

发展迅猛而稳健的家纺龙头

罗莱家纺 (002293.SZ)

推荐

分析师: 马 莉 电话: (8610) 6656 8489 邮箱: mali_yj@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130210060022

联系人: 李佳嘉 电话: (8610) 6656 8098 邮箱: lijiajia@chinastock.com.cn

1. 事件

2011 年年报销售收入同比增速 58.8%，净利润同比增速 43.1%（未追溯所得税优惠政策）；2011 年一季报销售收入同比增速 62.3%，净利润同比增速 72.8%。公司公告获得高新技术认定证书，获得三年所得税 15% 的优惠政策；4 月 27 日股东会通过权益分配方案，公司按每十股派发现金红利 14.2 元（含税），共分配现金股利 1.99 亿元，分配比例高达 95%。公司连传捷报，引起市场关注，公司股价从年内 58.7 元的低点，一直反弹到 70 元以上，成为 2011 年前 5 月表现最抢眼的品牌服装类企业之一。

2. 我们的分析与判断

（一）“多品牌、多系列、多品类”，全面覆盖高中低端市场，家纺“百丽”范儿

我们认为，可以用“多品牌布阵、产品系列丰富、品类齐全”，来形容罗莱家纺的整体布局。

在多品牌运作上，公司“自有+代理”品牌 10 多个。发展多品牌的目的是因为罗莱品牌不能覆盖所有消费者，通过多品牌战略渗透更多细分市场，例如罗莱主打欧式典雅风格，与雪瑞丹同属公司高端产品；尚玛可色彩鲜艳、体现时尚潮流；迪斯尼是专业儿童娱乐性品牌；蒂馨大众定位，走超市大卖场渠道；优家（LACASA）主打农村市场；LOVO 网购品牌定位年轻人，主打低价快消品概念。另外，公司还代理众多国际一线大牌，学习其优秀的产品设计能力、供应链管理方法及市场运作模式，与自有品牌有良好的协同效应。

在产品系列建设上，公司也具备领先优势。例如，罗莱主打欧式典雅风格，分为经典、优雅、时尚、温馨系列；优家家纺单套件系列产品分为四大系列六大风格，还有芯类产品，家居饰品三大品类；雪瑞丹套件分为奢华、经典、海滩、幼童系列；LOVO 套件有优雅、时尚、婚庆、奢华、简约系列。公司通过产品系列的建立，更好的满足更加细分的利基市场的消费者偏好。

在品类上，公司有套件系列、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、洗浴类产品、家用香料、毛绒玩具等。消费者进入公司陈列丰富的大店铺时，其品类丰富度可以让消费者进店遍实现家居用品一站式购物。

表 1 公司品牌丰富、全面覆盖细分市场

产品类型	定位	品牌	运作方式	品牌产国	产品定位描述
家纺	高	雪瑞丹 SHERIDAN	代理	澳大利亚	澳大利亚知名高端奢华品牌，高级百货店
		PERI	代理	澳大利亚	
		欧恋娜 YOLANNA	代理	意大利	
		ZUCCHI	代理	意大利	
	中高	罗莱 LUOLAI	自有		欧式浪漫优雅、分为经典、优雅、时尚、温馨系列
		WARNER	代理	美国	床品
	中	尚玛可 SAINT MARC	收购	法国	法国，面向年轻消费者，其追求时尚、个性、简约、休闲的设计理念
		迪斯尼 DISNEY	品牌授权	美国	中 高端市场为目标、面向有着童真梦想消费者的快乐纯真品牌，
	中低	LOVO 电子商务	自有		年轻时尚
	低	蒂馨	自有		超市大卖场渠道
		优家 LACASA	自有		定位大众市场
家居配套		克里斯蒂 CHRISTY	代理	英国	毛巾类产品
		SOREMA	代理	葡萄牙	洗浴类用品
		MILLEFIORI	代理	意大利	家纺用品配套蜡烛和家用香料
		PIKOLIN	代理	西班牙	床垫
		ROSE	代理	日本	被套和被芯

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

（二）渠道数量再度领先，单店销售优势明显。

在渠道扩张数量上，公司门店数量持续位居行业第一。截止至 10 年底，公司净增门店 275 家，各种渠道门店合计 2085 家，梦洁终端门店 1987 家，富安娜终端 1500 多家。罗莱、富安娜、梦洁单店收入分别为 87.2 万元、73.1 万元、43.0 万元。

公司无论在渠道数量，还是渠道单店销售上都是家纺行业龙头中的龙头。

（三）订货会占比提高至 80%，且提价 20%以上

公司对加盟商每年要求销售额增速至少 30%，对加盟商开店也有要求，每年要求增开新店。同时要求在订货会上预订 80%的货品，其余 20%通过补货实现，若补货超过公司指定的额度，将会提高补货折扣率。公司通过提高超额补货折扣率的措施，促进加盟商保证 80%及以上的货品通过预定方式购入，这样可以增加公司的计划性采购和供应链管理。公司允许加盟商有 10%的退货。

订货比例的提高和提价，展现公司较强的议价能力，同时此举可以减少公司供应链反应压力。

(四) 面对 2010 年原材料剧烈波动，存货情况良好，彰显供应链管理能力

2010 年，原材料的价格波动，造成数家品牌服装企业存货销售收入比大幅增加。梦洁、富安娜在 2010 年，存货销售比增加为 39%、43%。

梦洁、富安娜的存货销售比较 2009 年增多较多，除了与原材料上涨有关外，还与这两家 2010 年订货制度改革有关，富安娜 2010 年订货政策改变，从原来的 30%-50%，提高到加盟商订货比例必须达到 70%以上；梦洁去年首次开始订货会。因此，库存中增加了加盟商的订货。

家纺企业存库不同于完全外包生产型企业，库存中，梦洁库存商品占比 74%，富安娜仅占比 43%，罗莱占比 59%。存货中的原材料可以再度安排和计划，不存在太大的减值风险。

但是从下表可以看出，2006-2010，罗莱家纺的存货维持在 25%左右，公司常年维持一定的存货销售比是正常的，公司具备消化相应比例库存的能力。连年稳定的存货销售比，彰显了罗莱较强的供应链管理水平和。

表 2 2006-2010 年公司存货销售比较为稳定

		2006-12-31	2007-12-31	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31
罗莱家纺	002293.SZ	28%	24%	24%	23%	25%
富安娜	002327.SZ	29%	25%	32%	25%	39%
梦洁家纺	002397.SZ	20%	28%	24%	30%	43%

资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

(五) 高新科技下调税率为公司业绩锦上添花

公司收到由江苏省科学技术厅、江苏省财政厅、江苏省国家税务局、江苏省地方税务局联合颁发的《高新技术企业证书》（证书编号 GR201032000452），发证时间为 2010 年 12 月 13 日。有效期为从 2010 年 1 月到 2012 年 12 月，共三年内享受 15% 的税率征收企业所得税的税收优惠政策。公司目前公告的《2010 年年度报告》按所得税税率为 25% 计算的（母公司）净利润为 223,875,843.50 元。现按所得税税率为 15% 计算的净利润 254,454,851.68 元，净利润增加 30,579,008.18 元，同时增加合并报表净利润 30,579,008.18 元。追溯这一调整，2010 年净利润增速从 45% 提高到 59%，EPS 提高到 1.71，净利润率从 11.6% 提高到 12.7%，

这一政策对公司未来二年净利润率起到提升作用，我们预期公司未来净利润率在业内更加有竞争力。

(六) 公司良好的现金流状况，支撑高分红政策

从下表可以看出，罗莱家纺在 2010 年年度现金流情况表现很好，同时，公司 2010 年底货币资金高达 10.5 亿，2011 年第一季度账面货币资金达 11.5 亿元。这表明公司资金周转情况良好，不需要负债经营，公司在持续高增长的情况下还能表现出这样水平的现金流情况，足见管理水平非常优异。

我们认为良好的经营性现金流情况（2010 年底）、充裕的货币资金是公司未来渠道拓展、品牌推广、供应链建设的坚实后盾。

表 3 2010 年公司现金流情况

		2010-3-31	2010-6-30	2010-9-30	2010-12-31
		经营性现金流	经营性现金流	经营性现金流	经营性现金流
美邦服饰	002269.SZ	591,893,621	8,582,888	(591,165,978)	(1,053,538,700)

森马服饰	002563.SZ	226,614,504	(71,086,688)	-----	814,148,966
报喜鸟	002154.SZ	33,966,819	2,173,591	(67,075)	300,317,764
七匹狼	002029.SZ	50,906,262	26,176,936	79,106,844	259,090,315
九牧王	601566.sh	-----	-----	-----	181,558,008
探路者	300005.SZ	(19,078,808)	(14,195,421)	18,884,325	84,075,787
罗莱家纺	002293.SZ	61,533,082	(34,746,418)	679,973	132,187,072
富安娜	002327.SZ	7,892,285	(90,324,024)	(153,018,539)	(62,782,604)
梦洁家纺	002397.SZ	3,619,945	(101,606,959)	(138,217,452)	(87,291,268)
搜于特	002503.SZ	(3,117,037)	2,212,477	(75,952,361)	57,782,226
星期六	002291.sz	(73,951,628)	(160,547,159)	(184,943,716)	(195,532,367)
希努尔	002485	15,703,453	7,060,598	26,270,605	98,367,152
凯撒股份	002425	17,108,281	(8,858,702)	(73,709,867)	(39,971,434)

资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

公司 2010 年度实现归属于母公司普通股股东的净利润 209,705,315.55 元，其中，母公司实现净利润 223,875,843.50 元，公司以 2010 年 12 月 31 日公司总股本 14,036.31 万股为基数，向全体股东按每 10 股派发现金红利 14.20 元（含税），共分配现金股利 199,315,602 元，分红比例达到 95%。

表 4 2007-2010 年，公司累计分红比例为 66%

分红年度	现金分红金额（含税）	合并报告中归属于母公司股东净利润	分红比例
2010	199,315,602	209,705,316	95%
2009	98,254,620	144,473,175	68%
2008	21,052,620	110,067,128	19%
2007	42,105,240	85,143,821	49%
最近四年累计现金分红金额占累计总净利润的比例（%）			66%

资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

（六）风险提示

- 1、家纺公司区域性优势明显，较难进入其他品牌优势区域；
- 2、租金、人工成本、原材料价格大幅上涨；
- 3、公司发展超市和大卖场渠道也处于探索阶段。

3、投资建议

公司“多品牌+多系列+多品类”战略成效显著，销售收入为梦洁和富安娜的总合；在 2010 年和 2011 年一季度报表中销售收入和净利润同比增速仍然领先。同时，公司供应链管理能力优异、现金流充裕，2010 年底，募集资金尚余 7 个多亿，2010 年一季度末账面货币资金达 11.5 亿元，公司未来有充裕的现金支持渠道拓张、品牌建设、市场营销，预计公司在未来几年将继续保持领先势头。

我们预计公司 2011-2013 销售收入为 27.2/36.8/51.2 亿元，同比增速为 49.4%/35.4%/40.7%；归属于母公司股东的净利润为 3.54/4.83/5.76 亿元，同比增速为 68.4%/36.8%/22.3%。2011-2013 年 EPS 分别为 2.52/3.44/4.21 元，对应 PE 分别为 28/20/17。我们认为公司具备长期投资价值，可以买入并持有，分享公司高成长盛宴。

附录：家纺行业特点总结

- 1、地域性强，互相之间较难进入别的主品牌的领地，在自己的领域做得很好。
- 2、品牌忠诚度低
- 3、由于行业没有统一标准，每个品牌的被套和枕头等的长宽不一样，第一次购买被套和枕头会影响以后的购买行为，因此先进入的品牌有一定的先发优势。
- 4、团购相对服装占比较大，家纺用品是公司、政府团购的礼品和福利产品。
- 5、时尚要求相对低，存货可以通过适当打折全部处理，第二年、第三年都可以继续销售。
- 6、原材料对成本影响大，原材料占成本比例 90%左右，人工费 6%，其他 4%。

表 5 罗莱家纺（002293）财务报表预测（百万元、百分比）

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1,067	1,057	906	874	945	营业收入	1,145	1,819	2,717	3,677	5,175
应收票据	2	12	18	24	34	营业成本	697	1,131	1,679	2,268	3,220
应收账款	66	99	149	201	283	营业税金附加	4	4	5	7	10
预付款项	17	25	148	199	283	销售费用	201	342	489	662	932
其他应收款	6	9	13	18	26	管理费用	55	77	114	155	218
存货	260	459	423	572	812	财务费用	-1	-19	-25	-35	-45
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	12	38	51	72
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	79	84	406	681	946	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	24	46	0	0	0	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	189	272	416	569	768
无形资产	12	38	73	136	186	营业外收支净额	7	11	0	0	0
长期待摊费用	5	7	106	173	206	税前利润	197	283	416	569	768
资产总计	1,548	1,877	2,242	2,879	3,721	减：所得税	51	71	62	85	192
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	146	212	354	483	576
应付票据	5	23	35	46	65	归属母公司净利润	144	210	354	483	576
应付账款	95	269	393	531	754	少数股东损益	1.5	2.1	0.0	0.0	0.0
预收款项	34	45	107	145	205	基本每股收益	1.03	1.49	2.52	3.44	4.10
应付职工薪酬	21	27	39	53	75	稀释每股收益	1.03	1.49	2.52	3.44	4.10
应交税费	31	35	35	35	35	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
其他应付款	24	27	27	27	27	成长性					
其他流动负债	6	7	7	7	7	营收增长率	26.9%	58.8%	49.4%	35.3%	40.7%
长期借款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	29.2%	40.9%	61.9%	36.4%	36.0%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	31.3%	45.2%	68.6%	36.7%	19.2%
负债合计	215	431	643	844	1,168	盈利性					
股东权益合计	1,332	1,445	1,600	2,035	2,553	销售毛利率	39.1%	37.8%	38.2%	38.3%	37.8%
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	12.6%	11.5%	13.0%	13.1%	11.1%
净利润	146	212	354	483	576	ROE	17.8%	15.1%	23.2%	26.6%	25.1%
折旧与摊销	0	0	11	78	158	ROIC	57.1%	60.7%	67.4%	53.6%	43.1%
经营活动现金流	134	132	445	464	590	估值倍数					
投资活动现金流	-33	-40	-422	-483	-505	PE	68.6	47.2	28.0	20.5	16.8
融资活动现金流	887	-100	-174	-13	-13	P/S	8.7	5.4	3.6	2.7	1.9
现金净变动	988	-8	-151	-33	72	P/B	7.4	6.9	6.2	4.9	3.9
期初现金余额	79	1067	1057	906	874	股息收益率	0.2%	1.0%	2.0%	0.5%	0.6%
期末现金余额	1066	1059	906	874	945	EV/EBITDA	24.2	17.2	10.7	7.1	4.8

资料来源：中国银河证券研究部（2010 年末追溯所得税调整）

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

马莉，纺织服装行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

纺织行业分析师覆盖股票范围：

雅戈尔(600177.sh)、美邦服饰（002269.sz）、鲁泰 A(000726.sz)、七匹狼(002029.sz)、伟星股份(002003.sz)、报喜鸟(002154.sz)、罗莱家纺（002293.sz）、富安娜（002327.sz）、潮宏基（002345.sz）、探路者（300005.sz）、星期六(002291.sz)、梦洁家纺（002397.sz）、森马服饰(002563.sz)、搜于特（002503.sz）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券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。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908