

梦洁家纺 (002397.SZ)

纺织行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

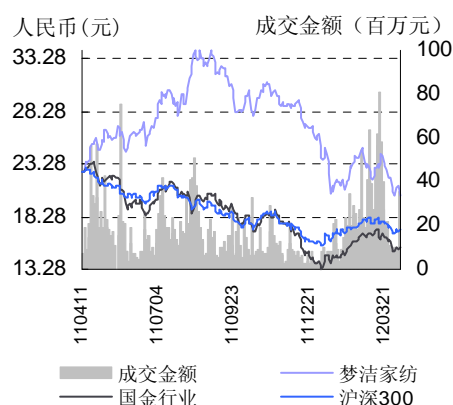
市价(人民币): 20.27元

## 终端需求不足是业绩低于预期的主要原因

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	46.46
总市值(百万元)	3,064.82
年内股价最高最低(元)	34.11/20.27
沪深 300 指数	2901.22
中小板指数	6641.82



### 相关报告

1. 《外延式扩张稳步推进》，2011.8.10
2. 《完成业绩预期的可能性较大》，2011.5.19
3. 《家纺三巨头之一,前景看好》，2011.4.25

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130511030002  
(8621)61038278  
zhangbin@gjzq.com.cn

焦娟 联系人  
(8621)61038269  
jiaoj@gjzq.com.cn

### 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.971	0.740	0.925	1.169	1.454
每股净资产(元)	10.84	7.20	7.53	8.00	8.65
每股经营性现金流(元)	-0.92	0.59	1.03	1.01	1.24
市盈率(倍)	43.26	35.42	21.92	17.34	13.94
行业优化市盈率(倍)	42.28	40.41	40.41	40.41	40.41
净利润增长率(%)	3.55%	21.89%	25.04%	26.41%	24.35%
净资产收益率(%)	8.95%	10.27%	12.28%	14.61%	16.80%
总股本(百万股)	94.50	151.20	151.20	151.20	151.20

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 2011 年业绩: 全年实现营业收入、营业利润、利润总额、净利润、EPS 分别为 12.52 亿元、1.33 亿元、1.35 亿元、1.12 亿元、0.74 元, 分别同比增长 46.40%、29.11%、28.46%、21.89%、12.12%, 公司拟每 10 股派人民币 2 元(含税)。
- 2012 年一季度业绩: 实现营业收入、净利润、EPS 分别为 2.69 亿元、2349.68 万元、0.16 元, 分别同比增长-9.93%、17.69%、23.08%。
- 年报业绩、一季报业绩均低于市场预期。

### 经营分析

- 终端需求不足导致收入增速放缓, 直营渠道快速建设导致费用率大增:
  - 四季度收入明显放缓: 受终端需求不足、房地产调控的影响, 较之于前三季度收入增速 58.24%、61.23%、73.85%, 公司四季度收入增速 22.39% 明显放缓; 一季度收入增速继续放缓, 同比下滑-9.93%。
  - 销售费用率提高 5.45 个百分点是净利润增速远低于收入增速的原因: 公司加大直营渠道建设的力度, 但直营渠道先期投入较大、盈利周期较长, 导致报告期内公司各项销售费用均高于收入增速, 其中租赁费用、人工成本同比增长 194%、125%; 一季度销售费用率略有下降。
  - 其他财务指标: 加速商场直营门店建设, 其运营模式带来公司综合毛利率提高 3.77 个百分点至 44.43%, 但同时导致应收账款合计占比提高 4.5 个百分点; 经营性现金净流入 8906 万, 基本与净利润匹配。
- 外延式扩张, 尤其是直营渠道的运营模式短时间内无法发挥规模效益, 导致公司的防御性弱化, 从而受累于终端需求不足、行业景气度下滑, 我们认为这是公司业绩低于预期的根本原因。

### 盈利调整、投资建议

- 虽然公司业绩低于预期, 但考虑到家纺市场空间较大, 公司作为家纺行业龙头之一, 还是较大发展前景的。考虑到当前国内纺织服装整体消费增速放缓的情况, 根据当前业绩, 我们适当调低未来业绩预期, 预计 2012-2014 年公司净利润分别为 1.4 亿元、1.77 亿元、2.2 亿元, 分别同比增长 25%、26.4%、24.4%, 对于 EPS 分别为 0.925 元、1.169 元、1.454 元。

图表1: 销售预测

项 目	2007	2008	2009	1H10	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>直营</b>									
销售收入 (百万元)	108.33	140.92	187.84	98.29	242.60	397.41	496.76	620.95	776.18
增长率 (YOY)		30.08%	33.29%		29.15%	63.81%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率	46.00%	46.53%	52.66%	49.13%	56.98%	59.82%	60.00%	60.00%	60.00%
销售成本 (百万元)	58.50	75.35	88.92	50.00	104.36	159.68	198.70	248.38	310.47
增长率 (YOY)		28.80%	18.01%		17.37%	53.00%	90.39%	25.00%	25.00%
毛利 (百万元)	49.83	65.57	98.91	48.29	138.23	237.73	298.05	372.57	465.71
增长率 (YOY)		31.58%	50.85%		39.75%	71.98%	115.62%	25.00%	25.00%
占总销售额比重	21.64%	22.70%	29.80%	28.35%	28.40%	31.76%	32.73%	33.69%	34.66%
占主营业务利润比重	29.60%	31.91%	43.24%	39.82%	39.79%	42.77%	43.68%	44.71%	45.74%
<b>加盟</b>									
销售收入 (百万元)	392.28	479.86	428.86	248.42	591.00	837.49	1,004.98	1,205.98	1,447.18
增长率 (YOY)		22.33%	-10.63%		37.81%	41.71%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	30.21%	29.15%	29.80%	29.38%	34.67%	37.64%	38.00%	38.00%	38.00%
销售成本 (百万元)	273.77	339.98	301.06	175.44	386.10	522.26	623.09	747.71	897.25
增长率 (YOY)		24.18%	-11.45%		28.25%	35.26%	61.38%	20.00%	20.00%
毛利 (百万元)	118.51	139.88	127.80	72.99	204.90	315.23	381.89	458.27	549.93
增长率 (YOY)		18.03%	-8.64%		60.33%	53.85%	86.38%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	78.36%	77.30%	68.03%	71.65%	69.18%	66.94%	66.21%	65.43%	64.62%
占主营业务利润比重	70.40%	68.09%	55.86%	60.18%	58.98%	56.71%	55.97%	55.00%	54.02%
<b>出口</b>									
销售收入 (百万元)			13.67		20.73	16.19	16.19	16.19	16.19
增长率 (YOY)					51.64%	-21.89%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率			15.02%		20.70%	17.73%	15.00%	15.00%	15.00%
销售成本 (百万元)			11.62		16.44	13.32	13.77	13.77	13.77
增长率 (YOY)					41.51%	-18.97%	-16.28%	0.00%	0.00%
毛利 (百万元)			2.05		4.29	2.87	2.43	2.43	2.43
增长率 (YOY)					108.99%	-33.10%	-43.40%	0.00%	0.00%
占总销售额比重			2.17%		2.43%	1.29%	1.07%	0.88%	0.72%
占主营业务利润比重			0.90%		1.24%	0.52%	0.36%	0.29%	0.24%
销售总收入 (百万元)	500.61	620.78	630.36	346.72	854.33	1251.09	1517.94	1843.12	2239.56
销售总成本 (百万元)	332.27	415.33	401.60	225.44	506.91	695.26	835.56	1009.85	1221.49
毛利 (百万元)	168.34	205.45	228.77	121.28	347.42	555.83	682.38	833.27	1018.07
平均毛利率	33.63%	33.10%	36.29%	34.98%	40.67%	44.43%	44.95%	45.21%	45.46%

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	631	855	1,252	1,518	1,843	2,240	货币资金	161	474	426	450	550	650
增长率		35.5%	46.4%	21.3%	21.4%	21.5%	应收款项	51	75	174	155	198	253
主营业务成本	-402	-508	-696	-836	-1,010	-1,221	存货	187	365	384	476	575	696
%销售收入	63.7%	59.4%	55.6%	55.0%	54.8%	54.5%	其他流动资产	14	58	58	86	103	124
毛利	229	347	556	682	833	1,018	流动资产	413	973	1,042	1,167	1,426	1,723
%销售收入	36.3%	40.6%	44.4%	45.0%	45.2%	45.5%	%总资产	62.8%	71.3%	66.6%	66.3%	68.2%	70.1%
营业税金及附加	-5	-4	-12	-15	-18	-22	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.8%	0.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	216	351	474	546	610	669
营业费用	-119	-197	-357	-433	-525	-638	%总资产	32.8%	25.7%	30.3%	31.0%	29.2%	27.2%
%销售收入	18.9%	23.1%	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%	无形资产	26	36	44	45	54	63
管理费用	-24	-41	-47	-61	-74	-90	非流动资产	245	392	523	594	667	734
%销售收入	3.8%	4.8%	3.8%	4.0%	4.0%	4.0%	%总资产	37.2%	28.7%	33.4%	33.7%	31.8%	29.9%
息税前利润 (EBIT)	81	105	140	174	216	268	<b>资产总计</b>	<b>658</b>	<b>1,365</b>	<b>1,565</b>	<b>1,761</b>	<b>2,093</b>	<b>2,457</b>
%销售收入	12.8%	12.3%	11.2%	11.5%	11.7%	12.0%	短期借款	193	33	120	99	254	392
财务费用	-6	0	2	1	-1	0	应付款项	219	264	286	355	429	519
%销售收入	0.9%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.1%	0.0%	其他流动负债	32	39	68	168	200	235
资产减值损失	-2	-3	-9	-7	-2	-2	流动负债	444	336	475	622	883	1,147
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	3	3	1	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>448</b>	<b>339</b>	<b>476</b>	<b>622</b>	<b>883</b>	<b>1,148</b>
营业利润	73	103	133	168	213	265	<b>普通股股东权益</b>	<b>210</b>	<b>1,025</b>	<b>1,089</b>	<b>1,139</b>	<b>1,210</b>	<b>1,308</b>
营业利润率	11.6%	12.0%	10.6%	11.1%	11.6%	11.8%	少数股东权益	1	1	0	0	0	0
营业外收支	33	2	2	3	3	3	<b>负债股东权益合计</b>	<b>658</b>	<b>1,365</b>	<b>1,565</b>	<b>1,761</b>	<b>2,093</b>	<b>2,457</b>
税前利润	106	105	135	171	216	268	<b>比率分析</b>						
利润率	16.9%	12.3%	10.8%	11.3%	11.7%	12.0%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-17	-13	-24	-31	-39	-48	<b>每股指标</b>						
所得税率	16.4%	12.4%	17.9%	18.0%	18.0%	18.0%	每股收益	1.885	0.971	0.740	0.925	1.169	1.454
净利润	89	92	111	140	177	220	每股净资产	4.467	10.842	7.203	7.531	8.000	8.654
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0	每股经营现金净流	1.520	-0.924	0.589	1.034	1.014	1.235
归属于母公司的净利润	89	92	112	140	177	220	每股股利	0.000	0.000	1.300	0.600	0.700	0.800
净利率	14.0%	10.7%	8.9%	9.2%	9.6%	9.8%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	42.20%	8.95%	10.27%	12.28%	14.61%	16.80%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	13.46%	6.72%	7.15%	7.94%	8.45%	8.95%
净利润	89	92	111	140	177	220	投入资本收益率	16.77%	8.70%	9.52%	11.52%	12.09%	12.90%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	14	25	36	37	38	45	主营业务收入增长率	1.51%	35.53%	46.40%	21.25%	21.42%	21.51%
非经营收益	-19	4	7	8	9	10	EBIT增长率	17.26%	29.75%	33.40%	24.01%	24.13%	24.09%
营运资金变动	-12	-208	-64	-29	-71	-88	净利润增长率	75.70%	3.55%	21.89%	25.04%	26.41%	24.35%
经营活动现金净流	71	-87	89	156	153	187	总资产增长率	14.91%	107.35%	14.64%	12.53%	18.88%	17.38%
资本开支	-17	-156	-167	-102	-106	-107	<b>资产管理能力</b>						
投资	-4	-1	0	-1	0	0	应收账款周转天数	19.5	18.5	25.7	26.0	28.0	30.0
其他	0	1	0	0	0	0	存货周转天数	151.3	198.4	196.5	210.0	210.0	210.0
投资活动现金净流	-22	-156	-167	-103	-106	-107	应付账款周转天数	119.9	115.8	99.3	100.0	100.0	100.0
股权募资	0	816	0	0	0	0	固定资产周转天数	77.6	146.0	128.7	123.1	114.2	103.5
债权募资	0	-160	87	-22	155	139	<b>偿债能力</b>						
其他	-44	-100	-61	-7	-102	-119	净负债/股东权益	15.14%	-42.96%	-28.06%	-30.80%	-24.44%	-19.62%
筹资活动现金净流	-45	556	26	-29	53	20	EBIT利息保障倍数	13.6	-218.4	-93.4	-184.5	169.8	728.0
现金净流量	5	313	-52	24	100	100	资产负债率	68.00%	24.87%	30.41%	35.34%	42.20%	46.73%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	2	3	13
买入	2	2	5	5	12
持有	2	2	3	3	3
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.50	2.50	2.28	2.17	1.91

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-04-14	减持		N/A
2 2010-07-01	买入	21.07	57.70 ~ 65.30
3 2010-08-09	买入	24.39	57.70 ~ 65.30
4 2011-01-11	买入	24.41	45.50 ~ 52.00
5 2011-02-28	买入	24.04	N/A
6 2011-04-25	买入	25.69	55.00 ~ 55.00
7 2011-05-19	买入	26.82	N/A
8 2011-08-10	买入	33.65	N/A

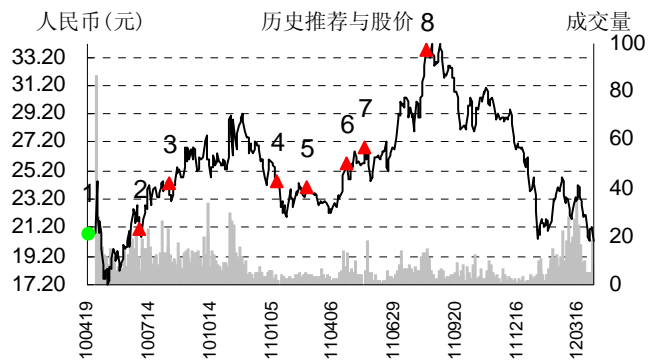
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B