

罗莱生活 (002293.SH) 纺织行业

评级: 增持 首次评级

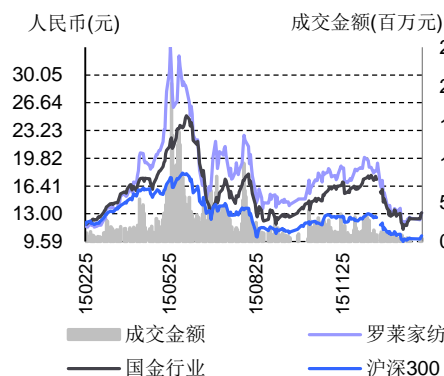
公司研究

市场价格 (人民币): 13.08 元
目标价格 (人民币): 13.00-15.50 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|----------------|-------------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 699.86 |
| 总市值(百万元) | 9,179.75 |
| 年内股价最高最低(元) | 33.44/11.38 |
| 沪深 300 指数 | 3063.32 |
| 深证成指 | 10161.77 |



相关报告

1. 《业绩明显改善 管理经营求新求变-罗莱家纺业绩点评》, 2015.4.27
2. 《开售睡眠监测新品 展望智能家居市场-罗莱家纺公司点评》, 2015.3.20

王冯

分析师 SAC 执业编号: S1130515090005
(8621)60893123
fengwang@gjzq.com.cn

内提效率, 外转家居, 期待并购逐步落地

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 1.164 | 1.357 | 0.628 | 0.700 | 0.799 |
| 每股净资产(元) | 7.57 | 8.64 | 3.74 | 4.09 | 4.53 |
| 每股经营性现金流(元) | 1.47 | 1.81 | 0.88 | 0.69 | 0.80 |
| 市盈率(倍) | 20.46 | 18.98 | 20.82 | 18.70 | 16.37 |
| 行业优化市盈率(倍) | 26.76 | 34.08 | 54.17 | 54.17 | 54.17 |
| 净利润增长率(%) | -14.29% | 16.60% | 15.75% | 11.34% | 14.19% |
| 净资产收益率(%) | 15.37% | 15.71% | 16.81% | 17.12% | 17.62% |
| 总股本(百万股) | 280.73 | 280.73 | 701.82 | 701.82 | 701.82 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

■ 要点一: 公司战略发生重要变化: 家纺向家居企业的转变, 中高端市场向大众市场的转变

目前, 国内中高端家纺各企业的渠道布局基本完成, 未来单品牌扩张空间有限, 各品牌积极转型, 进军家居领域。家居行业由于购买频率更高, 潜在的扩张空间更大、市场更加广阔。根据《中国家纺行业分析报告》数据显示, 目前家纺床上用品的规模大约在 1500 亿, 小家居行业的规模则高达 5000-8000 亿左右的规模。

公司顺应行业发展趋势, 抓住家居行业发展机会, 积极打造第二品牌乐优家, 进军小家居行业; 同时, 主品牌罗莱家纺、高端品牌廊湾国际也纷纷引入家居品类, 全面向家居企业转型。

■ 要点二: 收编加盟商、内部事业部制改革提升效率

公司自 2014 年底成立南通罗莱商务咨询有限公司, 开始推进与经销商成立合伙公司(罗莱控股), 进一步加强终端控制权。目前加盟商的收购已经完成 10 家。鉴于成立合资公司时, 公司的对价基于加盟商对于未来业绩增长的承诺, 我们认为, 一方面这将促使加盟商提升经营效率, 另一方面, 也将使得加盟商对于其周边原空白区域市场的覆盖加快。对于公司来讲, 终端控制进一步加强, 终端反应更快, 有利于门店效率的提升。

公司自 2014 年起开始各品牌的事事业部制改革。目前 7 个事业部正在推进, LOVO 和廊湾国际已经完成合伙制签约。我们认为, 事业部制的改革顺应目前顺应现代企业提升内部效率的趋势, 同时, 也将公司原来的管理框架变得更加简单, 为打造平台型家居企业提供有力支撑。

■ 要点三: 主品牌+LOVO+乐优家奠定收入增长基础

我们预计主品牌随着罗莱 HOME 升级带来的平效提升可维持 5%左右的收入增长, LOVO 线上品牌增速较过去几年的高成长可能增速有所下滑, 带事业部制改革的完成以及线上第一品牌的优势, 预计未来可实现 10%以上的增速水平。乐优家以 2016 年、2017 年 100 家、150 家的开店速度预计, 将贡献收入 2 亿、4.5 亿。

■ 要点四: 投资并购值得期待

公司自 2015 年以来, 先后与和而泰、上海艾瑞资产、戈壁创赢创业投资管理有限公司、天津加华裕丰股权投资、深圳迈迪加科技、与深圳前海梧桐并

购产业基金签署合作协议，为公司在智能家居、互联网+、O2O 等领域实现战略布局，并通过合作成立并购基金的形式，引入有项目资源优势的合作对象，围绕公司家居生态圈进行战略投资。2016 年投资项目的逐步落地值得期待。

盈利预测与投资建议

- 公司罗莱主品牌维持 5%左右的增长，增长主要来自于罗莱 HOME 升级后带来的平效提升；（2）对于电商和其它代理品牌，假设未来的收入增长约 10%。（3）乐优家保守预计 2016 年开店 100 家、2017 年开店 150 家(实际情况超预期可能性大)，由于乐优家平均单店面积较原来家纺店铺更大，预计 200 平米以上的店铺为主，稳定盈利的成熟店铺预计未来平效可超过 1 万元/平/年。基于以上假设，我们对于公司 2016-2017 年的 EPS 预测为 0.70 元和 0.80 元，对应目前股价估值为 19 倍和 16 倍。估值较为合理，并考虑到未来投资并购预期较为强烈，给予“增持”评级。

风险

- 纺服终端消费持续低迷，公司家纺收入存在低于预期的可能性。
- 新品牌乐优家开店进度低于预期。
- 投资并购时点难以把握、进展低于预期。

内容目录

| | |
|-----------------------------------|---|
| 主品牌收加盟商深挖潜力，罗莱 HOME 升级丰富家居品类..... | 4 |
| 收编加盟商，深挖市场潜力 | 4 |
| 罗莱 HOME 丰富家居品类，进一步提升主品牌竞争力..... | 5 |
| 试水“乐优家”，中高端向大众市场转变，家纺到家居的转变..... | 5 |
| LOVO，快速打造线上第一家纺品牌..... | 6 |
| 大家居家纺平台雏形已现 | 6 |
| 品牌布局完善、定位不同细分市场 | 6 |
| 投资收购逐步推进，智能家居储备先行 | 7 |
| 提升效率，内部事业部制改革奠定基础..... | 8 |
| 盈利预测与估值..... | 9 |

图表目录

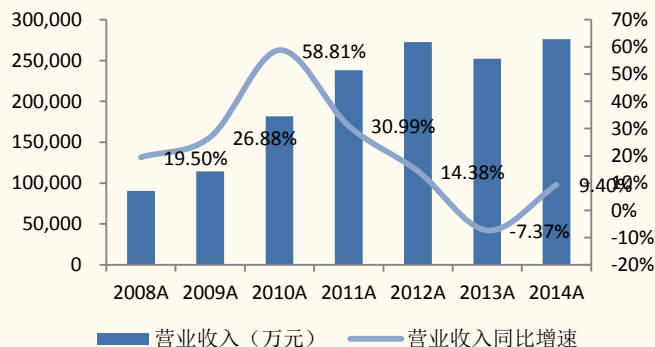
| | |
|---------------------------------------|---|
| 图表 1：公司收入增速趋缓..... | 4 |
| 图表 2：毛利率稳步提升 | 4 |
| 图表 3：罗莱收入远高于其它上市家纺公司（亿元） | 4 |
| 图表 4：华东是公司的优势区域，收入贡献超 50%..... | 4 |
| 图表 5：罗莱 HOME 店铺形象（羽山路店） | 5 |
| 图表 6：罗莱 HOME 店铺形象(长泰广场店)..... | 5 |
| 图表 7：LACASA 乐优家店铺展示 | 5 |
| 图表 8：以 LOVO 为主的其它品牌收入占比提升 | 6 |
| 图表 9：罗莱富安娜双十一销售对比（亿元） | 6 |
| 图表 10：公司品牌布局完善..... | 7 |
| 图表 11：公司 2015 年以来成立的产业基金、并购相关事件 | 7 |
| 图表 12：Reston 非穿戴睡眠监测器 | 8 |
| 图表 13：Nox 智能助眠灯 | 8 |
| 图表 14：罗莱生活分品牌业务预测表 | 9 |

主品牌收加盟商深挖潜力，罗莱 HOME 升级丰富家居品类

收编加盟商，深挖市场潜力

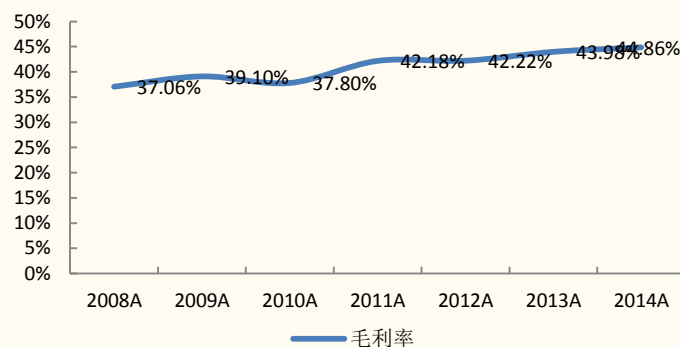
- 公司主品牌罗莱家纺定位于中高端市场，目前店铺已近 3000 家，对于其市场定位来讲，主品牌的外延扩张、在全国的布局已经完成，进一步提升需要更有经验的经营团队、以及他们深入的市场挖掘能力。华东区域的公司的优势区域，收入贡献占公司总收入的一半。

图表 1：公司收入增速趋缓



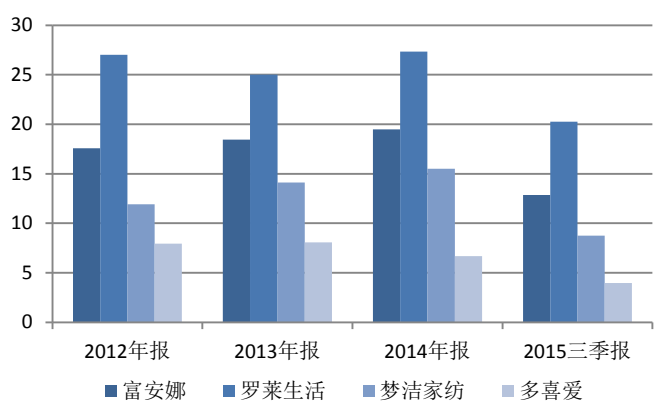
来源：国金证券研究所

图表 2：毛利率稳步提升



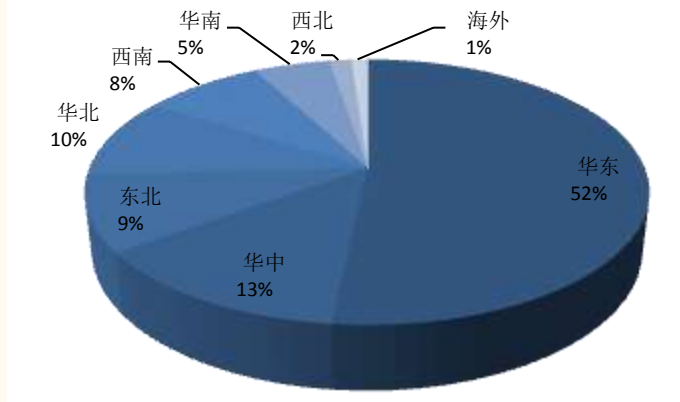
来源：国金证券研究所

图表 3：罗莱收入远高于其它上市家纺公司 (亿元)



来源：Wind, 国金证券研究所

图表 4：华东是公司的优势区域，收入贡献超 50%



来源：Wind, 国金证券研究所

- 公司自 2014 年底成立南通罗莱商务咨询有限公司，开始推进与经销商成立合伙公司（由罗莱控股），进一步加强终端控制权。目前加盟商的收购已经完成 10 家，加盟商收进来的部分收入占比约 10%。
- 鉴于成立合资公司时，公司的对价基于加盟商对于未来业绩增长的承诺，我们认为，一方面这将促使加盟商提升经营效率，另一方面，也将使得加盟商对于其周边原空白区域市场的覆盖加快。
- 公司直营店铺收入+合并的 10 家加盟商收入+电商收入，合计直营收入的占比已达到 4 成。我们可以看作是公司有效控制的终端部分已达 40%，对于终端管控的提升有利于公司零售能力提升，反应速度更快，有助于终端效率提升，收入提升。

罗莱 HOME 丰富家居品类，进一步提升主品牌竞争力

- 升级大店罗莱 HOME，提升品牌形象，增加家居品类
 - 公司鼓励加盟商将原有店铺升级为大店罗莱 HOME，店内增加卫浴、洗护以及毛巾、地垫、香氛、拖鞋、家居服、厨房用品、餐桌用品、家装、家电、照明用品、文具、玩具等。店内 SKU 可由原来 200 平米店铺的 250-300 个上升至 800-900 个。

图表 5：罗莱 HOME 店铺形象（羽山路店）



来源：网络图片，国金证券研究所

图表 6：罗莱 HOME 店铺形象（长泰广场店）



来源：网络图片（大众点评），国金证券研究所

试水“乐优家”，中高端向大众市场转变，家纺到家居的转变

- 类似于大部分服装品牌公司，公司积极寻找未来增长出路，积极打造第二品牌乐优家（由原优家品牌转化），并逐步向家居行业转化。
- 乐优家定位于大众市场，秉持“以人为本物有所值”的理念，致力于为大众消费者持续提供具有一定品质感、美观实用的家居用品。
- 根据乐优家的招商网页上显示，乐优家现已开业门店 40 多家，目前店面布局：上海 7 家，江苏 16 家 浙江 8 家，武汉 4 家 芜湖 3 家，山东 4 家 广西 1 家。2016 年，规划开店 200 家，面向全国 1-4 线城市，主要以华东、华中、华南、西南为核心区域拓展。

图表 7：LACASA 乐优家店铺展示

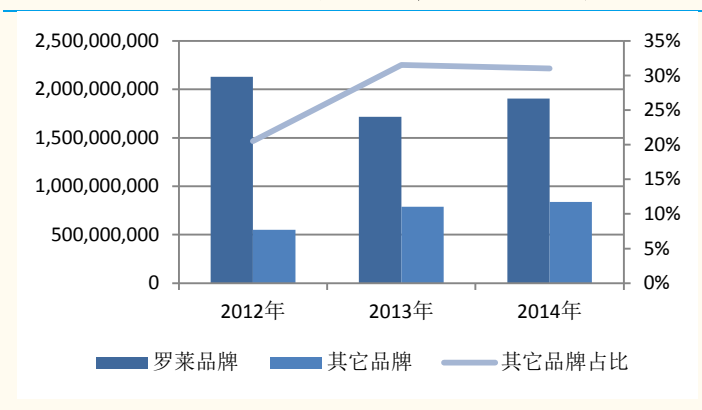


来源：网络图片，国金证券研究所

LOVO，快速打造线上第一家纺品牌

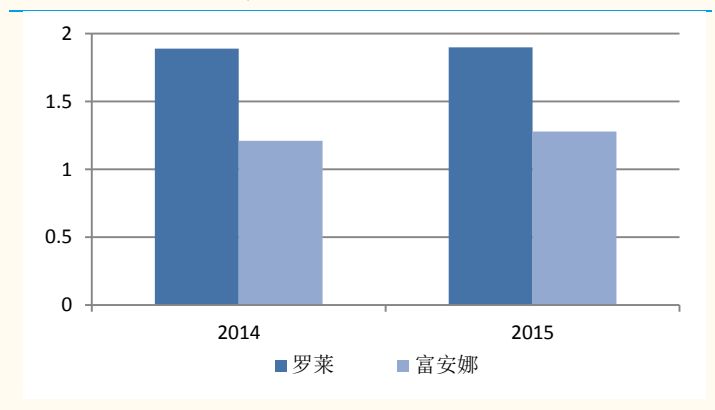
- 与很多纯电商的家纺品牌相比，LOVO 的起步并不早，两三年前才处于起步阶段，但如同我们对于所有服装子行业的观点一样，线上的销售只是手段和形式，真正比拼的仍然是背后的供应链、产品设计、零售管理水平。LOVO 背靠罗莱成熟的供应链、管理等平台，两三年时间迅速成长为家纺线上销售第一品牌。
- LOVO 是 2015 年上半年家纺品牌中为数不多的增长的品牌，上半年电商的占比 16-17%，2014 全年占比约 15%，线上占比略有提升。上半年电商增长 20%多；电商销售收入主要来自于 LOVO。
- LOVO 品类由原来的家纺转型家居。从天猫旗舰店可见毛巾、厨房、小家居用品逐步上架，可见罗莱线上家纺品牌的家居转型与线下同时推进。
- LOVO 外，罗莱入股大朴网 10%股权，未来更多相关投资值得期待。通过线上的 LOVO 品牌影响以及入股更多的特色家纺企业，为未来公司打造家纺垂直电商提供可能性。同时，被参股企业则可共享罗莱供应链资源，降低成本，提升产品竞争力。

图表 8：以 LOVO 为主的其它品牌收入占比提升



来源：国金证券研究所

图表 9：罗莱富安娜双十一销售对比 (亿元)



来源：国金证券研究所

大家居家纺平台雏形已现

- 我们认为，罗莱未来的战略目标是成为一家家纺家居的平台型企业，原有各品牌的事事业部制改革、罗莱大学的成立（孵化、培养新品牌），新品牌的收购，大家居家纺平台企业的雏形已现。同时，这个平台已具备家纺领域中线上线下最大品牌的管理经验、较优秀的供应链体系支持、较优越的资本平台和资金实力、有实力的战略合作伙伴。

品牌布局完善、定位不同细分市场

- 公司意在打造一个大型家居家纺的平台型企业，目前旗下品牌罗莱、KIDS、优家、廊湾定位于中高大众等不同市场，各品牌也由原来的家纺品牌转型为家居品牌。同时，公司通过不断收购家居品牌，不断充实家居家纺产品品类。
- 品牌定位与区分：罗莱未来做中高端的家居品牌。KIDS 里会增加儿童娱乐教育、小家具、儿童卫浴里的小家居品等。优家，做性价比的中端家居品牌。LAVIEHOME(廊湾家居)，现在在杭州、上海、北京、武汉有店，现在有 12, 13 个品牌，未来其会继续投资并购海外的品牌不

断充实，廊湾店铺定位在高端商场里，目前开店效果较好。SaintMarc尚玛可未来也将打造成家居店。

图表 10：公司品牌布局完善

| 产品类别 | 品牌类型 | 品牌定位 |
|----------------|---------|----------|
| 罗莱家纺 | 自有品牌 | 中高端主品牌 |
| 罗莱 KIDS | 自有品牌 | 中高端儿童家纺 |
| LACASA 乐优家 | 自有品牌 | 大众家居家纺品牌 |
| LOVO | 自有品牌 | 电商品牌定位大众 |
| SHERIDAN 雪瑞丹 | 代理品牌 | 澳大利亚高端家纺 |
| SAINT MARC 尚玛可 | 代理品牌 | 欧式大众时尚 |
| SCHLOSSBERG | 代理品牌 | 瑞士高端家纺 |
| ESCADA 艾斯卡达 | 代理品牌 | 德国高端家纺 |
| ZUCCHI 素琦 | 代理品牌 | 意大利高端家纺 |
| 日本内野（中国区） | 中国区控股合资 | 高端毛巾 |

来源：公司网站，国金证券研究所

投资收购逐步推进，智能家居储备先行

公司自 2015 年以来，先后与和而泰、上海艾瑞资产、戈壁创赢创业投资管理有限公司、天津加华裕丰股权投资、深圳迈迪加科技、与深圳前海梧桐并购产业基金签署合作协议，为公司在智能家居、互联网+、O2O 等领域实现战略布局，并通过合作成立并购基金的形式，引入有项目资源优势的合作对象，围绕公司家居生态圈进行战略投资。

图表 11：公司 2015 年以来成立的产业基金、并购相关事件

| 时间 | 事件 | 内容 |
|------------|--|---|
| 2015 年 4 月 | 和而泰战略合作框架协议 | 公司拟在睡眠健康监测与咨询、大健康、智能家居、大数据方向进行战略布局。在合作研发方面，用家纺工艺、家纺相关新材料与智能技术进行联合研发；并利用自身品牌、渠道优势针对成熟产品快速改造或打造出一批具备智能家居和家庭大健康概念的体验店，合理定价、迅速起量；利用大数据平台，提供系统化的增值服务和健康顾问服务，并就此与相关资源方进行深入合作。 |
| 2015 年 4 月 | 公司进行风险投资事项的公告 | 使用最高额度不超过（含）人民币 8 亿元的自有资金进行风险投资，：股票及其衍生品投资、基金投资、期货投资、房地产投资及以上投资为标的的证券投资产品等。 |
| 2015 年 4 月 | 全资子公司与上海艾瑞资产管理有 限公司签署战略合作协议的公告， | 双方拟合作成立互联网投资基金（3 亿），罗莱认购 6000 万元。艾瑞介绍并促成相关互联网、移动互联网、电子商务、互联网金融、移动医疗、大数据等行业的优秀公司与罗莱进行深入合作或实现投资入股。 |
| 2015 年 4 月 | 全资子公司与戈壁创赢（上海）创 业投资管理有限公司签署战略合作 协议的公告 | 戈壁集团成立于 2002 年，是中国最具经验的顶级风险投资公司之一。主要聚焦于企业云计算服务、智能硬件、O2O、旅游、创新性金融、车联网、广告传媒等 TMT 领域的早期投资机会。甲乙双方拟合作成立投资基金（5 亿）。投资标的所属的领域包括不限于智能家居、智能硬件、云计算、移动互联网、O2O、消费、广告传媒等。罗莱认缴 5000-1 亿。 |
| 2015 年 5 月 | 全资子公司拟与加华裕丰（天津） 股权投资管理合伙企业（有限合 伙）合作设立产业投资基金的公告 | 拟使用自有资金 2 亿元人民币与加华裕丰（天津）股权投资管理合伙企业（有限合伙）合作设立产业投资基金。基金存续期为 7 年。基金重点围绕大家纺、大家居产业链和相关生态圈进行布局，着力收购符合具备良好成长性和协同性的家纺、家居行业中的优秀企业，通过产业整合与并购重组，为罗莱提供优质项目资源储备，不断提升罗莱行业龙头地位。 |
| 2015 年 5 月 | 与深圳市迈迪加科技发展有限公司 签署投资意向书的公告 | 拟通过其下属子公司南通罗莱商务咨询有限公司以 29,316,878 元投资深圳市迈迪加科技发展有限公司，公司一直致力于非接触式睡眠监测技 |

| 时间 | 事件 | 内容 |
|-------------|--|--|
| | | 术，相继推出了新生儿睡眠监测器、中老年睡眠监测系统以及 RestOn 睡眠监测器。本次投资完成后子公司将持有迈迪加 21.38% 的股份，成为迈迪加第一大股东，并向迈迪加委派一名董事。 |
| 2015 年 10 月 | 拟与深圳市前海梧桐并购投资基金管理有限公司及其他合作方合作设立产业投资基金的公告 | 拟与深圳市前海梧桐并购投资基金管理有限公司及自然人薛晋琛、林齐鸣合作设立产业投资基金。(一期 3 亿元，公司出资 5000 万元)。目的是在公司现有行业经验的基础上充分利用前海梧桐的专业投资团队，为公司综合提升互联网产业链能力提供并购标的，更好地抓住市场发展机遇，完善公司产业链，推动公司构建产业生态圈。 |

来源：公司公告，国金证券研究所

在产品上，公司试水智能家居产品，首先于 2015 年 3 月限量发售 100 台 reston 智能睡眠检测器，在微信商城上线 12 分钟即售罄。RestOn 智能睡眠监测器是一款非可穿戴的智能硬件，可以固定在床上，通过传感器精确测量睡眠时间，心脏率，呼吸率，身体运动和睡眠周期。并根据这些数据位用户提供专业的睡眠指导。RestOn 的睡眠数据会自动同步到手机 APP，以可视化的方式呈现给用户，分析和评价每天的睡眠质量，帮助用户形成健康的睡眠习惯。RestOn 还将每周和每月报告睡眠质量，提醒用户潜在的健康问题。此外，通过 APP 用户可以分享自己的睡眠数据。

2015 年 12 月，公司联合 Sleepace、京东智能推出首发智能睡眠产品-Nox 智能助眠灯，公司表示，主要期望 Sleepace 舒派产品能成为占领“智能卧室生态系统”的核心健康大脑，通过准确获取人体在整个卧室睡眠环境中的生理数据、行为数据、环境数据，实现和其他各类智能消费电子产品的连接。

图表 12: Reston 非穿戴睡眠监测器



来源：网站资料，国金证券研究所

图表 13: Nox 智能助眠灯



来源：网站资料，国金证券研究所

提升效率，内部事业部制改革奠定基础

- 公司自 2014 年起开始各品牌的事事业部制改革。目前 7 个事业部正在推进，LOVO 和廊湾国际已经完成合伙制签约。
- 我们认为，事业部制的改革顺应目前顺应现代企业提升内部效率的趋势，同时，也将公司原来的管理框架变得更加简单，为打造平台型家居企业提供有力支撑。

盈利预测与估值

■ 预计公司 2015-2017 年的业绩预测作如下假设：

- (1) 公司罗莱主品牌维持 5% 左右的增长，增长主要来自于罗莱 HOME 升级后带来的平效提升；
- (2) 对于电商和其它代理品牌，假设未来的收入增长约 10%。
- (3) 乐优家，保守预计 2016 年开店 100 家、2017 年开店 150 家(实际情况超预期可能性大)，由于乐优家平均单店面积较原来家纺店铺更大，预计 200 平米以上的店铺为主，稳定盈利的成熟店铺预计未来平效可超过 1 万元/平/年。

基于以上假设，我们对于公司 2016-2017 年的 EPS 预测为 0.70 元和 0.80 元，对应目前股价估值为 19 倍和 16 倍。我们认为估值较为合理，并考虑到未来投资并购预期较为强烈，给予“增持”评级。

图表 14：罗莱生活分品牌业务预测表

| 项 目 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|--------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 罗莱家纺 | | | | | | |
| 销售收入(百万元) | 2,130.00 | 1,715.00 | 1,904.00 | 2,000.00 | 2,100.00 | 2,200.00 |
| 增长率(YOY) | 18.40% | -19.48% | 11.02% | 5.04% | 5.00% | 4.76% |
| 毛利率 | 43.80% | 43.98% | 44.80% | 49.50% | 51.00% | 52.00% |
| 销售成本(百万元) | 1,197.06 | 960.74 | 1,051.01 | 1,010.00 | 1,029.00 | 1,056.00 |
| 增长率(YOY) | 19.74% | -19.74% | 9.40% | -3.90% | 1.88% | 2.62% |
| 毛利(百万元) | 932.94 | 754.26 | 852.99 | 990 | 1,071.00 | 1,144.00 |
| 增长率(YOY) | 16.72% | -19.15% | 13.09% | 16.06% | 8.18% | 6.82% |
| 占总销售额比重 | 79.48% | 68.50% | 69.46% | 67.34% | 63.73% | 58.67% |
| 占主营业务利润比重 | 81.34% | 67.71% | 69.02% | 68.64% | 65.99% | 61.18% |
| 其它品牌(代理+电商) | | | | | | |
| 销售收入(百万元) | 550 | 788.5 | 837 | 920 | 1,000.00 | 1,100.00 |
| 增长率(YOY) | 0.36% | 43.36% | 6.15% | 9.92% | 8.70% | 10.00% |
| 毛利率 | 38.91% | 45.62% | 45.75% | 47.00% | 47.00% | 48.00% |
| 销售成本(百万元) | 336 | 428.79 | 454.07 | 487.6 | 530 | 572 |
| 增长率(YOY) | -2.10% | 27.62% | 5.90% | 7.38% | 8.70% | 7.92% |
| 毛利(百万元) | 214.01 | 359.71 | 382.93 | 432.4 | 470 | 528 |
| 增长率(YOY) | 4.50% | 68.09% | 6.45% | 12.92% | 8.70% | 12.34% |
| 占总销售额比重 | 20.52% | 31.50% | 30.54% | 30.98% | 30.35% | 29.33% |
| 占主营业务利润比重 | 18.66% | 32.29% | 30.98% | 29.98% | 28.96% | 28.24% |
| 乐优家 | | | | | | |
| 门店数量(个) | - | - | - | 50 | 150 | 300 |
| 增长率(YOY) | - | - | - | - | 200.00% | 100.00% |
| 单店销售(万元) | - | - | - | 100 | 130 | 150 |
| 增长率(YOY) | - | - | - | 100.00% | 30.00% | 15.38% |
| 销售收入(百万元) | - | - | - | 50 | 195 | 450 |
| 增长率(YOY) | - | - | - | - | 290.00% | 130.77% |
| 毛利率 | - | - | - | 40.00% | 42.00% | 44.00% |
| 销售成本(百万元) | - | - | - | 30 | 113.1 | 252 |
| 增长率(YOY) | - | - | - | - | 277.00% | 122.81% |
| 毛利(百万元) | - | - | - | 20 | 81.9 | 198 |
| 增长率(YOY) | - | - | - | - | 309.50% | 141.76% |
| 占总销售额比重 | - | - | - | 1.68% | 5.92% | 12.00% |
| 占主营业务利润比重 | - | - | - | 1.39% | 5.05% | 10.59% |

| 项 目 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-------------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 合 计 | | | | | | |
| 销售总收入 (百万元) | 2680 | 2503.5 | 2741 | 2970 | 3295 | 3750 |
| 销售总成本 (百万元) | 1533.06 | 1389.53 | 1505.08 | 1527.6 | 1672.1 | 1880 |
| 毛利 (百万元) | 1146.95 | 1113.97 | 1235.92 | 1442.4 | 1622.9 | 1870 |
| 平均毛利率 | 42.80% | 44.50% | 45.09% | 48.57% | 49.25% | 49.87% |

来源：公司年报，国金证券研究所

风险提示

- 纺服终端消费持续低迷，公司家纺收入存在低于预期的可能性。
- 新品牌乐优家开店进度低于预期。
- 投资并购时点难以把握、进展低于预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入 | 2,725 | 2,524 | 2,761 | 2,970 | 3,295 | 3,750 |
| 增长率 | | -7.4% | 9.4% | 7.6% | 10.9% | 13.8% |
| 主营业务成本 | -1,575 | -1,414 | -1,523 | -1,528 | -1,672 | -1,880 |
| %销售收入 | 57.8% | 56.0% | 55.1% | 51.4% | 50.7% | 50.1% |
| 毛利 | 1,150 | 1,110 | 1,239 | 1,442 | 1,623 | 1,870 |
| %销售收入 | 42.2% | 44.0% | 44.9% | 48.6% | 49.3% | 49.9% |
| 营业税金及附加 | -22 | -24 | -27 | -29 | -32 | -36 |
| %销售收入 | 0.8% | 0.9% | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 1.0% |
| 营业费用 | -567 | -555 | -603 | -683 | -774 | -900 |
| %销售收入 | 20.8% | 22.0% | 21.8% | 23.0% | 23.5% | 24.0% |
| 管理费用 | -156 | -173 | -199 | -238 | -264 | -300 |
| %销售收入 | 5.7% | 6.8% | 7.2% | 8.0% | 8.0% | 8.0% |
| 息税前利润 (EBIT) | 406 | 359 | 409 | 493 | 553 | 634 |
| %销售收入 | 14.9% | 14.2% | 14.8% | 16.6% | 16.8% | 16.9% |
| 财务费用 | 21 | 20 | 22 | 17 | 22 | 26 |
| %销售收入 | -0.8% | -0.8% | -0.8% | -0.6% | -0.7% | -0.7% |
| 资产减值损失 | -8 | -11 | -16 | -2 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 营业利润 | 419 | 368 | 415 | 508 | 575 | 660 |
| 营业利润率 | 15.4% | 14.6% | 15.0% | 17.1% | 17.5% | 17.6% |
| 营业外收支 | 24 | 19 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 税前利润 | 443 | 387 | 435 | 528 | 595 | 680 |
| 利润率 | 16.3% | 15.3% | 15.7% | 17.8% | 18.1% | 18.1% |
| 所得税 | -62 | -60 | -54 | -79 | -89 | -102 |
| 所得税率 | 14.0% | 15.5% | 12.3% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 净利润 | 381 | 327 | 381 | 449 | 506 | 578 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 8 | 15 | 17 |
| 归属于母公司的净利润 | 381 | 327 | 381 | 441 | 491 | 561 |
| 净利率 | 14.0% | 12.9% | 13.8% | 14.8% | 14.9% | 14.9% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 382 | 332 | 398 | 449 | 506 | 578 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 48 | 60 | 77 | 53 | 57 | 63 |
| 非经营收益 | -33 | -30 | -65 | -34 | -20 | -20 |
| 营运资金变动 | -151 | 52 | 97 | 152 | -62 | -59 |
| 经营活动现金净流 | 246 | 414 | 508 | 619 | 481 | 562 |
| 资本开支 | -175 | -175 | -47 | -202 | -93 | -93 |
| 投资 | 300 | 802 | 735 | -62 | 0 | 0 |
| 其他 | 23 | 27 | 40 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金净流 | 148 | 654 | 729 | -264 | -93 | -93 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 0 | 0 | 0 | -6 | 0 | 1 |
| 其他 | -140 | -99 | -99 | 2 | -246 | -246 |
| 筹资活动现金净流 | -140 | -99 | -99 | -4 | -246 | -245 |
| 现金净流量 | 254 | 968 | 1,138 | 352 | 142 | 225 |

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 956 | 932 | 647 | 999 | 1,141 | 1,366 |
| 应收款项 | 186 | 150 | 216 | 284 | 315 | 359 |
| 存货 | 618 | 685 | 633 | 691 | 779 | 876 |
| 其他流动资产 | 66 | 232 | 793 | 591 | 599 | 610 |
| 流动资产 | 1,825 | 1,999 | 2,289 | 2,565 | 2,834 | 3,211 |
| %总资产 | 78.0% | 75.6% | 73.5% | 70.5% | 71.5% | 73.2% |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 61 | 61 | 61 |
| 固定资产 | 364 | 410 | 407 | 474 | 534 | 587 |
| %总资产 | 15.6% | 15.5% | 13.1% | 13.0% | 13.5% | 13.4% |
| 无形资产 | 96 | 178 | 333 | 436 | 432 | 429 |
| 非流动资产 | 515 | 646 | 826 | 1,072 | 1,128 | 1,178 |
| %总资产 | 22.0% | 24.4% | 26.5% | 29.5% | 28.5% | 26.8% |
| 资产总计 | 2,340 | 2,645 | 3,115 | 3,636 | 3,962 | 4,389 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 394 | 460 | 488 | 537 | 591 | 667 |
| 其他流动负债 | 53 | 52 | 134 | 407 | 419 | 436 |
| 流动负债 | 448 | 512 | 622 | 944 | 1,010 | 1,103 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 其他长期负债 | 0 | 8 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 负债 | 448 | 520 | 628 | 944 | 1,010 | 1,104 |
| 普通股股东权益 | 1,892 | 2,125 | 2,425 | 2,622 | 2,868 | 3,183 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 62 | 70 | 85 | 102 |
| 负债股东权益合计 | 2,340 | 2,645 | 3,115 | 3,636 | 3,962 | 4,389 |

比率分析

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 2.716 | 1.164 | 1.357 | 0.628 | 0.700 | 0.799 |
| 每股净资产 | 13.481 | 7.571 | 8.639 | 3.736 | 4.086 | 4.535 |
| 每股经营现金净流 | 1.755 | 1.474 | 1.810 | 0.882 | 0.685 | 0.801 |
| 每股股利 | 0.700 | 0.350 | 1.000 | 0.350 | 0.350 | 0.350 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 20.14% | 15.37% | 15.71% | 16.81% | 17.12% | 17.62% |
| 总资产收益率 | 16.29% | 12.35% | 12.23% | 12.13% | 12.39% | 12.77% |
| 投入资本收益率 | 18.45% | 14.26% | 14.43% | 15.57% | 15.93% | 16.40% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 14.38% | -7.37% | 9.40% | 7.55% | 10.94% | 13.81% |
| EBIT增长率 | 1.89% | -11.62% | 14.15% | 20.46% | 12.20% | 14.58% |
| 净利润增长率 | 1.91% | -14.29% | 16.60% | 15.75% | 11.34% | 14.19% |
| 总资产增长率 | 8.67% | 13.06% | 17.74% | 16.74% | 8.96% | 10.76% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 21.0 | 21.1 | 19.1 | 25.0 | 25.0 | 25.0 |
| 存货周转天数 | 131.5 | 168.2 | 158.0 | 165.0 | 170.0 | 170.0 |
| 应付账款周转天数 | 64.4 | 69.6 | 63.9 | 65.0 | 65.0 | 65.0 |
| 固定资产周转天数 | 44.8 | 59.0 | 52.5 | 56.6 | 57.3 | 55.2 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -50.52% | -43.86% | -26.02% | -37.10% | -38.65% | -41.55% |
| EBIT利息保障倍数 | -19.7 | -17.6 | -19.0 | -28.9 | -25.0 | -24.5 |
| 资产负债率 | 19.13% | 19.66% | 20.15% | 25.96% | 25.48% | 25.16% |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1 | 2014-04-26 | 增持 | 20.40 | N/A |
| 2 | 2014-08-27 | 增持 | 20.77 | N/A |
| 3 | 2015-02-03 | 增持 | 26.75 | 27.80~31.90 |
| 4 | 2015-03-20 | 增持 | 34.65 | N/A |
| 5 | 2015-04-27 | 增持 | 51.90 | 60.00 |

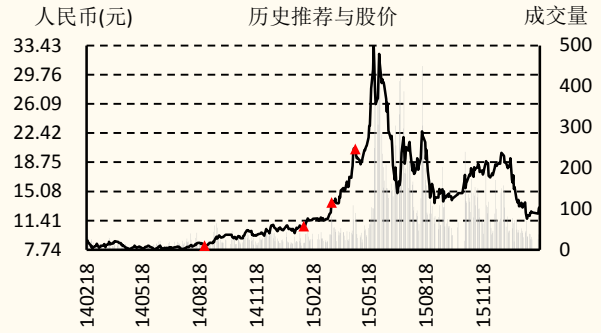
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD