21.9	25.3	32.6	35.7
应付帐款周转率	8.4	6.2	6.8	9.3	9.5
每股资料(元)					
每股收益	1.03	1.49	2.11	3.03	4.14
每股经营现金	0.96	0.94	0.63	2.44	3.29
每股净资产	9.46	10.30	12.09	14.67	18.19
每股股利	0.70	1.12	0.32	0.45	0.62
估值比率					
PE	60.5	41.7	29.6	20.5	15.0
PB	6.6	6.0	5.1	4.2	3.4
EV/EBITDA	28.5	22.1	13.7	9.2	6.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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。

王薇，英国兰卡斯特大学（与 LBS 为英国仅有两所六星级管理商学院）金融学硕士，广州暨南大学金融与会计双学士学位，现为招商证券服饰纺织行业分析师，5 年证券研究经验，4 年服饰纺织行业研究经验。2010 年度中国证券分析师金牛奖纺织服装行业第一名，2008 年度《新财富》服装纺织行业最佳分析师第一名、2009、2010 年度第二名。

主要研究特点：跳脱出传统的纺织服装行业分析，在业内率先创新出针对品牌企业研究的“时尚产业图谱”与“品牌竞争阶段图谱”，并持续开创出品牌研究系列报告。

由产品本质出发，根据“时尚度高低”和“档次高低”构建了服饰行业二维标准划分的模式研究思路。同时依据对细分行业配套管理能力的分析建立了“品牌公司管理能力梯级图”，在此基础上，逐步通过对品牌评价系统细分要素的分拆剖析，搭建对品牌企业研究的完善体系。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。