

梦洁家纺 (002397)

公司研究/调研报告

11-13 年收入及业绩增速仍将保持在 40%以上

—梦洁家纺 (002397) 调研纪要

民生精品---调研报告/纺织服装行业

2011 年 08 月 19 日

一、事件概述

我们近日于梦洁家纺调研, 与公司董秘、区域经理以及专柜店长等就公司上半年经营业绩以及未来发展规划进行了深入交流及探讨。

二、分析与判断

➤ 11-13 年收入及业绩增速仍将保持在 40% 以上

公司上半年收入同比增长 60%。分解来看, 内生式增长贡献 40%, 其中 20% 为提价 (部分来自于棉花等原材料, 更多来自于新品价格的增长), 20% 为销量增长; 外延式增长贡献 20%。**价格方面: 12 年起提价幅度有所减弱。**由于以前梦洁产品定价一直低于富安娜和罗莱, 主要基于对强势区域华中地区消费能力较弱的判断, 而在产品质量以及设计方面却各有千秋, 难分伯仲。去年订货会开始, 公司推出的新品价格较老品均有不同程度的提升, 公司原来想试探下消费者对提价产品的接受程度, 从销售数据来看已经证明问题不大。目前三家家纺企业的产品价格总体在同一水平, 但由于系列、设计、面料不同, 单品的价差会比较大。中报从“寐”牌的毛利率来看, 较去年同期小幅下降, 一方面来自于加盟渠道比重的增加, 另一方面来自于“寐”牌基本没有提价, 主要系其本身定价就很高, 且实行全国统一价, 公司也不会因为原材料涨了就盲目提价, 加上“寐”牌产品的提价效应一般是梦洁品牌的 3 倍, 因此公司比较谨慎。另外, 今年开始公司订货金额将占全年销售 70% 左右, 公司对经销商订货要求比较高, 希望他们多压货, 把更多重心放在销售上。存货多了、资金压力加大, 为了平衡销量增长, 自然公司每次提价都需经过充分考量。对于存货, 公司认为一般企业销售做到 20 亿元以上经销商存货问题就会陆续暴露出来。因此公司对存货问题也有各种应付办法, 如: 订货会中常规品占到 40%-50%; 如果经销商销售不佳统一安排促销专场; 摸底经销商历史 3 年的销售情况给予正常存货水平的评估等。**单店销量方面: 品类扩充以及会员推广带动销量提升。**公司此前经营一直比较专一保守, 打折 (会员最低 8 折) 和开店要求 (基本要 120 平米以上的店才会开) 都很高, 今年开始公司加快了反应速度, 针对不同消费者需求开设了特色化的社区店和风格店, 加上产品品类的不断扩充以及定期的会员推广, 虽然 100-150 平米的店铺效益最好, 但风格多变的店铺形式对销量增长应该更有帮助。**外延式增长方面: 11-13 年年均增长 400 家左右。**公司目前经销商分布在 400 个城市, 而全国人均 GDP 在 1 万元以上的城市有 8、9 百个, 因此开店空间还非常大。目前三家家纺企业店数为 2000 家左右, 根据服装企业开店的经验数据, 当店铺数达到 5-6 千家时, 外延空间基本饱和, 而这个数字主要针对休闲服, 档次越高的品牌, 其对外延式增长需求越小, 更重要的是单店的提升。对于家纺企业, 当店铺数达到 4,000 家时, 基本达到饱和。因此未来 3 年开店继续保持 4-5 百家的增长速度仍然可期。

➤ 下半年销售费用率将有所下降

上半年销售费用率为 28.65%, 较去年同期大幅上升 6.17 个百分点, 其中 Q1、Q2 比率分别为 28.8%、28.5%, 主要因为: 1, 广告费用大幅攀升, 2010 年为 2,891 万元, 今年上半年已为 2,318 万元; 2, 直营店比重增加: 新增 74 家, 平均 20 万元开店费用就是近 1,480 万元; 整改 72 家, 装修 10-15 万元/家就是 720-1,080 万元; 其他还有商场促销费用以及对加盟商自己整改的有扶持, 平均 5-10 万元/家。3, 人工翻倍。随着 IBM 项目上线, 下半年公司在终端建设, 尤其是店铺装修上的费用会大大节省, 呈现效果却和原来一样, 直营店铺精细化管理程度提升有利于销售费用率的下滑。

强烈推荐

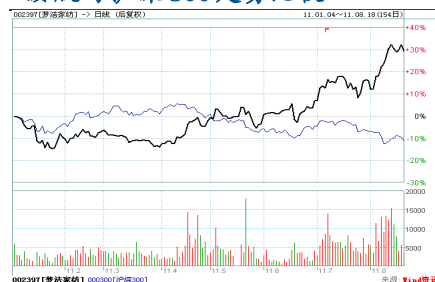
上调评级

目标价: 47 元 (6-12M)

交易数据 (2011-08-18)

收盘价 (元) 后复权	81.98
近 12 个月最高/最低	85.22/53.62
总股本 (百万股)	151.20
流通股本 (百万股)	46.46
流通股比例%	30.73%
总市值 (亿元)	50.47
流通市值 (亿元)	15.51

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师: 田慧蓝

执业证书编号: S0100511060002

联系人: 吴晓宇

电话: (8621)68885793

Email: wuxiaoyu@mszq.com

➤ 家纺行业未来5年将保持年均20%以上增长

从目前家纺产品的需求结构来看，婚庆和家用占 70%，乔迁占 20%，礼品和团购占 10%。以前人们对家纺产品消费还未引起足够的重视，现在随着消费理念的不断升级以及消费能力的持续提升，新婚家庭一次性购买家纺产品至少 2 套，家里一张床基本保持 1 年四套家纺产品的更换频率。我们看到，虽然家纺产品价格一年上一个台阶，但居民消费热情却始终不减，本质上说明家纺行业还是朝阳行业，行业前景十分广阔。

➤ 上调至“强烈推荐”评级

上调 11-13 年核心 EPS 至 0.88/1.35/1.94 元（上次为 0.84/1.20/1.58 元，对应 1.51 亿总股本），对应 PE 分别为 38/25/17 倍，未来三年 CAGR 47%。我们此前的投资逻辑是看好家纺板块，推荐顺序依次为罗莱家纺、富安娜、梦洁家纺，基于在相同成长性的条件下我们更看好罗莱的发展模式，即快速的市场反应能力以及多品牌矩阵经营这两大核心竞争力，理应享受更高的估值。不过从这 2 年家纺股的表现以及企业经营来看，我们认为：1，家纺股目前已具有协同效应，市场对家纺企业的偏好已从追求个股转移到整个板块上来，未来家纺股的机会更多在于行业机会。2，三家企业在其强势区域具有明显优势，如梦洁于华中、罗莱于华东以及富安娜于华南，对于对方的强势区域均不能构成威胁，说明处于第一梯队的三家企业的竞争力都很强。虽然目前我们依旧最看好罗莱的发展战略，不过从投资上来说，我们认为家纺子行业的吸引力丝毫不亚于白酒行业。从估值上看，对应 11 年 35-37 倍的 PE 确实不便宜，不过考虑到公司未来三年仍将保持 40%以上的复合增长率，我们认为作为价值投资的空间还是非常巨大。给予公司 12 年 35 倍 PE，6-12 个月目标价 47 元。

三、风险提示

渠道建设低于预期；费用率持续攀升。

盈利预测与财务指标

项目/年度 (亿元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	CAGR_11-13
销售收入	6.31	8.55	13.47	18.65	24.73	
YoY		35%	58%	38%	33%	42%
毛利率	36.3%	40.6%	44.1%	44.5%	44.7%	
销售费用率	18.9%	23.1%	28.0%	27.0%	26.0%	
管理费用率	3.8%	4.8%	4.5%	4.5%	4.5%	
财务费用率	0.9%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	
所得税率	16%	12%	15%	15%	15%	
核心净利润	0.6235	0.92	1.33	2.04	2.93	
YoY		48%	45%	53%	43%	47%
核心 EPS(元)	0.41	0.61	0.88	1.35	1.94	
PE			38	25	17	

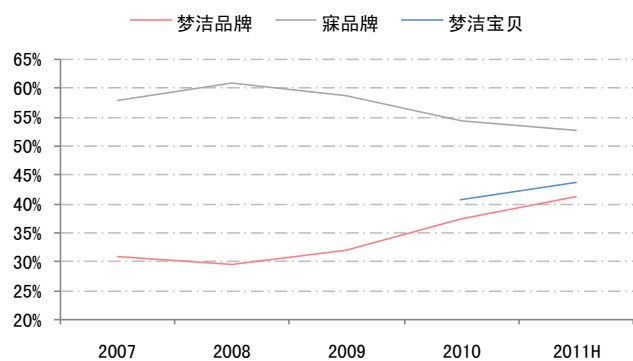
项目/年度 (万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	单店收入 g
直营店数	227	332	462	582	682	
增量		105	130	120	100	
单店收入_直营	66	68	88	102	117	15%
直营店收入	14,996	24,259	40,841	59,166	79,732	
YoY		62%	68%	45%	35%	
直营店毛利率	52.0%	57.0%	60.0%	60.0%	60.0%	
直营店毛利	7,798	13,828	24,504	35,500	47,839	
加盟店数	1,435	1,658	1,998	2,318	2,618	
增量		223	340	320	300	
单店收入_加盟	33	35	46	52	60	15%
加盟店收入	48,040	59,100	90,909	121,289	157,535	
YoY		23%	54%	33%	30%	
加盟店毛利率	31.3%	34.7%	37.0%	37.0%	37.0%	

项目/年度 (万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	单店收入 g
加盟店毛利	15,017	20,508	33,636	44,877	58,288	
Total Sales	63,094	85,514	131,750	180,455	237,267	
YoY		36%	54%	37%	31%	
毛利总计	34,746	34,746	58,141	80,377	106,127	
直营店收入占比	23.8%	28.4%	31.0%	32.8%	33.6%	

资料来源: 民生证券研究所

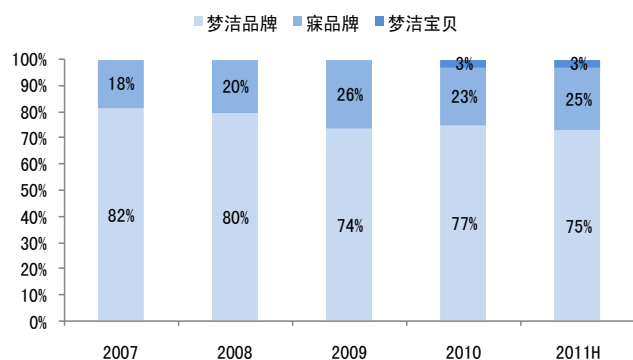
注: 11 年直营和加盟单店均有 30% 增长, 12-13 年由于提价效应减弱单店增速降为 15%

图 1: 提价幅度低以及加盟渠道占比提升导致麻毛利率下滑



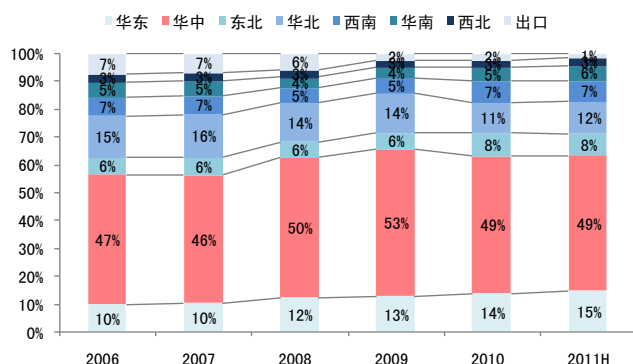
资料来源: 公司公告、民生证券研究所

图 3: 高端品牌“麻”毛利贡献已达到 25%



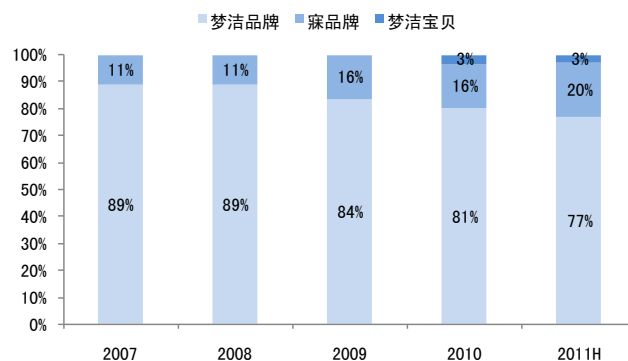
资料来源: 公司公告、民生证券研究所

图 5: 华中地区仍为公司销售最强势区域



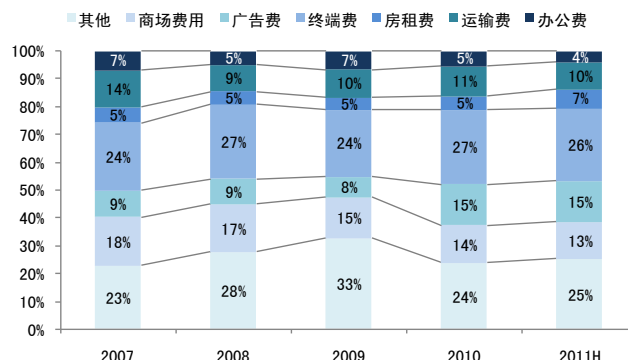
资料来源: 公司公告、民生证券研究所

图 2: 高端品牌“麻”收入贡献已达到 20%



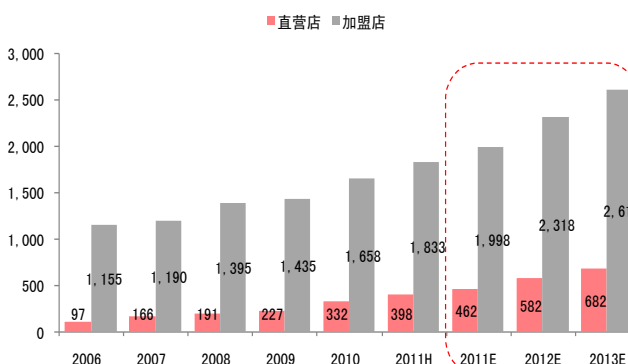
资料来源: 公司公告、民生证券研究所

图 4: 销售费用中各项目占比总体稳定



资料来源: 公司公告、民生证券研究所

图 6: 未来三年店铺仍将保持年均 400-500 家的增长幅度



资料来源: 公司公告、民生证券研究所

表 2: 季度利润表分析

单位: 万元

项目/季度	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
销售收入	14,273	11,630	12,289	24,902	18,861	15,881	14,771	36,000	29,846	25,605
YoY					32%	37%	20%	45%	58%	61%
EBIT	1,015	1,131	1,581	4,374	1,893	2,091	1,603	4,924	2,860	3,187
YoY					86%	85%	1%	13%	51%	52%
报告净利润	602	1,534	1,102	5,623	1,483	1,353	1,676	4,664	1,997	2,168
YoY					146%	-12%	52%	-17%	35%	60%
核心净利润	619	915	1,200	3,520	1,376	1,698	1,693	4,457	2,209	2,480
YoY					122%	85%	41%	27%	61%	46%
EPS(元)	0.06	0.16	0.12	0.60	0.16	0.14	0.18	0.49	0.21	0.23
核心 EPS(元)	0.07	0.10	0.13	0.37	0.15	0.18	0.18	0.47	0.23	0.26
主要财务比率	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
毛利率	31.3%	36.6%	42.9%	35.7%	37.7%	39.2%	48.6%	39.5%	42.5%	45.4%
销售费用率	19.3%	22.3%	24.3%	14.3%	23.4%	21.4%	31.6%	20.1%	28.8%	28.5%
管理费用率	3.7%	3.8%	5.3%	3.1%	3.7%	4.3%	5.9%	5.2%	3.4%	3.6%
财务费用率	1.8%	0.4%	1.6%	0.4%	1.2%	0.4%	-0.8%	-0.6%	-0.3%	-0.1%
EBIT 比率	7.1%	9.7%	12.9%	17.6%	10.0%	13.2%	10.9%	13.7%	9.6%	12.4%
报告净利润率	4.2%	13.2%	9.0%	22.6%	7.9%	8.5%	11.3%	13.0%	6.7%	8.5%
核心净利润率	4.3%	7.9%	9.8%	14.1%	7.3%	10.7%	11.5%	12.4%	7.4%	9.7%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

相关报告:

- 1, 《梦洁家纺_量价齐升带动业绩增长》_增持 (下调) 2011/02/25
- 2, 《梦洁家纺调研纪要》_买入 (上调) _2010/12/24
- 3, 《梦洁家纺_直营建设带动盈利水平创新高, 成长能力显挑战》_增持 (维持) _2010/10/20
- 4, 《服装家纺板块异动点评》_增持 (维持) _2010/10/12
- 5, 《三大家纺企业 10 年中期业绩跟踪点评_下半年关注渠道建设及成本控制》_增持 (下调) _2010/08/20
- 6, 《梦洁家纺_产品结构优化以及内部管理增强带动业绩提升, 关注三季度渠道建设》_买入 (维持) _2010/08/09
- 7, 《梦洁家纺_中期业绩预增 40%-60%, 渠道拓展速度决定全年业绩》_买入 (维持) _2010/07/07
- 8, 《三大家纺企业比较研究_三强争霸, 孰能获胜?》(深度)_买入 (维持) _2010/07/01
- 9, 《2010 年纺织服装中期投资策略_看好家纺行业、关注优势龙头》(深度)_买入 (维持) _2010/06/30

分析师与行业专家简介

吴骁宇，纺织服装行业分析师，美国本特利大学金融学硕士。2年证券研究经验。曾就职于湘财证券研究所，2011年6月加入民生证券。

田慧蓝，暨南大学经济学硕士研究生，具备证券从业资格，3年证券行业工作经验。擅长挖掘黑马个股，对行业理解具有前瞻性，全局性和客观性。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。