

梦洁家纺 (002397.SZ)

公司已步入加速扩张期

马涛 分析师

电话: 010-59136695

eMail: mt@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010001

上市成为公司加速扩张的推动剂

09年前公司新开店数量均为100多家/年,远低于罗莱及富安娜。自10年上市之后,公司渠道扩张速度明显加快。10年净增新店328家,未来两年公司仍将保持每年500家店的扩张速度,高于罗莱(新增300家/年)、富安娜(新增400家/年)。同时公司给予加盟商的让利空间(直营与加盟毛利率之差)也逐年增加,凭借上市带来的资金及品牌优势,公司已步入加速扩张期。

多品牌战略应对多元化需求

10年底公司门店数量1990家,与罗莱相仿、高于富安娜,但收入规模却远低于上述公司。寐、宝贝、床垫等低价品牌独立运营的652家店铺拉低了公司的整体平效,但梦洁主品牌的单店收入是逐年递增的(预计11年单店收入同比增长40%)。定位高端的“寐”品牌产品已逐渐成熟,毛利贡献超过20%;定位中低端的“平实美学”已拥有2家门店,年内有望达到30-40家,收入贡献预计超过2000万元,有望成为公司新的增长点。

区域战略四面开花,弱势区域加速扩张

公司华中区域收入占比最大,但未来弱势区域的增速将高于华中。据公司预测,11年华中收入增长将在50%以上,而外围市场的增长约为60-70%。

盈利预测及投资建议

公司渠道扩张战略已加速,多品牌运营以及全国弱势(空白)市场的覆盖将使得公司在价稳的前提下实现量增。预计公司11年、12年EPS分别为1.47元、1.97元(假设所得税率为15%)。家纺行业尚处于成长期,龙头公司的高成长确定性较大,目前股价对应11年PE仅为28.6X(PEG为0.56),为三大公司中的最低,因此给予“买入”评级,目标价49.35元(35X PE)。

风险提示

房地产成交低迷减少家纺产品需求的风险;原料及人工成本上升的影响。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	630.94	855.14	1218.42	1612.88	2100.29
增长率(%)	1.51%	35.53%	42.48%	32.37%	30.22%
EBITDA(百万元)	92.73	126.78	200.64	273.20	354.70
净利润(百万元)	88.61	91.75	138.54	186.62	244.97
增长率(%)	75.70%	3.55%	50.99%	34.71%	31.27%
每股收益(元)	1.89	0.97	1.47	1.97	2.59
市盈率	0.00	43.26	28.65	21.27	16.20
市净率	0.00	3.87	3.41	2.94	2.49
EV/EBITDA	0.34	27.83	17.66	13.09	9.88

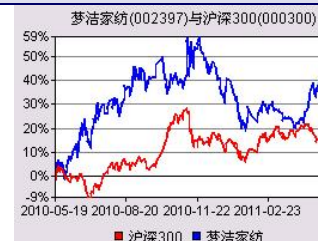
数据来源:湖南梦洁家纺股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	42.00
目标价格(元)	49.35
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	3.61%	7.86%	39.67%
沪深300	-4.75%	-2.26%	13.66%

股票数据

总股本/流通A股(百万股)

94.50/24.00

主要股东:

姜天武

主要股东持股比例

38.28%

财务比率

ROE	8.95%
ROA	10.33%
资产负债率	24.87%
每股净资产(元)	10.84

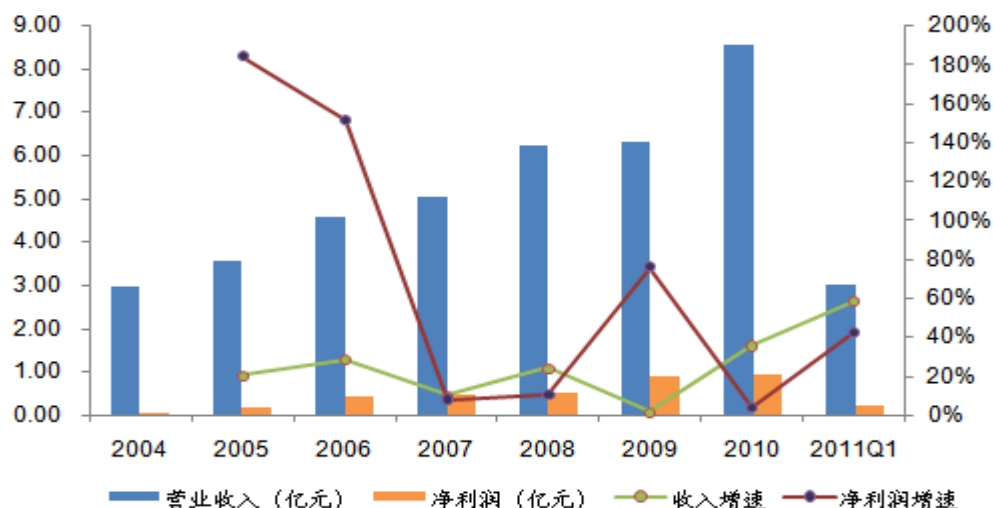
2010年报数据

低基数孕育提升空间

国内家纺行业尚处于成长期，梦洁家纺作为国内家纺三龙头之一，将尽享行业盛宴。公司10年收入及净利润居三大家纺公司之末，未来公司渠道建设将加速、全国布局进一步深化，低基数效应使得公司未来成长空间巨大。

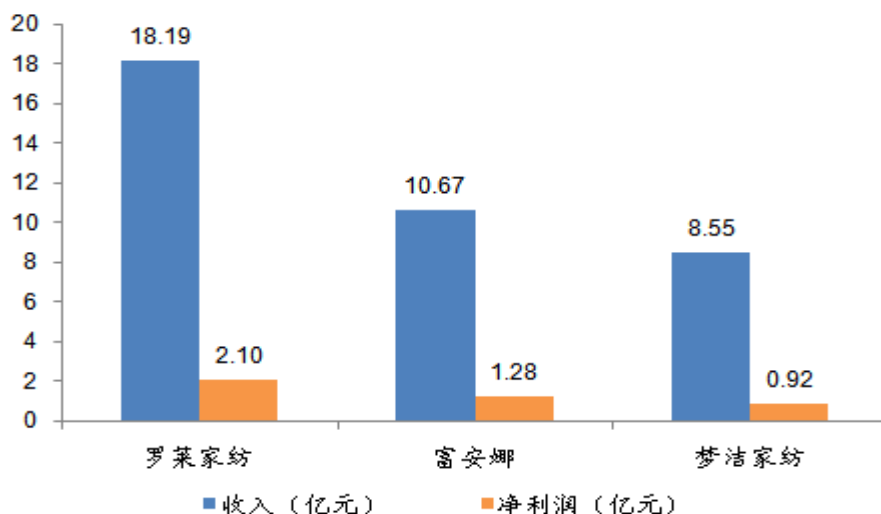
公司11年Q1收入同比增长58.24%，前4个月收入、净利润分别达到3.9亿元、0.3亿元，同比分别增长63%、55%。

图1：梦洁家纺收入及利润比较（单位：亿元）



数据来源：广发证券发展研究中心

图2：三大家纺公司10年收入及净利润比较（单位：亿元）



数据来源：广发证券发展研究中心

11年公司秋冬订货会订单的增长幅度约为45-50%。受棉价下跌影响，未来的增长将更多的依赖量增而不是价涨，而量增的实现得益于家纺行业的高增长及公司渠道建设的加速，广度（进入更多空白市场区域）、深度（单店收入的提高）的增长是主要着力点。据我们预测11年公司收入、净利润的同比增幅有望达到42%、51%。

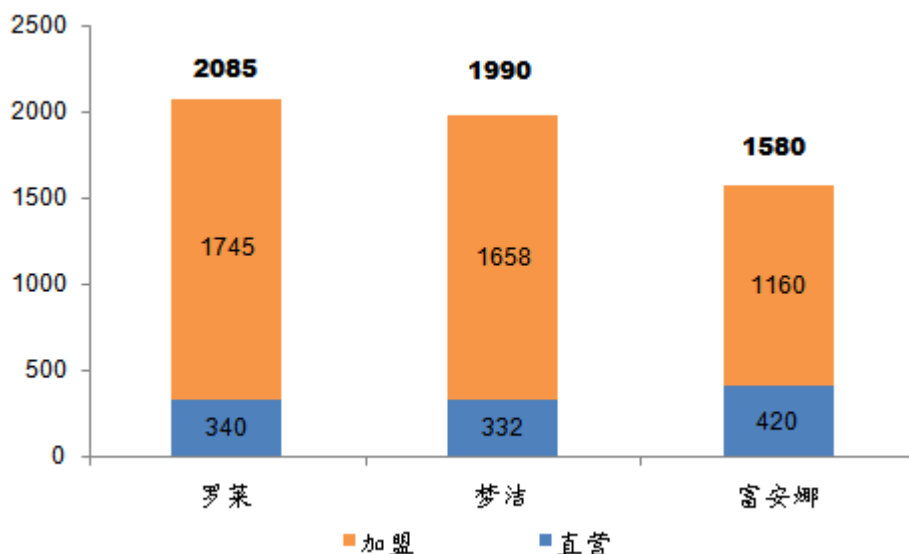
上市成为渠道加速扩张的推动剂

09年之前公司每年净增的新店数量均为100多家，远低于罗莱家纺及富安娜，但自10年4月上市之后，公司渠道扩张的速度明显加快。

梦洁年新增门店数量高于罗莱、富安娜

10年公司净增新店328家，而同期罗莱家纺、富安娜新增门店为275家、358家。未来两年公司仍将保持每年500家店的扩张速度，高于罗莱（每年新增300家）、富安娜（每年新增400家），因此凭借上市带来的资金及品牌优势，公司已步入加速扩张期。

图3：三大家纺公司渠道类型及数量比较（2010年）



数据来源：广发证券发展研究中心

表1：三大家纺公司门店增量比较

	梦洁家纺		罗莱家纺		富安娜	
	现有数量	新增量	现有数量	新增量	现有数量	新增量
2006	1252		1043		764	
2007	1356	104	1249	206	982	218
2008	1524	168	1536	287	1072	90
2009	1662	138	1810	274	1222	150
2010E	1990	328	2085	275	1580	358

数据来源：广发证券发展研究中心

加盟商获利空间加大，有助于渠道的加速扩张

加盟模式对于快速占领市场，提高市占率最为有效。08年以前，罗莱给予加盟商的让利空间（直营与加盟毛利率之差）最大，进而保持了业内最快的扩张速度。

但09年以来，梦洁渠道扩张开始发力，给予加盟商的让利空间也逐渐增加，通过加盟模式来加速渠道扩张的意图明显。

表2：加盟商获利空间呈增长态势

	加盟商获利空间（直营与加盟毛利率之差）			加盟模式毛利率		
	罗莱	梦洁	富安娜	罗莱	梦洁	富安娜
2006	24.80%	-	7.38%	23.35%	-	27.88%
2007	20.49%	15.79%	11.14%	33.13%	30.21%	34.73%
2008	20.01%	17.38%	14.80%	36.22%	29.15%	40.30%
2009	17.44%	22.86%	19.55%	36.91%	29.80%	36.31%
2010	-	22.31%	24.38%	-	34.67%	38.85%

数据来源：广发证券发展研究中心

图4：不同渠道的收入占比比较（2010年）

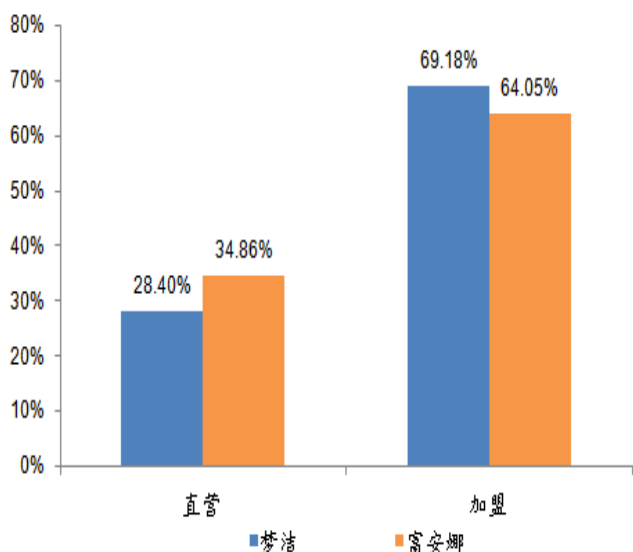
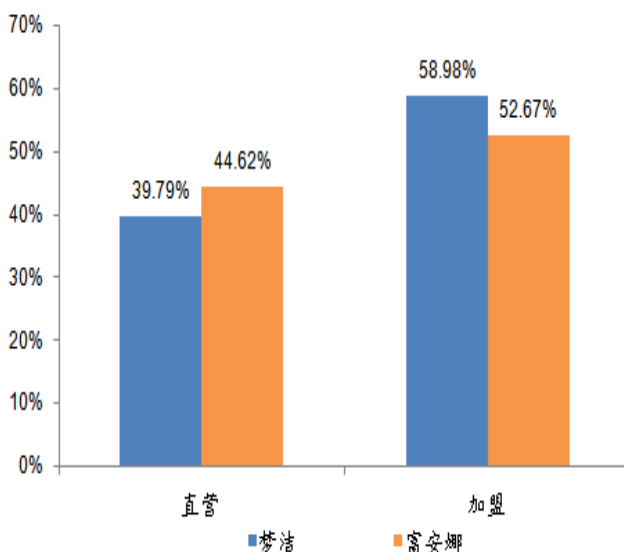


图5：不同渠道的毛利贡献率比较（2010年）



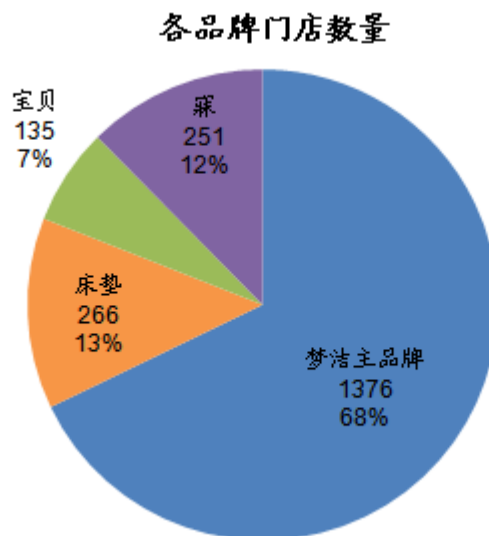
数据来源：广发证券发展研究中心

多品牌战略应对多元化需求

低价品牌独立开店拉低了公司的平效

10年底公司门店数量达到1990家，与罗莱相仿、高于富安娜，但公司的收入规模远低于上述公司。皆是因为公司除梦洁主品牌外，还拥有寐、梦洁宝贝、床垫等独立开店的低价品牌。

图6：公司各品牌门店数量比较（2010年）



数据来源：广发证券发展研究中心

寢、宝贝、床垫等低价品牌独立运营的652家店铺拉低了公司的整体平效，但梦洁主品牌的单店收入是逐年递增的（预计11年单店收入同比增长40%）。

图7：梦洁主品牌单店收入预测（单位：万元）

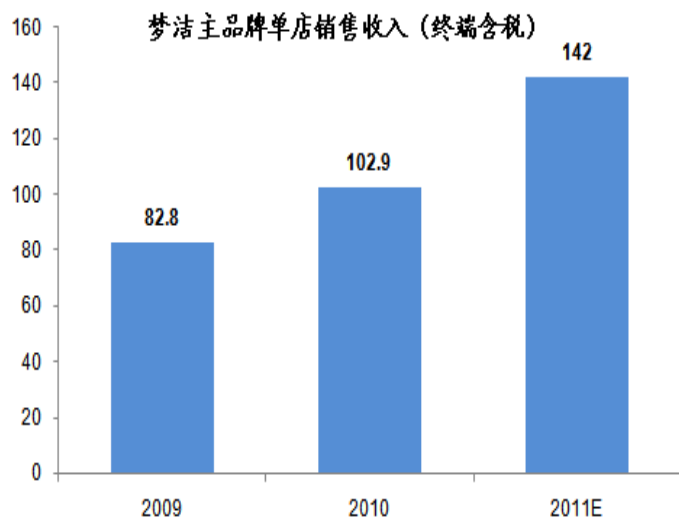
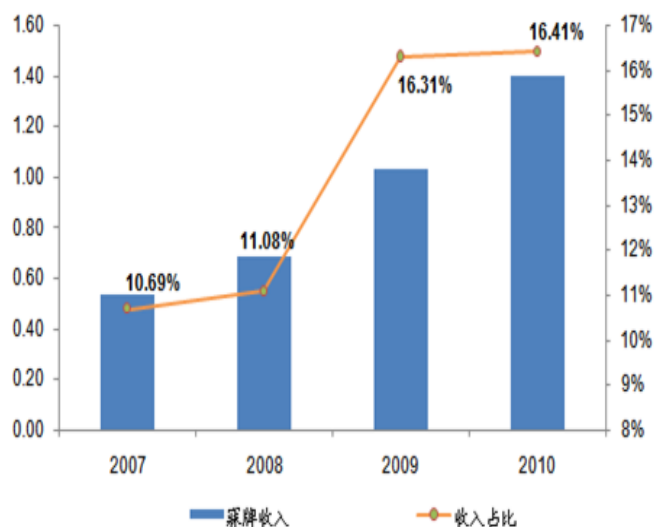


图8：寢牌收入及收入占比（单位：亿元）



数据来源：广发证券发展研究中心

多品牌战略应对多元化需求

梦洁主品牌收入占比及毛利贡献仍居所有品牌之首，定位高端的“寢”牌产品已逐渐成熟，对于公司的毛利贡献也超过20%。11年公司新开的500家门店中，梦洁主品牌约为300家、“寢”牌80家、宝贝60家、床垫60家。

表3：公司主要品牌收入及盈利能力比较（2010年）

	收入占比	收入增长率	毛利贡献率	毛利率
梦洁	80.52%	30.39%	74.32%	37.54%
其中床垫	4.61%	26.04%	4.81%	42.38%
寐	16.41%	36.35%	21.95%	54.41%
宝贝	3.07%	-	3.72%	49.26%

数据来源：广发证券发展研究中心

除上述品牌外，公司还拥有定位中低端的“平实美学”、网购的“觅”品牌。

“平实美学”倡导“为生活做减法”的生活理念，获得“三低”消费者的充分肯定，有望成为公司业绩的新增长点，目前“平实美学”已拥有2家门店，年内有望达到30-40家，收入贡献预计超过2000万元。网购品牌“觅”已实现日销售500万元的突破，也将成为公司规模扩张的重要看点。

区域战略四面开花，弱势区域加速扩张

目前公司华中区域收入占比最大，随着公司渠道的加速扩张，以往的弱势区域的增速将明显高于华中。10年华东收入增速超过47%，东北、西南、华南等弱势区域的收入增长超过70%。11年新开门店中90%为加盟，且主要集中于弱势区域。弱势及空白市场的覆盖，将确保公司收入的高增长。

据公司预测，11年华中收入增长将在50%以上，而外围市场的增长约为60-70%。

表4：梦洁家纺主要销售区域比较（2010年）

	收入占比	收入增长率	毛利率
华中	49.45%	27.04%	43.63%
华东	13.84%	47.22%	41.21%
华北	11.10%	6.81%	38.39%
东北	8.04%	80.86%	38.89%
西南	7.44%	87.22%	35.16%
华南	5.05%	70.97%	38.31%
西北	2.52%	26.28%	35.20%
出口	2.42%	51.64%	20.70%

数据来源：广发证券发展研究中心

盈利预测及投资建议

目前公司原料库存较低（到6月底），棉价的调整使得量增成为公司增长的主要动力。公司渠道扩张战略已加速，多品牌运营以及全国弱势（空白）市场的覆盖将使得公司在价稳的前提下实现量增。

受棉价调整影响，未来继续提价空间不大，因此毛利率平稳运行的概率较大，预计11年、12年公司产品综合毛利率约为41.50%、41.8%，对应11年、12年EPS分别为1.47元、1.97元（假设所得税率为15%）。

目前股价对应11年PE仅为28.6X，低于罗莱、富安娜30X的估值水平，PEG仅为0.56。考虑到家纺行业尚处于成长期，龙头公司的高成长确定性较大，公司估值水平为三大公司最低，因此给予“买入”评级，目标价49.35元（35X PE）。

风险提示

房地产成交低迷减少家纺产品需求的风险；原料及人工成本上升的影响。

资产负债表

单位：百万元

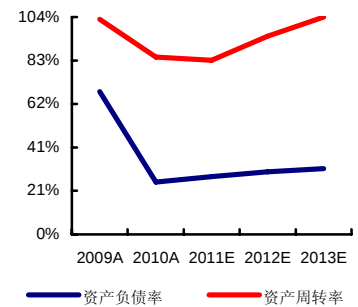
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	413	973	1,001	1,136	1,421
货币资金	161	474	467	432	507
应收及预付	66	133	163	215	280
存货	187	365	371	489	634
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	245	392	568	708	788
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	134	342	505	612	648
在建工程	82	9	39	73	118
无形资产	26	36	24	23	22
其他长期资产	3	5	0	0	0
资产总计	658	1,365	1,568	1,844	2,209
流动负债	444	336	443	572	731
短期借款	185	30	40	40	40
应付及预收	251	303	403	532	691
其他流动负债	8	3	0	0	0
非流动负债	4	3	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3	3	0	0	0
负债合计	448	339	444	572	731
股本	47	95	95	95	95
资本公积	3	761	761	761	761
留存收益	160	170	308	495	740
归属母公司股东权益	210	1,025	1,163	1,350	1,595
少数股东权益	1	1	1	2	3
负债和股东权益	658	1,365	1,608	1,924	2,329

利润表

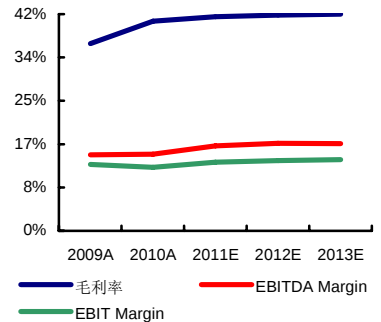
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	631	855	1218	1613	2100
营业成本	402	508	713	939	1218
营业税金及附加	5	4	6	8	11
销售费用	119	197	280	371	483
管理费用	24	41	57	76	99
财务费用	6	0	-2	-1	-2
资产减值损失	2	3	4	4	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	73	103	160	217	286
营业外收入	34	5	6	6	6
营业外支出	1	2	3	3	3
利润总额	106	105	163	220	289
所得税	17	13	25	33	43
净利润	89	92	139	187	246
少数股东损益	0	0	0	1	1
归属母公司净利润	89	92	139	187	245
EBITDA	93	127	201	273	355
EPS (元)	1.89	0.97	1.47	1.97	2.59

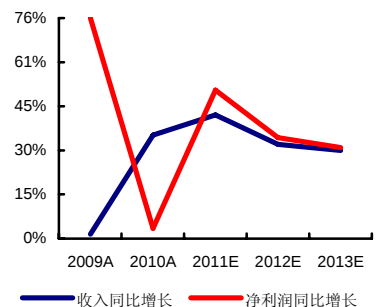
资产负债率趋势



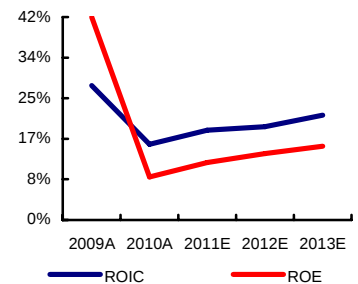
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

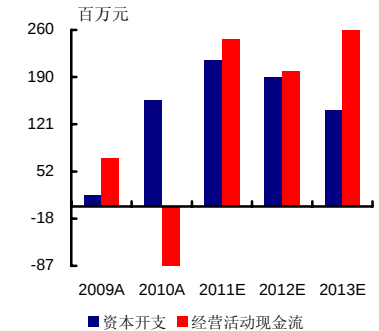
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	71	-87	247	199	259
净利润	89	92	139	187	246
折旧摊销	12	22	39	54	65
营运资金变动	-12	-208	61	-45	-57
其它	-17	7	8	3	5
投资活动现金流	-22	-156	-216	-191	-142
资本支出	-17	-156	-216	-191	-142
投资变动	-4	-1	0	0	0
其他	0	1	0	0	0
筹资活动现金流	-45	556	-38	-43	-43
银行借款	200	30	-30	-40	-40
债券融资	-201	-190	-6	0	0
股权融资	0	816	0	0	0
其他	-44	-100	-2	-3	-3
现金净增加额	5	313	-7	-34	74
期初现金余额	156	161	474	467	432
期末现金余额	161	474	467	432	507

主要财务比率

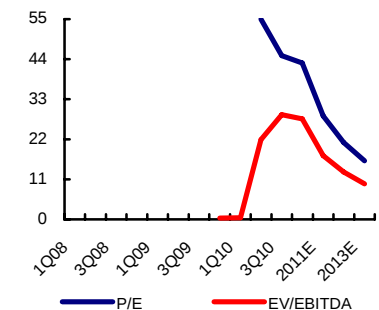
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	1.5%	35.5%	42.5%	32.4%	30.2%
营业利润	19.8%	40.5%	56.3%	35.4%	31.7%
归属于母公司净利润	75.7%	3.5%	51.0%	34.7%	31.3%
获利能力					
毛利率	36.3%	40.6%	41.5%	41.8%	42.0%
净利率	14.1%	10.8%	11.4%	11.6%	11.7%
ROE	42.2%	9.0%	11.9%	13.8%	15.4%
ROIC	27.9%	15.7%	18.7%	19.4%	21.8%
偿债能力					
资产负债率	68.0%	24.9%	27.6%	29.7%	31.4%
净负债比率	15.1%	-43.0%	-36.6%	-29.0%	-29.2%
流动比率	0.93	2.89	2.26	1.99	1.94
速动比率	0.48	1.63	1.26	0.97	0.91
营运能力					
总资产周转率	1.03	0.85	0.83	0.95	1.04
应收账款周转率	18.75	19.77	19.21	19.21	19.21
存货周转率	2.41	1.84	1.92	1.92	1.92
每股指标 (元)					
每股收益	1.89	0.97	1.47	1.97	2.59
每股经营现金流	1.52	-0.92	2.61	2.11	2.74
每股净资产	4.47	10.84	12.31	14.29	16.88
估值比率					
P/E	0.0	43.3	28.6	21.3	16.2
P/B	0.0	3.9	3.4	2.9	2.5
EV/EBITDA	0.3	27.8	17.7	13.1	9.9

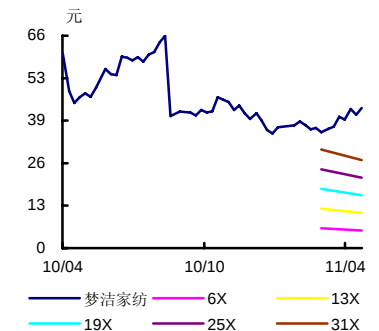
资本支出与经营活动现金流



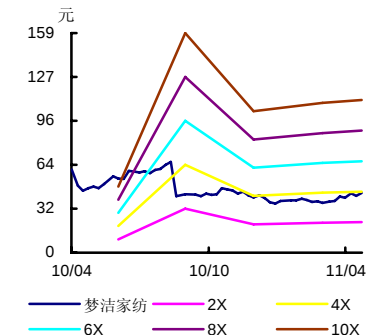
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发纺织服装行业研究小组

马涛，分析师，电子科技大学 MBA，7 年钢铁企业工作经历，3 年证券从业经历，2009 年进入广发证券发展研究中心。

林海，研究助理，浙江大学经济学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：lh19@gf.com.cn，020-87555888-8418。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。