

毛利率持续提升推动盈利增速进一步超越收入增长

研究结论：

- 2011 年公司销售收入同比增长 35.53%，净利润同比增长 3.55%（扣非后同比增长 55%），每股收益 0.97 元，略低于之前的业绩快报。公司 2010 年分配预案为每 10 股转增 6 股并派 5 元。
- 公司 2010 年营业收入增长主要是来自市场渠道的拓展和单店平效的增加。2010 年公司各品牌销售终端净增加 328 家，扩张速度在 20%左右。分渠道看，直营渠道销售额同比增长 29.16%，加盟渠道同比增长 37.81%。分品牌看，寐和梦洁宝贝显示出较强的增长势头（当然有部分是低基数的原因），分别同比增长 36.35%和 35.53%，梦洁主品牌增长 30.39%。分地区看，公司市场开拓效果良好，华中之外的地区除华北外均实现大幅增长。
- 2010 年公司扣非后的净利润同比增长 55%（09 年有土地转让收益），盈利增速明显超过收入增速的主要原因是报告期公司毛利率较上年同期上升 4.36 个百分点。我们认为毛利率的上升主要是来自 1) 产品的提价，公司主要产品价格 2010 年平均提价幅度的 10%左右。2) 产品结构逐步优化，高毛利率的寐和梦洁宝贝的销售占比小幅提升。
- 2010 年年报显示，公司经营活动产生的现金流量净额为-8729.13 万元，同比大幅下降 222.15%，主要是因为公司 2010 年开始推行全面订货制，为及时交付客户订货，增加了存货库存所致。
- 公司 2011 年 1 季度营业收入和净利润分别同比增长 58.24%和 41.94%，基本符合预期。虽然 1 季度毛利率较上年提高 4.8 个百分点，但净利润增速依然慢于营业收入增速，主要原因是 2011 年公司高新技术企业认证面临续约，公司采用谨慎的会计原则所得税税率按 25%计，导致所得税费用较上年大幅增加。如果扣除税率影响，按营业利润口径比较，2011 年一季度公司营业利润同比增长了 66%，还是超过收入增长的。但是我们判断公司从 2011 年起依然获得高新技术企业资格的难度不大。
- 我们认为公司 2011 年将继续保持快速增长。从国内外家纺用品消费的差距及未来的趋势来看，我国家纺行业拥有巨大的发展空间。公司作为行业的领先企业，有望凭借现有的品牌、技术、市场、人才和资金的优势，抓住这一市场发展机遇，分享行业增长和市场集中度提升带来的双重效益。
- 盈利预测和投资建议：基于公司 2010 年年报和 2011 年一季度所反映出的情况，同时结合公司上市后对渠道扩张的速度和效率明显提升，我们小幅上调公司未来三年的盈利预测，预计公司 2010-2013 年的每股收益分别为 1.42 元、1.95 元和 2.65 元。目前股价对应 2011 年动态市盈率 29 倍，维持公司增持评级。
- 风险因素：原辅料价格上涨，市场竞争程度提高等风险。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施红梅

纺织服装行业首席分析师
8621-63325888 × 6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860200010014

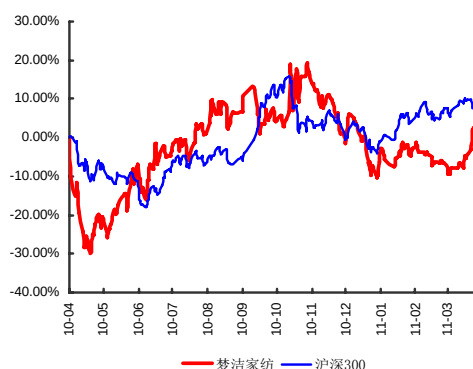
联系人

糜韩杰
8621-63325888 × 6119
mihanjie@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 4 月 25 日) 41.48 元
目标价格 50.00 元
总股本/A 股 (百万股) 94.5
A 股市值 (亿元) 39.2
国家/地区 中国
行业 纺织服装
报告发布日期 2011 年 4 月 26 日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	855	1198	1640	2223
同比 (%)	36%	40%	37%	36%
归属母公司净利润	92	134	185	251
同比 (%)	4%	46%	38%	36%
毛利率 (%)	40.6%	40.7%	40.4%	40.2%
ROE (%)	9.0%	11.6%	13.7%	15.7%
每股收益 (元)	0.97	1.42	1.95	2.65
P/E (倍)	42.72	29.20	21.23	15.64
P/B (倍)	3.83	3.38	2.92	2.46
EV/EBITDA (倍)	28	19	14	11

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	973	1135	1391	1754	营业收入	855	1198	1640	2223
现金	474	456	473	515	营业成本	508	711	977	1329
应收账款	54	79	98	140	营业税金及附加	4	7	10	13
其它应收款	21	28	43	55	营业费用	197	273	371	500
预付账款	58	78	107	146	管理费用	41	46	61	80
存货	365	493	668	896	财务费用	-0	-0	-1	-2
其他	0	1	1	1	资产减值损失	3	4	5	7
非流动资产	392	453	478	530	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	342	386	405	412	营业利润	103	158	218	296
无形资产	25	24	23	22	营业外收入	5	5	5	5
其他	25	44	50	96	营业外支出	2	3	3	3
资产总计	1365	1589	1869	2284	利润总额	105	160	220	298
流动负债	336	426	522	686	所得税	13	26	35	48
短期借款	30	30	0	0	净利润	92	134	185	251
应付账款	191	249	347	474	少数股东损益	0	0	0	0
其他	115	148	175	212	归属于母公司净利润	92	134	185	251
非流动负债	3	2	2	2	EBITDA	124	185	248	328
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.97	1.42	1.95	2.65
其他	3	2	2	2					
负债合计	339	429	524	689	主要财务比率				
少数股东权益	1	1	1	1	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	95	95	95	95	成长能力				
资本公积	761	761	761	761	营业收入	35.5%	40.2%	36.8%	35.6%
留存收益	170	304	488	739	营业利润	40.5%	53.7%	38.0%	36.1%
归属母公司股东权益合计	1025	1159	1344	1594	净利润	3.5%	46.3%	37.5%	35.8%
负债和股东权益	1365	1589	1869	2284	获利能力				
					毛利率	40.6%	40.7%	40.4%	40.2%
					净利率	10.7%	11.2%	11.3%	11.3%
					ROE	9.0%	11.6%	13.7%	15.7%
					ROIC	7.3%	9.9%	12.1%	13.8%
					偿债能力				
					资产负债率	24.9%	27.0%	28.1%	30.2%
					净负债比率				
					流动比率	2.89	2.66	2.66	2.56
					速动比率	1.80	1.50	1.37	1.24
					营运能力				
					总资产周转率	0.85	0.81	0.95	1.07
					应收账款周转率	19	17	17	17
					应付账款周转率	3.15	3.23	3.28	3.24
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.97	1.42	1.95	2.65
					每股经营现金流	-0.92	0.68	1.01	0.84
					每股净资产	10.84	12.26	14.22	16.87
					估值比率				
					P/E	42.72	29.20	21.23	15.64
					P/B	3.83	3.38	2.92	2.46
					EV/EBITDA	28	19	14	11

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；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任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn