

梦洁家纺 (002397)

增持/ 维持评级

股价: RMB58.8

分析师

汪蓉

SAC 执业证书编号:S1000210040001

+755-82492801 wangrongyjs@lhqz.com

相关研究

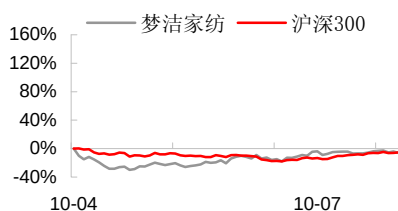
《以爱为基石的家纺龙头》公司新股报告
2010/04/14

基础数据

总股本(百万股)	63
流通A股(百万股)	16
流通B股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通A股市值(百万元)	941

- 公司今日发布 2010 年中报, 实现销售收入 3.47 亿元, 同比提升 34.12%; 实现净利润 2835.74 万元, 同比提升 32.75%。分红方案为每 10 股派现金红利 8 元、送红股 5 股。预计 2010 年 1-9 月份净利润同比增长 20%-40%;
- 报告期内, 公司综合毛利率提升 4.73 个百分点至 38.45%, 增幅超市场预期。提升原因在于: 1、占销售收入 25% 的新品提价 5%-10%; 2、高毛利产品的销售收入增长较快。分渠道来看, 公司直营占比提升至 28.35%, 对提升综合毛利率亦有较大帮助。预计未来随着公司直营占比的持续提升, 毛利率还有提升空间;
- 上半年公司门店拓展速度低于预期, 新增门店数约 70 间, 远低于全年计划的 500 间新增量。预计全年完成计划的难度较大, 实际新增量估计在 280-300 间左右。由于门店建设进度低于预期, 小幅下调全年收入至 8.84 亿元, 同比提升约 40%;
- 由于渠道拓展速度较往年明显加快, 以及广告宣传投入的加大, 报告期公司的销售费用提升幅度超过收入增幅, 达到 45.88% 的水平; 同时业务量的增大也导致管理费用的提升幅度达到 41.63%。预计未来 2-3 年内, 费用支出的增加将呈常态;
- 作为华中地区的龙头家纺企业, 公司具备较高的品牌知名度和美誉度、较强的门店复制能力, 其在营销管理方面有突出特点, 强调客户忠诚度的培养和加盟商的精细化管理、推行五季推广营销模式等, 更有利于保证渠道稳定性。相较于罗莱家纺和富安娜, 公司在单店销售额、区域覆盖面和毛利率水平等方面稍逊一筹, 但预计随着公司加速渠道扩张、逐步提升市场占有率后, 与前两者的差距有望缩小;
- 预计公司 2010-2012 年收入分别为 8.84 亿元、11.24 亿元和 14.11 亿元; 净利润分别为 0.90 亿元、1.06 亿元和 1.41 亿元; EPS 分别为 1.43 元、1.69 元和 2.24 元。对应当前股价 PE 分别为 41、35 和 26 倍, 估值略高, 给以增持评级。

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图

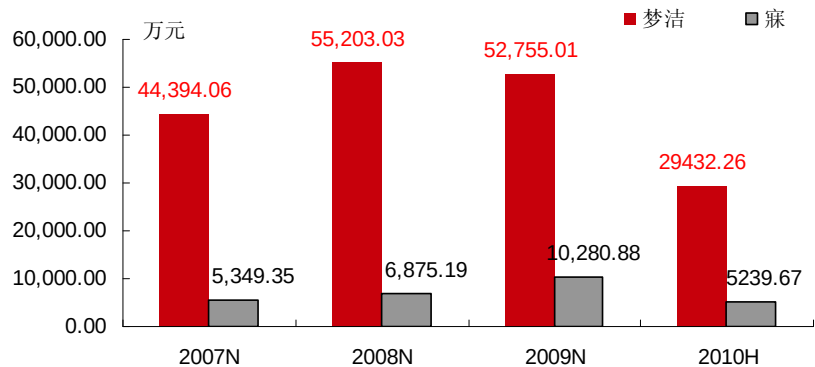


资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	630.9	347.4	884.1	1124.3	1411.2
(+/-%)	1.5	34.1	40.1	27.2	25.5
归属母公司净利润(百万元)	88.6	28.4	89.8	106.2	140.9
(+/-%)	75.7	32.8	1.3	18.3	32.6
EPS(元)	1.41	0.45	1.42	1.69	2.24
P/E(倍)	41.8	130.6	41.3	34.9	26.3

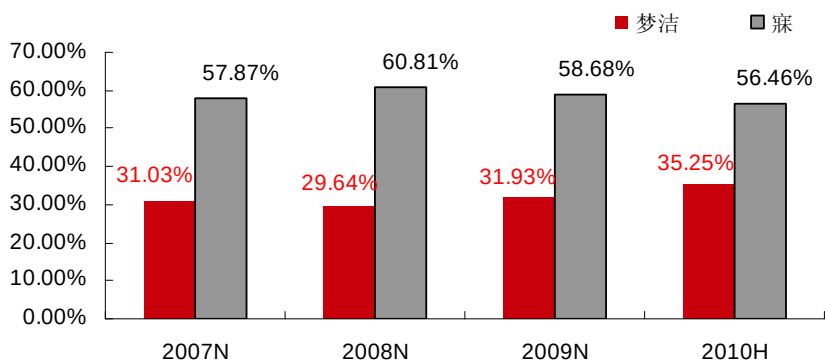
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

图 1 2007-2010 中期分品牌收入



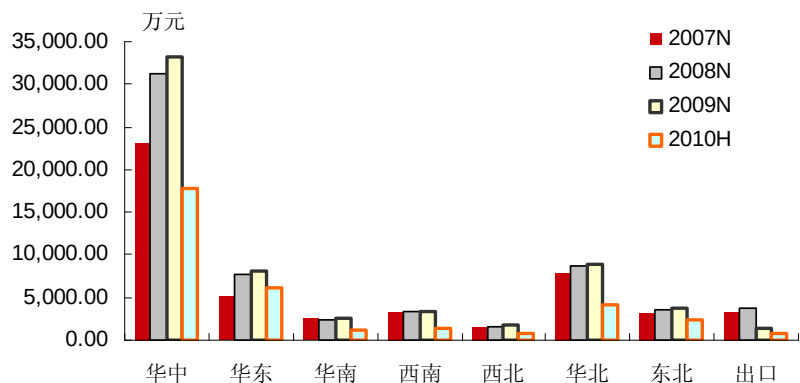
资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所整理

图 2 2007-2010H 分品牌毛利率



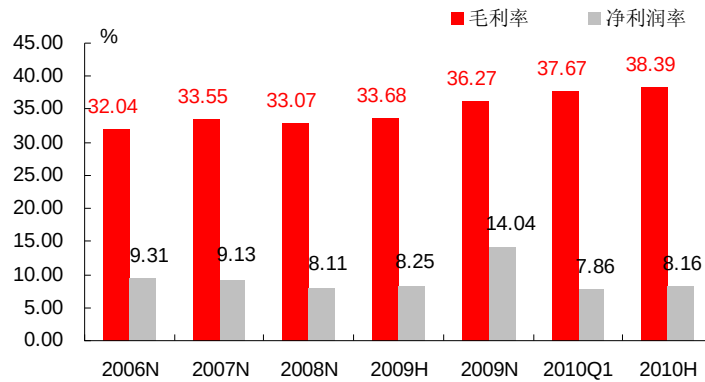
资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所整理

图 3 2007-2010H 公司分区域收入构成



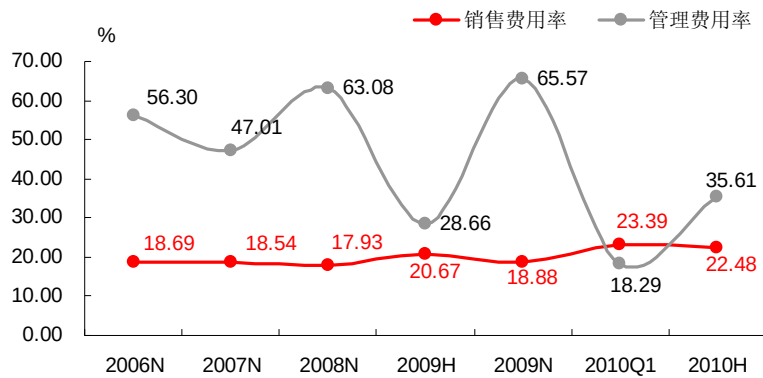
资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所整理

图 4 2007-2010 中期毛利率和净利率变动情况



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所整理

图 5 2007-2010 中期销售费用率和管理费用率变动情况



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所整理

表 1 子公司 2010 年上半年盈利情况

子公司	注册资本	控股比例	资产总额	净资产	1-6 月净利润
湖南梦洁新材料科技有限公司	500 万元	90%	15,150,159.35	8,436,220.22	2,271,127.69
湖南寐家居科技有限公司	800 万元	100%	71,937,339.69	27,988,785.46	12,871,133.98
南通梦洁家纺有限公司	240 万元	100%	42,561,853.02	4,889,915.95	1,238,438.38
上海梦寐家纺有限责任公司	500 万元	100%	22,132,646.70	2,789,778.84	-956,785.80

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

表 2 三家上市公司比较

	罗莱	富安娜	梦洁	比较
公司愿景	优化渠道和产品结构、提升整体技术水平和创新能力，充分发挥品牌、渠道和研发优势，持续满足人们对家纺品多品种、多规格、小批量、高档次的需求，将公司逐步打造成国际一流家纺企业	以“创造美好睡眠生活，打造百年家居品牌”为经营理念，走集团化发展道路；以上市为契机，未来十年销售规模达到 30 多亿元人民币，逐渐成长为世界级家纺企业	梦洁的产品成为关爱家庭的象征，把梦洁带回家就是把爱带回家	梦洁的企业愿景更为人性化、体现了社会关爱
品牌定位	做大做强“罗莱”品牌的同时，加强与国际知名家纺品牌合作，构建和完善“多品牌矩阵”，最大程度实现消费者对中高档品牌家纺产品的需求	致力于为消费者提供艺术家纺产品；提出“大家居”概念，主张家居装饰搭配方面突出和谐美感，将家居产品与家用纺织品完美配套，形成一致化家居格调	宣扬爱家文化，“爱在家庭”的文化理念	梦洁将企业文化与品牌文化更有机的结合
主打品牌	罗莱、SHERIDAN、SAINT MARC、DISNEY 及其他诸多国际代理品牌	核心品牌“富安娜”、明星品牌“馨而乐”、高端品牌“维莎”、大众品牌“圣之花”、新品牌“劳拉夫人”	多系列“梦洁”牌、奢侈品牌“寐”、国内第一专业儿童品牌“梦洁宝贝”、网购品牌“觅”	富安娜和梦洁的品牌覆盖面更广、罗莱则集中于中高端
优势区域	华东地区	珠三角市场	华中地区	罗莱的市场覆盖面最广
渠道建设	特许加盟为主、直营为辅，加盟商所在区域公司不再直营；专柜渠道丰富	直营与加盟并举；直营所在区域加盟不进；	直营和加盟并举；对市场容量大、购买力强、品牌影响力大的地区以直营为主；其他二、三级市场发展加盟	梦洁的直营收入占比高于罗莱、低于富安娜
加盟商制度	支付履约保证金、款到发货、月度和年度购货指标；提货折扣约为 45 折；	支付 2 万元履约保证金、款到发货、有一定销售指标要求；以成本加成的方式制定批发价，加成率在 50%-70%	发展唯一专卖商、按照形象、价格、营销政策和服务规范四统一原则进行管理，并进行业务、服务的专业指导。支付 2-3 万元保证金、现款现货，以成本加成方式确定批发价	梦洁与富安娜的定价策略更近似
订货制度	一年三次针对加盟商的订货会、订货量占到当季产品需求总量的约 30%，其余时间接受补单；常规产品需提前 1 周提交订单、促销产品需提前 1 个月提交订单；	一年两-三次针对加盟商的订货会、订货量占到当季产品需求总量的约 20%，随后进行 3 个月滚动下单；常规产品需提前 1 周提交订单、促销产品需提前 50-60 天提交订单；	全面订货制度，一年两次订货会（每年 4 月份和 7 月份的秋冬和春夏订货会）；	梦洁首次推行全面订货制度

生产状况 自产比例较高、总产能高于富安娜、生产灵活性更好、主控力更强；生产组织方式为“订单+预测”，一是通过订货会接受加盟商订单、二是依据 ERP 管理系统、以历史数据为基础对未来需求进行预测、并安排生产；	约有 25%的外协比例，但主要为非主打产品；生产组织方式上：对加盟商以订单组织生产、对直营店以市场预测组织生产	09 年后全面按订单组织生产；目前各类产品产能均严重不足	罗莱的产能更大、快速反映能力最强
信息系统建设 已上 ERP	信息系统建设投入早、实现了对直营终端的全面覆盖和加盟终端的 50%覆盖	2010 年底实现直营和加盟终端的全面覆盖	梦洁和富安娜的信息系统建设走的更远

资料来源：各公司公告、公司招股说明书、华泰联合证券研究所整理

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	413	1215	1406	1636	营业收入	631	884	1124	1411
现金	161	872	973	1095	营业成本	402	546	686	855
应收账款	32	49	62	78	营业税金及附加	5	7	9	11
其他应收款	19	22	30	39	营业费用	119	186	236	296
预付账款	14	20	24	30	管理费用	24	34	43	54
存货	187	251	316	393	财务费用	6	3	6	5
其他流动资产	0	1	1	1	资产减值损失	2	2	2	2
非流动资产	245	237	227	216	公允价值变动收益	-0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	134	216	213	209	营业利润	73	107	142	189
无形资产	26	19	12	5	营业外收入	34	2	0	0
其他非流动资产	85	2	2	2	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	658	1453	1633	1852	利润总额	106	109	142	189
流动负债	444	373	446	524	所得税	17	18	36	47
短期借款	185	70	70	70	净利润	89	90	107	142
应付账款	131	174	221	275	少数股东损益	0	0	1	1
其他流动负债	128	129	156	179	归属母公司净利润	89	90	106	141
非流动负债	4	4	4	4	EBITDA	91	121	162	208
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.89	1.42	1.69	2.24
其他非流动负债	3	3	3	3					
负债合计	448	377	450	528	主要财务比率				
少数股东权益	1	1	2	2	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	47	63	63	63	成长能力				
资本公积	3	762	762	762	营业收入	1.5%	40.1%	27.2%	25.5%
留存收益	160	250	356	497	营业利润	19.8%	46.0%	33.5%	32.6%
归属母公司股东权益	210	1075	1181	1322	归属于母公司净利润	75.7%	1.3%	18.3%	32.6%
负债和股东权益	658	1453	1633	1852	获利能力				
					毛利率 (%)	36.3%	38.3%	39.0%	39.4%
					净利率 (%)	14.0%	10.2%	9.4%	10.0%
					ROE (%)	42.2%	8.3%	9.0%	10.7%
					ROIC (%)	27.5%	33.6%	40.0%	48.7%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	68.0%	25.9%	27.6%	28.5%
					净负债比率 (%)	43.11%	18.65%	15.62%	13.31%
					流动比率	0.93	3.26	3.15	3.12
					速动比率	0.51	2.58	2.44	2.37
					营运能力				
					总资产周转率	1.03	0.84	0.73	0.81
					应收账款周转率	18	21	20	20
					应付账款周转率	3.04	3.57	3.48	3.45
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	1.41	1.42	1.69	2.24
					每股经营现金流 (最新摊薄)	1.13	1.06	1.74	2.07
					每股净资产 (最新摊薄)	3.33	17.06	18.75	20.98
					估值比率				
					P/E	41.81	41.27	34.88	26.30
					P/B	17.64	3.45	3.14	2.80
					EV/EBITDA	41	31	23	18

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未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。本文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。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhq.com