

纺织服装行业

罗莱家纺 (002293)

公司研究报告

评级: 增持 首次评级

收盘价(元) 77.2元

目标价(元) 84.7元

总股本 1.4亿股

总市值 108.39亿元

相对股价表现



相关研究

-/-

零售百货和服装研究小组

证书编号 S0120111050017

联系人

李远

8621-68761616-8556

liyuan@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

高速成长的家纺龙头

投资要点:

- **处于高速发展期的家纺子行业。**国内家纺行业处于迅速发展阶段,预计未来五年增速可达15%以上。家纺起步相对较晚,市场竞争程度相对缓和,龙头企业的地位相对稳固。龙头企业不仅可以享受行业成长带来的成果,还能在行业集中度不断提升过程中占据更大的市场份额。
- **家纺行业的龙头。**公司是我国销售额、利润总额最大,渠道终端最多的家用纺织品生产销售企业。公司2010年销售收入18.19亿,约为竞争对手富安娜和梦洁家纺收入之和,三年复合增长率26%;净利润2.09亿元,三年复合增长率24%。公司采用加盟为主,直营为辅的渠道模式,以轻资产运作,更迅速的战略各区域市场。
- **多品牌战略保证中长期发展。**公司通过实施多品牌矩阵策略,目前共运作14个品牌,全面覆盖高中低端各细分市场。
- **注重内生增长。**截止2010年底,渠道终端2085个,其中直营占比约为14%。公司不会片面追求店面数量上的提升,而更加看重单店收入的提高。2010年单店收入达到87万元,为行业内最高。
- **秋冬订货会同比增速60%,达到11亿多。其中新品涨价20%,约占1/3。**

风险提示: 1 租金,人工成本,原材料价格大幅上涨 2 副品牌占比上升使得综合毛利率下降 3 房地产调控对乔迁需求的抑制

盈利预测及估值分析。预计公司11/12/13的EPS分别为2.42/3.32/3.93元。考虑到公司所处家纺子行业的高速成长期,以及公司在行业中的龙头地位,给予公司2011年35倍 PE,目标价84.7元,看好公司长期发展,给予增持评级

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,145.31	1818.81	2492.46	3373.94	4424.73
收入增幅(%)	26.88	58.81	37.04	35.37	31.14
净利润	146	211.83	339.19	465.71	551.26
净利增幅(%)	27.79	43.14	61.75	37.30	18.37
毛利率(%)	39.1	37.8	38.50	38.80	39.20
ROE(%)	17.77	15.12	19.78	22.33	21.84
摊薄 EPS(元)	1.27	1.49	2.417	3.318	3.927

正文目录

一 公司概况	3
1 公司基本情况	3
二 家纺：纺织行业中的朝阳产业 行业集中度将提升	4
1 行业处于高速成长期，发展潜力巨大	4
2 行业集中度低，产业集群带来的区域性特征显著	5
3 消费升级和城镇化助推家纺行业黄金发展期	7
三 公司经营分析	8
1 公司经营状况	8
2 公司竞争优势	11
四 财务分析	14
五 盈利预测	16
1 核心假设	16
2 合理估值	17
七 风险提示	17

图表目录

图 1 公司控股股东和实际控制人	4
图 2 2004 年至 2008 年我国家纺行业产值增长情况	5
图 3 我国与发达国家家纺消费比例图	5
图 4 我国 GDP 和人均 GDP 情况	8
图 5 城镇居民人均消费支出	8
图 6 农村居民人均现金支出	8
图 7 全国人口结构	8
图 8 2006-2010 年公司销售收入，净利润及增速	9
图 9 公司毛利率及净利率变动	9
图 10 2006-2010 年公司期间费用率情况	9
图 11 公司 2010 年分产品毛利率	9
图 12 公司 2010 年分产品销售收入占比	10
图 13 公司 2010 年中报分品牌毛利率	10
图 14 公司 2010 年各品牌销售收入占比	10
图 15 公司 2010 年按地区分销售收入占比	10
图 16 2010 年行业应收账款周转率	15
图 17 2010 年行业存货周转率	15
图 18 2010 年行业盈利能力比较	15

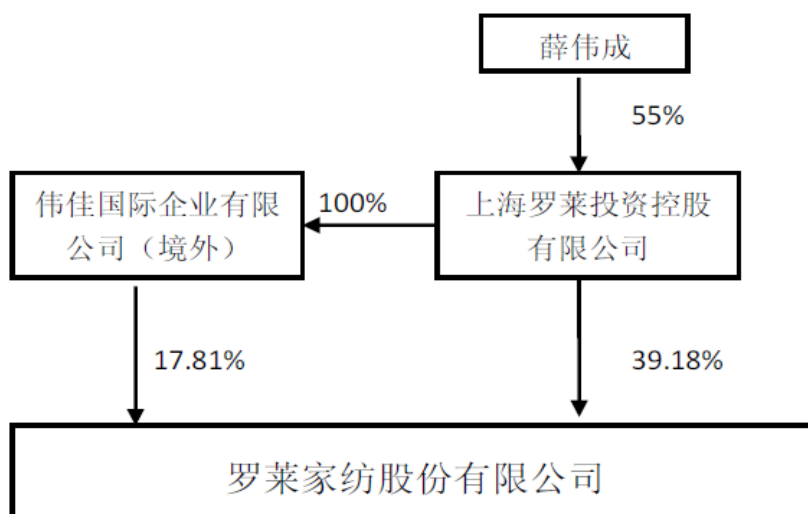
图 19 2010 年行业收入和利润情况	15
图 20 行业市值情况（截止 2011 年 5 月 27 日）	15
图 21 2010 年行业短期偿债能力情况	15
表 1 国内家纺行业竞争格局	6
表 2 公司品牌介绍	11
表 3 家纺行业分区域排名	13
表 4 收入预测表	17

一 公司概况

1 公司基本情况

公司是国内渠道规模最大、品牌知名度最高、综合实力最强的家纺企业之一，国内最早涉足家用纺织品行业，并形成自己独特风格的家纺企业。拥有具有重要市场影响力的“罗莱”品牌，产品涵盖豪华套件、欧式套件、儿童套件、盖毯、家居服饰、靠垫、毛浴巾、床垫、被子、枕芯和夏令床品等 11 大类 2,000 多个品种。并代理(授权)经营“SHERIDAN 雪瑞丹”、“SAINT MARC 尚玛可”、“DISNEY 迪士尼”等品牌。“罗莱”品牌先后荣获“中国 500 最具价值品牌”、“中国著名畅销品牌”、“中国家纺协会床上用品知名品牌”、“中国名牌”称号。

图 1 公司控股股东和实际控制人



资料来源：公司年报、德邦证券研究所

二 家纺：纺织行业中的朝阳产业 行业集中度将提升

我们对于罗莱家纺的看好首先基于对家纺子行业的看好。国内家纺行业处于迅速发展阶段，预计未来五年增速可达 15% 以上。家纺起步相对较晚，市场竞争程度相对缓和，龙头企业的地位相对稳固。而且与服装相比，家纺产品，尤其是高端家纺产品的功能性较强，后来者的品牌建设很难一蹴而就。龙头企业不仅可以享受行业成长带来的成果，还能在行业集中度不断提升过程中占据更大的市场份额。

1 行业处于高速成长期，发展潜力巨大

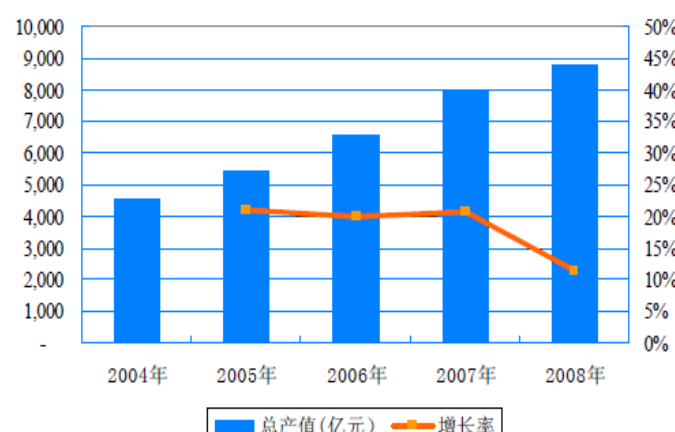
在发达国家，家用纺织品消费增长快于服装消费增长，已经与服装、产业用纺织品“三分天下”。在美国，家用纺织品比例高达 39%，超过服装成为纺织品第一大消费领域，英、法等国的家纺产品消费量也都稳定在 35%—38% 之间。

我国家纺在纺织业中起步较晚，90 年代中期开始起步。然而 2000 年以来，家纺行业取得了突飞猛进的

进展。我国家用纺织品的发展空间不仅在整个纺织行业中占据优势地位，近年来的增长速度也优于其他纺织子行业，近五年其全社会产值年复合增长率约为 18.25%。2008 年家用纺织品行业全社会口径产值达到 8,800 亿元，比 2007 年增长 11.40%，比 2004 年的 4,500 亿元增长 95.55%。

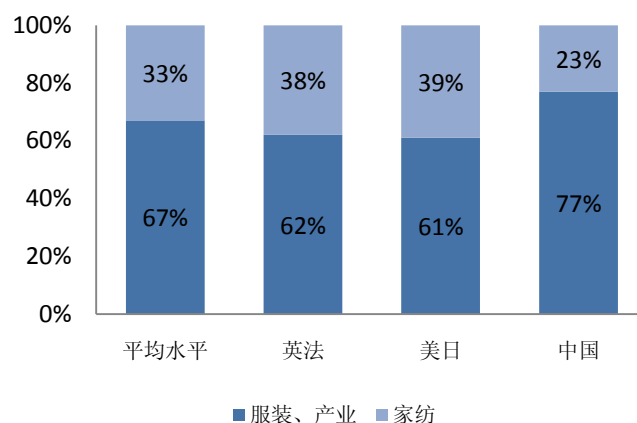
但我国的家用纺织品行业仍处于发展的初期阶段。根据中国家纺行业协会的调查，按发达国家的消费习惯，服装、家用纺织品、产业用纺织品三类消费（按照纤维消费量计）应各占市场消费总量的1/3。但我国目前服装类纺织品消费约占总量的65%，家用纺织品消费仅约占23%，且家用纺织品的人均消费占消费性支出还不到1%。从国内外家纺用品消费的现实差距以及未来发展趋势来看，我国家纺行业有着巨大的发展空间。

图 2 2004 年至 2008 年我国家纺行业产值增长情况



资料来源：富安娜招股书、德邦证券研究所

图 3 我国与发达国家家纺消费比例图



资料来源：德邦证券研究所

2 行业集中度低，产业集群带来的区域性特征显著

目前国内床上用品市场呈现的基本竞争格局为：一是由于行业集中度低，从全行业来看国内市场缺乏绝对的行业领导者。二是行业产品结构不合理，低档产品产能过剩，且同质化现象严重，中高档产品供不应求，市场发展潜力极大；三是中高档产品市场格局相对稳定，企业数量较少；四是品牌、质量、营销和

服务等非价格竞争手段在中高档产品竞争中的作用愈发显现。

国内家纺行业的竞争主要集中在中低端产品的竞争。由于家用纺织品市场前景广阔，消费潜力巨大，致使许多传统纺织企业和民营资本逐步转型从事家用纺织品生产，造成了目前家纺行业中小型企业数量众多的现象。小企业过多直接导致行业竞争的无序，并且大量企业因为技术水平较低、缺乏自主创新能力，产品主要集中于低档次、低附加值家纺产品，市场竞争主要依靠价格竞争。

国内中高端家纺产品市场竞争相对宽松。从家纺产品的结构上看，中低档产品生产过剩，需求日益萎缩；而技术含量高、高附加值的中高档产品比重偏低，不能满足城市消费者在家纺文化和保健意识方面的需求。尤其是在中国最富裕的珠江三角洲、长江三角洲等地，中上等收入群体已开始占市场主导地位，而目前能够生产高技术含量、高附加值家用纺织品的大型家用纺织品企业明显偏少，因此这些品牌家纺企业在行业中则具备较强的整体竞争力。

成熟消费市场对品牌的认知程度日益加深、大型零售商对销售终端的控制日益深入、消费者需求的日益多样化以及降低成本的需要，导致当前国际家用纺织品行业的竞争日益表现为以品牌运营替代传统的产品运营，以品牌提升和网络建设为主的竞争替代传统的价格竞争。

家纺行业刚刚进入高速成长期，全国性的垄断企业还没有形成，行业三巨头罗莱家纺、梦洁家纺和富安娜的合计的市场份额都未超5%

表 1 国内家纺行业竞争格局

类别	主要品牌	市场份额
高档市场	罗莱、富安娜、梦洁、梦兰，美国 ESPRIT，法国梦特娇，澳大利亚雪瑞丹等	16%
中档市场	多喜爱，恐龙，水星，凯盛，	25%
低档市场	其他	40%

资料来源：德邦证券研究所

在中国纺织工业协会评定的 12 个家纺产业集群中，现有规模以上家纺企业3,800 家，且每年仍在不断增长。山东、浙江、江苏、广东四省是中国家纺用品的主要产区，山东主要以巾被产品生产为主，而浙江、

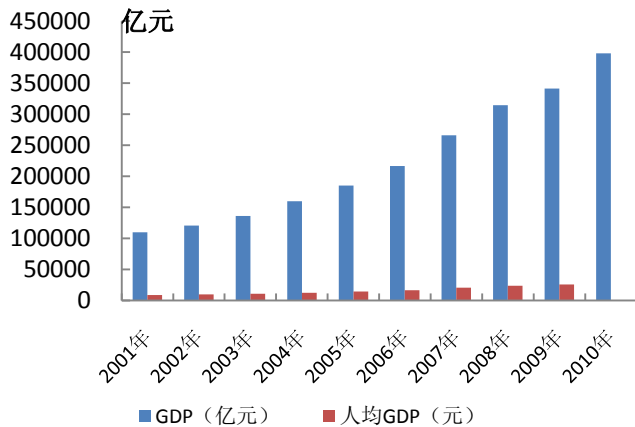
江苏、广东等地主要以床上用品以及装饰布生产为主。由于产业集群的存在，使得行业竞争呈现地域性特点，进而使得企业、品牌运营区域特征明显。其中，罗莱家纺优势主要集中在华东，富安娜集中在华南，梦洁主要集中在中部。

3 消费升级和城镇化助推家纺行业黄金发展期

2009 年我国人均 GDP 已经达到 3633 美元，根据国际发展经验，人均 GDP 超过 3000 美元后，人均 GDP 和服饰、家纺等消费将进入 10 年高速成长期。2010 年我国城镇化率达 47.5%，根据发达国家经验，我国正处在高速城镇化阶段。目前我国城乡之间的消费差距明显，部分经济发达地区如沿海城市已进入较高的消费层次，特别是以人均 GDP 超过 3,000 美元为标志的中高收入群体正在形成和扩大，这部分人群具有很高的消费倾向，是消费的新生主力军。城乡居民的购买力水平提高，消费结构升级，为家纺行业带来了巨大的发展空间。

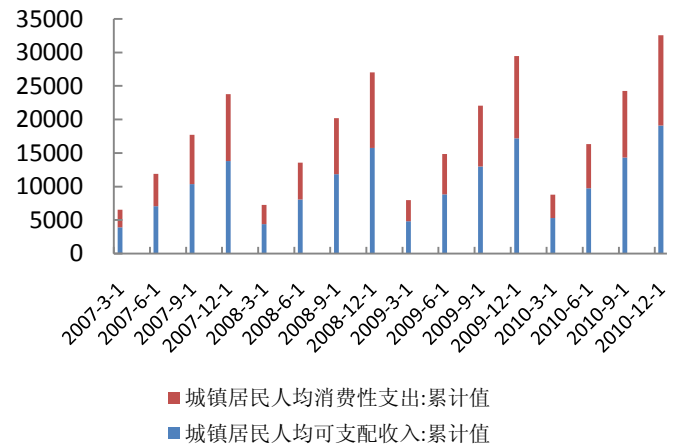
现今国内家纺的需求主要来源于三大类：一是更新需求。这是占比最大的需求来源，约占 64%。中国人的传统更新周期为两年，随着居民可支配收入的增长，以及消费观念的转变和消费升级，这一需求的前景广阔；二是乔迁需求，以迁入新居或装修后进行家用纺织品消费为特征的消费需求增长，明显表现为刚性需求的增长。居民装修房屋花在家用纺织品的购置费用，约占整个工程的 25%。随着 85-90 年生育的人群逐步进入适合年龄，未来几年结婚高峰期将要到来，对于家纺需求的拉动效应较为明显。而且城镇化的不断推进，保障房的推出，住房条件改善也为乔迁需求带来广阔空间；第三，旅游交通业的兴盛、宾馆饭店持续扩建也带来了家纺的需求。

图 4 我国 GDP 和人均 GDP 情况



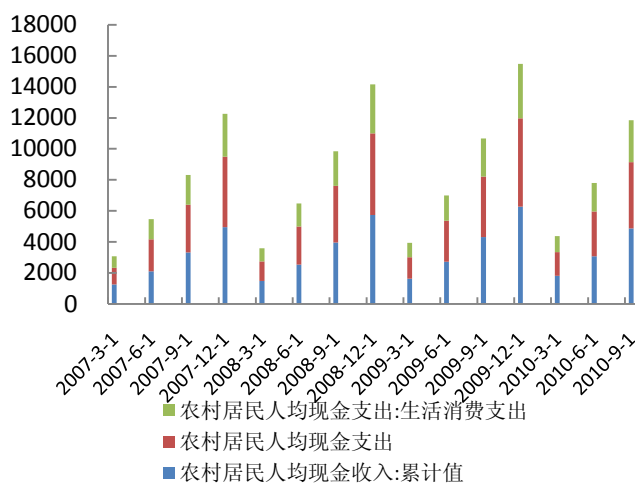
资料来源：WIND、德邦证券研究所

图 5 城镇居民人均消费支出



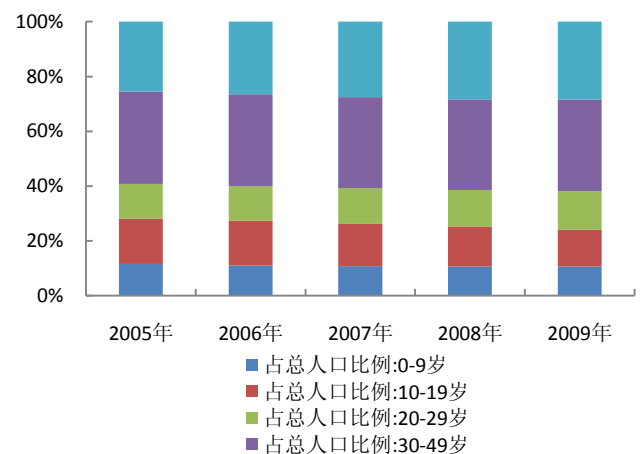
资料来源：WIND 德邦证券研究所

图 6 农村居民人均现金支出



资料来源：WIND、德邦证券研究所

图 7 全国人口结构



资料来源：WIND 德邦证券研究所

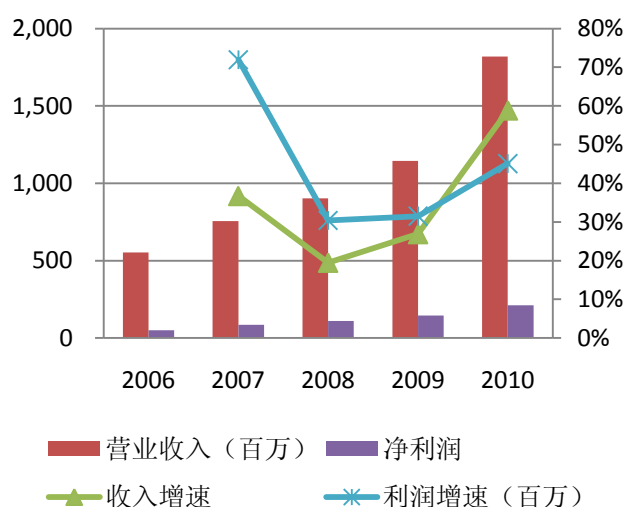
三 公司经营分析

1 公司经营状况

公司 2010 年实现营业收入 18.19 亿元，同比增长 58.81%；归属于上市公司股东净利润 2.09 亿元，同比增长 43.14%，每股收益 1.49 元（按照 15% 的税收优惠调整后 2010 年净利润增速从 45% 提高到 59%，

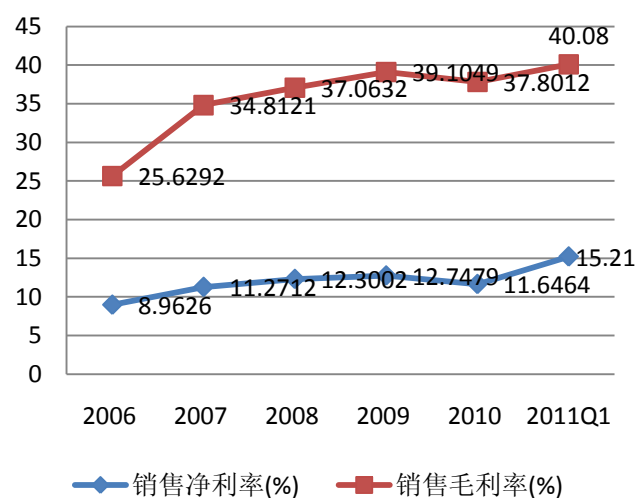
EPS 提高到 1.71 元,净利润率从 11.6%提高到 12.7%)。罗莱家纺 2011 年一季度收入增长 62.3%至 5.83 亿,净利润同比增长 72%至 0.89 亿,每股收益 0.63 元,高于市场预期约 10%。主要由于收入超预期及政府补贴增加。此次季报仍按 25%的税率计算,若按 15%的优惠税率追溯调整,则一季度每股收益高达 0.72 元。

图 8 2006-2010 公司销售收入, 净利润及增速



资料来源: WIND、德邦证券研究所

图 9 公司毛利率及净利率变动



资料来源: WIND、德邦证券研究所

图 10 2006-2010 年公司期间费用率情况

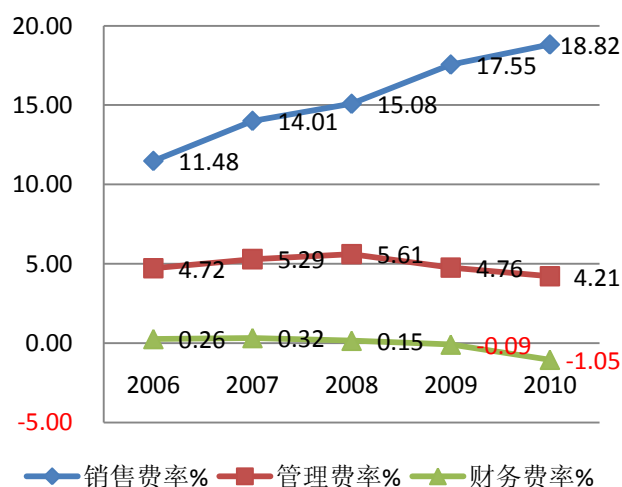
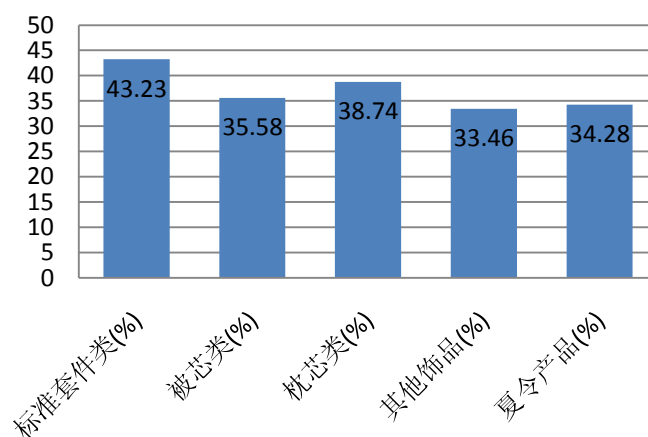
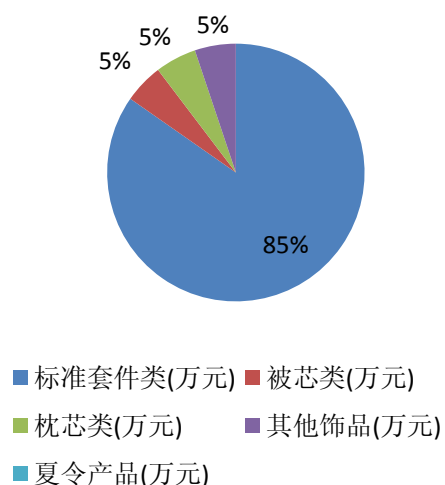


图 11 公司 2010 年分产品毛利率



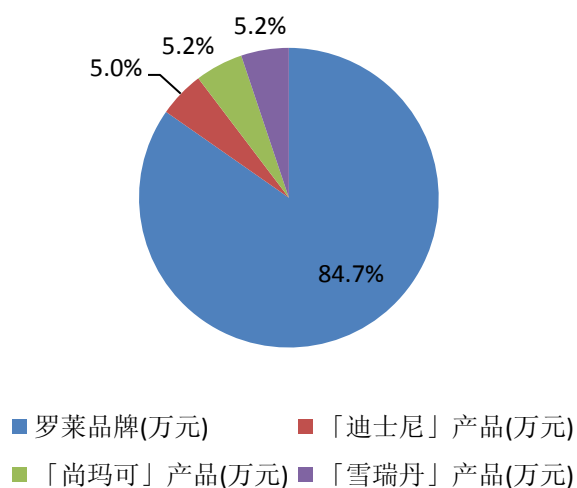
资料来源：WIND、德邦证券研究所

图 12 公司 2010 年分产品销售收入占比



资料来源：WIND、德邦证券研究所

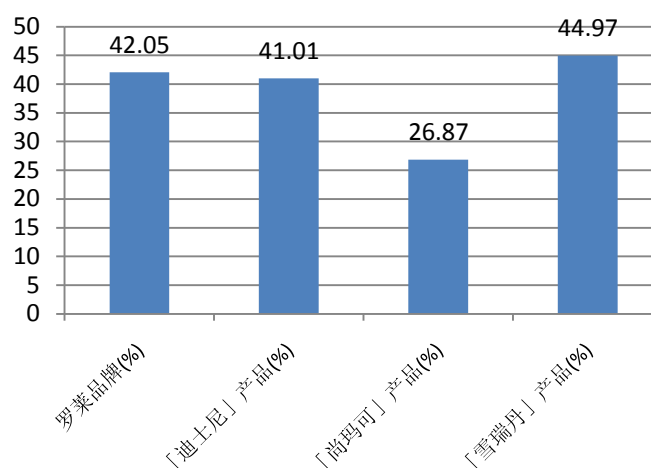
图 14 公司 2010 年各品牌销售收入占比



资料来源：WIND、德邦证券研究所

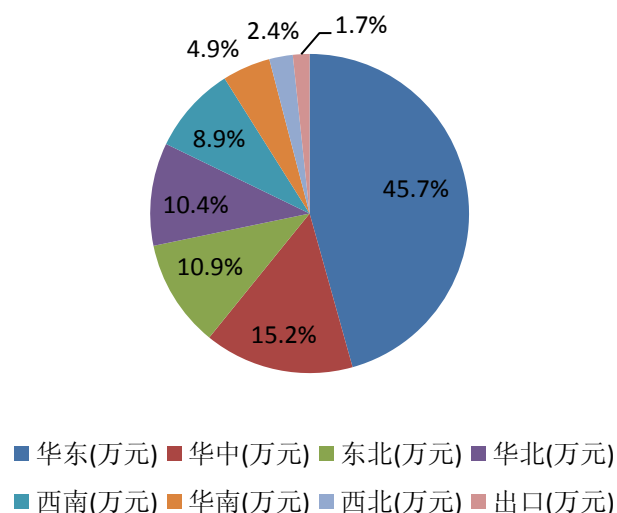
资料来源：WIND、德邦证券研究所

图 13 公司 2010 年中报分品牌毛利率



资料来源：WIND、德邦证券研究所

图 15 公司 2010 年按地区分销售收入占比



资料来源：WIND、德邦证券研究所

公司产品主要包括标准套件类、被芯类、枕芯类、夏令用品类、其他饰品类，其中，主营收入中毛利

率较高的标准套件类和被芯类占比最高，达到 80%，并呈现逐年提高趋势。

公司销售以罗莱品牌为主，2010 年占比 85%，近几年随着其他附属品牌的成长，罗莱品牌占比一直呈下降趋势。预计未来其他的品牌的成长行将超越罗莱品牌，多点开花，确保公司业绩获得持续增长。

华东区域为公司的传统优势区域，2010 年占销售收入的 45.7%，公司的强势区域华东地区尽管基数较高，但依然获得了 72.44% 的增长，东北，华北地区也是未来的高速增长点。值得一提的是，公司在梦洁家纺的强势区域华中地区的增长达到了 53.98%，成为公司第二大收入来源地区。

2 公司竞争优势

1 多品牌战略保证中长期发展

品牌是家纺企业制胜市场的最关键要素之一。公司通过实施多品牌矩阵策略确立和保持了公司在国内家纺行业的领先地位。品牌定位的差异性与个性化，是品牌成功经营的有效手段。目前，公司目前主要运作的品牌有 14 个，除了经营原创品牌“罗莱”外，还代理（授权）了“SHERIDAN 雪瑞丹”、“SAINT MARC 尚·玛可”和“DISNEY 迪士尼等国际知名品牌。”多品牌、多系列、多品类“，全面覆盖高中低端各细分市场。其中罗莱主打欧式典雅风格，定位中高端；雪瑞丹属公司高端产品；尚玛可色彩鲜艳、体现时尚潮流；迪士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；蒂馨和优家未来可能享受渠道下沉带来的高速成长；LOVO 网购品牌定位年轻人，主打低价快消品概念。

表 2 公司品牌介绍

品牌	归类	定位
罗莱	自有品牌	欧式风格，定位中高端
罗莱儿童	自有品牌	
优家	自有品牌	农村市场
蒂馨	自有品牌	定位大众，超市大卖场渠道
LOVO	网购品牌	定位年轻人，低价快消品

雪瑞丹	代理品牌	澳大利亚高端品牌
尚马可		法国，青春，时尚潮流
迪士尼		儿童品牌
Yolanna		超高端
Christy		高端
Zucchi		
Gracdoza		
Millefiori		
Sliip		

资料来源：公司公告 德邦证券研究所

2 得渠道者得天下

衡量家纺企业渠道体系的建设优劣主要体现为渠道的快速扩张以及渠道的管理和单店效益提升。

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 2010 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 1990 家，富安娜终端约 1580 家。

在单店效益上，罗莱、富安娜、梦洁单店收入分别为 87.2 万元、68 万元、43.0 万元。

在这三家家纺公司中，罗莱家纺渠道布局最早，销售收入远远超过另外两家。罗莱，富安娜，梦洁分别是华东、华南、华中地区的区域龙头，由区域龙头转向全国，是这三家公司需要共同面对的问题。对于东北和西部等盲点的拓展，既要面对当地企业司的竞争，又要面对其他两家的竞争压力，渠道的掌控力至关重要。从渠道扩张角度而言，罗莱家纺与梦洁家纺均坚持“加盟为主、直营为辅”，而富安娜则坚持直营与加盟并重的策略。我们认为，家纺企业在不同的发展阶段（大体可分为品牌创立、品牌成长和品牌提升三个阶段），必须根据自身综合实力、战略目标和市场环境要求，选择最佳的发展模式。在目前的行业成长早期，以跑马圈地为目的，加盟模式无疑是最为有效的方式。利用加盟商的实力，以较小的资金和资源实现迅速的渠道扩张和网络覆盖。罗莱家纺在发展前期更多的采取特许加盟的营销模式，从而在较短时间内搭建了全国性的销售网络，快速占领了市场。经过多年的发展，公司品牌已有了较高知名度、美誉度和顾客忠诚度，并具备了相当的业务规模，过于依赖特许加盟模式已不能满足公司进一步发展的需要。扩大直营销售网络，在全国主要城市增设直营店，可以充分发挥特许加盟与直营专卖的综合优势，提高公司营销网络的

稳定性，提升公司品牌形象，最终提高公司的盈利水平。值得一提的是，即使在竞争对手梦洁和富安娜的传统优势地区，罗莱家纺也能取得相对有利的竞争地位。

表 3 家纺行业分区域排名

	第一名	第二名	第三名
华东	罗莱	富安娜	梦洁
华北	罗莱	梦洁	富安娜
东北	罗莱	梦洁	富安娜
西南	罗莱	富安娜	梦洁
华中	梦洁	罗莱	富安娜
华南	富安娜	罗莱	梦洁
西北	富安娜	罗莱	梦洁

资料来源：德邦证券研究所

公司的加盟以一级的扁平渠道为主，总共有 1000 家加盟商左右，公司对加盟商的管控能力很强，发展二级加盟商需要经过公司同意，全部加盟员工都要经过罗莱商学院的培训并通过考试。

4 秋冬订货会

每年的订货会是家纺企业业绩的风向标。2011 年秋冬订货会情况非常好，超过了公司的预期，比去年同期订货会增长 60%以上，金额 11 亿多元，为全年的高增长提供了有力保证。其中新品提价 20%以上，约占产品总额的 1/3，老品略有提价。预计今年两季订货会大约锁定全年收入的 60%-70%。

5 高新科技企业，享受税率优惠

公司收到了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》，发证时间为 2010 年 12 月 13 日。有效期为三年。公司在企业所得税优惠期的 2010 年 1 月 1 日至 2012 年 12 月 31 日，享受 15%的税率征收企业所得税的税收优惠政策。公司《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%计算的净利润为 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 元，净利润率从 11.6%提高到 12.7%。此政策将会提升公司未来两年净利率，公司未来两年的净利率将在业内更具竞争力。

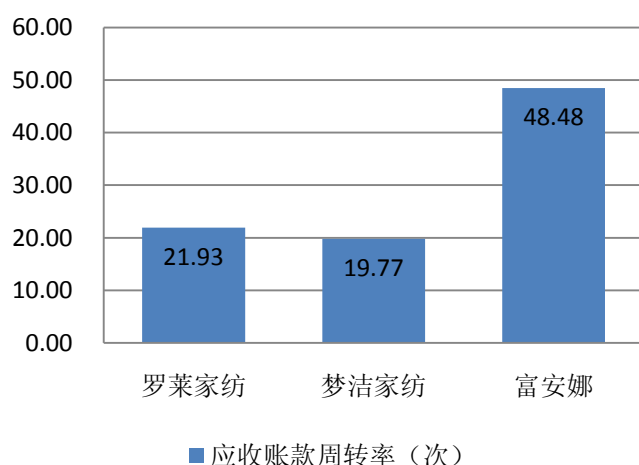
总的来看，公司“多品牌+多系列+多品类”战略成效显著，销售收入为梦洁和富安娜的总合，在 2010 年和 2011 年一季度报表中销售收入和净利润同比增速仍然领先。公司的渠道不仅在外延扩张数量领先，公司开始更加重视精细化运作，以提高店效为重要目标，开店秉承“条件成熟一家就开一家”的原则，要求加盟商开店以追求销售收入和利润增长为目标。此外，由于家纺企业原材料占比约占 90%，原材料的波动对企业的利润影响很大。公司具有杰出的供应链管理能力和对原材料的采购以满足生产为主，大约备有两个月的库存量。公司在过去五年库销比一直稳定维持在 25%左右，即使在原材料价格剧烈波动的 2010 年也不例外。公司经营现金流状况良好，盈利质量可见一斑，充足的现金流将足以支撑公司未来的持续扩张和发展。值得一提的是，2010 年，罗莱家纺年报中披露以 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），体现出公司愿意与股东分享利益。公司募投产能一期将于今年下半年达产，二期将于 2012 年底达产，产能全部释放将更好的补充产能偏紧的问题。

四 财务分析

2010 年罗莱家纺收入规模达到 18.2 亿，已为富安娜的 1.7 倍、梦洁的 2.1 倍，在行业中明显领先。公司市值已达百亿，约是富安娜的两倍，梦洁的 2.6 倍。加盟与直营模式特点的不同，导致企业盈利能力及资产运作效率的差异。在行业高速成长期，加盟模式提升市场占有率的功效显而易见，对于公司盈利能力及资产效率的提升也具有较大的比较优势。罗莱家纺的收入占比约为 15%，梦洁的直营占比约为 28%，富安娜直营渠道占比约为 34%。

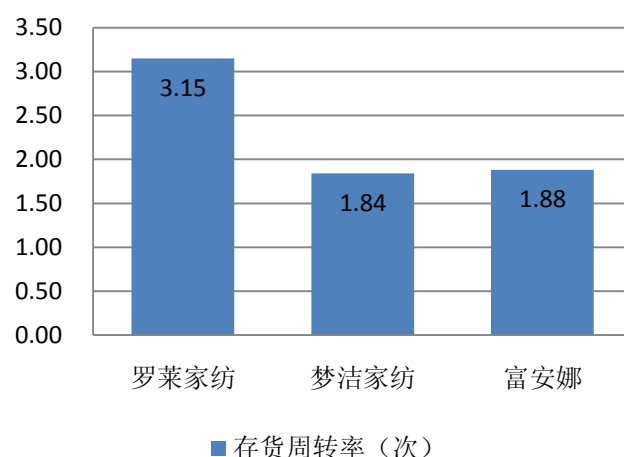
加盟模式带来的首先是公司高的盈利能力。可以看到虽然公司的毛利率最低，但公司 ROE 高于其他两家公司。高 ROE 既依赖于销售净利率，又取决于资产结构。公司以加盟为主，必然使得资产减轻，进而带动资产周转率的提高。无论从存货周转率、资产周转率来看，罗莱的加盟模式带来资产周转率的提升效应是明显的。虽然公司 2010 年的净利率低于富安娜，这主要是由于公司 2010 年提价较晚，年底才完成提价，2011 年公司一季度提价后公司净利率达到 15.21%。

图 16 2010 年行业应收账款周转率



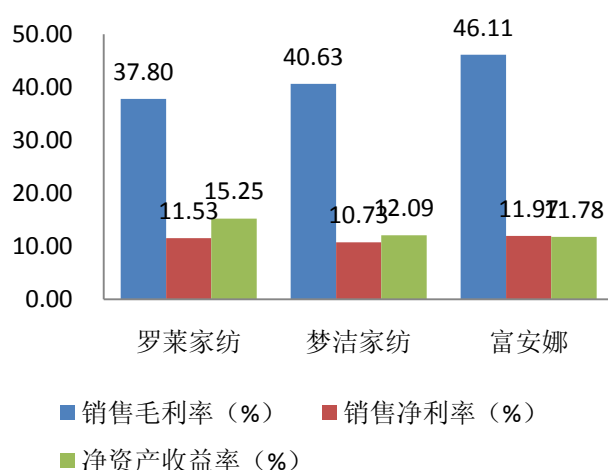
资料来源：WIND、德邦证券研究所

图 17 2010 年行业存货周转率



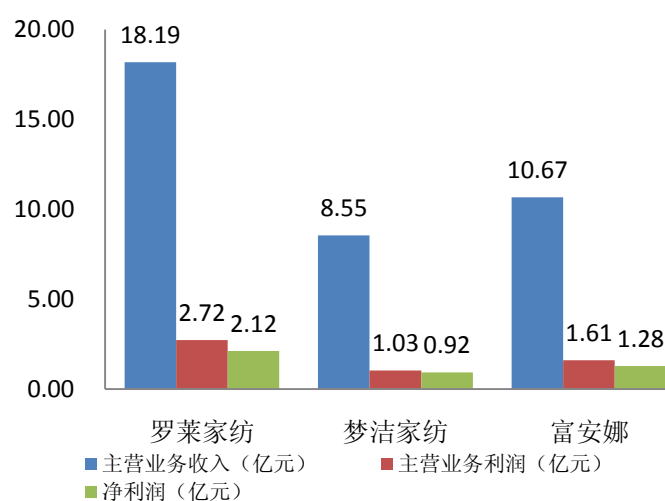
资料来源：WIND、德邦证券研究所

图 18 2010 年行业盈利能力比较



资料来源：WIND、德邦证券研究所

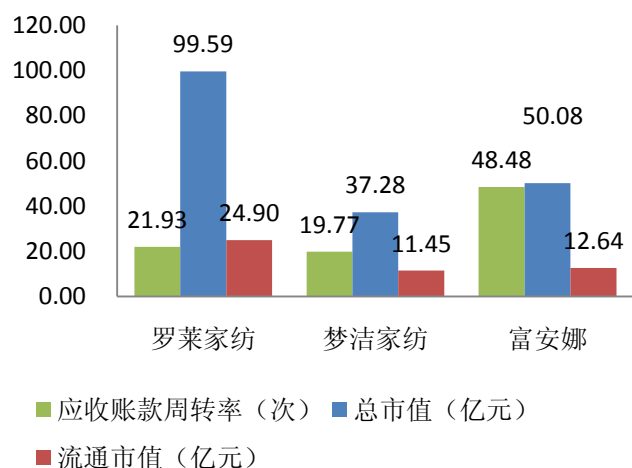
图 19 2010 年行业收入和利润情况



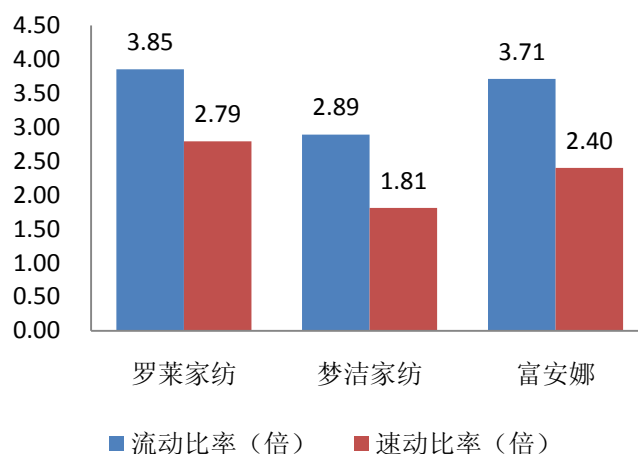
资料来源：WIND、德邦证券研究所

图 20 行业市值情况 (截止 2011 年 5 月 27 日)

图 21 2010 年行业短期偿债能力情况



资料来源：WIND、德邦证券研究所



资料来源：WIND，德邦证券研究所

五 盈利预测

1 核心假设

一 收入。公司 11/12/13 年收入同比增幅为 38.06%/36.28%/32.1%，我们认为收入增加主要来源于外延扩张和内生增长两个方面，其中

1 直营店：假设 11/12/13 年直营店净增数量为 17，20，20 家。直营店店效增速分别为 24%，22%，18%

2 加盟店：假设加盟店 11/12/13 年加盟店净增数量为 270,280,280 家，加盟店店效增速为 20%，20%，18%

二 毛利率。考虑到 2011 年原材料及人工成本的上涨，我们相信公司能够通过提价来转移成本上涨。假设 11/12/13 年毛利率分别为 38.5%/38.8%/39.2%。

三 期间费用率。假设 11/12/13 年管理费用率分别是 4.2%/4.18%/4.16%；

销售费用率分别为 18.9%/18.88%/18.86%

四 所得税 假设公司 11/12/13 年所得税税率分别为 12.5%/12.5%/25%。

2 合理估值

预计公司 11/12/13 的 EPS 分别为 2.42/3.32/3.93 元。考虑到公司所处家纺子行业的高速成长期，以及公司在行业中的龙头地位，给予公司 2011 年 35 倍 PE，目标价 84.7 元，看好公司长期发展，给予增持评级。

七 风险提示

- 1 租金，人工成本，原材料价格大幅上涨
- 2 副品牌占比上升使得综合毛利率下降
- 3 房地产调控对更新需求的抑制

表 4 收入预测表

单位：万元	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
加盟店						
数量	1398	1534	1794	2064	2344	2624
数量增加	149	136	260	270	280	280
数量增幅	11.93%	9.73%	16.95%	15.05%	13.57%	11.95%
单店收入	54	60	86.17572	103.4109	124.093	146.4298
增速		11.1%	43.6%	20.0%	20.0%	18.0%
销售收入	75515.78	91,324.22	154599.2	213440	290874.1	384231.8
收入增幅	19.57%	20.93%	69.29%	38.06%	36.28%	32.10%
直营店						
数量	216	276	291	308	328	348
数量增加	10	60	15	17	20	20
数量增幅	4.85%	27.78%	5.43%	5.84%	6.49%	6.10%
单店收入	57	66	93.75333	116.2541	141.83	167.3594
增速		16.1%	41.7%	24.0%	22.0%	18.0%
销售收入	12287.39	18,261.47	27282.22	35806.27	46520.25	58241.09
收入增幅	33.09%	48.62%	49.40%	31.24%	29.92%	25.20%
门店总数	1614	1810	2085	2372	2672	2972
总收入	87803.17	109585.69	181881.5	249246.3	337394.3	442472.8
收入增速		24.81%	65.97%	37.04%	35.37%	31.14%

财务和估值数据摘要

单位: 百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	902.68	1145.31	1818.81	2492.46	3373.94	4424.73
增长率(%)	N/A	26.88%	58.81%	37.04%	35.37%	31.14%
归属母公司股东净利润	110.02	144.47	209.71	339.19	465.71	551.26
增长率(%)	N/A	31.32%	45.15%	61.75%	37.30%	18.37%
每股收益(EPS)	0.784	1.029	1.494	2.417	3.318	3.927
每股股利(DPS)	0.000	0.150	0.700	0.495	0.679	0.804
每股经营现金流	0.775	0.960	0.947	0.889	3.001	1.978
销售毛利率	37.06%	39.10%	37.80%	38.50%	38.80%	39.20%
销售净利率	12.29%	12.75%	11.65%	13.75%	13.94%	12.58%
净资产收益率(ROE)	36.91%	10.88%	14.51%	19.78%	22.33%	21.84%
投入资本回报率(ROIC)	#DIV/0!	55.17%	58.82%	75.43%	71.05%	80.82%
市盈率(P/E)	97.32	74.11	51.06	31.57	22.99	19.42
市净率(P/B)	35.92	8.06	7.41	6.24	5.13	4.24
股息率(分红/股价)	0.000	0.002	0.009	0.006	0.009	0.011

报表预测

利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	902.68	1145.31	1818.81	2492.46	3373.94	4424.73
减: 营业成本	568.12	697.44	1131.28	1532.86	2064.85	2690.23
营业税金及附加	2.26	4.18	3.63	4.97	6.73	8.83
营业费用	136.13	201.05	342.28	471.08	637.00	834.50
管理费用	50.60	54.53	76.62	104.68	141.03	184.07
财务费用	1.37	-1.02	-19.01	-24.22	-29.11	-35.35
资产减值损失	6.62	-0.35	11.60	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	-0.07	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	137.51	189.49	272.41	403.09	553.43	742.44
加: 其他非经营损益	-0.39	7.44	10.79	0.00	0.00	0.00
利润总额	137.12	196.93	283.19	403.09	553.43	742.44
减: 所得税	26.13	50.93	71.37	60.46	83.02	185.61
净利润	110.99	146.00	211.83	342.62	470.42	556.83
减: 少数股东损益	0.96	1.53	2.12	3.43	4.71	5.57
归属母公司股东净利润	110.02	144.47	209.71	339.19	465.71	551.26
资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	57.96	1022.45	1036.61	1116.19	1471.12	1671.29
应收和预付款项	65.06	91.83	145.50	182.42	261.03	319.76
存货	212.90	260.45	458.55	547.66	807.76	958.17
其他流动资产	0.00	0.42	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

固定资产和在建工程	83.02	103.01	130.46	113.60	96.74	79.88
无形资产和开发支出	12.79	12.46	37.87	33.86	29.84	25.82
其他非流动资产	0.00	4.72	6.66	3.33	0.00	0.00
资产总计	431.74	1495.35	1815.65	1997.05	2666.49	3054.92
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	128.06	157.21	363.68	271.92	566.29	510.76
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	2.34	5.89	6.63	6.63	6.63	6.63
负债合计	130.40	163.10	370.31	278.55	572.91	517.39
股本	105.26	140.36	140.36	140.36	140.36	140.36
资本公积	36.18	909.09	907.03	907.03	907.03	907.03
留存收益	156.62	278.31	397.94	667.68	1038.04	1476.43
归属母公司股东权益	298.05	1327.76	1445.34	1715.08	2085.44	2523.82
少数股东权益	3.28	4.48	0.00	3.43	8.14	13.71
股东权益合计	301.34	1332.25	1445.34	1718.51	2093.57	2537.54
负债和股东权益合计	431.74	1495.35	1815.65	1997.05	2666.49	3054.92
现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	108.83	134.75	132.90	124.82	421.18	277.69
投资性现金净流量	-27.74	-33.47	-40.40	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-48.76	887.18	-99.97	-45.23	-66.25	-77.52
现金流量净额	32.18	988.46	-7.82	79.58	354.93	200.17

财务分析和估值指标汇总

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
收益率						
毛利率	37.06%	39.10%	37.80%	38.50%	38.80%	39.20%
三费/销售收入	20.84%	22.23%	21.99%	22.13%	22.20%	22.22%
EBIT/销售收入	15.29%	17.06%	14.49%	15.20%	15.54%	15.98%
EBITDA/销售收入	16.02%	17.38%	15.15%	16.17%	16.26%	16.45%
销售净利率	12.29%	12.75%	11.65%	13.75%	13.94%	12.58%
资产获利率						
ROE	36.91%	10.88%	14.51%	19.78%	22.33%	21.84%
ROA	31.96%	13.06%	14.51%	18.97%	19.66%	23.15%
ROIC	#DIV/0!	55.17%	58.82%	75.43%	71.05%	80.82%
增长率						
销售收入增长率	0.00%	26.88%	58.81%	37.04%	35.37%	31.14%
EBIT 增长率	0.00%	41.59%	34.86%	43.80%	38.39%	34.86%
EBITDA 增长率	0.00%	37.66%	38.38%	46.30%	36.09%	32.71%
净利润增长率	0.00%	31.55%	45.08%	61.75%	37.30%	18.37%
总资产增长率	0.00%	246.35%	21.42%	9.99%	33.52%	14.57%
股东权益增长率	0.00%	345.48%	8.86%	18.66%	21.59%	21.02%
经营营运资本增长率	0.00%	28.39%	25.30%	89.13%	11.16%	51.96%
资本结构						
资产负债率	30.20%	10.91%	20.40%	13.95%	21.49%	16.94%

投资资本/总资产	58.46%	21.48%	23.51%	31.41%	24.61%	29.80%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.58	8.43	4.43	6.63	4.43	5.70
速动比率	0.94	6.83	3.19	4.66	3.02	3.85
股利支付率	0.00%	14.57%	46.85%	20.48%	20.48%	20.48%
收益留存率	100.00%	85.43%	53.15%	79.52%	79.52%	79.52%
资产管理效率						
总资产周转率	2.09	0.77	1.00	1.25	1.27	1.45
固定资产周转率	10.98	14.51	21.59	21.94	34.88	55.39
应收账款周转率	22.95	16.68	16.33	19.27	17.17	19.17
存货周转率	2.67	2.68	2.47	2.80	2.56	2.81
业绩和估值指标	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
EBIT	137.98	195.36	263.47	378.87	524.33	707.09
EBITDA	144.63	199.10	275.52	403.07	548.53	727.97
NOPLAT	112.23	139.24	188.94	322.04	445.68	530.32
净利润	110.02	144.47	209.71	339.19	465.71	551.26
EPS	0.784	1.029	1.494	2.417	3.318	3.927
BPS	2.123	9.459	10.297	12.219	14.857	17.981
PE	97.32	74.11	51.06	31.57	22.99	19.42
PEG	2.14	1.55	1.34	N/A	N/A	N/A
PB	35.92	8.06	7.41	6.24	5.13	4.24
PS	11.86	9.35	5.89	4.30	3.17	2.42
PCF	98.38	79.45	80.57	85.78	25.42	38.56
EV/EBIT	57.86	49.65	36.77	25.39	17.69	12.86
EV/EBITDA	55.20	48.72	35.16	23.86	16.91	12.49
EV/NOPLAT	71.14	69.66	51.28	29.87	20.82	17.15
EV/IC	31.63	30.20	22.69	15.34	14.14	9.99
ROIC-WACC	#DIV/0!	55.17%	58.82%	75.43%	71.05%	#DIV/0!
股息率	0.000	0.002	0.009	0.006	0.009	0.011

投资评级

一、行业评级

- 推荐 – Attractive : 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
- 中性 – In-Line : 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
- 回避 – Cautious : 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 – Buy : 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
- 增持 – Outperform : 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%
- 中性 – Neutral : 预期未来 6 个月股价涨幅为 -10% - +10%
- 减持 – Sell : 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。