

买入 首次
梦洁家纺 (002397)
2011 年 9 月 5 日

区域市场稳固利润来源，自主高端品牌更具安全边际

2011 年 09 月 02 日收盘价：31.80 元
6 个月目标价：38.08 元

纺织服装业分析师：卢媛媛
SAC 执业证书编号：S0850511030004
lvy5991@htsec.com

021-23219610

梦洁家纺主要从事以床上用品为主的家用纺织品的研发、设计、生产和销售，拥有“梦洁”、“寐”、“梦洁宝贝”、“覓”等三个具有重要市场影响力的品牌，其中“梦洁”品牌是公司的主品牌，其销售收入占比在 80%以上。截至 2011 年 6 月 30 日，公司在全国建立了 2200 个销售终端，其中直营网点约 440 个，加盟网点约 1760 个。我们认为公司的品牌结构在家纺行业上市公司中最为优秀，同时看好公司对区域市场精耕细作的能力。未来，公司加快了扩张步伐，从行业空间和公司自身发展策略综合考虑，我们预计公司业绩在未来 3 年仍处于高速增长阶段，预计 2011-2013EPS 分别为 0.95、1.36、1.89 元，给予 2012 年 28 倍 PE，6 个月目标价 38.08 元，“买入”评级。

1. 品牌 and 价格体系完备，自主高端品牌更具稳定性。

公司的品牌 and 价格体系较为明晰，各品牌价格重叠区域较少，覆盖消费人群较广。公司目前拥有“梦洁”、“寐”、“梦洁宝贝”、“覓”四个具有重要市场影响力的品牌，其中“梦洁”品牌是公司的主品牌，其销售收入占比在 80%以上，定位为中高端消费群体，是收入和利润的主要来源。值得一提的是，与其他家纺企业相比，梦洁的高端品牌“寐”为自主品牌，其销售规模和销售增速均在高端家纺市场位居前列。自主品牌的优势不言自明，相对引进品牌其稳定性更好，经营的自主能力更强，大大提升了公司品牌体系的整体张力，改善了公司产品结构和盈利能力。另外，高端产品的消费粘性更强，如果未来“寐”品牌能够顺利发展，将会成为公司强有力的业绩增长引擎。

表 1 梦洁品牌系列介绍

品牌	梦洁	寐	梦洁宝贝	覓
2010 年销售收入占比	80.44%	16.39%	3.07%	0.1%
四件套主流价格范围	1500-4000	3000-8000	550-2000	400-2000
市场定位	中高端消费群	高端消费群	高端儿童消费群	大众网络消费群
产品特征	包括典藏、巴洛克、天鹅湖及梦洁红等主题产品。典藏系列以中式艺术品概念为主题；巴洛克系列是欧式经典概念产品，代表奢华、大气的宫廷风格；天鹅湖系列以关注细节和人性化设计的蕾丝产品为主题；梦洁红为红色系的婚庆系列产品。	寐品牌产品在坚持黑、白、灰主色系的原则下，适当延伸产品色系，丰富产品线。同时，寐品牌进一步提升产品档次，重点开发高端天然材质产品，面料主要采用真丝、羊绒及埃及长绒棉等高档面料，芯料主要采用高档天然蚕丝、鹅绒等，突出环保、奢华的品牌理念，保持高端品牌形象	将儿童分为 0-3 岁、4-6 岁、7-12 岁，12 岁以上四个年龄段，针对不同的年龄段的消费特点，以天然环保材质开发不同的儿童家纺用品，并形成完整的产品线	质优价廉，方便快捷
品牌理念	温馨、经典，	环保、尊贵	健康、快乐	

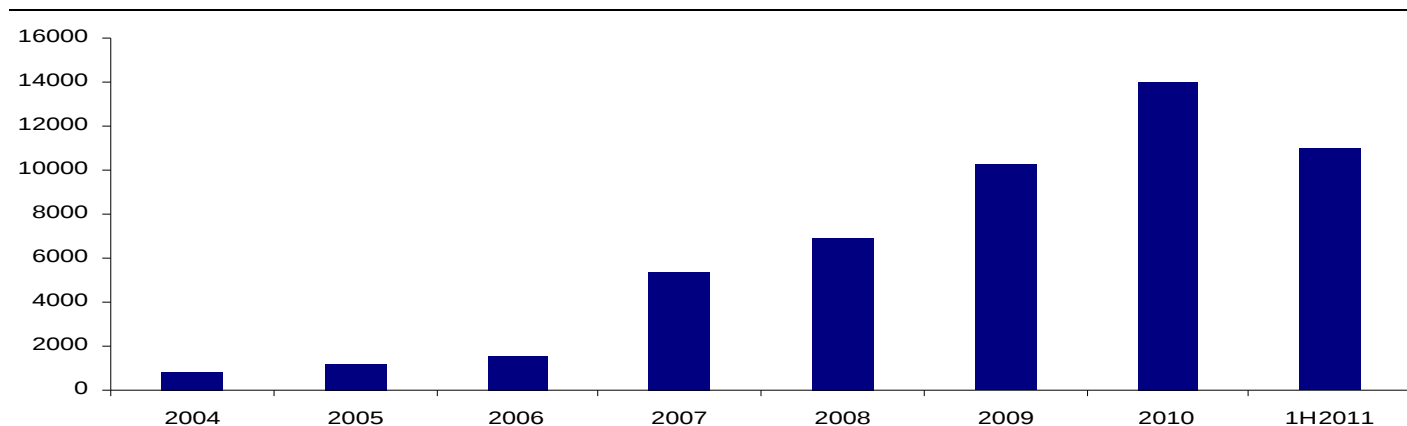
资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 2 梦洁不同品牌的收入占比和毛利率情况

年份	梦洁		寐		宝贝		觅	
	收入比重 (%)	毛利率 (%)	收入比重 (%)	毛利率 (%)	收入比重 (%)	毛利率 (%)	收入比重 (%)	毛利率 (%)
2007	88.47	31.03	10.66	57.87	-	-	-	-
2008	88.82	29.64	11.06	60.81	-	-	-	-
2009	83.61	31.93	16.29	58.68	-	-	-	-
2010	80.44	37.54	16.39	54.41	3.07	49.26	0.1	-
1H2011	77.14	41.21	19.9	52.97	2.9	50.03	0.06	-

资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 1 公司“寐”品牌销售收入（单位：万元）



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

表 3 家纺行业上市公司高端品牌比较

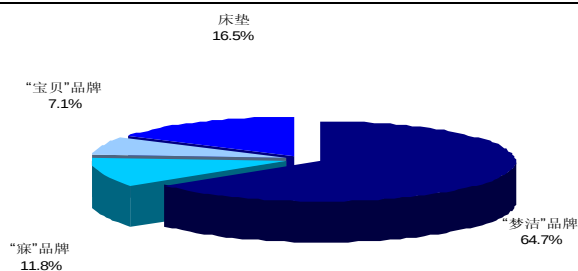
公司名称	梦洁	富安娜	罗莱
品牌名称	“寐”	“维莎”	“雪瑞丹”
2010 年销售收入占比	16.39%	约 1%	约 5%

资料来源：公司公告，海通证券研究所

2. 门店结构掩盖优异管理水平。

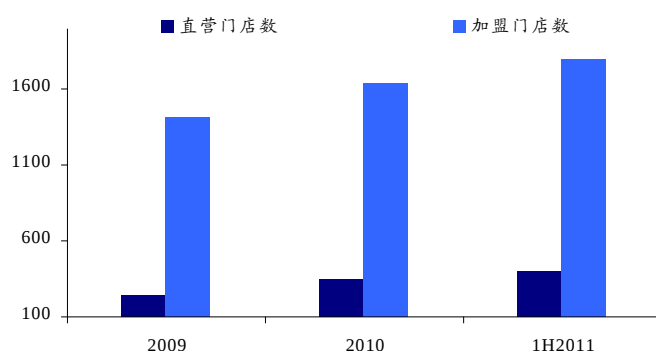
截止 2011 年，上半年公司销售网点共 2200 家，我们估计其中直营店约 400 家，专卖店 60 家（包括 20 家床垫门店，自有物业 10 家），加盟店约 1800 家，加盟专卖店约 900 家，加盟专柜约 900 家。“梦洁”和“寐”品牌门店不到 1600 家。也就是说梦洁能够跟富安娜和罗莱比较的门店是 1600 家，而不是 2200 家。公司招股书中披露的公司总经营面积为 13 万平方米，其中床垫门店约 300 余家，而且床垫门店一般设在家居店大卖场，销售渠道与家纺不同，一般单店面积很大，因此我们假设床垫门店总面积为 3 万平方米，计算下来上市之前公司的平均单店面积在 50 平方米左右，以此再计算公司的平效，就提升了很多了。我们估算了公司的平效，并与富安娜做一比较，梦洁的直营平效高于富安娜，而加盟平效与富安娜相当。在开店计划方面，2011 年年底公司计划门店数量达到 2500 家，2012 年达到 3000 家。未来专卖店增长速度高于专柜的增长速度。按照公司 2011 年上半年新增门店 200 家的速度计算，今年总共新增门店 500 家的计划有望实现，公司外延式扩张速度进一步加快。

图 2 梦洁家纺不同品牌门店数量占比



资料来源：海通证券研究所

图 3 梦洁家纺不同销售渠道情况

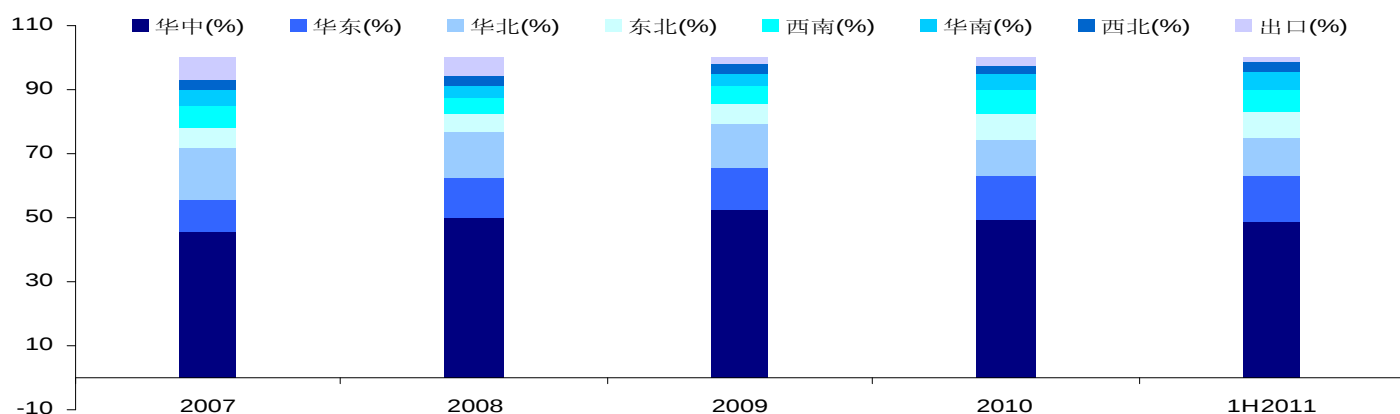


资料来源：海通证券研究所

3. 重点区域经营踏实，是外埠区域扩张的基础。

华中地区是公司的根据地市场，在该区域的销售收入占比接近 50%。在公司的销售地区划分中，华中地区包括湖南、江西和湖北三个省，其中湖南省的销售收入又占华中地区的一半左右。我们估计 2011 年上半年湖南省销售收入在 1.4 亿左右，全年收入超过 3 亿元。公司在湖南省的布局非常密集，平均一个县的门店数量在 2-3 家，如果按照湖南拥有 122 个县级行政单位计算，平均每个县的出厂销售收入在 245 万元，终端销售收入在 500-600 万元。2010 年湖南县级财政收入为 623.09 亿元，平均单个县的财政收入为 5.11 亿元，假设财政收入的十分之一用于公务员开支，对比公务员收入，公司在湖南省单县的销售额已经是非常高了。如果在中部地区都有这样的消费潜力，那么在其他经济更发达地区的市场潜力更是无法估量。

图 4 梦洁销售收入区域构成（单位：%）



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

表 4 是我们通过 google 地图搜索到的株洲市的家纺品牌分布情况，可以看到梦洁在湖南省的终端密度较其他 2 家上市公司具有较大优势。

表 4 湖南省株洲市家纺品牌分布

品牌名称	梦洁	富安娜	罗莱
株洲市	3	1	0
株洲县	0	0	0
攸县	2	0	0
茶陵县	0	0	0
炎陵县	1	0	0
醴陵县	1	0	0

资料来源：google 地图，海通证券研究所

对于品牌渠道下沉的可能性，我们认为也是可行的。如株洲市的商铺租金约为每平米 2.5 元/天，而攸县的租金只有 1 元/天。开店的最刚性成本即为租金，因此在小县城虽然单店年销售收入只有 30-50 万元，但租金压力、人员费用都低，其利润仍旧能够保证。因此即使是公司的重点区域仍旧有较大的销售空间可以挖掘。

4. 扁平化加盟渠道管理。

公司加盟商管理采取点对点的模式，按照销量大小分为 ABC 三级客户，其中 A 级客户有 100 多家。不同级别加盟商的差别仅在年底返点体现，而不存在多级加盟商的代理体系。在价格管控方面，公司采取销售倍率的方式，一般“梦洁”品牌的销售倍率在 2-2.5 倍，“寐”品牌的销售倍率在 2.5-3 倍。同时根据各地区的经济状况设定终端价格，如“梦洁”品牌在长沙的零售价就比上海地区的要低。

目前公司拥有 400 多个加盟商，一般一个市一个加盟商，采取排他的经营模式，直营和加盟没有销售重合区域，如北京、上海、长沙为公司直营，而杭州则为加盟商经营。

一般经销商新开门店启动资金在 30-40 万元，“梦洁”品牌装修费用每平米 1500 元，“寐”品牌装修费用每平米接近 3000 元。公司对加盟商的支持主要体现在道具和培训上。

表 5 梦洁家纺加盟要求

网点级别	省会	地市	县
资金	120 万元以上	80 万元以上	40 万元以上
商铺形式	专卖店	120 平方米以上	
	专柜	60 平方米以上	

资料来源：公司网站，海通证券研究所

6. 涨价因素减弱，判断未来行业增速放缓。

2011 年上半年公司实现销售收入 5.55 亿元，同比增长 59.61%。把销售收入增速分解，其中涨价占比 30%，外延式扩张新增门店增长 10%，老店销量同比增长 20%。但今年价格持续高速上涨的趋势不会在 2012 年重现，预计未来产品价格趋势将保持平稳，即使原材料价格下跌，产品售价不会跟随降价，但上涨的幅度也不会很大。另外，对比高档服装价格，我们认为未来行业竞争以价格作为主要方式的可能性不大，行业价格并未出现向下拐点。公司的考核体系也是对明年业绩

增长的保证，公司计划 2012 年整体销售收入增长要保持 30%的增速，其中老店销售收入增长要保持 20%的增长，净利润率要高于 10%。

我们认为，目前 3 家上市公司的零售终端都已经超过 2000 家，借鉴品牌服装的发展历程，家纺行业将进入一个增长速度放缓的阶段。因此在门店数量达到一定规模的时候，精细化管理就显得尤为重要。从目前家纺企业单店营业状况来看，平均单店销售收入在 150 万元左右，由于家纺产品单价高，因此消费者的购买频率并不是很高，如按照单店 150 万元/年的销售收入，一套四件套单价 3000 元来计算，每天销售量仅 1.4 套。因此，通过丰富产品品种和吸引更多人流是提高单店收入的关键。这也是家纺企业提出大家居概念的初衷。由以上分析我们认为老店平效提高的空间还是十分巨大的。

就梦洁而言，公司采取的措施为创立“美颂”销售品牌，其作用有助于公司引入大家居概念以及有利于提升公司品牌。美颂馆内产品品类更加丰富，产品档次也更高，包括各个子品牌产品和进口高档香氛、毛巾、桌布、洗浴用品等家居产品。进口品牌产品为公司独家代理产品，因此定价较为灵活，毛利率与“寐”品牌相仿。通过增加茶几和吊架节约空间，增加平效。

此外，在软实力方面，公司通过灌输“爱在家庭”的核心文化理念，把“爱家”的理念通过营业员传递给顾客，以求得消费者的认同。注重服务中的细节，不以直白的推销作为营销模式，以关爱顾客，增加消费粘性作为营销重点。

综上所述，就家纺行业的市场空间而言，我们认为还远未达到饱和。从外延式扩张的角度，抢占空白市场区域和渠道下沉都大有文章可做；从内生增长角度，单店的销售潜力还未仔细挖掘；从消费者角度，更新换代需求刚刚启动、结婚高峰因素还未消失。同时，行业竞争格局未必那么稳定，对于三家家纺上市公司而言，后续发展比拼的是管理水平。

7. 投资建议

公司的竞争优势体现在以下几个方面：1.管理上较为精细，销售指标较为细致责任到人，为客户着想的理念灌输整个销售体系。管理风格更为严谨扎实。2.产品品牌结构较为合理，高端“寐”牌为自由品牌，可靠性和利润率都有保证。产品价格体系较丰满，一百多到上万的品种都有。“大家居”的品牌计划在有步骤的实施。3.优势市场较为明显，湖南、江西、湖北、辽宁、山东地区的销售是公司的业绩基础和保障。未来，公司加快了扩张步伐，从行业空间和公司自身发展策略综合考虑，我们预计公司业绩在未来 3 年仍处于高速增长阶段，预计 2011-2013EPS 分别为 0.95、1.36、1.89 元，给予 2012 年 28 倍 PE，6 个月目标价 38.08 元，“买入”评级。

风险提示：对加盟商管理不利造成终端库存堆积的风险；市场管控不到位造成价格体系错乱的风险；无法迅速扩大中端产品销量，市场占有率下降的风险。

表 6 梦洁家纺合并损益表及预测

利润表(百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	622	631	855	1325	1861	2460
营业成本	416	402	508	716	986	1279
营业税金及附加	4	5	4	11	15	20
销售费用	111	119	197	371	521	689
管理费用	20	23	40	71	98	124
财务费用	8	6	(0)	(10)	(1)	13
投资收益	(0)	0	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(0)	2	3	1	1	1
其他收入	(1)	(5)	(7)	0	0	(0)
营业利润	61	73	103	169	242	337
营业外净收支	(2)	33	2	1	1	1
利润总额	59	106	105	170	243	338
所得税费用	9	17	13	25	37	51
少数股东损益	(0)	0	0	0	1	1
归属于母公司净利润	50	89	92	144	206	286
全面摊薄每股收益（元）	0.33	0.59	0.61	0.95	1.36	1.89

资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

卢媛媛：纺织服装业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：美邦服饰（002269）、凯撒股份（002425）、际华集团（601718）、步森股份（002569）、星期六（002291）、搜于特（002503）、富安娜（002327）、九牧王（601566）、鹿港科技（601599）等。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。