

湘财证券研究所

纺织服装行业

吴晓宇

Tel: 021-68634510-8227

E-Mail: wxy2898@xcsc.com

刘正

Tel: 021-68634510-8078

E-Mail: lz2941@xcsc.com

相关报告:

1,《三大家纺企业比较研究_三强争霸,孰能获胜?》_深度报告
2010/07/01

2,《看好家纺行业、关注优势龙头,2010 年纺织服装中期投资策略》_深度报告_2010/06/30

3,《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

□ **主品牌销售良好,盈利水平稳步提升。**罗莱家纺主品牌收入增速超过 50%的主要原因是促销力度加大,鉴于今年 5、6 月份订货会表现一般,我们认为下半年收入增速将有所下降。富安娜和梦洁家纺的收入增速基本符合预期。为了应对下半年销售旺季(9 月-1 月)、直营店开店速度加快以及防止原材料价格大幅上升的风险,三家公司的存货水平和资产减值损失计提金额都大幅提高。

□ **渠道建设稳步增长,梦洁稍显落后。**从上半年的开店数据来看,罗莱和富安娜完成全年开店计划基本没有问题,虽然梦洁在三季度会加速开店,计划新增 200 多家店铺,但要完成全年 500 家的计划存在一定难度。现阶段家纺行业集中度还很低,三家企业的市场份额总和不到 10%,因此在保证盈利水平的同时大力发展加盟网络,巩固强势区域,覆盖空白市场是提升企业竞争力的最有效途径。从这一点来看,罗莱表现最好。

□ **分区域看,罗莱依然胜出。**上半年,罗莱在四个区域的销售增速位于三强之首,其中华东、东北等强势区域优势不断巩固,西南和西北发展速度惊人。富安娜在三个区域排名第一,其中华南的领先地位依然无法撼动,华中和华北等弱势区域成绩斐然,不过在其重点地区华东却表现一般,主要系当地竞争非常激烈。未来公司的发展重心还是在沿海地区。梦洁各销售区域的发展都比较平衡,不过在销售规模方面较罗莱和富安娜的差距正在拉大。

□ **下调家纺板块至“增持”评级。**我们认为,渠道为王已成为我国家纺行业不争的事实,在规模大幅提升的情况下企业如能继续保持盈利水平的稳步提升才能最终脱颖而出,从区域性龙头成为全国性的家纺龙头。5 月以来家纺板块超额收益明显。对于未来 6 个月的判断,我们认为目前板块估值已经较高,虽然受消费升级带动加上板块概念较新、业绩确定性强、三家公司又处于我国家纺行业第一集团,家纺板块理应享受一定估值溢价,未来还有一定趋势投资价值。但是我们认为下半年家纺企业销售增速在房地产调控的滞后效应以及原材料价格风险剧增的影响下会有所减缓,投资者应注意风险控制。

□ **风险提示。**渠道拓展低于预期;原材料价格大幅上涨;房地产市场持续低迷。

盈利预测表

代码	公司	现价	核心 EPS (元)			PE			评级	上次评级
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E		
002397	梦洁家纺	62.34	1.46	1.88	2.29	43	33	27	增持	买入
002293	罗莱家纺	59.95	1.32	1.56	1.81	45	38	33	增持	增持
002327	富安娜	40.00	0.88	1.06	1.33	45	38	30	增持	增持

数据来源: 湘财证券研究所

一、主品牌销售良好，盈利水平稳步提升

上半年三大家纺企业主品牌销售继续保持良好势头，盈利水平稳步提升。其中罗莱家纺主品牌收入增速超过 50% 的主要原因是促销力度加大，鉴于今年 5、6 月份订货会表现一般，我们认为下半年收入增速将有所下降。富安娜和梦洁家纺的收入增速基本符合预期。为了应对下半年销售旺季（9 月-1 月）、直营店开店速度加快以及防止原材料价格大幅上升的风险，三家公司的存货水平和资产减值损失计提金额都大幅提高。

表 1：三大家纺企业主品牌销售情况良好

	罗莱家纺	富安娜	梦洁家纺
主品牌销售比重 (2010H)	79%	80%	85%
主品牌销售比重 (2009)	82%	81%	84%
主品牌收入 YoY	53%	33%	38%
主品牌毛利率	42%	49%	35%
主品牌毛利率 YoY	1.42%	3.17%	4.92%

数据来源：公司公告，湘财证券研究所

二、渠道建设稳步增长，梦洁稍显落后

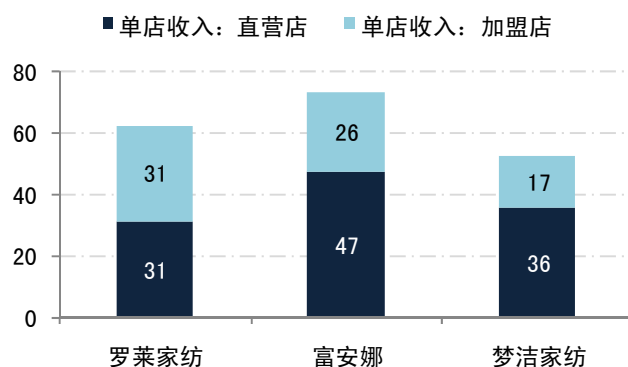
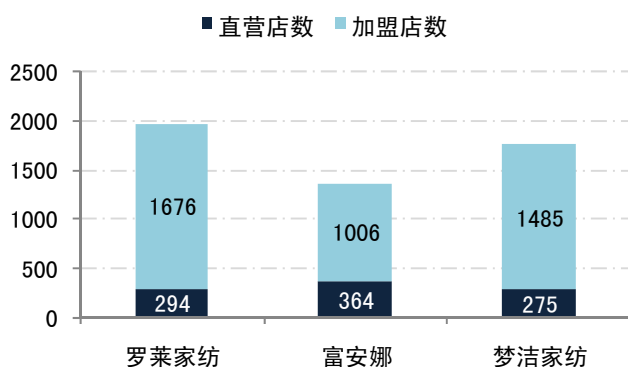
从新增店数来看，上半年罗莱家纺直营店和加盟店较年初分别增加 18 和 142 家，富安娜分别增加 37 和 111 家；梦洁家纺分别增加 30 和 68 家，稍显落后。我们认为从目前的数据来看，罗莱和富安娜完成全年开店计划基本没有问题，虽然梦洁在三季度会加速开店，计划新增 200 多家店铺，但要完成全年 500 家的计划存在一定难度。根据我们敏感性分析，**新开店数每增减 100 家，EPS 将波动 0.05-0.06 元**。从单店收入来看，罗莱的加盟渠道和富安娜的直营渠道优势明显，主要得益于两家企业不同的经营模式。三家企业的单店收入较去年同期都保持两位数增长，主要系去年上半年基数较低。

图表 1：三家企业 10 年中期店数统计

单位：万元

图表 2：三家企业 10 年中期单店收入统计

单位：万元

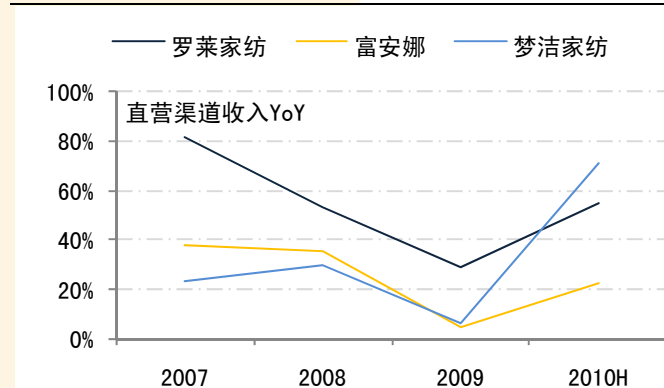


数据来源：公司资料，湘财证券研究所

数据来源：公司资料，湘财证券研究所

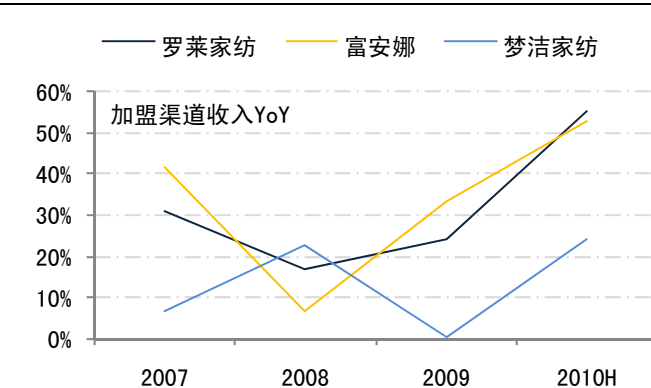
从收入增速来看，上半年三家企业直营渠道和加盟渠道都实现了高速发展。富安娜的直营渠道在公司精心培育下获得了 60% 的历史最高毛利率，加盟渠道毛利率达到 39%，也接近历史峰值。相比之下，罗莱直营渠道盈利水平稍显逊色，不过由于其对加盟商的管理水平比较突出，加盟渠道的毛利率也一直保持稳中有升。而梦洁直营和加盟渠道的盈利水平仍然落后于其竞争对手。现阶段家纺行业集中度还很低，三家企业的市场份额总和不到 10%，因此在保证盈利水平的同时大力发展加盟网络，巩固强势区域，覆盖空白市场是提升企业竞争力的最有效途径。罗莱无疑在三家企业中表现最好，上半年罗莱盈利水平和去年基本持平，开店速度最快，直营渠道收入贡献度已从 09 年的 17% 下降到 15%。富安娜由于前期更多注重内生增长，直营销售比重达到 40% 以上，不过未来将经营重心向加盟渠道转移后预计这一比率会逐步下降。梦洁由于上市较晚，上半年加盟渠道拓展缓慢，因此直营销售比重上升比较明显，下半年在新增加盟店提速后，这一比率也会有所下降。

图表 3：三家企业直营渠道收入增速



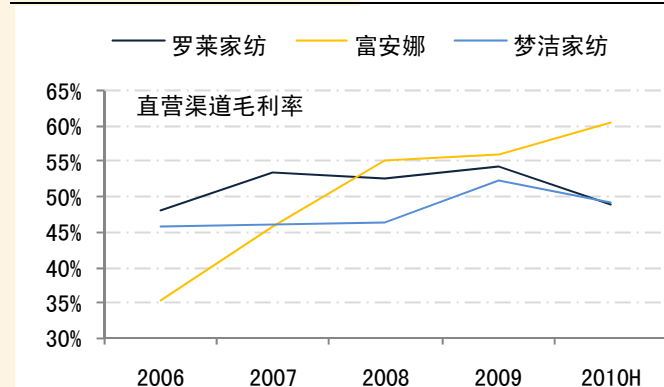
数据来源：公司公告，湘财证券研究所

图表 4：三家企业加盟渠道收入增速



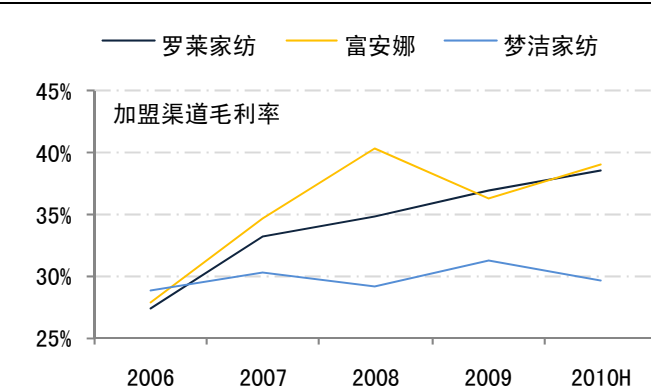
数据来源：公司公告，湘财证券研究所

图表 5：三家企业直营渠道毛利率



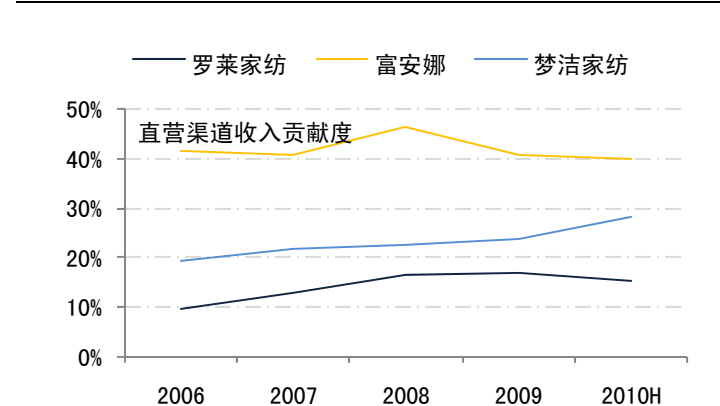
数据来源：公司公告，湘财证券研究所

图表 6：三家企业加盟渠道毛利率



数据来源：公司公告，湘财证券研究所

图表 7：三家企业直营渠道收入贡献度

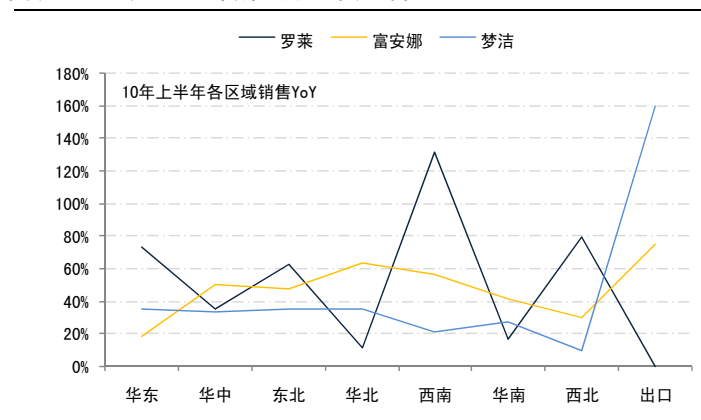


数据来源：公司公告，湘财证券研究所

三、分区域看，罗莱依然胜出

上半年，罗莱在四个区域的销售增速位于三强之首，其中华东、东北等强势区域优势不断巩固，西南和西北发展速度惊人。富安娜在三个区域排名第一，其中华南的领先地位依然无法撼动，华中和华北等弱势区域成绩斐然，不过在其重点地区华东却表现一般，主要系当地竞争非常激烈，未来公司的发展重心还是在沿海地区。梦洁各销售区域的发展都比较平衡，不过在销售规模方面较罗莱和富安娜的差距正在拉大。

图表 8：三家企业直营渠道收入贡献度

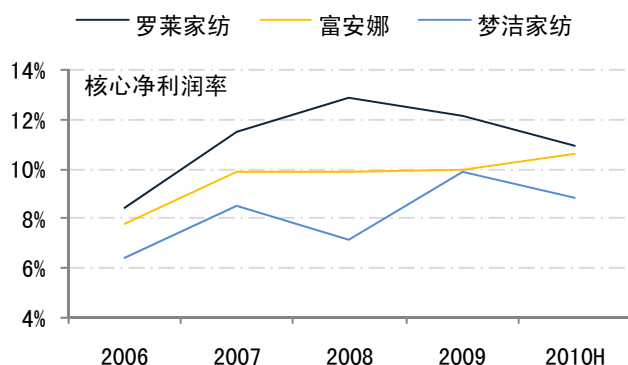


数据来源：公司公告，湘财证券研究所

四、财务分析及盈利预测

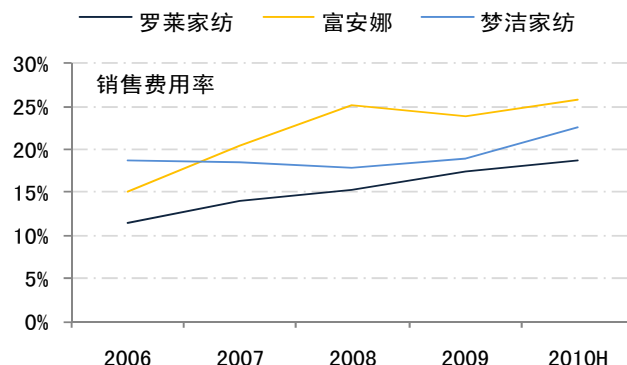
由于在前期深度报告中已对三家企业的财务指标做了详细分析，这里我们仅对最核心的几项指标进行分析比较。我们认为，渠道为王已成为我国家纺行业不争的事实，在规模大幅提升的情况下企业如能继续保持盈利水平的稳步提升才能最终脱颖而出，从区域性龙头成为全国性的家纺龙头。上市后随着销售网络的扩大以及募集资金到位，三家企业的销售费用率都有所上升，财务费用率小幅下降。管理费用率方面，罗莱和梦洁保持稳定，富安娜小幅上升，主要还是由于较高比重的直营渠道要求更高的管理成本。总体来说，期间费用率控制能力最强的依次为罗莱家纺 > 富安娜 > 梦洁家纺。从核心净利润率来看，上半年富安娜整体毛利率提升幅度较高直接带动核心净利润率稳步提升，而罗莱和梦洁均有不同程度的下降。综合来看，我们认为罗莱上半年的经营表现可圈可点，其龙头地位得到不断强化。

图表 9：三家企业核心净利润率比较



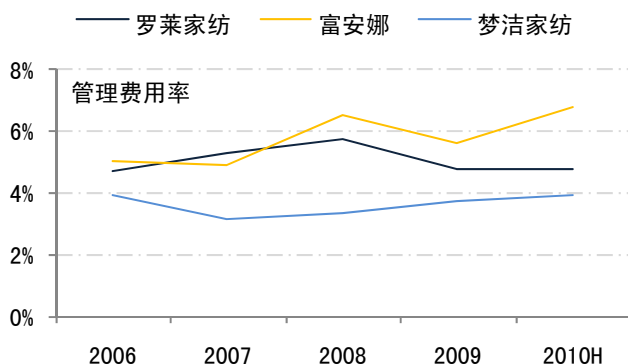
数据来源：公司公告，湘财证券研究所

图表 10：三家企业销售费用率比较



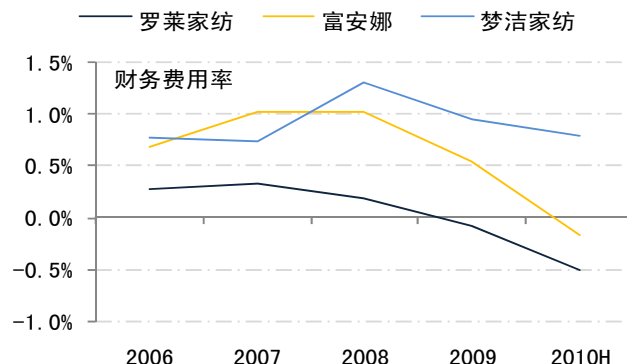
数据来源：公司公告，湘财证券研究所

图表 11：三家企业管理费用率比较



数据来源：公司公告，湘财证券研究所

图表 12：三家企业财务费用率比较



数据来源：公司公告，湘财证券研究所

我们对三大家纺企业的盈利预测如下：

表 2：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	14.07	17.48	21.29	
YoY		23%	24%	22%	23%
毛利率	39.1%	40.0%	40.5%	41.0%	
销售费用率	17.6%	18.5%	19.5%	20.5%	
管理费用率	4.8%	5.0%	4.8%	4.6%	
财务费用率	-0.1%	-1.0%	-0.5%	0.0%	
所得税率		25%	25%	25%	
核心净利润	1.39	1.85	2.19	2.54	
YoY		33%	19%	16%	22%
核心 EPS（元）	0.99	1.32	1.56	1.81	

数据来源：湘财证券研究所

表 3：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	10.47	13.81	17.59	
YoY		32%	32%	27%	30%
毛利率	42.99%	46.00%	46.50%	47.50%	
销售费用率	23.8%	25.5%	26.0%	26.5%	
管理费用率	5.6%	6.5%	7.0%	7.5%	
财务费用率	0.5%	-0.5%	0.0%	0.0%	
所得税率		22%	24%	25%	
核心净利润	0.79	1.18	1.42	1.78	
YoY		50%	20%	26%	31%
核心 EPS（元）	0.59	0.88	1.06	1.33	

数据来源：湘财证券研究所

表 4：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	8.57	10.73	13.08	
YoY		36%	25%	22%	28%
毛利率	36.3%	38.0%	38.5%	39.0%	
销售费用率	18.9%	21.0%	21.5%	22.0%	
管理费用率	3.8%	4.0%	4.0%	4.0%	
财务费用率	0.9%	0.4%	0.0%	0.0%	
所得税率		15%	15%	15%	
核心净利润	0.79	0.92	1.19	1.45	
YoY		16%	29%	22%	22%
核心 EPS（元）	1.25	1.46	1.88	2.29	

数据来源：湘财证券研究所

投资建议：从我们 5 月份推荐家纺板块到现在为止，罗莱家纺期间涨幅为 28%，富安娜为 40%，梦洁家纺为 15%，而沪深 300 跌幅约为 2%，家纺板块超额收益明显。对于未来 6 个月的判断，我们认为目前家纺板块估值已经较高，虽然受消费升级带动加上板块概念较新、业绩确定性强、三家公司又处于我国家纺行业第一集团，家纺板块理应享受一定估值溢价，未来还有一定趋势投资价值。但是我们认为下半年家纺企业销售增速在房地产调控的滞后效应以及原材料价格风险剧增的影响下会有所减缓，投资者应注意风险控制。

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。