

## 费用率上升 业绩略低预期

2011年10月26日

推荐/首次

梦洁家纺

财报点评

### ——梦洁家纺（002397）三季度财报点评

谭可	纺织服装行业分析师	执业证书编号：S1480510120013
	010-6655 4011	

#### 事件：

公司今日公布 2011 年 3 季报，2011 年 1-3 季度实现营业收入 81,130.86 万元，同比增长 63.86%；实现归属母公司净利润 6,459.00 万元，同比增长 43.17%；实现 EPS0.43 元。

#### 公司分季度财务指标

指标	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3
营业收入（百万元）	188.61	158.81	147.71	360.00	298.46	256.05	256.80
增长率（%）	32.15	36.55	20.20	44.57	58.24	61.23	73.85
毛利率（%）	37.66	39.25	48.62	39.52	42.47	45.38	41.78
期间费用率（%）	28.20	26.02	36.71	24.73	31.90	32.04	29.74
营业利润率（%）	8.64	11.34	11.23	14.38	8.57	11.68	11.40
净利润（百万元）	14.92	13.66	16.90	46.53	20.02	20.99	22.54
增长率（%）	146.21	-11.03	51.21	-17.49	34.18	53.62	33.40
每股盈利（季度，元）	0.32	0.22	0.27	0.25	0.21	0.23	-0.01
资产负债率（%）	67.10	25.25	23.37	24.87	22.57	26.15	29.75
净资产收益率（%）	6.62	1.36	1.74	4.54	1.92	1.97	2.16
总资产收益率（%）	2.18	1.02	1.33	3.41	1.48	1.45	1.52

#### 评论：

##### 积极因素：

- **营业收入保持高速增长，毛利率继续提升。**受益于行业的高增速及公司较积极外延战略，公司2011年1-3季度营业收入保持高速增长，较去年同期增长63.86%。受益提价，公司毛利率较去年同期提升1.73个百分点至43.17%，
- **应收及存货温和增长。**公司2011年3季末，应收账款环比增长34.03%，增幅温和；3季末虽为传统旺季备货库存水平处年度峰值，但公司存货仅较上季末环比增长1.4%。

##### 消极因素：

- **税率大幅提升导致净利润增幅显著慢于收入。**公司作为高新技术企业享有的15%所得税税率优惠2010年到期，2011年恢复到25%所得税率，导致公司2011年1-3季度所得税同比大增265.00%，净利润同比增幅39.73%，归属于母公司净利润同比增长43.17%，显著低于公司营业收入63.86%的同比增幅。

- **费用率提升。**由于公司积极的拓张战略，公司加大直营体系投入及广告等营销宣传力度，2011年前三季度公司销售费用率较去年同期升2.58个百分点至27.78%，管理费用率下降0.90个百分点至3.61%，财务费用下降0.46个百分点至-0.13%，合计三项费用率较去年同期升1.22个百分点至31.26%。

#### 业务展望：

公司近年风格积极，大有缩短与其他两上市家纺企业差距之势。家纺行业仍然处在快速成长期，公司顺势积极外延的策略也符合行业趋势。预计公司2011-2012年门店数量将分别新增500家，截止2012年底公司全国门店数量将达到3000家，按照公司募投项目计划，未来直营比例将适当提高。

此外，公司多品牌战略开展较早，目前除主品牌“梦洁”外，还有寐”、“梦洁宝贝”、“觅”等品牌，均针对不同的目标消费群。

#### 盈利预测

预计公司 2011-2013 年净利润分别 1.38、1.92 和 2.66 亿元，同比增长 50.71%、38.91%和 38.54%。对应 EPS 分别为 0.91、1.27 和 1.76 元。

#### 投资建议：

对应公司2011-2013年PE分别为32.37、23.30和16.82倍，公司未来三年仍将保持高于行业水平的较高增速，给予“推荐”评级。

#### 风险提示：

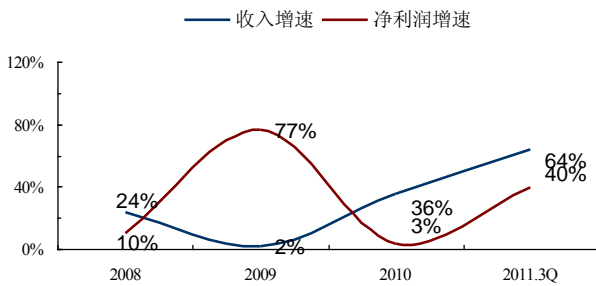
家纺行业整体增速减缓；

激进的扩张策略导致渠道库存高企。

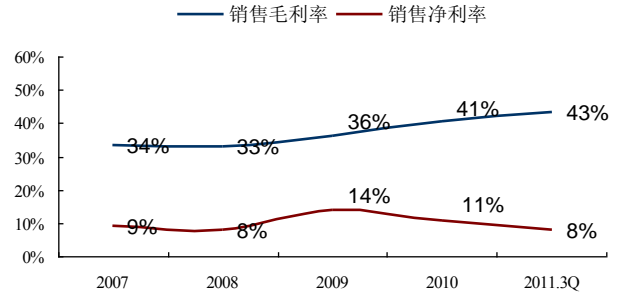
表 1：盈利预测关键指标（2009A-2013E）

百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	631	855	1,221	1,641	2,171
(+/-)%	1.51%	35.53%	42.78%	34.42%	32.26%
经营利润（EBIT）	79	102	181	253	354
(+/-)%	14.36%	29.28%	77.32%	39.55%	39.83%
净利润	89	92	138	192	266
(+/-)%	75.70%	3.55%	50.71%	38.91%	38.54%
每股净收益（元）	1.89	1.06	0.91	1.27	1.76

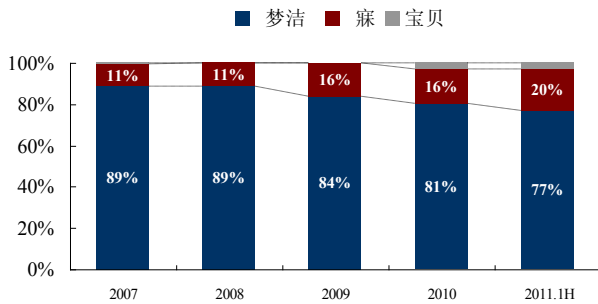
资料来源：东兴证券研究所

**图 1：公司收入增速情况及净利润增速 2007-2011.3Q**


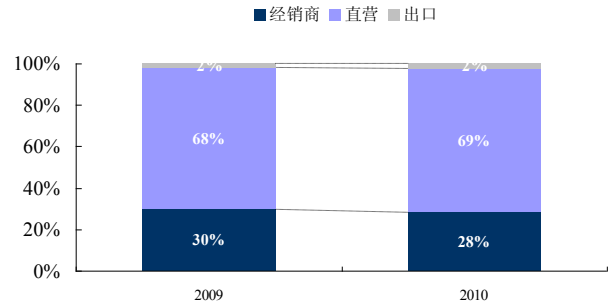
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**图 2：公司销售毛利率与净利率 2007-2011.3Q**


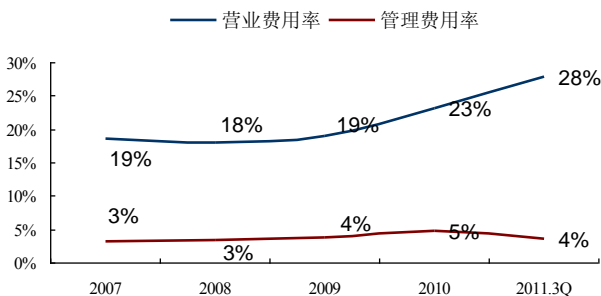
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**图 3：公司收入构成（按品牌分）2007-2011.1H**


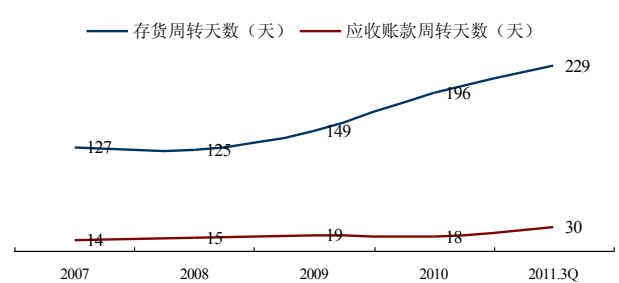
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**图 4：公司收入构成（按渠道分）2009-2010**


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**图 5：公司营业及管理费用率 2007-2011.3Q**


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**图 6：公司存货及应收账款周转天数 2007-2011.3Q**


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 2: 盈利预测表 (2009A-2013E)

利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
营业收入	630.94	855.14	1,220.92	42.78%	1,641.17	34.42%	2,170.66	32.26%
营业成本	402.11	507.68	688.80	35.68%	914.10	32.71%	1,195.01	30.73%
营业费用	119.10	197.16	293.02	48.62%	397.16	35.54%	520.96	31.17%
管理费用	23.78	41.09	48.84	18.87%	65.65	34.42%	86.83	32.26%
财务费用	5.96	-0.48	-3.19	N/A	-3.28	N/A	-1.29	N/A
投资收益	0.03	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	73.08	102.66	184.37	79.60%	256.11	38.91%	354.83	38.54%
利润总额	106.47	104.99	184.37	75.61%	256.11	38.91%	354.83	38.54%
所得税	17.49	12.98	46.09	254.99%	64.03	38.91%	88.71	38.54%
净利润	88.98	92.01	138.28	50.29%	192.08	38.91%	266.12	38.54%
归属母公司所有者的净利润	88.61	91.75	138.28	50.71%	192.08	38.91%	266.12	38.54%
NOPLAT	66.06	89.54	135.88	51.76%	189.62	39.55%	265.15	39.83%
资产负债表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
货币资金	161.09	473.81	378.36	-20.15%	280.86	-25.77%	217.07	-22.71%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	32.12	54.37	77.63	42.78%	104.35	34.42%	138.01	32.26%
预付款项	14.38	58.02	117.22	102.04%	195.78	67.02%	298.49	52.46%
存货	186.60	365.38	495.73	35.68%	657.88	32.71%	860.05	30.73%
流动资产合计	413.41	972.91	1,099.03	12.96%	1,279.32	16.40%	1,567.13	22.50%
非流动资产	244.84	391.98	442.13	12.79%	501.66	13.46%	564.92	12.61%
资产总计	658.25	1,364.89	1,541.16	12.91%	1,780.97	15.56%	2,132.05	19.71%
短期借款	184.70	30.00	0.00	N/A	0.00	N/A	33.87	N/A
应付帐款	131.38	190.78	255.30	33.82%	338.80	32.71%	442.92	30.73%
预收款项	18.79	16.32	16.32	0.00%	16.32	0.00%	16.32	0.00%
流动负债合计	443.89	336.24	361.64	7.55%	466.99	29.13%	631.78	35.29%
非流动负债	3.71	3.21	0.28	-91.28%	0.28	0.00%	0.28	0.00%
少数股东权益	0.69	0.84	0.84	0.00	0.84	0.00	0.84	0.00
母公司股东权益	209.96	1,024.60	1,178.40	15.01%	1,312.86	11.41%	1,499.15	14.19%
净营运资本	-30.48	636.67	737.39	15.82%	812.32	10.16%	935.34	15.14%
投入资本 IC	242.54	584.91	801.16	36.97%	1,033.12	28.95%	1,317.07	27.48%
现金流表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
净利润	88.98	92.01	138.28	50.29%	192.08	38.91%	266.12	38.54%
折旧摊销	11.72	21.68	0.00	N/A	50.47	N/A	57.73	14.38%
净营运资金增加	10.48	667.14	100.73	-84.90%	74.93	-25.61%	123.02	64.17%

经营活动产生现金流	71.46	-87.29	24.73	N/A	70.38	184.64%	105.79	50.30%
投资活动产生现金流	-21.72	-156.32	-102.97	N/A	-113.54	N/A	-124.90	N/A
融资活动产生现金流	-44.57	556.33	-17.21	N/A	-54.35	N/A	-44.68	N/A
现金净增(减)	5.17	312.71	-95.45	N/A	-97.50	N/A	-63.79	N/A

资料来源：东兴证券研究所

**表 3：财务比率**

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>盈利能力</b>						
毛利率	33.07%	36.27%	40.63%	43.58%	44.30%	44.95%
营业利润率	9.82%	11.58%	12.00%	15.10%	15.61%	16.35%
净利率	8.11%	14.04%	10.73%	11.33%	11.70%	12.26%
净资产收益率	31.27%	42.20%	8.95%	11.73%	14.63%	17.75%
<b>偿债能力</b>						
流动比率	0.90	0.93	2.89	3.04	2.74	2.48
速动比率	0.54	0.51	1.81	1.67	1.33	1.12
资产负债率	71.79%	68.00%	24.87%	23.48%	26.24%	29.65%
<b>成长能力</b>						
营业收入增长率	-	1.51%	35.53%	42.78%	34.42%	32.26%
营业利润增长率	-	19.77%	40.48%	79.60%	38.91%	38.54%
净利润增长率	-	75.70%	3.55%	50.71%	38.91%	38.54%
净资产增长率	-	30.17%	387.99%	15.01%	11.41%	14.19%
<b>营运能力</b>						
应收帐款周转率	-	18.75	19.77	18.50	18.04	17.91
存货周转率	-	2.41	1.84	1.60	1.58	1.57
总资产周转率	-	1.03	0.85	0.84	0.99	1.11

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 谭可

英国 Durham 大学硕士，2010 年外派香港研究港股消费板块，现从事纺织服装行业研究，07 年加盟东兴证券研究所。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5%之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。