



净利率大增，直营销销售超预期

增持首次

目标价格：56.35 元

投资要点：

- 净利润大幅增加，远超主营业务增速。
- 毛利率提升，费用率下降，净利率创新高。
- 销售渠道扩张，单店销售业绩提升，产品结构调整。

报告摘要：

- 中报业绩稳定增长。**2011年上半年，公司共实现营业收入 60,758.81 万元，同比增长 34.06%；实现营业利润 11,161.89 万元，同比增长 81.60%；实现归属上市公司股东净利润为 8,566.95 万元，同比增长 79.28%。每股收益 0.64 元，同比增长 77.78%。
- 毛利率显著提升，期间费用率下降。**报告期内公司主营业务毛利率为 49%，同比提高了 1.73%，主要得益于产品附加值提高，产品结构优化，高毛利产品的开发与推广力度加强，以及新的渠道模式如网购、团购的拉动。报告期内公司期间费用率同比下降 3.51%至 28.91%，体现了公司对费用控制能力的增强。
- 销售渠道扩张，单店销售业绩提升。**公司上半年末销售终端总数 1723 家，其中加盟门店 1288 家，直营店 535 家，比去年年末增加 123 家，其中直营终端净增加 35 家，加盟终端净增加 88 家。直销销售收入占比 42.99%，同比增加 3.86%，毛利贡献率达到 53%，成为推动公司中期主营毛利率明显上升的重要力量。
- 受益于家纺行业高增长，加大品牌推广力度。**国内家纺行业正处于高增长期，龙头企业受益明显。家纺板块整体向好，行业集中度提升趋势明显。公司共有五种针对不同人群的品牌，并且一直注重研发投入，保持品牌的原创特色。上半年公司各品牌均实现稳定增长。

主要经营指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入（百万元）	791.79	1,067.30	1,472.96	1,993.65	2,675.79
增长率（%）	16.31	34.80	38.01	35.35	34.22
净利润(百万元)	86.11	127.76	198.58	272.57	376.54
增长率（%）	30.96	48.37	55.43	37.26	38.15
每股收益-摊薄	0.60	0.75	1.15	1.61	2.18
市盈率	37.67	46.19	45.21	32.29	23.85

中小市值上市公司研究组

纺织服装行业

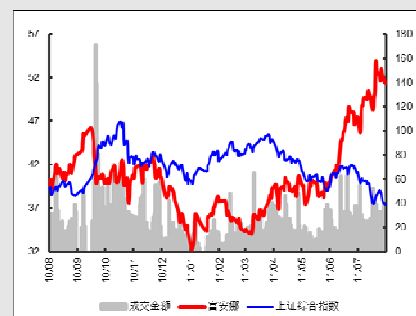
高级分析师：

王凤华（S1180511010001）

电话：010-88085761

Email: wangfenghua@hysec.com

市场表现



数据来源：Wind

公司 2011 中报数据

基本每股收益（元）	0.64
摊薄每股收益（元）	0.64
每股净资产（元）	9.02
净资产收益率	7.09%
净利润增长率	79.57%
总股本(百万)	133.90
流通股本(百万)	33.80
8月24日收盘价（元）	51.12

数据来源：Wind

yo

风险提示

房地产成交低迷造成的家纺产品需求减少的风险。

原材料及人工成本上升的影响。

主营业务收入构成分析

2011年上半年，公司实现主营业务收入59,789.39万元，同比增加35.38%，其中套件类产品销售收入比上年同期上升了44.63%，被芯类产品销售收入比上年同期上升了48.44%，枕芯类产品销售收入比上年同期上升了16.60%，其他商品销售收入比上年同期下降了9.53%，主要原因是报告期内公司加大了套件类和被芯类高毛利产品的推广力度，适当控制了家居类和夏凉类低毛利商品的销售规模，通过销售结构的调整来提高整体盈利水平。

报告期内公司毛利率为49%，同比增加1.73%。在主营业务收入构成中，毛利率最高的套件类产品占比最高，在主营业务收入中占比达到57%，主营业务利润贡献率达到59%。另外，占比第二高的被芯类产品毛利率同比上升3.42%达到48.40%，被芯类产品结构调整，提升了产品的档次和附加值，显著推动了综合毛利率的提高。枕芯类产品销售毛利率稍降了1.29个百分点，主要原因是材料成本和加工费的上升。

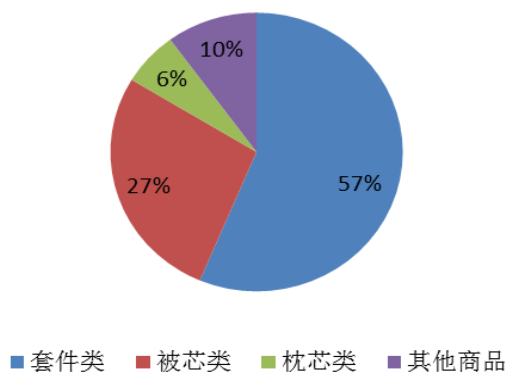
表 1：公司 2011 年上半年分产品经营情况（单位：人民币/万元）

分产品	主营业务收入	主营业务成本	毛利率（%）	主营业务收入同比增减（%）	主营业务成本同比增减（%）	毛利率同比增减
套件类	33,694.48	16,304.58	51.61	44.63	44.10	增加 0.18 个百分点
被芯类	16,332.34	8,427.54	48.40	48.44	39.22	增加 3.42 个百分点
枕芯类	3,744.36	1,931.63	48.41	16.60	19.58	减少 1.29 个百分点
其他商品	6,018.20	3,828.87	36.38	-9.53	-10.99	增加 1.04 个百分点
合计	59,789.39	30,492.61	49.00	35.38	30.95	增加 1.73 个百分点

资料来源：公司半年报 宏源证券

图 1: 主营业务收入分产品构成

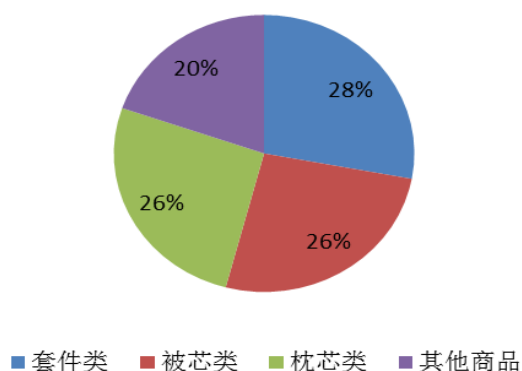
主营业务收入构成



资料来源: 宏源证券 公司中报

图 2: 主营业务毛利率分产品构成

毛利率构成



资料来源: 宏源证券 公司中报

分渠道来看，直营渠道毛利率最高，达到 60.21%，直营渠道营业收入同比增长 48.73%，成为推动公司中期主营毛利率上涨的重要力量。

本期加盟渠道的销售收入比上年同期增长了 29.17%，主要是公司继续扩大加盟网络对于空白市场的覆盖，加盟网点不断增加；直营渠道的销售收入比上年同期增长了 48.73%，一是公司国内销售网络随着募集资金的投入不断扩大，直营网点通过多年的努力，单店销售业绩提升显著，二是公司积极探索电子商务、团购等销售模式，创新销售模式带来新的业务增长点；外贸出口销售收入比上年同期下降了 59.34%，同时毛利率也下降了 3.22 个百分点，主要是国外经济形势不容乐观，消费需求受到严重影响。

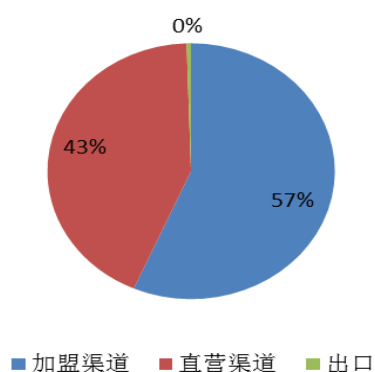
表 2: 公司 2011 年上半年分渠道经营情况 (单位: 人民币/万元)

分产品	主营业务收入	主营业务成本	毛利率 (%)	主营业务收入同比增减 (%)	主营业务成本同比增减 (%)	毛利率同比增减
加盟渠道	33,796.59	20,051.52	40.67	29.17	25.67	增加 1.65 个百分点
直营渠道	25,700.78	10,227.31	60.21	48.73	49.80	减少 0.28 个百分点
出口	292.02	213.79	26.79	-59.34	-57.47	减少 3.22 个百分点
合计	59,789.39	30,492.61	49.00	35.38	30.95	增加 1.73 个百分点

资料来源: 公司半年报 宏源证券

图 3: 主营业务收入分渠道构成

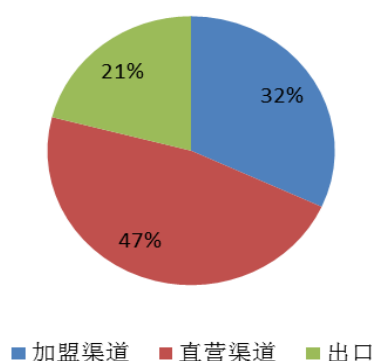
主营业务收入构成



资料来源: 宏源证券 公司中报

图 4: 主营业务毛利率分渠道构成

毛利率构成



资料来源: 宏源证券 公司中报

公司近三年成长和盈利情况分析

报告期内公司实现主营业务收入 607.59 百万元，同比增加 34.06%；实现净利润 85.67 百万元，同比增加 79.28%。收入高速增长的主要推动力量体现在（1）渠道建设加强，网店覆盖面不断扩大。上半年销售终端总数增加至 1723，新开 200 余家店，直营终端占比提高。（2）公司加大了在华北、西南、东北等区域的扩张速度，收入同比增速分别达到 55.9%、46.2%和 37.6%。（3）子品牌的定位和推广颇有成效。子品牌“馨而乐”收入增速达 63.8%，强化了多品牌细分运营的格局。

2011 年上半年公司销售毛利率达到 48.48%，同比增加 1.73%。毛利率的增加的原因主要有（1）公司通过发挥设计研发这一竞争优势，提高产品附加值，调整产品结构，高毛利率产品销售比重的上升。分产品看，被芯类产品结构调整带来的毛利率提升是一个重要原因。另外高毛利率的直营收入大幅增加是推动公司中期主营毛利率明显上升的重要力量。（2）公司批量采购、规模经营降低了成本。（3）原料价格下行，在保证供给的前提下公司主动降低原料库存，有效的控制了库存成本。（4）公司积极探索新的渠道模式，如网购、团购等，带动了毛利率的提高。（4）上半年零售价上涨约 15%，且终端提价打折减少。公司销售毛利率的上升趋势仍在延续。

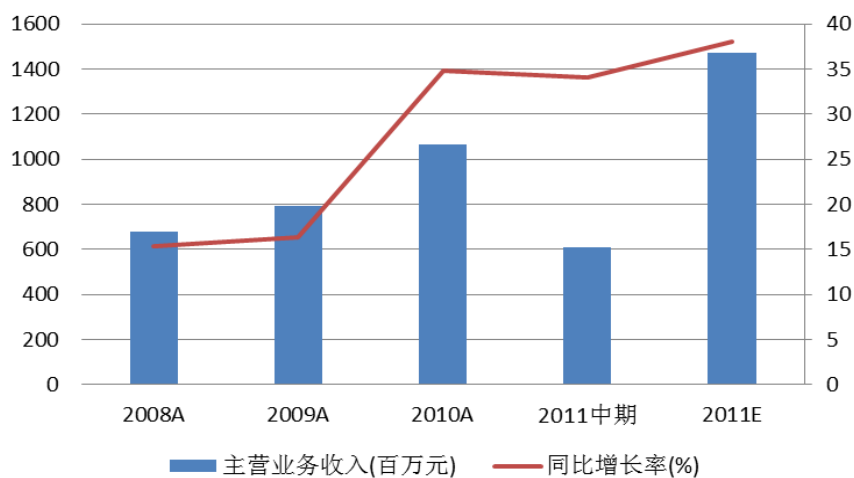
公司近几年的期间费用率也呈下降趋势，11 年上半年销售费用率为 28.91%，同比下降 3.51%。其中销售费用率、管理费用率及财务费用率同比分别减少 1.03%、2.04%和 0.44%，分别达到 24.81%、4.71%与-0.6%。体现了公司对费用的控制能力的提高。其中的原因主要有（1）经营杠杆显著提升。（2）去年公司办公场所装修改善完成，相关支出下降。由于公司近些年毛利率呈现不断上升趋势，期间费用率则在不断下降，故净利率呈现出上升态势。

表 3：近三年主要财务指标

	2008A	2009A	2010A	2011 中期	2011E
主营业务收入(百万元)	680.76	791.79	1,067.30	607.59	1,472.96
同比增长率(%)	15.34	16.31	34.80	34.06	38.01
净利润(百万元)	65.75	86.11	127.76	85.67	198.58
同比增长率(%)	12.65	30.96	48.37	79.28	55.43
销售毛利率(%)	45	42.99	46.11	48.48	NA
销售净利率(%)	9.66	10.87	11.97	14.1	NA

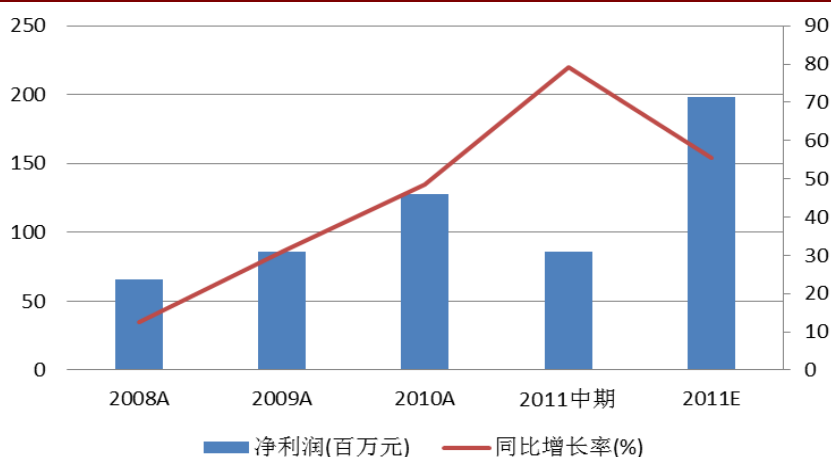
资料来源：宏源证券 Wind

图 5: 近三年主营业务收入及增长情况



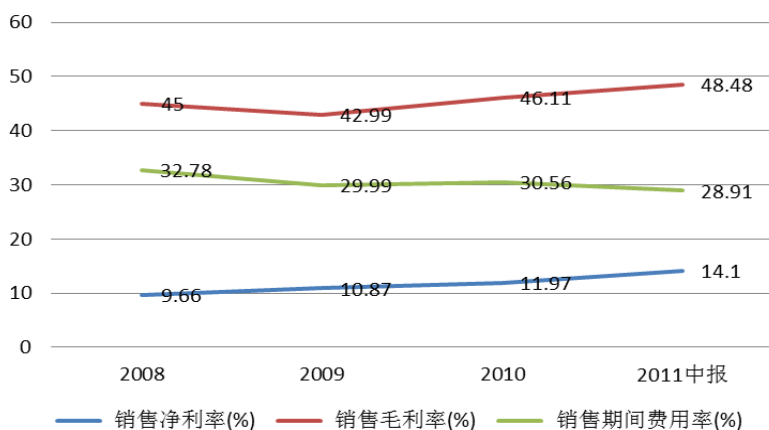
资料来源：宏源证券 Wind

图 6: 近三年净利润及增长情况

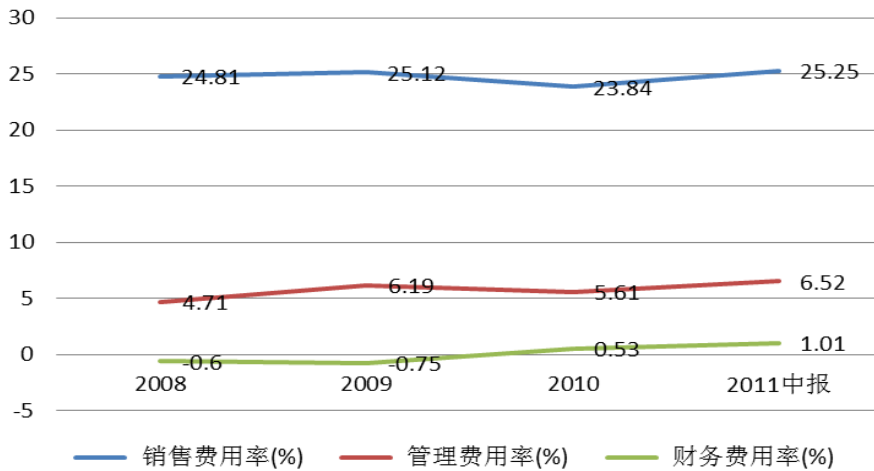


资料来源：宏源证券 Wind

图 7: 销售毛利率、净利率与期间费用率



资料来源：宏源证券 Wind

图 8: 销售费用率、管理费用率与财务费用率


资料来源: 宏源证券 Wind

盈利预测与估值

根据我们的业绩估值模型, 预测公司 2011-2013 年公司的 EPS 分别为 1.15 元、1.61 元、2.18 元; 按 8 月 24 日的公司收盘价为 51.12 元计算, 对应的市盈率分别为 44.45 倍、31.75 倍、23.44 倍; 根据历史 PE/PB 估值区间分析, 按 2012 年 35 倍市盈率估值, 未来 6 个月的目标价格为 56.35 元, 给予“增持”评级。

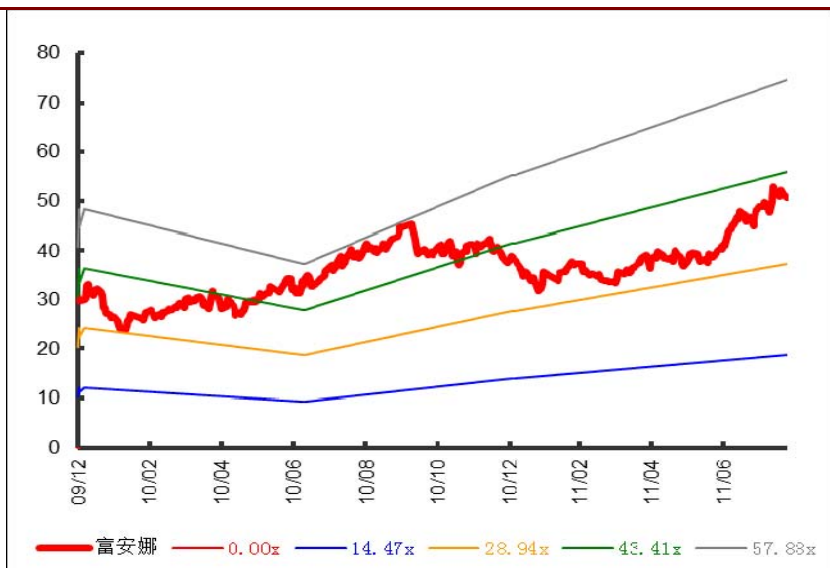
表 4: 盈利预测

盈利预测	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入(百万元)	5,217.52	7,500.48	10,370.45	13,711.96	17,973.63
增长率(%)	16.63	43.76	38.26	32.22	31.08
归属母公司股东的净利润(百万元)	604.23	757.85	1,158.47	1,616.22	2,193.10
增长率(%)	2.84	25.42	52.86	39.51	35.69
市盈率	37.67	46.19	45.21	32.29	23.85
每股收益-摊薄(元)	0.60	0.75	1.15	1.61	2.18

资料来源: Wind 宏源证券

公司的历史 PE 估值区间

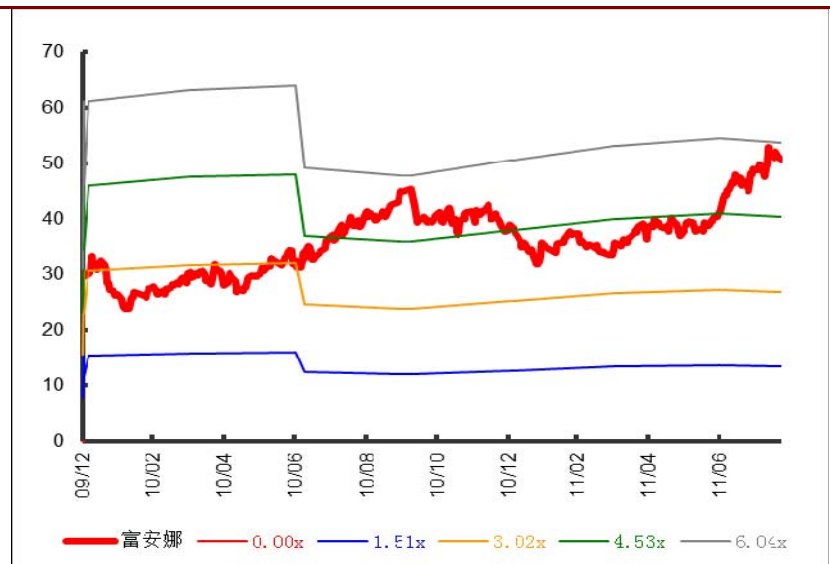
图 17: PE-Bands



资料来源: 宏源证券 Wind

公司的历史 PB 估值区间

图 18: PB-Bands



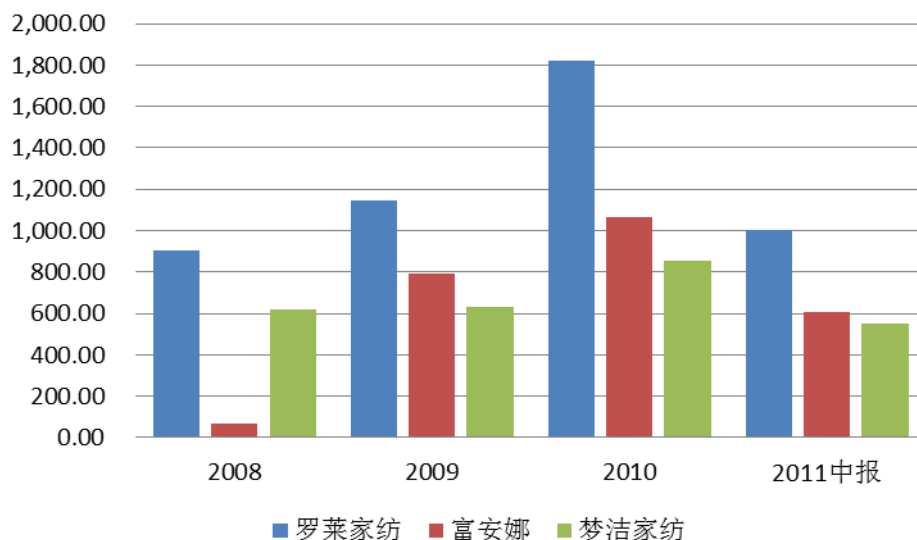
资料来源: 宏源证券 Wind

三家上市家纺公司罗莱家纺、富安娜与梦洁家纺财务分析比较

国内家纺三巨头罗莱家纺、富安娜与梦洁家纺都处在高速发展之中。

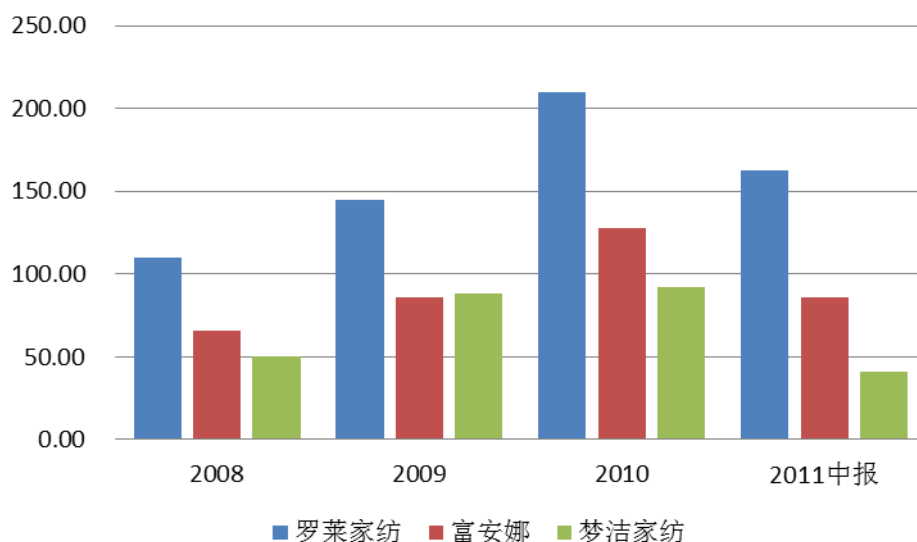
从主营业务收入来看，三大公司均呈逐年上升趋势，其中罗莱家纺主营业务收入最多，是梦洁家纺的近两倍。富安娜主营业务收入位居第二，但是离罗莱家纺还相差不少。净利润也是类似的格局。

图 9：近三年主营业务收入（百万元）



资料来源：宏源证券 Wind

图 10：近三年净利润（百万元）

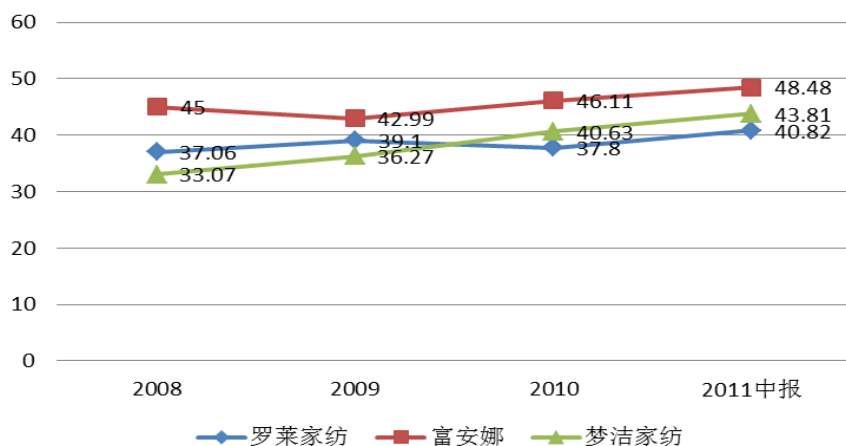


资料来源：宏源证券 Wind

从近三年销售毛利率来看，三家公司均呈逐年上升的趋势，其中富安娜的销售毛利率每年都位居榜首，11 年中期达到了 48.48%。从近三年的期间费用率来看，三家公司均呈逐年下降的趋势，其中罗莱家纺的期间费用率最低，而富安娜的期间费用率最高。因此，罗莱家纺的销售净利率超过了富安娜，保持榜首的水平；而梦洁家纺的销售净利率自 09 年以来呈现下滑趋势。

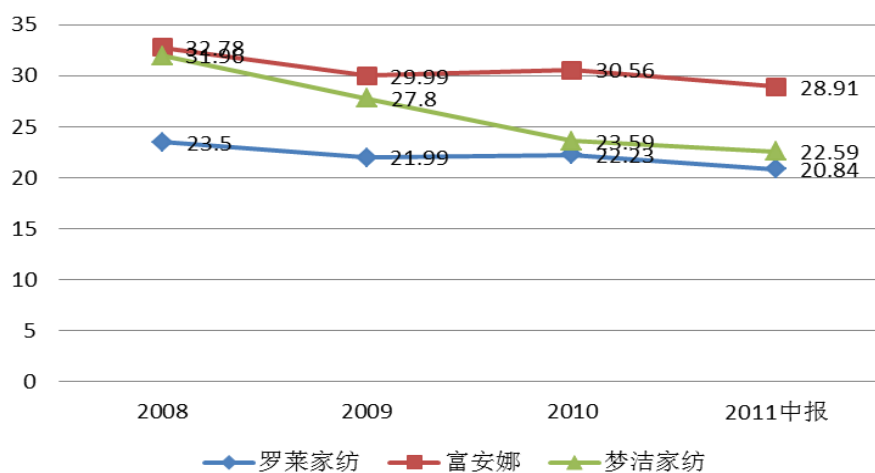
直营比例高的公司，毛利率较高是一般的规律，不过由于直营的费用也高，因此不一定在净利率上表现更好，特别是对于直营运作还处于摸索期的公司。但是一旦直营管理逐渐成熟，就会逐渐表现出成本费用的平衡控制能力，对利润率的拉动就会体现出来。富安娜由于前些年直营还需要沉淀，因此净利率低于罗莱家纺，但是从 2010 年开始，直营对于净利率的拉动作用已经开始显现。这是公司毛利率持续提升，同时费用率下降的本质原因。

图 11：近三年销售毛利率（%）



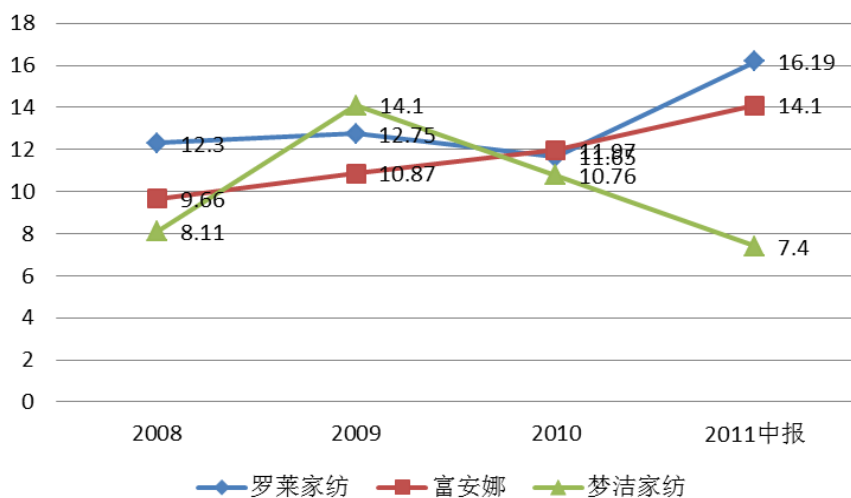
资料来源：宏源证券 Wind

图 12：近三年期间费用率（%）



资料来源：宏源证券 Wind

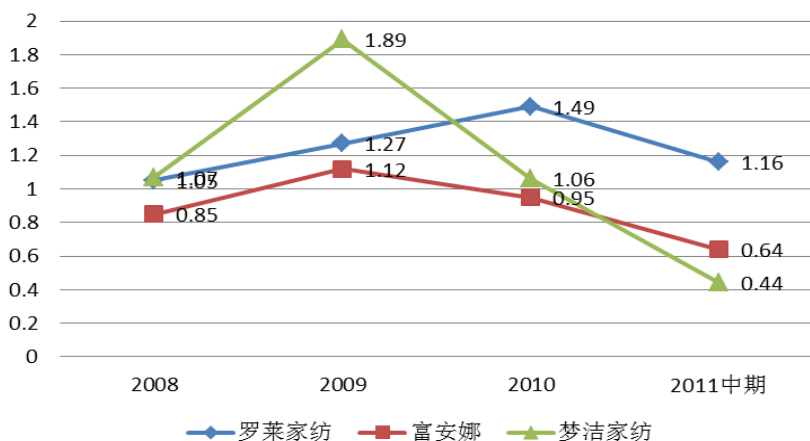
图 13: 近三年销售净利率 (%)



资料来源: 宏源证券 Wind

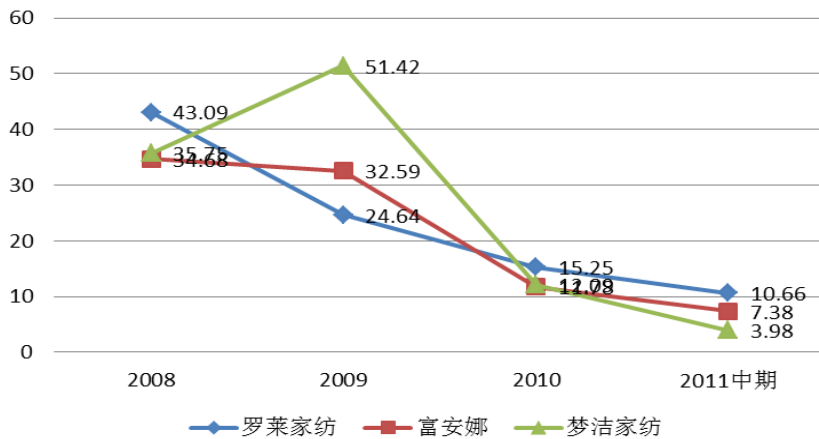
罗莱家纺 EPS 呈上升趋势, 10 年之后便保持行业第一的水平。富安娜和梦洁家纺的 EPS 在 09-10 年度有所下滑, 但是根据良好的行业发展前景与公司盈利模式, 预计今后三年内均会有所提升。从净资产收益率来看, 罗莱家纺位居榜首, 其次是富安娜。三家公司的净资产收益率逐年减少, 主要是由于公司不断发展壮大, 净资产增加超过净利润增加。从每股经营性现金流来看, 富安娜在 11 年上半年由负转正, 经营性现金净流入 1.07 亿, 超过当期净利润, 营运现金流健康平稳。而梦洁家纺该指标 10 年末开始即为负值, 不如其竞争对手。

图 14: 近三年每股盈利 (元)



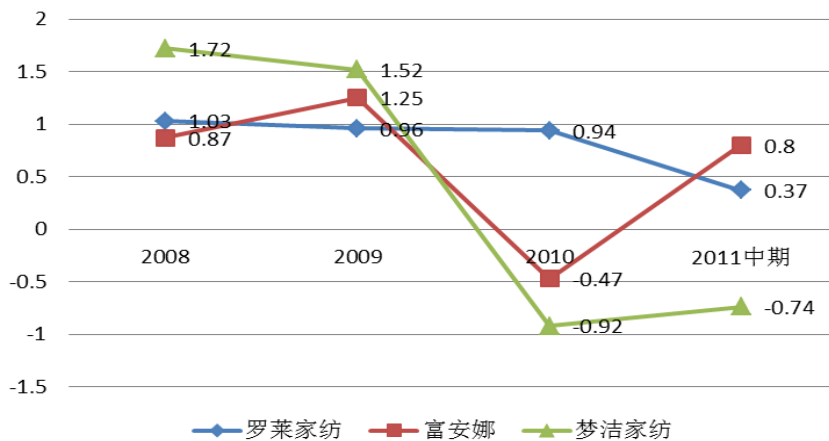
资料来源: 宏源证券 Wind

图 15: 近三年净资产收益率 (%)



资料来源: 宏源证券 Wind

图 16: 近三年每股经营性现金流 (元)



资料来源: 宏源证券 Wind

表 5: 三家公司比较

公司名称	投资评级	市值(亿元)	8月24日收盘价(元)	P/E			P/B			EPS (元)		
				10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E
罗莱家纺	增持	124.10	88.64	48.78	35.17	24.55	8.61	7.23	5.73	1.49	2.52	3.61
富安娜	增持	68.50	51.12	46.19	44.45	31.75	6.12	5.39	4.56	0.75	1.15	1.61
梦洁家纺	增持	49.32	32.66	43.26	36.29	26.34	4.82	3.98	3.60	0.97	0.90	1.24

资料来源: 宏源证券 Wind

分析师简介:

王风华: 宏源证券研究所高级策略研究员, 中国人民大学硕士研究生, 14 年从业经历, 曾在多家券商任职, 曾任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、电力设备新能源行业、煤炭电力行业、战略性新兴产业、区域经济主题、投资组合、专题研究、中小市值上市公司研究、纺织服装行业研究、轻工行业研究等。

主要研究覆盖公司: 滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、德力股份、航民股份等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。