

直销销售大超预期

研究结论：

- 2011 年上半年公司实现营业收入和归属于上市公司股东净利润分别同比增长 34.06% 和 79.28%。其中，第二季度营业收入和净利润分别增长 37.31% 和 129.95%。公司上半年实现每股收益 0.64 元。公司预计 2011 年 1-9 月归属于上市公司股东净利润同比增幅在 50%-70% 之间。
- 报告期公司营业收入的增加主要来自销售渠道的增加和单店销售业绩的提升。截止 6 月底公司销售终端总数 1723 家，较上年末净增加 123 家，其中直营终端净增加 35 家，加盟终端净增加 88 家。分品牌看，公司主品牌富安娜营业收入同比增长 32.18%，馨而乐同比增长 63.75%。分地区看，公司各地区业务增长情况良好，除了西北地区增速略慢以外，其余地区均高于 30%。
- 报告期公司主营业务毛利率同比增加 1.73 个百分点。毛利率的增加主要来自产品价格的提高和高毛利产品销售比重的增加。分产品看，被芯类产品结构调整带来毛利率明显提升是推动综合毛利率提高的重要原因。分收入结构看，高毛利率的直营收入大幅增长近 49% 是推动公司中期主营业务毛利率明显上升的重要力量。报告期公司直营渠道收入增长超预期主要是因为直营单店销售业绩提升显著，同时电子商务和团购等创新的销售模式带来新的业务增长点。
- 中报显示公司净利润增速大幅高于营业收入增速。主要是由于 1) 主营业务毛利率的增加。2) 期间费用率的下降。在收入增长的情况下，公司上半年销售费用比率和管理费用比率同比分别减少了 1.03 个百分点和 2.04 个百分点，体现出公司优秀的费用管理水平。
- 我们认为品牌产品提价后很难会因为原料价格的下降进行主动下调，因此未来如果原料维持目前的低位或持续下降，将对公司 2012 年开始的盈利能力产生正面的推动。
- 与同行竞争对手相比，公司的竞争优势在于产品的设计能力、管理基础的扎实和自产能力的高比重等。公司一直很注重研发设计的投入和保持品牌的原创特色，同时在经营管理方面较为稳健，相对更高的直营比重也体现出其对渠道更强的控制能力。另外在产能布局上也是更为完善和充分的，同时在 ERP 系统的建设方面也是行业内起点较高的。
- 盈利预测和投资建议：根据中报情况，我们对公司 2011 年的直营和加盟的收入增长进行了调整，同时对未来三年管理费用比率进行了小幅下调，我们将公司 2011-2013 年的每股收益分别由 1.43 元、1.95 元和 2.69 元分别上调为 1.51 元、2.08 元和 2.78 元。给予 2012 年估值 29 倍，对应目标价为 60 元，维持公司买入评级。
- 风险因素：房地产政策调控进一步深入引发自住型房产成交量持续低迷对公司未来业绩的可能影响。

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。



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 8 月 12 日)	52.00 元
目标价格	60.00 元
总股本/A 股 (百万股)	133.9
A 股市值 (亿元)	69.63
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2011 年 8 月 15 日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1067	1457	1999	2711
同比 (%)	35%	37%	37%	36%
归属母公司净利润	128	202	278	372
同比 (%)	48%	58%	38%	34%
毛利率 (%)	46.1%	48.4%	48.8%	48.6%
ROE (%)	11.4%	15.3%	17.4%	18.9%
每股收益 (元)	0.95	1.51	2.08	2.78
P/E (倍)	54.50	34.46	25.03	18.69
P/B (倍)	6.22	5.27	4.36	3.53
EV/EBITDA (倍)	37	22	16	11

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

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	1174	1151	1338	1819	营业收入	1067	1457	1999	2711
现金	667	500	457	623	营业成本	575	752	1023	1392
应收账款	22	40	51	67	营业税金及附加	4	5	7	10
其它应收款	13	16	22	31	营业费用	268	360	494	670
预付账款	50	64	87	118	管理费用	66	89	120	156
存货	415	526	716	975	财务费用	-8	-5	-4	-5
其他	8	5	6	6	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	276	545	722	753	公允价值变动收				
长期投资	0	0	0	0	益	0	0	0	0
固定资产	185	371	534	585	投资净收益	0	0	0	0
无形资产	49	46	43	40	营业利润	161	257	359	488
其他	43	128	145	128	营业外收入	2	3	3	3
资产总计	1451	1697	2061	2572	营业外支出	2	1	1	1
流动负债	316	360	449	586	利润总额	161	259	361	490
短期借款	30	0	0	0	所得税	33	57	83	118
应付账款	100	136	180	247	净利润	128	202	278	372
其他	187	224	269	339	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	16	16	13	15	归属于母公司净				
长期借款	0	0	0	0	利润	128	202	278	372
其他	16	16	13	15	EBITDA	170	283	408	552
负债合计	332	376	462	600	EPS (元)	0.95	1.51	2.08	2.78
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	134	134	134	134	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
资本公积	701	701	701	701	成长能力				
留存收益	283	485	764	1136	营业收入	34.8%	36.6%	37.2%	35.6%
归属母公司股东权益					营业利润	59.7%	59.2%	39.8%	35.9%
合计	1119	1321	1599	1971	净利润	48.4%	58.1%	37.7%	33.9%
负债和股东权益	1451	1697	2061	2572	获利能力				
现金流量表					毛利率	46.1%	48.4%	48.8%	48.6%
单位:百万元					净利率	12.0%	13.9%	13.9%	13.7%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	11.4%	15.3%	17.4%	18.9%
经营活动现金流	-63	150	199	223	ROIC	10.0%	14.3%	16.7%	18.4%
净利润	128	202	278	372	偿债能力				
折旧摊销	17	31	52	68	资产负债率	22.9%	22.2%	22.4%	23.3%
财务费用	-8	-5	-4	-5	净负债比率				
投资损失	0	0	0	0	流动比率	3.71	3.20	2.98	3.11
营运资金变动	-208	-78	-125	-186	速动比率	2.40	1.74	1.39	1.44
其它	8	-0	-3	-27	营运能力				
投资活动现金流	-131	-299	-230	-70	总资产周转率	0.79	0.93	1.06	1.17
资本支出	-143	-300	-230	-70	应收账款周转率	46	44	42	44
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	6.65	6.37	6.47	6.53
其他	13	1	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	6	-16	-12	13	每股收益	0.95	1.51	2.08	2.78
短期借款	30	-30	0	0	每股经营现金流	-0.47	1.12	1.49	1.66
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	8.35	9.86	11.94	14.72
普通股增加	31	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-31	0	0	0	P/E	54.50	34.46	25.03	18.69
其他	-24	14	-12	13	P/B	6.22	5.27	4.36	3.53
现金净增加额	-187	-166	-43	166	EV/EBITDA	37	22	16	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