

## 梦洁家纺 (002397.SZ) 纺织行业

评级：买入 维持评级

公司点评

张斌

分析师 SAC 执业编号：S1130511030002  
(8621)61038278  
zhangbin@gjzq.com.cn

### 完成业绩预期的可能性较大

#### 事件

我们参加了周一举行的公司股东大会，通过与董事长交流，我们认为 11 年公司完成 10 年报中披露的 50%净利润预期增速的可能性较大。

#### 评论

- 公司未来还是利用家纺市场快速发展机会，外延式扩张为主，内生增长为辅。公司今年新开 500 家店的计划完成可能性较大，这样 10 年报中预期的 11 年净利润增长 50%的目标很可能实现，我们仍维持原有业绩预期不变；
- 我们始终推荐包括公司在内的家纺三巨头：
  - 家纺市场发展迅速，而同时竞争相对缓和，这是看好家纺企业的最主要原因；
  - 公司作为家纺龙头，市场地位相对稳固，能够获得等于或者大于行业发展均值（一般预期行业增长 30% 左右）的增长速度，这是看好公司的另一主要原因。

#### 投资建议

维持“买入”评级。

## 股东大会问答及我们的观点

1、10 年毛利率如何提高的？未来通过规模扩大还是通过毛利率提高提升业绩？与房地产关系？对保障性住房单独营销手段？

答：未来毛利率提高不是增长点，保持相对稳定。主要增长点来自于规模，按照目前实力，还可以更快，特别是 2/3 线城市空间较大；全公司工作效率提高，销售最大化、费用最小化，从而提升业绩（净利率保证 10%以上）。营销推广上公司已经开始注意保障性住房需求。

**我们的观点：**家纺市场快速发展是看好公司的核心原因之一。

2、10 年原来店铺增加，公司宣布是 400 多家，实际完成 300 多，未完成原因？

答：主要是讲究开店质量和开店程序导致延期所致。装修厂家只有一个，忙不过来，今年有 8 家装修企业，全国布局，完成开店计划问题不大。今年计划 500 家，一季度净增 80 多家，开了 90 多家。

**我们的观点：**开店速度不仅仅取决于装修，还取决于加盟商实力和意愿、租金上涨速度、公司经营管理能力和市场竞争情况。

3、3 月进行了大促销，今年促销增加？

答：3 月是营销不是促销，促销是高价品居多，营销对产品和毛利率没有影响。我们加大促销，以主题为主，不是以打折为主。

4、今年秋冬订货会已经开了，棉价已经下跌，原料库存如何？秋冬装订货会价格如何？

答：秋冬定价基本维持不变，个别产品可能稍有下调。原料储备不多，大概储备到 6 月的用量。

**我们的观点：**从同比来看，尽管目前棉价已经大幅下跌，但仍高于去年同期，考虑到未来棉价仍将继续下降，因此维持产品价格稳定是合理选择，毛利率相对稳定。

5、梦洁直营店增加 100 多家，收入并没有跟上，是否反应经营管理有问题？

答：直营建设目的：一是做加盟商做不了的市场，二是加盟商做不好的市场。未来直营范围不会扩大、以做精为主。目前直营投入产出不理想，是打基础阶段。未来收入会回升。

**我们的观点：**一般而言，直营体系一方面体现管理功能，即管理当地直营和加盟店，另一方面具有营销功能，即通过直营店全面展示产品和品牌特点，既吸引消费者也吸引加盟商注意。加盟体系利用加盟商熟悉当地市场和资源情况，实现外延式扩张，是利润的主要来源。两套体系可以并行不悖，也没有明确的最佳比例。我们始终认为“存在就是合理的”，未来无论是增加直营还是增加加盟，都宜采取渐进的方式。

我们认为公司加强直营的目的比较明确，而且合理。

6、10 年年报给出 11 年 52%高增长预期，如何保障实现

答：今年 1-4 季度效益全部完成年度指标，开店计划也有望完成；从内生来看，今年做 ibm 的六大项目的流程再造，内生增长能力进一步提高。

**我们的观点：**家纺企业业绩高增长一方面依赖家纺市场快速发展，另一方面已有的龙头地位确保企业享受行业快速发展良机。

7、三家家纺各自有强势区域，未来外延扩张空间？

答：公司要求强势地区增长 50%，其它地区要求 70%，空间很大的。湖南每年 30%多，但仍不满意。

华东华南仍是主力，成熟市场每个品牌都有机会。

店铺数量可以超过运动服饰，因为形式多样。

**我们的观点：**企业的规模天花板取决于管理层经营管理能力，简单用所谓店铺数量衡量容易导致较大偏差。

家纺店铺可以是商场店铺、可以是专卖店，也可以是社区店，形式多样，虽然由于消费者购买家纺产品随机性不够、主观性较强，使得店铺密度不如休闲服，但形式的多样使得单纯从店铺数量去衡量上限显得过于武断。

8、公司提高内生增长还有哪些举措？

答：做阿米巴经营：每一个业务单元分得很细，小单位经营效率较高，大企业象小企业那样经营管理，避免臃肿和官僚。阿米巴基于这种朴实理念，大企业分成小企业，每个小企业每天的效益，然后汇总全公司比较，任何角落里的事情透明化。

**我们的观点：**董事长描述的模式是公司愿景和远景，能否实现需要进行内部较大调整，不是短期内能够完成的。

9、棉价下来后，收入提高靠价格可能性下降，需要靠销量增加，能否实现？

答：依靠新开店铺，另外依靠现有店铺：1) 原来新开店，随着时间推移，收入提高；2) 成熟店增长依靠零售服务和市场推广实现。

**我们的观点：**家纺市场仍是一个快速发展的市场，一方面公司尚未完成全国布局，另一方面居民的家纺产品日常消费比重逐年提高。

10、店铺扩张具体计划？产能是否继续扩大？团购如何？

答：团购目前不到 10% 收入，团购开发和服务。

产能走外包，不会轻易投资厂房和设备。现有厂房还是很充裕，至少还有一万多平米空间可以使用。

总部生产能力主要用于主打产品打样和特色产品生产，其它外包。

梦洁品牌计划今年新增 300 家店，其中 240 家依靠新加盟商，其它 60 家老加盟商。采取八二原则

11、未来梦洁最大风险，董事长如何看？

目前最大风险在于自身决策失误，不是市场原因，如投资失误、扩大产能和营销中费用增加。

**我们的观点：**赞同董事长的回答，零售类个股经营成功与失败都取决于管理层，管理层经营水平高低决定了业绩的变化。

### 我们的分析：

- 公司未来还是利用家纺市场快速发展机会，外延式扩张为主，内生增长为辅。公司今年新开 500 家店的计划完成可能性较大，这样 10 年报中预期的 11 年净利润增长 50% 的目标很可能实现。我们仍维持原有业绩预期不变；
- 我们始终推荐包括公司在内的家纺三巨头，一方面是市场发展较快，另一方面是由于企业的龙头地位：
  - 家纺产品功能性较强、时尚性较弱，而且消费者主观购买意愿较强，一般随机购买的现象不多，这使得品牌的建立更多依赖产品品质和口碑宣传，类似休闲服那样的密集广告营销，和利用细分市场需求出现而脱颖而出的情况难以出现，再加上家纺市场启动时间不长，大致在 21 世纪后，因而市场竞争相对缓和，企业在行业中的排名相对稳定。市场需求增长快而竞争相对缓和，这是我们看好家纺企业的最主要原因；
  - 公司作为家纺龙头，市场地位相对稳固，在目前的家纺市场上能够获得等于或者大于行业发展均值（一般预期行业增长 30% 左右）的增长速度，这是看好公司的另一主要原因。