

梦洁家纺（002397）收入增速放缓，存货有所增加——2011 年年报和 2012Q1 季报点评

审慎推荐（首次）

纺织服装

当前股价：20.27 元

报告日期：2012 年 4 月 10 日

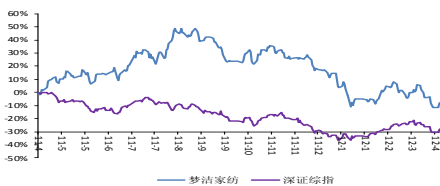
主要财务指标（单位：百万元）

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,252	1,692	2,202	2,814
(+/-)	46.4%	35.1%	30.1%	27.8%
营业利润	133	175	234	319
(+/-)	29.1%	32.0%	33.9%	36.0%
归属于母公司 净利润	112	150	200	272
(+/-)	21.9%	33.8%	33.8%	35.8%
每股收益(元)	0.74	0.99	1.32	1.80
市盈率(倍)	27	20	15	11

公司基本情况（2011 年）

总股本/已流通股（万股）	15120/4646
流通市值（亿元）	9.89
每股净资产（元）	7.20
资产负债率（%）	30.41

股价表现（最近一年）



华鑫证券 研究发展部

联系人：郎琦

021-51793718

langqi@cfsc.com.cn

研究员：徐呈健

执业证书编号 S1050511030001

021-51793717

xucj@cfsc.com.cn

事件：

今日公司同时发布 2011 年年报和 2012 年 Q1 季报：2011 年公司实现营业总收入 125190.54 万元，较上年同期增长 46.40%，归属上市公司股东净利润 11183.87 万元，较上年同期增长 21.89%，归属上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 10987.25 万元，较上年同期增长 17.58%；每股收益 0.74 元。拟每 10 股派息 2 元（含税）。2012 年一季度公司实现营业收入 26881.03 万元，较上年同期下降 9.93%，归属上市公司股东净利润 2349.68 万元，较上年同期增长 17.69%；每股收益 0.16 元。

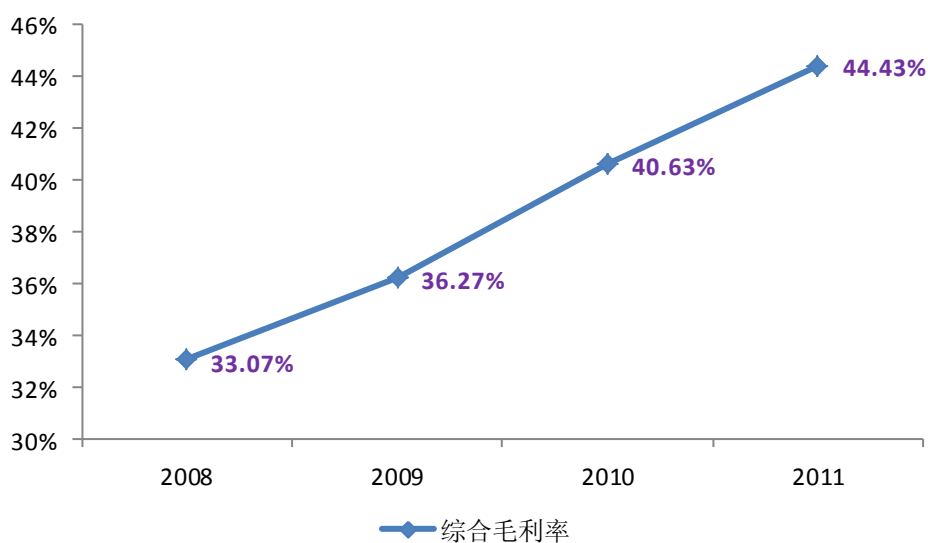
点评：

- 11 全年业绩平稳，四季度收入放缓拐点显现：**2011 年公司实现营业收入和净利润分别同比增长 46.40% 和 21.89%，每股收益为 0.74 元，业绩表现符合预期。但分季度看，2011 年 Q1-Q4 营业收入同比增速分别为 58.24%、61.23%、73.85% 和 22.39%，Q4 收入增速远低于去年前三季度。此外，公司一季报显示，Q1 收入增速比去年同期下降 9.93%，印证了公司收入增速放缓的拐点在四季度显现的观点。我们认为，公司收入逐季下降，主要受到多因素的影响。（1）. 国内宏观经济下滑对消费产生了一定抑制。（2）. 房地产宏观政策继续高压，家纺用品作为房地产相关商品，其销售情况不可避免受到冲击。（3）. 公司门店质量并未有效提升。（4）. 与另外 2 家家纺上市公司相比，品牌提升力度相对较弱。此外，公司今年一季度净利润增速呈现正增长，与收入增速的负增长出现背离的情况，主要是当期受到政府补贴 203.61 万元。
- 毛利率大幅提升，但可持续性不强：**公司 2011 年综合毛利率提升 3.80PCT 至 44.43%。主要受到直营占比稳步提高和各类产品提价的驱动。分品牌看，公司旗下儿童家纺品牌——宝贝毛利率上涨最快，较 2010 年提升 4.2PCT 至 53.46%。其余主品牌——梦洁和网购品牌——寐也分别上涨 3.84PCT

和 2.80PCT 至 41.38%和 57.21%。虽然 2011 年公司各项产品毛利率都不同程度得到了提升，但是由于今年终端消费低迷，必定会使得公司加大促销力度，从而会对毛利率继续提升形成压力。我们认为，公司未来三年毛利率将处于一个相对平稳趋势。

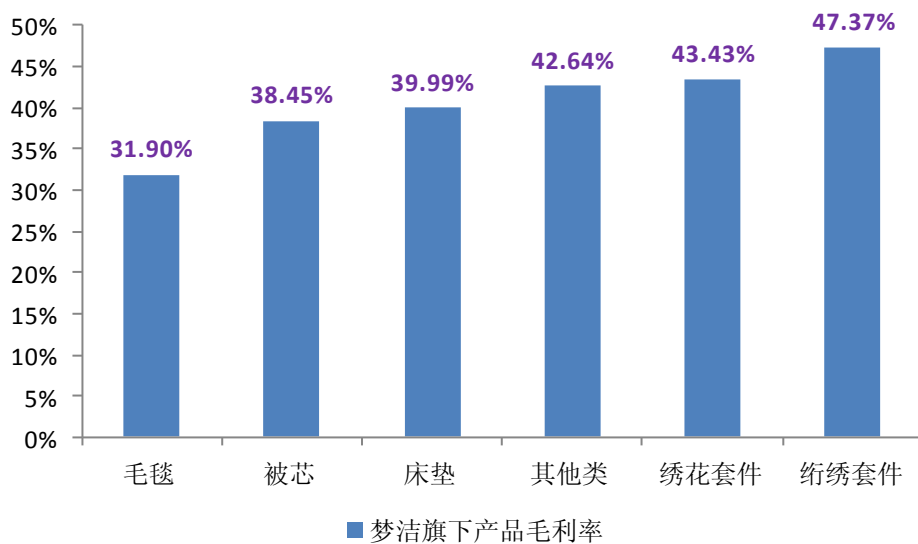
- **期间费用控制较弱，销售费用首当其冲：**2011 年公司期间费用大幅提升，从 2010 年的 27.80%上涨至 32.16%，涨幅为 4.36PCT。其中销售费用在三项费用中增速最快，同比上涨 28.51%，增幅为 5.45CT。主要原因是：(1). 加大品牌宣传力度，广告费用增加 2025.72 万元。(2). 直营终端的建设费用增加 3832.89 万元。(3). 销售人员成本和房租的提高。
- **库存压力有所增加：**2012 年 Q1 公司存货为 4.05 亿元，比起 2011 年年报 3.84 亿元，存货金额增加约 2000 万元。库存压力增强，更显示出一季度终端销售低迷，但如何有效去库存，还得看公司后续促销力度等一系列政策推出。
- **渠道数量处于业内第一，门店质量有待提高：**截止 2011 年底，公司渠道总数为 2420 家，其中去年净增长 430 家，渠道扩张增速为 21.60%，远高于罗莱家纺的 13.71，接近与富安娜的 22.50%。从渠道数量看，首次超过罗莱家纺的 2371 家。我们认为，公司经营战略仍旧注重渠道迅速扩张，但“跑马圈地”粗放型发展方式在过去几年家纺行业整体爆发性发展的背景下，是可以迅速提升公司整体规模的，但是在目前国内消费处于相对低迷的情况下，反而会形成对业绩的拖累，这也是我们认为公司虽然门店数量上已处于行业第一，但是依靠内生性增长或许才是家纺上市公司可持续发展的真正王道。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2012-2014 年 EPS 为 0.99 元、1.32 元和 1.80 元，对应 PE 分别为 20X、15X 和 11X。鉴于公司短期内面临销售收入增速放缓的影响，我们首次给予“审慎推荐”评级。
- **风险提示：**房地产市场长期低迷拖累家纺产品销售、库存消化不畅风险。

图表 1. 公司近四年毛利率走势



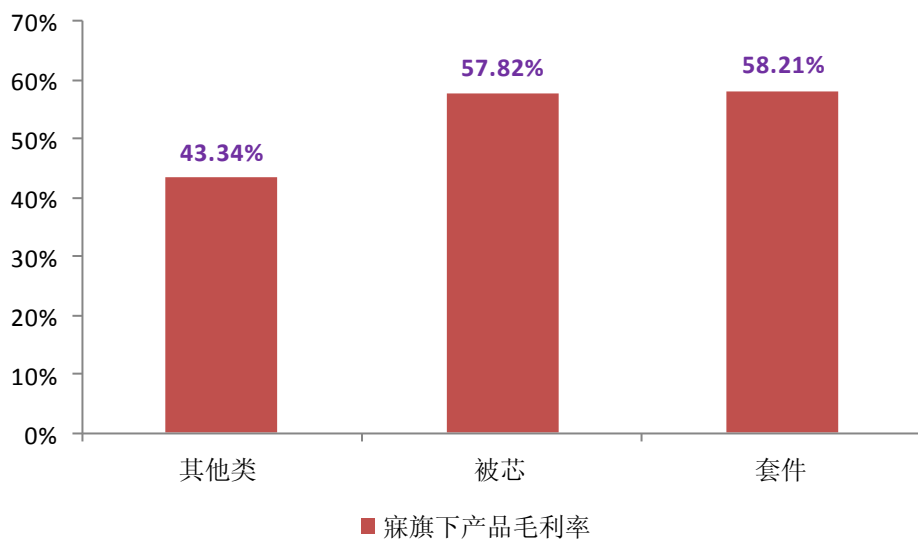
数据来源：公司年报，华鑫证券研发部

图表 2. 2011 年梦洁品牌旗下产品毛利率情况



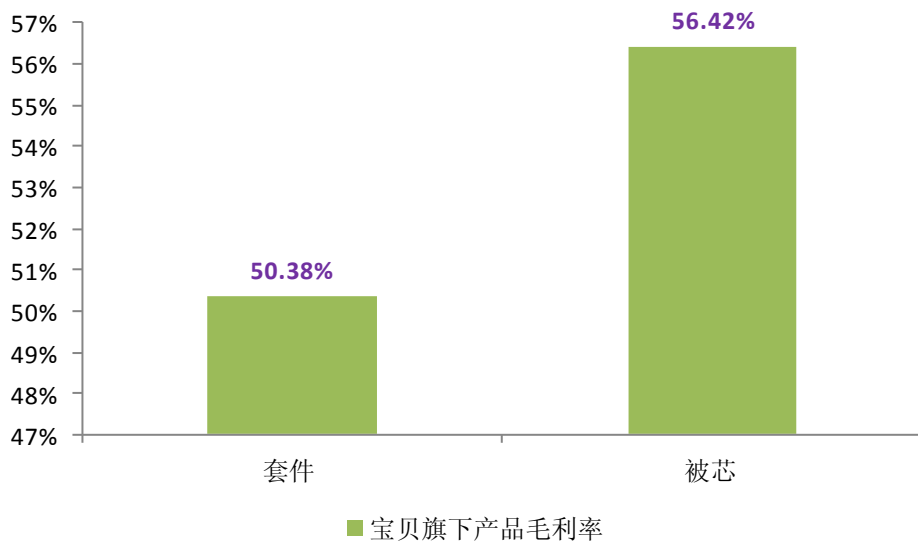
数据来源：公司年报，华鑫证券研发部

图表 3.寐品牌旗下产品毛利率情况



数据来源：公司年报，华鑫证券研发部

图表 4.宝贝旗下产品毛利率情况



数据来源：公司年报，华鑫证券研发部

图表 5. 三家家纺上市公司渠道数量和相关财务汇总

单位：百万元

	罗莱家纺		梦洁家纺		富安娜	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011
渠道数量	2085	2371	1990	2420	1511	1851
收入	1819	2382	855	1252	1067	1453
净利润	241	374	92	112	128	207
毛利率	37.6%	41.4%	40.2%	43.5%	45.8%	47.8%

数据来源：公司年报，华鑫证券研发部

注：红色为三家家纺上市公司中的最大值

图表 6. 盈利预测

单位：万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	85,514	125,191	169,188	220,185	281,378
增长率(%)	35.5%	46.4%	35.1%	30.1%	27.8%
减：营业成本	50,768	69,566	93,486	121,440	155,243
综合毛利率(%)	40.6%	44.4%	44.7%	44.8%	44.8%
减：营业税金及附加	411	1,199	1,523	1,982	2,532
销售费用	19,716	35,693	48,219	62,753	78,786
管理费用	4,109	4,713	6,768	8,367	10,692
财务费用	-48	-150	846	1,101	844
期间费用率	27.8%	32.2%	33.0%	32.8%	32.1%
资产减值损失	293	917	846	1,101	1,407
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	10,266	13,254	17,501	23,442	31,874
增长率(%)	40.5%	29.1%	32.0%	33.9%	36.0%
加：营业外收入	481	280	100	100	100
减：营业外支出	248	47	0	0	0
利润总额	10,499	13,487	17,601	23,542	31,974
增长率(%)	-1.4%	28.5%	30.5%	33.8%	35.8%
减：所得税	1,298	2,416	2,640	3,531	4,796
实际所得税率(%)	12.4%	17.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	9,201	11,071	14,961	20,011	27,178
归属于母公司所有者净利润	9,175	11,184	14,961	20,011	27,178
增长率(%)	3.5%	21.9%	33.8%	33.8%	35.8%
净利润率(%)	10.7%	8.9%	8.8%	9.1%	9.7%
少数股东损益	26	-113	0	0	0
总股本（万股）	9,450	15,120	15,120	15,120	15,121
基本每股收益（元/股）	0.97	0.74	0.99	1.32	1.80
每股净资产（元/股）	10.84	7.20	8.19	9.51	11.31
净资产收益率（%）	8.96%	10.27%	12.08%	13.91%	15.89%

数据来源：公司年报，华鑫证券研发部

研究员简介

徐呈健：英国城市大学卡斯商学院，投资管理硕士，2009年3月加盟华鑫证券研发部。

郎琦：澳大利亚纽卡斯尔大学，应用金融学硕士，2011年1月加盟华鑫证券研发部。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。本报告仅向特定客户传送，未经华鑫证券研究发展部授权许可，任何机构和个人不得以任何形式复制和发布。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>