

梦洁家纺 (002397.SZ)

分享行业前成长期、行业集中度提高带来的收益

马涛 分析师

电话: 010-59136695

eMail: mt@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010001

调研结论:

我们认为公司完成 2011 年 50% 预期净利润增速 (1.38 亿元) 的可能性较大。

支撑逻辑:

- 中高端家纺行业仍出高速增长的前成长期。我们预计整个家纺行业未来 3-5 年有望保持 16% 以上的年均增速, 高端家纺有望保持 25% 的行业增速;
- 中短期内高端家纺行业遇到增长瓶颈的可能性较小。一、中高端家纺行业还处于前成长期, 未来行业集中度有望进一步提高; 二是从扩张的模式看, 外延式扩张空间还很大; 三是内生式增长如消费升级引致的消费向中高端家纺集中带来的增量, 平效提升、提价带来的增量;
- 上市成为公司加速扩张的推动剂。凭借上市带来的资金和品牌优势, 公司加速扩张进程, 同时未雨绸缪, 应对未来可能的外延式扩张瓶颈, 布局多品牌战略, 进行全方位、多角度的覆盖。

投资评级与盈利预测:

- 我们维持 2011-2013 年 EPS 为 1.47 元/1.97 元/2.59 元的盈利预测, 目前价格对应 2011-2013PE 分别为 28.7X/21.3X/16.2X。给予 2011 年 35X 估值, 目标价 50 元, 买入评级。

风险提示:

- 房地产成交量持续低迷带来的家纺产品需求下滑的风险; 原材料及人工成本上升的风险; 营销网络拓展不达预期的风险。

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)	124.15	126.19	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)	1.885	0.971	1.47	1.97	2.59
市盈率	0.00	43.26	28.70	21.30	16.23
市净率	0.00	3.87	3.42	2.94	2.49
EV/EBITDA	0.00	27.97	17.69	13.12	9.89

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

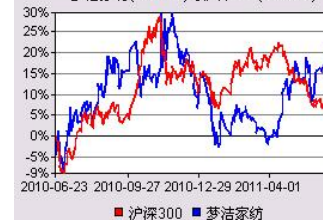
公司评级

买入

当前价格(元)	42.40
目标价格(元)	50.00
前次评级	买入

股价走势

梦洁家纺(002397)与沪深300(000300)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	0.17%	12.91%	15.43%
沪深 300	-3.78%	-10.91%	5.44%

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	

“爱在家庭”为特色的区域家纺龙头，在华中地区优势明显

“爱在家庭”为特色的区域家纺龙头，在华中地区优势明显。旗下拥有5大系列品牌：核心品牌“梦洁”、高端品牌“寐”、儿童品牌“梦洁宝贝”、针对保障房市场的品牌“平实美学”、电子商务品牌“觅”。2010年合计实现销售收入8.54亿元（35.53%+），净利润0.92亿元（3.55%+）：

- 其中各品牌收入占比：梦洁80.52%、寐16.14%、宝贝3.07%。截止2010年底，公司拥有销售网点1990家（直营332家、加盟1658家）；
- 分品牌看：梦洁1376家（68%）、寐251家（12%）、宝贝135家（7%）、床垫266家（13%）
- 我们认为公司完成2011年50%预期净利润增速（1.38亿元）的可能性较大理由如下：

家纺行业仍处于高速增长期

家用纺织品市场仍有巨大的发展空间

中国纺织工业协会数据显示2001-2009年家纺行业产值年均增速18.92%，2009年总产值9600亿元，床上用品行业年产值占整个家用纺织行业的比重约为1/3（2009年约3200亿产值）。发达国家经验显示：纺织品消费量比重中，服装、家用、产业用纺织品各占1/3（其中美国家用纺织品消费占比39%，英法也在35%附近），据中国家纺行业协会的数据，中国的比例大概为65:23:12，家用纺织品提升空间仍然很大。从A股三家家纺公司的业绩增速也体现这点。罗莱家纺、梦洁家纺、富安娜2010年分别实现58.81%/35.53%/34.80%的收入增速，2011年一季度在原材料成本高企的背景下，分别实现收入增速62.29%/58.24%/31.49%，净利润增速78.53%/34.62%/63.25%。我们预计三家最新秋冬订货会数据高增速依旧：罗莱家纺（60%+）、富安娜（50%-60%）、梦洁家纺（45%-50%）。

粗略匡算高端床上用品180亿潜在的市场份额

华东、华南作为一个经济发达地区，市场比较开放，消费者对各类品牌的接受度高，品牌忠诚度不高，用三家家纺在这几个区域的占比匡算难度较大。因此我们采取梦洁家纺所在的华中地区，以梦洁的强势市场湖南作为一个样本进行匡算。选择湖南的原因：

- 湖南市场相对封闭，消费者对外来品牌接受度没有沿海地区高，过去几年梦洁在湖南的销售额大概保持30%以上增速，2010年梦洁在湖南市场大概实现了2.5个亿的销售收入；

- 长沙市2009年人均GDP5.6万元，梦洁在湖南长沙100%直营，进驻长沙平和堂、王府井、新世界等10家商场，梦洁产品销售额在所在商场同类产品均排名第一，占比将近50%。外加长沙的9家专卖店，2010年梦洁在长沙的含税销售额约7500万元，粗略估计长沙市高端家纺的年均销售额约为1.5个亿；
- 匡算结果：2010年180亿的高端家纺存量市场份额，占整个床上用品市场份额约为5.6%。
 - ✓ 国内人均GDP超过5万元的城市约40个，潜在市场存量约60亿元；
 - ✓ 人均GDP1万-5万元的约250个，以梦洁在湘潭、株洲的500-600万的销售推算，这类城市潜在存量约1500万-1800万元之间。250个城市合计潜在市场存量41亿；
 - ✓ 余下2800个县级市，潜在存量销售额以300万元计算，市场存量约为84亿元；

家纺行业的增长动力：预计未来5-10年行业仍有望保持16%以上的增速

- **更新需求（占比约55%）：常态消费。**受益消费升级和城镇化进程的推进，这部分跟随社会消费零售总额走，有望维持年均18%以上的增速；
- **婚庆（占比约20%）：**1980-1990（特别是1985-1990年）年为中国人口出生率的第三个高峰期，未来5年内，20-34岁年龄段的人口总数维持在2亿以上的水平，将集中进入适婚年龄。从全国办理结婚登记对数看，2005-2010年逐年提升，2010年为1205万对，年均复合增速为8.89%。以每年1100万对匡算，每对消费2000元家纺用品，则年消费额为220亿元(这里包括高中低档的家纺用品)。随着消费升级推进，婚庆家纺用品中的中高端消费将增加，三家A股上市家纺公司市场份额有望进一步提升；

图1：1980-1990人口出生高峰期

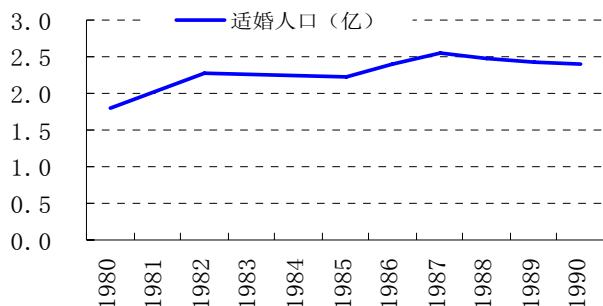
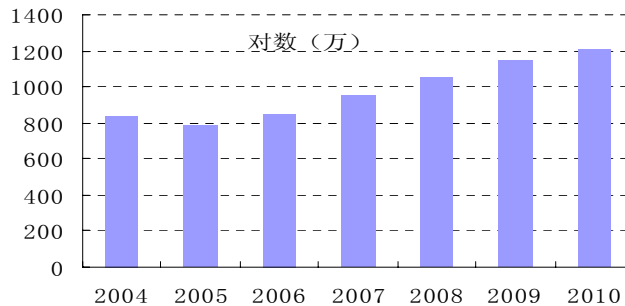


图2：2005-2010登记结婚对数



数据来源：国家统计局，中华人民共和国民政部

- **乔迁（占比约20%）：**2001-2009年家纺产值与房地产销售面积相关系数约

为0.89，相关性较强。目前的房地产市场调控短期可能会对家纺销售带来一定影响，但是保障房的推进，将是定位中低端的家纺销售的重要驱动力。目前以梦洁为代表的家纺龙头已进行多品牌策略的建设，对不同收入水平的消费者进行全方位覆盖（如梦洁的“平实美学”品牌）；

- **旅游（占比约5%）：**中国正处于工业化、城镇化加速阶段，大众化、多样化的消费需求为旅游业发展提供机遇。《国务院关于加快发展旅游业的意见》发展目标旅游业总收入年均增长12%以上。从旅游业的收入走势看，2004年后迎来了拐点，城镇化、消费升级是个大趋势，旅游业的加速发展带来旅游家纺用品投入加大；
- 综合来看，假设更新需求保持年均18%的增速、婚庆15%、乔迁15%、旅游15%，未来3-5年家纺行业有望保持16.65%的综合增速；
- 综上，对定位中高端的家纺企业，大背景有稳定的行业增速，消费升级带来的行业集中度的提升，即中高端家纺在整个家纺消费中的占比提升，另外加上多品牌策略对不同收入群体的覆盖。预计未来3年中高端家纺企业有望保持25%以上增速。

中短期内高端家纺行业遇到增长瓶颈的可能性较小

市场对家纺行业的担心主要集中在家纺行业壁垒低，目前盈利状况好会吸引大量的资金进入该行业，行业可能会面临当下体育用品行业的困境。我们认为3年内上述出现困境的可能性较小，理由：

- 按照家纺行业协会统计数据，整个床上用品行业产值约3000多亿，市场容量足够大。2010年三家家纺的终端合计销售额约65亿，约2%附近的市占率。根据我们的粗略测算，三家家纺在高端家纺市场的占有率约30%，现在整个家纺行业还处于前成长期，未来行业集中度有望进一步提高；
- 目前国内体育用品行业增长面临的瓶颈主要来自于与销售网点扩张的瓶颈。全国县地级市共3192个，2010年底安踏、李宁终端销售网点已分别达：7519个、7915个（1000家的增量，同比也只有13%左右）。截止2010年底，罗莱家纺、梦洁家纺、富安娜销售网点数分别为：2085、1990、1580家，单从网点布局空间上看，每家网点布局到3000家，分别对应44%、50%、90%的网点增速，这就是三家家纺未来几年的网点增长空间。外加居民收入提高、消费升级引致的消费向中高端家纺集中带来的增量以及平效提升、提价带来的增量，短期内中高端家纺的天花板还是看不到。

上市后，公司步入加速扩张期

凭借上市带来的资金和品牌优势，公司加速扩张进程

- 对梦洁家纺来说，上市带来了资本结构和偿债能力的极大改观，资产负债率由2009年的68%降到25%附近，轻装上阵；
- 10年上市后渠道扩张速度明显加快，未来两年计划以500（家/年）的开店速度进行（2011年规划梦洁至少300家，寐牌80-90家，宝贝50-60家，梦洁新材料（床垫）60家左右），高于罗莱（300家/年）、富安娜（400家/年）；
- 给加盟商的让利空间也逐年增加。给加盟商让利是罗莱早期渠道扩张采用的最直接表象的方式。

表 1：加盟商获利空间

	加盟商获利空间：直营与加盟商毛利率之差（%）			加盟模式毛利率（%）		
	罗莱家纺	梦洁家纺	富安娜	罗莱家纺	梦洁家纺	富安娜
2006	24.8		7.38	23.35		27.88
2007	20.49	15.7	11.14	33.13	30.21	34.73
2008	20.01	17.38	14.8	36.22	29.15	40.3
2009	17.44	22.86	19.55	36.91	29.8	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

应对未来可能的销售网络扩张瓶颈，布局多品牌战略

- 旗下已经形成5大系列品牌：核心品牌“梦洁”、高端品牌“寐”、儿童品牌“梦洁宝贝”、针对保障房市场的品牌“平实美学”、电子商务品牌“觅”。以实现对消费者多角度、全方位的覆盖；
- 区域战略上，增加对弱势、空白区域的覆盖；

公司未来成长路径的前瞻性分析

- 规模提升，包括资源整合（向二三线市场的开拓，渠道下沉）等；
 - ✓ 新增量：每年新开营销网点带来的增量，其中2011年Q1已经新开90多家，净开80多家；
 - ✓ 存量增长：次新店放量、成熟店的增长；
 - ✓ 价格增长对公司销售额增长的贡献约占10%，主要来自于量的增长
- 毛利率提升。毛利率提升的结构主要来自产品结构的调整和控制成本，但在公司的规划中，我们认为这部分不是利润主要增长的驱动力；

- 工作效率的提高、流程再造带来有效地费用管控。公司从2010年开始推行阿米巴经营，机制理顺后，三项费用率有望保持一个稳重有降的水平，我们预计净利润有望保持在10%以上；

三、盈利预测与投资评级

- 家纺行业处于前成长期，行业空间广阔；
- 市值只有38亿左右（罗莱家纺约104亿、富安娜约52亿），估值安全，管理层进取心强；
- 会计估计变更带来的EPS增厚。2011年起将固定资产折旧年限由“20年、3%残值率”变更为“20-40年、3%残值率”，预计增加公司5-12月净利润总额200.66万，贡献EPS约为0.02元；
- 综上，我们维持2011-2013年EPS为1.47元/1.97元/2.59元的盈利预测，目前价格对应2011-2013PE分别为28.7X/21.3X/16.2X。给予2011年35X估值，目标价50元，买入评级。

四、风险提示

- 房地产成交量持续低迷带来的家纺产品需求下滑的风险；
- 原材料及人工成本上升的风险；
- 营销网络拓展不达预期的风险。

资产负债表

单位：百万元

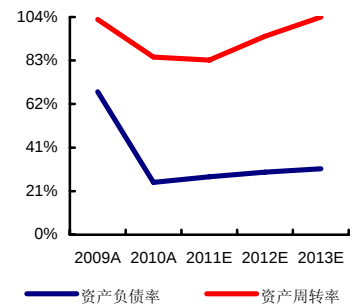
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	413	973	1,001	1,136	1,421
货币资金	161	474	467	432	507
应收及预付	66	133	163	215	280
存货	187	365	371	489	634
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	245	392	568	708	788
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	134	342	505	612	648
在建工程	82	9	39	73	118
无形资产	26	36	24	23	22
其他长期资产	3	5	0	0	0
资产总计	658	1,365	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

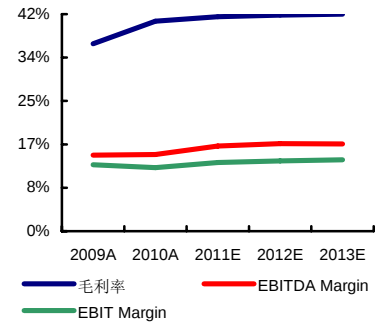
单位：百万元

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

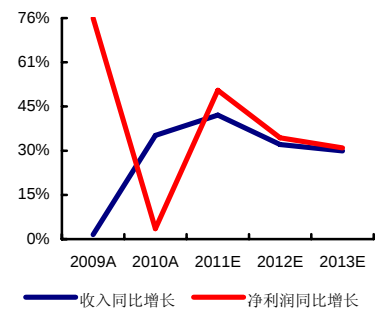
资产负债率趋势



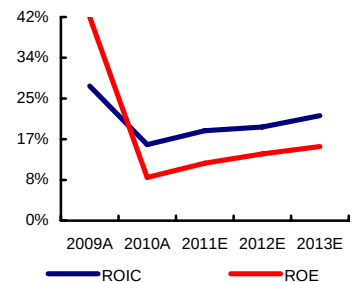
经营利润率趋势



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

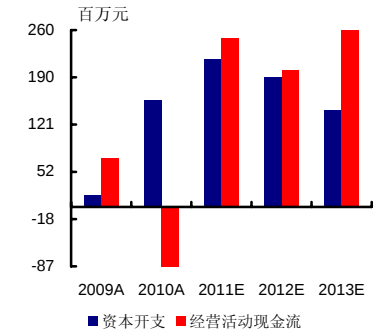
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	71	-87	247	199	259
净利润	89	92	139	187	246
折旧摊销	12	22	39	54	65
营运资金变动	-12	-208	61	-45	-57
其它	-17	7	8	3	5
投资活动现金流	-22	-156	-216	-191	-142
资本支出	-17	-156	-216	-191	-142
投资变动	-4	-1	0	0	0
其他	0	1	0	0	0
筹资活动现金流	-45	556	-38	-43	-43
银行借款	200	30	-30	-40	-40
债券融资	-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

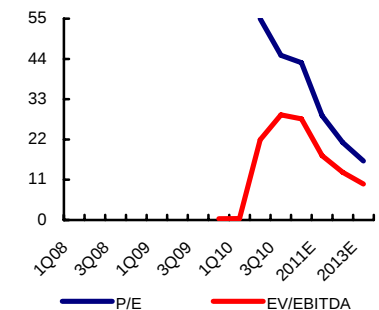
单位：%

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	28.7	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

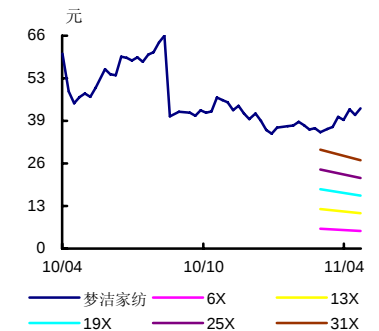
资本支出与经营活动现金流



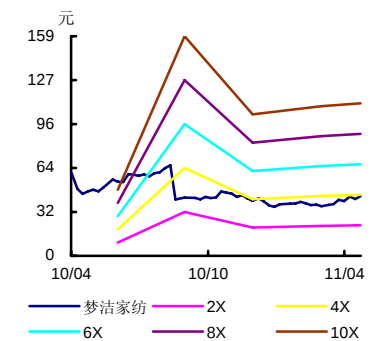
相对估值



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，2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

梦洁家纺调研报告：公司已步入加速扩张期_公司调研简报

马涛

2011-05-23

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。