

需求回暖和产品提价推动行业整体景气回升

—— 纺织服装行业上市公司 10 年年报和 11 年一季报分析

研究结论

- 纺织服装板块样本上市公司 2010 年年报呈现盈利普遍增长的景气特征，我们认为 2010 年行业板块年报的良好表现主要与国内外经济回升带来的终端消费恢复性增长、08/09 年去库存后的补库以及成本推动型的产品提价等因素有关。2010 年板块平均营业收入同比增长 30.51%，利润总额和净利润分别同比增长 28.48% 和 21.91%。行业内企业毛利率同比上升，期间费用率同比下降。行业内公司投资收益和公允价值收益同比有一定幅度的下滑是导致盈利增速略低于收入的主要原因。年报显示，通胀背景下不少企业提前加大原料采购导致经营活动净现金同比有所下滑，但行业整体的资产运营能力和偿债能力同比仍是上升的。
- 纺织服装板块样本上市公司 2011 年一季报继续延续了 2010 年较好的经营态势，除了内外销的持续增长，一个重要原因之一是通胀初期行业普遍提价带来的正面效应。一季度纺织服装板块内上市公司均实现盈利，2011 年一季度板块营业收入同比增长 35.86%，利润总额和净利润同比分别增长 86.32% 和 75.82%。一季度纺织服装板块净利润增速超过营业收入增速，主要来自于毛利率的小幅上升、期间费用率的小幅下降、投资收益的增长和实际所得税率的下降。
- 2011 年一季度纺织服装全行业（包括上市和非上市公司）也呈现出良好的增长态势。全行业收入和盈利双双快速增长，盈利能力进一步提升。市场对行业预期进一步好转，行业固定资产投资增速持续快速回升、行业出口增速超预期，纺织品进一步好于服装。行业内销保持持续旺盛增长的态势。
- 关于行业未来趋势的判断：我们认为在通胀的初期，企业以成本之名进行提价对销量的影响不明显，但在通胀的中后期企业纯粹借成本之口对产品提价的能力会逐步遇到瓶颈或者会直接影响产品的销量，只有真正具有高品质、技术优势、设计特色、渠道服务优势和品牌溢价的公司才能在通胀中最终胜出。因此我们预计像 2010 年这样全行业经营普遍快速增长的局面很难复制，未来行业内部的竞争和优胜劣汰将进一步加快，而真正具备综合竞争优势的公司将在行业洗牌后获得更大的发展空间。
- 从行业年报和一季报的情况看，以内销为主的品牌服饰类企业的盈利能力、盈利增速、质量和可持续性明显高于纺织制造型企业，在品牌服饰类企业中家纺子行业的盈利增速更为突出，未来快速增长的可持续时间预期更长。因此我们目前维持对品牌服饰企业坚定看好的投资观点，对于少部分基本面特别优势的中游制造企业的低估值机会也建议重点关注。目前阶段我们首推七匹狼（买入）、伟星股份（买入）、鲁泰（买入）、富安娜（增持）、梦洁家纺（增持）和报喜鸟（增持）。



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：S0860511010001

联系人

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

行业评级 看好 中性 看淡（维持）
国家/地区 中国/A 股
行业 纺织服装
报告发布日期 2011 年 5 月 12 日

行业表现



资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	2010EPS	2011EPS(E)	2012EPS(E)	评级
美邦服饰	0.75	1.13	1.65	买入
七匹狼	1.00	1.31	1.73	买入
富安娜	0.95	1.31	1.77	增持
嘉麟杰	0.30	0.41	0.57	中性
星期六	0.28	0.36	0.48	增持
探路者	0.20	0.37	0.57	增持
梦洁家纺	0.97	1.42	1.95	增持
报喜鸟	0.83	1.14	1.50	增持
鲁泰 A	0.74	0.95	1.13	买入
瑞贝卡	0.23	0.34	0.44	增持
伟星股份	0.99	1.24	1.59	买入
森马服饰	1.67	2.10	2.80	买入

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。

纺织服装行业 10 年年报和 11 年一季报分析：成本压力下行业盈利普涨格局将出现分化

我们所研究的纺织服装行业仅包括纺织和服装两大子行业，不包含纺织机械、纺织贸易类和化纤类公司。按照万得的行业分类，同时剔除主业已经变更或已经重组的公司，本文所研究的纺织服装行业上市公司共有 55 家，以此为样本，我们对其 2010 年年报、2011 年一季报的财务状况进行简单分析以跟踪行业最新的运营态势。

1、2010 年年报分析

（1）行业板块景气回升，品牌服饰更好于纺织制造

2010 年年报显示，纺织服装板块样本上市公司全部实现盈利（09 年有 3 家是亏损的）。全年营业收入均实现增长，增长幅度方面，除了 5 家公司是个位数外，其余均实现两位数增长。随着国内外经济的逐步回升、国内终端消费的持续增长，以及终端层面去库存的结束，2010 年消费回暖和重新补货带动了整个行业快速景气。从年报中我们发现，服饰类企业，由于以内销为主，在国内消费持续升级和快速增长的大背景下，增速要高于纺织制造企业，后者以出口为主，前者增速为 33.07%，后者为 26.53%。

（2）毛利率上升，期间费用率下降

2010 年行业平均营业收入同比增长 30.51%，利润总额和净利润分别同比增长 28.48% 和 21.91%，显示收入快速增长的同时，企业盈利情况较好。2010 年行业内企业平均毛利率为 23.54%，较 09 年小幅上升 0.21 个百分点。虽然期间棉花等原材料的价格经历了大幅的增长，但由于不少公司对低价原料的提前储备以及产品提价反而导致行业毛利率的上升。另外年报显示，行业内上市公司对期间费用的控制能力较好，2010 年期间费用率较 2009 年下降了 0.55 个百分点。此外，由于 2010 年资本市场走势震荡，未延续 2009 年的小牛市行情，因此行业内公司投资收益和公允价值收益同比有一定幅度的下滑，这也是导致盈利增速略低于收入的主要原因。

（3）通胀背景下的经营净现金有一定下滑

2010 年年报显示，纺织服装行业上市公司中经营活动净现金出现为负的有 14 家，较 2009 年的 4 家有一定程度的增加，由于原材料价格在 2010 年经历了大幅的上涨，为了稳定原材料的供应，行业内公司主动提前加大原料的采购，有很多甚至提前付款，导致应付帐款同比减少，在这种情况下经营活动现金流质量出现一定下滑。数据显示，2010 年全年纺织服装行业上市公司经营活动净现金/净利润指标由 2009 年的 125.70% 下降至 71.21%。

（4）行业偿债能力和资产运营能力上升

年报显示，纺织服装行业上市公司 2010 年末的平均资产负债率为 50.27%，比上年的 52.13% 略有下降。行业流动比率和速动比率为 1.36 和 0.77，而上年分别为 1.23 和 0.62。2010 年全年行业的平均存货周转率、应收账款周转率和总资产周转率分别由上年的 1.93、11.97、0.67 提升至 2.12、14.11 和 0.72。显示行业运营能力在行业整体景气的大背景下有所提高。

2、2011 年一季报分析

(1) 行业延续景气，绝大多数公司业绩实现快速增长

2011 年一季报显示，行业继续延续 2010 年较好的经营态势，一季度纺织服装板块内上市公司均实现盈利，一季度行业中收入同比下降的公司仅有 4 家，归属于母公司净利润同比下降的公司有 9 家，占样本的比重低于 17%。我们认为一季度行业景气的一个重要原因之一可能是通胀初期提价带来的正面效应。分结构看，一季度服饰类公司的收入和盈利明显强于纺织制造类公司，反映出在内需增长和不断升级的大背景下，国内品牌服饰企业的高成长特征。

(2) 收入和盈利双双快速增长

2011 年一季度行业营业收入同比增长 35.86%，利润总额和净利润同比分别增长 86.32% 和 75.82%（剔除两家投资收益特别大的雅戈尔和华茂股份之后）。一季度行业收入增长主要是国内外需求继续维持良好增长态势，而净利润增速大幅超过营业收入增速的主要来自 1) 毛利率小幅上升，由上年同期的 22.51% 上升至 23.50%，2) 期间费用率下降 0.64 个百分点，3) 实际所得税率下降 1.91 个百分点，4) 投资净收益增长 400.83%。

(3) 行业经营活动现金流有所下滑

2011 年一季报显示，纺织服装行业上市公司中经营活动净现金流出现为负的有 28 家，较 2010 年一季度的 20 家增加了 8 家。虽然行业大面积盈利，且依旧保持较快的增速，但经营活动现金流情况出现了一定的下滑。数据显示，2011 年一季度纺织服装行业上市公司经营活动净现金/净利润指标由上年的 7.55% 下降至 -141.35%。其中 2011 年一季报中经营活动净现金超过净利润的公司为 20 家，占整个板块的 36% 左右。如果不考虑雅戈尔，2011 年一季度经营现金净流入/净利润是 -43%，2010 年是 90%。引起一季度行业经营净现金下降的主要原因一部分是因为人力成本不断上升带来的支付给职工以及为职工支付的现金同比明显增加。

(4) 行业偿债能力和资产运营能力上升

一季报显示看，行业内上市公司在偿债能力方面有所上升，2011 年一季度行业平均流动比率和速动比率分别为 1.43 和 0.77，而上年同期分别为 1.23 和 0.61。行业资产运营能力也同样上升，一季度行业存货周转率、应收账款周转率和总资产周转率分别由上年同期的 0.37、2.47 和 0.13 上升至 0.48、3.29 和 0.16。

3、行业普遍盈利快速增长的格局有其阶段性原因

从行业上市公司 2010 年年报和 2011 年一季度的经营数据看，纺织服装板块上市公司普遍保持了良好的增长态势，内销服饰公司进一步好于出口制造公司，在品牌服饰类公司中，家纺子行业最为突出的。三家公司年报盈利普遍在 50% 左右，一季度盈利普遍在 60% 以上。

我们认为 2010 年行业板块收入较快增长的背后一方面有内销的持续快速增长，另一方面也有出口的超预期增长（国外经济的复苏、成本推动和补库存等）。而提前采购和产品价格实时上升带来的时间差推动了盈利能力的同比上升，对期间费用的有效控制也进一步稳固了盈利增速。但我们认为

2010 年行业经营全面快速增长有其阶段性原因，2011 年全年看存在较多不确定因素，特别是出口方面面临人民币升值、原料价格波动和补库完成后的需求趋于平稳等负面因素，对行业收入的拉动作用预计会明显下降。而 2010 年对大部分制造企业盈利有明显的低价原料储备效应在 2011 年也基本不复存在，反而面临原料价格可能下降带来的盈利波动，大部分制造企业的盈利能力面临新的考量。

我们认为在通胀的初期，企业以成本之名进行提价对销量的影响不明显，但在通胀的中后期随着消费者实际购买力的下降（相对不断提价后的产品），企业纯粹借成本之口对产品提价的能力会逐步遇到瓶颈或者会直接影响产品的销量，只有真正具有高品质、技术优势、设计特色、渠道服务优势和品牌溢价的公司才能在通胀中最终胜出。因此我们认为 2011 年开始年全行业恢复性增长的局面将有所打破，后期行业内部的竞争和优胜劣汰将逐步加快（特别是出口制造型公司），而真正具备综合竞争优势的公司将在行业洗牌后获得更多的发展空间。

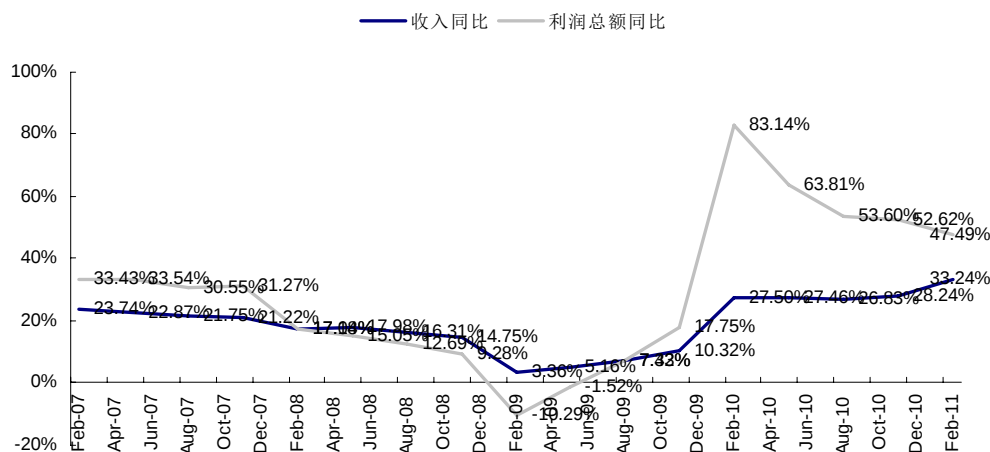
全行业一季度运营态势：内销持续向好 出口略超预期

（1）收入和盈利快速增长 盈利能力进一步提升

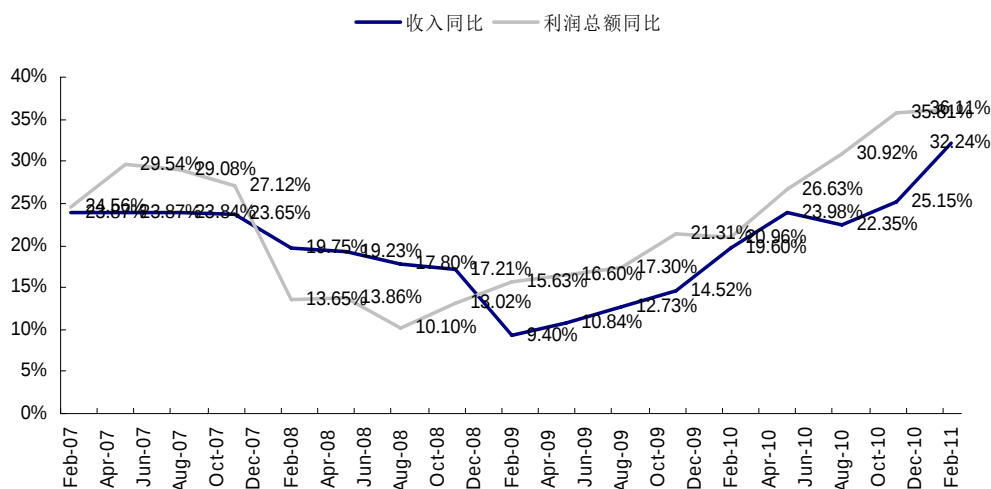
根据万得数据统计显示，2011 年 1-2 月，纺织规模以上企业实现主营业务收入和利润总额同比分别增长 33.24% 和 47.49%。服装鞋帽规模以上企业主营收入和利润总额同比分别增长了 32.24% 和 36.11%。我们认为前 2 月纺织服装行业收入和盈利快速上升主要来自于价格的提升、毛利率的提高和期间费用比率的有效控制。分子行业看，服装鞋帽子行业的毛利率提升幅度相对纺织子行业更明显，但对期间费用的控制力略低于纺织子行业。

有关行业前 2 月的具体经济指标见下图。

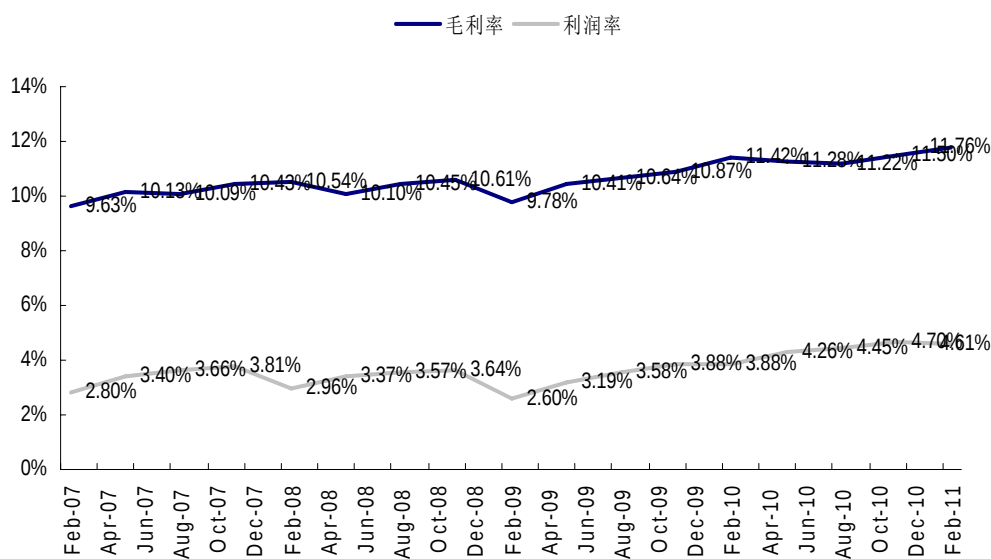
图 1：纺织子行业主营收入和盈利变动情况



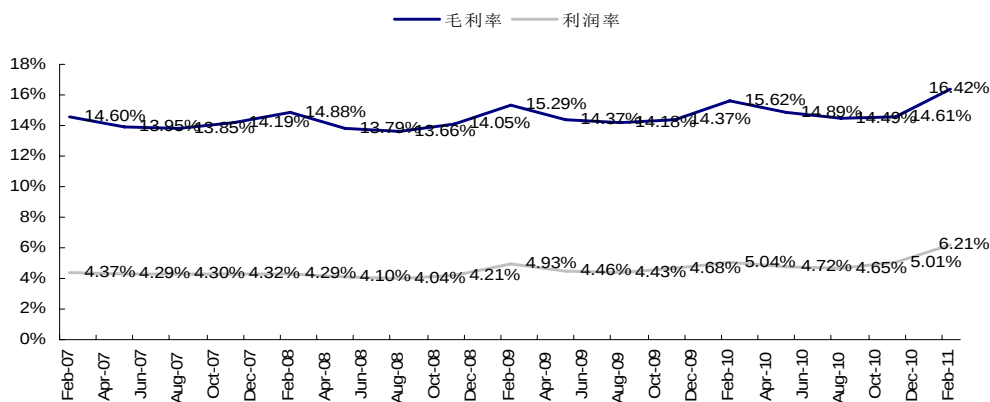
资料来源：万得资讯 东方证券研究所

图 2：服装鞋帽子行业主营收入和盈利变动情况


资料来源：万得资讯 东方证券研究所

图 3：纺织子行业盈利能力变动情况


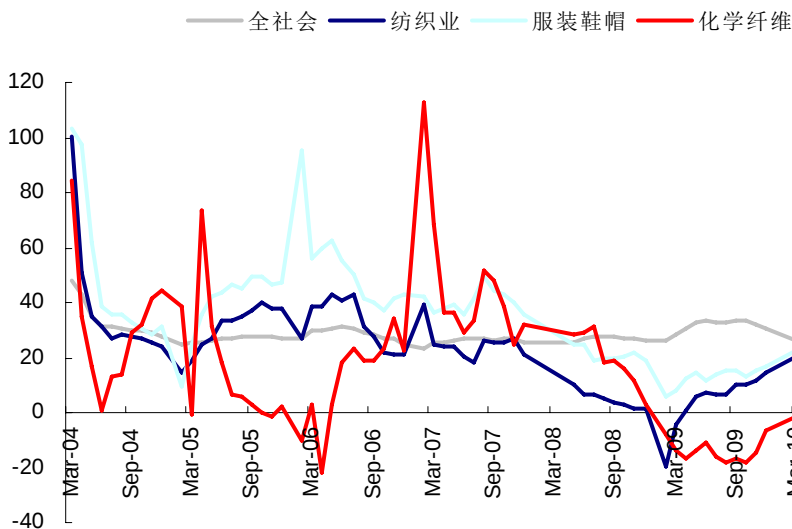
资料来源：万得资讯 东方证券研究所

图 4：服装鞋帽子行业盈利能力变动情况


资料来源：万得资讯 东方证券研究所

(2) 固定资产投资保持快速回升态势

根据万得资讯的统计数据显示，2011 年一季度全社会固定资产投资增速为 25%，纺织、服装和化纤子行业固定资产投资增速分别为 30.9%、34.9%和 109%，全行业投资增速为 39.54%，一季度行业投资增速明显高于去年全年的水平，也持续高于全社会平均水平，也显示出市场对行业预期的回暖。

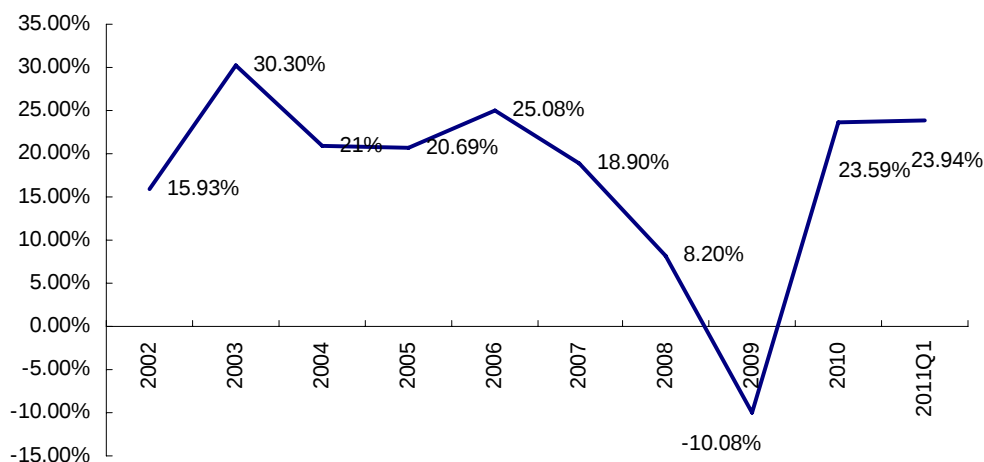
图 5：纺织各子行业与全社会固定资产投资增速的比较


资料来源：万得资讯 东方证券研究所

(3) 出口增速超预期 纺织品好于服装

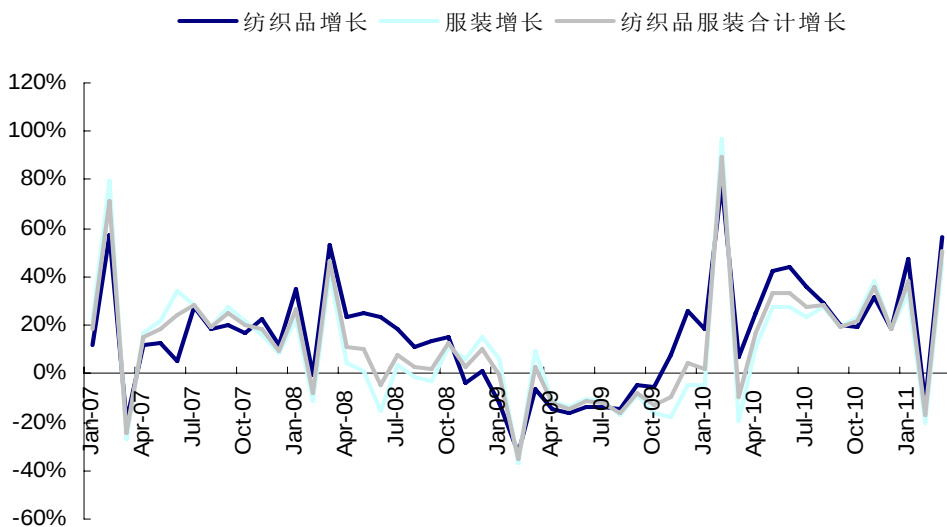
根据中国海关的统计数据，2011 年一季度，我国纺织服装累计出口 486.26 亿美元，同比增长 23.94%，其中纺织品累计出口 201.65 亿美元，同比增长 32.70%，服装累计出口 284.61 亿美元，同比增长 18.40%。从 09 年 12 月以来，纺织品出口出口增速持续高于服装，我们认为主要原因之一可能是在人力成本不断上升的大背景下，相对更劳动密集型的服装订单有部分向周边国家流失，而相对更强调生产工艺、设备、产业链配套等要素的纺织产业国际竞争力更为突出了。

图 6：2002 年以来纺织全行业出口额增速



资料来源：中国海关 东方证券研究所

图 7：2007 年以来纺织行业单月出口增速变动



资料来源：中国海关 东方证券研究所

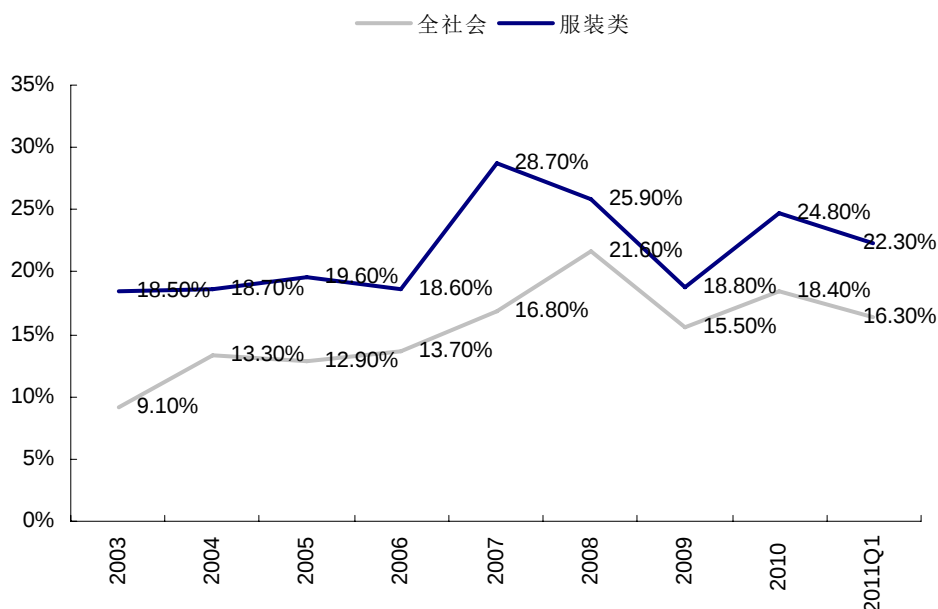
分地区结构看，一季度对行业出口拉动最大的是亚洲地区，占出口金额的 45%，同比增速为 25.75%，其中对日本和韩国出口增速明显，同比分别增长了 25.45% 和 39.75%。一季度对欧洲和北美占比分别为 25% 和 16%，同比增速分别为 20.45% 和 13.76%。对亚洲地区出口的强劲反弹一部分是消费需求较旺，一部分也与我国服装出口订单向亚洲周边国家和地区转移后带来的相应对我国纺织品订单的增加有关——一季度对亚洲地区纺织品和服装出口同比分别增加 39.92% 和 13.51% 就是一个证明。

从量价关系看，我们判断一季度行业的高增长更多来自于原料价格推动带来的产品价格提升，因为一季度执行的出口订单价格大部分应该是自去年四季度较高的原料价格为基础确定的。我们判断后期原料价格的回落对行业和企业出口增速也会产生明显的冲击。同时从去年的情况看，也是从 5 月开始行业出口增速明显放量提升的，因此随着基数的提高和原料价格的震荡回落，行业 2011 年出口增速出现前低后高的可能性很大。

（4）内销持续旺盛增长

根据国家统计局的数据显示，2011 年一季度社会消费品零售总额同比增速为 16.3%，而国内服装类商品的零售总额增速为 22.3%，高出全社会消费品零售总额 6 个百分点。连续多年服装类消费品零售增速明显超越社会平均增速的情况也反映了行业内销的持续繁荣增长以及经济增长积累对消费升级的推动。行业内销旺盛在以内销为主的品牌服饰类企业的财务报表上得到了充分体现。

图 8：2003 年以来服装类消费品零售总额与全社会比较

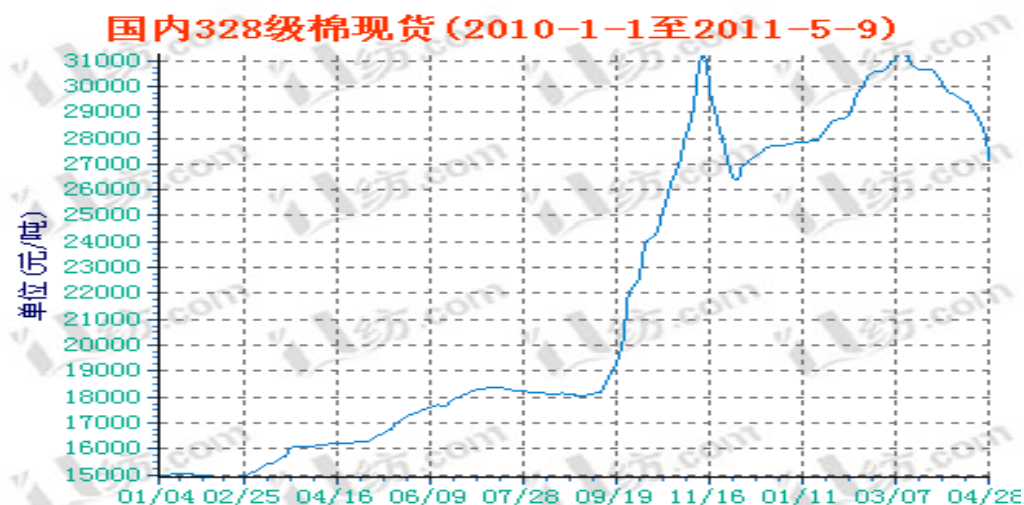


资料来源：国家统计局 东方证券研究所

(5) 生产成本上升压力依然较大

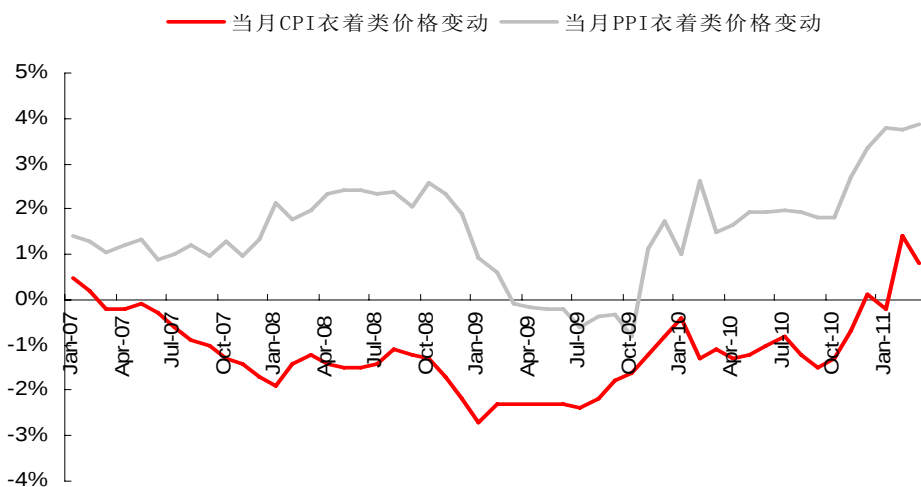
2010 年国内主流纱线和坯布平均价格比年初分别上涨了 70% 和 50% 以上。2011 年开始棉花价格震荡较为明显，经历了 1 月开始的上升，3 月开始的回调。2011 年新年受供给在增加等因素影响，我们预计全年整体将维持高位震荡，下半年有望继续小幅下调，但整体估计均价很难回到 25000 元/吨以下的水平。除了原料，其他辅料、燃料动力等成本都在普遍上升，**生产成本持续上升将是行业中短期面临的一个常态，也将成为加速行业优胜劣汰的催化剂。**

图 9：2010 年国内棉花价格走势



资料来源：第一纺织网

图 10：07 年以来国内衣着类 CPI 和 PPI 单月变动情况



资料来源：万得资讯 东方证券研究所

重点上市公司年报季报回顾及预测差异性分析

七匹狼（002029）

2010 年公司营业收入和净利润同比分别增长 10.59%和 38.87%，每股收益为 1.00 元，与我们之前的预期基本一致。公司营业收入增长的主要来自于老店的同店增长、品牌影响力的提升和自营渠道的扩张。年报显示，2010 年公司终端网点数比 2009 年净增加 276 家，达到 3525 家，其中，直营及联营终端 388 家，代理终端 3137 家。2010 年公司直营和加盟的渠道扩张速度分别为 76%和 4%左右。此外，报告期公司通过品牌营销、渠道管理和供应链梳理等一系列升级改造也有效地促进了公司销售规模的扩大。

2011 年一季度公司营业收入和净利润同比分别增长 28.97%和 36.03%，每股收益 0.45 元，略高于我们之前的预期。公司营业收入较去年同期增长主要的原因是公司订单增加。公司订单增加一方面我们认为是和市场对公司品牌的认可，需求增加有关，另一方面则是由于公司给经销商提供了一定的信用额度，促进了经销商的拿货，另外营业收入的增加还和公司供应链反应速度加快，1 季度较去年同期存在一定的提前发货有关。公司一季度净利润增速高于营业收入增速，也略高于我们之前预期的的主要原因是实际所得税率的下降。较往年年终计 15%的所得税不同，公司今年直接在一季度即按 15%计算所得税，因此导致净利润增长较多。

从公司的年报和一季报情况看，在渠道外延扩张速度相对前期放缓的情况，公司通过夯实内功（稳固和提升品牌地位、渠道管理优化、商品企划和供应链效率提升等）将延长其快速增长期。我们预计公司 2011 年将开始进入外延扩张重新恢复和内在运营效率持续提升的新阶段。从一季报的情况和 3 月份刚刚结束的公司 2011 年秋冬订货会情况看，我们认为 2011 年公司销售的良好增长基本确立。目前我们维持对公司 2011—2013 年每股收益分别为 1.31 元、1.73 元和 2.14 元的预测，维持公司“买入”评级。

伟星股份（002003）

2010 年公司营业收入和净利润同比分别增长 31.12%和 48.47%，实现每股收益 0.99 元（按配股后 2.59 亿的股本全面摊薄计算），略高于我们之前的预期。公司营业收入的快速增长来自于产能的增加和营销网络的进一步开拓，分产品看纽扣对销售增长的贡献最大。分地区看，公司产品销售仍以国内市场为主，直接出口仅占 13%左右。2010 年公司国内销售和出口分别增长 31%和 20%。2010 年公司盈利增速超过收入增速的主要原因是期间费用的有效控制和营业外收入的增加。年报显示，公司综合毛利率同比基本持平，推动盈利增速超过收入增速的主要原因是期间费用比率同比下降了 1.17 个百分点（这也是略超我们预期的重要原因），同时报告期公司因为土地转让增加营业外收入 800 多万元。

2011 年一季度公司营业收入和净利润同比分别增长 27.58%和-41.3%，实现每股收益 0.04 元。不考虑非经常损益，公司营业利润同比下降 2.74%，低于我们的预期，主要原因是报告期管理费用率同比增加了 1.08 个百分点。季报显示，公司一季度毛利率同比仍是上升的。

从年报和一季报情况看，像公司一样具有规模、研发、成本、质量和服务优势的半制造半消费企业其综合竞争力和财务报表是有望不断超越市场预期的。我们认为伴随品牌服饰企业的壮大和提升，

公司将分享到下游需求增长和市场占有率提升带来的双重增长。而一季度短期波动（因为一季度一向是公司的淡季，按照历史水平看，一般仅占全年盈利的 5%—10% 之间）不会改变对公司全年的良好预期，实际反而为资本市场提供了更好的介入机会。我们维持公司 2011—2013 年每股收益 1.24 元、1.59 元和 1.93 元的预测。维持公司“买入”评级。

富安娜（002327）

2010 年公司营业收入和净利润同比分别增长 34.80% 和 48.37%，每股收益 0.95 元，盈利增长略高于我们之前的预期。公司营业收入快速增长主要来自渠道的快速扩张和品牌的提升。2010 年公司营销网点增幅接近 30%，加盟扩张的势头和占收入的比重明显提升。**公司盈利增速明显超过收入增速的主要原因是主营毛利率同比明显提高，这也是业绩超过我们预期的主要原因。**2010 年公司综合毛利率为 46.11%，较上年提高 3.12 个百分点，我们认为毛利率的上涨主要是一方面来自于提前储备原材料和集中集中采购带来的成本控制，另一方面通过积极开发新产品带动了产品均价的有效提升。

2011 年一季度公司营业收入和净利润分别同比增长 31.49% 和 63.25%，每股收益 0.44 元，超过我们的预期。一季度公司净利润增速超过营业收入增速的主要原因是毛利率的提高和期间费用率的减少，**提价带来的盈利能力提升超过我们最初的预期。**公司一季度毛利率为 49.56%，较上年同期提高 2.89 个百分点，我们认为这主要来自公司对前期对原材料的部分提前储备以及新产品的不断开发和产品老产品提价所带来的产品均价提升。公司一季度管理费用率控制较好，较上年同期下降 2.22 个百分点，主要是管理费用和财务费用在收入增长的情况下同比均呈现下降态势。

从年报和一季报的情况看，目前家纺子行业的发展态势在全行业中是最好的，而且从年报看公司在加盟扩张和多品牌发展上取得了快速的发展，在良好品牌基础的提价能力也超过市场预期。我们维持对公司 2011—2013 年的每股收益分别为 1.31 元、1.77 元和 2.37 元的预测，三年盈利复合增长率在 36% 左右，维持公司“增持”评级。

梦洁家纺（002397）

2010 年公司营业收入和净利润分别同比增长 35.53% 和 3.55%（扣非后同比增长 55%），每股收益 0.97 元，盈利略高于我们最初的预期。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 年公司扩张速度在 20% 左右。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，这也是公司业绩超过我们预期的主要原因。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。

公司 2011 年一季度营业收入和净利润分别同比增长 58.24% 和 41.94%，略低于我们预期。虽然一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，这也是盈利低于我们预期的主要原因。**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。

从年报和一季报的情况看，目前家纺子行业的发展态势在全行业中是最好的，公司上市后在渠道扩张方面采取了更为积极进取的策略，也取得了良好的效果，我们认为公司 2011 年将继续保持快速增长态势。

我们维持对公司 2010-2013 年的每股收益分别为 1.42 元、1.95 元和 2.65 元的预测，维持对公司的“增持”评级。

鲁泰 A (000726)

2010 年公司营业收入和净利润分别增长 24.51%和 29.62%，每股收益为 0.74 元。。公司营业收入与我们原先的预期基本一致，但净利润略低于我们最初的预期，主要原因是第四季度管理费用率大幅上升至 14.54%，同比大幅增加超过 3 个百分点，主要是职工薪酬以及研发费用增加所致。

公司 2011 年一季度营业收入和盈利同比分别增长 40.15%和 40.17%，一季度每股收益为 0.21 元，超越市场之前的一致预期。我们报告期公司销售收入的增长主要来自于主导产品面料和衬衣销量的增加和产品价格的提升，其中价格的提升作用对一季度影响更大。**像公司这样具有规模、质量、研发和产业链配套等综合竞争力的企业在原料上涨的目前阶段其转嫁能力是超过市场预期的，也是公司一季报超越市场预期的主要原因。**

从年报和一季报情况看，我们认为公司目前在量能上面已经进入一个相对稳定增长的阶段，但产品结构的调整升级带来的平均价格的提高对销售和盈利增长也会起到积极的推动作用。而对期间费用的超强控制力也将进一步巩固公司的盈利能力。我们维持对公司 2011—2013 年的每股收益分别为 0.95 元、1.13 元和 1.34 元的预测，未来三年盈利复合增长率在 22%，目前估值存在明显低估，维持对公司的“买入”评级。

报喜鸟 (002154)

公司 2010 年实现营业收入和净利润同比分别增长 15.19%和 31.29%，每股收益 0.83 元，与我们预期一致。公司营业收入保持一定增长主要是来自渠道的持续拓展。2010 年公司总店铺扩张速度在 17%左右。另外公司加大了对加盟商的赊销信用额度也在一定程度上促进了销售。报告期公司净利润增速超过营业收入增速的主要原因是期间费用比率保持稳定的情况下综合毛利率较上年提升 2.8 个百分点，我们认为公司毛利率的上升主要与公司品牌附加值提升和销售价格倍率持续提高有关。

2011 年一季度公司营业收入和净利润分别较上年增长 40.96%和 75.72%，实现每股收益 0.12 元，盈利增速超过我们的预期。营业收入的大幅增长主要是由于公司加大对终端市场的投入，网点不断增加，同时比上年同期对市场加大发货所致。而**一季度净利润增速超过营业收入，主要是由于公司 1 季度毛利率较上年大幅提高 7.3 个百分点，这也是公司盈利超预期的主要原因。**

我们预计公司 2011 年起将凭借渠道的加快扩张和多品牌多系列业务全面推进实现规模化增长，从 2011 年年初开始的一系列投资公告也显示公司已经开始积极贯彻这一策略。目前我们维持对公司 2011-2013 年的每股收益分别为 1.14 元、1.50 元和 1.90 元的预测，维持对公司的“增持”评级。

美邦服饰（002269）

2010 年公司实现营业收入和净利润同比分别增长 44%和 25%，每股收益为 0.75 元，与我们的预期基本一致。公司收入的增长主要来自于渠道的快速扩张带来的直营销售持续快速增长和加盟销售快速恢复。公司 2010 年店铺数量扩张 27%左右，同时单店面积也有了较大的提升。2010 年从财务表现而言对公司来说是跌宕起伏的一年。从一、二季度的微利到全年业绩目标的顺利实现经历了较大的变化。2010 年全年公司毛利率同比有所上升，期间费用比率得到一定控制。2010 年公司净利润增速低于利润总额增速的主要的原因是公司 2009 年度享受的企业所得税优惠约 8280 万冲减了当期所得税费用，而本年度无此优惠。另外，2009 年度母公司所得税率为 20%，本年度所得税率升至 22%。

公司 2011 年一季度营业收入和净利润分别同比增长 46.26%和 1222.70%，每股收益 0.2 元，略超预期。由于公司 2010 年特殊情况造成净利润前低后高，因此低基数效应造成了 2011 年上半年净利润的爆发式增长。公司一季度营业收入的快速增长主要来自端店铺数的稳定增长和零售管理能力的持续提升。另外终端折扣率的有效控制也是造成收入增长的一个原因。公司净利润较上年年同期爆发式增长主要的因素是毛利率同比大幅提高 7.87 个百分点，期间费用率同比下降 2.28 个百分点。

从年报和一季报情况看，公司未来资产负债表项目需要进一步完善，特别是存货情况需要时间的消化。一季报显示，公司存货为 31 亿元左右，比 2010 年年底有所增加，我们认为主要是夏装入库所致。我们预计公司的存货将随着 2011 年秋冬的来临将得到逐步消化。存货的消化进度也可能影响后期的利润表，因为目前公司基本没有计提资产减值损失。

我们看好休闲服行业的巨大市场空间和公司作为龙头企业对品牌运营的深入理解和把握能力。公司作为行业内的领先企业，有望凭借近年持续提高的产品设计水平、品牌营销能力、产品竞争力和美誉度，获得销售收入的快速增长。我们可以看到公司对 MB 品牌的运作日益娴熟，经营保持持续快速增长，而 MC 品牌预计从明年开始将逐步贡献盈利，另外去年底推出的邦购网，虽然短期对公司的业绩贡献不明显，但未来潜力值得关注。

我们维持对公司 2011-2013 年的每股收益分别为 1.13 元、1.65 元和 2.24 元的预测，维持对公司的“买入”评级，短期需要关注其存货的消化进度。

行业投资建议

从纺织服装板块 2010 年报和 2011 一季报的情况以及纺织服装全行业（包括上市和非上市公司）一季度的经济指标看，以内销为主的品牌服饰类企业的盈利能力、盈利增速、质量和可持续性明显高于纺织制造型企业，在品牌服饰类企业中家纺子行业的盈利增速更为突出，未来快速增长的可持续时间预期更长。因此我们目前维持对品牌服饰企业坚定看好的投资观点，对于少部分基本面特别

优势的中游制造企业的低估值机会也建议重点关注。目前阶段我们首推七匹狼（买入）、伟星股份（买入）、鲁泰（买入）、富安娜（增持）、梦洁家纺（增持）和报喜鸟（增持）。

表 2：纺织服装行业重点公司盈利预测与投资评级

股票名称	2010 年 EPS	2011 年 EPS	2012 年 EPS	2010 年 PE	2011 年 PE	2012 年 PE	三年盈利 复合增长 率	投资评级
伟星股份	0.99	1.24	1.59	20.25	16.17	12.61	25%	买入
报喜鸟	0.83	1.14	1.50	33.95	24.72	18.79	32%	增持
七匹狼	1.00	1.31	1.73	34.80	26.56	20.12	29%	买入
美邦服饰	0.75	1.13	1.65	42.99	28.53	19.54	44%	买入
森马服饰	1.67	2.10	2.80	32.34	25.71	19.29	35%	买入
鲁泰	0.74	0.95	1.13	14.74	11.48	9.65	22%	买入
瑞贝卡	0.23	0.34	0.44	43.61	29.50	22.80	38%	增持
富安娜	0.95	1.31	1.77	41.07	29.79	22.05	36%	增持
梦洁家纺	0.97	1.42	1.95	42.91	29.31	21.34	40%	增持
星期六	0.28	0.36	0.48	40.18	31.25	23.44	33%	增持
嘉麟杰	0.30	0.41	0.57	50.57	37.00	26.61	33%	中性
探路者	0.20	0.37	0.57	72.55	39.22	25.46	60%	增持

资料来源：东方证券研究所 公司股价为 5 月 10 日收盘价

附图：相关上市公司近期资金流向



资金流向

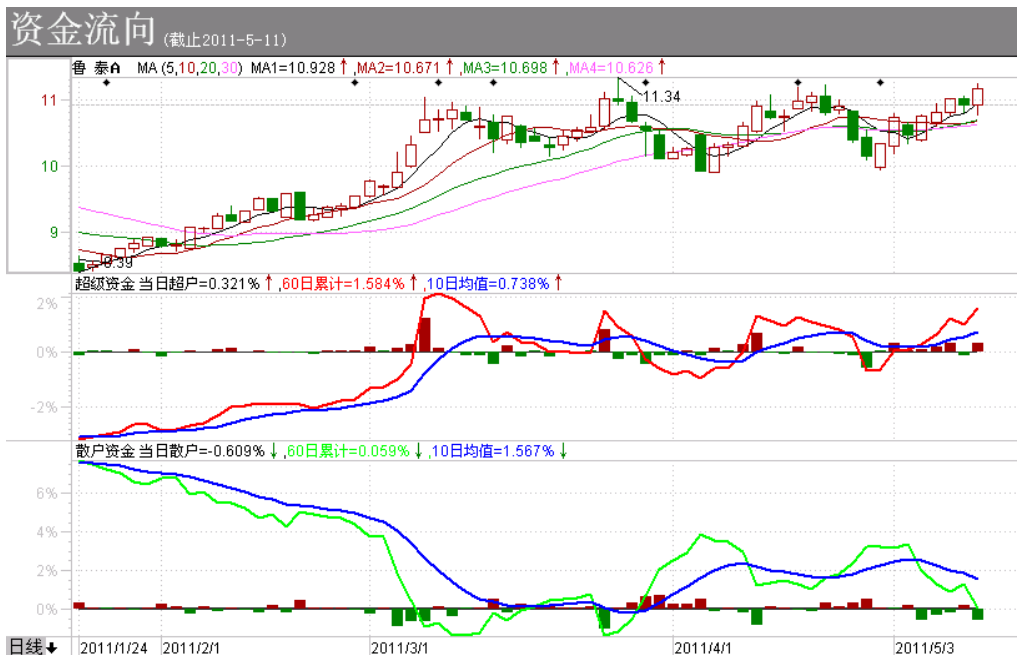
(截止 2011-5-11)



资金流向

(截止 2011-5-11)







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