

业绩延续调整态势，复苏仍需等待

增持 维持

事件：

公司公布 2012 年三季度报：公司前三季度实现营业收入 8.06 亿元，同比增长-0.6%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.46 亿元，同比增长-28.68%；对应 EPS 为 0.30 元，业绩调整的趋势仍在继续，且幅度超出我们预期。

对此，我们点评如下：

- 在今年家纺行业景气度不佳的背景下，公司并未放弃外延式扩张步伐，但单店收入下降及费用上升亦成为公司成才的烦恼，而净利润转负更是超出我们之前预期的。
 - ◇ 公司第三季度收入同比下滑 6.4%，增速较上半年下滑 8.5 个百分点，终端需求调整的状况直接体现在了公司的销售业绩中。
 - ◇ 公司毛利率水平基本稳定，但我们前期重点关注的费用率上升趋势仍未得到有效控制，而是呈继续上升趋势。公司第三季度期间费用率达到 43.1% 的高位，较上半年提升 9.7 个百分点，其中销售费用率提升 7.9 个百分点是主要原因，我们认为销售费用率之所以仍然呈明显上升趋势，与收入下滑无法有效覆盖公司开店速度较快带来的固定成本增长有直接关系。
 - ◇ 公司三季度末存货及应收账款周转天数分别为 272.4 天、43.09 天，处于历史较高水平，也进一步验证了行业景气不佳，公司销售有所放缓的状况。
- 盈利预测及投资建议。
 - ◇ 考虑到四季度的销售延续上半年趋势及费用投放情况，我们下调公司盈利预测，预计 2012~2014 年净利润增长率分别为-32.83%、11.43%、20.27%，实现 EPS 分别为 0.50 元、0.55 元、0.67 元。
 - ◇ 我们认为在未看到明显行业回暖信号的情况下，介入公司的时机仍需等待，维持“增持”评级。
- 风险提示。经济欠佳导致公司收入继续下滑；费用增长过快。

(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	855.14	1251.91	1189.31	1308.24	1504.48
增长率	35.53%	46.40%	-5.00%	10.00%	15.00%
净利润	91.75	111.84	75.12	83.71	100.68
增长率	3.55%	21.89%	-32.83%	11.43%	20.27%
每股收益	0.61	0.74	0.50	0.55	0.67
PE	20.4	16.7	24.9	22.3	18.6

纺织服装行业研究组

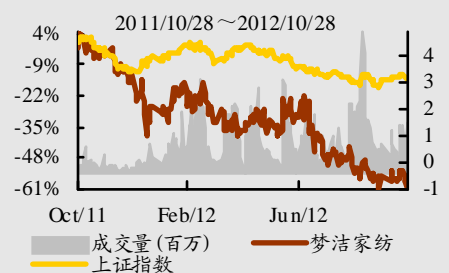
分析师：

李振亚(S1180512080002)

电话：021-51782239

Email: lizhenya@hysec.com

市场表现



公司基础数据

总股本	1.51 亿股
流通股本	4645.6 万股
上市日期	2010.04.29
当前股价(前复权)	12.37 元
第一大股东	姜天武
第一大股东持股比例	38.28%

相关研究

梦洁家纺：弱市修炼内功，蓄力未来成长
2012/8/28

纺织服装行业 10 月月报：短期调整提供中长期投资良机

2012/9/27

公司财务报表预测 (百万元)

利润表						资产负债表					
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	855	1252	1189	1308	1504	货币资金	440	364	650	800	1200
YOY	35.5%	46.4%	-5.0%	10.0%	15.0%	应收和预付款项	133	231	101	235	152
营业成本	508	696	666	733	843	存货	365	384	500	520	550
毛利	347	556	523	576	662	其他流动资产	0	0	0	0	0
%营业收入	40.6%	44.4%	44.0%	44.0%	44.0%	长期股权投资	0	0	0	0	0
营业税金及附加	4	12	11	12	14	投资性房地产	0	0	0	0	0
%营业收入	0.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产和在建工程	351	474	463	436	406
销售费用	197	357	357	386	436	无形资产和开发支出	28	36	32	27	23
%营业收入	23.1%	28.5%	30.0%	29.5%	29.0%	其他非流动资产	8	8	4	0	0
管理费用	41	47	58	63	72	资产总计	1326	1496	1750	2019	2330
%营业收入	4.8%	3.8%	4.9%	4.8%	4.8%	短期借款	30	120	368	562	772
财务费用	0	-2	3	10	14	应付和预收款项	264	286	253	285	334
%营业收入	-0.1%	-0.1%	0.2%	0.7%	1.0%	长期借款	0	0	0	0	0
资产减值损失	3	9	7	7	7	其他负债	6	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	负债合计	300	407	622	848	1107
投资收益	0	0	0	0	0	股本	95	151	151	151	151
营业利润	103	133	88	98	118	资本公积	761	704	704	704	704
%营业收入	12.0%	10.6%	7.4%	7.5%	7.8%	留存收益	169	234	273	317	370
营业外收支	2	2	0	0	0	归属母公司股东权益	1025	1089	1129	1173	1226
利润总额	105	135	88	98	118	少数股东权益	1	0	-1	-2	-2
%营业收入	12.3%	10.8%	7.4%	7.5%	7.8%	股东权益合计	1025	1089	1128	1171	1224
所得税费用	13	24	13	15	18	负债和股东权益合计	1326	1496	1750	2019	2330
净利润	92	111	75	83	100						
归属于母公司所有者的净利润	91.8	112	75	84	101						
少数股东损益	0	-1	-1	-1	-1						
现金流量表						财务指标					
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流净额	-87	91	125	44	291	毛利率	40.6%	44.4%	44.0%	44.0%	44.0%
投资活动现金流净额	-156	-167	-50	-40	-40	三项费用/销售收入	27.8%	32.2%	35.1%	35.0%	34.8%
筹资活动现金流净额	556	27	211	146	149	销售净利率	10.8%	8.8%	6.3%	6.4%	6.7%
现金净流量	313	-51	286	150	400	ROE	9.0%	10.3%	6.7%	7.1%	8.2%
						EBIT 增长率	9.0%	10.3%	6.7%	7.1%	8.2%
						流动比率	3.2	2.4	2.0	1.8	1.7
						速动比率	1.9	1.5	1.2	1.2	1.2
						应收账款周转率	15.7	9.7	41.2	11.2	29.7

资料来源: 宏源证券研究所

分析师简介:

李振亚: 宏源证券研究所纺织服装行业研究员, 复旦大学信息工程学院工学硕士, 2011年加盟宏源证券研究所。曾任职于国金证券研究所, 先后从事建材、中小盘研究, 2009年新财富第一名、2010年新财富第二名团队成员。

重点覆盖公司: 九牧王、卡奴迪路、探路者、罗莱家纺、富安娜、梦洁家纺、瑞贝卡、鲁泰A、华孚色纺。

机构销售团队

区域	姓名	手机号	座机号	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云		13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越		18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-82934785	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@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。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。