

**UBS Investment Research**
**中国家纺行业**

中国

服装零售业

行业报告

**未来5年快速增长可期**
**■ 我们预计家纺2012春夏订货会销量增长良好**

我们认为，2012年的提价幅度将弱于2011年，销量增长将成为关键因素。我们估计，家纺行业2012春夏订货会基本没有提价，富安娜和梦洁订货额同比增长40%以上，订货额增长主要由销量增长贡献。

**■ 外延式扩张空间广阔，将受益于市场集中度提升**

我们认为，家纺具备产品和渠道优势，受到电子商务和国际品牌的冲击较小，市场竞争环境较为有利。我们认为，2011-15年家纺行业仍将处于快速增长期，我们估算家纺单品牌还有将近1.5倍的外延式空间。我们认为，家纺龙头有望充分分享行业的快速增长，抢占市场份额。我们测算2010年三家家纺上市公司在中国床品市场的合计市场份额为13%，2013年有望提高至22%。

**■ 渠道+多产品+多品牌实现快速扩张**

根据扩张速度和渠道质量以及多产品线+多品牌的丰富度，我们认为罗莱优于富安娜优于梦洁：1）我们预计2011-13年，罗莱的渠道质量最优，将抵消扩张速度慢于竞争对手的不足；2）我们认为从品牌定位广泛度和产品线的丰富度，罗莱>梦洁>富安娜。3）目前家纺行业区域性依然较强，我们预计3家家纺龙头未来区域渗透率均存在提升空间。

**■ 首次覆盖：富安娜、梦洁家纺，给予“买入”评级**

我们看好家纺行业，首次覆盖富安娜和梦洁家纺，给予“买入”评级。我们对覆盖公司的排序为：罗莱家纺、富安娜、梦洁家纺。

2011年12月28日

www.ubssecurities.com

**潘嘉怡, CFA**

分析师

S1460511010017

erica-poon.werkun@ubssecurities.com

+86-213-866 8865

**赵琳**

分析师

S1460511020005

lin.zhao@ubssecurities.com

+86-213-866 8903

特此鸣谢

魏维楠 (vivian.wei@ubssecurities.com)

对本报告的编制提供帮助

**表1: 盈利预测、目标价及评级**

证券名称	代码	收盘价 20111227	对应12年 PE	目标价	隐含12 年PE	评级	预测EPS		
							2011E	2012E	2013E
罗莱家纺	002293.SZ	73.25	19.5x	113	30x	买入	2.63	3.76	5.16
富安娜	002327.SZ	43.73	20.3x	64.8	30x	买入	1.57	2.15	2.94
梦洁家纺	002397.SZ	25.83	19.9x	36.2	28x	买入	0.91	1.29	1.76

数据来源：Wind，瑞银证券估算

目录	页
摘要和投资分析	3
行业分析	4
— 行业吸引力评估 .....	4
行业风险	4
未来 5 年家纺仍处于快速成长期	5
— 预计家纺2012春夏订货会销量增长良好 .....	5
— 家纺行业市场竞争环境较优 .....	6
— 外延式扩张空间广阔，市场集中度有望迅速提升 .....	8
外延式扩张抢占市场先机	10
— 扩张速度：预计梦洁最快 .....	10
— 渠道质量：罗莱最优 .....	11
— 品牌定位和产品线丰富度：罗莱最优 .....	13
— 区域渗透率存在提升空间 .....	15
估值及相关对比	16
罗莱家纺	18
富安娜	22
— 投资主题 .....	23
— 直营建设和品牌差异化有望厚积薄发 .....	27
— 财务状况 .....	31
— 公司背景 .....	33
梦洁家纺	36
— 投资主题 .....	37
— 渠道扩张提速，提升空间广阔 .....	41
— 财务状况 .....	45
— 公司背景 .....	47

潘嘉怡, CFA

分析师

S1460511010017

erica-poon.werkun@ubssecurities.com

+86-213-866 8865

赵琳

分析师

S1460511020005

lin.zhao@ubssecurities.com

+86-213-866 8903

## 摘要和投资分析

**我们看好2012春夏订货会销量增长良性的家纺行业。**我们估计，棉花成本占家纺零售价格的比重约20%-25%。2011年8月起，国内棉价稳定在1.9-2万元区间。瑞银农业研究员预计，2012上半年国内棉价将在2-2.1万元区间波动。我们估计，棉价同比下跌导致提价预期减弱，我们认为2012年的提价幅度将弱于2011年，销量增长将成为关键因素。我们估计家纺行业2012春夏订货会基本没有提价，富安娜和梦洁订货额同比增长40%以上，订货额增长主要由量增贡献。

我们认为，家纺由于对产品品质的要求较高，并具备产品和渠道优势，受到电子商务和国际品牌的冲击较小，市场竞争环境较为有利。Euromonitor预测，中国家纺行业2011-15年的复合增速将达到15%，与2006-10年的14% CAGR差不多。我们认为，未来5年家纺行业仍将处于快速增长期。

**我们认为国内家纺的外延式扩张空间广阔，将受益于市场集中度提升。**我们认为，体育用品行业的渠道数量已经达到天花板，面临过度扩张之后的行业整合。我们根据体育用品行业的店铺密度测算每个子行业单品牌的渠道容量。我们预计，家纺单品牌还有将近1.5倍的外延式空间，3家家纺公司未来3年实现15%-20%的外延式CAGR依然可期。我们认为，家纺龙头有望充分分享行业的快速增长，抢占市场份额。我们测算2010年三家家纺上市公司在中国床品市场的合计市场份额为13%，2013年有望迅速提高至22%。

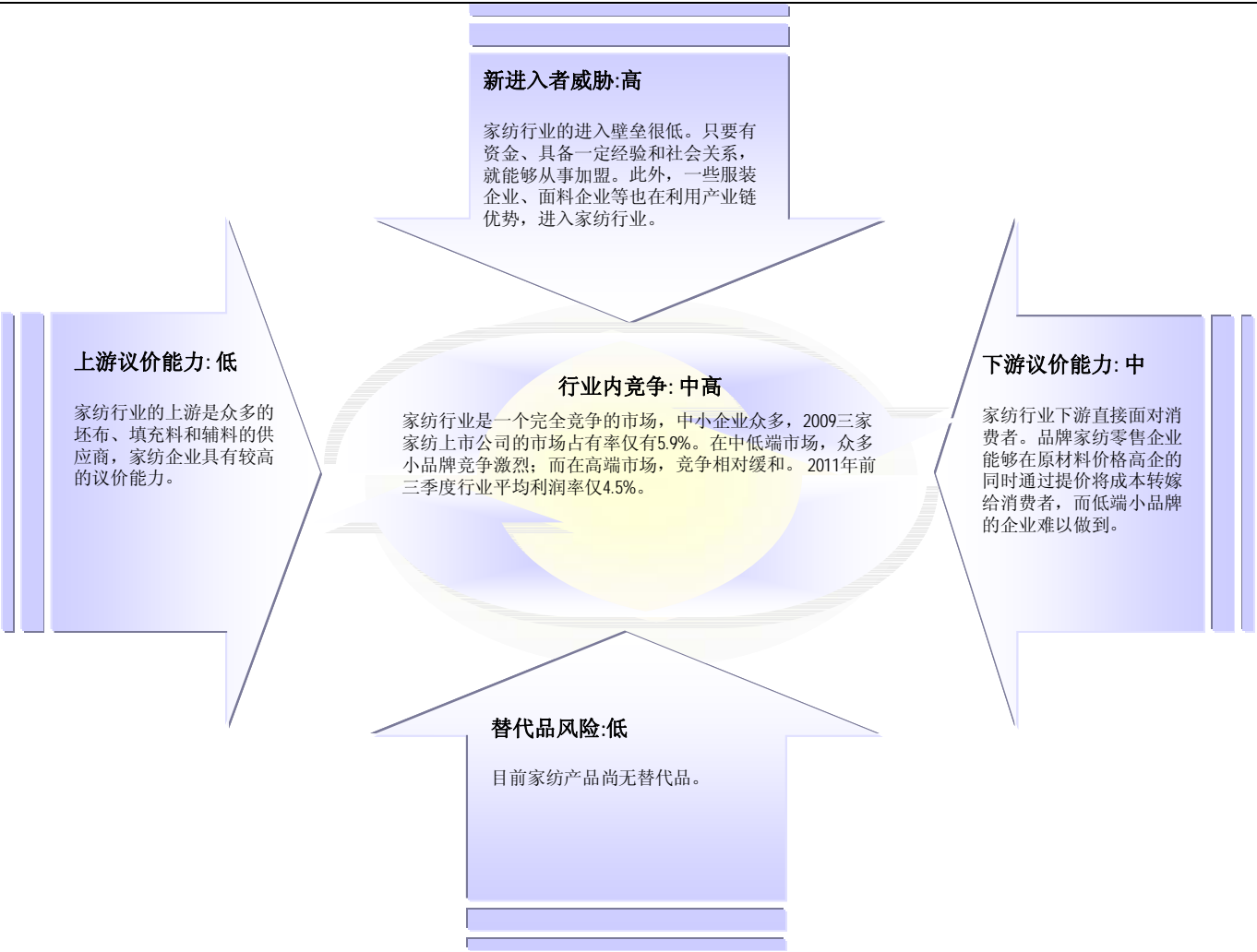
根据渠道扩张数量和质量以及多产品线+多品牌的丰富度，我们认为，罗莱优于富安娜优于梦洁。1) 我们预计，2011-13年，罗莱的渠道质量最优，将抵消扩张速度慢于竞争对手的不足；梦洁虽然扩张速度最快，但渠道质量还有待显著提升。从渠道而言，我们认为罗莱>富安娜>梦洁。2) 我们认为，从品牌定位和产品线的丰富度而言，罗莱>梦洁>富安娜。3) 我们以区域收入占该区域的消费品社零比重计算区域渗透率。我们认为，目前家纺行业区域性依然较强，3家家纺龙头未来区域渗透率均存在提升空间。

- 罗莱家纺：“买入”评级，目标价113元。我们认为，罗莱的产品大众化定位，产品线和价格梯度丰满，覆盖了高中低端全部市场，渠道也从线下至线上全覆盖，有望最大程度受益于家纺市场集中度的提升。
- 富安娜：首次覆盖给予“买入”评级，目标价64.8元。我们看好未来富安娜直营渠道建设和差异化品牌定位的厚积薄发。
- 梦洁家纺：首次覆盖给予“买入”评级，目标价36.2元。我们认为梦洁的渠道建设加速，市场复制的提升空间较大。

# 行业分析

## 行业吸引力评估

图1: 家纺行业波特五力分析



数据来源: Michael Porter, 瑞银证券

# 行业风险

- 消费者信心下降可能减少消费支出。我们认为, 如果2012年经济增速下滑、消费者信心指数下降, 可能影响消费意愿, 减少消费支出。
- 人工和租金持续上涨。我们认为, 如果人工成本和租金成本持续上涨, 将提高企业成本和费用率, 对企业盈利造成负面影响。
- 房地产政策可能滞后影响家纺需求。我们认为, 如果2011年的房地产调控政策对家纺需求存在滞后影响, 则2012年家纺需求将受到负面影响。

# 未来5年家纺仍处于快速成长期

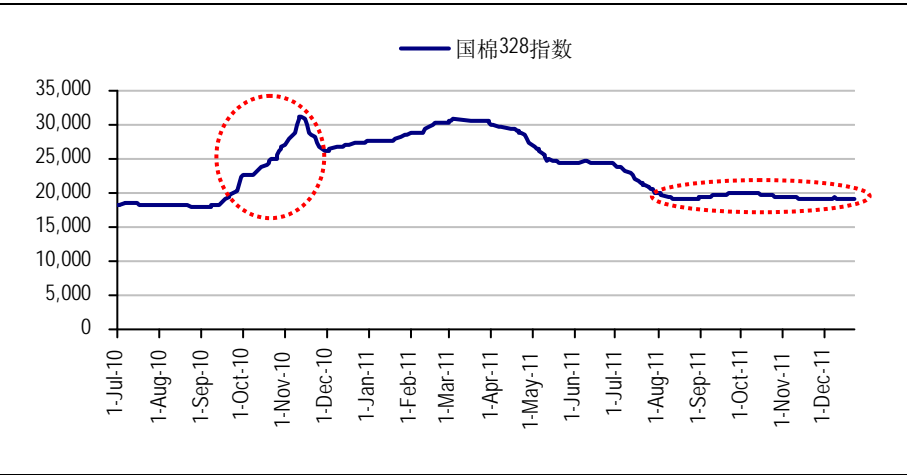
## 预计家纺 2012 春夏订货会销量增长良好

Bloomberg数据显示，2010四季度国内棉价从2万元开始飞涨，至2011上半年一直保持在2.5-3万元，平均同比增长约76%。我们估计，棉花成本占家纺零售价格的比重约20%-25%，则需提价15%-19%方能覆盖原材料成本上涨。同时，我们预计人工和租金成本也同比上涨15%-20%，从而家纺整体提价约20%-25%以覆盖所有成本的上涨。

2011年8月起，国内棉价稳定在1.9-2万元区间。瑞银农业研究员预计，2012上半年国内棉价将在2-2.1万元区间波动。我们估计，棉价同比下跌导致提价预期减弱，我们认为2012年的提价幅度将弱于2011年，销量增长将成为关键因素。我们看好2012春夏订货会销量增长良好的家纺。

我们估计家纺行业2012春夏订货会基本没有提价，富安娜和梦洁订货额同比增长40%以上，订货额增长主要由量增贡献。<sup>1</sup>

图2: 2011年8月起，国内棉价稳定在19000-20000元区间



数据来源：Bloomberg

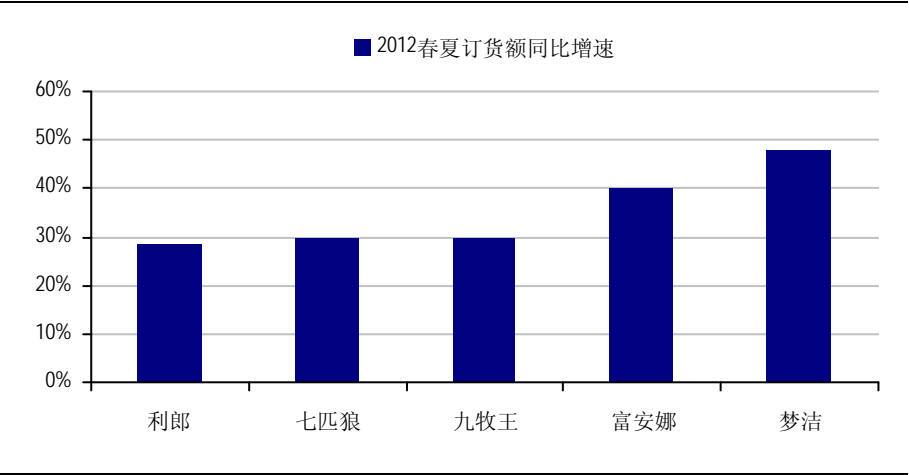
表2: 我们预计2012年提价幅度将弱于2011年

	11E/10	12E/11E	占零售价的比重	11E提价幅度	12E提价幅度
棉花	76%	-27%	20%-25%	15.2%	0%
人工	15%	15%	10%	1.5%	1.5%
租金	20%	20%	25%	5.0%	5.0%
合计				21.7%	6.5%

数据来源：公司数据，瑞银证券估算

<sup>1</sup>注：我们认为罗莱2012春夏订货会数据不可比，因为：1）对加盟商取消了增长指标要求；2）订货货品的结构发生变化，部分货品放入平时补货。

图3: 2012春夏订货额同比增速：男装约25%-30%，家纺40%以上



数据来源：公司数据，瑞银证券估算

家纺行业市场竞争环境较优

我们认为，产品品质和渠道是家纺的驱动要素，并为其创造了良好的竞争环境，使其受到国际品牌和电子商务的冲击较小。

- 我们认为，对产品品质要求较高的行业，电子商务暂时无法构成较大的冲击；
  - 根据《家纺决策参考》的问卷调查，消费者购买家纺时，品质的重要性高于品牌、价格等；
  - 艾瑞咨询统计显示，淘宝网销售前十位的家纺品牌基本均为线下品牌；
  - 我们认为，家纺具备产品壁垒，竞争优势有望长期保持。我们认为国内家纺产品较国外家纺产品在款式、花型、色彩上更多样化、产品线更丰富，能够全方位满足消费者的需求。
- 我们认为，渠道差异导致国际品牌对国内家纺难以形成竞争。
  - 我们认为，国际家纺品牌需要依赖国内家纺品牌的渠道，例如罗莱代理了雪瑞丹、尚玛可、迪斯尼等国际品牌。

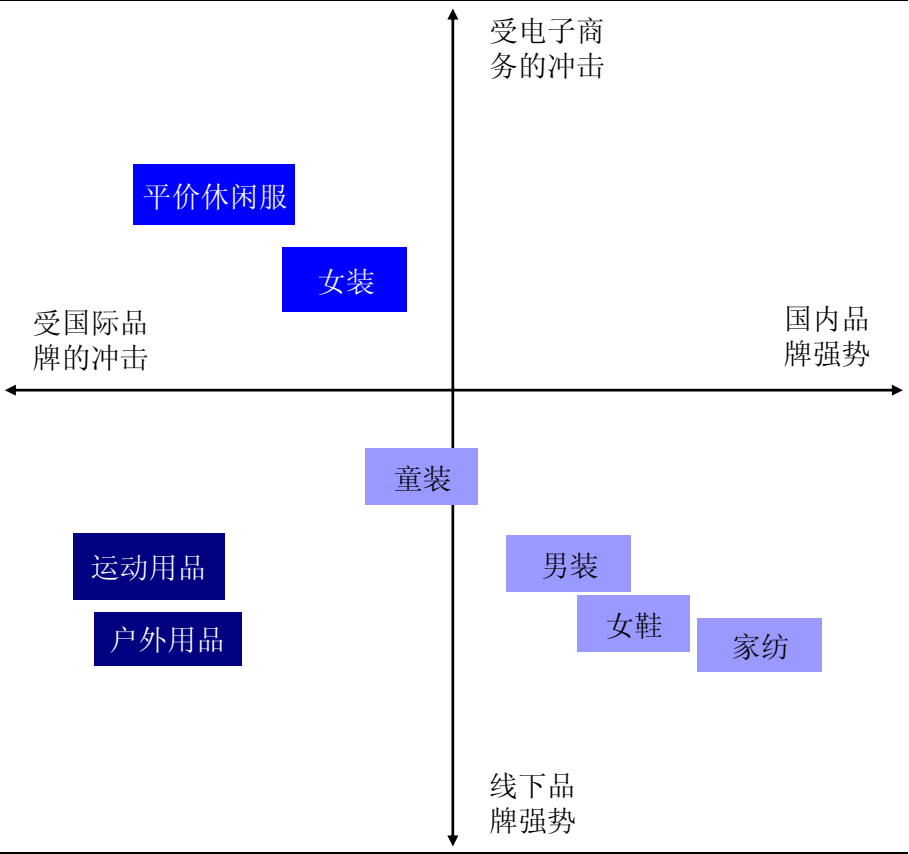
我们认为，国际品牌和电子商务对家纺的冲击较小，家纺具有产品壁垒，竞争优势有望长期保持。

表3: 产品品质和渠道驱动家纺和男装

	男装	大众休闲服	女装	家纺	户外用品
市场竞争	国内品牌差异化竞争，与国际品牌基本不形成竞争	国内品牌与国际品牌差异化竞争	国内品牌与国际品牌直接竞争	国内品牌区域性较强，与国际品牌不形成竞争	国内品牌与国际品牌直接竞争
品牌	中高端	中低端	中高端	中高端	中高端
产品	品质、品牌	设计、款式、价格	设计、款式	品质	品牌
渠道	二三四线	一二三四线	一二线	一二三线	一二线
营销	广告、代言人	广告、店铺形象	广告	广告、代言人	广告、赞助活动
供应链	有一定的自产比重	生产外包	自产比重较低	约70%自产	生产部分外包
品牌忠诚度	较高	低	低	低	较高
电子商务冲击	冲击较小	冲击较大	冲击较大	冲击较小	冲击较小

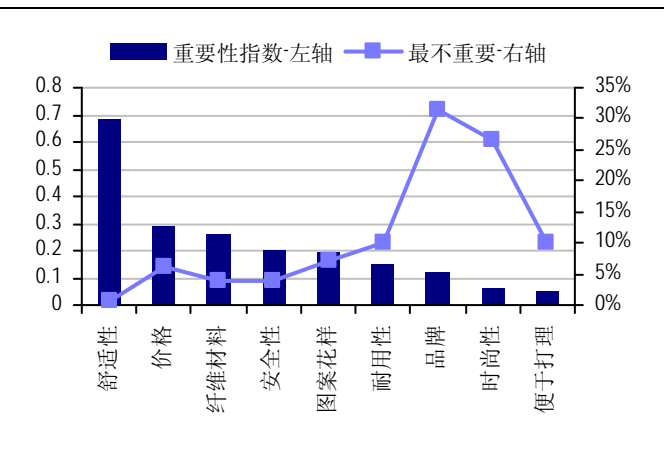
数据来源：瑞银证券估算

图4: 男装和家纺受到国际品牌和电子商务的冲击较小



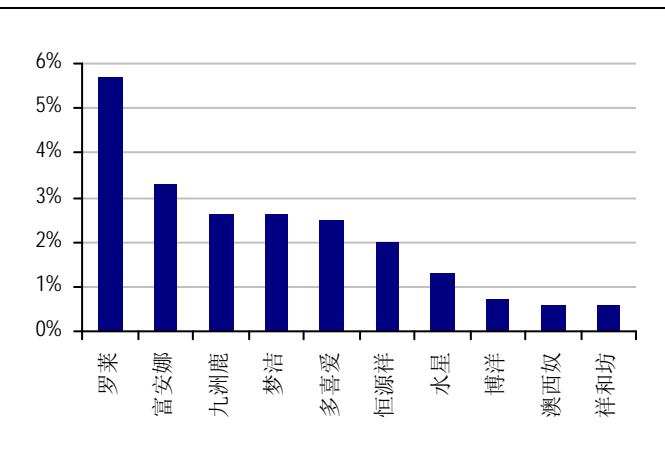
数据来源：瑞银证券估算

图5: 购买家纺用品重要考虑因素是品质



数据来源：《家纺决策参考》2010年第2期

图6: 2009淘宝网家纺市场份额前十的品牌基本为线下品牌



数据来源：艾瑞咨询

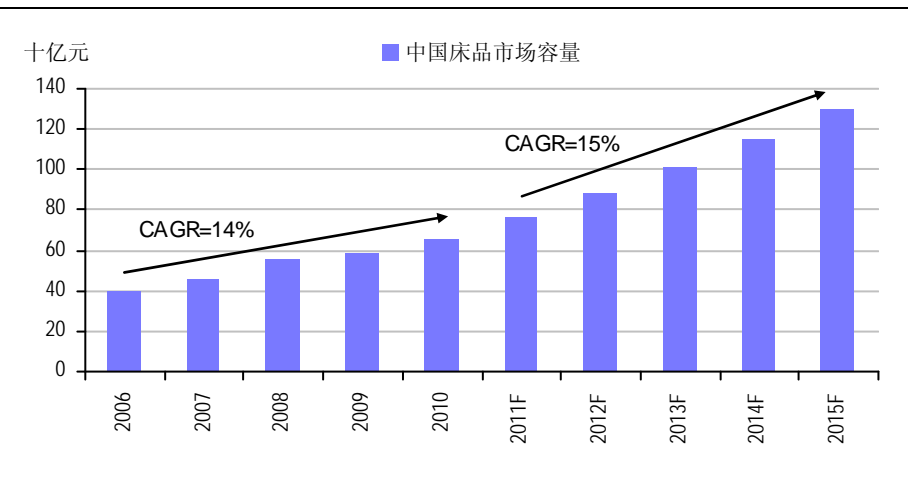
外延式扩张空间广阔，市场集中度有望迅速提升

Euromonitor预测，中国家纺行业2011-15年的复合增速将达到15%，与2006-10年的14% CAGR差不多。我们认为，未来5年家纺行业仍将处于快速增长期。

我们对行业内主要公司2008-10年的收入增速进行拆分。我们发现，家纺行业仍处于快速发展期，主要公司的外延式增速普遍高于单店收入增速。2011上半年的收入分解也支持了我们的观点，家纺公司的单店收入同比增速较2008-10年CAGR提高，但收入同比增速依然主要依赖外延式增长。

我们认为，未来3年，家纺行业快速外延式扩张可期。

图7: 预计中国床品市场2011-15年复合增速达到15%



数据来源：Euromonitor



表4: 2008-10年收入增长分解：家纺外延增长主导，男装的内生增长开始超越外延增长

	男装				家纺			平价休闲服	
	九牧王	七匹狼	利郎	报喜鸟	罗莱	富安娜	梦洁	美邦	森马
零售收入CAGR	17.2%	12.1%	34.4%	15.8%	40.5%	34.1%	13.3%	25.6%	30.0%
外延式CAGR	8.0%	12.8%	7.6%	12.0%	16.5%	21.4%	14.3%	16.5%	22.6%
单店零售收入CAGR	8.6%	2.2%	24.9%	3.4%	20.6%	10.4%	-0.9%	7.8%	6.0%

数据来源：公司数据。注：森马不包含巴拉巴拉的数据

表5: 2011上半年收入增长分解：家纺依然外延增长主导，男装的内生增长均超越外延增长

	男装				家纺			平价休闲服	
	九牧王	七匹狼	利郎	报喜鸟	罗莱	富安娜	梦洁	美邦	森马
零售收入yoy	31.3%	22.6%	31.2%	56.5%	51.6%	35.4%	59.8%	49.3%	32.7%
外延式yoy	14.6%	10.0%	4.9%	18.1%	13.5%	25.8%	28.3%	22.7%	22.5%
单店零售收入yoy	14.6%	11.5%	25.1%	32.5%	33.6%	7.6%	24.6%	21.7%	8.3%

数据来源：公司数据。注：森马不包含巴拉巴拉的数据

我们认为，体育用品行业的渠道数量已经达到天花板，面临过度扩张之后的行业整合。我们根据体育用品行业的店铺密度测算每个子行业单品牌的渠道容量。我们预计，商务休闲男装单品牌可开约5000家，家纺可开约3000家，男正装可开不到1500家。与品牌现有店铺数相比，我们认为家纺单品牌还有将近1.5倍的外延式空间，商务休闲男装都有60%-70%的扩张空间，男正装的扩张空间或将有限。我们预计，3家家纺公司未来3年实现15%-20%的外延式CAGR依然可期。

我们预计，家纺单品牌还有将近1.5倍的外延式空间。

表6: 服装子行业渠道比较

	运动用品	男正装	商务休闲男装	平价休闲服	家纺
市场容量	成熟，未来5年行业CAGR约10%	成熟，未来5年行业CAGR约10%	趋于成熟，未来5年行业CAGR约10%	快速增长，未来5年行业CAGR约10%-15%	快速增长，未来5年行业CAGR约15%
目前单品牌渠道数	~8000	~1000	~3000	~4000	~1500
产品特点	同质化	同质化	差异化	差异化	同质化
渠道模式	省代，专卖店和专柜	一级加盟，专卖店和专柜	省代模式为主，生活馆、专卖店、专柜	一级加盟为主，旗舰店、专卖店和专柜	一级加盟，专卖店和专柜，专柜占比50%以上
国际品牌在中国的渠道	授权国内零售商	一线城市商场专柜	授权国内品牌经营	直营旗舰店	由国内品牌代理

数据来源：瑞银证券估算

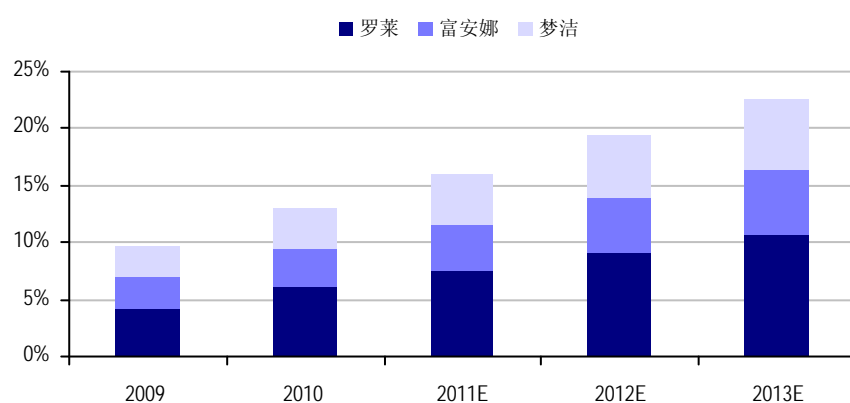
表7: 我们预计平价休闲服、商务休闲男装和家纺的外延式扩张仍有空间

城市级别	超大城市	省会城市	地级市	县级市和县	可开店铺总数	现有店铺数	未来空间
数量	4	30	333	2862			
体育用品店铺密度	100	30	5	2	8689		
单品牌店铺密度预测							
平价休闲服	50	20	5	1.5	6758	~4000	69%
商务休闲男装	50	20	4	1	4994	~3000	66%
家纺	40	15	3	0.5	3040	~1500	103%
男正装	30	10	2	0.1	1372	~1000	37%

数据来源: 瑞银证券估算

家纺行业有望明显受益于市场集中度提升。根据Euromonitor的数据显示, 2010年中国床上用品消费额达到656亿元。由于床上用品产值约占全部家纺的1/3, 我们测算2010年中国家纺市场容量将近2000亿元。我们认为, 家纺龙头有望充分分享行业的快速增长, 抢占市场份额。我们测算2010年三家家纺上市公司在中国床品市场的市场份额为13%, 较2009年提高3个百分点, 2013年有望迅速提高至22%。

图8: 我们估算三家家纺龙头在床品市场的集中度有望从2010年13%迅速提升至2013年22%



数据来源: 公司数据, Euromonitor, 瑞银证券估算

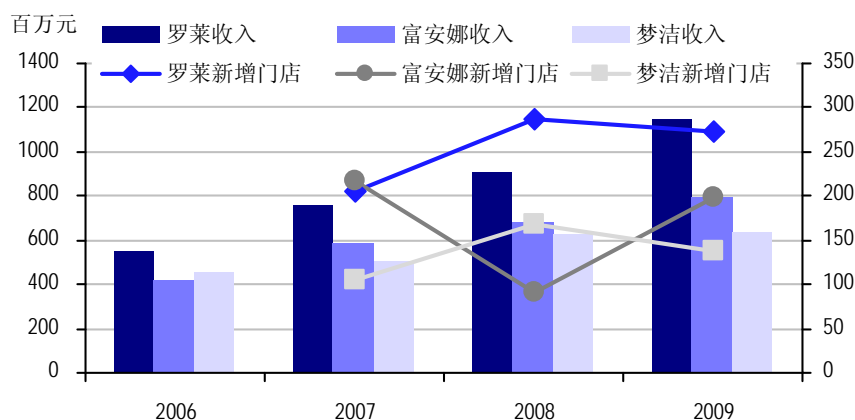
## 外延式扩张抢占市场先机

### 扩张速度: 预计梦洁最快

我们认为, 快速的外延式扩张拉大了罗莱与竞争对手的差距。2007-2009年, 罗莱每年新增的门店数量在200-300家左右, 而竞争对手的扩张速度仅在100-200家。激进的扩张战略带动了收入的快速增长, 罗莱2009年收入比2006年翻了一番, 规模优势得到进一步巩固。

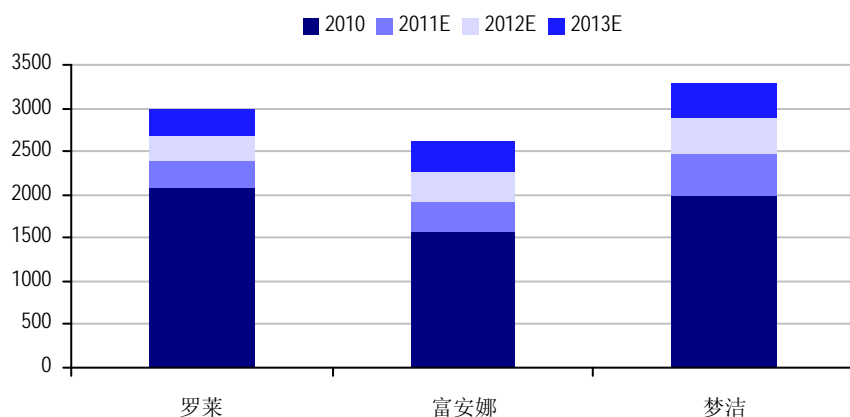
我们认为，2011-13年梦洁和富安娜将加快渠道扩展，预计梦洁每年平均新开店400-500家，富安娜每年平均新开店350家，罗莱每年平均新开店300家；其中，

图9: 2007-09年，罗莱的快速扩张拉大其与竞争对手的差距



数据来源：公司数据。注：罗莱2006和2007年未统计直营店数量，实际新增门店数会比图示高

图10: 我们预计2011-13年店铺数量扩张速度：梦洁>富安娜>罗莱



数据来源：公司数据，瑞银证券估算

## 渠道质量：罗莱最优

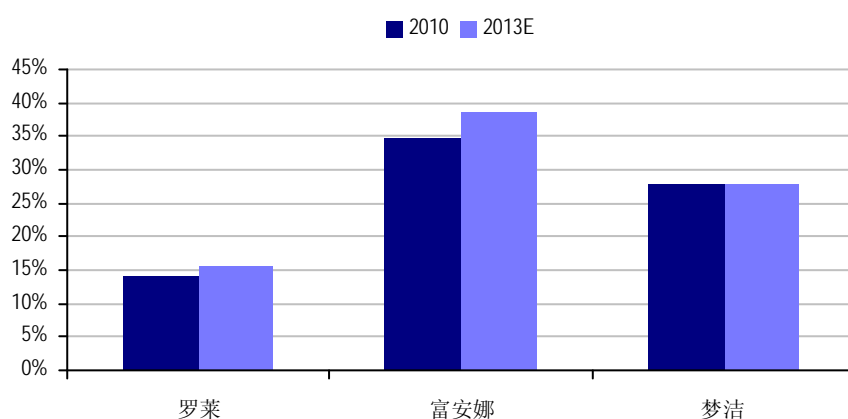
我们以单店年收入作为扩张质量的衡量指标。我们看到，2010年罗莱的加盟收入占比最高、富安娜的直营占比最高，预计到2013年其格局不变。我们估算：

- 加盟单店年零售收入：罗莱>富安娜>梦洁。我们预计罗莱始终领先于富安娜和梦洁，且领先优势将不断扩大；梦洁与富安娜的差距有望缩小；

- 直营单店年收入：我们预计2012年罗莱可能超越富安娜，源于罗莱2010-11年在提升内生增长方面的努力；富安娜相对梦洁的优势将继续扩大。

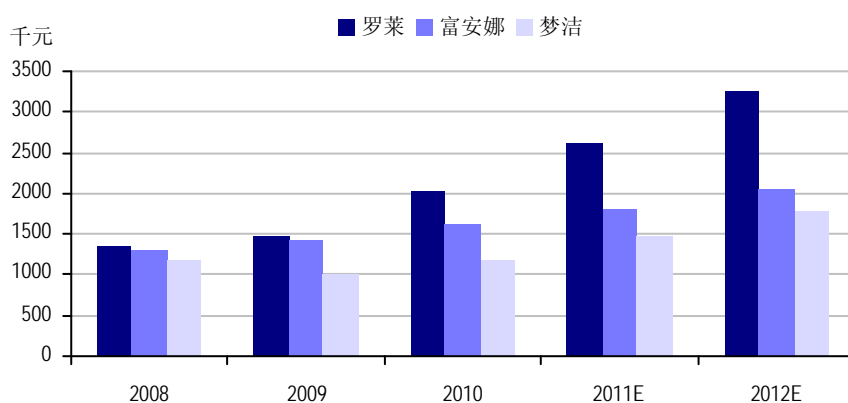
我们预计，2011-13年，虽然梦洁的扩张速度最快，但扩张质量还有待显著提升。从渠道而言，我们对行业中公司的排序为：罗莱>富安娜>梦洁。

图11: 直营收入占比：富安娜最高



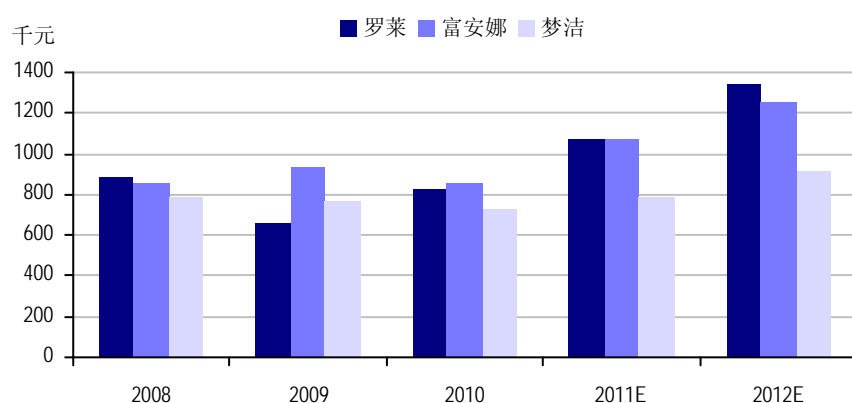
数据来源：公司数据，瑞银证券估算

图12: 加盟单店年零售收入：罗莱>富安娜>梦洁



数据来源：公司数据，瑞银证券估算

图13: 直营单店年收入：预计2012年罗莱有望超越富安娜



数据来源：公司数据，瑞银证券估算

### 品牌定位和产品线丰富度：罗莱最优

我们认为，从品牌定位和产品线的丰富度而言，罗莱优于梦洁优于富安娜。我们认为，罗莱的产品大众化定位，产品线和价格梯度丰满，覆盖了高中低端全部市场，渠道也从线下至线上全覆盖，单店收入将实现快速增长，有望最大程度受益于家纺市场集中度的提升。我们认为，富安娜主打“艺术家纺”，产品富有特色，但初期可能会造成目标客户群较窄、覆盖面不够广泛从而难以实现较高的收入增速。

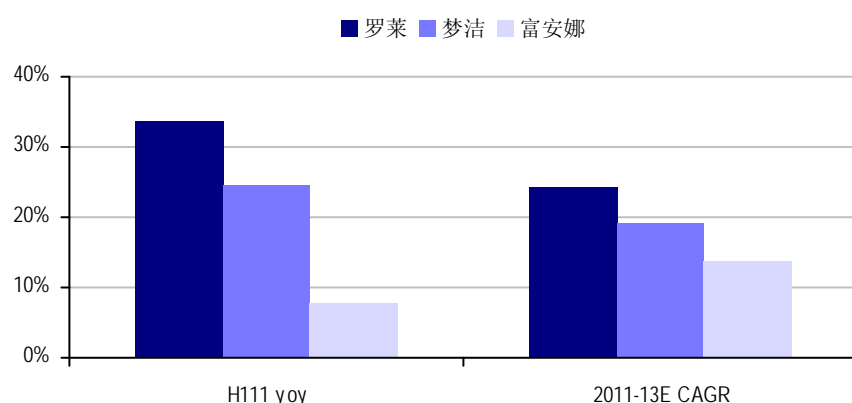
我们看到，2011上半年，富安娜的单店零售收入同比增速为7.6%，较罗莱和梦洁34%和25%的增速差距较大。我们预计，2011-13年，罗莱的单店零售收入CAGR将达到24%、梦洁19%、富安娜14%，大众化定位有助于迅速拓展市场覆盖面、扩大收入规模。

表8: 家纺品牌和产品线的丰富度：罗莱>梦洁>富安娜

	品牌	定位	收入占比
罗莱家纺	罗莱	年龄在22-25岁，中高收入、追求高品质生活的群体	79%
	雪瑞丹	奢侈品消费群体	5%
	尚玛可	青年、城市白领阶层	5%
	迪斯尼	年龄在5-50岁之间，积极、乐观，喜欢“快乐”生活方式的群体	4%
	罗莱儿童	针对3-12岁的儿童，重在营造童年伙伴的欢乐家园	
	帝馨	针对二三线市场，致力于为大众消费者提供价美物廉的家居用品	
	优家	定位大众市场	
	LOVO	电子商务领域领先的家居品牌，“优质、时尚、个性化”	
	Yolanna	低调奢华和精致艺术的产品	8%
	Zucchi	意大利高端家纺产品	
	SILIP	美国功能性芯类产品	
	Christy	英国毛巾品牌，世界上最著名的毛巾品牌之一	
	Millefiori	米兰香薰产品，世界领先的香氛生产者	
	Graccioza	葡萄牙地垫品牌，专业从事卫浴用品	
富安娜	富安娜	中高端消费群，高贵、典雅、浪漫、温馨	80%
	馨而乐	中端消费群，简约、时尚、现代、个性	17%
	维莎	高端消费群，尊贵、经典、奢华、高雅	3%
	圣之花	大众消费群，个性、舒适、随意、轻松	
梦洁家纺	梦洁	中高端消费群，温馨、经典	77%
	寐	高端消费群，环保、尊贵	20%
	梦洁宝贝	儿童消费群，健康、快乐。代理芭比家纺，合作开发床品，作为宝贝的一个系列	3%
	梦洁床垫	专营健康床垫	
	觅	电子商务品牌	
	平实美学	极简风格、天然色彩，无印染污染、柔软舒适	
	美颂	销售毛巾、香薰产品等	

数据来源：公司数据

图14: 但富安娜的单店零售收入增速低于罗莱和梦洁



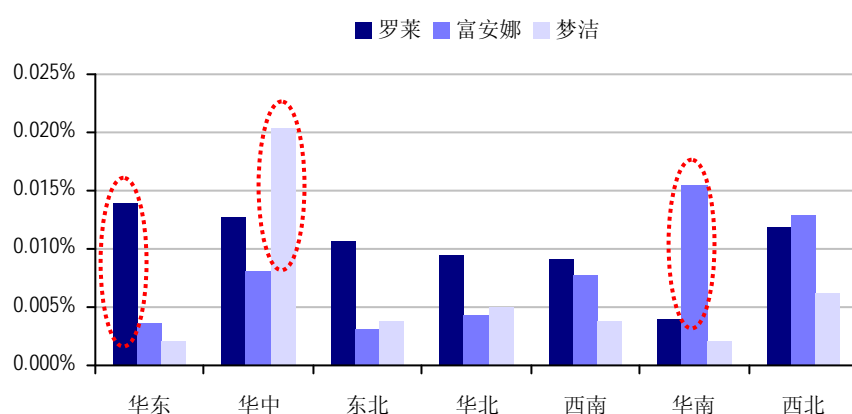
数据来源：公司数据，瑞银证券估算

## 区域渗透率存在提升空间

我们以区域收入占该区域的消费品社零比重计算区域渗透率。我们计算得到，罗莱在全国各大区域的渗透率较为均衡，除了竞争对手的核心市场华中和华南之外，在其他区域的渗透率基本都领先于竞争对手；梦洁对核心区域华中市场的精耕细作较为成功，在核心市场的渗透率为三家家纺最高。

我们认为，目前家纺行业区域性依然较强，未来区域渗透率均存在提升空间。我们预计，如果梦洁能够成功复制华中地区的渗透率到全国其他地区，则其收入相比目前将有2.5-3倍的增长空间，未来提升空间最大。

图15: 罗莱的区域渗透率较为均衡，梦洁的核心区域收渗透率最高，2010



数据来源：公司数据，CEIC

我们认为，家纺行业正处于品牌消费兴起的阶段，目前在产品、渠道和盈利模式方面的同质化程度较高。我们认为，龙头公司均采用多渠道+多品牌的模

式，扩大目标客户群，抢占市场先机，并将借力资本市场，充分受益于市场集中度的提升。**根据渠道扩张数量和质量以及多产品线+多品牌的丰富度，我们认为，罗莱优于富安娜优于梦洁。**

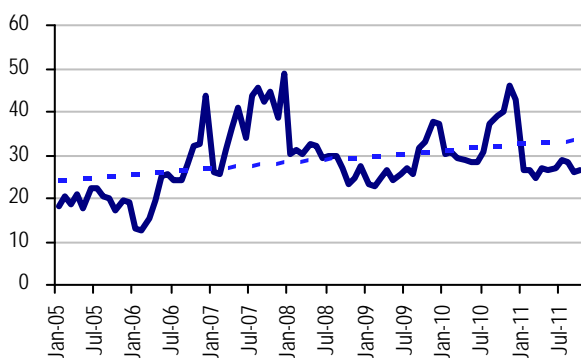
- 我们认为，发展初期，先布局渠道、扩张速度快，同时拥有大众化定位和广泛产品线的品牌能够抢占市场，有望首先胜出。我们首选罗莱。我们认为，罗莱的产品和价格梯度丰满，覆盖了高中低端全部市场，渠道也从线下至线上全覆盖，同时渠道扩展质量最优，有望最大程度受益于家纺市场集中度的提升。
- 我们预计，行业趋于成熟之后，渠道控制力强、具备产品差异化优势的品牌有望厚积薄发。我们认为，富安娜的直营优势显著、品牌忠诚度较高，未来有望从差异化竞争中胜出。

## 估值及相关对比

我们认为，2008年以前品牌服装上市公司数量较少，2009年以来不断有新的品牌服装家纺公司上市，服装家纺行业的PE估值中枢上移。我们预计，未来随着更多品牌服装企业的上市，估值中枢有望进一步上移。我们看到，2011上半年，申万服装家纺行业指数跑输大盘；2011下半年（截止2011年12月26日），申万服装家纺行业指数略跑输大盘。

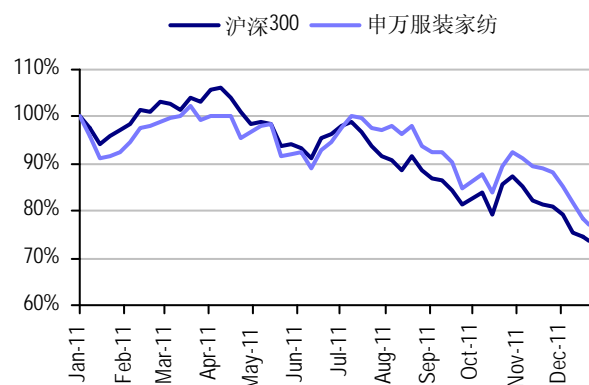
我们选取男装、家纺、平价休闲服行业的可比公司进行对比，我们的选取标准是：1）行业中有2家及以上的上市公司；2）主业以品牌内销零售为主。我们认为，市场无需对2012年业绩过度担心，家纺的2012春夏订货会基本符合预期，并且目前家纺估值的安全边际较高。我们认为，主要家纺品牌均将受益于行业快速增长带来的投资机会。

图16: 服装PE估值中枢上移



数据来源：Wind。注：采用市场一致预期计算

图17: 2011年申万服装家纺行业指数略跑赢沪深300



数据来源：Wind。注：2011年度收益率截止2011年12月26日



表9: 可比公司估值表

	代码	总市值 十亿元	股价 元	PE			PS		净利润CAGR 11-13E
				11E	12E	13E	11E	12E	
家纺									
罗莱家纺	002293.SZ	10.3	73.25	27.9	19.5	14.2	3.9	2.8	51%
富安娜	002327.SZ	5.9	43.73	27.8	20.3	14.9	4.0	2.9	46%
梦洁家纺	002397.SZ	3.9	25.83	28.5	19.9	14.7	3.0	2.2	43%
男装									
九牧王	601566.SS	12.3	21.49	24.1	17.8	15.4	5.7	4.4	30%
七匹狼	002029.SZ	9.7	34.20	24.3	18.3	14.2	3.5	2.7	34%
报喜鸟	002154.SZ	6.6	11.15	18.6	14.1	11.0	3.8	2.9	35%
平价休闲服									
美邦服饰	002269.SZ	24.4	24.32	20.9	15.0	11.4	2.4	1.8	43%
森马服饰	002563.SZ	26.0	38.88	19.3	14.6	11.1	3.1	2.3	33%

数据来源: Wind, 瑞银证券估算。注: 股价截止2011年12月27日, 报喜鸟和森马服饰的PE预测来自Wind一致预期



## UBS Investment Research

### 罗莱家纺

#### 2012上半年迎来主动调整期

##### ■ 家纺龙头地位稳固，市场份额快速提升

我们认为，罗莱的产品大众化定位，产品线和价格梯度丰满，覆盖了高中低端全部市场，渠道也从线下至线上全覆盖，多渠道+多产品+多品牌架构最完善。我们预计，罗莱在床品市场的份额有望从2010年6.1%迅速提升至2013年10.8%，龙头地位稳固。

##### ■ 2012上半年将是主动调整期

我们认为，2012春夏订货会数据不具可比性，源于：1) 渠道积压了一定的库存，公司基于保证加盟商盈利而取消增长指标要求；2) 减少了参与订货的货品，加大平时补货的货品比例。我们认为，2012上半年公司将迎来主动调整期，积极消化库存保证未来良性增长。公司也借助网络平台消化库存，2011淘宝商城光棍节罗莱实现销售金额1365万元，在家纺类产品排名第四。

##### ■ 持续提升内生增长

我们认为，未来罗莱将致力于精细化管理来提升内生增长，持续加强对终端的销售指导，提升收入。我们预计，2011-13年，罗莱的单店零售收入CAGR将达到24%，超越外延式CAGR。

##### ■ 估值：维持“买入”评级，目标价113元不变

我们维持预测2011/12/13年EPS分别为2.63/3.76/5.16元不变。我们采用瑞银的VCAM估值法推导出目标价为113元（假设WACC为8.56%），对应2012/13年P/E分别为30x/22x，维持“买入”评级。

重要数据 (Rmb百万)	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入	1,145	1,819	2,644	3,702	4,952
息税前利润 (UBS)	188	253	410	596	825
净利润 (UBS)	144	240	369	528	724
每股收益 (UBS, Rmb)	1.27	1.71	2.63	3.76	5.16
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.27	0.86	0.94	1.29	1.29

盈利能力和估值	五年历史均值	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税前利润率 (%)	14.1	13.9	15.5	16.1	16.7
ROIC (EBIT) %	73.5	77.5	85.4	84.7	87.9
EV/EBITDA (core) x	-	26.2	21.3	14.5	10.3
市盈率 (UBS) (x)	-	32.9	27.9	19.5	14.2
净股息收益率 (%)	-	1.5	1.3	1.8	1.8

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。  
估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2011年12月27日16时36分的股价 (Rmb73.25) 得出；

潘嘉怡, CFA

分析师

S1460511010017

erica.poon.werkun@ubssecurities.com

+86-213-866 8865

赵琳

分析师

S1460511020005

lin.zhao@ubssecurities.com

+86-213-866 8903

## 全球证券研究报告

中国

服装与纺织业

12个月评级

买入  
保持不变

12个月目标价

Rmb113.00/US\$17.88  
保持不变

股价

Rmb73.25/US\$11.59

路透代码: 002293.SZ 彭博代码002293 CH

### 交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围 Rmb91.99-61.00/US\$14.40-9.32

市值 Rmb10.3十亿/US\$1.63十亿

已发行股本 140百万 (ORDA)

流通股比例 25%

日均成交量 (千股) 275

日均成交额 (Rmb 百万) Rmb22.4

### 资产负债表数据 12/11E

股东权益 Rmb1.72十亿

市净率 (UBS) 6.0x

净现金 (债务) Rmb1.15十亿

### 预测回报率

预测股价涨幅 +54.3%

预测股息收益率 1.3%

预测股票回报率 +55.6%

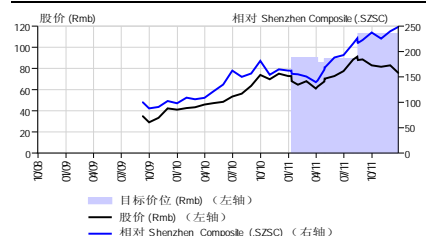
市场回报率假设 8.8%

预测超额回报率 +46.8%

### 每股收益 (UBS, Rmb)

	12/11E	12/10
	UBS	市场预期
Q1	0.63	0.63
Q2	0.53	0.53
Q3E	0.74	0.84
Q4E	0.74	0.74
12/11E	2.63	2.63
12/12E	3.76	3.76

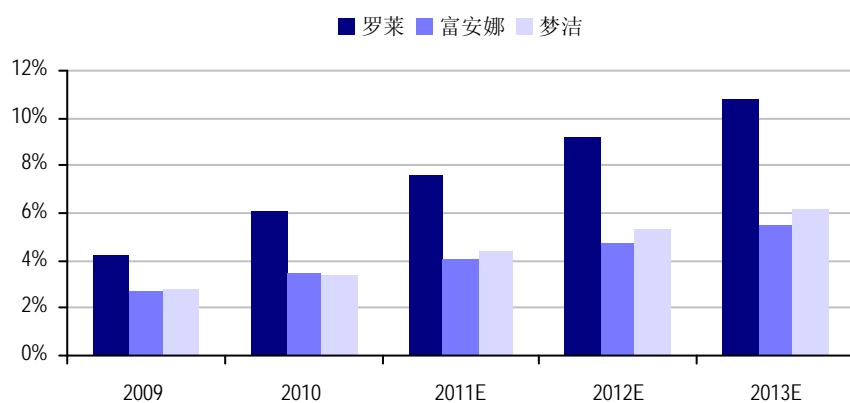
### 股价表现 (Rmb)



资料来源：UBS

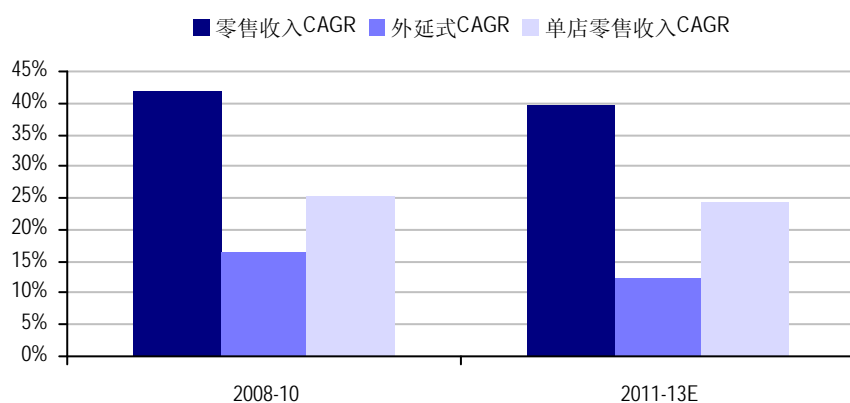
www.ubssecurities.com

图18: 我们预计罗莱在床品市场的份额保持领先



数据来源：公司数据，Euromonitor，瑞银证券估算

图19: 我们预计罗莱的内生增长超越外延式增长



数据来源：公司数据，瑞银证券估算

损益表（Rmb 百万）	12/06	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
营业收入	552	755	903	1,145	1,819	2,644	45.4	3,702	40.0	4,952	33.8
营业费用（不含折旧）	(493)	(636)	(757)	(953)	(1,558)	(2,213)	42.1	(3,075)	38.9	(4,096)	33.2
息税折旧摊销前利润（UBS）	60	120	146	192	261	431	64.9	627	45.6	856	36.5
折旧	(6)	(6)	(7)	(4)	(8)	(20)	157.5	(31)	53.2	(31)	0.0
营业利润（息税前利润，UBS）	54	114	139	188	253	410	62.0	596	45.2	825	38.5
其他盈利和联营公司盈利	1	0	0	7	11	13	15.9	13	0.0	13	0.0
净利息	(1)	(2)	(1)	1	19	11	-42.0	12	10.2	15	19.3
非正常项目（税前）	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前利润	54	111	137	197	283	434	53.2	621	43.0	852	37.3
税项	(4)	(26)	(26)	(51)	(41)	(65)	59.6	(93)	43.0	(128)	37.3
税后利润	50	85	111	146	242	369	52.2	528	43.0	724	37.3
非正常项目（税后）	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	0	0	(1)	(2)	(2)	0	-	0	-	0	-
净利润（本地会计准则）	50	85	110	144	240	369	53.5	528	43.0	724	37.3
净利润（UBS）	50	85	110	144	240	369	53.5	528	43.0	724	37.3
税率（%）	8	23	19	26	14	15	4.1	15	0.0	15	0.0
不计非正常项目前税率（%）	8	23	19	26	14	15	4.1	15	0.0	15	0.0
每股（Rmb）	12/06	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
每股收益（本地会计准则）	3.31	0.81	1.05	1.27	1.71	2.63	53.5	3.76	43.0	5.16	37.3
每股收益（UBS）	3.31	0.81	1.05	1.27	1.71	2.63	53.5	3.76	43.0	5.16	37.3
每股股息净值	0.00	0.00	0.00	0.27	0.86	0.94	9.3	1.29	37.3	1.29	0.0
每股现金收益	3.72	0.86	1.11	1.30	1.77	2.77	56.8	3.98	43.6	5.38	35.2
每股账面净值	0.91	1.66	2.15	9.49	10.30	12.27	19.1	15.09	23.0	18.96	25.7
资产负债表（Rmb 百万）	12/06	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
有形固定资产净值	48	61	83	103	130	286	119.6	421	47.0	571	35.5
无形固定资产净值	13	13	13	12	38	46	21.1	53	16.6	61	13.5
净营运资本（包括其他资产）	42	119	127	150	220	241	9.7	360	49.3	412	14.4
其他负债	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运营投入资本	103	193	223	265	388	573	47.7	834	45.5	1,043	25.0
投资	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	103	193	223	265	388	573	47.7	834	45.5	1,043	25.0
股东权益	128	233	301	1,332	1,445	1,722	19.1	2,118	23.0	2,661	25.7
少数股东权益	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
总股东权益	128	233	301	1,332	1,445	1,722	19.1	2,118	23.0	2,661	25.7
净债务 /（现金）	(25)	(40)	(79)	(1,067)	(1,057)	(1,149)	8.6	(1,283)	11.7	(1,618)	26.1
其他视同债务的减值准备	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	103	193	223	265	388	573	47.7	834	45.5	1,043	25.0
现金流量表（Rmb 百万）	12/06	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
营业利润（息税前利润，UBS）	54	114	139	188	253	410	62.0	596	45.2	825	38.5
折旧	6	6	7	4	8	20	157.5	31	53.2	31	0.0
营运资本变动净值	(23)	(35)	(28)	(52)	(58)	(142)	143.4	(212)	49.8	(171)	-19.5
其他（经营性）	(7)	(29)	30	22	(43)	56	-	47	-15.4	53	12.1
经营性现金流（税前/息前）	30	56	147	162	160	345	115.6	462	34.0	739	59.8
收到/（支付）利息净值	(1)	(2)	(1)	1	19	11	-42.0	12	10.2	15	19.3
已付股息	(1)	(1)	(43)	(21)	(98)	(81)	-17.42	(120)	47.49	(167)	39.14
已缴付税项	(12)	(9)	(38)	(29)	(20)	(33)	59.6	(47)	43.0	(64)	37.3
资本支出	(22)	(25)	(33)	(35)	(78)	(178)	127.6	(162)	-8.7	(188)	15.7
并购/处置净值	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
其他	44	(111)	15	859	(12)	(20)	70.9	(1)	-97.0	(51)	8533.9
股份发行	5	90	0	35	0	0	-	0	-	0	-
净债务的现金流（增加）/减少	34	15	37	988	(18)	64	-	179	178.4	335	86.9
外汇/非现金项目	0	1	2	0	8	27	231.2	(44)	-	0	-
资产负债表净债务增加/减少	34	16	38	988	(10)	91	-	135	47.5	335	148.3
核心息税折旧摊销前利润	60	120	146	192	261	431	64.9	627	45.6	856	36.5
维护资本支出	(12)	(20)	(32)	(26)	(52)	(168)	223.4	(152)	-9.2	(178)	16.7
维护营运资本净支出	(23)	(35)	(28)	(52)	(58)	(142)	143.4	(212)	49.8	(171)	-19.5
税前经营性自由现金流（OpFCF）	25	65	85	114	151	121	-19.9	262	116.8	507	93.5

资料来源：公司报表、UBS估算。（UBS）估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。 附注：对于部分公司而言，所提供的数据是该公司完整账目的摘录。

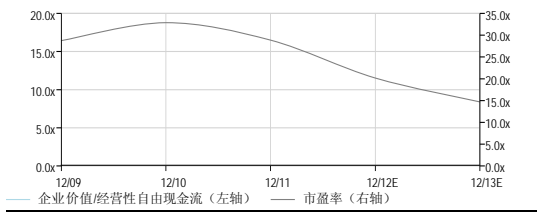
12个月评级 买入

12个月目标价 Rmb113.00

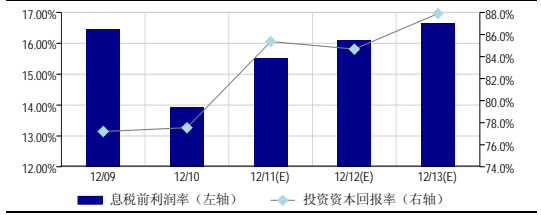
公司概况

罗莱家纺股份有限公司是一家家用纺织品行业的上市公司，主要生产豪华套件、儿童套件、欧式套件、盖毯、靠垫、毛浴巾和床垫等。公司主要品牌为“罗莱”，代理和授权的品牌有“雪瑞丹”和“迪士尼”等。公司采取加盟、直营和外贸的方式进行销售。2010 年，公司店铺总数 2085 家，营业收入 18.2 亿元，净利润 2.4 亿元。

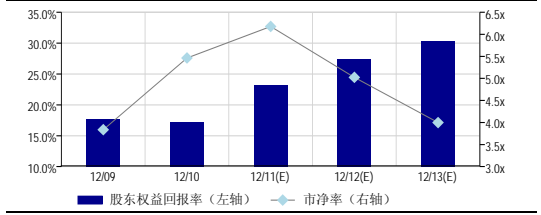
价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



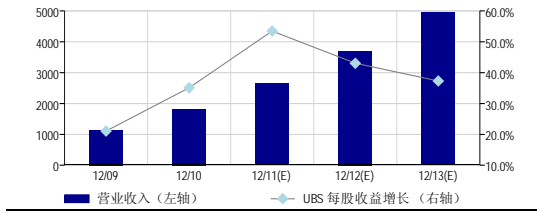
盈利能力



股东权益回报率与市净率



增长（UBS每股收益）



估值 (x)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
市盈率（本地会计准则）	-	28.7	32.9	27.9	19.5	14.2
市盈率（UBS）	-	28.7	32.9	27.9	19.5	14.2
股价/每股现金收益	-	28.0	31.8	26.4	18.4	13.6
净股息收益率（%）	-	0.7	1.5	1.3	1.8	1.8
市净率	-	3.8	5.5	6.0	4.9	3.9
企业价值/营业收入（核心）	-	4.0	3.8	3.5	2.4	1.8
企业价值/息税折旧摊销前利润（核心）	-	23.6	26.2	21.3	14.5	10.3
企业价值/息税前利润（核心）	-	24.1	27.0	22.4	15.2	10.7
企业价值/经营性自由现金流（核心）	-	NM	NM	NM	NM	17.4
企业价值/运营投入资本	-	NM	NM	NM	NM	9.4

企业价值 (Rmb 百万)	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
平均市值	5,112	7,897	10,281	10,281	10,281
+ 少数股东权益	0	0	0	0	0
+ 平均净债务（现金）	(573)	(1,062)	(1,103)	(1,216)	(1,451)
+ 养老金义务及其他	0	0	0	0	0
- 非核心资产价值	0	0	0	0	0
核心企业价值	4,539	6,835	9,179	9,065	8,831

增长率（%）	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入	34.7	26.9	58.8	45.4	40.0	33.8
息税折旧摊销前利润（UBS）	44.5	31.9	35.9	64.9	45.6	36.5
息税前利润（UBS）	47.2	35.6	34.5	62.0	45.2	38.5
每股收益（UBS）	-15.2	21.1	35.1	53.5	43.0	37.3
每股现金收益	-16.9	17.1	36.0	56.8	43.6	35.2
每股股息净值	-	-	NM	9.3	37.3	0.0
每股账面净值	83.4	NM	8.5	19.1	23.0	25.7

利润率（%）	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税折旧摊销前利润/营业收入	14.8	16.8	14.4	16.3	16.9	17.3
息税前利润/营业收入	14.1	16.5	13.9	15.5	16.1	16.7
净利润（UBS）/营业收入	11.7	12.6	13.2	14.0	14.3	14.6

资本回报率（%）	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税前利润的投资资本回报率（UBS）	73.5	NM	NM	NM	NM	NM
税后投资资本回报率	-	57.2	66.4	72.6	72.0	74.7
净股东权益回报率	34.6	17.7	17.3	23.3	27.5	30.3

偿付比率	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税前利润/净利息	-	-	-	-	-	-
股息保障倍数（UBS 每股收益）	-	4.7	2.0	2.8	2.9	4.0
股息支付率（%，UBS 每股收益）	-	21.4	50.2	35.8	34.3	25.0
净债务/息税折旧摊销前利润	NM	NM	NM	NM	NM	NM

效益比率 (x)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入/运营投入资本	5.1	4.7	5.6	5.5	5.3	5.3
营业收入/固定资产	11.5	10.8	12.8	10.6	9.2	9.0
营业收入/净营运资本	10.1	8.9	11.7	13.2	12.9	13.3

投资比率 (x)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
经营性自由现金流/息税前利润	0.6	0.6	0.6	0.3	0.4	0.6
资本支出/营业收入（%）	3.7	3.1	4.3	6.7	4.4	3.8
资本支出/折旧	6.5	9.4	9.9	8.7	5.2	6.0

资本结构（%）	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
净债务/总权益	(65.9)	(80.1)	(73.1)	(66.7)	(60.6)	(60.8)
净债务/（净债务 + 权益）	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净债务（核心）/企业价值	-	(12.6)	(15.5)	(12.0)	(13.4)	(16.4)

资料来源：公司报表、UBS 估算。（UBS）估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。  
估值：根据该年度的平均股价得出，（E）：根据2011年12月27日 16时36分的股价（Rmb73.25）得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

潘嘉怡, CFA

分析师

S1460511010017

erica-poon.werkun@ubssecurities.com

+86-213-866 8865

赵琳

分析师

S1460511020005

lin.zhao@ubssecurities.com

+86-213-866 8903



## UBS Investment Research

### 富安娜

#### 首次覆盖：厚积薄发的家纺龙头

##### ■ 直营渠道建设厚积薄发

我们认为，富安娜的直营能力在三家家纺中处于领先地位，通过前几年的直营建设，直营优势已经逐步体现，富安娜的EBIT率逐步接近罗莱。我们认为直营优势未来将促使富安娜的EBIT率保持较高水平，净利润增速将超越收入增速。我们预计富安娜在床品市场的份额有望从2010年3.4%上升至2013年5.5%。

##### ■ 适当加速加盟建设

我们预计，富安娜将加快加盟渠道建设以巩固领先优势，同时多品牌运营也将扩大外延式规模，2011-13年新增加盟店铺CAGR有望达到19%。

##### ■ 差异化品牌定位有望厚积薄发

我们认为，富安娜在产品方面风格鲜明，初期可能造成覆盖面不够广泛从而难以实现较高的收入增速。我们预计，2011-13年，富安娜的单店零售收入CAGR约14%，仍与罗莱24%和梦洁19%的增速有一定差距。同时我们认为，富安娜有望借助品牌个性和忠实的客户群在未来的差异化竞争中胜出。

##### ■ 估值：首次覆盖给予“买入”评级，目标价64.8元

我们预测2011/12/13年EPS分别为1.57/2.15/2.94元。我们采用基于DCF的估值法推导出目标价64.8元，并采用瑞银VCAM工具具体预测影响长期估值的因素，其中Beta为0.79，WACC为7.8%。目标价对应于2012/13年P/E分别为30x/22x，给予“买入”评级。

重要数据 (Rmb百万)	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入	792	1,067	1,480	1,994	2,645
息税前利润 (UBS)	105	153	270	374	513
净利润 (UBS)	86	128	210	288	394
每股收益 (UBS, Rmb)	0.84	0.95	1.57	2.15	2.94
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.03	0.15	0.24	0.32	0.44

盈利能力和估值	五年历史均值	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税前利润率 (%)	-	14.4	18.2	18.7	19.4
ROIC (EBIT) %	-	45.8	47.8	52.9	59.3
EV/EBITDA (core) x	-	23.2	17.7	12.6	9.0
市盈率 (UBS) (x)	-	36.5	27.8	20.3	14.9
净股息收益率 (%)	-	0.4	0.5	0.7	1.0

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。  
估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2011年12月27日16时36分的股价 (Rmb43.73) 得出；

潘嘉怡, CFA

分析师

S1460511010017

erica-poon.werkun@ubssecurities.com

+86-213-866 8865

赵琳

分析师

S1460511020005

lin.zhao@ubssecurities.com

+86-213-866 8903

## 全球证券研究报告

中国

服装与纺织业

12个月评级

买入

之前：未予评级

12个月目标价

Rmb64.80/US\$10.25

股价

Rmb43.73/US\$6.92

路透代码: 002327.SZ 彭博代码002327 CH

### 交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围 Rmb54.00-32.25/US\$8.50-4.90

市值 Rmb5.86十亿/US\$0.93十亿

已发行股本 134百万 (ORDA)

流通股比例 25%

日均成交量 (千股) 238

日均成交额 (Rmb 百万) Rmb11.8

### 资产负债表数据 12/11E

股东权益 Rmb1.30十亿

市净率 (UBS) 4.5x

净现金 (债务) Rmb0.65十亿

### 预测回报率

预测股价涨幅 +48.2%

预测股息收益率 0.7%

预测股票回报率 +48.9%

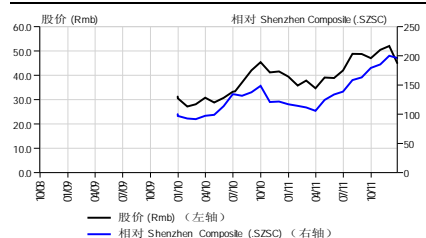
市场回报率假设 8.8%

预测超额回报率 +40.1%

### 每股收益 (UBS, Rmb)

	12/11E	12/10
	从	到市场预测
Q1	- 0.44	- 0.27
Q2	- 0.20	- 0.09
Q3	- 0.32	- 0.16
Q4E	- 0.61	- 0.44
12/11E	- 1.57	-
12/12E	- 2.15	-

### 股价表现 (Rmb)



资料来源：UBS

www.ubssecurities.com

## 投资主题

我们首次覆盖富安娜，给予“买入”评级和64.8元的目标价。我们预测2011/12/13年的EPS分别为1.57/2.15/2.94元，对应2012/13年P/E分别为30x/22x。

### 直营建设厚积薄发

- 我们认为，富安娜的直营能力在三家家纺中处于领先地位。2010年，富安娜的直营占比最高，27%的直营店贡献了35%的收入；富安娜的直营单店收入超越罗莱和梦洁分别达到4%和18%。
- 我们认为，通过前几年的直营建设，直营优势已经逐步体现，富安娜的EBIT率逐步接近罗莱。我们认为，直营占比较高的另一优势在于提高信息系统的覆盖程度，有利于公司准确了解终端销售情况、增强渠道控制力。
- 我们预计，直营优势未来将促使富安娜的EBIT率保持较高水平，净利润增速将超越收入增速。我们预计，富安娜在床品市场的占有率有望从2010年3.4%提升至2013年5.5%。

### 适当加快加盟渠道建设

- 我们预计，富安娜将加快加盟渠道建设以巩固领先优势，2011-13年加盟店铺数量CAGR有望达到19%，较2006-09年加盟店CAGR提升2pct。我们以区域收入占该区域的消费品社零比重计算区域渗透率。我们认为，从区域渗透率而言，富安娜相比罗莱仍有较大的提升空间；同时多品牌运营也有助于扩大外延式扩张规模。我们预计，公司未来将积极开设馨而乐的独立店。

### 品牌差异化有望厚积薄发

- 我们认为，富安娜在产品方面风格鲜明，在品牌资产上的投入也高于罗莱和梦洁。我们认同，在发展初期，产品独具个性可能会造成目标客户群较窄、覆盖面不够广泛从而难以实现较高的收入增速。我们预计，2011-13年，富安娜的单店零售收入CAGR约14%，仍与罗莱24%和梦洁19%的增速有一定差距。
- 同时我们认为，个性化产品将形成较高的客户忠诚度，后期有望厚积薄发，在行业差异化竞争中首先胜出。我们看好富安娜未来的发展潜力。

## 关键催化剂

我们认为，如果2011年报业绩超出市场预期，将会对股价产生积极影响：

## 风险

- 消费者信心下降可能减少消费支出。我们认为，如果2012年经济增速下滑、消费者信心指数下降，可能影响消费意愿，减少消费支出。
- 人工和租金成本持续上涨。我们认为，如果人工成本和租金成本持续上涨，将提高企业成本和费用率，对企业盈利造成负面影响。



- 房地产政策可能滞后影响家纺需求。我们认为，如果2011年的房地产调控政策对家纺需求存在滞后影响，则2012年家纺需求将受到负面影响。

### 估值和我们推导目标价的基础

我们的核心驱动要素假设包括：

- 我们预计2011-13年，每年新开店铺350家，其中直营店每年新开90家；
- 我们预测2011-13年，平均直营单店收入每年增长25%/16%/16%，平均加盟单店收入每年增长10%/14%/15%；
- 我们预计2011年提价将促使毛利率较2010年提升2pct，由于直营收入的小幅上升促使2012-13年毛利率分别较上一年提升0.3pct。

我们预测2011/12/13年EPS分别为1.57/2.15/2.94元。我们采用基于DCF的估值法推导出目标价64.8元，并采用瑞银VCAM工具具体预测影响长期估值的因素，其中Beta为0.79，WACC为7.8%。目标价对应于2012/13年P/E分别为30x/22x，给予“买入”评级。



Table 10: 富安娜估值摘要

相对年 财年	+1E 2011E	+2E 2012E	+3E 2013E	+4E 2014E	+5E 2015E	+6E 2016E	+7E 2017E	+8E 2018E	+9E 2019E	+10E 2020E
息税前利润	270	374	513	638	777	832	918	1,002	1,081	1,152
折旧及摊销*	25	34	44	53	63	74	83	92	102	111
资本支出	(104)	(120)	(132)	(130)	(118)	(116)	(134)	(154)	(176)	(199)
运营资本变动	(79)	(142)	(179)	(167)	(190)	(194)	(215)	(235)	(254)	(271)
所得税 (营运)	(67)	(93)	(128)	(159)	(194)	(208)	(230)	(250)	(270)	(288)
其他	(12)	(15)	(20)	(18)	(21)	(20)	(22)	(24)	(26)	(27)
自由现金流	32	38	97	216	316	368	401	431	457	478
增长		17.5%	156.8%	122.3%	46.4%	16.4%	8.9%	7.4%	6.1%	4.6%

估值	
明计现金流现值	2,882
期末价值 (第 15 年) 现值	4,616
企业价值	7,498
占永续价值百分比	62%
联营公司及其他	0
-少数股东权益	0
现金盈余**	606
-债务***	1
权益价值	8,104
已发行股数 [ m ]	133.9
每股权益价值 (Rmb/股)	60.52
权益成本	7.8%
股息收益率	0.7%
1年期目标价 (Rmb/股)	64.80

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	13.0%	7.5%	5.0%
息税前利润率	14.5%	10.5%	6.5%
资本支出/销售收入	2.5%	2.5%	1.2%
投资资本回报率	28.9%	19.6%	11.8%
估值对应指标			
财年	2011E	2012E	1年预期
企业价值 / 息税折旧摊销前 利润	25.5x	18.4x	18.5x
企业价值 / 息税前利润	27.8x	20.1x	20.2x
自由现金流收益率	0.4%	0.5%	0.5%
市盈率 (现值)	38.5x	28.1x	28.3x
市盈率 (目标)	41.2x	30.1x	30.3x

加权平均资本成本	
无风险利率	3.80%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	0.79
债务 / 权益比 率***	0.0%
边际税率	25.0%
权益成本	7.8%
债务成本	5.6%
WACC	7.8%
期末假设值	
VCH (年数)	15
对应的 自由 现金流增长	3.4%
投资资本回报 率增幅	7.2%
企业价值 / 息 税折旧摊销前 利润	8.5x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

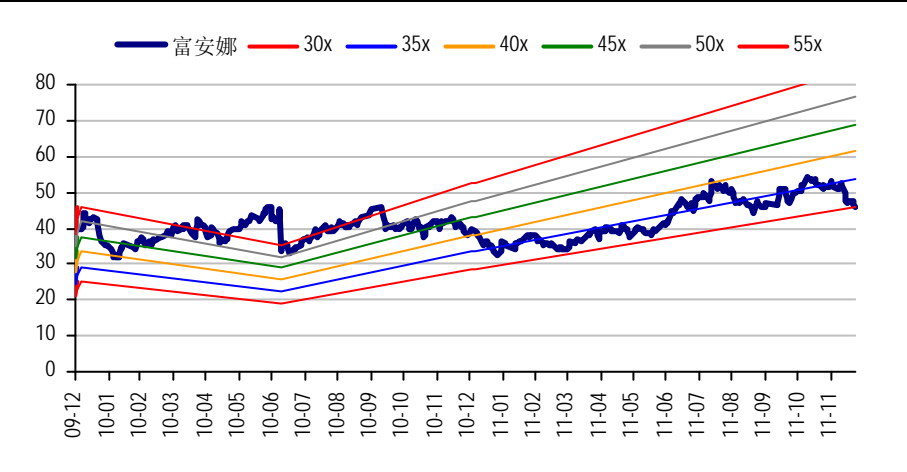
\* 折旧和非商誉摊销

\*\* 无须维持运营的现金部分

\*\* 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

数据来源：UBS-VCAM

图20: 富安娜PE Band



数据来源: Wind。注: 采用市场一致预期

瑞银预测对比市场一致预期

我们对2011-13年EPS的预测与市场一致预期基本持平。

表11: 瑞银预测对比市场一致预期

	收入 (百万元)			净利润 (百万元)			EPS		
	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
瑞银预测	1480	1994	2645	210	288	394	1.57	2.15	2.94
市场一致预期	1471	1992	2666	208	285	394	1.55	2.13	2.94
瑞银预测对比市场一致预期	1%	0%	-1%	1%	1%	0%	1%	1%	0%

数据来源: Wind, 瑞银证券估算。注: 数据截止2011年12月27日

敏感性分析

我们认为, 直营和加盟毛利率对2012年EPS影响较大。

表12: 直营和加盟毛利率对2012年EPS的敏感性分析

2012年EPS变化幅度		直营毛利率变化幅度				
		-2%	-1%	0%	1%	2%
加盟毛利率变化幅度	-2%	-10%	-8%	-6%	-4%	-2%
	-1%	-7%	-5%	-3%	-1%	1%
	0%	-4%	-2%	0%	2%	4%
	1%	-1%	1%	3%	5%	7%
	2%	2%	4%	6%	8%	10%

数据来源: 瑞银证券估算

## 直营建设和品牌差异化有望厚积薄发

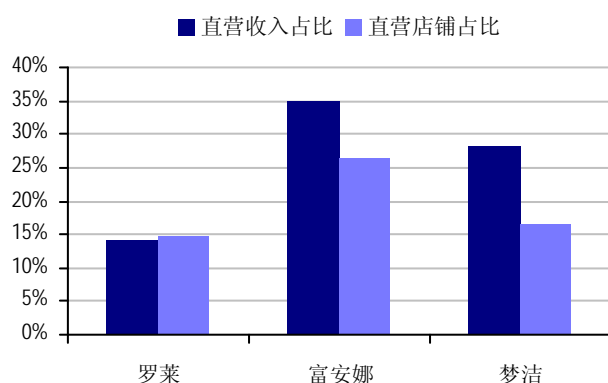
### 直营建设厚积薄发

我们认为，富安娜的直营能力在三家家纺中处于领先地位。富安娜的直营占比最高，2010年，27%的直营店贡献了35%的收入；富安娜的直营单店收入超越罗莱和梦洁分别达到4%和18%。我们认为，通过前几年的直营建设，直营优势已经逐步体现，富安娜的EBIT率在2010年超越罗莱、2011前三季度与罗莱接近，2011上半年25%的直营店更是贡献了43%的收入。

我们认为，直营占比较高的优势之一在于提高信息系统的覆盖程度。由于家纺的品牌号召力弱于服装，与加盟商就ERP系统的成本难以协调，推广ERP系统至家纺加盟店的难度较大。直营占比高的富安娜，则能实现较高的ERP覆盖率，有利于公司准确了解终端销售情况、增强渠道控制力。

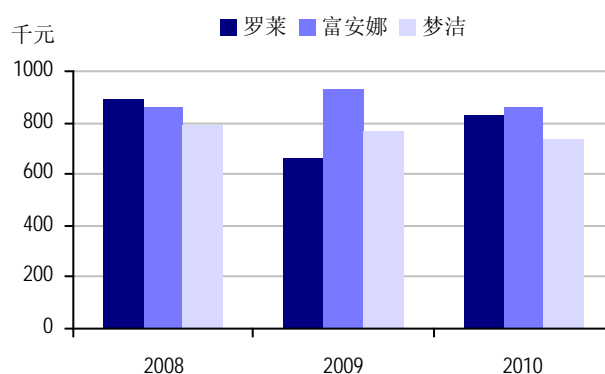
我们预计，直营优势未来将促使富安娜的EBIT率保持较高水平，净利润增速将超越收入增速。我们预计，凭借直营优势的厚积薄发和加盟渠道的快速建设，富安娜在床品市场的占有率有望从2010年3.4%提升至2013年5.5%。

图21: 富安娜的直营收入和店铺占比最高，2010



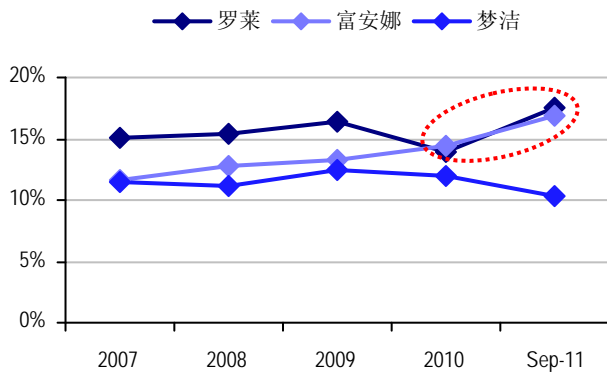
数据来源：公司数据

图22: 富安娜的直营单店收入处于领先



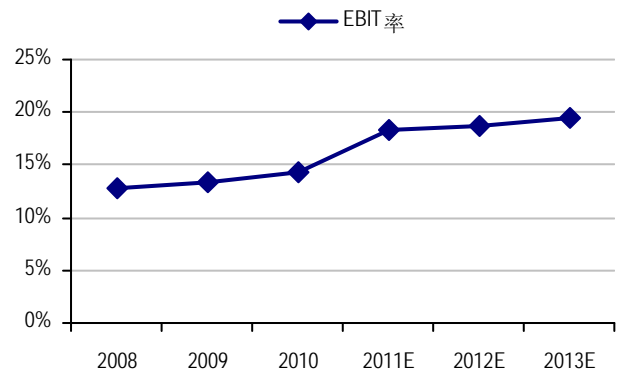
数据来源：公司数据

图23: 富安娜的EBIT率逐步与罗莱接近



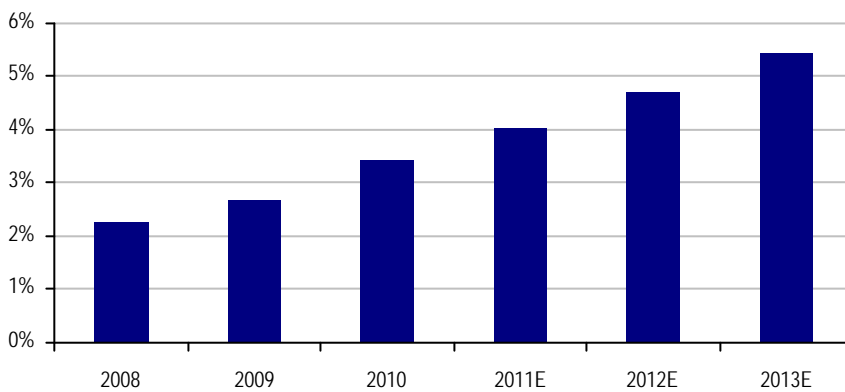
数据来源: 公司数据

图24: 预计富安娜的EBIT率将持续上升



数据来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图25: 富安娜在床品市场的占有率有望从2010年3.4%提升至2013年5.5%



数据来源: 公司数据, Euromonitor, 瑞银证券估算

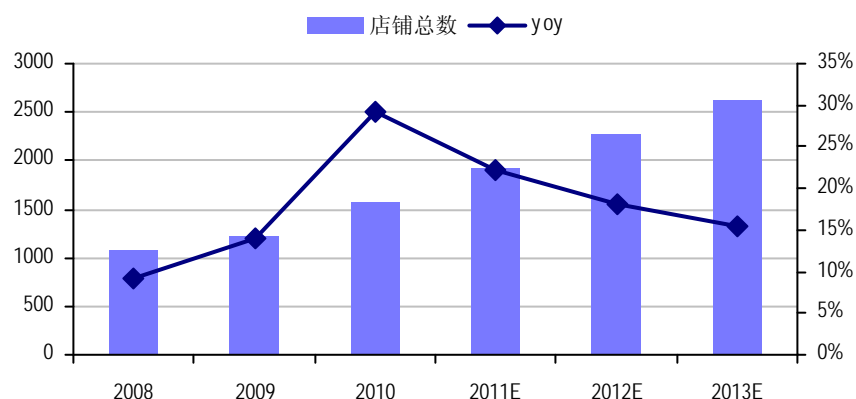
## 适当加快加盟渠道建设

富安娜上市之前, 2006-09年新增加盟店铺CAGR为17%, 上市之后, 我们预计富安娜将适当加快加盟渠道建设以巩固领先优势, 2011-13年新增加盟店铺CAGR有望达到19%。

我们以区域收入占该区域的消费品社零比重计算区域渗透率。我们认为, 从区域渗透率而言, 富安娜相比罗莱仍有较大的提升空间, 特别在东北和华北的渗透率与罗莱的差距较大。2010年, 虽然富安娜的门店规模仍然小于梦洁, 但市场份额已经成功超越梦洁, 跃居行业第二位。

同时, 多品牌模式也有助于扩大外延式扩张规模。我们预计, 馨而乐自2010年7月开始独立开店, 品牌定位清晰, 发展迅猛, 预计2010年已开设100多家店。2011上半年馨而乐收入同比增长64%, 高于富安娜32%的增速。我们预计, 公司未来将积极开设馨而乐的独立店。

图26: 我们预计公司2011-13年新开店CAGR达到19%



数据来源：公司数据，瑞银证券估算

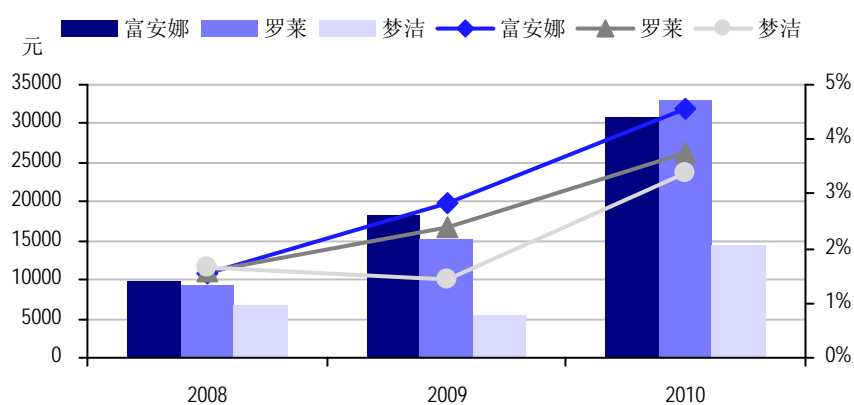
### 差异化品牌定位有望厚积薄发

我们认为，就家纺行业整体而言，产品的同质化程度较高，品牌号召力弱于服装；罗莱和梦洁均采用大众化定位，但富安娜在产品方面风格鲜明，其在品牌资产上的投入也高于罗莱和梦洁。

我们认同，在发展初期，产品独具个性可能会造成目标客户群较窄、覆盖面不够广泛从而难以实现较高的收入增速。我们看到，2011上半年，富安娜的单店零售收入同比增速为7.6%，较罗莱和梦洁34%和25%的增速差距较大。我们预计，2011-13年，富安娜的单店零售收入CAGR约14%，仍与罗莱24%和梦洁19%的增速有一定差距。

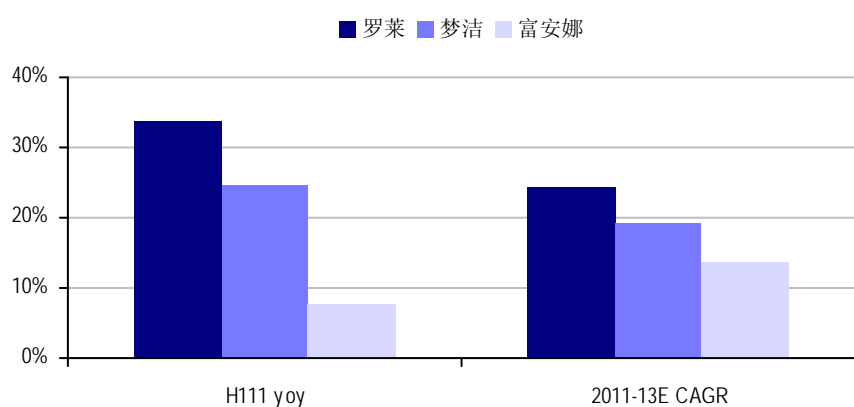
同时我们预计，个性化产品的客户忠诚度将较高，后期有望厚积薄发，在行业差异化竞争中首先胜出。我们定义客户的重复购买率为客户忠诚度。我们预计，富安娜的客户忠诚度可能达到30%，高于梦洁的20%。

图27: 富安娜的单店广告投入和广告费占收入比重在三家中较高



数据来源: 公司数据

图28: 但富安娜的单店零售收入增速低于罗莱和梦洁



数据来源: 公司数据, 瑞银证券估算

## 财务状况

### 表13: 利润表

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	792	1,067	1,480	1,994	2,645
销售成本	-455	-579	-777	-1,037	-1,370
毛利润	337	488	703	957	1,276
销售管理费用	-232	-335	-433	-583	-763
其他营业收入	0	0	0	0	0
息税前利润	105	153	270	374	513
联营公司收入	0	0	0	0	0
其他投资收入	0	0	0	0	0
养老金	0	0	0	0	0
非正常项目 (税前)	0	0	0	0	0
利息	-4	8	9	11	13
其他税前非经营性项目	7	-0	2	0	0
商誉	0	0	0	0	0
税前利润	108	161	281	385	525
税项	-22	-33	-70	-96	-131
税后利润	86	128	210	288	394
少数股东权益	0	0	0	0	0
优先股股息	0	0	0	0	0
非正常项目 (税后)	0	0	0	0	0
净利润	86	128	210	288	394
营收增长率	16%	35%	39%	35%	33%
息税前利润率	13%	14%	18%	19%	19%
息税前利润增长率	20%	46%	76%	38%	37%
净利润增长率	31%	48%	65%	37%	37%

数据来源：公司数据，瑞银证券估算

表14: 资产负债表

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
有形固定资产净值	111	215	295	381	471
无形固定资产净值	50	49	48	46	45
净营运资本	15	222	308	341	451
其他长期负债	0	-16	-16	-16	-16
总投资资本	176	469	635	753	951
投资/其他资产	13	13	13	13	13
总动用资本	189	482	648	766	964
净(现金)/债务	-853	-637	-650	-777	-913
拨备	0	0	0	0	0
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	1,042	1,119	1,297	1,543	1,877
总动用资本	189	482	648	766	964
固定资产增长率	16%	94%	37%	29%	24%
营运资本增长率	-57%	1370%	39%	11%	32%
动用资本增长率	-4%	155%	34%	18%	26%

数据来源：公司数据，瑞银证券估算



表15: 现金流量表

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
息税前利润	105	153	270	374	513
折旧	12	15	25	34	44
营运资本变化	20	-207	-87	-33	-110
其他业务	10	-11	-32	-44	-59
经营性现金流	148	-49	176	331	388
利息	-4	8	9	11	13
已付税项	-15	-22	-46	-62	-85
资本支出	-28	-143	-104	-120	-132
自由现金流	101	-206	36	159	183
净并购/处置	0	0	0	0	0
股息(普通股)	-3	-20	-32	-43	-59
股息(优先股)	0	0	0	0	0
股份发行/回购	741	-4	0	0	0
其他	-11	1	-14	-23	-33
净债务现金流的(增加)/减少	828	-228	-10	93	90
自由现金流收益率	2.4%	-4.4%	0.6%	2.6%	3.0%
股息收益率	0.1%	0.4%	0.5%	0.7%	1.0%
资本支出/销售收入	3.6%	13.4%	7.0%	6.0%	5.0%
净债务权益比	-81.9%	-56.9%	-50.1%	-50.3%	-48.6%

数据来源：公司数据，瑞银证券估算

## 公司背景

深圳富安娜家居用品股份有限公司为一家中高端品牌家纺企业，主要从事以床上用品为主的家纺产品的研发、设计、生产和销售业务。公司拥有“富安娜”、“馨而乐”、“维莎”等自主品牌。2010年，公司实现营业收入10.7亿元，净利润1.3亿元。截至2011年6月30日，公司店铺总数达到1723家，其中直营435家、加盟1288家。

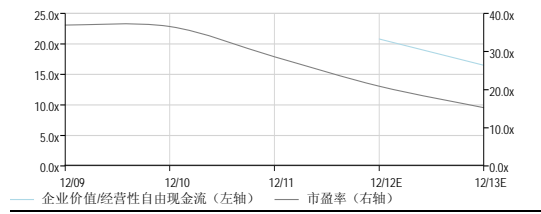
损益表（Rmb 百万）	-	-	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
营业收入	-	-	681	792	1,067	1,480	38.6	1,994	34.8	2,645	32.6
营业费用（不含折旧）	-	-	(581)	(674)	(898)	(1,185)	31.9	(1,586)	33.9	(2,089)	31.7
息税折旧摊销前利润（UBS）	-	-	100	118	169	295	74.4	408	38.5	556	36.3
折旧	-	-	(12)	(12)	(15)	(25)	59.4	(34)	38.5	(44)	27.7
营业利润（息税前利润，UBS）	-	-	87	105	153	270	75.9	374	38.5	513	37.1
其他盈利和联营公司盈利	-	-	(1)	7	0	2	-	0	-	0	-
净利息	-	-	(7)	(4)	8	9	12.0	11	19.2	13	18.5
非正常项目（税前）	-	-	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前利润	-	-	79	108	161	281	74.0	385	37.1	525	36.6
税项	-	-	(13)	(22)	(33)	(70)	109.6	(96)	37.1	(131)	36.6
税后利润	-	-	66	86	128	210	64.7	288	37.1	394	36.6
非正常项目（税后）	-	-	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	-	-	0	0	0	0	-	0	-	0	-
净利润（本地会计准则）	-	-	66	86	128	210	64.7	288	37.1	394	36.6
净利润（UBS）	-	-	66	86	128	210	64.7	288	37.1	394	36.6
税率（%）	-	-	17	21	21	25	20.5	25	0.0	25	0.0
不计非正常项目前税率（%）	-	-	17	21	21	25	20.5	25	0.0	25	0.0
每股（Rmb）	-	-	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
每股收益（本地会计准则）	-	-	0.85	0.84	0.95	1.57	64.7	2.15	37.1	2.94	36.6
每股收益（UBS）	-	-	0.85	0.84	0.95	1.57	64.7	2.15	37.1	2.94	36.6
每股股息净值	-	-	0.40	0.03	0.15	0.24	55.6	0.32	37.1	0.44	36.6
每股现金收益	-	-	1.01	0.95	1.07	1.76	64.1	2.41	37.2	3.27	35.7
每股账面净值	-	-	1.65	7.78	8.35	9.69	16.0	11.52	18.9	14.02	21.7
资产负债表（Rmb 百万）	-	-	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
有形固定资产净值	-	-	96	111	215	295	37.3	381	29.4	471	23.6
无形固定资产净值	-	-	51	50	49	48	-2.3	46	-2.4	45	-2.4
净营运资本（包括其他资产）	-	-	50	28	235	321	36.9	354	10.2	464	31.0
其他负债	-	-	(1)	0	(16)	(16)	0.0	(16)	0.0	(16)	0.0
运营投入资本	-	-	196	189	482	648	34.4	766	18.3	964	25.9
投资	-	-	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	-	-	196	189	482	648	34.4	766	18.3	964	25.9
股东权益	-	-	221	1,042	1,119	1,297	16.0	1,543	18.9	1,877	21.7
少数股东权益	-	-	0	0	0	0	-	0	-	0	-
总股东权益	-	-	221	1,042	1,119	1,297	16.0	1,543	18.9	1,877	21.7
净债务 /（现金）	-	-	(25)	(853)	(637)	(650)	2.1	(777)	19.5	(913)	17.6
其他视同债务的减值准备	-	-	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	-	-	196	189	482	648	34.4	766	18.3	964	25.9
现金流量表（Rmb 百万）	-	-	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
营业利润（息税前利润，UBS）	-	-	87	105	153	270	75.9	374	38.5	513	37.1
折旧	-	-	12	12	15	25	59.4	34	38.5	44	27.7
营运资本变动净值	-	-	(35)	20	(207)	(87)	-58.1	(33)	-62.1	(110)	234.0
其他（经营性）	-	-	34	10	(11)	(32)	189.5	(44)	39.0	(59)	32.2
经营性现金流（税前/息前）	-	-	98	148	(49)	176	-	331	87.9	388	17.3
收到/（支付）利息净值	-	-	(7)	(4)	8	9	12.0	11	19.2	13	18.5
已付股息	-	-	(30)	(3)	(20)	(32)	55.56	(43)	37.05	(59)	36.61
已缴付税项	-	-	(24)	(15)	(22)	(46)	105.6	(62)	37.1	(85)	36.6
资本支出	-	-	(12)	(28)	(143)	(104)	-27.8	(120)	15.5	(132)	10.5
并购/处置净值	-	-	0	0	0	0	-	0	-	0	-
其他	-	-	-	(66)	31	(14)	-	(23)	64.4	(33)	45.1
股份发行	-	-	0	741	(4)	0	-	0	-	0	-
净债务的现金流（增加）/减少	-	-	(1)	774	(187)	13	-	127	853.9	136	7.7
外汇/非现金项目	-	-	-	54	(30)	0	-	0	-	0	-
资产负债表净债务增加/减少	-	-	-	828	(217)	13	-	127	853.9	136	7.7
核心息税折旧摊销前利润	-	-	100	118	169	295	74.4	408	38.5	556	36.3
维护资本支出	-	-	(12)	(28)	(143)	(104)	-27.8	(120)	15.5	(132)	10.5
维护营运资本净支出	-	-	(35)	20	(207)	(87)	-58.1	(33)	-62.1	(110)	234.1
税前经营性自由现金流（OpFCF）	-	-	53	109	(181)	104	-	255	144.6	314	23.0

资料来源：公司报表、UBS估算。（UBS）估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。附注：对于部分公司而言，所提供的数据是该公司完整账目的摘录。

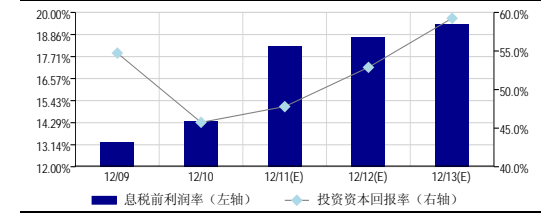
公司概况

深圳富安娜家居用品股份有限公司为一家中高端品牌家纺企业，主要从事以床上用品为主的家纺产品的研发、设计、生产和销售业务。公司拥有“富安娜”、“馨而乐”、“维莎”等自主品牌。2010 年，公司实现营业收入 10.7 亿元，净利润 1.3 亿元。截至 2011 年 6 月 30 日，公司店铺总数达到 1723 家，其中直营 435 家、加盟 1288 家。

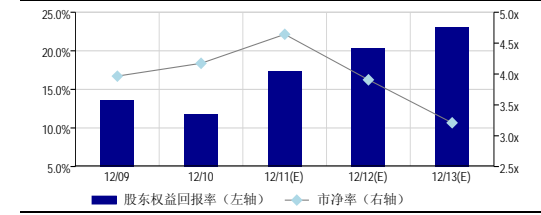
价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



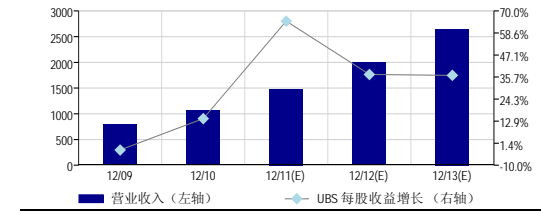
盈利能力



股东权益回报率与市净率



增长（UBS每股收益）



估值 (x)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
市盈率（本地会计准则）	-	36.9	36.5	27.8	20.3	14.9
市盈率（UBS）	-	36.9	36.5	27.8	20.3	14.9
股价/每股现金收益	-	32.3	32.6	24.9	18.2	13.4
净股息收益率（%）	-	0.1	0.4	0.5	0.7	1.0
市净率	-	4.0	4.2	4.5	3.8	3.1
企业价值/营业收入（核心）	-	4.7	3.7	3.5	2.6	1.9
企业价值/息税折旧摊销前利润（核心）	-	31.4	23.2	17.7	12.6	9.0
企业价值/息税前利润（核心）	-	NM	25.6	19.3	13.8	9.8
企业价值/经营性自由现金流（核心）	-	NM	NM	NM	20.1	15.9
企业价值/运营投入资本	-	NM	NM	9.2	7.3	5.8

企业价值 (Rmb 百万)	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
平均市值	4,133	4,669	5,855	5,855	5,855
+ 少数股东权益	0	0	0	0	0
+ 平均净债务（现金）	(439)	(745)	(643)	(713)	(845)
+ 养老金义务及其他	0	0	0	0	0
- 非核心资产价值	0	0	0	0	0
核心企业价值	3,694	3,924	5,212	5,142	5,011

增长率（%）	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入	-	16.3	34.8	38.6	34.8	32.6
息税折旧摊销前利润（UBS）	-	17.8	43.7	74.4	38.5	36.3
息税前利润（UBS）	-	20.4	45.7	75.9	38.5	37.1
每股收益（UBS）	-	-2.1	14.1	64.7	37.1	36.6
每股现金收益	-	-5.9	12.0	64.1	37.2	35.7
每股股息净值	-	-93.3	NM	55.6	37.1	36.6
每股账面净值	-	NM	7.3	16.0	18.9	21.7

利润率（%）	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税折旧摊销前利润/营业收入	-	14.8	15.8	19.9	20.5	21.0
息税前利润/营业收入	-	13.3	14.4	18.2	18.7	19.4
净利润（UBS）/营业收入	-	10.9	12.0	14.2	14.5	14.9

资本回报率（%）	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税前利润的投资资本回报率（UBS）	-	54.7	45.8	47.8	52.9	59.3
税后投资资本回报率	-	43.4	36.3	35.9	39.7	44.4
净股东权益回报率	-	13.6	11.8	17.4	20.3	23.0

偿付比率	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税前利润/净利息	-	24.9	-	-	-	-
股息保障倍数（UBS 每股收益）	-	NM	6.3	6.7	6.7	6.7
股息支付率（%，UBS 每股收益）	-	3.2	15.9	15.0	15.0	15.0
净债务/息税折旧摊销前利润	-	NM	NM	NM	NM	NM

效益比率 (x)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入/运营投入资本	-	4.1	3.2	2.6	2.8	3.1
营业收入/固定资产	-	5.1	5.0	4.9	5.2	5.6
营业收入/净营运资本	-	31.5	9.0	5.6	6.1	6.7

投资比率 (x)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
经营性自由现金流/息税前利润	-	1.0	NM	0.4	0.7	0.6
资本支出/营业收入（%）	-	3.6	13.4	7.0	6.0	5.0
资本支出/折旧	-	2.3	9.3	4.2	3.5	3.0

资本结构（%）	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
净债务/总权益	-	(81.9)	(56.9)	(50.1)	(50.3)	(48.6)
净债务/（净债务 + 权益）	-	NM	NM	NM	NM	(94.7)
净债务（核心）/企业价值	-	(11.9)	(19.0)	(12.3)	(13.9)	(16.9)

资料来源：公司报表、UBS 估算。（UBS）估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。  
估值：根据该年度的平均股价得出，（E）：根据 2011 年 12 月 27 日 16 时 36 分的股价（Rmb43.73）得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

潘嘉怡, CFA

分析师

S1460511010017

erica-poon.werkun@ubssecurities.com

+86-213-866 8865

赵琳

分析师

S1460511020005

lin.zhao@ubssecurities.com

+86-213-866 8903



## UBS Investment Research

### 梦洁家纺

#### 首次覆盖：渠道建设提速，市场复制空间较大

##### ■ 渠道建设提速，拓展市场覆盖面

我们认为，梦洁上市之后将致力于渠道建设，我们预计2011上半年梦洁扣除床垫之后的可比店铺约1950家，高于富安娜但低于罗莱。我们预计，2011-13年梦洁每年新开店数或是3家最高，2011-13年新开店CAGR有望达到18%，较2008-10年提高4pct。我们认为，梦洁加盟为主的模式促进快速扩张，同时品牌架构逊于罗莱但优于富安娜，多品牌运作打开外延式空间。

##### ■ 深耕核心市场，市场复制的空间较大

我们认为，梦洁对核心市场精耕细作，核心市场渗透率为3家家纺中最高。我们假设，梦洁若能复制核心市场渗透率至全国其他地区，则收入较目前将有2.5-3倍的增长空间。

##### ■ 提升精细化管理能力，深挖单店效率

我们认为，梦洁的大众化定位有助于拓展市场覆盖面，促使单店收入快速增长。我们预计2011-13年单店零售收入CAGR达到19%，主要来自于精细化管理能力提升下的平效增长。

##### ■ 估值：首次覆盖给予“买入”评级，目标价36.2元

我们预测2011/12/13年EPS 分别为0.91/1.29/1.76元。我们采用基于DCF的估值法推导出目标价36.2元，并采用瑞银VCAM工具具体预测影响长期估值的因素，其中Beta为0.94，WACC为8.5%。目标价对应于2012/13年P/E分别为28x/21x，给予“买入”评级。

重要数据 (Rmb百万)	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入	631	855	1,286	1,776	2,345
息税前利润 (UBS)	79	102	176	259	353
净利润 (UBS)	89	92	137	196	266
每股收益 (UBS, Rmb)	1.89	1.06	0.91	1.29	1.76
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.94	0.60	0.31	0.00	0.00

盈利能力和估值	五年历史均值	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税前利润率 (%)	-	11.9	13.7	14.6	15.0
ROIC (EBIT) %	-	25.0	24.9	27.2	29.4
EV/EBITDA (core) x	-	28.3	16.9	12.1	9.0
市盈率 (UBS) (x)	-	23.2	28.5	19.9	14.7
净股息收益率 (%)	-	2.5	1.2	0.0	0.0

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。  
估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2011年12月27日16时36分的股价 (Rmb25.83) 得出；

潘嘉怡, CFA

分析师

S1460511010017

erica.poon.werkun@ubssecurities.com

+86-213-866 8865

赵琳

分析师

S1460511020005

lin.zhao@ubssecurities.com

+86-213-866 8903

## 全球证券研究报告

中国

服装与纺织业

12个月评级

买入

之前：未予评级

12个月目标价

Rmb36.20/US\$5.73

股价

Rmb25.83/US\$4.09

路透代码: 002397.SZ 彭博代码002397 CH

### 交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围 Rmb34.11-22.17/US\$5.34-3.37

市值 Rmb3.91十亿/US\$0.62十亿

已发行股本 151百万 (ORDA)

流通股比例 25%

日均成交量 (千股) 324

日均成交额 (Rmb 百万) Rmb9.4

### 资产负债表数据 12/11E

股东权益 Rmb1.11十亿

市净率 (UBS) 3.5x

净现金 (债务) Rmb0.28十亿

### 预测回报率

预测股价涨幅 +40.1%

预测股息收益率 1.2%

预测股票回报率 +41.3%

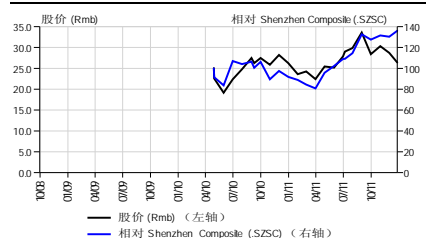
市场回报率假设 8.8%

预测超额回报率 +32.5%

### 每股收益 (UBS, Rmb)

	从	12/11E 到市场预测	12/10 实际
Q1	-	0.13	-
Q2	-	0.14	-
Q3E	-	0.32	-
Q4E	-	0.32	-
12/11E	-	0.91	-
12/12E	-	1.29	-

### 股价表现 (Rmb)



资料来源：UBS

www.ubssecurities.com

## 投资主题

我们首次覆盖梦洁家纺，给予“买入”评级和36.2元的目标价。我们预测2011/12/13年EPS分别为0.91/1.29/1.76元，对应2012/13年P/E分别为28x/21x。

### 我们认为，梦洁将加快渠道建设，拓展市场覆盖面

- 我们认为，上市之后，梦洁将致力于渠道建设，加快开店速度。由于梦洁床垫位于大型家具城，剔除床垫的店铺数量后，我们预计2011上半年梦洁的可比店铺数量约1950家，高于富安娜但低于罗莱。我们预计，2011-13年梦洁每年新开店数或是3家家纺中最多，2011-13年店铺CAGR将达18%，较2008-10年提高4pct。
- 我们认为，一方面，加盟为主的模式促使快速扩张可期；另一方面，梦洁的品牌架构逊于罗莱但优于富安娜，多品牌运作将打开外延式增长空间。
- 我们认为，公司品牌的大众化定位有望快速拓展市场覆盖面，带领公司重回快速增长跑道。我们预计，梦洁的市场占有率有望从2010年3.4%提升至2013年6.2%，超越富安娜再度回到行业第二的位置。

### 深耕核心市场，市场复制能力的提升空间较大

- 我们认为，梦洁对核心市场华中地区精耕细作，华中地区收入占收入比重达50%以上。我们以区域收入占该区域的消费品社零比重计算区域渗透率。我们发现，梦洁在华中的渗透率为3家在各自核心区域渗透率的最高水平。我们预计，如果梦洁能够成功复制华中地区的渗透率至全国其他地区，则其收入相比目前将有2.5-3倍的增长空间。

### 提升精细化管理能力，深挖单店效率

- 我们认为，梦洁的大众化定位有助于拓展市场覆盖面，单店收入将实现快速增长。我们预计，2011-13年单店零售收入CAGR有望达到19%，单店收入的提升将主要来自于精细化管理能力提升下平效增长。

## 关键催化剂

我们认为，如果下列事件发生，将会对股价产生积极影响：

- 2011年报业绩超出市场预期；
- 2012年初公司获批高新技术企业，2011-13年所得税税率15%。

## 风险

- 消费者信心下降可能减少消费支出。我们认为，如果2012年经济增速下滑、消费者信心指数下降，可能影响消费意愿，减少消费支出。
- 人工和租金成本持续上涨。我们认为，如果人工成本和租金成本持续上涨，将提高企业成本和费用率，对企业盈利造成负面影响。
- 不能及时获批高新技术企业的风险。公司高新技术企业所得税优惠于2010年到期。如果公司不能及时获批高新技术企业，则所得税税率将会对2011年及以后的业绩产生负面影响。

- 房地产政策可能滞后影响家纺需求。我们认为，如果2011年的房地产调控政策对家纺需求存在滞后影响，则2012年家纺需求将受到负面影响。

### 估值和我们推导目标价的基础

我们的核心驱动要素假设包括：

- 我们预计2011-13年，公司每年新开店铺500/400/400家，其中直营店占比18%/19%/19%；
- 我们预测，2011-13年，平均直营单店收入增速分别为8%/17%/11%，平均加盟单店收入同比增速分别为25%/20%/18%；
- 我们预计，2011年提价有望促使2011年毛利率提升3.8pct。由于直营收入占比的小幅提升，2012-13年毛利率将每年提升0.4pct；
- 公司高新技术企业所得税优惠于2010年到期。我们基于保守原则，假设2011-13年所得税税率均为25%。

我们预测2011/12/13年EPS 分别为0.91/1.29/1.76元。我们采用基于DCF的估值法推导出目标价36.2元，并采用瑞银VCAM工具具体预测影响长期估值的因素，其中Beta为0.94，WACC为8.5%。目标价对应于2012/13年P/E分别为28x/21x，给予“买入”评级。

Table 16: 梦洁家纺估值摘要

相对年 财年	+1E 2011E	+2E 2012E	+3E 2013E	+4E 2014E	+5E 2015E	+6E 2016E	+7E 2017E	+8E 2018E	+9E 2019E	+10E 2020E
息税前利润	176	259	353	449	541	573	646	720	793	864
折旧及摊销*	33	43	54	66	78	90	103	116	130	144
资本支出	(129)	(142)	(164)	(172)	(173)	(164)	(179)	(194)	(206)	(216)
运营资本变动	(176)	(151)	(174)	(163)	(185)	(209)	(221)	(242)	(261)	(276)
所得税 (营运)	(44)	(65)	(88)	(112)	(135)	(143)	(161)	(179)	(197)	(215)
其他	(13)	(15)	(17)	(16)	(18)	(19)	(21)	(23)	(25)	(27)
自由现金流	(151)	(70)	(37)	51	107	128	166	198	234	274
增长		NM	NM	NM	108.3%	19.4%	29.6%	19.3%	18.2%	17.2%

估值	
明计现金流现值	1,439
期末价值 (第 15 年) 现值	3,365
企业价值	4,805
占永续价值百分比	70%
联营公司及其他	0
-少数股东权益	1
现金盈余**	341
-债务***	99
权益价值	5,046
已发行股数 [ m ]	151.2
每股权益价值 (Rmb/股)	33.38
权益成本	8.5%
股息收益率	0.0%
1年期目标价 (Rmb/股)	36.20

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	13.4%	8.0%	5.0%
息税前利润率	12.0%	10.0%	5.0%
资本支出/销售收入	3.0%	1.5%	1.0%
投资资本回报率	19.3%	17.2%	9.9%
估值对应指标			
财年	2011E	2012E	1年预期
企业价值 / 息税折旧摊销前 利润	22.9x	15.9x	16.0x
企业价值 / 息税前利润	27.2x	18.5x	18.7x
自由现金流收益率	NM	NM	NM
市盈率 (现值)	36.8x	25.8x	26.0x
市盈率 (目标)	39.9x	28.0x	28.2x

加权平均资本成本	
无风险利率	3.80%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	0.94
债务 / 权益比 率***	2.4%
边际税率	25.0%
权益成本	8.5%
债务成本	5.6%
WACC	8.5%
期末假设值	
VCH (年数)	15
对应的 自由 现金流增长	2.5%
投资资本回报 率增幅	8.0%
企业价值 / 息 税折旧摊销前 利润	7.4x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

\* 折旧和非商誉摊销

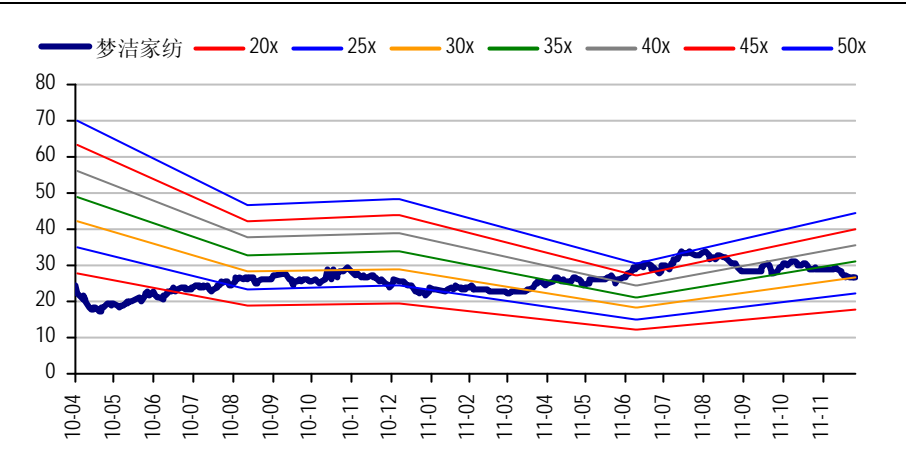
\*\* 无须维持运营的现金部分

\*\* 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

数据来源：UBS-VCAM



图29: 梦洁家纺PE Band



数据来源：Wind。注：采用市场一致预期

瑞银预测对比市场一致预期

我们对2011-13年EPS的预测与市场一致预期基本持平。

表17: 瑞银预测对比市场一致预期

	收入（百万元）			净利润（百万元）			EPS		
	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
瑞银预测	1286	1776	2345	137	196	266	0.91	1.29	1.76
市场一致预期	1273	1745	2338	137	193	264	0.91	1.28	1.75
瑞银预测对比市场一致预期	1%	2%	0%	0%	1%	1%	0%	1%	1%

数据来源：Wind，瑞银证券估算。注：数据截止2011年12月27日

敏感性分析

我们认为，直营和加盟毛利率对2012年EPS影响较大。

表18: 直营和加盟毛利率对2012年EPS的敏感性分析

2012年EPS变化幅度		直营毛利率变化幅度				
		-2%	-1%	0%	1%	2%
加盟毛利率变化幅度	-2%	-14%	-12%	-10%	-8%	-6%
	-1%	-9%	-7%	-5%	-3%	-1%
	0%	-4%	-2%	0%	2%	4%
	1%	1%	3%	5%	7%	9%
	2%	6%	8%	10%	12%	14%

数据来源：瑞银证券估算



## 渠道扩张提速，提升空间广阔

### 渠道建设提速

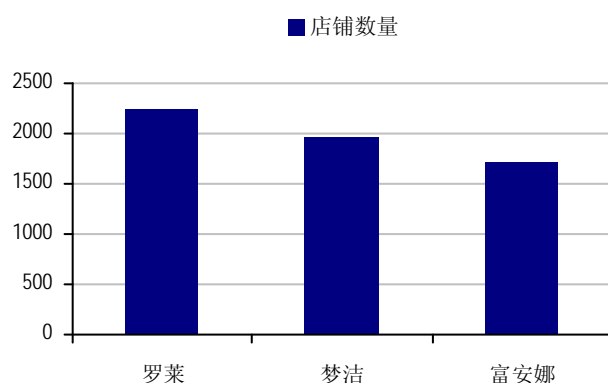
我们认为，上市之后，梦洁将致力于渠道建设，加快开店速度。由于梦洁床垫位于大型家具城，剔除床垫的店铺数量后，我们预计2011上半年梦洁的可比店铺数量约1950家，高于富安娜但低于罗莱。我们预计，2011-13年梦洁每年新开店数或是3家家纺中最多，2011-13年公司店铺CAGR达到18%。

我们认为，一方面，加盟为主的模式使得快速扩张可期；另一方面，公司对加盟商的激励政策将更加灵活，加盟商有动力快速开店。公司将全国划分为八大部二十片，区域经理详细分解销售计划至每个加盟商，公司以销售收入考核加盟商。

同时我们认为，梦洁的品牌架构优于富安娜而逊于罗莱，多品牌运作有望打开外延式增长空间。我们预计，高端品牌寐运作较优，高端品牌收入占比在三家家纺中最高，未来发展空间广阔。我们预计，公司或将开发一系列有特色的产品线，建设梦洁品牌系列化产品的独立店；未来还有望向社区店发展。

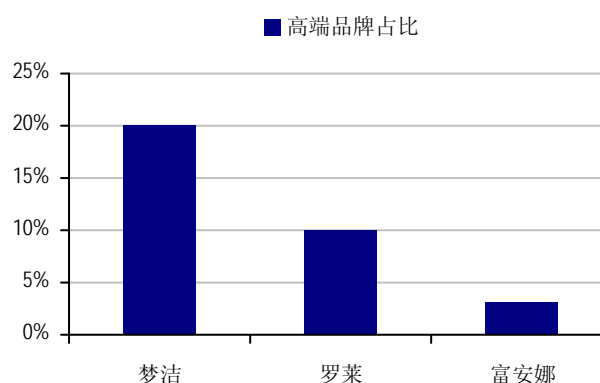
我们认为，公司品牌的大众化定位有望快速拓展市场覆盖面，带领公司重回快速增长跑道。我们预计，梦洁的市场占有率有望从2010年3.4%提升至2013年6.2%，超越富安娜再度回到行业第二的位置。

图30:梦洁店铺数量高于富安娜但低于罗莱，1H11



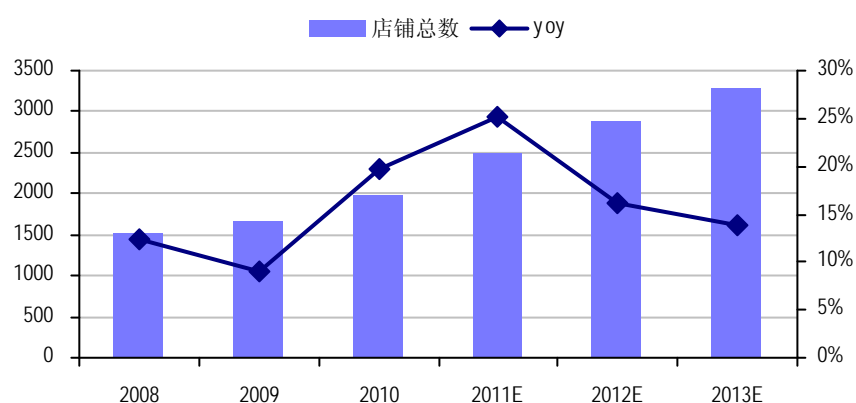
数据来源：公司数据，瑞银证券估算

图31: 梦洁高端品牌的收入占比最高，1H11



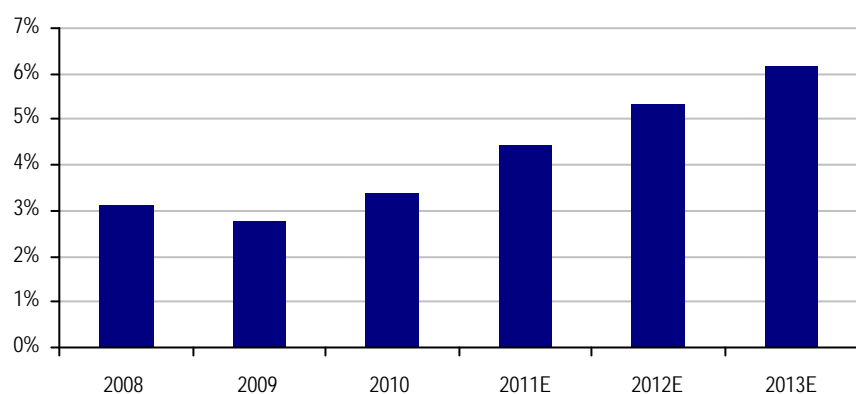
数据来源：公司数据，瑞银证券估算

图32: 我们预计2011-13年门店扩张CAGR达到18%



数据来源：公司数据，瑞银证券估算

图33: 我们预计梦洁在床品市场的市占率有望从2010年3.4%提升至2013年6.2%

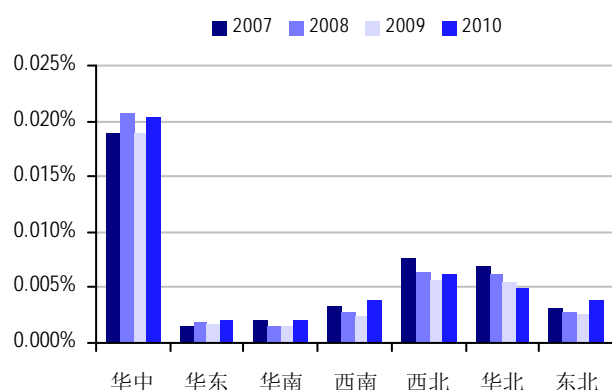


数据来源：公司数据，Euromonitor，瑞银证券估算

### 深耕核心市场，市场复制的空间较大

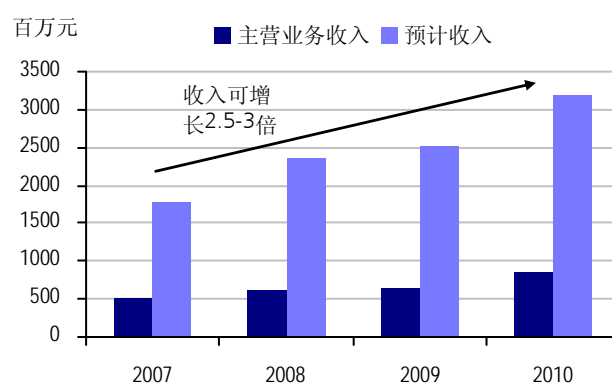
我们认为，梦洁对核心市场华中地区深耕细作，华中地区收入占公司总收入达到50%。我们以区域收入占该区域的消费品社零比重计算区域渗透率。我们发现，梦洁在华中的渗透率为3家在各自强势区域的渗透率最高水平；罗莱在各区域的渗透率较为均衡，整体区域渗透率最强。我们预计，如果梦洁能够成功复制华中地区的渗透率到全国其他地区，则其收入相比目前将有2.5-3倍的增长空间。

图34: 梦洁区域渗透率存在较大提升空间



数据来源：公司数据，CEIC

图35: 我们预计收入可增长2.5-3倍



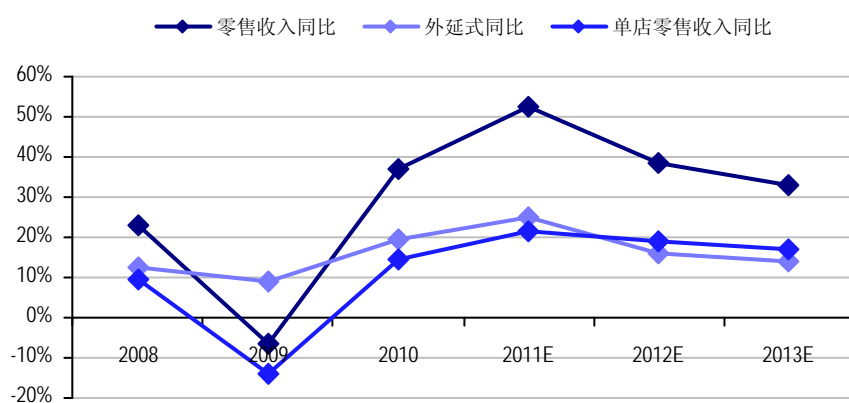
数据来源：公司数据，瑞银证券估算

## 精细化管理能力逐渐提升

我们认为，梦洁的大众化定位有助于拓展市场覆盖面，单店收入将实现快速增长。我们预计，2011-13年单店零售收入CAGR有望达到19%，单店收入的提升来自于精细化管理能力提升下平效增长。

- 持续贯彻“爱在家庭”的品牌文化。比如，公司会在店铺内放置一些杂志、期刊；准备医疗箱、雨伞，以备不时之需，给消费者以意外惊喜。
- 积极进行会员制度建设。我们预计公司长期活跃的会员人数达6万多人，会员重复购买占收入比重20%以上，给予会员的优惠包括定期积分、杂志寄送和生日祝福等。
- 实施信息系统建设。公司与IBM合作开发ERP系统，我们预计门店覆盖率已经达到30%以上。
- 公司从2010年开始推行“阿米巴”经营，将庞大的组织细分为一个个小集体，通过小集体的独立核算，实现全体参与经营，激发个人的积极性与能动性。

图36: 梦洁2010上市之后单店增长提速



数据来源: 公司数据, 瑞银证券估算

## 财务状况

### 表19: 利润表

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	631	855	1,286	1,776	2,345
销售成本	-407	-512	-720	-986	-1,292
毛利润	224	343	565	789	1,053
销售管理费用	-145	-241	-389	-530	-700
其他营业收入	0	0	0	0	0
息税前利润	79	102	176	259	353
联营公司收入	0	0	0	0	0
其他投资收入	0	0	0	0	0
养老金	0	0	0	0	0
非正常项目 (税前)	0	0	0	0	0
利息	-6	0	5	3	4
其他税前非经营性项目	33	2	0	0	0
商誉	0	0	0	0	0
税前利润	106	105	181	262	356
税项	-17	-13	-45	-65	-89
税后利润	89	92	136	196	267
少数股东权益	-0	-0	1	-1	-1
优先股股息	0	0	0	0	0
非正常项目 (税后)	0	0	0	0	0
净利润	89	92	137	196	266
营收增长率	2%	36%	50%	38%	32%
息税前利润率	13%	12%	14%	15%	15%
息税前利润增长率	14%	29%	73%	47%	36%
净利润增长率	76%	4%	49%	43%	36%

数据来源：公司数据，瑞银证券估算

表20: 资产负债表

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
有形固定资产净值	216	351	447	547	657
无形固定资产净值	26	28	28	27	26
净营运资本	-7	193	353	486	640
其他长期负债	-3	-3	-3	-3	-3
总投资资本	232	569	825	1,057	1,320
投资/其他资产	3	13	13	13	13
总动用资本	235	582	838	1,069	1,333
净(现金)/债务	24	-444	-276	-241	-245
拨备	0	0	0	0	0
少数股东权益	1	1	-1	0	0
股东权益	210	1,025	1,115	1,311	1,577
总动用资本	235	582	838	1,069	1,333
固定资产增长率	25%	63%	27%	22%	20%
营运资本增长率	NM	NM	83%	38%	32%
动用资本增长率	20%	148%	44%	28%	25%

数据来源：公司数据，瑞银证券估算

表21: 现金流量表

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
息税前利润	79	102	176	259	353
折旧	12	22	33	43	54
营运资本变化	-5	-200	-160	-133	-153
其他业务	-0	-7	-27	-35	-48
经营性现金流	86	-83	22	134	205
利息	-6	0	5	3	4
已付税项	-8	-5	-23	-33	-45
资本支出	-47	-159	-129	-142	-164
自由现金流	24	-246	-124	-38	-0
净并购/处置	0	0	0	0	0
股息(普通股)	-44	-52	-47	0	0
股息(优先股)	0	0	0	0	0
股份发行/回购	0	768	0	0	0
其他	54	-8	-17	-31	-42
净债务现金流的(增加)/减少	34	462	-188	-69	-42
自由现金流收益率	N/A	-6.6%	-3.1%	-0.9%	0.0%
股息收益率	N/A	2.5%	1.2%	0.0%	0.0%
资本支出/销售收入	7.5%	18.6%	10.0%	8.0%	7.0%
净债务权益比	11.4%	-43.3%	-24.8%	-18.4%	-15.5%

数据来源：公司数据，瑞银证券估算

## 公司背景

湖南梦洁家纺股份有限公司主要从事以床上用品为主的家用纺织品的研发、设计、生产和销售，拥有“梦洁”、“寐”、“梦洁宝贝”、“觅”等品牌。2010年，公司店铺总数达到1990家，全年实现营业收入8.6亿元（其中直营收入占比28%、加盟收入占比69%、出口占比2%），净利润0.9亿元。

损益表（Rmb 百万）	-	-	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
营业收入	-	-	622	631	855	1,286	50.4	1,776	38.1	2,345	32.1
营业费用（不含折旧）	-	-	(543)	(540)	(731)	(1,076)	47.1	(1,473)	36.9	(1,938)	31.6
息税折旧摊销前利润（UBS）	-	-	79	91	124	210	69.5	302	44.1	407	34.4
折旧	-	-	(10)	(12)	(22)	(33)	54.5	(43)	29.2	(54)	24.8
营业利润（息税前利润，UBS）	-	-	69	79	102	176	72.7	259	46.9	353	36.0
其他盈利和联营公司盈利	-	-	(2)	33	2	0	-	0	-	0	-
净利息	-	-	(8)	(6)	0	5	859.4	3	-44.0	4	41.9
非正常项目（税前）	-	-	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前利润	-	-	59	106	105	181	72.4	262	44.6	356	36.1
税项	-	-	(9)	(17)	(13)	(45)	248.6	(65)	44.6	(89)	36.1
税后利润	-	-	50	89	92	136	47.6	196	44.6	267	36.1
非正常项目（税后）	-	-	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	-	-	0	0	0	1	-	(1)	-	(1)	32.1
净利润（本地会计准则）	-	-	50	89	92	137	49.4	196	42.9	266	36.1
净利润（UBS）	-	-	50	89	92	137	49.4	196	42.9	266	36.1
税率（%）	-	-	15	16	12	25	102.2	25	0.0	25	0.0
不计非正常项目前税率（%）	-	-	15	16	12	25	102.2	25	0.0	25	0.0
每股（Rmb）	-	-	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
每股收益（本地会计准则）	-	-	1.07	1.89	1.06	0.91	-14.5	1.29	42.9	1.76	36.1
每股收益（UBS）	-	-	1.07	1.89	1.06	0.91	-14.5	1.29	42.9	1.76	36.1
每股股息净值	-	-	0.54	0.94	0.60	0.31	-48.0	0.00	-	0.00	-
每股现金收益	-	-	1.28	2.13	1.31	1.13	-13.9	1.58	40.2	2.12	34.1
每股账面净值	-	-	1.07	1.39	6.78	7.37	8.8	8.67	17.6	10.43	20.3
资产负债表（Rmb 百万）	-	-	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
有形固定资产净值	-	-	173	216	351	447	27.3	547	22.3	657	20.3
无形固定资产净值	-	-	34	26	28	28	-2.7	27	-2.8	26	-2.9
净营运资本（包括其他资产）	-	-	(10)	(4)	205	366	78.1	499	36.3	652	30.8
其他负债	-	-	(1)	(3)	(3)	(3)	0.0	(3)	0.0	(3)	0.0
运营投入资本	-	-	196	235	582	838	43.9	1,069	27.7	1,333	24.7
投资	-	-	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	-	-	196	235	582	838	43.9	1,069	27.7	1,333	24.7
股东权益	-	-	161	210	1,025	1,115	8.8	1,311	17.6	1,577	20.3
少数股东权益	-	-	0	1	1	(1)	-	0	-70.5	0	-
总股东权益	-	-	162	211	1,025	1,114	8.6	1,310	17.6	1,577	20.4
净债务 /（现金）	-	-	34	24	(444)	(276)	-37.7	(241)	-12.8	(245)	1.5
其他视同债务的减值准备	-	-	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	-	-	196	235	582	838	43.9	1,069	27.7	1,333	24.7
现金流量表（Rmb 百万）	-	-	12/08	12/09	12/10	12/11E	%	12/12E	%	12/13E	%
营业利润（息税前利润，UBS）	-	-	69	79	102	176	72.7	259	46.9	353	36.0
折旧	-	-	10	12	22	33	54.5	43	29.2	54	24.8
营运资本变动净值	-	-	12	(5)	(200)	(160)	-19.7	(133)	-17.2	(153)	15.5
其他（经营性）	-	-	4	0	(7)	(27)	303.4	(35)	29.6	(48)	36.5
经营性现金流（税前/息前）	-	-	94	86	(83)	22	-	134	505.4	205	52.6
收到 /（支付）利息净值	-	-	(8)	(6)	0	5	859.4	3	-44.0	4	41.9
已付股息	-	-	(26)	(44)	(52)	(47)	-9.24	0	-	0	-
已缴付税项	-	-	(5)	(8)	(5)	(23)	342.8	(33)	44.6	(45)	36.1
资本支出	-	-	(59)	(47)	(159)	(129)	-19.1	(142)	10.5	(164)	15.6
并购/处置净值	-	-	0	0	0	0	-	0	-	0	-
其他	-	-	-	49	(163)	(17)	-89.7	(31)	83.3	(42)	35.5
股份发行	-	-	0	0	768	0	-	0	-	0	-
净债务的现金流（增加）/减少	-	-	79	5	313	(167)	-	(35)	-78.8	4	-
外汇/非现金项目	-	-	-	5	155	0	-	0	-	0	-
资产负债表净债务增加/减少	-	-	-	11	467	(167)	-	(35)	-78.8	4	-
核心息税折旧摊销前利润	-	-	79	91	124	210	69.5	302	44.1	407	34.4
维护资本支出	-	-	(59)	(47)	(159)	(129)	-19.1	(142)	10.5	(164)	15.6
维护营运资本净支出	-	-	12	(5)	(200)	(160)	-19.7	(133)	-17.2	(153)	15.5
税前经营性自由现金流（OpFCF）	-	-	31	39	(235)	(79)	-66.3	28	-	89	223.3

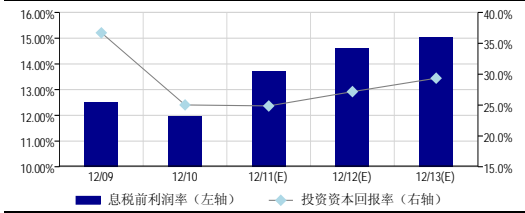
资料来源：公司报表、UBS估算。（UBS）估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。 附注：对于部分公司而言，所提供的数据是该公司完整账目的摘录。



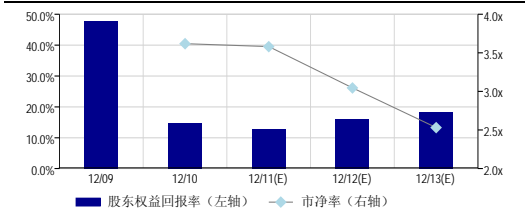
公司概况

湖南梦洁家纺股份有限公司主要从事以床上用品为主的家用纺织品的研发、设计、生产和销售，拥有“梦洁”、“寐”、“梦洁宝贝”、“觅”等品牌。2010 年，公司店铺总数达到 1990 家，全年实现营业收入 8.6 亿元（其中直营收入占比 28%、加盟收入占比 69%、出口占比 2%），净利润 0.9 亿元。

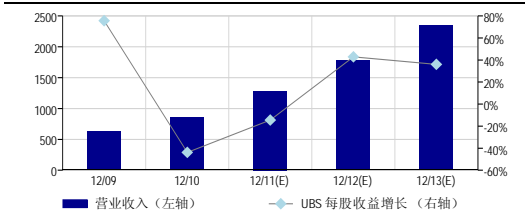
盈利能力



股东权益回报率与市净率



增长（UBS每股收益）



估值 (x)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
市盈率（本地会计准则）	-	-	23.2	28.5	19.9	14.7
市盈率（UBS）	-	-	23.2	28.5	19.9	14.7
股价/每股现金收益	-	-	18.7	22.9	16.3	12.2
净股息收益率（%）	-	-	2.5	1.2	0.0	0.0
市净率	-	-	3.6	3.5	3.0	2.5
企业价值/营业收入（核心）	-	-	4.1	2.8	2.1	1.6
企业价值/息税折旧摊销前利润（核心）	-	-	28.3	16.9	12.1	9.0
企业价值/息税前利润（核心）	-	-	NM	20.1	14.1	10.4
企业价值/经营性自由现金流（核心）	-	-	NM	NM	NM	NM
企业价值/运营投入资本	-	-	8.6	5.0	3.8	3.1

企业价值 (Rmb 百万)	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
平均市值	-	3,709	3,905	3,905	3,905
+ 少数股东权益	1	1	1	0	0
+ 平均净债务（现金）	29	(210)	(360)	(259)	(243)
+ 养老金义务及其他	0	0	0	0	0
- 非核心资产价值	0	0	0	0	0
核心企业价值	-	3,500	3,546	3,647	3,663

增长率（%）	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入	-	1.5	35.5	50.4	38.1	32.1
息税折旧摊销前利润（UBS）	-	15.0	36.4	69.5	44.1	34.4
息税前利润（UBS）	-	14.4	29.3	72.7	46.9	36.0
每股收益（UBS）	-	75.7	-43.8	-14.5	42.9	36.1
每股现金收益	-	66.5	-38.6	-13.9	40.2	34.1
每股股息净值	-	73.1	-36.0	-48.0	-	-
每股账面净值	-	30.1	NM	8.8	17.6	20.3

利润率（%）	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税折旧摊销前利润/营业收入	-	14.4	14.5	16.3	17.0	17.3
息税前利润/营业收入	-	12.5	11.9	13.7	14.6	15.0
净利润（UBS）/营业收入	-	14.0	10.7	10.7	11.0	11.4

资本回报率（%）	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税前利润的投资资本回报率（UBS）	-	36.7	25.0	24.9	27.2	29.4
税后投资资本回报率	-	30.7	21.9	18.6	20.4	22.0
净股东权益回报率	-	47.7	14.9	12.8	16.1	18.5

偿付比率	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
息税前利润/净利息	-	13.3	-	-	-	-
股息保障倍数（UBS 每股收益）	-	2.0	1.8	2.9	-	-
股息支付率（%，UBS 每股收益）	-	49.8	56.7	34.5	-	-
净债务/息税折旧摊销前利润	-	0.3	NM	NM	NM	NM

效益比率 (x)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
营业收入/运营投入资本	-	2.9	2.1	1.8	1.9	2.0
营业收入/固定资产	-	2.8	2.8	3.0	3.4	3.7
营业收入/净营运资本	-	NM	9.2	4.7	4.2	4.2

投资比率 (x)	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
经营性自由现金流/息税前利润	-	0.5	NM	NM	0.1	0.3
资本支出/营业收入（%）	-	7.5	18.6	10.0	8.0	7.0
资本支出/折旧	-	4.0	7.3	3.8	3.3	3.0

资本结构（%）	5Yr Avg	12/09	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
净债务/总权益	-	11.4	(43.3)	(24.8)	(18.4)	(15.5)
净债务/（净债务 + 权益）	-	10.2	(76.3)	(33.0)	(22.5)	(18.4)
净债务（核心）/企业价值	-	-	(6.0)	(10.2)	(7.1)	(6.6)

资料来源：公司报表、UBS 估算。（UBS）估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。  
估值：根据该年度的平均股价得出，（E）：根据2011年12月27日 16时36分的股价（Rmb25.83）得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

潘嘉怡, CFA

分析师

S1460511010017

erica-poon.werkun@ubssecurities.com

+86-213-866 8865

赵琳

分析师

S1460511020005

lin.zhao@ubssecurities.com

+86-213-866 8903



## ■ 风险声明

行业下行风险包括：1) 消费者信心下降可能减少消费支出。我们认为，如果2012年经济增速下滑、消费者信心指数下降，可能影响消费意愿，减少消费支出。2) 人工和租金成本持续上涨。3) 房地产政策可能滞后影响家纺需求。我们认为，如果2011年的房地产调控政策对家纺需求存在滞后影响，则2012年家纺需求将受到负面影响。我们认为，如果人工成本和租金成本持续上涨，将提高企业成本和费用率，对企业盈利造成负面影响。3) 2012秋冬订货会可能低于市场预期。库存积压可能导致2012秋冬订货会低于市场预期。由于2011暖冬和2012春节较早，以及提价对销量的挤出效应，我们预计2011冬装可能形成库存积压，进而可能影响2012秋冬订货会。罗莱家纺的下行风险包括：1) 消费者信心下降可能减少消费支出；2) 人工和租金成本持续上涨。3) 房地产政策可能滞后影响家纺需求；4) 渠道可能存在库存积压的风险。我们认为，罗莱渠道可能存在库存积压的情况，如果库存消化不良，将对2012秋冬及后续订货会产生负面影响。富安娜的下行风险包括：1) 消费者信心下降可能减少消费支出；2) 人工和租金成本持续上涨。3) 房地产政策可能滞后影响家纺需求。梦洁家纺的下行风险包括：1) 消费者信心下降可能减少消费支出；2) 人工和租金成本持续上涨；3) 不能及时获批高新技术企业的风险。公司高新技术企业所得税优惠于2010年到期。如果公司不能及时获批高新技术企业，则所得税税率将会对2011年及以后的业绩产生负面影响。4) 房地产政策可能滞后影响家纺需求。

## ■ 分析师声明

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

## 要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS（瑞银）。

关于UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：[www.ubs.com/disclosures](http://www.ubs.com/disclosures)。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

### UBS(瑞银)投资研究：全球股票评级及分布

UBS(瑞银) 12个月评级	评级类别	所占比例 <sup>1</sup>	投行服务覆盖率 <sup>2</sup>
买入	买入	59%	35%
中性	持有/中 性	35%	33%
卖出	卖出	6%	14%
短期评级	评级类别	所占比例 <sup>3</sup>	投行服务覆盖率 <sup>4</sup>
买入	买入	低于1%	0%
卖出	卖出	低于1%	20%

1：全球范围内，12个月评级类别中此类公司占全部公司的比例

2：12个月评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

3：全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例

4：短期评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

来源：UBS(瑞银)。上述评级分布为截止至2011年09月30日。

### 瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银12个月评级	定义
买入	股票预期回报超出市场回报预期6%以上
中性	股票预期回报在市场回报预期的±6%的范围内
卖出	股票预期回报低于市场回报预期6%以上
瑞银短期评级	定义
买入	买入：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内上涨
卖出	卖出：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内下跌

主要定义

**预测股票收益率（FSR）** 指在未来的12个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率

**市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上5%（假定的并非预测的股票风险溢价）

**处于观察期（UR）**：分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应

**短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变

**股票目标价** 的投资期限为未来12个月。

例外和特殊案例

**英国和欧洲投资基金的评级和定义：** 买入：结构、管理、业绩、折扣等因素积极；中性：结构、管理、业绩、折扣等因素中性；减持：结构、管理、业绩、折扣等因素消极。

**主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用时，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由UBS Securities LLC任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受NASD和NYSE有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

**瑞银证券有限责任公司：** 潘 嘉怡, CFA; 赵琳.

涉及报告中提及的公司的披露

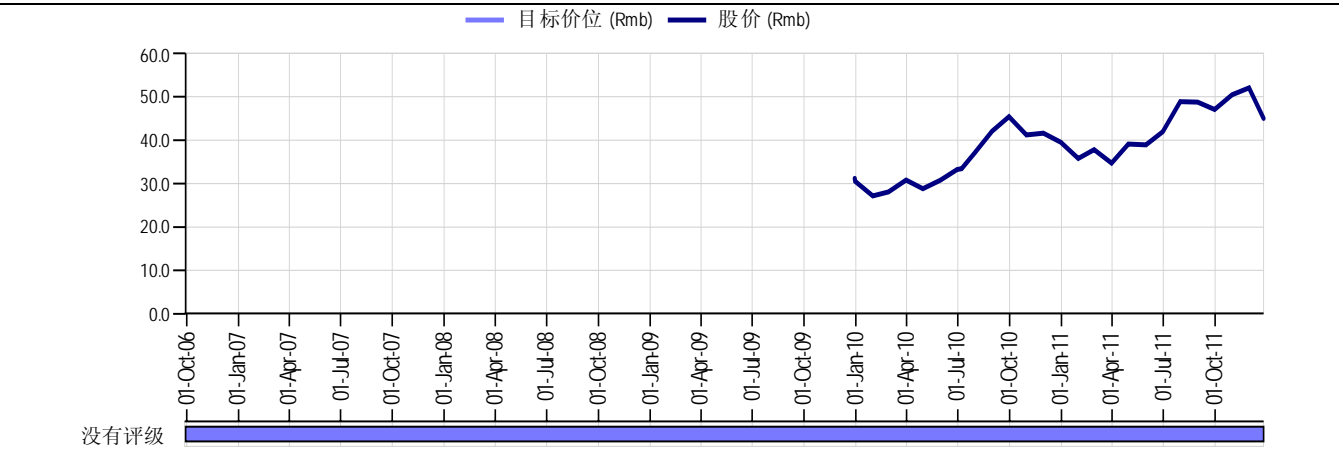
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
富安娜	002327.SZ	未予评级	不适用	Rmb45.00	2011年12月26日
梦洁家纺	002397.SZ	未予评级	不适用	Rmb26.40	2011年12月26日
罗莱家纺	002293.SZ	买入	不适用	Rmb75.80	2011年12月26日

资料来源：UBS（瑞银）。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

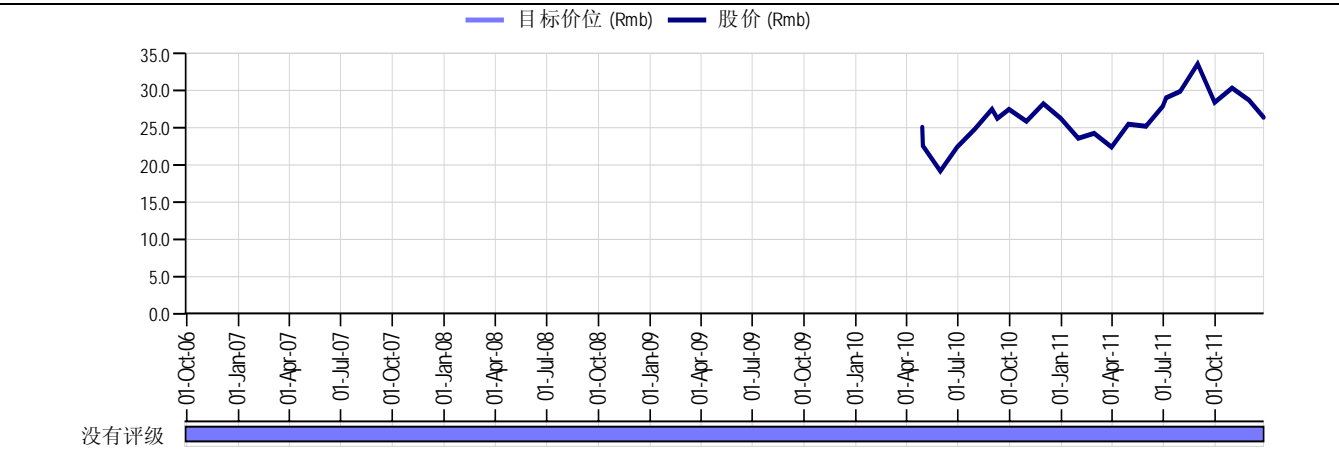
除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

富安娜 (Rmb)



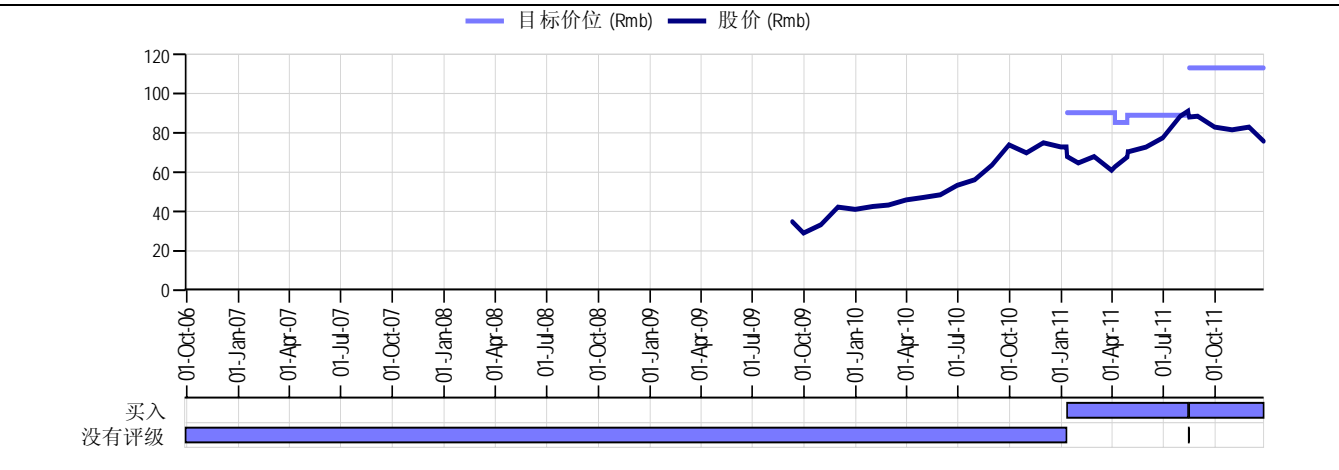
资料来源: UBS(瑞银); 截止至2011年12月26日

梦洁家纺 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2011年12月26日

罗莱家纺 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2011年12月26日

全球声明

本报告由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。在某些国家,UBS AG 也称UBS SA。

本报告仅在相关法律许可的情况下发放。本报告所包含的投资策略或建议并不构成适合接收方的特定情况的投资建议或个人投资建议。本报告仅为提供信息而发表,不构成广告,在任何国家和地区也不应被理解为一项购买或出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或要约。除了有关瑞银证券、其子公司及关联机构的信息外,瑞银没有对本报告所含信息的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本报告也无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺投资者一定获利,也不与投资者约定分享投资收益或分担投资损失。市场有风险,投资需谨慎。任何接收方不应认为本报告可以取代自己的判断。过去的表现并不一定能作为未来表现的参考。任何投资或报酬的价值皆有可能下跌和上涨,而您可能无法全额取回已投资的金额。本报告所含的任何意见,可在不发出通知的情形下做出更改,亦可因采用不同假设和标准而与瑞银其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本报告所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本报告的分析师可能为了收集、合成和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关人员沟通。瑞银没有义务更新本报告所含任何信息或将该等信息保持在最新状态。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行收入而定,但是 分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化和其他市场因素而出现巨大的波动。过去的表现并不一定能预示未来的结果。外汇汇率可能对本报告所提及证券或相关工具的价值、价格或收入带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。瑞银或其关联机构以及瑞银或其关联机构的董事、员工或代理人均不对由于使用本报告全部或部分内容而遭受的损失或损害负责。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国)及/或瑞银资本市场公司)担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究报告中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。瑞银集团及其关联机构和员工可能对此处提及的金融工具或衍生工具进行长仓或沽空,作自营交易,和买卖。

本报告中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可以在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

**英国和欧洲其他地区:**除非在此特别申明,本报告由作为瑞银集团分支机构的 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户,且仅能提供给此类人员。本报告中所含信息不适用于私人客户,且私人客户也不应以此为依据。UBS Limited 受金融服务管理局(FSA)监管。瑞银研究报告符合 FSA 所有关于披露之要求和法规,并于适用时在研究报告中显示。**法国:**由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国金融市场管理局(AMF)监管。如果 UBS Securities France S.A.的分析师参与本报告的编制,本报告也将被视同由 UBS Securities France S.A.编制。**德国:**由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:**由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:**由 UBS Menkul Degerler AS 代表 UBS Limited 编制。**俄罗斯:**由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士:**仅由 UBS AG 向机构投资者分发。**意大利:**由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本报告的编制,本报告也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非:**UBS South Africa (Pty) Limited(注册号:1955/011140/07)是 JSE 有限公司 南非期货交易所和南非债券交易所的成员。瑞银南非有限公司是经授权的金融服务提供商。具体地址、邮编和董事名单可直接索取或参见 <http://www.ubs.co.za>。美国:由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构- UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者;或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.对其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的报告所含的内容负责。所有美国投资者对本报告所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.,而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:**由 UBS Securities Canada Inc.分发,UBS Securities Canada Inc.是 UBS AG 的分支机构,加拿大主要证券交易所和加拿大投资者保护基金的成员。若需要,可提供财务状况的陈述和董事及高管成员名单。**香港:**由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡:**由 UBS Securities Pte. Ltd.[mica (p) 039/11/2009 和 Co. Reg. No.: 198500648C]或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或报告衍生或有关之事宜,请向 UBS Securities Pte Ltd.,一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问;或向 UBS AG 新加坡分行,一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业,并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此报告之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本:**由 UBS Securities Japan Ltd 仅向机构投资者分发。当本报告由 UBS Securities Japan Ltd 编制,则 UBS Securities Japan 为本报告的作者,出版人及发布人。**澳大利亚:**由 UBS AG(澳大利亚金融服务执照号:231087)和 UBS Securities Australia Ltd(澳大利亚金融服务执照号:231098)仅分发给按照 2001 年颁布的公司法 s761G 定义的机构客户。**新西兰:**由 UBS New Zealand Ltd 分发。投资顾问及投资经纪人之披露文件可免费以书面形式向 PO Box45, Auckland, NZ 索取。**迪拜:**由 UBS AG Dubai Branch 分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国:**由 UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行于韩国分发。本报告可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚:**本报告获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x)于马来西亚分发。**印度:**Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F,2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437。

由 UBS Limited 编制的本报告中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本报告。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2011版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

