

# 毛利率提升，外延式扩张推进

## 增持首次评级

目标价格：43.4元

### 投资要点：

- 📖 公司上半年营业收入与净利润大幅增长符合预期。
- 📖 毛利率持续提升，品牌结构逐渐完善。
- 📖 营销渠道扩张，非传统优势地区渗透力度加大。

### 报告摘要：

- **中报业绩增长良好。**报告期内公司共实现营业总收入 55,450.80 万元，同比增长 59.61%。实现营业利润 5,547.84 万元，同比增长 61.69%。实现净利润 4,101.03 万元，同比增长 43.47%。每股收益 0.44 元，同比增长 22.22%。毛利率也显著提高，业绩增长符合预期。
- **国内家纺行业将来发展空间巨大。**发达国家家用、服装与产业用纺织约各占三分之一的比重，而国内家纺消费仅占 20%。家纺行业目前处于前成长期，行业空间广阔。未来随着居民收入水平的提高与消费升级、城镇化的大趋势，中、高档次家纺产品的市场必然也会扩张。
- **毛利率显著提升，一定程度抵消销售费用率的上涨。**多报告期内公司毛利率为 43.8%，同比上升 5.4%。这主要得益于高附加值产品销售比重增长，使得总体档次提升。报告期内公司净利润慢于收入增速是由于销售费用的提高，其对净利润的影响被毛利率增长一定程度抵消。
- **加大对非传统优势地区的渗透力度，大力扩展市场销售渠道。**公司的传统重点销售区域在华中地区，本期在华中地区的收入同比增长 51.6%，在其他地区的收入同比增长 68.0%，西南与华南收入增速达到了 180.0%与 156.3%，效果显著。另外，全年公司净增各品牌销售终端 328 家，单店零售能力提升，品牌形象得到进一步优化，都将保证公司销售收入在未来几年内保持较高的增长。

### 中小市值上市公司研究组

#### 纺织服装行业

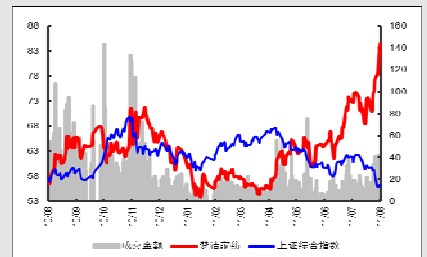
#### 高级分析师：

**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)	0.44
摊薄每股收益 (元)	0.44
每股净资产 (元)	11.28
净资产收益率	3.98%
净利润增长率	43.47%
总股本 (百万)	151
流通股本 (百万)	46
8月11日收盘价 (元)	34.05

数据来源：公司中报

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	630.94	855.14	1233.11	1670.25	2220.94
同比增长 (%)	1.51	35.53	44.20	35.45	32.97
净利润	88.61	91.75	138.03	192.14	261.81
同比增长 (%)	75.50	3.55	50.44	36.26	29.65
EPS	1.8853	0.9709	0.9048	1.2449	1.6785
P/E	57.40	43.26	37.19	27.03	20.05

## 风险提示

房地产市场成交低迷，可能会减少对家纺产品的需求。  
原料及人工成本的上升。

## 主营业务收入占比分析

目前公司旗下主要品牌有核心品牌“梦洁”、高端品牌“寐”、儿童品牌“梦洁宝贝”，另外还推出了网销品牌“觅”，以及配合空间广阔的保障性住房市场推出的中低端“平实美学”。公司品牌由高端到低端的梯度建设较为完善，所处市场涉及成人与儿童两大细分市场；产品类别包括床上用品、床垫、儿童玩偶及高端家居用品等，涵盖面广，对未来的协同发展有一个良好的承接与覆盖。

从分产品营业收入与净利润占比来看，主品牌“梦洁”系列占据大部分份额，毛利率同比增加了 5.96%，为公司收入与利润增长提供了持续的动力。高端品牌“寐”的毛利率最高，达到 52.97%，由于促销力度的加大导致费用率提高，同比下降了 3.46%。然而目前国内高端家纺品牌比较缺失，公司的“寐”发展到现在已经有了一定的市场基础，是公司多品牌组合中比较有特色的部分，未来此市场打开后的空间很值得期待。目前业绩贡献率较低的品牌“宝贝”将来也具有一定的成长性，和网购品牌一起将成为公司规模扩张的重要看点。

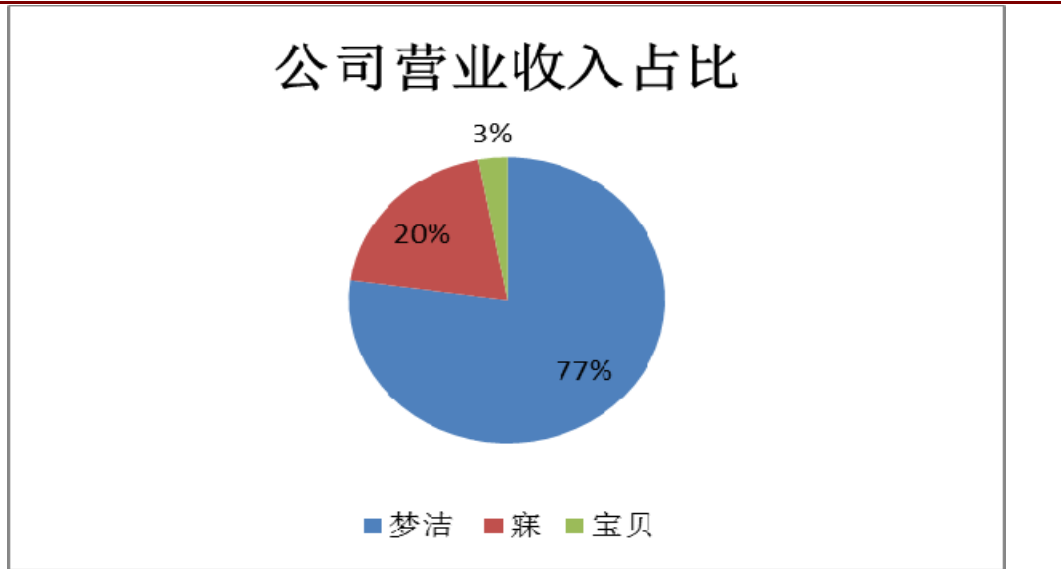
从销售区域各自的情况来看，西南、华南、东北等传统弱势区域的收入增速分别达到 180%、156%与 79%，远高于传统优势区域华中地区的 52%增速。同时华南、华北、西南、西北区域的毛利率也已首次超过华中地区。未来弱势及空白市场的覆盖将确保公司业绩的高增长。

**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	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入同比增减 (%)	营业成本同比增减 (%)	毛利率同比增减(%)
梦洁	42,775.42	25,148.03	41.21	45.34	31.95	增加 5.96 个百分点
寐	11,038.11	5,191.36	52.97	110.66	127.54	减少 3.49 个百分点
宝贝	55,421.66	31,143.00	43.81	59.85	45.94	增加 5.36 个百分点

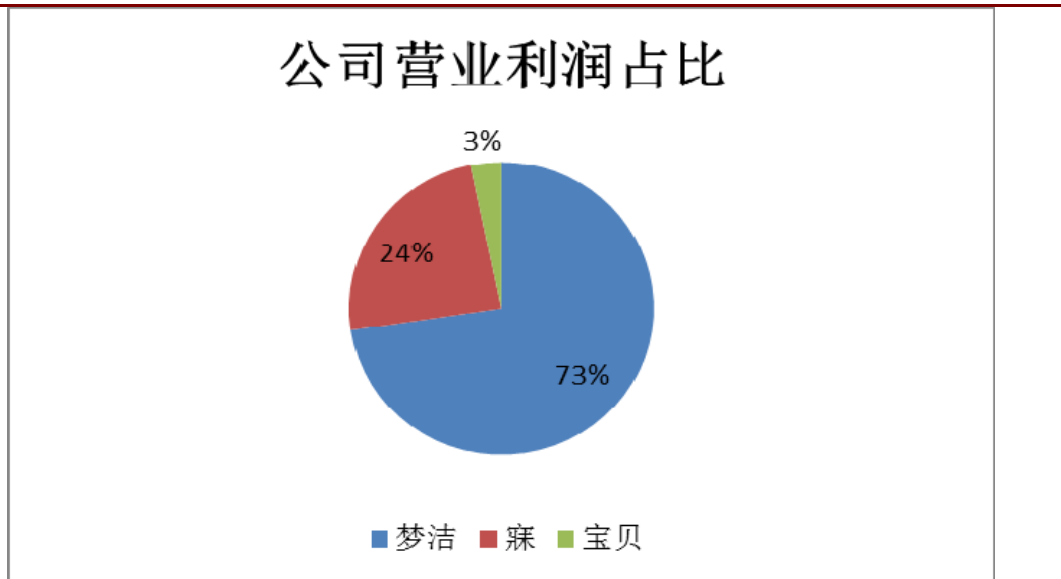
资料来源: 公司半年报 宏源证券

图 1: 公司分产品营业收入占比



资料来源: WIND 宏源证券

图 2: 公司分产品营业利润占比



资料来源: WIND 宏源证券

### 公司近三年成长和盈利情况分析

公司主营业务收入近三年来都有大幅增长, 唯一的例外是在 09 年受金融危机影响, 但是也取得了正增长率, 显示了公司近些年来良好的发展态势。11 年上半年公司净增加门店 200 多家, 总店铺已经超过 2200 家, 其中直营门店超过了 74 家, 占比有所提高。7 月底公司召开了秋冬产品的补货订货会, 使得 11 年全年订货额达到近 7.9 个亿, 占预计全年收入的 65% 以上, 业绩的确定性大大增强。

公司近三年来毛利率稳步提高, 2011 年上半年毛利率同比上升 5.36% 至 43.81%, 这主要是由于公司加大产品研发投入, 高附加值高价位产品销售比重加大, 梦洁品牌提价幅度 5%-10%, 以及直营业务占比有较大提升。由于公司规模渠道和品牌影响力的提升, 预计未

来两年公司产品毛利率将继续提高。

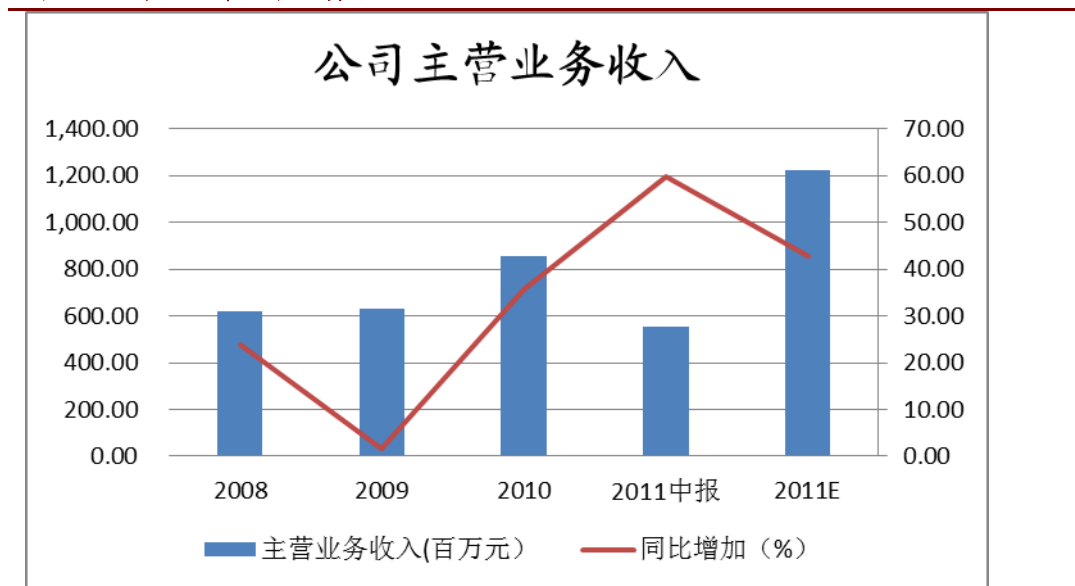
公司净利率近两年呈现下降趋势，11年上半年销售费用率则是上升6.16%至28.65%，这主要是由于公司加大销售终端建设以及加大广告宣传力度。这也为中长期稳定增长奠定了良好的基础。

**表 2: 公司近三年财务指标**

年份	20081231	20091231	20101231	20110630	20111231E
主营业务收入(万元)	62153.41	63094.05	88513.53	55421.66	12331.12
同比增长率(%)	23.85	1.51	35.53	59.85	44.20
净利润(万元)	5043.27	8860.91	9175.14	4101.03	1368.05
同比增长率(%)	10.05	75.70	3.55	43.47	49.10
销售净利率(%)	8.11	14.1	10.76	7.4	NA
销售毛利率(%)	33.07	36.27	40.63	43.81	NA

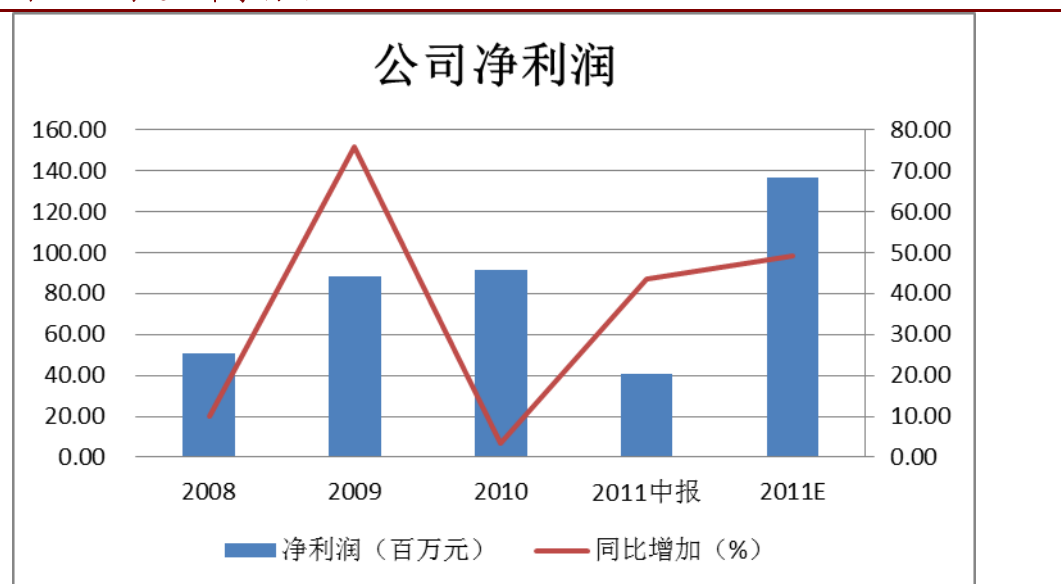
资料来源: WIND 宏源证券

**图 3: 公司近三年主营业务收入**



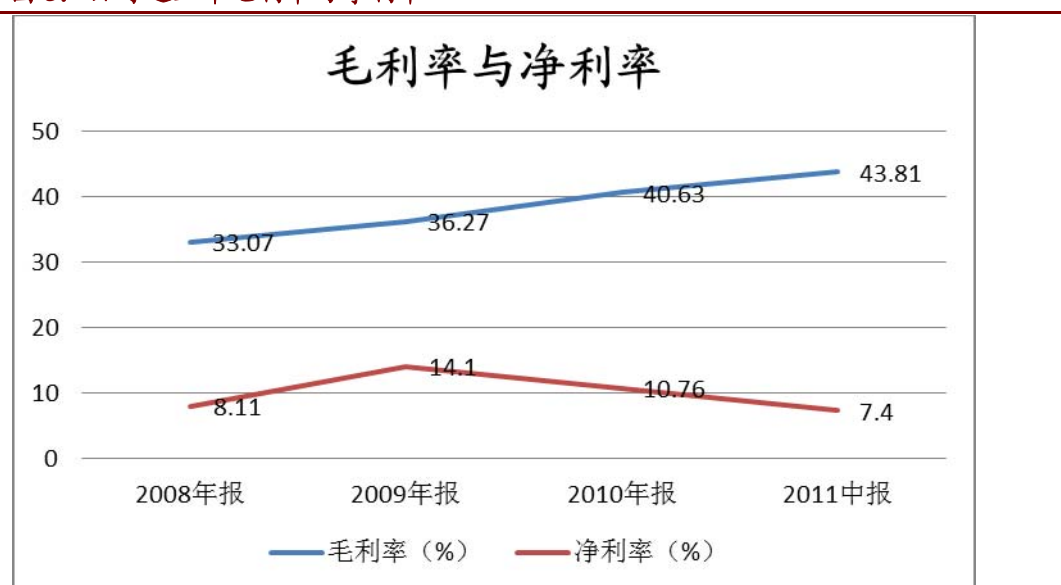
资料来源: WIND 宏源证券

图 4: 公司近三年净利润



资料来源: WIND 宏源证券

图 5: 公司近三年毛利率与净利率



资料来源: WIND 宏源证券

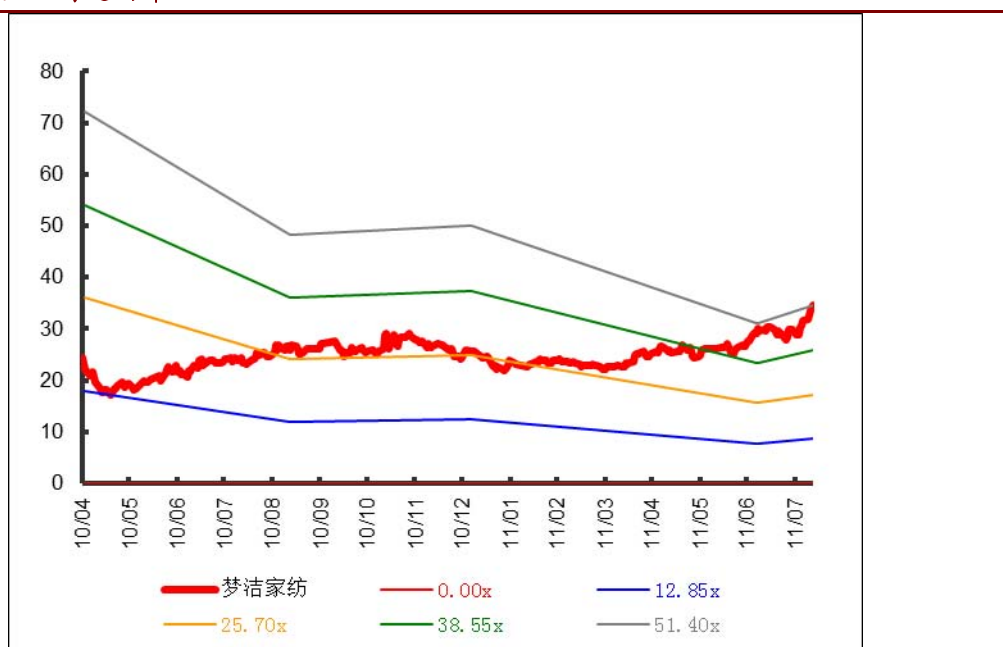
## 收益预测和估值

根据我们的业绩预测模型,我们预计 2011 年-2013 年的 EPS 分别为 0.9048 元、1.2449 元、1.6785 元,对应的 2011 年-2013 年的市盈率分别为 37.19 倍、27.03 倍、20.05 倍。根据对公司历史 PE/PB 估值区间分析,我们给予公司“增持”投资评级。按 2012 年预测收益 35 倍的市盈率来估值,未来 6 个月目标价为 43.4 元。

盈利预测	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入(百万元)	630.94	855.14	1,220.00	1,649.92	2,185.55
增长率(%)	1.51	35.53	42.67	35.24	32.46
归属母公司股东的净利润(百万元)	88.61	91.75	136.80	188.22	253.79
增长率(%)	75.7	3.55	49.10	37.59	34.83
市盈率	57.40	43.26	37.19	27.03	20.05
每股收益-摊薄(元)	1.8853	0.9709	0.9048	1.2449	1.6785

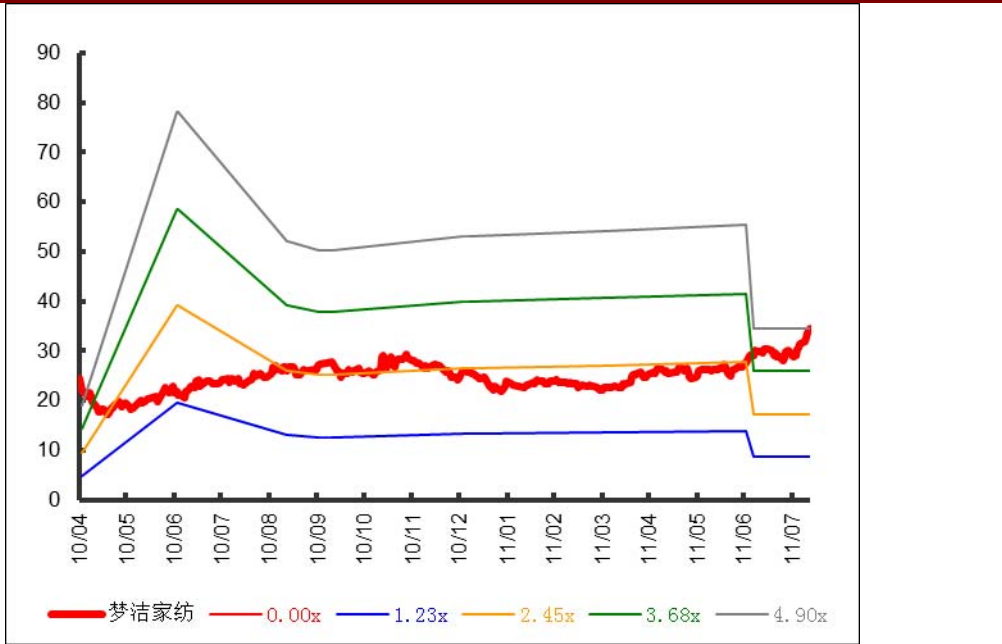
资料来源: Wind 宏源证券

图 6: 公司近两年 PE Bands



资料来源: WIND 宏源证券

图 7: 公司近两年 PB Bands



资料来源: WIND 宏源证券

**分析师简介:**

**王风华:** 宏源证券研究所中小市值上市公司研究员、高级策略分析师, 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、主题投资专题研究、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。

**机构销售团队**

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