

家纺行业

行业高速增长不减档，中期投资机会正在来临

评级：**增持**

前次：**增持**

消费品小组

分析师

徐晓艳

谢刚

S0740210080002

S0740210090003

0531-68889515

021-20315178

xuxy@qlzq.com.cn

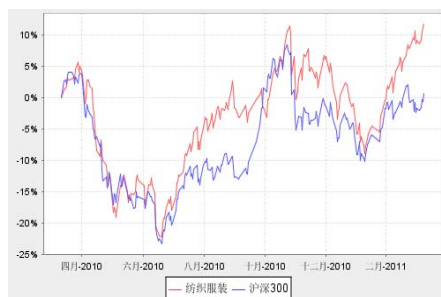
xiegang@qlzq.com.cn

2011 年 3 月 30 日

基本状况

上市公司数	3
行业总市值(亿元)	170.68
行业流通市值(亿元)	42.93

行业-市场走势对比



重点公司基本状况

重点公司	指标	2010A	2011E	2012E
罗莱家纺	股价(元)	64.00	64.00	64.00
	摊薄每股收益(元)	1.49	2.16	2.88
	总股本(亿股)	1.40	1.40	1.40
	总市值(亿元) 投	89.83	89.83	89.83
富安娜	股价(元)	34.27	34.27	34.27
	摊薄每股收益(元)	0.93	1.22	1.64
	总股本(亿股)	1.34	1.34	1.34
	总市值(亿元)	45.89	45.89	45.89
梦洁家纺	股价(元)	37.00	37.00	37.00
	摊薄每股收益(元)	1.08	1.41	1.82
	总股本(亿股)	0.95	0.95	0.95
	总市值(亿元)	34.97	34.97	34.97

备注：重点公司排列顺序为：本公司推荐一、本公司推荐二、本公司推荐三

投资要点

- 我们的研究表明，房地产短期影响不改家纺蓬勃发展之势，未来十年中国家纺消费增速可达 **15.58%**。相对于房地产投资对家纺消费需求有限且滞后影响，GDP 对家纺消费需求的影响更大。由于所处的经济发展阶段、城镇化进程、家纺发展阶段和消费饱和度的差异，中国家纺行业不会重蹈日本覆辙，因此不必过于担心房地产市场调整对家纺消费带来大的冲击，我们依然坚定看好家纺行业未来十年的发展前景。
- 中高收入居民家纺消费支出比例大于低收入，中高端家纺产品具有较大的市场空间。根据 Euromonitor 报告的预测，2010-2012 中高端产品消费增速高于低档产品 8 个百分点。罗莱、富安娜和梦洁品牌都定位于中高端，将充分享受行业快速增长带来的市场发展机遇。
- 在区域龙头向外围市场的扩张过程中，成功的关键在于公司能否重复核心区域销售成功的路径，能否根据区域的消费特征进行品牌和销售策略的适时调整。我们认同公司根据市场和自身发展特征进行策略适时调整的做法，认为调整的过程中探索出适合自己的品牌渠道经营方式是每个企业通向成功的必需流程。
- 加盟政策的差异导致加盟渠道扩张速度不同。我们认为罗莱更侧重于加盟商的利益，在直营和加盟区域划分、授信条件和加盟店铺面积要求、促销和供货速度等方面对加盟商销售的促进力度大于富安娜和梦洁。通过建立加盟店铺经营模型可知，店铺投资收益率和利润率排序依次为罗莱、富安娜和梦洁，加盟政策结果导致罗莱加盟数量和盈利能力高于富安娜和梦洁。
- 现阶段家纺企业复制品牌服饰的成长路径发展，发展模式与品牌服饰及女鞋呈现出更多的共性。我们的分析显示，快速发展阶段渠道建设对业绩增长驱动力要大于品牌价值的提升。我们认为未来 3-5 年，外部渠道扩张对业绩增长的驱动力仍旧存在，仍将渠道规模扩张作为判断家纺成长性的首要指标。
- 投资策略：中长期投资机会正在来临。我们根据产品特征、渠道模式、品牌定位和生产模式逐层衡量家纺企业的核心竞争力及成长性，建议首推罗莱，其次为富安娜和梦洁，构建投资组合的权重分别为 50%、25%和 25%。另外，关注 4、5 月份秋冬订货会数据可能超预期，可能成为家纺股票表现的潜在催化剂。

内容目录

房地产短期影响不改家纺蓬勃发展之势	- 4 -
问题 1: 中国家纺消费是否重蹈日本覆辙?	- 4 -
日本: 房地产市场调整致使家纺消费长期低迷	- 4 -
房地产调控对中国家纺消费需求影响不能简单等同于日本	- 5 -
问题 2: 房地产市场对中国家纺消费的影响究竟有多大?	- 8 -
问题 3: 未来十年中国家纺消费增速有多大?	- 8 -
家纺模仿品牌服饰发展模式, 处于外围市场深化拓展阶段	- 10 -
品牌、营销和供应链管理体现经营策略差异	- 10 -
区域发展三部曲: 核心区域—外围市场—全国范围	- 12 -
罗莱和富安娜区域发展进程快于梦洁	- 13 -
区域特征促使公司适时调整品牌和渠道战略	- 14 -
产能是保证竞争力的充分条件	- 15 -
家纺消费中对品质的要求较高	- 15 -
三大家纺生产能力分析	- 17 -
家纺行业: 品牌竞争时代来临	- 18 -
中高端产品消费需求具有较大增长空间	- 18 -
中高端产品消费增速高于低档产品 8 个百分点	- 20 -
三大家纺多品牌构成差异明显	- 20 -
行业进入壁垒低, 渠道资源的稀缺性至关重要	- 21 -
渠道数量和布局形成行业进入壁垒	- 21 -
三大家纺未来都将加强直营网络的建设	- 22 -
加盟政策的差异导致加盟渠道扩张速度不同	- 22 -
成长性分析: 渠道扩张助推业绩提升	- 26 -
投资策略: 行业高速增长不减档, 中长期投资机会正在来临	- 27 -
行业重点公司解析	- 29 -
罗莱家纺: 因时而变, 渠道先行的华东家纺龙头, “买入”评级	- 29 -
富安娜: 艺术家纺独树一帜 战略布局剑指全国, “买入”评级	- 29 -
梦洁家纺: 品牌设计水平领先 渠道扩张已踏征程, “买入”评级	- 30 -

图表目录

图表 1: 日本家纺消费随房地产市场发展呈现出相同的特征	- 4 -
图表 2: 日本家纺消费与房地产交易量	- 5 -
图表 3: 住宅投资额的下降造成家纺消费的减少	- 5 -
图表 4: 日本家纺消费受前期消费、前期 GDP 和住宅投资的影响	- 5 -
图表 5: 人均 GDP: 2009 年中国相当于日本 1973 年的水平	- 6 -
图表 6: 日本家纺消费按人均 GDP 划分的阶段	- 6 -
图表 7: 日本城镇化率高达 86%	- 7 -
图表 8: 中国 47% 城镇化率等同日本 50 年代水平	- 7 -

图表 9: 行业发展阶段的特征.....	- 7 -
图表 10: 家纺支出总额与前期 GDP, 前两期的住宅投资额显著相关.....	- 8 -
图表 11: 回归预测三种情形下未来十年家纺消费增速预测.....	- 8 -
图表 12: GDP 和住宅投资额对家纺消费影响的敏感性分析.....	- 9 -
图表 13: 2010-2020 年家纺消费支出复合增长率为 15.58%.....	- 9 -
图表 14: 不同行业经营策略的比较.....	- 11 -
图表 15: 阶段发展特征描述.....	- 12 -
图表 16: 三大家纺具备绝对优势的区域布局.....	- 13 -
图表 17: 梦洁对单一市场的依赖程度最大.....	- 14 -
图表 18: 梦洁市场规模逐步被罗莱和富安娜赶超.....	- 14 -
图表 19: 2009 年人均床品消费支出 62.21 元.....	- 15 -
图表 20: 人均床品消费占比为 0.55%.....	- 15 -
图表 21: 家纺消费中对品质的要求最高.....	- 16 -
图表 22: 家纺公司业务价值链主要体现在生产、批发和部分零售环节.....	- 17 -
图表 23: 江苏省不同收入组家纺消费金额.....	- 19 -
图表 24: 浙江省不同收入组家纺消费金额.....	- 19 -
图表 25: 2008 年江苏床品消费占比为 0.60%.....	- 19 -
图表 26: 江苏家纺消费占比呈上升态势.....	- 19 -
图表 27: 浙江家纺消费支出占比为 0.52%.....	- 19 -
图表 28: 浙江家纺消费占比比较平稳.....	- 19 -
图表 29: 中高端产品消费增速高于低端产品.....	- 20 -
图表 30: 罗莱、富安娜和梦洁品牌皆定位于中高端.....	- 20 -
图表 31: 当前渠道数目和布局形成行业壁垒.....	- 22 -
图表 32: 三大家纺加快推进直营网络建设.....	- 22 -
图表 33: 直营单店收入也将显著提高.....	- 22 -
图表 34: 销售策略对比: 罗莱更倾向于加盟商.....	- 24 -
图表 35: 一线城市中相同店铺罗莱、富安娜和梦洁加盟收益的对比.....	- 25 -
图表 36: 三大家纺加盟渠道数目对比.....	- 26 -
图表 37: 三大家纺加盟单店收入对比.....	- 26 -
图表 38: 家纺店铺数目增长空间很大.....	- 26 -
图表 39: 上市效应促使罗莱渠道扩张加速.....	- 26 -
图表 40: 上市效应促使富安娜渠道扩张加速.....	- 27 -
图表 41: 上市效应促使梦洁渠道扩张加速.....	- 27 -
图表 42: 公司业绩增长途径.....	- 27 -
图表 43: 2011 年以来家纺上市公司股价调整幅度远高于平均水平.....	- 28 -
图表 44: 品牌服饰和家纺类上市公司估值水平.....	- 29 -

房地产短期影响不改家纺蓬勃发展之势

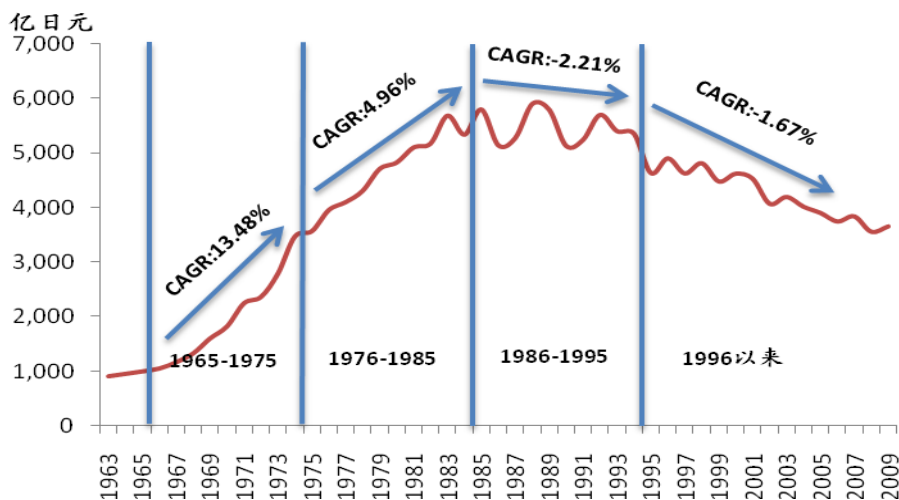
问题 1: 中国家纺消费是否重蹈日本覆辙?

- 乔迁需求成为中国家纺消费中最重要的不确定性因素。家纺消费主要分为婚庆、旅馆酒店、日常更新和住房搬迁四类需求。其中中国适婚人数稳定，婚庆需求将保持 15% 以上增长；旅游需求快于旅游收入的增速，增速预期 15% 左右；更新需求作为最根本的需求，动力在于消费观念的改变和城镇化进程的推动，5-10 年内增速在 20% 以上。而当前由于房地产市场的调控政策，乔迁需求成为家纺消费最重要的不确定性因素。
- 日本由于房地产市场的调整致使家纺消费的长期低迷，中国房地产市场的调控将造成房地产投资和交易量的下降，那么中国家纺的消费是否重蹈日本的覆辙呢？

日本：房地产市场调整致使家纺消费长期低迷

- 家纺用品作为家居生活的重要部分与房地产市场高度相关。以日本为例，居民家纺消费随着房地产市场的周期波动呈现相同的阶段特征：在房地产市场繁荣时期，家纺消费呈快速增长态势；在房地产增速放缓时期，家纺消费增速随之下降；在房地产低潮时期，家纺消费持续低迷。
- 经历 1965-1975 房地产市场快速发展的十年，1976-1985 平稳发展的十年，1986-1995 失落的十年，1996 年以来房地产的持续低潮导致家纺消费停滞不前。

图表 1: 日本家纺消费随房地产市场发展呈现出相同的特征



按房地产发展划分的阶段:

1965-1975: 房地产市场发展的黄金十年，居民家纺消费快速增长。

1976-1985: 房地产繁荣后的调整，家纺消费增速放缓。

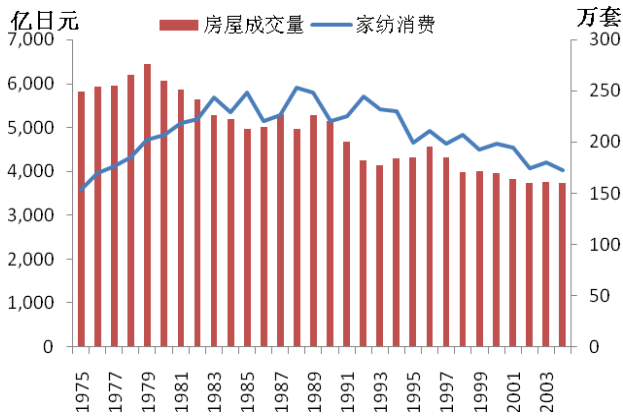
1986-1995: 失落的十年，房地产泡沫的破灭，家纺消费负增长。

1996 以来: 房地产市场持续调整，家纺消费持续低迷。

来源：齐鲁证券研究所，日本家纺消费根据日本统计局公布的每户消费数据测算

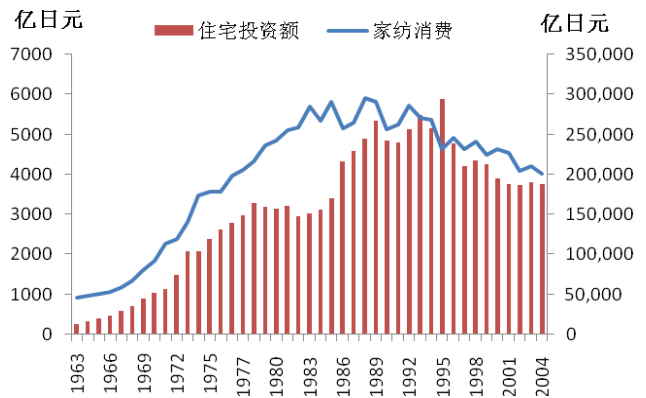
- 以回归的方法对日本房地产市场对家纺消费的影响进行统计分析，选取房地产市场具有代表性的指标：成交量和住宅的投资额。统计分析发现，家纺消费与成交量和投资额的相关系数分别为 0.02 和 0.88，说明家纺消费与房地产市场之间高度相关。

图表 2: 日本家纺消费与房地产交易量



来源: 齐鲁证券研究所

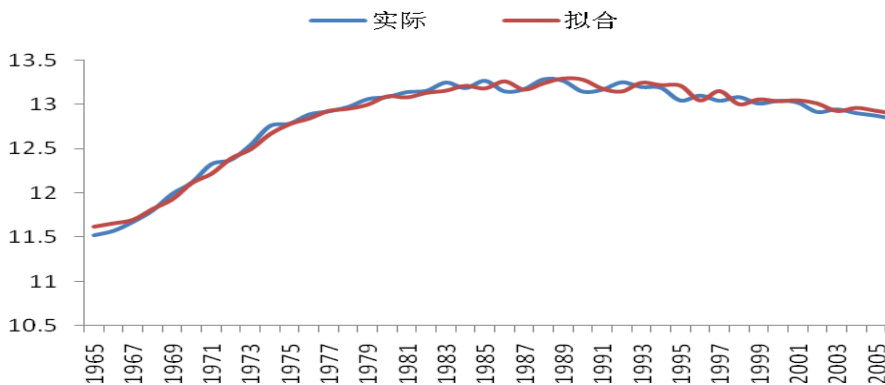
图表 3: 住宅投资额的下降造成家纺消费的减少



来源: 齐鲁证券研究所

- 从数据分析来看, 房地产市场对家纺消费的影响非常大, 特别是 1986 年日本商业地产的迅速发展的过程中泡沫的磨灭对家纺消费造成的影响是非常大的。

图表 4: 日本家纺消费受前期消费、前期 GDP 和住宅投资的影响



回归结果:

$$\ln Y = 1.32 + 0.90 \cdot \ln Y(-1) - 0.17 \cdot \ln GDP(-1) + 0.18 \cdot \ln I(-2)$$

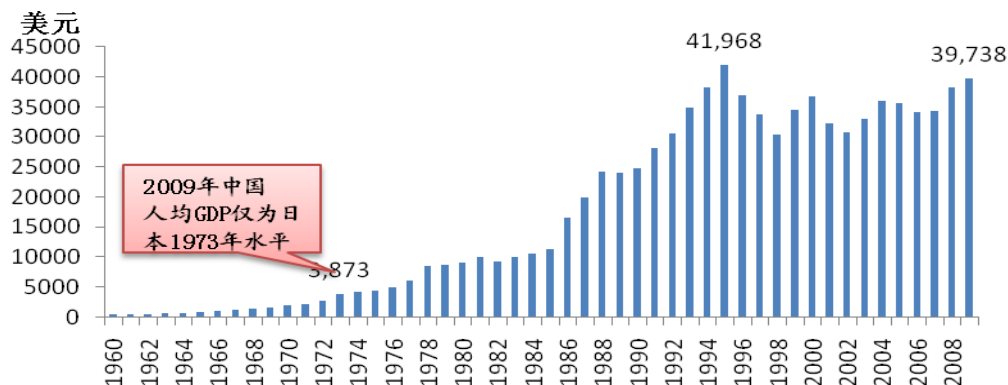
其中: 可决系数为 0.97,
Y 为家纺消费值, I 为住宅投资额, Ln 是取得对数, (-1)、(-2) 分别指前一期和前两期的数值。

来源: 齐鲁证券研究所

房地产调控对中国家纺消费需求影响不能简单等同于日本

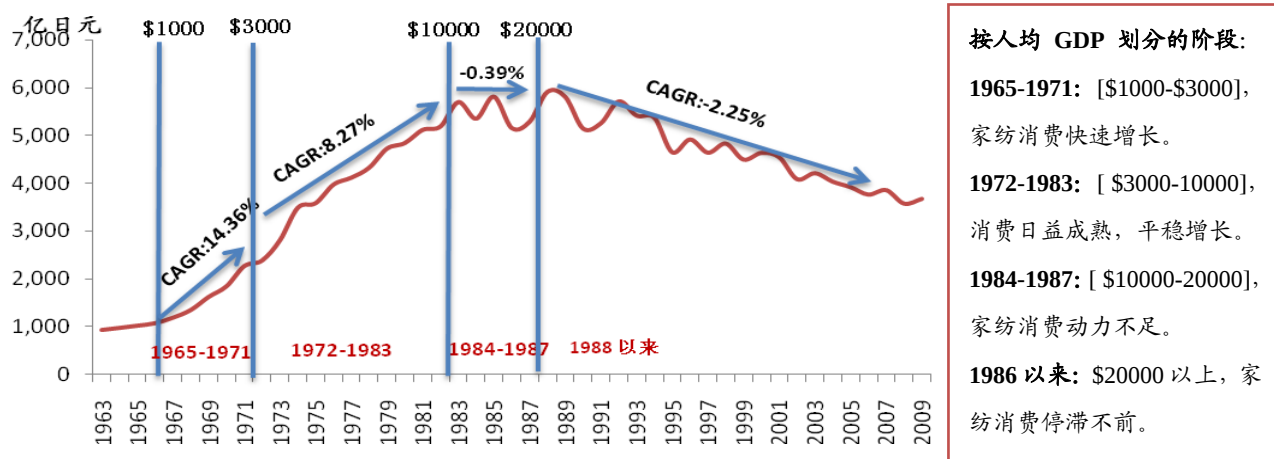
- 近期中国房地产政策的陆续出台引发市场对家纺市场的担忧, 但是我们认为中国重蹈日本的覆辙的可能性不大:
 - **经济发展阶段不同:** 2009 年中国人均 GDP 仅为 3744 美元, 基本与 1973 年的日本持平。1972-1983 年日本家纺消费日益成熟, 呈现平稳增长特征, 十年的复合增长率达 8.27%。测算可知, 中国经济如按照日本人均 GDP 年均 10% 的增速, 家纺消费平稳增长时期仍将维持十年。

图表 5：人均 GDP：2009 年中国相当于日本 1973 年的水平



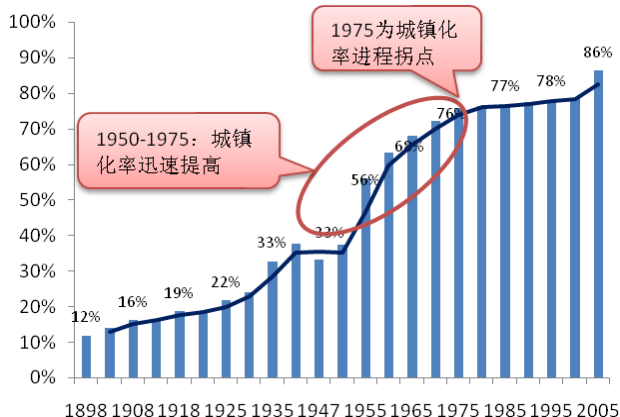
来源：世界银行，齐鲁证券研究所

图表 6：日本家纺消费按人均 GDP 划分的阶段

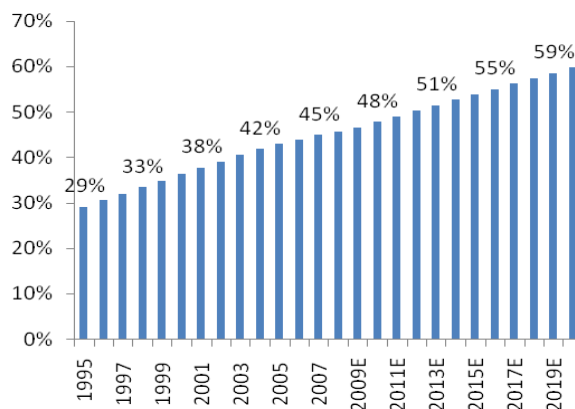


来源：齐鲁证券研究所

- **城镇化进程具有差别：**日本自 1975 年出现城镇化进程的拐点，当前城镇化进程基本完成，2005 年的城镇化率已达 86%，而当前中国 47% 的城镇化率仅相当于日本 50-60 年代的水平，预计 2020 年达到 55%，距离日本 1975 年 76% 的城镇化水平，仍有较大差距。中国城镇化进程的加快将为家纺消费提供坚实的支撑。

图表 7：日本城镇化率高达 86%


来源：齐鲁证券研究所

图表 8：中国 47% 城镇化率等同日本 50 年代水平


来源：齐鲁证券研究所

- **家纺发展阶段的差别：**当前中国家纺市场发展阶段相当于日本 70s 初的水平，正处于快速发展向稳定成长的过渡时期，而日本的家纺市场已经处于成熟时期。

图表 9：行业发展阶段的特征

	快速成长阶段	稳定发展阶段	成熟时期
品牌特征	自然品牌阶段，品牌数量有限	品牌竞争时期，品牌数量增多，优势品牌区域扩张	品牌多元化时期，全国性的品牌已经形成，品牌竞争格局保持稳定
市场特征	行业进入门槛较低 市场集中度低 供应链和渠道粗放式管理	行业进入门槛提高 市场集中度提高 供应链和渠道管理转向精细化	行业进入门槛较高 市场集中度保持稳定 严格成本控制，寻求多样化的销售途径
区域	公司所在地的区域性品牌	以所在地为核心向外围不断扩张	成长为全国范围的品牌
消费特征	性价比为关注焦点，具备初步的品牌意识	品牌意识增强，追求个性化消费	居民消费理念成熟，寻求快捷、低廉的购买途径，中档高品质产品备受青睐
目标	追求规模的粗放式增长	品牌运营和渠道的精细化管理	成本的控制和理念的宣传
小结	中国家纺行业正处于快速成长向平稳发展过渡时期，发展目标由规模扩张逐步转化为供应链和渠道的精细化管理，区域发展正处于所处区域向外围的不断扩张的阶段。 相比日本，中国家纺品牌之间市场地位的差距较小，公司成长成为行业龙头的可能性较大，行业发展的空间和公司收入增长的弹性要远高于日本。		

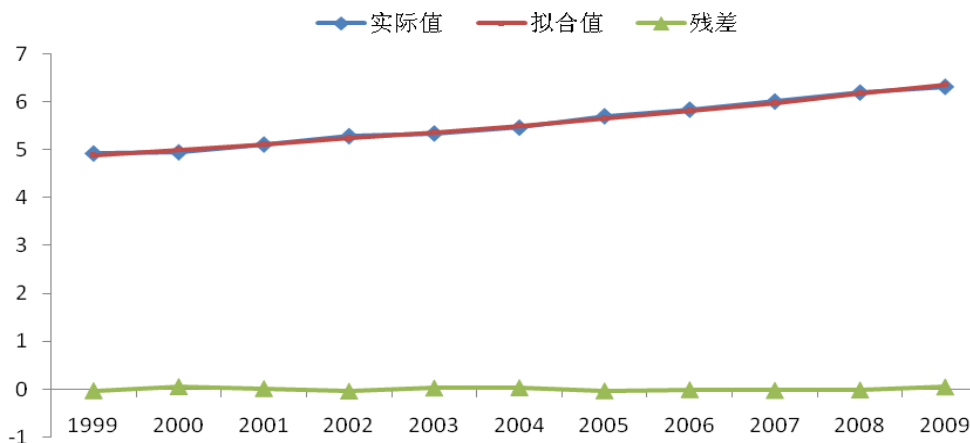
来源：齐鲁证券研究所

- **小结：**我们认为相对日本饱和的家纺市场，中国家纺市场发展空间仍很巨大，饱和性的日本家纺市场对房地产变化更为敏感，而中国家纺需求对房地产的弹性较小。
- **当前不能盲目夸大房地产交易下滑对中国家纺消费的影响。**虽然日本房地产市场的低潮对饱和性的家纺行业造成 20 余年的萎靡不振，但是中国可通过新增家纺消费需求（尤其是居民更新速度的提高）削弱房地产市场对家纺需求的影响。

问题 2：房地产市场对中国家纺消费的影响究竟有多大？

- 为了更直观的描述房地产市场的影响程度，选取家纺支出总额，GDP，当年住宅完成投资额和房屋销售额为指标，进行回归分析。结果显示，家纺支出总额与前期 GDP，前两期的住宅投资额显著相关，而与房屋销售额相关性不显著。

图表 10：家纺支出总额与前期 GDP，前两期的住宅投资额显著相关



回归结果：

$$\ln Y = -5.25 + 0.71 \cdot \ln GDP(-1) + 0.24 \cdot \ln I(-2)$$

其中：可决系数为 0.97，
Y 为家纺消费值，I 为住宅完成投资额，Ln 是取得对数，(-1)、(-2) 分别指前一期和前两期的数值。

来源：齐鲁证券研究所，其中家纺消费支出根据城镇居民床上用品支出测算

- **GDP 的影响远大于房地产投资：**回归结果显示，上年 GDP 和前年的住宅投资完成额对家纺消费支出的影响显著，影响系数分别为 0.71 和 0.24，说明居民收入水平对家纺消费的影响要远大于房地产投资。
- **房地产投资影响滞后两年：**回归过程中发现，家纺消费基本不受当年和去年的住宅投资额的影响，而前年住宅投资的影响显著，说明房地产投资对家纺消费的影响的滞后时间是两年。

问题 3：未来十年中国家纺消费增速有多大？

- 只考虑 GDP 和房地产投资的影响的情况下，乐观预测家纺消费未来十年的复合增长率为 **14.72%**。其中假定家纺消费只受 GDP 和房地产投资的影响，而城镇化率、家纺消费支出比例的数值是固定的。

图表 11：回归预测三种情形下未来十年家纺消费增速预测

	悲观	中性	乐观
GDP 增速	5%	8%	10%
住宅投资增速	8%	18%	25%
CAGR	7.29%	11.88%	14.72%

来源：齐鲁证券研究所

- 在其他条件不变的情况下，如果 GDP 增速为 8%，则住宅完成投资额每变化 1%，家纺消费则同向变化 0.25 个百分点。根据敏感性分析，只考虑 GDP 和住宅投资额的影响，中性预测家纺消费增速在 **6%-11.79%**。

图表 12: GDP 和住宅投资额对家纺消费影响的敏感性分析

%		GDP 增速										
		0	3	5	6	7	8	9	10	11	12	13
住宅完成投资额	0	0.00	2.11	3.51	4.20	4.90	5.59	6.28	6.96	7.65	8.33	9.02
	2.5	0.59	2.71	4.11	4.81	5.51	6.21	6.90	7.59	8.28	8.97	9.66
	5	1.16	3.30	4.71	5.41	6.11	6.81	7.51	8.21	8.90	9.59	10.28
	7.5	1.73	3.87	5.29	6.00	6.71	7.41	8.11	8.81	9.51	10.20	10.90
	10	2.28	4.44	5.87	6.58	7.29	7.99	8.70	9.40	10.10	10.80	11.50
	12.5	2.82	4.99	6.43	7.15	7.86	8.57	9.28	9.99	10.69	11.39	12.10
	15	3.36	5.54	6.99	7.70	8.42	9.14	9.85	10.56	11.27	11.98	12.68
	17.5	3.89	6.08	7.53	8.25	8.97	9.69	10.41	11.12	11.84	12.55	13.26
	20	4.41	6.61	8.07	8.79	9.52	10.24	10.96	11.68	12.39	13.11	13.82
	20.5	4.51	6.71	8.17	8.90	9.63	10.35	11.07	11.79	12.50	13.22	13.93
	25	5.42	7.64	9.12	9.85	10.58	11.31	12.04	12.76	13.48	14.21	14.92

来源：齐鲁证券研究所，其中敏感性分析只考虑 GDP 和住宅完成投资额对家纺消费的影响。

- 考虑城镇化率、家纺消费支出比例和人均可支配收入的变化，测算出：2010-2020 年家纺消费支出复合增长率为 15.58%。家纺消费快于前十年家纺的增速，也高于服装消费增速，2011 年家纺消费支出增幅为 20.03%。

图表 13: 2010-2020 年家纺消费支出复合增长率为 15.58%

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
城镇人口比重	46.59%	47.79%	49.00%	50.20%	51.41%	52.62%	53.82%	55.01%	56.20%	57.39%	58.56%	59.73%
农村人口比重	53.41%	52.21%	51.00%	49.80%	48.59%	47.38%	46.18%	44.99%	43.80%	42.61%	41.44%	40.27%
城镇收入增速	8.83%	11.00%	11.00%	11.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
农村收入增速	8.25%	14.00%	14.00%	14.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%
家纺占收入比重	0.39%	0.40%	0.42%	0.43%	0.45%	0.46%	0.48%	0.49%	0.51%	0.51%	0.52%	0.53%
服装支出增速	9.70%	14.81%	17.03%	15.82%	13.17%	13.39%	12.86%	12.85%	11.80%	8.83%	10.91%	10.93%
家纺支出增速	12.66%	17.83%	20.03%	18.71%	16.07%	16.35%	15.87%	15.90%	14.87%	11.85%	13.22%	13.19%

来源：齐鲁证券研究所

- 通过测算：2020 年居民家纺消费支出为 2771 亿元，约为 2009 年的五倍。居民消费结构中，家纺消费与服装消费的比例也有 2009 年的 7.61% 增加到 10.02%。
- 我们的观点：房地产投资增速对家纺消费需求影响有限并且滞后，GDP 对家纺消费需求的影响更大。由于所处的经济发展阶段、城镇化进程、家纺发展阶段和消费饱和度的差异，中国家纺行业不会重蹈日本覆辙。综合考虑各方面因素，未来十年中国家纺消费增速可达 15.58%。

家纺模仿品牌服饰发展模式，处于外围市场深化拓展阶段

品牌、营销和供应链管理体现经营策略差异

- 产品属性的差异导致服装、女鞋和家纺在具体的经营策略方面有所不同。休闲、运动服饰和女鞋对供应链管理能力的要求最高，高档服装和家纺对品质的要求较高。不同行业效益增长方式也具有较大不同，高档服装更多的依靠品牌的内生增长，休闲运动服饰、女鞋和家纺更多的依赖于渠道的外在扩张。
 - **发展阶段差异：**高档服装、休闲、运动服饰和女鞋处于成熟期，家纺行业正处于快速成长期。家纺企业主要的策略最大限度的利用资源抢占市场份额，不同于服装中品牌运营和理念的竞争，家纺企业的竞争主要集中在销售渠道掌控能力的竞争，具有地域和先发优势的企业胜出可能性较大。
 - **品牌战略：**女鞋和家纺行业采取的是多品牌战略，而休闲、运动服饰和高档服装一般采取的是单一品牌战略。不能单独评价企业品牌战略和运营模式的优劣，因为两者相互配合才能促使企业健康发展，也成为分享行业成长的最佳方式。
 - **营销策略：**直营和加盟的比重具有较大差异，高端品牌和女鞋直营比例高（其中女鞋主要集中在商场专柜），而休闲服饰和家纺加盟收入占比较高。另外，商场中不同行业专柜的地理位置不同。商场一般依据品牌的销售额进行扣点。特殊的货品陈列使家纺销售终端单位面积的销售额低于服装和女鞋，因此家纺产品一般位于商场的地下或是高层等客流量较少的楼层，扣点率也高于品牌服装3-5个百分点。
 - **供应链管理：**高档服装、女鞋和家纺的自产比例都很大，只有休闲服饰较多的采取轻资产方式。订货策略也有所不同，只有家纺具有一定的换货比例，说明家纺的品牌议价能力不如其他行业。
- 家纺产品特性在经营策略中表现并不明显，发展模式上家纺和品牌服饰以及女鞋仍旧呈现出更多的共性。我们认为现阶段家纺企业模仿品牌服饰的成长路径发展，而随着时间的推移和行业的成熟，行业本身的特性将使家纺企业的经营策略拉大与品牌服饰和女鞋的差异。

图表 14：不同行业经营策略的比较

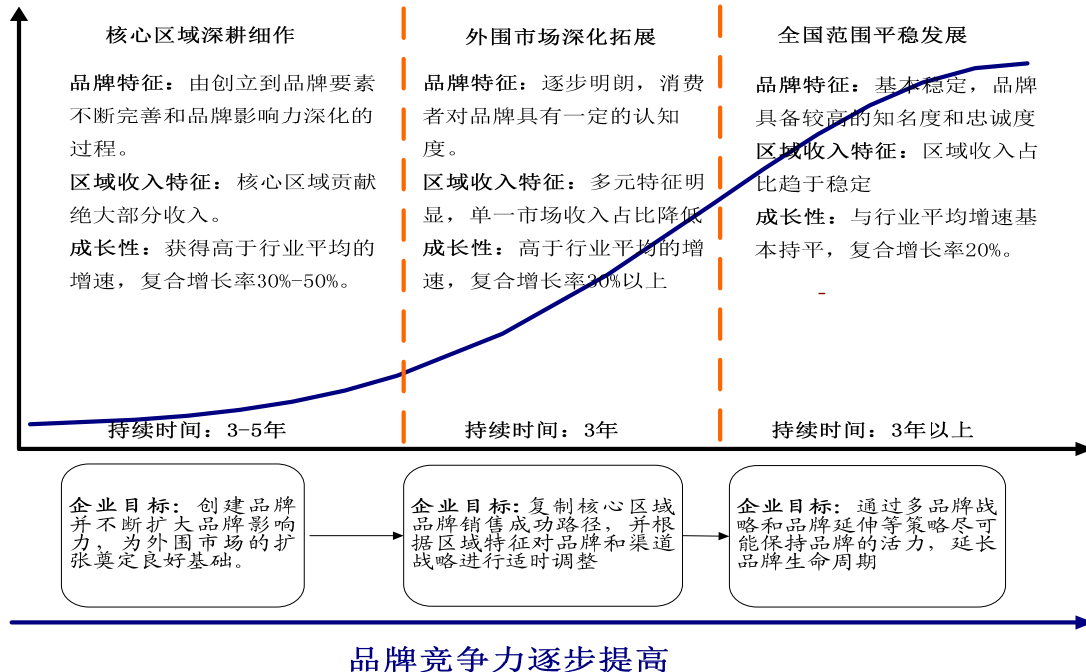
	高档服装	休闲和运动服饰	女鞋	家纺
市场阶段	家纺行业正处于快速成长期，企业主要的策略最大限度的利用资源抢占市场份额，不同于服装中品牌运营和理念的竞争，家纺企业的竞争主要集中在销售渠道掌控能力的竞争，具有地域和先发优势的企业胜出可能性较大。			
关注重心	品牌带来的高端感受，时尚的领导者	时尚和功能性，对时尚性要求低于女鞋	时尚型与搭配效果，对时尚性的要求最高	品质与设计，对时尚性要求最低，产品设计应用周期最长
竞争	高档品牌认知度	品牌和供应链管理	渠道和供应链管理	渠道和生产
品牌战略	单一品牌战略，理解消费者意愿，创建保持与产品相关且吸引力形象	单一品牌策略，利用旗下子品牌覆盖不同风格和档次的人群	多品牌运作模式，构造品牌矩阵覆盖目标人群	多品牌战略，但是单品牌的占比在 80% 以上，品牌定位不够清晰，品牌之间差距不明显
分析	子品牌能够提高新产品的可接受性，降低营销成本，提高成功率；但降低顾客对主品牌的识别，形成子品牌对主品牌的侵蚀。多品牌可以吸引多样化消费的顾客，产生宣传、销售、经营的规模效应；但需要大量时间和资金，对管理能力要求高。 品牌服饰、女鞋和家纺选取了不同的品牌战略，并不能说哪种品牌战略更有优势，而是适合行业和公司经营特征的才是最有价值的。			
渠道数目	消费目的性导致开店比较谨慎 1000 家之内	消费随机性导致专卖店采取密集开店策略	密集型开店，主要为商场专柜	购买具有目的性，一般不密集开店
分析	现阶段家纺的渠道数量远低于休闲、运动服饰和女鞋，家纺渠道数量仍具有较大的扩张空间			
终端销售	直营比例较高	加盟比例较高，逐步增加直营占比	直营占比一半以上	加盟占比较高，直营占比 20-30%
	高档产品一般位于黄金楼层例如商场一层	平效略低于鞋类，服饰产品一般位于 2-5 层	由于平效较高，鞋类一般位于商场黄金楼层	铺货方式导致平效较低，位于商场较差楼层
分析	商场专柜的数目受制与同等档次商场的数量和分配给不同产品的面积结构，直营专卖店的数目受制于公司资源（资金和人才）和区域的店铺资源状况，加盟专卖店受制于区域加盟商和店铺资源状况。			
订货策略	买断制，卖出即计入销售收入	买断制，一般统一定价	买断制，一般统一定价	具有一定的换货比例，价格有一定弹性
分析	家纺加盟具有一定的换货比例，不同于大部分服装品牌采取全国统一价，加盟商定价自主权较高，说明家纺品牌议价能力低于服装和女鞋			
宣传策略	广告投入不大，主要平面广告、节目赞助、VIP 俱乐部和终端形象展示	广告营销力度很大，形象代言，电视广告占比较大，节目赞助也较多	由于所处商场人流密集，广告投入力度较小	广告投入力度较大，宣传形式多样，多采用电视广告和形象代言
分析	宣传方式即是品牌的理念传递给消费者的方式，宣传策略与产品和品牌的定位有关，家纺企业一般采取形象代言人的电视广告形式，但是品牌代言人面临的问题为是否能够将品牌和产品的特性清晰的阐述出来，只有符合品牌定位和产品特性的代言人才能获得预期的效果			
供应链	绝大多数自产，保证品质和高端形象。销量的稳定使公司对供货的速度和数量要求较低。	多采用轻资产模式，要求公司具备快速的供货能力，另外滞销产品处理也提出较高要求	自产占比较大，自有产能可以合理安排生产，保证供货能力	自产占比较大，消费者对品质的要求较高，自有产能可以保证产品品质
效益增长	主要依赖于品牌价值的提升	渠道的扩张，即商场专柜和专卖店的建设及布局	主要依赖商场专柜数量的增长和多品牌店铺的扩张	主要依赖于渠道的横向扩张和渠道向三四线城市的沉淀。
分析	产品属性差异导致服装、女鞋和家纺在具体的经营策略方面有所不同，其中休闲、运动服饰和女鞋对供应链管理要求最高，高档服装和家纺对品质的要求较高。效益增长方式也具有较大不同，高档服装更多的依靠品牌的内生增长，休闲运动服饰、女鞋和家纺更多的依赖于渠道的外在扩张。			
价格敏感	成本占比不大，价格随品牌价值稳步提升。产品销量保持稳定，价格敏感度不高	消费随机性导致价格敏感性较高，但低于女鞋	价格敏感性较高，与衣服搭配性造成销量受价格波动的影响较大	价格敏感性较高，购买一般为了提升家居生活品质，消费者对价格提升接受能力有限
总结	家纺经营策略与服装及女鞋基本相同，并未表现出较大的差异。我们认为现阶段家纺企业模仿品牌服饰的成长路径发展，而随着时间的推移和行业的成熟，行业本身的特性将使家纺经营策略拉大与品牌服饰的差异。			

来源：齐鲁证券研究所

区域发展三部曲：核心区域—外围市场—全国范围

- 我们认为现阶段家纺企业模仿品牌服饰的成长路径发展，品牌服饰的发展过程也对家纺发展具有较强的借鉴意义。参考服装品牌的成长路径，我们认为家纺品牌发展必经的三阶段：核心区域的深耕细作—外围市场的深化拓展—全国范围的平稳发展。

图表 15：阶段发展特征描述



来源：齐鲁证券研究所

■ 第一阶段：基础区域的深耕细作

- 品牌由创立到不断完善深化的过程，品牌特征尚不稳定。品牌创立前期，公司需要在设计、生产和销售之间进行协调，进行充分的市场调查以确保品牌定位迎合消费者需要。同时公司需要逐步加大对品牌的投入促使其发育壮大。
- 单一市场的收入占比超过 50%。公司以所在地为核心进行品牌的宣传，使核心区域消费者对品牌的认知度逐步提升。
- 企业目标：加大对品牌的投入力度，为品牌向外围市场扩张奠定良好基础。
- 持续时间 3-5 年，获得高于行业平均的增速，年复合增长率 30%-50%。

■ 第二阶段：外围市场的深化拓展

- 品牌特征逐步明朗，消费者对品牌的认知度大为增加。经过一段时间的经营，公司品牌
- 单一市场收入占比降低，区域收入趋于多元化。渠道横向扩张的结果是收入对单一市场的依赖降低，区域收入占比不断分散。

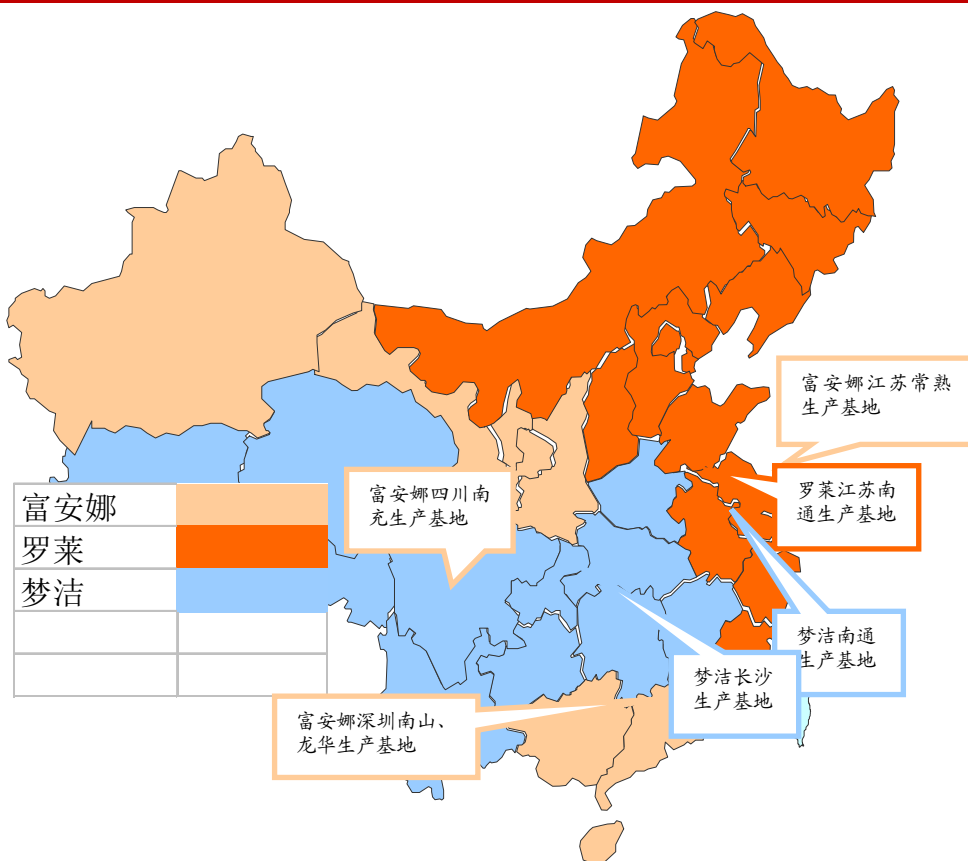
- **企业目标:** 以公司所在地为核心进行渠道规模的横向扩张, 成功的关键在于能否复制在核心区域销售成功的路径, 根据区域消费特征对品牌和渠道战略进行适时调整。
- **持续时间 3 年左右,** 获得高于行业平均的增速, 年复合增长率 30% 以上。

■ 第三阶段: 全国市场的平稳发展

- **品牌走向成熟,** 特征保持稳定, 并且具备较高的知名度和忠诚度。
- **单一品牌和渠道扩张驱动减弱,** 业绩驱动转为渠道区域调整、渠道纵向延伸和品牌价值提升。区域收入占比保持稳定, 渠道横向发展进程基本结束。
- **企业目标:** 通过多品牌或品牌延伸策略保持品牌活力, 延长品牌的生命期限。
- **持续时间 3 年以上,** 获得等同于行业平均的增速, 年复合增长率 20% 左右。

罗莱和富安娜区域发展进程快于梦洁

图表 16: 三大家纺具备绝对优势的区域布局



来源: 齐鲁证券研究所, 其中绝对优势指相比而言公司收入规模最大的区域

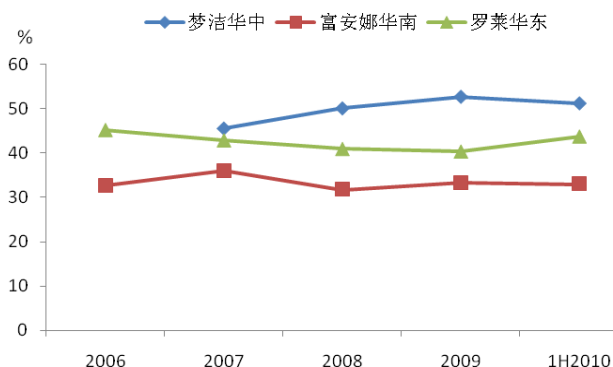
■ 罗莱、富安娜和梦洁凭借所处区域消费实力迅速成长为中国家纺的区域

性龙头。罗莱凭借产业集群的原料和产品配套优势以及加盟销售网络在华东地区的垄断性布局，并结合华东高消费特点代理国际品牌实现规模的快速扩张。梦洁以中部省会城市为中心，凭借高性价比优势，通过培育自主品牌在华中地区具有一定的垄断优势。富安娜则是依靠先进的产品开发能力和鲜明的品牌特征，以华南为核心、华东为重点实现了规模的快速扩张。

■ 当前三大家纺都处于外围市场深化拓展时期，但是梦洁处于前期，而罗莱和富安娜则处于中后期。

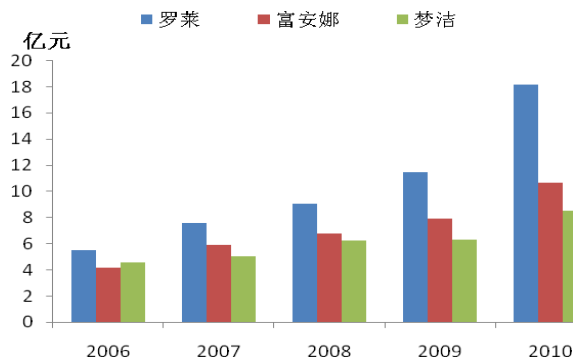
- 罗莱采取多品牌契合多渠道发展的策略，品牌定位不同收入阶层的大众人群，品牌特色不明显，目标定位广泛，有利于公司在行业快速成长时期最大程度的扩张，2005-2010 年的复合增长率 40.47%。
- 富安娜采取适应品牌定位的渠道策略，其品牌风格独特，直营网络优势明显，扩张的速度略低于罗莱，2006-2010 年的复合增长率为 26.34%。
- 梦洁品牌设计能力领先，而对单一市场的依赖和渠道建设的滞后限定其发展速度，2004 年以来市场规模逐步被罗莱和富安娜赶超，2005-2010 年的复合增长率 19.27%。

图表 17：梦洁对单一市场的依赖程度最大



来源：齐鲁证券研究所

图表 18：梦洁市场规模逐步被罗莱和富安娜赶超

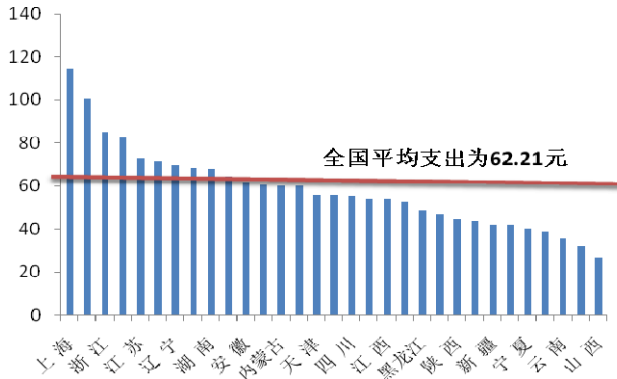


来源：齐鲁证券研究所

区域特征促使公司适时调整品牌和渠道战略

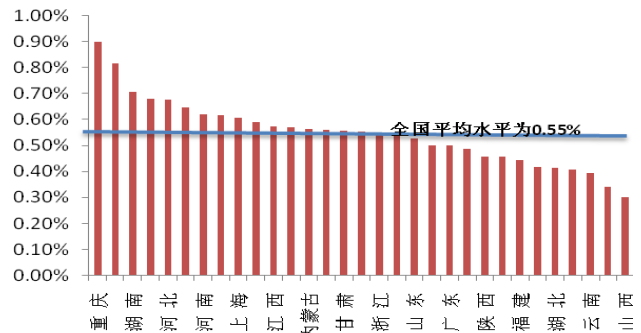
- 区域生活习惯和收入水平等方面的差异导致家纺消费呈现出不同的区域特征。区域消费特征表现在两方面：一是床品消费支出的不同，二是床品消费偏好（体现在色彩、风格和款式等方面）的差异。通过地区床品消费数据分析发现，上海的人均床品消费支出是平均水平的 1.84 倍，重庆的床品消费消费占比是平均水平的 1.63 倍。

图表 19：2009 年人均床品消费支出 62.21 元



来源：齐鲁证券研究所

图表 20：人均床品消费占比为 0.55%



来源：齐鲁证券研究所

- 在区域龙头向外国市场的扩张过程中，成功的关键在于公司能否重复其在核心区域销售成功的路径，能否根据区域的消费特征进行品牌和销售策略的适时调整。
 - 罗莱家纺：通过对订货生产方式、品牌矩阵、渠道构成和终端管理等方面的适时调整，来适应不断变化的市场需求。加大自主品牌的建设，推出儿童品牌 Kids、中低端品牌帝馨、优家和网络品牌 LOVO；加大对终端的控制力度，增强直营网络占比至 20%-30%。
 - 富安娜：对品牌风格、订货方式和渠道构成的调整以加速对外国市场的扩张。不同于罗莱和梦洁的大众化定位，富安娜品牌风格比较独特，这一定程度上限定了其规模扩张速度，2009 年开始，富安娜对品牌风格略作调整，并且着重推出年轻时尚品牌馨而乐。另外未来战略向规模扩张方面倾斜，加盟网络建设将加速。
 - 梦洁家纺：将渠道建设作为下阶段发展重心，加速对空白区域的网络覆盖，加大高端品牌寐的推进力度；公司促销 10%，低于行业平均 20%-30%，未来增加促销比例以促进销售。
- 我们认同公司根据市场和自身发展特征进行策略适时调整的做法，认为调整的过程中探索出适合自己的品牌渠道经营方式是每个企业通向成功的必需流程。

产能是保证竞争力的充分条件

家纺消费中对品质的要求较高

- 不同于对服装的随机性消费，人们对家纺产品的购买一般具有明确的目的性，如婚庆、乔迁、旅游和更新等目的。消费习惯的存在使人们对家纺消费的数量在一定时期内保持稳定，婚庆和乔迁所引起的需求是总需求中最易变动的部分。因此，人们对家纺消费数量的弹性略低于服装。
- 美国棉花公司 2009 年家纺用品调查报告显示，产品的品质是人们购买

家纺产品最主要的考虑因素，其中柔软度、耐用度和易于清洗的程度是关注的重点。而对于服装而言，人们对款式和时尚性的要求最高，人们对服装品牌的重视程度要远高于家纺。

图表 21：家纺消费中对品质的要求最高

女性期望具有的产品特性			
% 购买家纺产品时认为重要的产品特点或功能			
	浴巾	床单	床罩
柔软	94	92	88
耐用	89	89	88
易于清洗	87	85	90
颜色/款式	84	84	89
不易褪色	80	79	82
纤维成份	75	80	71
支数	—	82	68
干燥时间	53	55	66
品牌名称	30	33	33

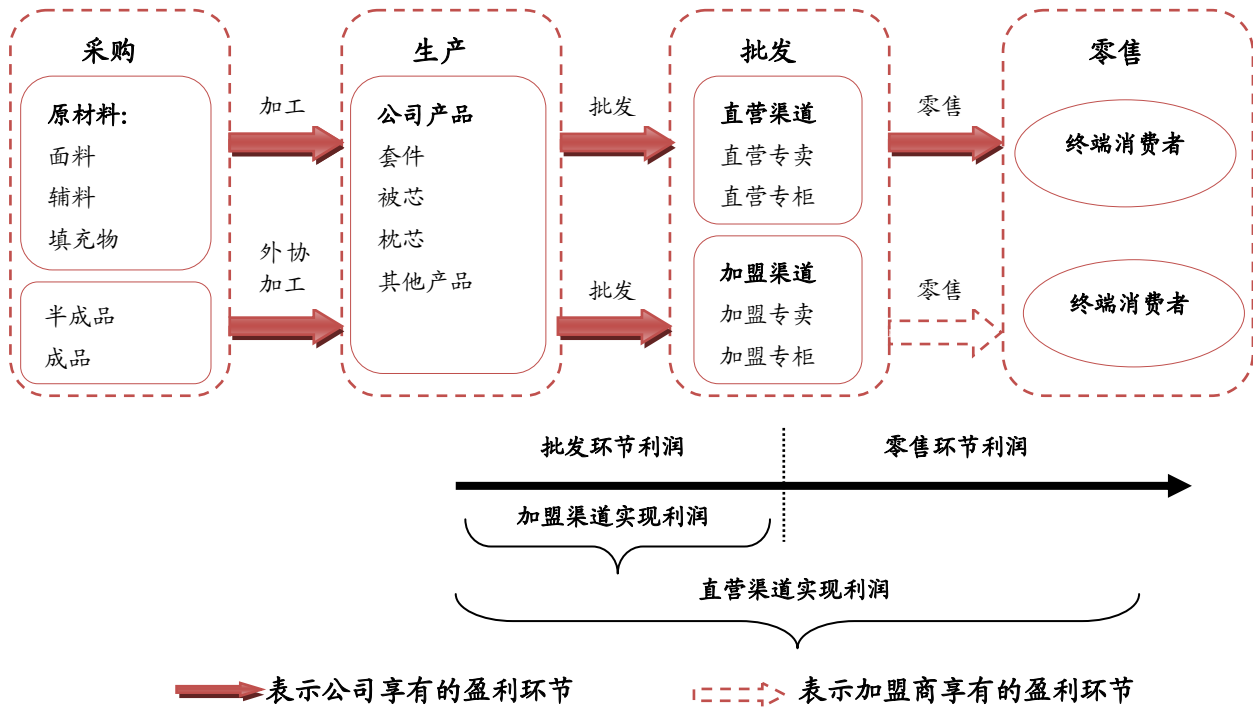
来源：美国棉花公司 2009 年家纺用品调查报告，齐鲁证券研究所

■ 为更清晰的分析家纺产品的消费特征，我们对家纺和服装做消费进行简单比较：

- **家纺行业对功能性面料设计推出的需求高于服装。**一般而言家纺和服装企业面临同一批的面料供应商，家纺面料需求种类和纺织支数低于服装，但是对产品透气、柔软、清洗容易程度和印染的要求较高，对新型面料的推出的需求也要高于服装。
- **家纺产品季节性表现弱于服装。**温度的变化促使人们在不同的季节、不同的场合穿不同服装，而家纺产品季节性差异主要集中在产品的色彩而非功能性方面，床上用品一般一年四季都可以使用，季节性波动不明显。
- **对设计能力和供应链管理要求低于服装。**相比于服装，人们对家纺消费时尚性要求最低，家纺产品设计的生命周期更长。这意味着人们对家纺新品推出速度和种类的要求低于服装，即对家纺设计能力和供应料管理能力的要求低于服装。
- **对公司采购和生产能力提出较高要求。**人们对家纺品质的高要求促使企业在原料采购、制造环节中提高产品的品质，这就对企业的采购能力和生产能力提出较高的要求，企业必需保证原料采购品质的稳定性，必需具备一定自产产能以保证产品品质，而不是像服装一样可以采用轻资产模式，完全寄希望于外包。

三大家纺生产能力分析

图表 22：家纺公司业务价值链主要体现在生产、批发和部分零售环节



来源：公司公告，齐鲁证券研究所

- **产品设计分析：**家纺消费对时尚性的要求弱于服装，产品流行的生命周期也长于服装，因此家纺企业在设计投入少于服装，2008 年富安娜和罗莱的研发投入占比分别为 1.26%、1.24%。三者研发水平差别不大，在产品生命周期越来越短的情况下，三者都需要加大对产品设计的投入。
 - **罗莱依托上海设计中心，推出新品速度较快：**设计师 100 人。每年研发分两季推出新款单套件和被芯类产品 100 多种，目前公司每年新品销售额为 30%左右。
 - **富安娜：**设计风格最为鲜明，首次推出代表国内行业最高水准艺术平网印花系列产品。每年推出新款花型 100 多种、新产品 400 多款设计，研发 100 人。
 - **梦洁依托湖南政府的力量建立省级技中心，推出新品数量最多。**采取首批新品小量试销政策，新品推出成功率较高。每年推出新产品 600 余款，新品销售占比 50%，专业人员 71 人。
- **原料采购分析：**三大家纺都有地处家纺集群的生产基地，从而都具有一定的原料优势。其中罗莱产业集群优势最为明显，富安娜和梦洁的生产基地较为分散，这在充分利用各地资源，分散生产风险之外，也带来物流和管理方面的压力。
 - **罗莱：**生产基地位于江苏南通，具有南通、海门产业集群优势。公司具备一定的原料资源有限使用权，外在产能的有效补充也增强产品生产供应的灵活性。

- **富安娜：**具有深圳南山、龙华和江苏常熟家纺生产基地，四川南充生产基地。公司能够充分利用各地原料资源，减少对单一市场采购集中的风险。
- **梦洁：**长沙工业园和南通生产基地，生产主力在长沙，南通主要负责外协和外贸产品。
- **生产方式分析：**三者都采取自产和委托加工相结合的生产方式，其中梦洁外协加工的比例较大。我们认为由于消费者对家纺品质要求较高，自产比例较大是相当有必要的。
 - **罗莱：**2009 年中期自主生产 75%，外协加工 16%，贴牌 8%。外协工序为绣花、，绗绣和缝制，贴牌生产主要为夏令用品和其他饰品类（如毯类、毛浴巾类、凉席、蚊帐等）。
 - **富安娜：**除坯布印染工序全部委托外协单位加工外，其他工序主要为自制生产。但在旺季时会少量委托外协单位加工部分绣花件、被芯和枕芯类产品。家居类产品基本为外协加工方式生产。
 - **梦洁：**2009 年绣花套件类、被芯类和其他产品类外协部分占该类产品成本比例分别为 13.2%、 23.42%和 31.2%。
- **产能分析：**对比当前三大家纺企业的产能，梦洁与富安娜和罗莱差距较大，富安娜和罗莱相差不大，募投项目完成后，三者产能差距拉大，富安娜产能规模最大。
 - **罗莱：**2009 年套件、被芯和枕芯分别为 122、137、175 万套(件)，募投项目建设 2 年，达产后套件、被芯和枕芯分别为 280、297、395 万套(件)。
 - **富安娜：**2009 年套件 150 万，被芯 99 万，枕芯 50 万，募投项目和追加投资之后，常熟和龙华生产基地建设期分别于 2011 年 6 月和 8 月完工，新增产能 250 和 380 万套（件）。。
 - **梦洁：**绗绣、绣花套件、芯被类分别为 5.3、27.6、65.1 万件，募投项目 2013 年达产后，套件和被芯类产品分别为 62.9 万和 95.1 万套（件）。
- **小结：**虽然在品牌竞争时期，产能规模作用弱化，但是由于消费者对家纺产品品质的关注，公司必须具备一定的产能以保证产品的品质。产能规模不会对公司营业收入造成直接影响，但是会影响产品供货时间，减少生产销售中的不确定性。

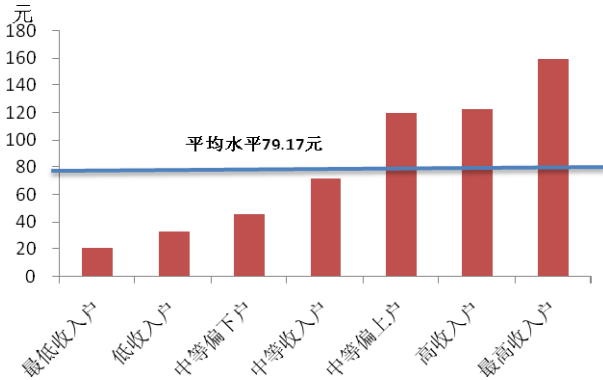
家纺行业：品牌竞争时代来临

中高端产品消费需求具有较大增长空间

- 居民收入水平对家纺消费起着决定性的作用，因此不同收入阶层的居民呈现不同的消费特征。由于当前中国统计局未公布按收入分组的消费数

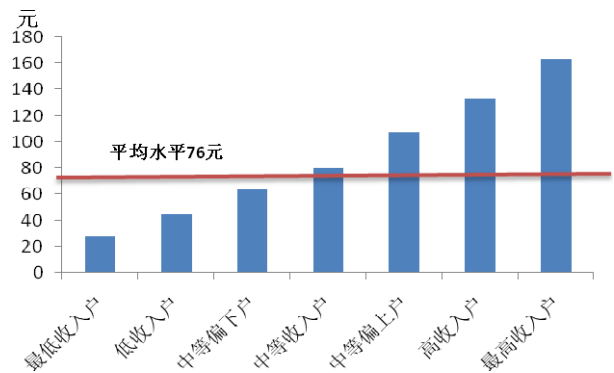
目，我们就以浙江和江苏两省公布的地区数据进行简要分析。

图表 23：江苏省不同收入组家纺消费金额



来源：齐鲁证券研究所

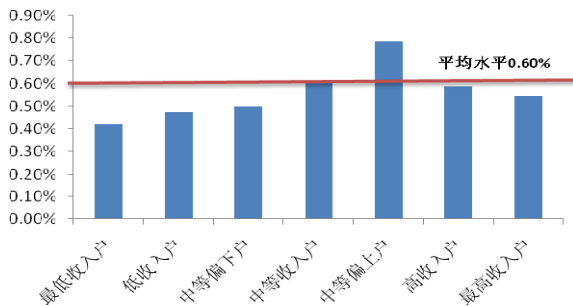
图表 24：浙江省不同收入组家纺消费金额



来源：齐鲁证券研究所

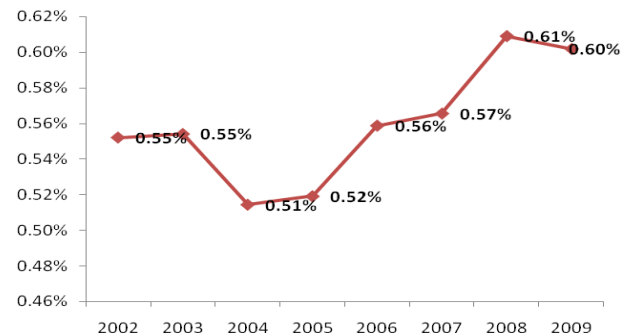
- 中高收入居民家纺消费支出比例大于低收入，中高档品牌将有较大的市场空间。虽然收入越高对家纺消费支出的金额越高，但是不同收入家纺消费占比是有差异的。最高收入组（10%）和最低收入组（20%）的家纺消费支出占比较低，而中等（20%）、中等偏上（20%）和高收入组（10%）家纺消费支出占比较大。这说明当前床品产品消费升级仍在持续，中高端的品牌将拥有较大的市场空间。

图表 25：2008 年江苏床品消费占比为 0.60%



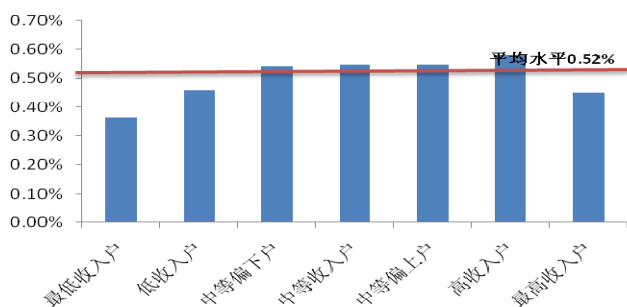
来源：江苏统计局、齐鲁证券研究所

图表 26：江苏家纺消费占比呈上升态势



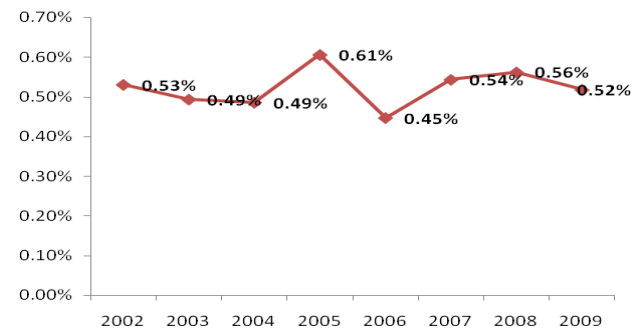
来源：中国统计局、齐鲁证券研究所

图表 27：浙江家纺消费支出占比为 0.52%



来源：浙江统计局、齐鲁证券研究所

图表 28：浙江家纺消费占比比较平稳



来源：中国统计局、齐鲁证券研究所

中高端产品消费增速高于低档产品 8 个百分点

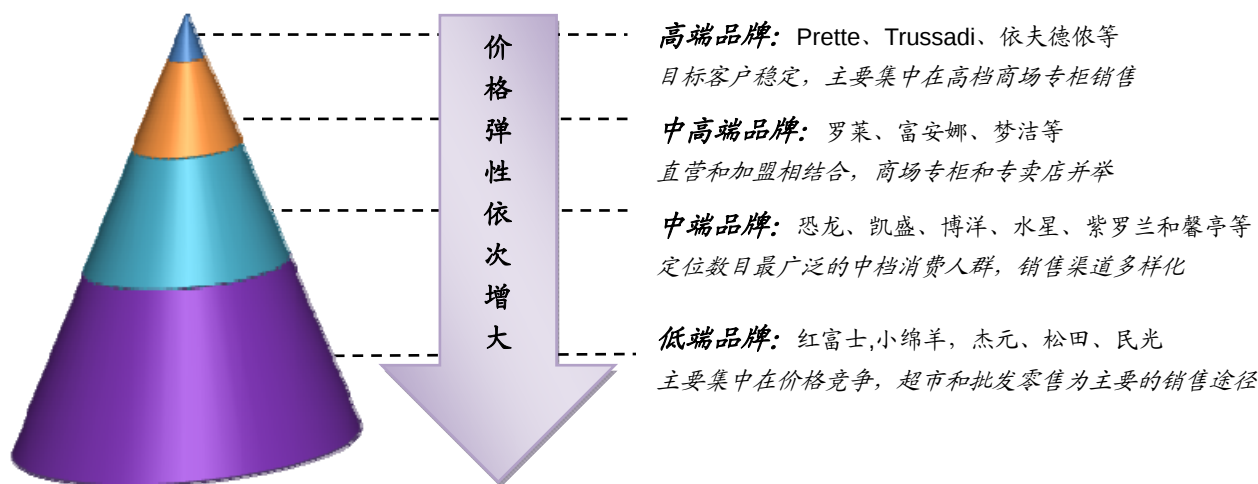
- 低端产品消费占比下降，高端产品比例不断攀升，而中档产品仍然是消费主流。床品消费结构随着人民生活水平提升而有所改善，高端、中端和低端产品之间的销售比例由 2004 年的 4%、60%和 36%演变为 2009 年 8.9%、60%和 31.1%。
- 2010-2012 年中高端产品的消费占比将持续上升，高端和中端的增速分别为 27.70%和 27.40%，显著高于低端产品 19.20%的增速。

图表 29：中高端产品消费增速高于低端产品

	2004-2009 年复合增速	2010-2012 年复合增速
总体	20.20%	25%
高端	41%	27.70%
中端	20.20%	27.40%
低端	16.70%	19.20%

来源：Euromonitor 报告——中国床品市场分析，齐鲁证券研究所

图表 30：罗莱、富安娜和梦洁品牌皆定位于中高端



来源：齐鲁证券研究

三大家纺多品牌构成差异明显

- 三大家纺当前阶段都采取多品牌战略，但是三者的品牌构成差异明显。从品牌的定位而言，罗莱和梦洁品牌定位是面向不同收入阶层的大众人群，目标广泛，但客户的忠诚度有限；而富安娜注重的产品风格和特定的对象特征，目标人群固定，但客户忠诚度高。在品牌认知度较低时期，大众化价格定位品牌发展迅速，而市场细分时代，风格定位略胜一筹。
- **罗莱公司实行的是横向一体化的品牌战略：**主品牌罗莱是一个大而全的品牌，产品线和产品定位基本覆盖中高端大部分需求，品牌收入弹性较大。罗莱的自有品牌是面向不同收入阶层的大众人群，品牌特色不明显，有利于公司在行业快速成长时期最大程度的扩张。我们认为在多品牌战略横线一体化取得阶段性进展之后，公司下一步多品牌战略会纵向延伸，即将加大各个品牌的认可度，

丰富产品线，深入挖掘品牌的意义，当然，下阶段的品牌战略仍以主品牌罗莱为主，其他品牌形成有效的补充。

- **富安娜产品富有特色，在细分市场中占有率较高：**富安娜多品牌战略是以品牌风格划分的，由于公司品牌风格比较独特，这在市场快速扩张时期限定公司的发展速度，因此 2009 年公司适当调整了富安娜品牌风格，使之更贴近市场，并大力推出年轻时尚品牌馨尔乐。未来品牌销售策略：加大推广馨尔乐，探索圣之花销售途径，保持维莎原有战略不变。
- **梦洁家纺品牌纵向延展性高于罗莱和富安娜：**收入占比 85% 左右的主品牌梦洁基本覆盖中高低全价格梯次，包含多个系列风格的产品。不同于罗莱和富安娜，梦洁品牌旗下具有子品牌梦洁床垫和梦洁宝贝可以凭借主品牌的力量推广，降低了推广成本，提高了成功的可能性。

■ **不能脱离公司经营活动单独分析品牌战略的优劣，只有适合公司运营模式的品牌战略才是最优的。**

- 罗莱的自有品牌是面向不同收入阶层的大众人群，品牌特色不明显，目标定位广泛，有利于公司在行业快速成长时期最大程度的扩张。由于消费者对家纺品质的关注程度最高，而对品牌的认知度较低，我们认为这种以品牌促进销售的策略是适合行业和公司发展阶段的，符合我们品牌渠道相得益彰的根本逻辑。
- 富安娜品牌风格最为独特，公司根据品牌特征建立了直营优势明显的销售网络，并且为了更贴合市场，对品牌风格进行了一定的调整，我们认为富安娜定位细分市场，并且建立了适合品牌定位的销售网络，同样符合我们品牌渠道相得益彰的根本逻辑。
- 梦洁品牌纵向延展性高于罗莱和富安娜，我们认为当前梦洁的品牌设计能力领先于渠道的建设，而由于募集资金的推动，未来渠道建设将会加速，品牌和渠道的契合性将进一步加深。

行业进入壁垒低，渠道资源的稀缺性至关重要

- 家纺产品具有耐用消费品性质，一般使用年限 3-5 年，消费者购买产品具有目的性，所以家纺店铺所辐射的区域范围较广，企业不必要采取密集开店的政策。
- 行业本身的特性和发展阶段的特点决定了家纺的品牌认可度较低，难以形成有效的竞争壁垒。而对于新进入者而言，家纺企业原有的渠道数量和布局就成为潜在的竞争壁垒。

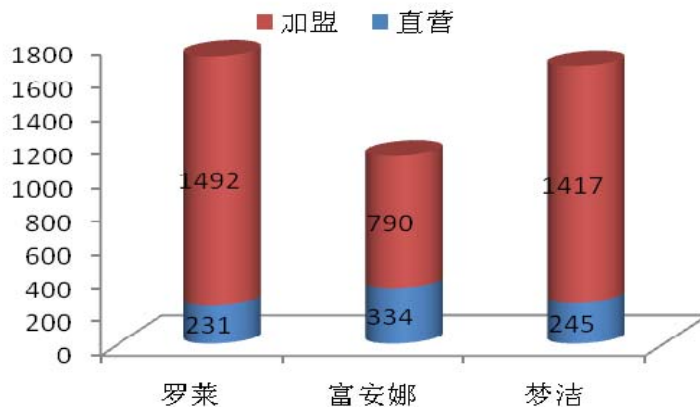
渠道数量和布局形成行业进入壁垒

- **渠道壁垒表现在三方面：**一是渠道资源的稀缺性，这是硬约束；二是公司资金、人力和加盟商资源的稀缺性，这是软约束；三是从渠道选址到

完全实现效益需要相当长的时间，通常为三年，这是时间约束。

- 渠道资源的稀缺性也表现在两方面：一是符合条件的商场专柜的数目有限。二是客流量稳定的区域内可供销售的面积有限。商场中家纺产品销售的总面积是稳定的，先进入的家纺企业具有商场专柜资源的优先使用权。为了锁定成本，企业租赁店铺时间一般为 3-5 年，这就对后进入市场的公司的店铺选址造成很大的压力。

图表 31：当前渠道数目和布局形成行业壁垒

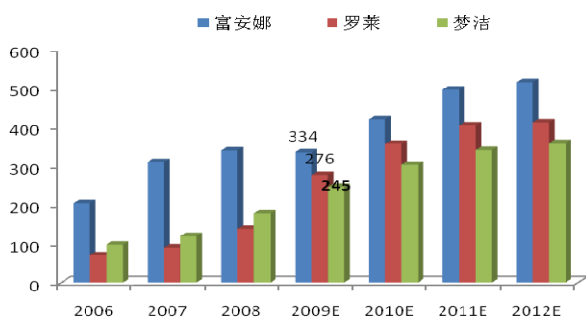


来源：齐鲁证券研究所，2009 年渠道数目

三大家纺未来都将加强直营网络的建设

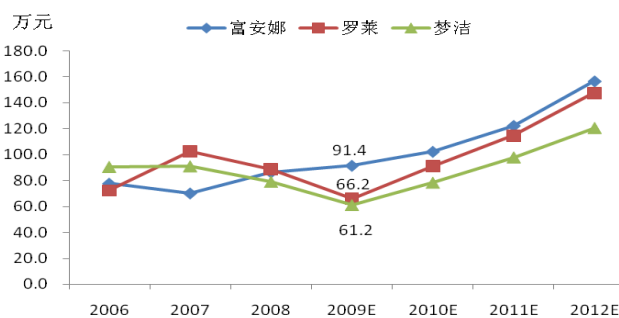
- IPO 募集资金支持促使三大家纺加快推进直营网络的建设。由于直营店铺的建设需要公司大量的资金支持，因此过去几年家纺企业直营网络的建设较为缓慢。但是 2009 年和 2010 年的成功上市为罗莱、富安娜和梦洁提供了大量的资金支持，未来三年三大家纺都将加强直营网络建设。

图表 32：三大家纺加快推进直营网络建设



来源：齐鲁证券研究所

图表 33：直营单店收入也将显著提高



来源：齐鲁证券研究所

加盟政策的差异导致加盟渠道扩张速度不同

- 加盟渠道的建设更多的依赖于加盟商的力量。品牌吸引加盟商合作的可能原因：一是采取了优惠的加盟政策，吸引实力强的加盟商的进入；二是对加盟商进行强力的支持，刺激和鼓励其加大销售，形成稳固的双赢关系。
- 加盟商选择品牌需要进行成本与收益的权衡，其中房租、人工成本、水

电费等支出都是固定的，不确定的是：加盟条件和加盟费用、产品的折扣率、产品的适销度、退换货政策、货款结算方式和企业对自己的支持力度等。

- **销售模式：**三者都采取加盟为主的销售模式，但是在销售区域划分中，罗莱更注重加盟商的利益。三大家纺都加大了直营网络的建设，直营占比保持在 20%-30%。我们认为随加盟商经营计划与公司战略不一致等缺陷的显现，加强对终端渠道的掌控能力成为渠道的调整方向。
 - **加盟条件：**梦洁要求的保证金和装修标准高于罗莱和富安娜，要求的店铺面积较大。
 - **订货形式：**都实行订货制，并且都有意向增加订货会上产品订货比例，增加订货保证金。
 - **提货价格和促销：**常规产品提货价格一般是终端零售价格的 4-5 折，但是梦洁 10%的促销比例远低于罗莱和富安娜 30%-40%的促销比例。
- 通过分析加盟政策，我们认为三者的加盟政策呈现出更多的共性，但是相比而言，罗莱更侧重于加盟商的利益，在直营和加盟渠道区域划分、授信条件和加盟店铺面积要求、促销和供货速度等方面对加盟商销售的促进力度大于富安娜和梦洁。

图表 34：销售策略对比：罗莱更倾向于加盟商

	罗莱政策	梦洁政策	富安娜政策	
销售模式	加盟渠道为主,在已有加盟情况下,直营不再介入,一个区域发展唯一一个加盟商。	直营:对市场容量大,开拓投入大的省会级一线城市直营。 加盟:一个市区(县)发展唯一一家加盟商。	以一二线城市的直营,带动三、四线城市的加盟,加盟区域唯一代理。	
分析	我们认可以加盟商为主的销售模式,这在抢占市场份额为焦点的时期为公司赢得了先机。但是区域划分中,罗莱更关注加盟商的利益。			
销售管理	扁平式销售结构,以客户经理的形式,按区域划分服务客户,南通拥有 50-60 个客服人员专门应对加盟商需求。	三级直营结构,北京、天津、沈阳等特大城市共计发展了6个直营办。 加盟:二级,客户经理管理制。	四级直营结构,总部、销售大区、子公司和直营店。	
加盟条件	省级 120 平米以上;地级 100 平米以上,县级 100 平米以上,门头宽度 6 米以上	省会、地级和县级城市分别 100 万、60 万、40 万以上;专卖店要求 150 平米以上。	一级、二级和三级面积要求 150、120 和 100 平米,专柜不低于 50 平米,门头宽 8 米以上	
分析	梦洁对加盟店铺面积的要求最高,作为家纺形象展示的载体,要求较大的店铺销售面积是合理的,并且梦洁对店铺装修标准要求也最高。			
业务流程	订货	每年组织 2-3 次订货会,订货占比 30%左右;订购常规产品,提前 7 天提交订单,订单到达公司后不得撤销。	2009 年实行订货制,占比 40%左右;2010 订货 4 亿,全是新品。计划 2011 将常规产品加入订货会,订货占比计划 50%-70%。	2-3 次新品订货会,订货额占比 30%-40%,订金 10%,常规产品提前 7 天订货,2010 年 10 月加大订货会比例。
	分析	三大家纺皆实行订货制,并计划加大订货比例。罗莱常规产品供货及时性要高于梦洁。		
	进货	加盟商提货价格是终端零售价的 4-4.5 折,促销比 30%-40%。	成本加成: 2-2.5 倍(4-5 折),促销比例 10%,2011 年提高促销比例。	订货折扣 3-5 折,全年销售折扣比例 35%左右。
	分析	加盟商提货折扣大致相同。梦洁 10%的促销比例远低于罗莱和富安娜 30%-40%的促销比。		
	货款支付	大客户、A 类和 B 类客户分别不超过 50、30 和 20 万元,时间限于一个月。	加盟商大型团购或新开终端,给予一定授信。	给予一定授信,期限不超过一个月。
	退换货	允许新加盟商首批进货 100%和其他常规前两个月进货额 10%换货。质量问题两月内可退货;解除合约的退货;	正常产品自收货起 60 日内,退货不超过调拨额 10%;新品自收货起三月内可退货;质量问题产品一年内可退货。	产品质量原因,全部退货;新加盟商开业三个月后允许一定比例的退货,但退货比例不超过首批商品配发金额的 20%。
分析	相比而言,梦洁对授信的控制比较严格,罗莱换货条件比较优厚,而梦洁的退货约束较少。退退货条件的优惠,分担了加盟商进货不合理的风险。			
未来模式	将部分加盟经营发展乏力的中心省会城市改为直营,使直营销售比例达 30%。	省级城市直营,二三线城市加盟。未来直营占比亦在 30%。	销售向加盟倾斜,保持直营数量占比 30%,收入占比 40%	
分析	都加大了直营的建设,直营占比保持在 30%。我们认为随加盟商经营计划与公司战略不一致等缺陷的显现,加强对终端渠道的掌控能力成为渠道的调整方向。			
小结	我们认为三者的加盟政策呈现出更多的共性,但是相比而言,罗莱更侧重于加盟商的利益,在直营和加盟渠道区域划分、授信条件和加盟店铺面积要求、促销和供货速度等方面对加盟商销售的促进力度大于富安娜和梦洁。			

来源：公司网站、齐鲁证券研究所

- 三大家纺加盟政策对加盟商具有较强的吸引力，但是加盟商究竟从中可以获取多大的收益呢？需要多大的资金投入呢？我们从加盟商的角度进行了一个简单的测算。

图表 35：一线城市中相同店铺罗莱、富安娜和梦洁加盟收益的对比

模式/费用	罗莱家纺	梦洁家纺	富安娜
	A 类	一级	一级
条件	直辖市、省会城市、沿海经济发达地区	直辖市、省会城市、沿海经济发达地区	直辖市、省会城市、沿海经济发达城市
店面要求	120	120	120
装修标准	1200	1800	1300
装修费	14.4	21.6	15.6
开业配货	40	30	35
保证金	2	4	2
首月房租	2.5	2.5	2.5
全年房租 (押金)	35	35	35
合计投资	93.9	93.1	87.6

前期投入：房租、店铺装修的费用和保证金，其中保证金合约结束后退还。

保证金：梦洁高于罗莱和富安娜 2 万元。

装修标准：梦洁高于罗莱，假定罗莱和梦洁装修标准分别是 1200、1800 和 1300 元/米。

开业配货：2 个月的销售额。

经营分析

项目	占比	金额 (每年)	占比	金额 (每年)		
销售金额	100%	216	100%	180	100%	204
货品成本	51.00%	110.16	47.00%	84.6	52.00%	106.08
销售毛利	49.00%	105.84	53.00%	95.4	48.00%	97.92

固定营运成本

租金	12.50%	30	16.67%	30	14.71%	30
装修分摊 (3 年分)	2.00%	4.8	4.00%	7.2	2.55%	5.2
水电费	2.00%	4.32	2.00%	3.6	2%	4.8
基本工资	2.00%	4.32	2.00%	3.6	2%	4.8
其他(财产保险、物管等)	5.00%	12	5.00%	12	5%	12
小计	0.16%	0.3456	0.16%	0.29	0.16%	0.33

销售收入：由于梦洁的单店收入低于罗莱，我们假设罗莱、梦洁和富安娜销售平效分别为 1.8、1.5 和 1.7 万元/平米。

销售成本：假定常规产品进货价为 4.5 折，促销产品为 6.5 折，罗莱、梦洁和富安娜促销比分别为 30%、10%和 35%。

固定营运成本：租金、人工成本、装修分摊和水电费，三者基本一致。

非固定营运成本

销售提成	1%	2.16	1%	1.8	1%	2.04
促销和陈列品	1.50%	3.24	1.50%	2.7	1.50%	3.06
税收	0.50%	1.08	0.50%	0.9	0.50%	1.02
其他	0.01%	0.0216	0.01%	0.018	0.01%	0.02
优惠卡使用	6.00%	8.424	6.00%	7.02	6%	7.96
小计	9.01%	14.94	9.01%	12.44	9.01%	14.10
预计利润	18.26%	39.45	16.16%	29.87	15.44%	31.50
利润率		18.26%		16.60%		15.44%
年投资收益率	——	42.01%	——	32.10%		35.96%

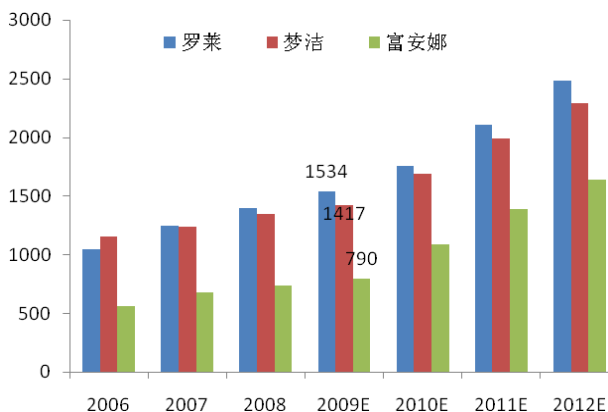
假定营业员提成比例、促销和陈列品以及优惠卡使用率保持一致，罗莱、梦洁和富安娜的计算结果：

利润分别为 **48.31、29.87 和 35.96%**，利润率分别为 **18.26%、16.60%和 15.44%**，年投资收益率：**42.01%、32.1%和 35.96%**。

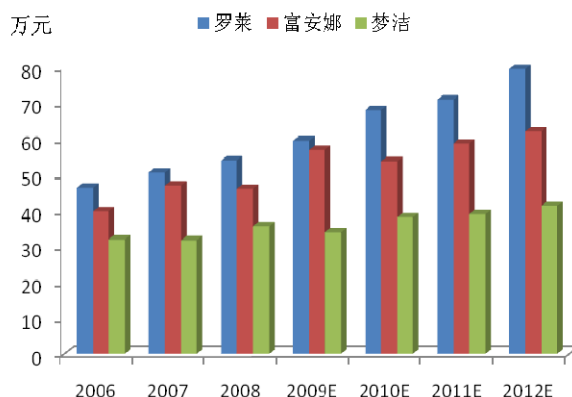
店铺年投资收益率排序：罗莱、富安娜和梦洁。

来源：齐鲁证券研究所

- 店铺投资收益率和利润率排序依次为罗莱、富安娜和梦洁。正常状态下罗莱、梦洁和富安娜加盟店铺利润分别为 39.45、29.87 和 31.50 万元，利润率分别为 18.26%、16.60%和 15.44%，年投资收益率：42.01%、32.1%和 35.96%。这说明罗莱的品牌和销售战略对加盟商的支持力度大于富安娜和梦洁。
- 加盟政策结果：罗莱加盟数量和盈利能力高于富安娜和梦洁。除加盟店铺数量最多之外，罗莱加盟单店盈利也较强。罗莱加盟单店收入为 59 万元，高于富安娜 6%，梦洁 75%。

图表 36：三大家纺加盟渠道数目对比


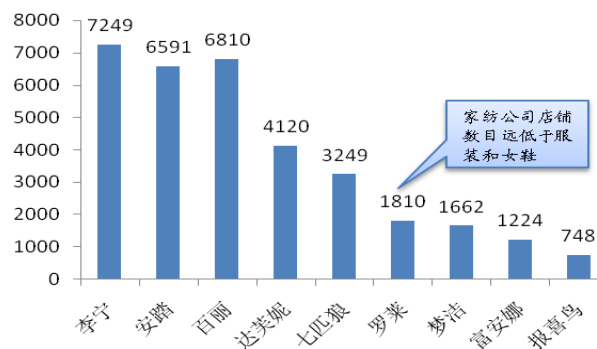
来源：齐鲁证券研究所

图表 37：三大家纺加盟单店收入对比


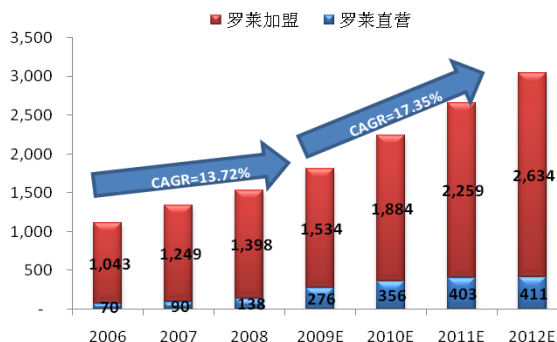
来源：齐鲁证券研究所

成长性分析：渠道扩张助推业绩提升

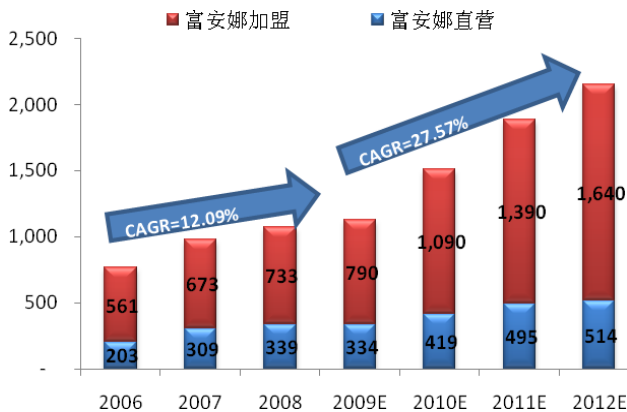
- 家纺行业的发展阶段滞后于品牌服饰和女鞋，家纺行业是模仿两者发展模式进行运作的，因此我们可以通过分析品牌服饰和家纺的发展模式推算家纺行业以后的发展路径。
- 品牌服饰和女鞋公司发展的经验表明，单一品牌店铺数目达到 4000 家之后，渠道扩张速度会减缓，外延扩张对业绩的驱动力将会减弱。当前阶段家纺行业的店铺数量比较低，规模最大的罗莱渠道的数目仅有两千家，现在仍然集中在东部沿海区域，我们认为未来 3-5 年内，渠道推动业绩增长的状况仍将持续。

图表 38：家纺店铺数目增长空间很大


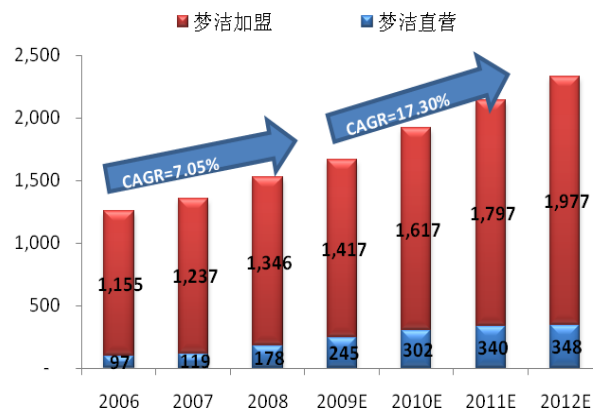
来源：齐鲁证券研究所

图表 39：上市效应促使罗莱渠道扩张加速


来源：齐鲁证券研究所

图表 40：上市效应促使富安娜渠道扩张加速


来源：齐鲁证券研究所

图表 41：上市效应促使梦洁渠道扩张加速


来源：齐鲁证券研究所

图表 42：公司业绩增长途径

措施	内容	基本情况	增长情况
外延式增长(增加店铺数目或扩展销售途径)	增加加盟商的人数	主要针对尚未覆盖的区域以及加盟业绩欠佳的区域,一个地区只有一家加盟商,对加盟商的考核将推动店铺数量和销售收入的增加。	上市效应促使三大家纺渠道扩张加速,未来三年三大家纺渠道建设数目每年新增 300 家左右
	增加加盟商的开店数	店铺扩张情况是衡量加盟商业绩的重要方面,	
	增加直营店	直营是公司控制销售渠道的最重要方式,三大家纺都利用募集基金进行直营网络建设。	
	拓展新的销售途径	网购、超市和团购等形式	并购的目标和时机存在不可预测性
	并购	区域品牌或渠道能够很好的增强市场影响力,对扩大销售最有帮助,可行性较大	
内生性增长(店铺效益的提高)	提高品牌形象	店铺品牌形象展示、广告和活动赞助等方式	产品线的增加促进销售收入提高,直营占比的增加促使毛利率水平稳步提升。
	进一步丰富产品线	品牌纵向延伸,拓展新的产品领域,销售相应的配套产品以提高平效。	
	对店铺进行整改	对不符合店铺设置标准的店铺进行整改,或是小店铺更换成大店铺,公司依据加盟商状况给予一定的资助。	
	产品售价提高	主要是终端的零售价提高(物价作用和品牌力量的提升)	
	提高毛利率	直营占比提升的促进,对加盟商折扣率变动不大	

来源：齐鲁证券研究所

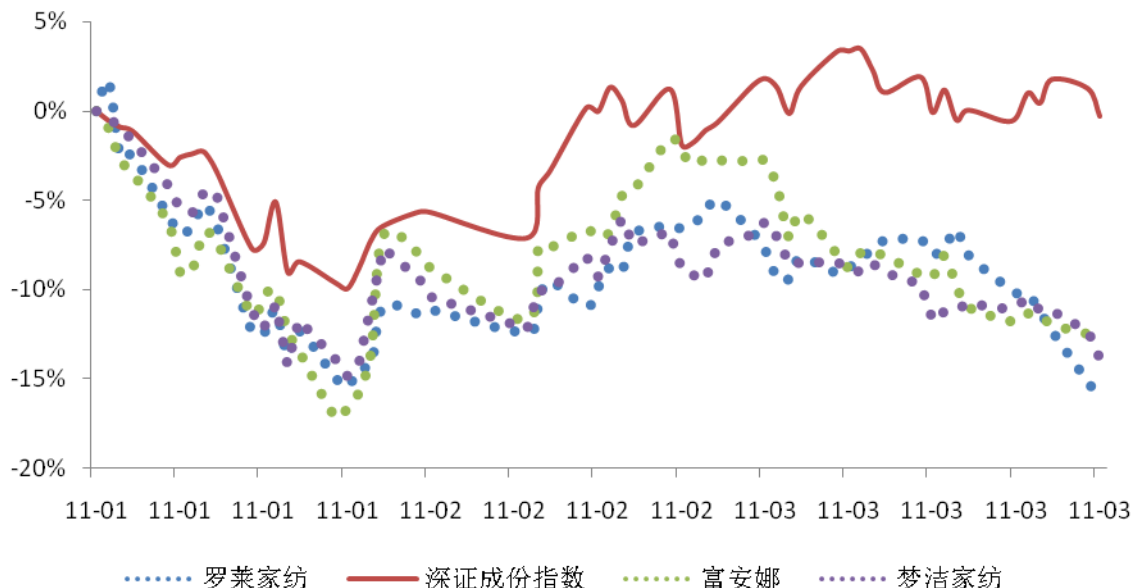
投资策略：行业高速增长不减档，中长期投资机会正在来临

- 家纺类上市公司当前股价属于过度调整，估值已经具备安全边际。2011.01.03-2011.03.29 期间，罗莱家纺（-15.96%）、富安娜（-13.37%）和梦洁家纺（-14.50%）股价下跌的幅度显著超过深成指（+1.76%）、中

小板指数（-4.82%）和沪深 300 指数（+4.15%）。

- 我们认为家纺类上市公司的调整原因一是整个中小板的估值中心的下移，二是市场过于担忧房地产市场对家纺消费的影响，担心家纺行业高增速的状态不可持续。

图表 43：2011 年以来家纺上市公司股价调整幅度远高于平均水平



来源：齐鲁证券研究所

- 当前股价调整为中长线投资者提供难得的介入时机。我们认为当前房地产市场调整对家纺消费带来的短期压力并不会改变家纺行业蓬勃发展的态势，三大家纺未来三年业绩增长确定，近期股价的下调提供难得的介入时机。
- 构建长期投资组合，罗莱、富安娜和梦洁的投资权重分别为 50%、25% 和 25%。在考虑产品特征的基础上，我们按照渠道模式、品牌定位和生产模式逐层衡量家纺企业的成长能力，首推罗莱，其次为富安娜和梦洁。
- 罗莱和富安娜长期配置，梦洁阶段性配置。我们认为罗莱和富安娜未来三年增长性确定，具备中长期的投资价值。而梦洁由于渠道多布局于华中区域，对单一市场的依赖要大于罗莱和富安娜，并且渠道的盈利能力较弱，可提升空间更大，因此未来收入弹性要大于罗莱和富安娜，我们根据销售终端盈利能力增长状况将其作为一个阶段性配置的品种。
- 短期关注 4、5 月份订货会数据可能带来的催化剂机会。三大家纺公司都有意向提高订货会订货的占比，因此 2011 年 4、5 月份举办的秋冬订货会数据可能超出市场预期。

图表 44：品牌服饰和家纺类上市公司估值水平

证券代码	证券简称	最新收盘价	EPS			PE		
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
002029.SZ	七匹狼	29.38	0.99	1.28	1.64	29.68	22.96	17.95
002154.SZ	报喜鸟	24.83	0.85	1.10	1.43	29.34	22.48	17.36
002425.SZ	凯撒股份	41.98	0.65	0.75	1.01	64.48	55.78	41.70
300005.SZ	探路者	28.60	0.40	0.69	1.05	71.50	41.36	27.12
002269.SZ	美邦服饰	29.75	0.77	1.15	1.57	38.82	25.84	18.95
002503.SZ	搜于特	80.85	1.05	1.91	3.04	76.66	42.38	26.62
002293.SZ	罗莱家纺	61.25	1.49	2.16	2.88	41.11	28.36	21.27
002327.SZ	富安娜	34.21	0.93	1.22	1.64	36.78	28.04	20.86
002397.SZ	梦洁家纺	35.91	1.07	1.41	1.82	33.56	25.47	19.73
平均						46.88	32.52	23.51

来源：EPS 源于 wind 一致性预期，齐鲁证券研究所

行业重点公司解析

罗莱家纺：因时而变，渠道先行的华东家纺龙头，“买入”评级

- **多品牌战略契合多渠道发展，拓展单一品牌渠道成长空间。**公司品牌是面向不同收入阶层的大众人群，品牌特色不明显，目标定位广泛，有利于公司在行业快速成长时期最大程度的扩张。由于消费者对家纺品质的关注程度最高，而对品牌的认知度较低，我们认为这种以品牌促进销售的策略是适合行业和公司发展特征，符合我们推崇品牌渠道相得益彰的根本逻辑。
- **确立相机而动战略，增强市场适应性。**公司通过对订货生产方式、品牌矩阵、渠道构成和终端管理等方面的适时调整，来适应不断变化的市场需求：引入订单模式，改变传统经验供货的生产方式；2004 年实现由单一品牌向多品牌战略的转换，并且进行品牌持续细分，增加对中低端市场的覆盖；改变单一的“专柜+专卖店”的销售方式，引入超市和网络渠道；适时的增加直营比例，增强对渠道控制能力。
- **销售政策向加盟商倾斜，加盟数量和盈利能力高于富安娜和梦洁。**除加盟店铺数量最多之外，罗莱加盟单店盈利也较强。罗莱加盟单店收入为 59 万元，大约高于富安娜 10%，梦洁 75%。
- **规模扩张速度领先，有望成为中国最大的家纺零售商之一，买入评级。**预计加盟渠道建设会加速，2011 年和 2012 年增长数目分别为 350 家和 375 家。2010-2012 年公司归属母公司净利润增速分别为 43.14%、44.81%和 33.06%；基本每股收益分别为 1.49、2.16 和 2.88 元。合理价格区间在 75.6-80.64 元，对应 2011 年 35 倍和 2012 年 28 倍的 PE，建议买入。

富安娜：艺术家纺独树一帜 战略布局剑指全国，“买入”评级

- **富安娜内功修炼深厚，产能和销售网络扩张加速。**下阶段公司战略会向规模扩张方面倾斜：在保有直营渠道收入占比，未来 2-3 年公司通过每年新建 300 家加盟店铺，销售渠道向二三线城市沉淀。募投项目和超募

资金投资项目 2011 年底达产后，常熟和龙华生产基地新增产能 250 万套和 380 万套，有望成为当时三大家纺中生产能力最大的企业。

- **率先在西南布局，战略规划剑指全国。**三大家纺的生产基地多设于家纺的聚集地之处即东南方向，而中西部尚未布局。富安娜在四川南充建设生产基地，一方面显示公司意识到掌控稀缺原料丝绸的重要性，另一方面也意味着公司在中西部的开拓力度加大。在东南部竞争激烈程度加大的情形下，在竞争环境相对宽松的中西部抢占先机，不失为一手好棋。
- **作为规模领先和战略清晰的区域家纺龙头，富安娜有望成为产业的最终胜出者之一，这是我们中长期看好公司的主要原因。**预测 2010-2012 年公司收入为 10.16/13.64/17.08 亿元，复合增长率分别为 29.21%，净利润 1.25/1.56/1.93 亿元，复合增长率为 29.17%，基本每股收益分别为 0.93、1.16 和 1.44 元。综合 PE 和 DCF 两种估值结果，公司合理估值区间为 37.19-45.20 元，给予“增持”评级。
- **未来两年公司对产能的投资带来的规模效应显著提升公司的盈利能力，买入评级。**预测 2011-2012 年的净利润分别为 1.64 和 2.19 亿元，同比增长 31.2%和 33.8%，维持 2011-2012 的 EPS 为 1.22 和 1.64 元，合理估值区间 40.35-42.81 元。

梦洁家纺：品牌设计水平领先 渠道扩张已踏征程，“买入”评级

- **品牌定位细分市场，延伸趋势明显。**公司拥有“梦洁”、“寐”、“梦洁宝贝”三个自有品牌，其中梦洁品牌为全价格梯次的中高档品牌，纵向一体化趋势明显。自 1990 年推出，经过二十年的经营和培育，梦洁品牌已享有较高的市场声誉，公司致力于将梦洁品牌打造成国内产品最丰富、市场规模最大，品牌美誉度最高的家纺品牌。
- **长期的精耕细作、复合华中区域消费的高性价比的产品特征导致公司在华中区域具有垄断优势。**2009 年，梦洁华中区域收入 3.33 亿元，远超罗莱家纺（1.72 亿元）和富安娜（0.99 亿元）的收入。
- **产品定价的提高和促销力度的加大将显著增强单店盈利能力。**我们认为产品定价较低和促销力度较小是造成梦洁单店收入水平大幅低于罗莱和富安娜的主要原因。梦洁产品特征是高性价比，产品的定价低于罗莱和富安娜；并且促销力度越大越对店铺销售收入具有促进作用，而公司促销力度仅为 10%，低于罗莱和富安娜 20%-30%的水平。
- **渠道扩张已踏征程，未来三年每年新建店铺 300-400 家。**由于资金的约束，2006-2008 年公司经营的重点是扩产，而对渠道的建设较为滞后。2010 年中期的成功上市为公司带来充裕的现金流，未来三年公司渠道建设每年将达 300-400 家。
- **突破区域限制，老牌湘企驶入业绩快车道，买入评级。**2010-2012 年净利润分别为 1.02、1.33 和 1.72 亿元，增速分别为 14.78%、37.12%和 29.12%，EPS 分别为 1.08、1.41 和 1.82 元，对应 2011 年 25.90 倍市盈率，估值处于品牌服饰和家纺类上市公司的低位，买入评级。**详细内容请参见我们随后即将推出的梦洁家纺深度研究报告。**

投资评级说明

增持：预期未来 6 个月内上涨幅度在 5%以上

中性：预期未来 6 个月内上涨幅度在-5%-+5%

减持：预期未来 6 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海

联系人:王莉本

电话: 021-20315181

手机: 18616512309

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

深圳

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道

4011 号港中旅大厦 6 楼

北京

联系人:张哲

电话: 021-20315112

手机:18621368050

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

济南

联系人:韩丽萍

电话:0531-68889516

手机:15806668226

传真:0531-68889536

邮编:250001

地址:山东济南经七路 86 号

证券大厦 2308