

湘财证券研究所
消费品研究小组

吴晓宇

Tel: 021-68634518-8227

E-Mail: wxy2898@xcsc.com

朱毅

Tel: 021-68634518-8638

E-Mail: zy2831@xcsc.com

本文独特之处：

1,“自下而上”地对三大家纺公司就品牌、渠道、研发、财务指标等方面进行了深入比较。

相关报告：

1,《看好家纺行业、关注优势龙头，2010 年纺织服装中期投资策略》_2010.06.30

2,《寻找“熊市”中的避风港，家纺行业防御性凸显》_2010/06/08

投资要点

□ **系统型品牌定位满足不同消费者需求。**三家公司的主品牌都定位于中高端，产品设计风格鲜明。从品牌体系来看，我们更推崇罗莱的品牌管理理念。通过代理不同档次和风格的国外品牌，实现产品差异化及个性化，能够最大程度地覆盖各类消费群体，使品牌体系更加完善和持久。同样，面对极具发展潜力的网购市场，罗莱也走在其竞争对手的前面。

□ **不断巩固强势区域，着力发展弱势区域。**目前三家公司都没有形成全国范围的优势，只是在各自区域拥有强势地位。从强弱势区域的销售增速来看，三强排位依次为罗莱、富安娜、梦洁。待新建产能达产后，相信竞争态势会更为激烈。

□ **渠道为王已成为行业不争的事实。**对三家公司就渠道成长性、贡献度以及盈利水平这三方面进行深入比较分析，认为三家公司未来三年对直营和加盟渠道的拓展计划十分类似，总的来说，渠道为王是公司未来发展的重中之重。

□ **研发能力各有特色。**三家企业的研发能力在业内都处在第一集团，自身产品差异化优势明显。借鉴国外知名家纺企业，如意大利 Zucchi，在做大做强后与高端服装品牌合作的经验，我们认为国内家纺企业在产品设计上还有很多蓝海去探索。

□ **维持家纺板块的“买入”评级。**短期来看，梦洁家纺因其产能在三家公司中最先得到释放，前期订货会表现超预期加上目前估值最低，我们给予其“买入”评级。罗莱家纺和富安娜目前股价已部分反映未来的成长性，我们给予其“增持”评级。中长期来看，我们非常看好三家公司的发展前景。

□ **风险提示。**住宅销量大幅下滑；渠道拓展低于预期；原材料价格大幅上涨；产品设计无法准确把握消费者不断变化的消费习惯；估值偏高。

盈利预测表

代码	公司	评级	现价（元）	核心EPS（元） ¹			PE		
				2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
002397	梦洁家纺	买入	53.00	1.63	1.81	2.19	32	29	24
002293	罗莱家纺	增持	52.91	1.26	1.56	1.85	42	34	29
002327	富安娜	增持	42.65	1.13	1.47	1.88	38	29	23

数据来源：湘财证券研究所

注：现价为公司 2010 年 6 月 29 日收盘价

¹ 核心 EPS 为扣除非经营性和非经常性损益后的每股收益

目录

一、系统型品牌定位满足不同消费者需求.....	4
二、不断巩固强势区域，着力发展弱势区域.....	5
三、渠道为王已成为行业不争的事实.....	6
四、研发能力各有特色	8
五、产能瓶颈得到解决	8
六、财务分析	9
6.1 成长性分析	9
6.2 盈利能力分析	10
6.3 偿债能力分析	12
七、季度表现分析	12
八、盈利预测及投资建议	13
九、风险提示	15
湘财证券投资评级体系	16
重要声明	16

图目录

图表 1: 2009 年三大家纺企业分区域销售对比	
图表 2: 06-09 年三大家纺企业重点区域销售年均复合增长率比较.....	5
图表 3: 2009 年三大家纺企业直营及加盟店数	
图表 4: 09 年三大家纺企业直营及加盟渠道单店收	6
图表 5: 三大家纺企业销售收入增长率比较	
图表 6: 三大家纺企业核心净利润增长率比较.....	9
图表 7: 三大家纺企业销售费用率比较	
图表 8: 三大家纺企业管理费用率比较.....	10
图表 9: 三大家纺企业财务费用率比较	
图表 10: 三大家纺企业期间费用率比较.....	10
图表 11: 三大家纺企业现金周转率比较	
图表 12: 三大家纺企业带息负债率比较.....	12

表目录

表格 1: 三大家纺企业旗下品牌及定位	4
表格 2: 罗莱家纺直营和加盟渠道盈利能力分析.....	7
表格 3: 富安娜直营和加盟渠道盈利能力分析.....	7
表格 4: 梦洁家纺直营和加盟渠道盈利能力分析.....	7
表格 5: 三大家纺企业研发设计能力比较	8
表格 6: 罗莱家纺各类产品生产能力	8
表格 7: 富安娜各类产品生产能力	9
表格 8: 梦洁家纺各类产品生产能力.....	9
表格 9: 罗莱家纺盈利能力分析	11
表格 10: 富安娜盈利能力分析.....	11
表格 11: 梦洁家纺盈利能力分析.....	11
表格 12: 三大家纺企业 2010 年一季度盈利水平及成长性分析.....	12
表格 13: 罗莱家纺盈利预测表	14
表格 14: 富安娜盈利预测表.....	14
表格 15: 梦洁家纺盈利预测表.....	14

一、系统型品牌定位满足不同消费者需求

三家公司的系统型品牌定位都满足了不同层次的消费者需求，其中定位中高端的公司主品牌“罗莱”、“富安娜”和“梦洁”09 年销售占总收入比重都接近 85%。从主品牌定位来看，“罗莱”偏素雅、大气；“富安娜”将“艺术家纺”作为品牌内涵，定位偏浪漫、张扬；“梦洁”则以“爱在家庭”为品牌主基调，定位偏经典、温馨。从品牌体系来看，我们更推崇罗莱的品牌管理理念。通过代理不同档次和风格的国外品牌，实现产品差异化及个性化，能够最大程度地覆盖各类消费群体，使品牌体系更加完善和持久。另外，目前三家家纺企业的渠道扩张模式都是一线城市做形象，二、三线城市做业绩。对于一线发达城市，通过代理国外高档品牌也能使罗莱更容易地获得最佳销售位置，提升品牌形象，间接降低宣传费用。

网络销售是另一块极具发展潜力的市场，而网店同实体店相结合的销售方式能使消费者更方便快捷地了解企业产品，同时对管理层的及信息化的要求也较高。在网络销售方面，罗莱走在了竞争对手的前面，预计“Lovo”今年销售额将达到 2-3 千万，有望盈亏平衡。梦洁网络品牌“觅”目前刚上线，而富安娜网络品牌“劳拉夫人”还在筹备阶段。

表格 1：三大家纺企业旗下品牌及定位

公司	品牌性质	品牌	定位	收入占比(2009)
罗莱家纺	自有品牌	罗莱(Luolai)	中高端	84%
		罗莱儿童(Luolai Kids)	儿童品牌	
	自有网络品牌	Lovo	网络品牌	16%
		雪瑞丹(Sheridan)	高端	
		尚玛可(Saint Marc)	中端	
		迪斯尼(Disney)	儿童品牌	
		Sliip(思力普)	美国专业枕芯品牌	
	代理(授权)品牌	Yolanna(意欧恋娜)	意大利高端家纺品牌	
		Zucchi(素绮)	意大利高端家纺品牌	
		Chriisty(克里斯蒂)	英国高端毛巾品牌	
		Graccioza(格莱斯傲莎)	葡萄牙地垫品牌	
		Millefiori(米兰菲丽)	意大利香氛品牌	
富安娜	自有品牌	富安娜(Fuanna)	中高端	83%
		唯莎(Versai)	高端	17%
		馨而乐(Bravo)	中端	
	自有网络品牌	圣之花(St.Fiose)	大众	
		劳拉夫人(Lady Laura)	网络品牌(筹备中)	

公司	品牌性质	品牌	定位	收入占比(2009)
梦洁家纺	自有品牌	梦洁(Mendale)	中高端	84%
		梦洁宝贝(MJ Baby)	儿童品牌	
	自有网络品牌	寐(Mine)	高端	16%
		觅(Mee)	网络品牌	

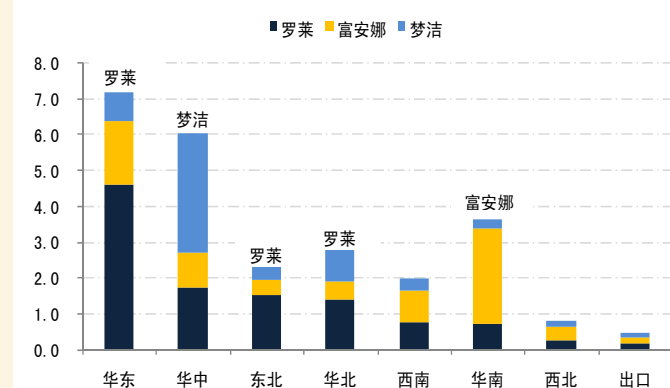
数据来源：公司网站，招股说明书，湘财证券研究所

二、不断巩固强势区域，着力发展弱势区域

目前三家公司都没有形成全国范围的优势，只是在各自区域内拥有强势地位。罗莱的强势区域在华东、华北和东北，09年三大区域销售占总收入比重为 67.41%；富安娜的强势区域在华南和华东，09年两个区域销售占总收入比重为 57.33%；梦洁的强势区域在华中，09年该区域销售占总收入比重为 52.88%。

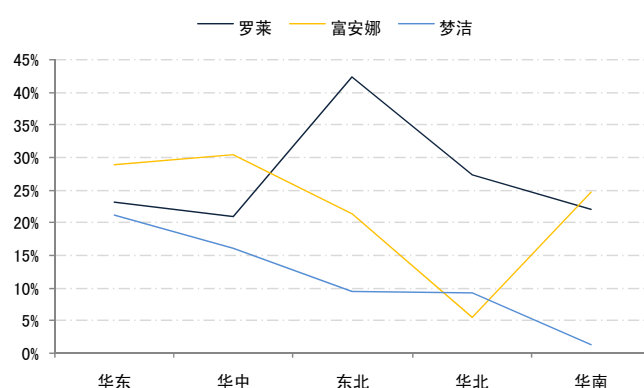
根据三大家纺企业重点区域销售年均复合增长率数据，我们发现罗莱在其强势区域-华东、华北和东北的比较优势正在逐年巩固，这些地区的销售增速都高于其竞争对手；在其弱势区域-华中和华南，罗莱也正在加速发展，逐渐缩小与竞争对手的差距。富安娜和梦洁在其强势区域表现也非常好，对于弱势区域，由于产品进入新市场需要一段培育期、新建生产基地尚未全部达产以及物流等因素的影响，两家企业目前的发展速度都不是很快。上市后罗莱的新建生产基地位于江苏南通，富安娜位于深圳龙华和江苏常熟，梦洁位于湖南长沙。待这些基地全部达产后，相信三家企业的竞争态势会更加激烈。

图表 1：2009 年三大家纺企业分区域销售对比 单位：亿元



数据来源：Wind，湘财证券研究所

图表 2：06-09 年三大家纺企业重点区域销售年均复合增长率比较

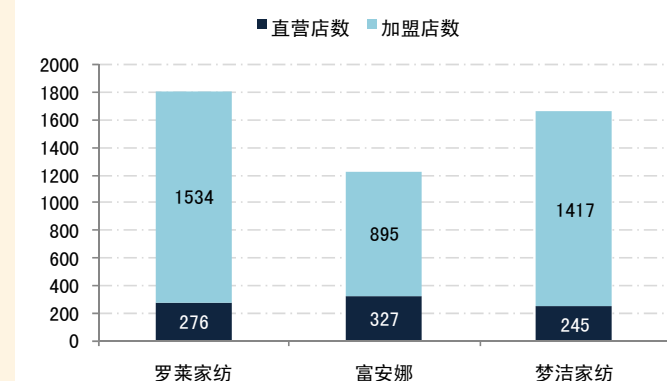


数据来源：Wind，湘财证券研究所

三、渠道为王已成为行业不争的事实

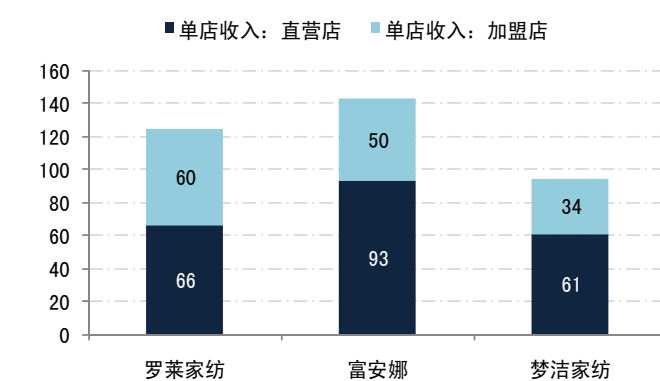
目前，罗莱和梦洁的经营模式比较类似，都以“加盟为主、直营为辅”的方式进行布局。富安娜则更加注重直营渠道的建设。从单店收入表现来看，富安娜的销售表现显得更好，其直营店单店收入要超过罗莱和梦洁约 30 万，说明前期侧重于直营渠道有利于企业加强对渠道的管理，进而提升产品销售能力。

图表 3：2009 年三大家纺企业直营及加盟店数



数据来源：Wind，湘财证券研究所

图表 4：09 年三大家纺企业直营及加盟渠道单店收 单位：万元



数据来源：Wind，湘财证券研究所

从渠道成长性来看，直营渠道收入成长性排位依次为罗莱、富安娜和梦洁。罗莱领先的原因主要包括自身对直营渠道控制的加强以及对手放缓了直营渠道扩张步伐。加盟渠道收入成长性排位依次为富安娜、罗莱和梦洁。梦洁大幅落后其竞争对手主要还是因为其上市前融资渠道单一，产能瓶颈问题一直存在。

从渠道贡献度来看，在加盟带动直营的经营模式下，罗莱直营渠道对收入贡献度由 06 年的 11% 提升至 09 年的 17%；梦洁则从 19% 提升至 24%。富安娜直营渠道收入贡献率总体稳定在 40% 左右，随着其加盟渠道比重的上升，我们预计这一比率会逐渐下降。

从渠道盈利水平来看，罗莱和富安娜直营渠道的毛利率奇虎相当，梦洁随后。加盟渠道的毛利率方面，罗莱 06-09 年一直稳步上扬，并于 09 年超过富安娜。富安娜毛利率下滑的主要是因为公司 09 年对优质加盟商给予部分商品折扣支持，同时增加了低价位产品的销售，以更加贴近当时的市场需求。据我们了解，目前富安娜加盟渠道的毛利率已恢复到 08 年水平，达到 39%。而梦洁加盟渠道的毛利率依旧位于三强末尾，主要系公司主导品牌“梦洁”的整体零售价格低于罗莱和富安娜。

目前，三家公司未来三年对直营和加盟渠道的拓展计划十分类似，都是直营渠道门店年均增加 80-90 家，加盟渠道门店年均增加 300 家左右，渠道为王在竞争激烈的家纺行业中已成为不争的事实。

表格 2：罗莱家纺直营和加盟渠道盈利能力分析

罗莱家纺	2006	2007	2008	2009	CAGR_3yr
收入_直营	5,086	9,232	14,156	18,261	
YoY		82%	53%	29%	53%
收入_加盟	48,360	63,155	73,648	91,324	
YoY		31%	17%	24%	24%
毛利_直营	2,449	4,950	7,459	9,925	59%
毛利_加盟	13,226	20,923	25,600	33,708	37%
毛利率_直营	48.15%	53.62%	52.69%	54.35%	
毛利率_加盟	27.35%	33.13%	34.76%	36.91%	

数据来源：公司公告, 湘财证券研究所

表格 3：富安娜直营和加盟渠道盈利能力分析

富安娜	2006	2007	2008	2009	CAGR_3yr
收入_直营	15,743	21,628	29,233	30,527	
YoY		37%	35%	4%	25%
收入_加盟	22,326	31,631	33,763	44,983	
YoY		42%	7%	33%	26%
毛利_直营	5,551	9,921	16,107	17,052	45%
毛利_加盟	6,224	10,985	13,607	16,333	38%
毛利率_直营	35.26%	45.87%	55.10%	55.86%	
毛利率_加盟	27.88%	34.73%	40.30%	36.31%	

数据来源：公司公告, 湘财证券研究所

表格 4：梦洁家纺直营和加盟渠道盈利能力分析

梦洁家纺	2006	2007	2008	2009	CAGR_3yr
收入_直营	8,789	10,833	14,092	14,996	
YoY		23%	30%	6%	19%
收入_加盟	36,891	39,228	47,986	48,040	
YoY		6%	22%	0%	9%
毛利_直营	4,028	4,983	6,553	7,859	25%
毛利_加盟	10,611	11,851	13,988	15,017	12%
毛利率_直营	45.83%	46.00%	46.53%	52.41%	
毛利率_加盟	28.76%	30.21%	29.15%	31.26%	

数据来源：公司公告, 湘财证券研究所

四、研发能力各有特色

从研发能力来看，我们认为三家企业各有特色。罗莱经常在业内率先采用新型面料和新技术，如激光网的印花工艺、人制纤维混纺、天丝、全真丝多色交织等。富安娜是国内首家采用现代平网印染技术的家纺企业，其产品花纹细腻、色彩亮泽、图案自然流畅，难以复制和模仿。梦洁是国内第一家推出绗绣套件产品、第一家推出自由组合天然材质保健产品系列的家纺企业。我们认为，三家企业的研发设计能力在业内都处在第一集团，自身产品差异化优势明显。借鉴国外知名家纺企业，如意大利Zucchi，在做大做强后与高端服装品牌合作的经验，我们认为国内家纺企业在产品设计上还有很多蓝海去探索。

表格 5：三大家纺企业研发设计能力比较

2009	罗莱家纺	富安娜	梦洁家纺
设计师人数	100+	100+	71
获奖情况	多次获得大奖	多次获得大奖	多次获得大奖
研发成果	每年推出新款单套件和被芯 100 多种	每年推出新款花型 100 多种，新产品 400 多款	每年推出新产品 600 余款
研发费用率	接近 2%	1.50%	3%-5%

数据来源：公司公告，湘财证券研究所

五、产能瓶颈得到解决

在新建生产基地达产后，困扰企业的产能瓶颈问题将大大解决。从三家企业产销率数据来看，罗莱基本保持在 95% 以上，富安娜和梦洁都在 100% 以上，说明产能不足确实会制约企业的发展速度。目前，罗莱自产方式约占公司总产品的 75%，预计未来这一比率会稳步提高。富安娜标准套件和被芯大多以自产为主，枕芯的外购比率约为 75%，主要系枕芯生产工艺不高，外购成本相对较低。产能瓶颈问题对于梦洁来说显得更为突出，09 年公司绗绣套件的产销率为 103%，绣花套件为 113%，被芯类为 121%。项目达产后，我们认为梦洁的产能弹性最强。综合来看，罗莱的生产能力在三家公司中居于首位，富安娜其次，梦洁的产能较前两者差距仍然较大。

表格 6：罗莱家纺各类产品生产能力

单位：万件(套)

罗莱家纺	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
标准套件	112	122	122	122	194	218
被芯	132	137	137	137	233	265
枕芯	165	175	175	175	307	351

数据来源：公司公告，湘财证券研究所

表格 7: 富安娜各类产品生产能力

单位: 万件(套)

富安娜	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
标准套件	140	150	150	228	254	280
被芯	99	99	99	159	179	199
枕芯	40	40	40	70	80	90

数据来源: 公司公告, 湘财证券研究所

表格 8: 梦洁家纺各类产品生产能力

单位: 万件(套)

梦洁家纺	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
寝饰套件	24	30	33	57	63	63
被芯	50	62	65	129	145	145

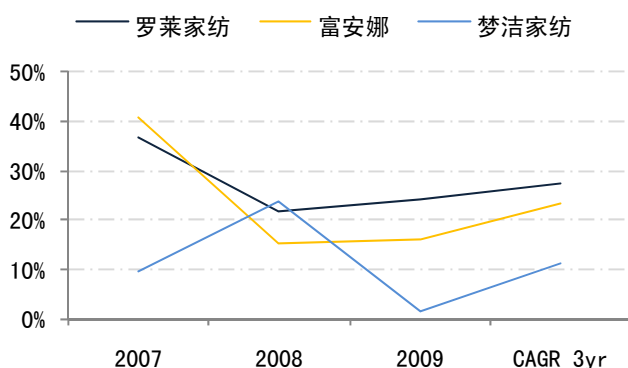
数据来源: 公司公告, 湘财证券研究所

六、财务分析

6.1 成长性分析

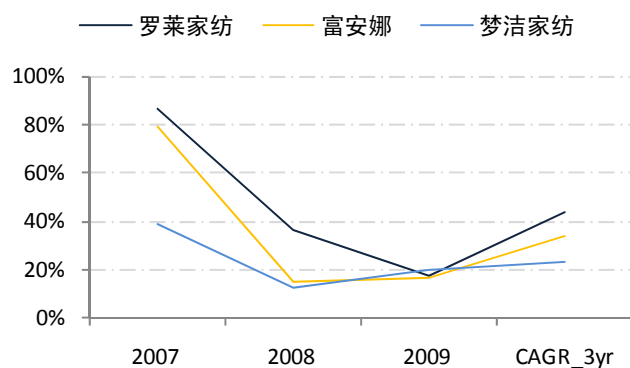
无论从销售收入还是核心净利润的成长能力来看, 罗莱都是三家家纺企业中表现最好的, 其 07-09 年销售收入年均复合增长率为 27.51%, 领先于富安娜的 23.62% 和梦洁的 11.34%; 罗莱核心净利润近三年年均复合增长率为 43.95%, 同样领先于富安娜的 36.07% 和梦洁的 23.36%。我们认为罗莱的成长性之所以在三家家纺企业中脱颖而出, 和其“直营为辅、加盟为主”的经营模式是密不可分的。富安娜的直营比重在三家企业中最高, 因此在一定程度上制约了其发展速度。梦洁由于上市较晚加上此前产能瓶颈问题较为突出, 因此成长性位于三家企业末尾。

图表 5: 三大家纺企业销售收入增长率比较



数据来源: Wind, 湘财证券研究所

图表 6: 三大家纺企业核心净利润增长率比较

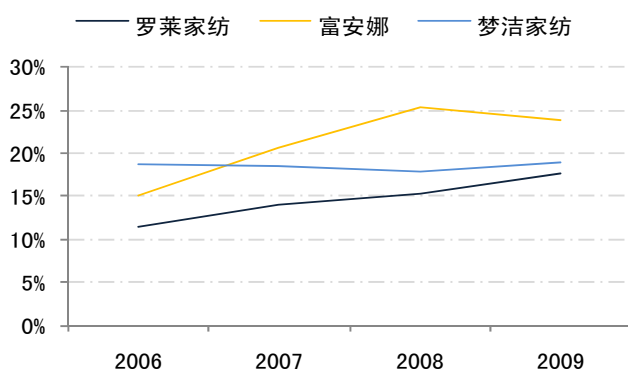


数据来源: Wind, 湘财证券研究所

6.2 盈利能力分析

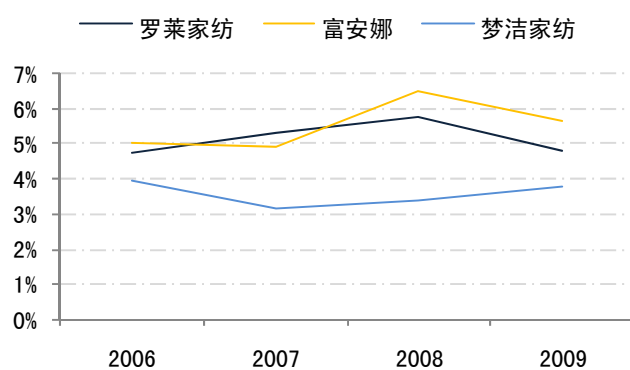
富安娜的销售费用率在三家企业中最高，关键是因为其直营店比例远高于罗莱和梦洁。而梦洁的管理费用率在三家企业中最低的原因主要系作为工资报酬的激励费用计算在销售费用中，而非管理费用。三家企业的财务费用率都比较低，且呈逐年下降趋势，主要是在上市后，他们的融资能力大增，财务压力大大减轻。总体而言，罗莱和梦洁在未来由于渠道拓展速度加快，宣传费用上升，期间费用率将小幅增长，而富安娜随着其加盟渠道比重的不断上升，我们认为其期间费用率将会逐步向罗莱和梦洁靠拢。

图表 7：三大家纺企业销售费用率比较



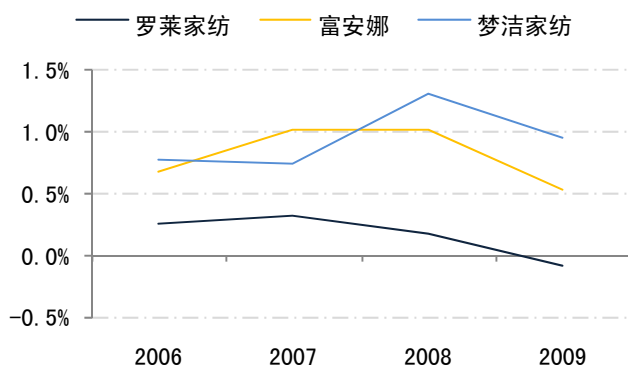
数据来源：Wind，湘财证券研究所

图表 8：三大家纺企业管理费用率比较



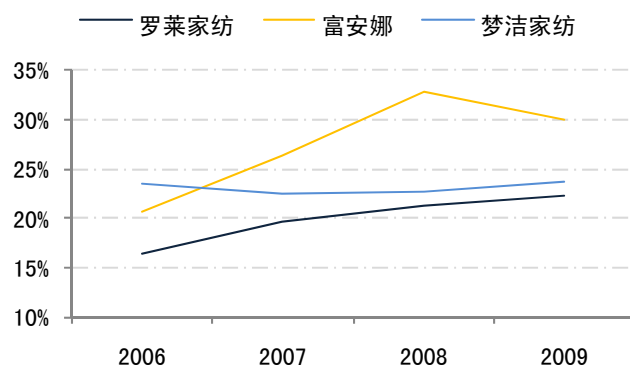
数据来源：Wind，湘财证券研究所

图表 9：三大家纺企业财务费用率比较



数据来源：Wind，湘财证券研究所

图表 10：三大家纺企业期间费用率比较



数据来源：Wind，湘财证券研究所

从毛利率来看，富安娜因其直营比重最大，因此综合毛利率领先罗莱和梦洁。直营和加盟并举的经营模式也使富安娜的期间费用率高于其竞争对手。综合来看，罗莱的盈利水平还是在三家企业中处于优势地位。2009 年梦洁报告净利润率高于核心净利润率约 4 个百分点主要系政府补助和望城工业用地出售导致营业外收入大幅提升。梦洁 09 年 ROE 和 ROIC 高于罗莱和富安娜是因为其上市时间比较晚，股权基数较低。

表格 9：罗莱家纺盈利能力分析

罗莱家纺	2006	2007	2008	2009
毛利率	25.63%	34.81%	37.42%	39.10%
息税前收益率	9.37%	15.32%	16.19%	16.43%
报告净利润率	8.91%	11.27%	12.25%	12.61%
核心净利润率	8.42%	11.48%	12.86%	12.11%
ROE		48.05%	43.69%	16.91%
ROA		26.36%	28.56%	13.74%
ROIC	30.08%	34.26%	38.02%	10.23%

数据来源：Wind，湘财证券研究所

表格 10：富安娜盈利能力分析

富安娜	2006	2007	2008	2009
毛利率	30.14%	37.46%	45.00%	42.99%
息税前收益率	9.83%	11.75%	12.97%	13.11%
报告净利润率	8.06%	9.89%	9.66%	10.87%
核心净利润率	7.79%	9.93%	9.93%	9.98%
ROE		40.95%	34.50%	12.51%
ROA		15.55%	14.56%	8.96%
ROIC	18.82%	23.02%	25.03%	7.80%

数据来源：Wind，湘财证券研究所

表格 11：梦洁家纺盈利能力分析

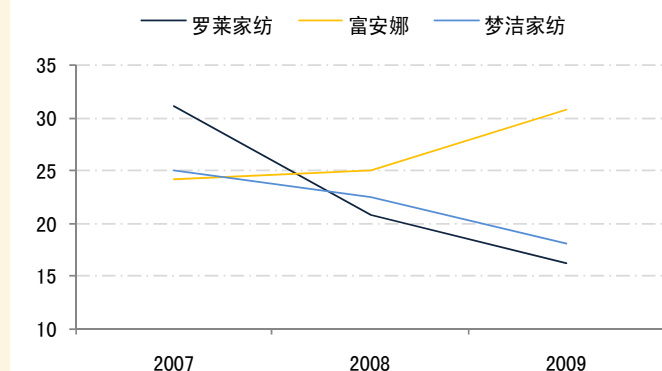
梦洁家纺	2006	2007	2008	2009
毛利率	32.04%	33.55%	33.07%	36.27%
息税前收益率	7.93%	10.63%	9.71%	12.84%
报告净利润率	9.31%	9.13%	8.11%	14.04%
核心净利润率	6.41%	8.52%	7.16%	9.88%
ROE		37.48%	30.40%	33.50%
ROA		11.65%	9.04%	10.13%
ROIC	14.13%	16.33%	12.77%	15.59%

数据来源：Wind，湘财证券研究所

6.3 偿债能力分析

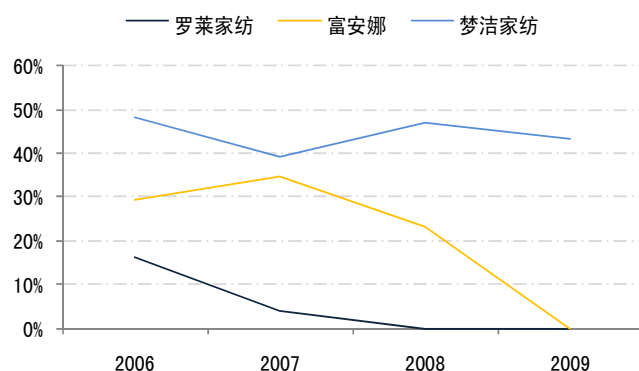
从现金周转率来看，富安娜最高，主要系其团购比重在三家企业中最低，而罗莱和梦洁分别约为 5% 和 10%。09 年罗莱和富安娜上市后的带息负债率都为 0%。梦洁为 43.12%，我们预计上市后这一比率也会迅速下降。总体来说，三家家纺企业的偿债能力都比较优秀。

图表 11：三大家纺企业现金周转率比较



数据来源：Wind，湘财证券研究所

图表 12：三大家纺企业带息负债率比较



数据来源：Wind，湘财证券研究所

七、季度表现分析

从今年一季报来看，三家公司表现都可圈可点，销售收入和核心净利润都保持快速增长，盈利能力也不断增强。其中富安娜一季度毛利率较 09 年上升 4 个百分点，提升速度最快。梦洁销售费用率较去年同期上升 4% 主要系上市后渠道扩张速度较以前相对保守、注重内生增长的经营策略更为积极。从核心净利润率来看，罗莱和富安娜不相上下，梦洁仍落后较多。

表格 12：三大家纺企业 2010 年一季度盈利水平及成长性分析

单位:万元	罗莱家纺	富安娜	梦洁家纺
	10Q1	10Q1	10Q1
销售收入	35,934	25,317	18,861
YoY	41%	39%	32%
EBIT	6,789	4,639	1,893
YoY	60%	51%	86%
报告净利润	4,976	3,631	1,483
YoY	40%	47%	146%

核心净利润	5,025	3,650	1,376
YoY	50%	56%	122%
EPS(元)	0.35	0.35	0.24
核心 EPS(元)	0.36	0.35	0.22
主要财务比率	10Q1	10Q1	10Q1
毛利率	40%	47%	38%
销售费用率	17%	23%	23%
管理费用率	4%	5%	4%
财务费用率	-1%	0%	1%
EBIT 比率	19%	18%	10%
报告净利润率	14%	14%	8%
核心净利润率	14%	14%	7%

数据来源：公司公告，湘财证券研究所

八、盈利预测及投资建议

根据以上我们对三家家纺企业就品牌体系、强弱势区域发展、渠道拓展、研发能力、产能以及财务指标等方面的深入分析，我们认为目前来看，罗莱的综合优势最为突出、富安娜其次，梦洁最后。但是我们也认为，单凭历史数据来判断未来三强的座次还为时尚早。总的来说，国内家纺产品同质化仍然比较严重，差异化优势不足，因此品牌定位和渠道拓展就成了重中之重。罗莱的优势在于其快速的市场反应速度，因此往往能走在竞争者前面，我们认为其渠道掌控能力在国内处于领先地位。富安娜今年将重点发展“馨而乐”品牌，主品牌“富安娜”的设计在保持了原有风格的基础上，也更加贴近不断变化的市场需求。梦洁年内将在长沙开出第一家美颂家居馆，初步尝试“大家居概念”；其高端品牌“寐”在这两年也将继续获得高速发展，占销售收入比重将逐步提升，从而实现公司盈利水平的整体提升。

综上所述，我们维持家纺板块的“买入”评级。短期来看，梦洁家纺因其产能在这家公司中最先得到释放，前期订货会表现超预期加上目前估值最低，我们给予其“买入”评级。罗莱家纺和富安娜目前股价已部分反映未来的成长性，我们给予其“增持”评级。中长期来看，我们非常看好三家公司的发 展前景。

表格 13: 罗莱家纺盈利预测表

罗莱家纺 (亿元)	2009A	2010E	2011E	2012E	CAGR_09-12
销售收入	11.45	14.23	18.79	23.84	
YoY		24%	32%	27%	28%
毛利率	39.1%	40.0%	40.0%	40.0%	
销售费用率	17.6%	18.5%	19.5%	20.5%	
管理费用率	4.8%	5.0%	5.0%	5.0%	
财务费用率	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	
所得税率		25%	25%	25%	
核心净利润	1.39	1.76	2.18	2.59	
YoY		27%	24%	19%	23%
核心 EPS (元)	0.99	1.26	1.56	1.85	

数据来源: 湘财证券研究所

表格 14: 富安娜盈利预测表

富安娜 (亿元)	2009A	2010E	2011E	2012E	CAGR_09-12
销售收入	7.92	10.66	14.01	17.94	
YoY		35%	31%	28%	31%
毛利率	42.99%	43.50%	44.00%	44.50%	
销售费用率	23.8%	24.0%	24.5%	25.0%	
管理费用率	5.6%	5.5%	5.5%	5.5%	
财务费用率	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	
所得税率		22%	24%	25%	
核心净利润	0.79	1.16	1.51	1.94	
YoY		47%	30%	28%	35%
核心 EPS (元)	0.77	1.13	1.47	1.88	

数据来源: 湘财证券研究所

表格 15: 梦洁家纺盈利预测表

梦洁家纺 (亿元)	2009A	2010E	2011E	2012E	CAGR_09-12
销售收入	6.31	9.03	11.65	14.39	
YoY		43%	29%	24%	32%
毛利率	36.3%	37.0%	37.5%	38.0%	
销售费用率	18.9%	19.0%	20.0%	21.0%	
管理费用率	3.8%	3.6%	3.6%	3.6%	
财务费用率	0.9%	1.0%	0.8%	0.6%	
所得税率		15%	25%	25%	
核心净利润	0.79	1.03	1.14	1.38	
YoY		30%	11%	21%	20%
核心 EPS (元)	1.25	1.63	1.81	2.19	

数据来源：湘财证券研究所

九、风险提示

- 1、住宅销量大幅下滑
- 2、渠道拓展力度低于预期
- 3、产品设计无法准确把握消费者不断变化的消费习惯
- 4、原材料价格大幅上涨导致产品转嫁能力降低
- 5、估值偏高

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。