



毛利率提升，多品牌战略发力

增持首次

目标价格：100.8 元

投资要点：

- 公司上半年营业收入与净利润大幅增长，略超预期。
- 毛利率稳步上升，经营性现金流改善。
- 营销渠道扩张，多品牌运作效果良好。

报告摘要：

- 中报业绩增长良好。**报告期内公司实现营业收入 100,324.61 万元，比上年同期增长 51.59%，利润总额 18,771.74 万元，比上年增长 65.53%，归属于母公司股东的净利润 16,243.55 万元，比上年增长 73.84%，每股收益 1.16 元，比上年增长 73.13%。
- 毛利率、净利率显著提升，经营性现金流转好。**报告期内公司毛利率达到 41.84%，同比提高 0.76%，主要是毛利率较高的被芯产品占比提高。报告期内政府补贴大幅增加，使得营业外收入同比提升约 120%，利润增长超过收入增长。另外由于销售收入的增长与加盟商的增加，上半年公司经营性现金流由去年同期的-3475 万元转为 5240 万元。
- 税收优惠政策提高盈利能力。**今年 4 月份公司被认定为高新技术企业，按 15% 的税率征收企业所得税，这将显著减少公司应交税费，提升净利润。
- 品牌号召力日益强大，扩张稳健。**公司上半年“罗莱”品牌销售收入同比增长 48.87%，其他品牌增长 84.21%。通过多品牌的运作模式，不仅可以覆盖更多细分市场，也可最大化利用现有渠道资源。11 年上半年新增 140 多家门店，门店总数已达约 2030 家，其中直营店占比有所提高，预计下半年仍将维持稳健的开店水平。2011 春夏订货会总订单额增加 30%，新品提价 30%-40%，秋冬订货会增加 50%-60%，提价 20% 左右，公司下半年业绩的高速增长确信无疑。

中小市值上市公司研究组

纺织服装行业

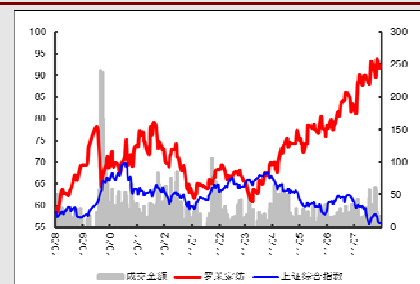
高级分析师：

王风华 (S1180511010001)

电话：010-88085761

Email: wangfenghua@hysec.com

市场表现



数据来源：WIND

公司 2011 中报数据

基本每股收益 (元)	1.16
摊薄每股收益 (元)	1.16
每股净资产 (元)	10.25
净资产收益率	11.29%
净利润增长率	111.52%
总股本 (百万)	140.36
流通股本 (百万)	35.10
8 月 19 日收盘价 (元)	90.00

数据来源：公司中报

主要经营指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入 (百万元)	1145.31	1818.81	2652.82	3722.57	5056.92
同比增长 (%)	26.88	58.81	45.85	40.33	35.84
净利润 (百万)	144.47	209.71	353.83	506.30	685.73
同比增长 (%)	31.26	45.15	68.72	43.09	35.44
EPS (元)	1.03	1.49	2.52	3.61	4.89
P/E	39.89	48.78	35.70	24.95	18.42

风险提示

房地产市场成交低迷，可能会减少对家纺产品的需求。

原料及人工成本的上升。

公司对加盟店要求较高，可能存在开店速度低于预期。

主营业务收入占比分析

分品牌来看，目前公司核心品牌“罗莱”与附属品牌“雪瑞丹”、“尚玛可”、“迪斯尼”等已经步入协同快速发展期。上半年核心品牌营业收入实现同比 48.87% 的快速增长，其他附属品牌在经过近年的市场培育后，也获得了快速发展，上半年收入呈现爆炸式增长，同比增加 84.21%。

分产品看，公司上半年各项业务均取得了较快的增长。其中，高毛利产品标准套件和被芯由于推广力度加大，上半年分别实现收入 4.29 亿元和 3.42 亿元，同比分别增长 41.95% 和 72.07%。而被芯类产品占比同比有所提高，一定程度上促进了公司整体毛利率的提升。

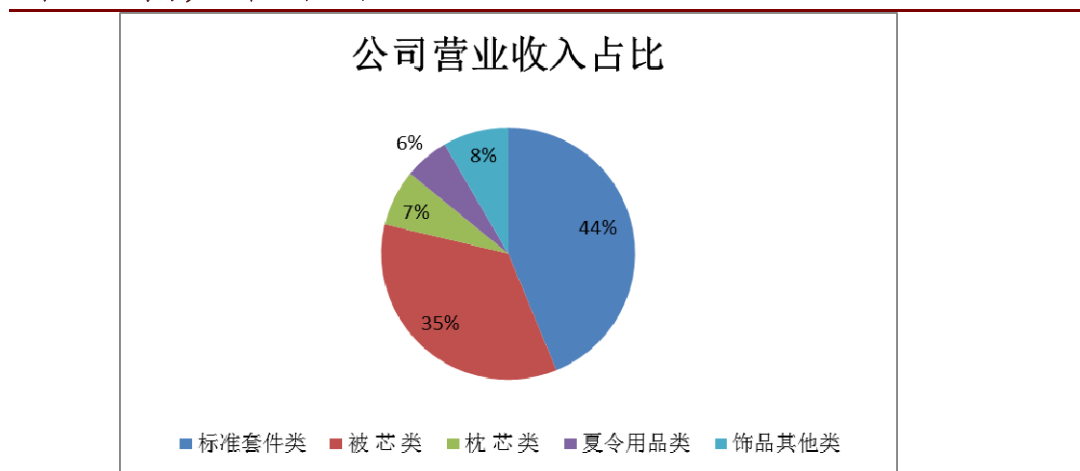
分区域看，公司在原有的强势市场华东地区保持 62.20% 的快速增长。而随着渠道建设快速展开，公司以华东地区为中心加紧对周边市场的空白区域进行覆盖，在中北部及西南地区均实现了快速增长。海外市场由于经济低迷使得销售增速相对较慢，国内其他区域收入增长均在 47% 以上。公司在国内的主要竞争对手梦洁家纺与富安娜分别在华中地区与珠三角市场优势较为明显，而就全国范围来讲，罗莱家纺在销售规模上领先于竞争对手。今年公司将继续保持“加盟为主、直营为辅”的开店规划，加大二、三线城市的市场扩展力度，销售渠道数量将继续增长。而渠道的合理布局，有助于扩展非传统强势市场，提升公司在家纺行业的市场占有率，并且分散公司过度依赖单一市场的风险。

表 1：公司 2011 年上半年分产品经营情况（单位：人民币/万元）

分产品	营业收入	营业成本	毛利率（%）	营业收入同比增减（%）	营业成本同比增减（%）	毛利率同比增减(%)
标准套件类	42,857.01	23,704.04	44.69%	41.95%	39.01%	增加 1.17 个百分点
被 芯 类	34,165.07	19,116.53	44.05%	72.07%	70.94%	增加 0.37 个百分点
枕 芯 类	7,049.84	4,382.31	37.84%	31.90%	26.42%	增加 2.69 个百分点
夏令用品类	5,588.40	4,015.06	28.15%	123.55%	124.03%	减少 0.15 个百分点
饰品其他类	8,173.28	5,686.01	30.43%	56.40%	53.98%	增加 1.10 个百分点

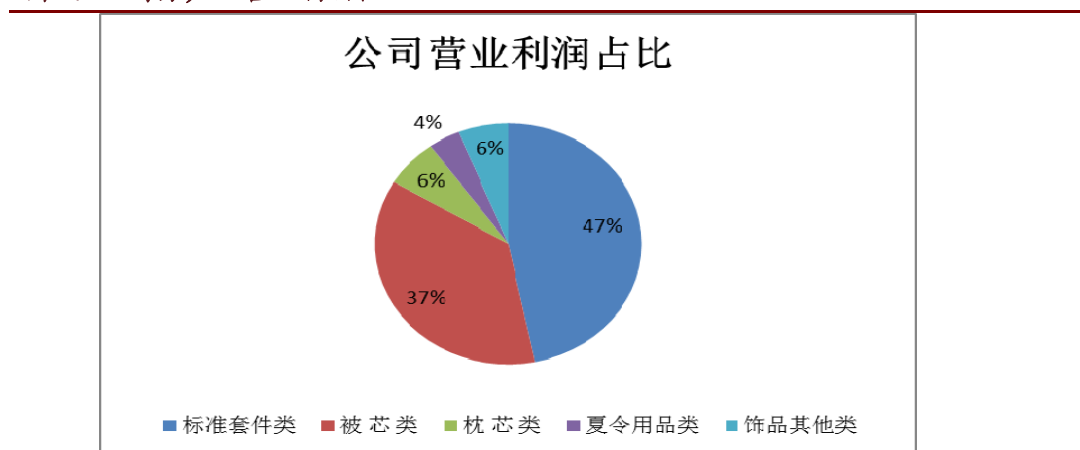
资料来源：公司半年报 宏源证券

图 1：公司分产品营业收入占比



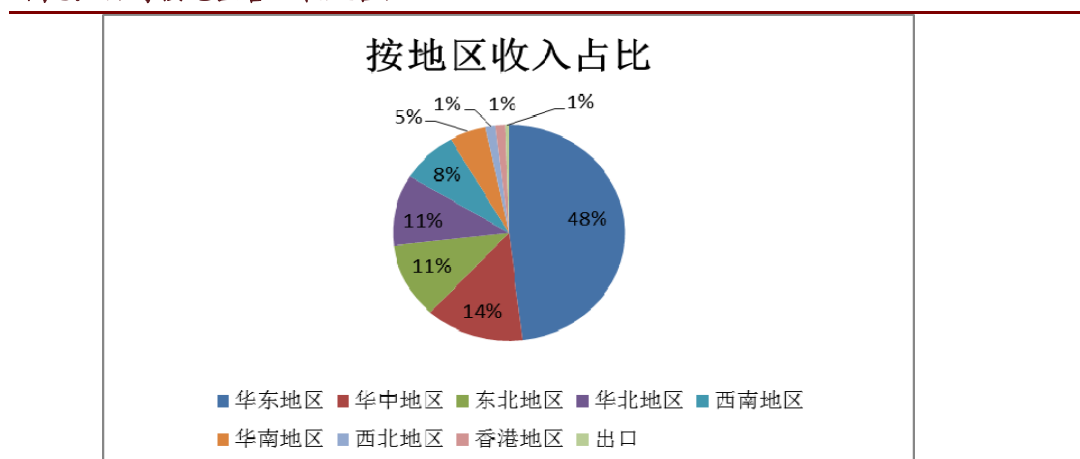
资料来源：WIND 宏源证券

图 2：公司分产品营业利润占比



资料来源：WIND 宏源证券

图 3：公司按地区营业收入占比



资料来源：宏源证券

公司近三年成长和盈利情况分析

公司主营业务收入近三年来都有大幅增长。11 年上半年新增 140 多家门店，门店总数已达约 2030 家，其中直营店占比有所提高，预计下半年仍将维持稳健的开店水平。2011 春夏订货会总订单额增加 30%，新品提价 30%-40%，秋冬订货会增加 50%-60%，提价 20% 左右，公司下半年业绩的高速增长确信无疑。由于国内家纺市场仍处于跑马圈地、抢占终端市场阶段，公司已经是家纺行业渠道战略的领先者，在渠道布局上已经取得先入优势。受益于行业的高速发展前景，公司有望成为未来家纺行业的领军者。

公司近三年来毛利率呈上升趋势，由 10 年底的 39.34% 上升至 40.82%。这主要是由于产品提价，渠道扩张，11 年以来棉花等原材料价格一路下跌，以及毛利率较高的被芯产品占比提高。罗莱品牌的毛利率提升了 1.50 个百分点，其他品牌提升了 7.04 个百分点，这主要是受益于品牌知名度不断提升后带来的定价能力的提升。11 年以来棉花价格一路下跌，市场普遍预计棉花将维持低位震荡，11 年全年毛利率有望在产品价格维持高位且原料成本下滑的背景下进一步提升。

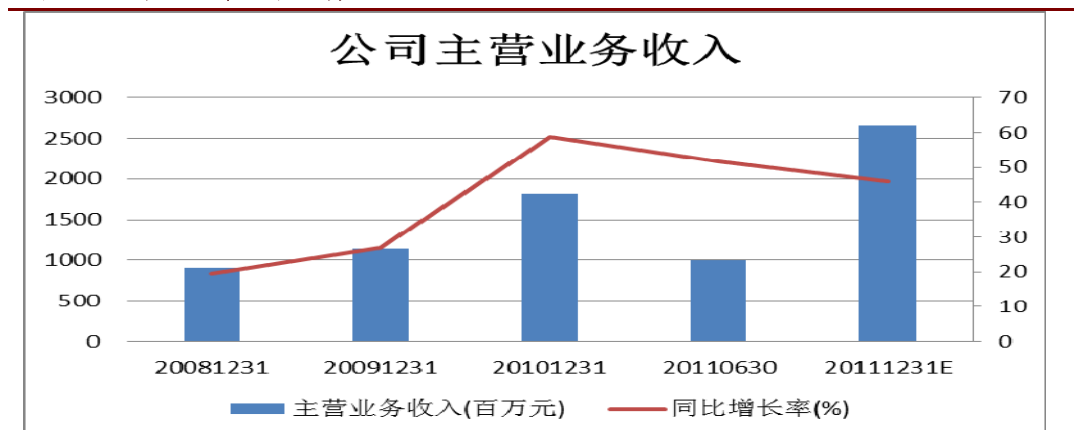
11 年上半年公司销售费用率为 18.95%，同比上升 0.22%。这主要是由于公司大力发展优家、LOVO、尚玛可等品牌，导致广告及业务宣传费用投入较大。管理费用率为 5.28%，同比上升 0.52%。这主要是由于公司扩大生产销售规模，加大研发投入，且人力成本上升较快。此费用为公司未来可持续发展做准备。但是由于毛利率的上升，以及政府补贴 0.125 亿元的影响，公司上半年净利率仍然同比上升 1.98%，达到 16.19%。净利率上升的趋势仍在延续。

表 2：公司近三年财务指标

年份	20081231	20091231	20101231	20110630	20111231E
主营业务收入(百万元)	902.68	1,145.31	1,818.81	1,003.25	2,652.82
同比增长率(%)	19.50	26.88	58.81	51.59	45.85
净利润(百万元)	110.07	144.47	209.71	162.44	353.83
同比增长率(%)	29.27	31.26	45.15	111.52	68.72
销售净利率(%)	12.3	12.75	11.65	16.19	NA
销售毛利率(%)	37.06	39.1	37.8	40.82	NA

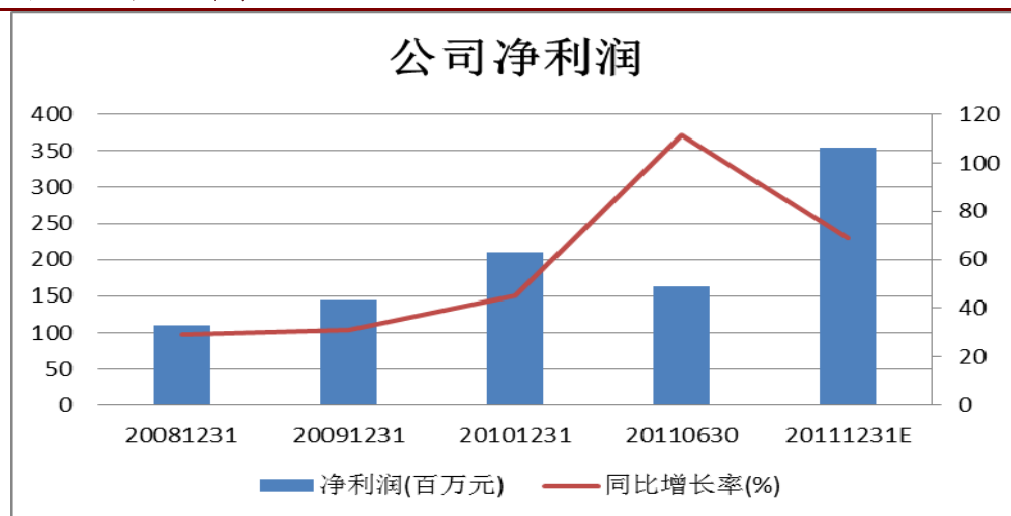
资料来源：WIND 宏源证券

图 3：公司近三年主营业务收入



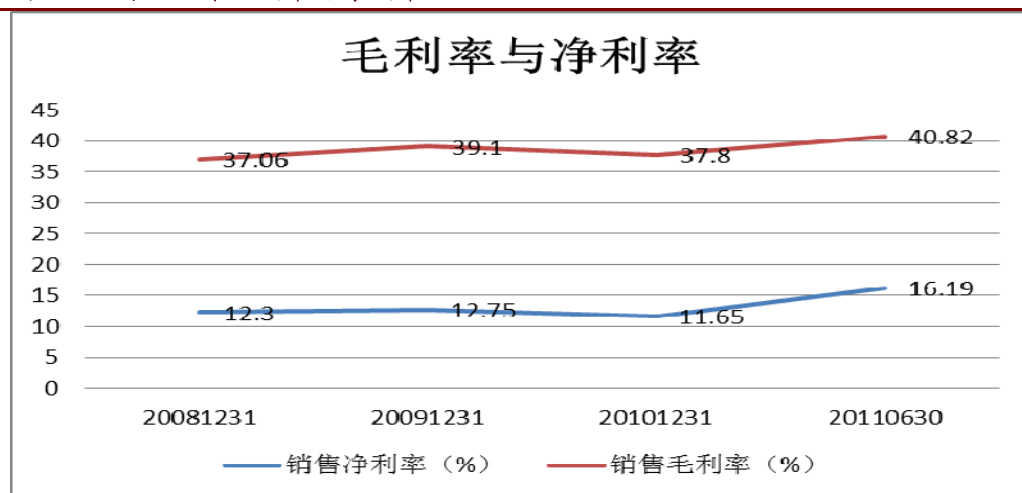
资料来源: WIND 宏源证券

图 4: 公司近三年净利润



资料来源: WIND 宏源证券

图 5: 公司近三年毛利率与净利率



资料来源: WIND 宏源证券

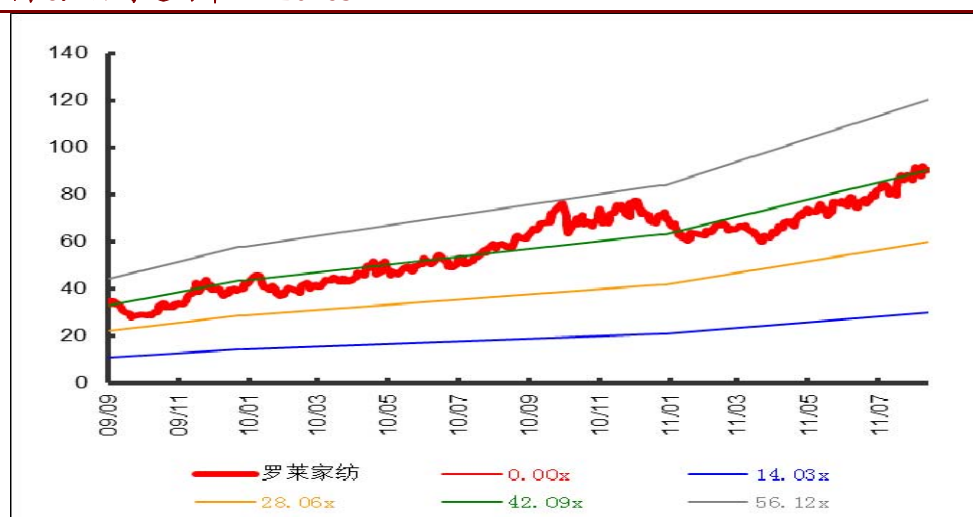
收益预测和估值

根据我们的业绩预测模型,我们预计 2011 年-2013 年的 EPS 分别为 2.52 元、3.61 元、4.89 元,对应的 2011 年-2013 年的市盈率分别为 35.70 倍、24.95 倍、18.42 倍。根据对公司历史 PE/PB 估值区间分析,我们给予公司“增持”投资评级。按 2011 年 40 倍的市盈率估值,未来 6 个月目标价为 100.8 元。

盈利预测	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入(百万元)	1,145.31	1,818.81	2,652.82	3,722.57	5,056.92
增长率(%)	26.88	58.81	45.85	40.33	35.84
归属母公司股东的净利润(百万元)	144.47	209.71	353.83	506.3	685.73
增长率(%)	31.26	45.15	68.72	43.09	35.44
市盈率	39.89	48.78	35.70	24.95	18.42
每股收益-摊薄(元)	1.03	1.49	2.52	3.61	4.89

资料来源：公司半年报 宏源证券

图 6：公司近两年 PE Bands



资料来源：WIND 宏源证券

图 7：公司近两年 PB Bands



资料来源：WIND 宏源证券

分析师简介:

王风华: 宏源证券研究所中小市值上市公司研究员、高级策略分析师, 中国人民大学硕士研究生, 14 年从业经历, 曾在多家券商任职, 曾任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、电力设备新能源行业、煤炭电力行业、战略性新兴产业、区域经济主题、投资组合、主题投资专题研究、中小市值上市公司研究、纺织服装行业研究、轻工行业研究等。

主要研究覆盖公司: 滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、德力股份等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责声明:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。