

抢占先机，巩固龙头地位

——罗莱家纺（002293）新股分析报告

分析师

王萍

☎ (86-755) 83515609

✉ wangp@cgws.com

要点：

- 公司是我国家纺行业龙头企业之一，主导产品为床上用品。除自有品牌「罗莱」，还代理（授权）经营国际知名品牌。销售网络覆盖全国，并在华东、东北、华北市场占据统治地位。上半年，公司实现营业收入4.08亿元，净利润5105.16万元，规模在业内处于领先地位。
- 公司2009-2011年EPS分别为0.914、1.143、1.417元，复合增长率为24.55%，作为家纺行业的龙头企业之一，给予09年25-30X的PE，合理股价为22.85-27.42元，较27.16元的发行价已无上涨空间。从最近新股上市的情况来看，市场炒新热情有所减少。上市首日，公司股价在35元左右时，建议投资者兑现收益。
- 家纺行业发展前景广阔，但缺乏领导者。随着投资规模的扩大和高新技术的应用，家纺企业之间的竞争越来越体现为品牌的提升和销售网络的建设。公司专注于品牌的塑造，此次募集资金投产建设的三个项目（生产基地扩建项目、直营销售网络建设项目和研发中心建设项目）旨在进一步提升公司品牌的影响力，巩固和扩大市场份额。
- 公司业绩提升主要来源于生产规模的扩张、多品牌矩阵策略的运用和销售网络的扩大：生产基地扩建项目完全达产后，保守估计每年为公司新增79300万元的销售收入。代理（授权）品牌和自有品牌在定位、价位、目标消费群体等方面存在差异，互促互进，销售额都在逐年增长。由于直营渠道实现的毛利率要比通过加盟渠道高出20个百分点左右，公司计划新增136家直营店完全，直营渠道销售收入预计在达到主营业务收入30%左右的水平。
- 另外，公司在家纺行业居于龙头地位，有适度提价能力，以及对销售渠道加大管控力度、建立快速反应的供应链管理系统和继续加大对研发中心的投入都是公司业绩提升的潜在动力。

合理股价（元/股）：22.85-27.42

发行数据

发行股本（万股）	3510
发行后总股本（万股）	14036.31
发行价格（元/股）	27.16
发行市盈率（08年摊薄）	34.64

发行后股本结构

股东名称	持股量（万股）	持股比例（%）
罗莱控股	5500	39.18
伟佳国际	2500	17.81
南通众邦	2000	14.25
本杰明投资	394.73	2.81
星邦国际	131.58	0.94
公众	3510	25.01

公司盈利预测

单位：万元	2008A	2009E	2010E
营业收入	90268	104711	134031
(+/-%)	19.5	16	28
净利润	11007	12825	16045
(+/-%)	29.3	16.5	25.1
摊薄每股收益	0.784	0.914	1.143
PE	34.6	29.7	23.8

相关报告

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



目 录

1 公司在我国家纺行业居于龙头地位	4
2 家纺行业发展前景广阔，但缺乏领导者	5
3 品牌战略成为家纺企业建立核心竞争力的重要内容.....	5
4 专注于品牌塑造是公司得以生存和发展的关键.....	6
4.1 生产规模继续扩大	6
4.2 运用多品牌矩阵策略以丰富产品种类	7
4.3 销售网络建设为工作中心	9
4.3.1 加盟连锁为主要营销模式	9
4.3.2 适当加大直营销售比重	10
4.4 新品设计实力与国内同类企业相比处于领先水平.....	12
4.5 建立快速反应的供应链管理系统以优化存货结构.....	13
5 盈利预测和投资建议	14
5.1 合理假设	14
5.2 投资建议	15
6 风险提示	16



图表目录

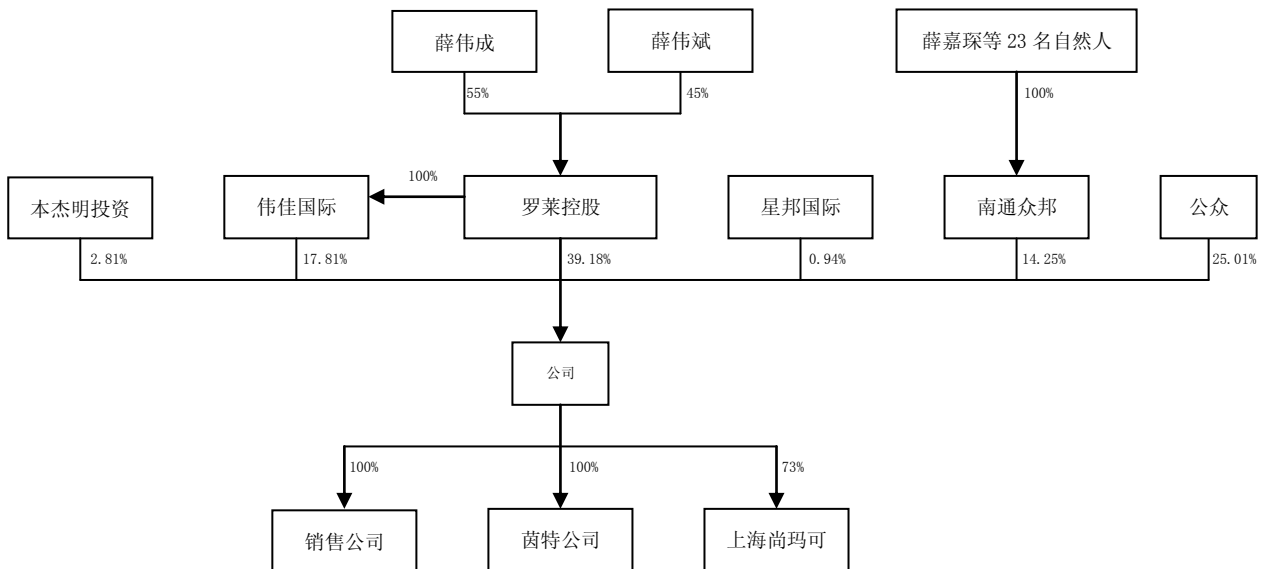
图表 1: 股权结构	4
图表 2: 销售规模和盈利能力	4
图表 3: 不同档次家纺产品的竞争手段和盈利水平.....	5
图表 4: 主要床上用品生产企业情况	6
图表 5: 三种生产方式实现的销售额在总销售额中所占比重.....	7
图表 6: 主要产品销量	7
图表 7: 主要产品销售均价	7
图表 8: 主要品牌情况	8
图表 9: 自有品牌销售额	9
图表 10: 代理（授权）品牌销售额	9
图表 11: 加盟渠道建设情况	9
图表 12: 加盟商退货金额	10
图表 13: 应收账款周转率	10
图表 14: 应收账款构成情况	10
图表 15: 截止 6 月 30 日，公司直营布点情况	11
图表 16: 三种渠道实现的销售额在总销售额中所占比重.....	11
图表 17: 计划新增直营门店情况	12
图表 18: 加盟渠道和直营渠道盈利水平	12
图表 19: 研发费用	13
图表 20: 存货周转率	13
图表 21: 库存商品	14
图表 22: 非库存商品	14
图表 23: 营业成本构成情况	15
图表 24: 期间费用	15
图表 25: 募投项目建设进度	15
图表 26: 品牌服装上市公司估值情况	16
图表 27: 盈利预测	17



1 公司在我国家纺行业居于龙头地位

公司是我国家纺行业龙头企业之一，董事长薛伟成成为公司实际控制人。本次发行，薛伟成通过罗莱控股控制公司56.99%的股权，公众持有25.01%的股权。

图表 1：股权结构

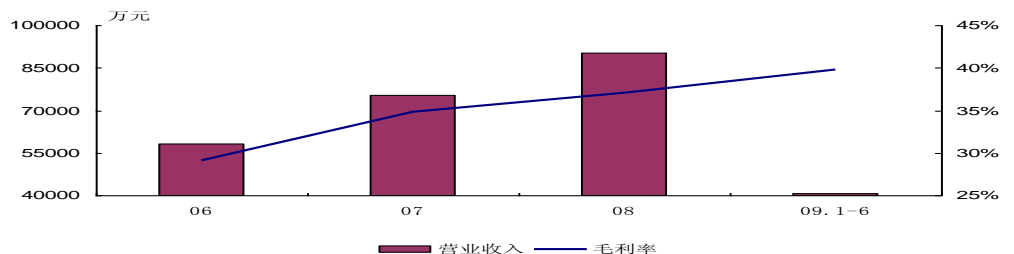


数据来源：招股说明书

公司主导产品为床上用品，自有品牌「罗莱」04年获得同类产品市场销量第一，05-07年连续获得同类产品市场综合占有率第一，另外还代理（授权）经营国际知名品牌「雪瑞丹」、「尚•玛可」和「迪士尼」等。公司销售网络覆盖全国31个省/市/区，并在华东、东北、华北市场占据统治地位。

上半年，公司实现营业收入4.08亿元，净利润5105.16万元，规模在业内处于领先地位。由于产品定位于家纺行业的中高端市场，品牌具有较高的知名度，公司避免了因低档产品竞相压价而引发的无序竞争，盈利能力也在持续增强。

图表 2：销售规模和盈利能力



数据来源：招股说明书



2 家纺行业发展前景广阔，但缺乏领导者

纺织品行业按其终端用途可划分为三个子行业：服装用纺织品业、产业用纺织品业和家用纺织品业。在发达国家，三种纺织品“平分天下”，其中美国和日本的家用纺织品消费比例高达40%左右，英、法等国也稳定在35-38%之间。

从我国的情况来看，人均纺织品消费仍然低于世界平均水平，其中家用纺织品消费在纺织品消费中所占比例仍然较小，因此家纺行业发展前景广阔。纺织工业协会统计中心的数据显示，00年以来我国家纺行业产值以每年20%以上的速度增长，07年已经达到7900亿元，08年虽然有所放缓，但仍比07年增长11.5%。

我国家纺市场竞争比较充分，缺乏领导者。据统计，全国现有家纺企业2万多家，并且还在增长，但从产品结构来看，低档产品过剩；中高档产品由于能够生产的企业数量较少，一直供不应求。与发达国家情况一样，生产中高档产品的国内家纺企业通过实行品牌战略，保持较高的毛利率水平。

图表 3：不同档次家纺产品的竞争手段和盈利水平

	竞争手段	盈利水平
低档产品	价格竞争	20%以内
中高档产品	品牌、研发、销售网络等非价格竞争	30%以上

数据来源：招股说明书

3 品牌战略成为家纺企业建立核心竞争力的重要内容

以价格竞争为主的传统手段使得行业整体盈利能力持续下降。随着投资规模的扩大和高新技术的应用，家纺行业的资金密集度和技术密集度逐渐被提高，企业之间的竞争越来越体现为对科学技术的应用和对市场的反应，即品牌提升和销售网络建设。

从国际情况来看，中国、印度和巴基斯坦凭借成本优势只能扩大中低端家纺产品的市场份额，而发达国家则凭借其在研发、资金等方面优势，通过实行品牌战略（注重前期研发和后期销售），领导着高端市场。国内家纺企业如果想立于不败之地，只有在产品结构调整、技术改造、设计创新、销售网络建设等方面下功夫，才能实现良性发展。家纺行业协会的数据显示，11家品牌企业08年产销量增长均在10%以上，利润率均达到7.5%以上，远远超过行业整体水平。

在家用纺织品中，公司主导产品（床用纺织品）的年产值占到总产值的1/3以上，是最为重要的组成部分。公司面临着来自行业内诸多知名企业的竞争，如湖南梦洁家纺股份有限公司和深圳市富安娜家居用品股份有限公司。这两家企业在产品定位、营销模式、目标消费群体等方面，与公司较为接近，共同构成家纺行业的第一领导集团。

与另外两家企业相比，公司不同之处和优势在于：一是优势销售区域主要是在华东、东北和华北地区，并不重合；二是销售规模目前是最大的，此次率先上市也为未来继续扩大市场份额提供了先机；三是位于江苏南通，是国内有9个家纺行业集群之一（江苏通州和海门三星镇，浙江余杭、萧山、海宁、浦江、嘉兴车港镇和桐乡大麻



镇，以及山东文登），具有明显的发展优势，特别是在产品配套、原材料供应、技术人员招聘、信息收集等方面。

图表 4：主要床上用品生产企业情况

	总部位置	产品种类	拥有品牌	规模	优势销售区域	销售模式
湖南梦洁家纺股份有限公司	湖南长沙	绉绣套件、绣花套件、被芯、床垫、毛毯等8大类产品	“梦洁”、“寐”、“梦洁宝贝”三个品牌	员工1600名；07年上半年实现销售收入2.09亿元，净利润1817万元	华中地区	采用自营和加盟相结合的营销模式，在中心城市采取自营连锁，在次中心城市采取加盟连锁，同时开发县级城市
深圳市富安娜家居用品股份有限公司	广东深圳	床上用品类家纺产品	“维莎”、“富安娜”、“馨而乐”和“圣之花”四个品牌	员工2800多名；06年实现销售收入约4亿元，净利润约3000万元	珠三角地区	同上
公司	江苏南通	以床上用品为主的家用纺织品	除自有品牌“罗莱”外，公司还代理（授权）经营国际知名品牌“雪瑞丹”、“尚·玛可”、“迪士尼”等。	员工2555人。09年上半年实现营业收入4.08亿元，净利润5000万元以上。	华东、东北、华北地区	同上

数据来源：公司招股说明书

4 专注于品牌塑造是公司得以生存和发展的关键

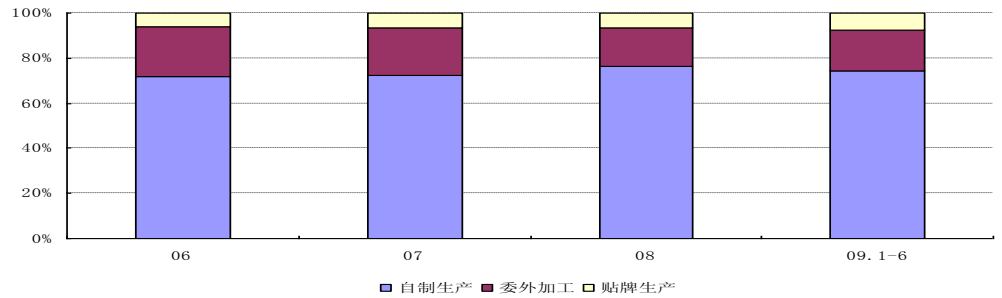
公司一直专注于品牌的塑造，在产品研发、市场策划、销售渠道拓展和管控、供应链管理等方面做了大量的工作。此次募集资金投产建设的三个项目（扩大产能、加大直营销售比重和增强研发实力）旨在进一步提升公司品牌的影响力，巩固和扩大市场份额。

4.1 生产规模继续扩大

公司采用三种生产方式：自制生产、委外加工和贴牌生产。标准套件、被芯和枕芯为自制生产，部分工序（绣花、绉绣、缝制等）委托外协企业，而夏令产品和其他饰品（毯、毛浴巾、凉席、蚊帐等）则进行贴牌生产。



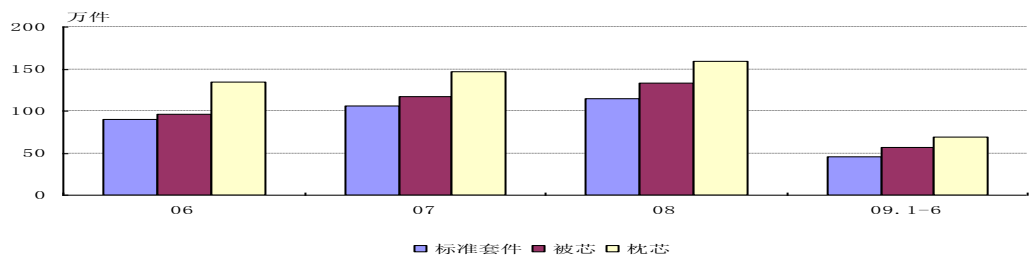
图表 5：三种生产方式实现的销售额在总销售额中所占比重



数据来源：公司招股说明书

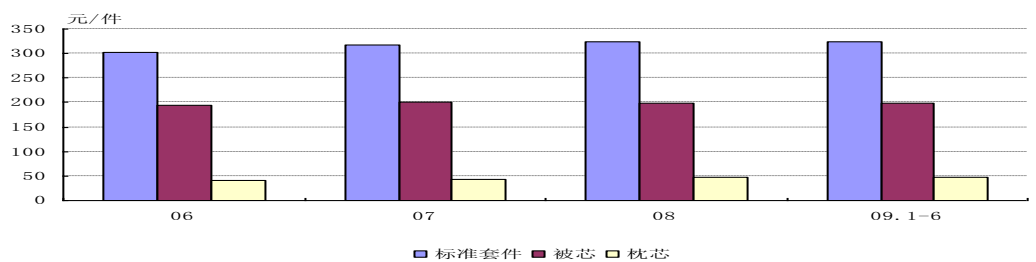
目前，公司产能分布为标准套件112万套、被芯132条、枕芯165万只，均已经饱和，计划利用募集资金投资建设“生产基地扩建项目”。该项目建成后，公司将新增标准套件120万套、被芯160万条、枕芯220万只的生产规模。假定产品销售均价仅维持在目前水平（标准套件317元/套，被芯196元/条，枕芯45元/只），该项目完全达产后，公司将新增79300万元的销售收入。

图表 6：主要产品销量



数据来源：公司招股说明书

图表 7：主要产品销售均价



数据来源：公司招股说明书

4.2 运用多品牌矩阵策略以丰富产品种类

品牌是家纺企业制胜市场的关键要素之一。除自有品牌「罗莱」外，公司从04年开始代理（授权）经营国际知名品牌「雪瑞丹」（澳大利亚）、「尚·玛可」（法国）和「迪士尼」（美国）等。

由于代理（授权）品牌和自有品牌在定位、价位、目标消费群体等方面存在差异，



公司产品种类不仅在形式上得到丰富，而且确实可以满足不同消费者的个性化需求，因此不存在冲突。另外，国际家纺顶级品牌纷纷进入我国，虽然受到文化差异、销售网络等因素的制约，但凭借资本实力、产品研发等方面的优势，已经占据了我国家纺高端市场的领先地位，继续巩固已有地位是肯定的。公司代理（授权）这些品牌不仅可以获取收益，而且可以学到先进的设计、运作理念，为自有品牌的建设提供借鉴。

除代理（授权）品牌销售额逐年增长外，公司自有品牌的市场份额也在不断扩大。09年上半年，公司自有品牌仅实现销售额34017.33万元，没能达到08年的50%，这主要与家用纺织品消费的季节性特征有关。家用纺织品消费旺季是在秋冬季，春夏季是淡季，销售旺季自然而然集中在当年9月份到次年1月份。

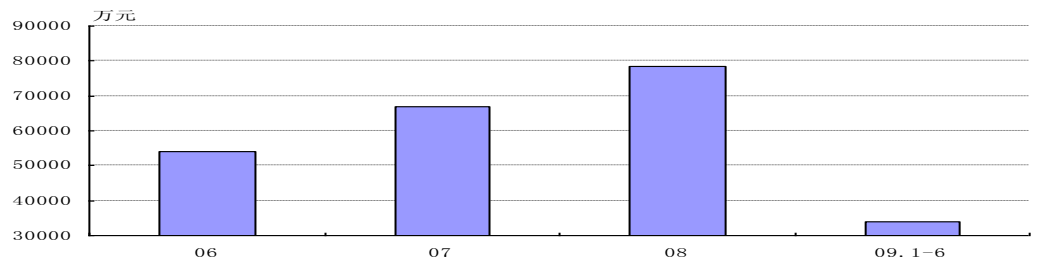
图表 8：主要品牌情况

品牌	商标	主要产品	产品定位和风格	产品价位	经营类型
罗莱		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、夏令床品等11大类。	中高档品牌。以欧式化的浪漫和优雅风格为主，满足中高收入人群的消费需求。	产品零售价在 300-15000 元，其中主流产品（如温馨系列）零售价在 500-3000 元。	自有
雪瑞丹		床上用品、枕芯、毯子、毛巾、盥洗用品、地毯、窗帘等	高档品牌。主要消费对象为受教育程度较高、消费能力较强、具有较高审美品位的人群。产品多通过浓郁的色彩，简洁、经典的设计，以及不失时尚的元素来表现华贵风格。		公司（全资公司销售公司）为该品牌在中国大陆、香港、澳门和台湾的独家代理商，不支付品牌代理费。
尚·玛可		单层四件套、被芯、夏被、枕芯、靠垫、床垫及床护垫、盖毯及休闲毯、毛浴巾、家居用品等	中档品牌。主要针对 25-40 岁，崇尚自由、追求时尚自我生活方式的年轻人和心态年轻积极、注重休闲品质生活的中年人群。	产品零售价在 600-2000 元。	公司（全资公司销售公司和控股公司上海尚马克）获得该品牌在亚洲的独家授权（研发设计、制造和销售），不支付授权费。
迪士尼		单套件、芯类产品、配套产品（毯子、靠垫、毛浴巾、家居服、拖鞋、毛绒公仔等）	年龄在 5-50 岁之间，积极、乐观、喜欢“快乐”生活方式的人群		公司（全资公司销售公司）为该品牌在中国大陆的主授权商，支付提成费（发票净额*12%）。

数据来源：公司招股说明书

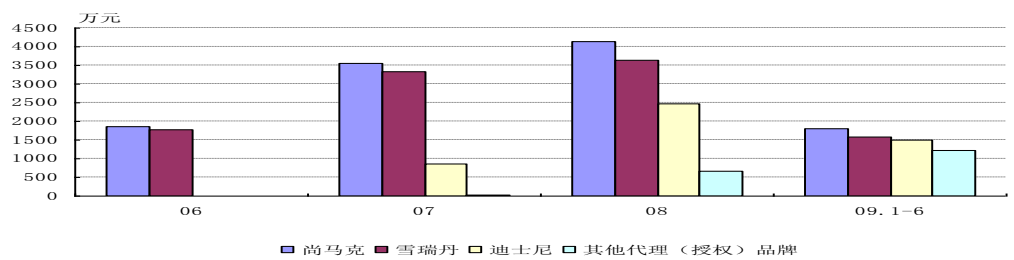


图表 9：自有品牌销售额



数据来源：公司招股说明书

图表 10：代理（授权）品牌销售额



数据来源：公司招股说明书

4.3 销售网络建设为工作中心

家纺行业经营模式的特点主要体现在以销售网络建设为中心，研发、生产等其他环节围绕销售网络建设展开。

4.3.1 加盟连锁为主要营销模式

公司采用加盟连锁和直营连锁相结合的复合型营销模式，其中加盟连锁为主要模式，上半年该模式的销售额占到总销售额 84%以上。公司加盟销售网络覆盖全国，特别是在华东、华北和东北布点较多。截至 6 月 30 日，公司在全国 31 个省/市/区的 500 多个城市开拓了 600 个加盟商，建立了 1492 个销售网点，其中专卖店 691 个、商场专柜 801 个。

图表 11：加盟渠道建设情况

	06.12.31	07.12.31	08.12.31	09.6.30
加盟商	429	511	586	600
加盟销售网点	1043	1249	1398	1492
其中：专卖店	511	599	635	691
商场专柜	532	650	763	801

数据来源：公司招股说明书

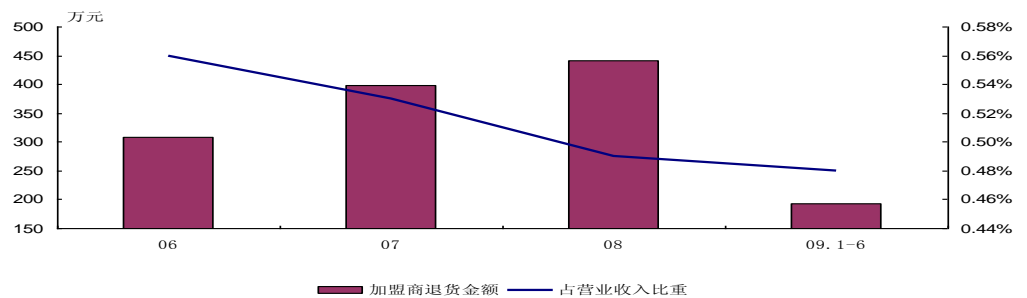
在加盟商资格认定、订货、货款结算、授信额度、退换货、门店管理、员工培训等方面，以及双方的权利和义务，公司都有明确规定。



从三个方面，我们可以看到公司对加盟渠道管理较以往更为有效：一是加盟渠道销售额06-08年的复合增长率为21.48%，快于门店的扩张，这表明加盟渠道单店销售额在上升，效率在提高。二是退货金额虽然有所增加，但在营业收入中所占比重却在逐年减少。三是应收账款周转率虽然下降，但与相似上市公司相比，仍然在平均水平之上。

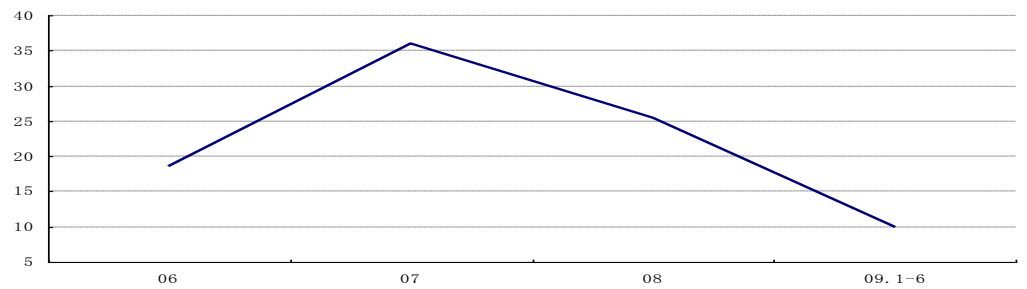
应收周转率下降是由于08年7月开始采用大卖场营销模式，使得应收大卖场货款猛增到1310.76万元，同期在应收账款中所占比重最大的应收加盟商货款为1540.45万元。

图表 12：加盟商退货金额



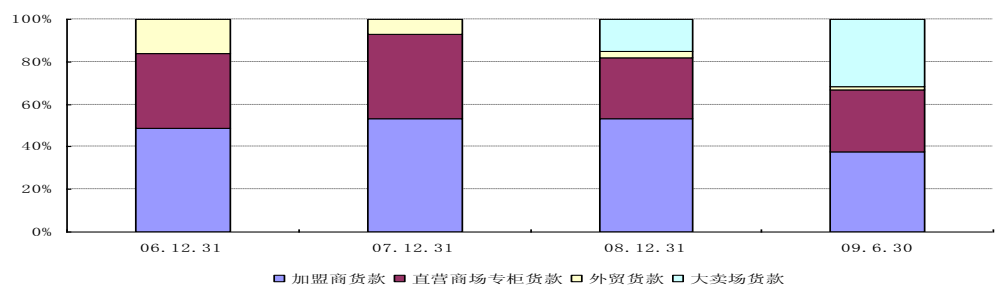
数据来源：公司招股说明书

图表 13：应收账款周转率



数据来源：公司招股说明书

图表 14：应收账款构成情况



数据来源：公司招股说明书

4.3.2 适当加大直营销销售比重

家纺企业在起步阶段一般会采用特许加盟连锁营销模式，在稳定发展阶段一般会



加强直营连锁营销模式的建设。公司自成立之初，就采用了直营连锁的营销模式。截至6月30日，公司已形成了拥有36家专卖店、195家商场专柜的直营销售网络。公司直营市场规模在逐步扩大，主营产品直营渠道销售收入06-08年的复合增长率为54.82%，在主营业务收入中的比重由06年的9.28%一路上升到09年上半年的14.82%。

随着业务规模的扩大和品牌知名度的提升，公司亟需加强对销售渠道的控制力度，提升销售渠道的稳定性。根据自身发展特点，公司营销模式未来三年仍将以特许加盟为主，直营为辅，但会适当加大直营比重，将部分加盟商经营不力的中心城市逐步改变为直营，使得直营渠道销售收入逐步达到主营业务收入30%左右的水平。

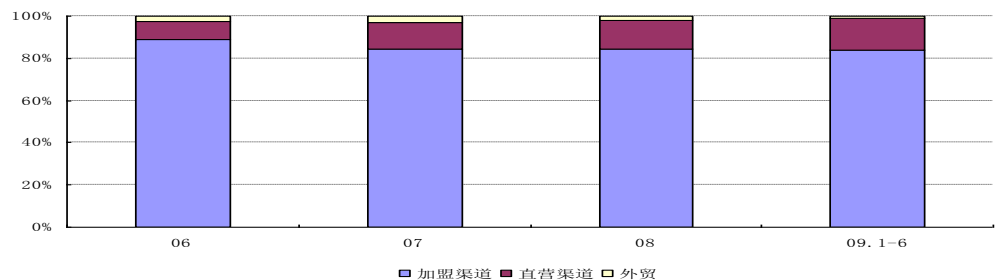
图表 15：截止 6 月 30 日，公司直营布点情况

	专卖店	商场专柜
上海	16	76
河南	3	22
广东	2	23
山东	3	20
湖南	1	16
江苏		13
重庆	1	12
福建	1	5
安徽	1	1
新疆	0	2
其他	8	5
合计	36	195

注：甘肃、河北、湖北、江西、辽宁、云南、浙江和广西各有1家专卖店，吉林、陕西、四川、海南和黑龙江各有1家商场专柜

数据来源：招股说明书

图表 16：三种渠道实现的销售额在总销售额中所占比重



数据来源：招股说明书

公司计划利用募集资金投资建设“直营销售网络建设项目”。该项目实施后将新增3家直营旗舰店、10家直营主力店、65家直营基础店和58家直营商场专柜。

目前公司加盟店和直营店的重叠度不大：直营市场主要集中在上海、郑州、长沙、重庆、深圳等8个城市，在这些城市公司要不没有加盟店，要不加盟店分布在郊区。该项目主要是对已存在直营店或者加盟商业绩较差的市场进行投入。在已存在直营店的市场，公司新增直营店主要在市区选址；在加盟商业绩较差的市场，根据《特许加盟



协议》，公司有权利收回这些加盟商的经营权，在这些地区建立直营市场。总体来说，该项目不会挤压加盟渠道的市场份额。

图表 17：计划新增直营门店情况

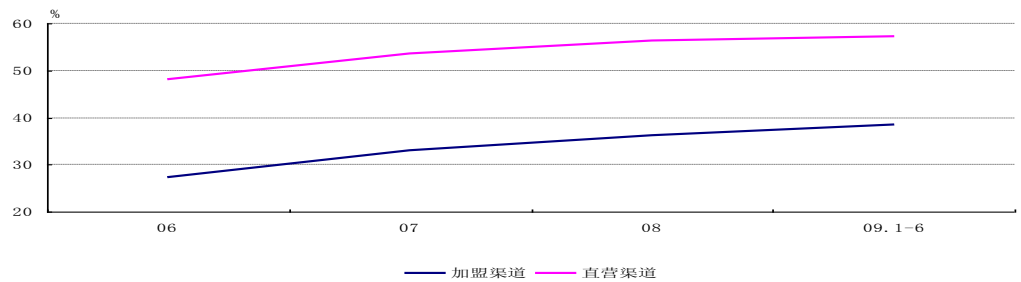
区域	门店购置数	门店租赁数		备注
华东	5	46	巩固和发展	上海 39 个，青岛 12 个
华中			巩固和发展	深圳 12 个
华南	2	29	拓展	长沙 9 个，郑州 9 个
西南	2	19	拓展	重庆 13 个，昆明 10 个
西北		8	拓展	西安 8 个
新增3个直营市场		25	开拓	其他省会级城市
合计	9	127		

数据来源：招股说明书

由于直接面对消费者，生产环节和零售环节的利润都可以获得，公司主营业务通过直营渠道实现的毛利率要比通过加盟渠道高出20个百分点左右。该项目实施后，直营渠道销售收入预计达到主营业务收入30%左右的水平。即使加盟渠道和直营渠道的毛利率维持09年上半年水平，公司主营业务通过这两个渠道实现的毛利率也将提高2.8个百分点。

另外，直营店具有较好的广告效应，可减少公司品牌宣传费用，还可令公司掌握第一手市场信息，开发出更多适销产品，扩大销售规模。因此，该项目的实施可为公司增加新的利润增长点。

图表 18：加盟渠道和直营渠道盈利水平



数据来源：招股说明书

4.4 新品设计实力与国内同类企业相比处于领先水平

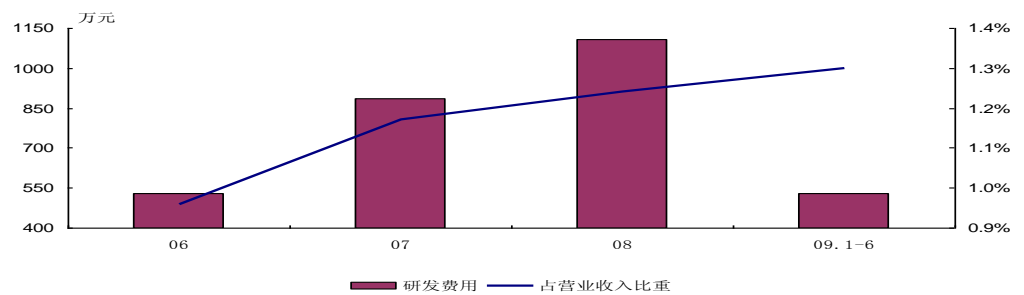
对于家纺产品，人们的需求变化很快，家纺企业只有不断推陈出新才能与市场同步。公司设计研发模式是以市场为导向，每季（每年分春夏秋三季）新品设计一般提前8-9个月开始准备，包括市场考察与分析、计划制定、设计、内外部评审等多个步骤，设计出的新品通过新品发布会交由加盟商进一步选择后，再进行批量生产。这种设计研发模式使得公司每年可以推出100多种新款单、套件和被芯，新品销量可以达到总销量的30%左右。

公司计划利用募集资金投资建设“研发中心建设项目”，在产品开发和消费行为



研究等领域达到国内领先水平。该项目的实施可以提高公司品牌附加值，缩短新品研发时间。

图表 19：研发费用



数据来源：招股说明书

4.5 建立快速反应的供应链管理系统以优化存货结构

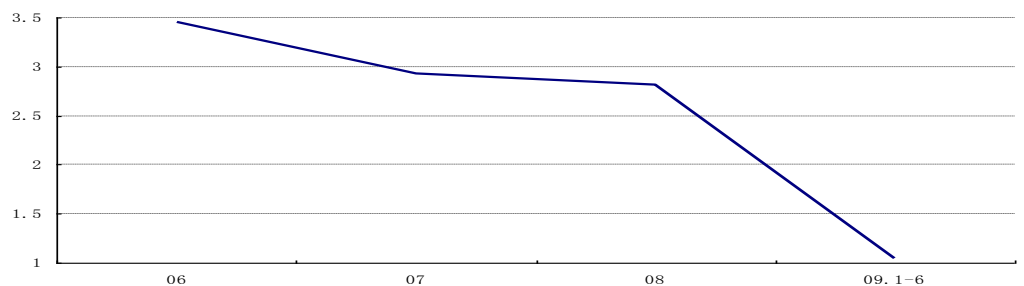
公司在05年与神州数码共同开发“易飞”精品分销系统（ERP）。使用该系统后，公司的生产效率提升至业内一流，可以在7天内满足客户多品种小批量的订货需求。

另外，公司在07年引入订单生产方式，在业内属于比较早的。公司在春夏秋三季组织三次新品发布会，在展示新品的同时，对下季新品和促销品的生产销售做出规划与安排，并与加盟商签订订货合同。通过新品发布会，公司获得的订货量可以占到预计需求量的30%左右，随后的生产将根据销售实际情况（各销售区域每周下达的补单）进行生产。

快速反应的供应链管理进一步优化了公司的存货种类、数量和库龄。公司存货周转率与应收账款周转率的情况相似，虽然下降，但与相似上市公司相比，仍然在平均水平之上。

存货周转率下降是由于库存商品增长较快，而库存商品增长较快的原因主要在于：一是由于销售比重加大，再加上门店需要一定的铺货量，公司直营市场库存商品增长较快，在存货中所占比重由06年末的6.35%上升至09年6月末的9.82%；二是为了满足加盟商订货需求，08年末和09年6月末都较大幅度增储了库存商品。

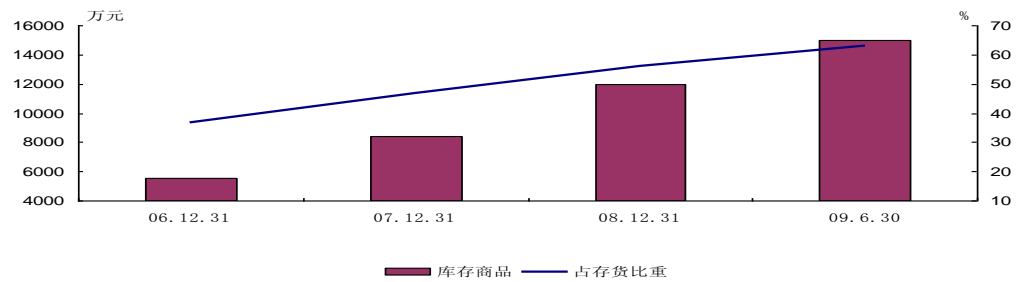
图表 20：存货周转率



数据来源：招股说明书

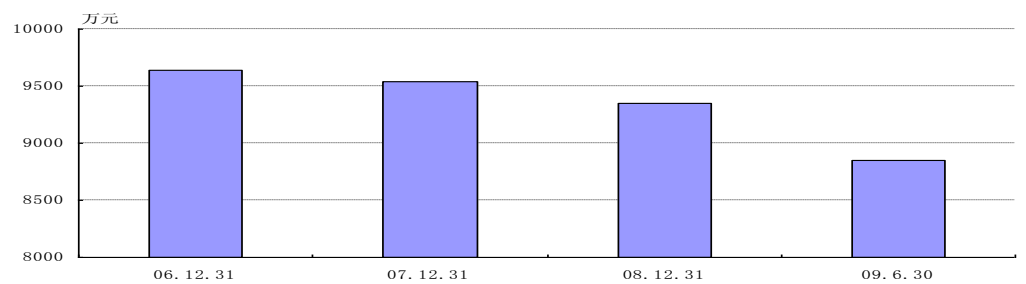


图表 21：库存商品



数据来源：招股说明书

图表 22：非库存商品



数据来源：招股说明书

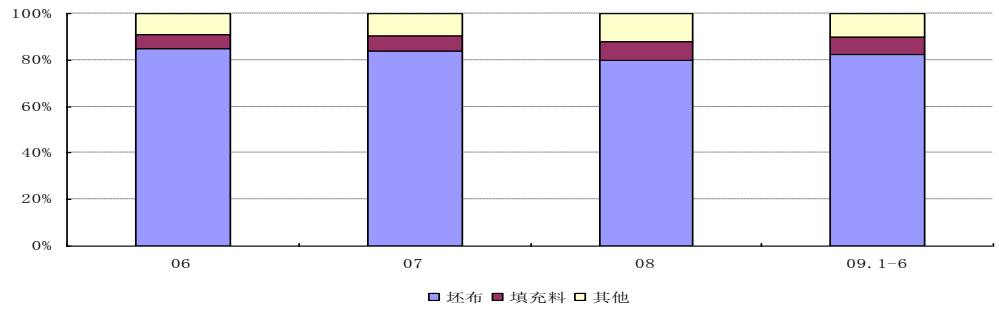
5 盈利预测和投资建议

5.1 合理假设

- 假定募投项目建设从7月份开始，进展顺利，生产基地扩建项目应在2010年7月投产。根据投产进度，预计2010-2012年达产率分别为30%、70%和90%，之后为100%。
- 直营销售网络建设项目应在2010年7月投产50%，2011年7月全部投产。根据投产进度，预计2010-2013年直营销额在总销售额中所占比重分别为17%、22%、27%、29%和30%，之后为30%。
- 坯布和填充料为公司产品的主要原材料，约占营业成本的90%。考虑到公司在家纺行业的龙头地位，预计可以通过产品提价来平抑营业成本的波动。
- 随着直营销售比重的加大，销售费用率还会增加，预计2009-2011年销售费用率将达到17-18%。管理费用率也将随着销售规模的扩大而出现增加，预计将达到6%左右。
- 2009-2011年新增资本支出分别为15940.55、21185.35、5244.8万元；所得税率分别为20%、22%和24%，之后为25%。

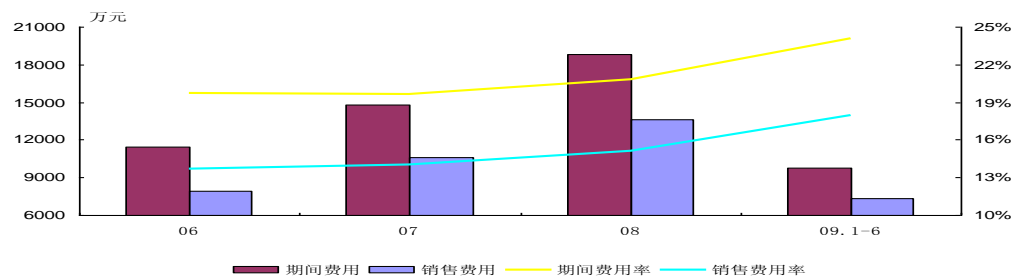


图表 23：营业成本构成情况



数据来源：招股说明书

图表 24：期间费用



数据来源：招股说明书

图表 25：募投项目建设进度

	总投资额	其中：建设投资	建设时间	进度
生产基地扩建项目	31141.7万元	17688万元	1年	
直营销售网络建设项目	26889.5万元	20979.2万元	2年	第一、二年完成67、69家门店建设
研发中心建设项目	3703.5万元	3703.5万元	1年	
合计	61734.7	42370.7万元		

数据来源：招股说明书

5.2 投资建议

由于产品直接面向社会大众，品牌战略成为公司的工作重点，因此虽然与孚日股份等上市公司同属家纺行业，但并不具有可比性。从目标消费群体、营销模式、盈利能力等方面来看，公司与品牌服装上市公司（美邦服饰、七匹狼、报喜鸟、星期六等）更为相近。

临近消费终端，再加上产品主要以内需为主，品牌服装上市公司在纺织服装板块一直享受较高估值，剔除新上市的星期六，09年平均PE为25.27X。

公司2009-2011年EPS分别为0.914、1.143、1.417元，复合增长率为24.55%，作为家纺行业的龙头企业之一，给予09年25-30X的PE，合理股价为22.85-27.42元，较27.16元的发行价已无上涨空间。从最近新股上市的情况来看，市场炒新热情有所减少。上市首日，公司股价在35元左右时，建议投资者兑现收益。



图表 26：品牌服装上市公司估值情况

	股价	EPS			PE		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011
美邦服饰	19.42	0.75	0.99	1.25	25.78	19.58	15.53
七匹狼	17.96	0.65	0.83	1.07	27.45	21.67	16.84
报喜鸟	14.55	0.64	0.82	1.01	22.59	17.83	14.41
平均值					25.27	19.69	15.59
星期六	22.73	0.58	0.74	1.02	39.45	30.56	22.33

数据来源：Wind

6 风险提示

- ✦ 促进我国居民对家用纺织品需求持续增长的主要动力中，居民住房改善和宾馆酒店扩建与宏观经济紧密相关。如果宏观经济不振，消费者对公司产品的消费意愿和能力一定会受到影响。
- ✦ 在我国，家纺行业是一个市场竞争较为充分的行业，公司面临着来自国内外诸多品牌企业的竞争。另外，坯布和填充料约占营业成本的90%，公司面临着原材料价格波动的风险。
- ✦ 从公司自身的情况来讲，存在能否准确把握消费者偏好变化趋势，开发出适销对路产品的风险。募投项目投产后，直营销售比重加大，如果管理不到位的话，预期销售目标可能无法实现。



图表 27：盈利预测

利润表（万元）					主要财务指标				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	90268	104711	134031	175580	成长性				
营业成本	56812	64535	82047	107192	营业收入增长	19.5%	16.0%	28.0%	31.0%
销售费用	13613	17801	23455	31604	营业成本增长	15.4%	13.6%	27.1%	30.6%
管理费用	5060	6283	8042	10535	营业利润增长	23.4%	17.5%	28.3%	27.3%
财务费用	137	-341	-600	-598	利润总额增长	23.4%	17.9%	28.3%	27.3%
投资净收益	-7	0	0	0	净利润增长	29.3%	16.5%	25.1%	24.0%
营业利润	13758	16172	20751	26408	盈利能力				
营业外收支	-39	0	0	0	毛利率	37.1%	38.4%	38.8%	38.9%
利润总额	13719	16172	20751	26408	销售净利率	12.2%	12.2%	12.0%	11.3%
所得税	2616	3234	4565	6338	ROE	36.5%	9.3%	10.4%	11.4%
少数股东损益	96	112	141	174	ROIC	52.9%	37.5%	27.7%	25.9%
净利润	11007	12825	16045	19896	营运效率				
资产负债表（万元）					销售费用/营业收入	15.1%	17.0%	17.5%	18.0%
流动资产	35647	128347	127545	148939	管理费用/营业收入	5.6%	6.0%	6.0%	6.0%
货币资金	7851	96662	87214	96223	财务费用/营业收入	0.2%	-0.3%	-0.4%	-0.3%
应收帐款	3868	4486	5743	7523	投资收益/营业利润	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	65	75	96	126	所得税/利润总额	19.1%	20.0%	22.0%	24.0%
存货	21290	24185	30747	40170	应收帐款周转率	21.61	20.47	20.21	10.00
非流动资产	10197	27956	49823	55492	存货周转率	2.50	2.35	2.31	2.31
固定资产	8302	26150	48107	53866	流动资产周转率	1.10	0.82	0.97	1.11
资产总计	45844	156303	177368	204431	总资产周转率	0.89	0.63	0.70	0.78
流动负债	15710	17900	22780	29773	偿债能力				
短期借款	0	0	0	0	资产负债率	34.3%	11.5%	12.8%	14.6%
应付款项	9007	10231	13007	16994	流动比率	2.27	7.17	5.60	5.00
非流动负债	0	0	0	0	速动比率	0.91	5.82	4.25	3.65
长期借款	0	0	0	0	每股指标（元）				
负债合计	15710	17900	22780	29773	EPS	0.784	0.914	1.143	1.417
股东权益	30134	138403	154589	174659	每股净资产	2.15	9.86	11.01	12.44
股本	14036	14036	14036	14036	每股经营现金流	0.77	0.90	1.10	1.36
留存收益	19279	123926	139971	159867	每股经营现金/EPS	1.0	1.0	1.0	1.0
少数股东权益	328	441	581	756	估值				
负债和权益总计	45844	156303	177368	204431	PE	34.6	29.7	23.8	19.2
现金流量表（万元）					PEG	1.59	1.21	0.99	-
经营活动现金流	10832	12670	15508	19080	PB	12.7	2.8	2.5	2.2
其中营运资本减少	-1060	-1700	-3765	-5391	EV/EBITDA	25.04	22.08	16.41	12.62
投资活动现金流	-2774	-19190	-24956	-10071	EV/SALES	4.22	3.64	2.84	2.17
其中资本支出	-3236	-19190	-24955	-10070	EV/IC	15.96	8.74	5.47	4.67
融资活动现金流	-4876	95332	0	0	ROIC/WACC	4.26	3.03	2.24	2.09
净现金总变化	3167	88811	-9447	9009	REP	3.74	2.89	2.44	2.24

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润

研究员介绍及承诺:

王萍: 中国科学技术大学经济学硕士，07年加入长城证券，08年任农业与食品饮料行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

	评级	说明
公司评级	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%；
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间；
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间；
	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%；
行业评级	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上；
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间；
	中性	预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间；
	回避	预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上；

本报告版权归长城证券有限责任公司所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制，如引用、刊发，须注明出处为“长城证券金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息，虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。



长城证券研究所
地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编：518034
传真：86-775-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层
邮编：100044
传真：86-10-88366650
网址：<http://www.cgws.com>