

梦洁家纺 (002397.SZ)

纺织行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

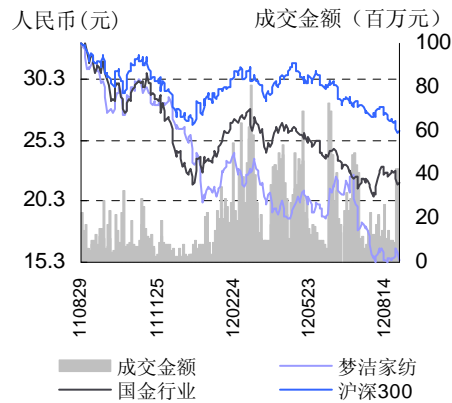
市价(人民币): 15.43元

市场低迷导致公司业绩大幅下滑

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)	23.33
年内股价最高最低(元)	33.04/15.30
沪深 300 指数	2238.41
中小板指数	4856.91



相关报告

1.《终端需求不足是业绩低于预期的主要原因》，2012.4.10

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	0.642	0.688	0.792
每股净资产(元)	10.84	7.20	7.25	7.24	7.23
每股经营性现金流(元)	-0.92	0.59	0.57	0.55	0.78
市盈率(倍)	43.26	35.42	24.03	22.41	19.49
行业优化市盈率(倍)	47.17	20.63	27.77	27.77	27.77
净利润增长率(%)	3.55%	21.89%	-13.18%	7.21%	15.02%
净资产收益率(%)	8.95%	10.27%	8.86%	9.51%	10.96%
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

■ 公司 12 年上半年实现收入 5.66 亿元、净利润 4634 万元,同比增长 2.1% 和 11.3%,EPS 0.31 元,经营性现金流量为 -1.09 亿元,而去年同期为 -7029 万元。公司在中报中还预计 1-3 季度净利润增速为 0 至 -30%。

经营分析

- 上半年国内纺织服装消费疲软,这是业绩较低的主要原因:上半年国内纺织服装消费市场继续低迷,家纺市场也无疑减速。梦洁品牌(收入占比 78.5%)收入增速 3.86%,之前新增利润贡献最多的寐牌(收入占比 18.1%)收入下降 7.2%。
- 尽管管理费用占比提高,但所得税率下降导致净利润增速高于收入增速:市场低迷公司仍继续扩张规模,导致管理费用占比由去年同期的 3.54% 提升至当前的 4.64%,但去年同期仍按 25% 所得税率缴税,而今年所得税率 16.6%,导致公司净利润增速高于收入增速。
- 与效益增速明显下滑相对应,中期财务指标恶化:1)为扶持加盟商,延长授信期,公司应收账款较去年同期增长 80.4%;2)存货同比增长 6.2%,略高于收入增速,但其中库存商品同比增长 15.1%,超过收入增速;3)经营性现金流量净额为-1.09 亿元,去年同期则是 -0.7 亿元。

盈利预测及投资建议

- 我们一直认为此次消费复苏漫长,预计下半年市场依然低迷,公司效益受到市场整体低迷的影响,相应调低业绩预期,预计公司 12-14 年实现净利润分别为 0.97、1.04、1.2 亿元,分别同比增-13.2%、7.2%、15%,对应 EPS 分别为 0.642、0.688、0.792 元,较原预期分别下调 30%、40%和 45%。我们依然看好家纺市场的中长期发展,家纺产品由于功能性较强,龙头企业地位相对稳固,再加上公司股价前期调整较多,仍维持增持评级。

焦娟

联系人
(8621)61038269
jiaoj@gjq.com.cn

图表1: 公司产品盈利预测

项 目	2007	2008	2009	1H10	2010	2011	2012E	2013E	2014E
直营									
销售收入 (百万元)	108.33	140.92	187.84	98.29	242.60	397.41	397.41	417.28	459.00
增长率 (YOY)		30.08%	33.29%		29.15%	63.81%	0.00%	5.00%	10.00%
毛利率	46.00%	46.53%	52.66%	49.13%	56.98%	59.82%	59.00%	59.00%	59.00%
销售成本 (百万元)	58.50	75.35	88.92	50.00	104.36	159.68	162.94	171.08	188.19
增长率 (YOY)		28.80%	18.01%		17.37%	53.00%	56.12%	5.00%	10.00%
毛利 (百万元)	49.83	65.57	98.91	48.29	138.23	237.73	234.47	246.19	270.81
增长率 (YOY)		31.58%	50.85%		39.75%	71.98%	69.62%	5.00%	10.00%
占总销售额比重	21.64%	22.70%	29.80%	28.35%	28.40%	31.76%	32.93%	32.95%	32.98%
占主营业务利润比重	29.60%	31.91%	43.24%	39.82%	39.79%	42.77%	44.11%	44.12%	44.14%
加盟									
销售收入 (百万元)	392.28	479.86	428.86	248.42	591.00	837.49	795.61	835.39	918.93
增长率 (YOY)		22.33%	-10.63%		37.81%	41.71%	-5.00%	5.00%	10.00%
毛利率	30.21%	29.15%	29.80%	29.38%	34.67%	37.64%	37.00%	37.00%	37.00%
销售成本 (百万元)	273.77	339.98	301.06	175.44	386.10	522.26	501.24	526.30	578.93
增长率 (YOY)		24.18%	-11.45%		28.25%	35.26%	29.82%	5.00%	10.00%
毛利 (百万元)	118.51	139.88	127.80	72.99	204.90	315.23	294.38	309.10	340.00
增长率 (YOY)		18.03%	-8.64%		60.33%	53.85%	43.67%	5.00%	10.00%
占总销售额比重	78.36%	77.30%	68.03%	71.65%	69.18%	66.94%	65.93%	65.96%	66.03%
占主营业务利润比重	70.40%	68.09%	55.86%	60.18%	58.98%	56.71%	55.38%	55.39%	55.41%
出口									
销售收入 (百万元)			13.67		20.73	16.19	13.77	13.77	13.77
增长率 (YOY)					51.64%	-21.89%	-15.00%	0.00%	0.00%
毛利率			15.02%		20.70%	17.73%	20.00%	20.00%	20.00%
销售成本 (百万元)			11.62		16.44	13.32	11.01	11.01	11.01
增长率 (YOY)					41.51%	-18.97%	-33.02%	0.00%	0.00%
毛利 (百万元)			2.05		4.29	2.87	2.75	2.75	2.75
增长率 (YOY)					108.99%	-33.10%	-35.85%	0.00%	0.00%
占总销售额比重			2.17%		2.43%	1.29%	1.14%	1.09%	0.99%
占主营业务利润比重			0.90%		1.24%	0.52%	0.52%	0.49%	0.45%
销售总收入 (百万元)	500.61	620.78	630.36	346.72	854.33	1251.09	1206.78	1266.43	1391.70
销售总成本 (百万元)	332.27	415.33	401.60	225.44	506.91	695.26	675.18	708.39	778.13
毛利 (百万元)	168.34	205.45	228.77	121.28	347.42	555.83	531.60	558.04	613.57
平均毛利率	33.63%	33.10%	36.29%	34.98%	40.67%	44.43%	44.05%	44.06%	44.09%

来源: 国金证券研究所 (公司中报没有披露直营和加盟收入和毛利率情况)

图表2: 公司报表摘要

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	1,207	1,266	1,392	货币资金	161	474	426	450	500	600
增长率		35.5%	46.4%	-3.6%	4.9%	9.9%	应收款项	51	75	174	185	226	265
主营业务成本	-402	-508	-696	-675	-708	-778	存货	187	365	384	403	437	476
%销售收入	63.7%	59.4%	55.6%	55.9%	55.9%	55.9%	其他流动资产	14	58	58	70	73	80
毛利	229	347	556	532	558	614	流动资产	413	973	1,042	1,107	1,236	1,420
%销售收入	36.3%	40.6%	44.4%	44.1%	44.1%	44.1%	%总资产	62.8%	71.3%	66.6%	67.0%	68.3%	70.4%
营业税金及附加	-5	-4	-12	-12	-13	-14	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	497	516	532
营业费用	-119	-197	-357	-344	-355	-383	%总资产	32.8%	25.7%	30.3%	30.1%	28.5%	26.4%
%销售收入	18.9%	23.1%	28.5%	28.5%	28.0%	27.5%	无形资产	26	36	44	45	54	63
管理费用	-24	-41	-47	-54	-57	-63	非流动资产	245	392	523	546	573	597
%销售收入	3.8%	4.8%	3.8%	4.5%	4.5%	4.5%	%总资产	37.2%	28.7%	33.4%	33.0%	31.7%	29.6%
息税前利润 (EBIT)	81	105	140	121	134	154	资产总计	658	1,365	1,565	1,653	1,809	2,018
%销售收入	12.8%	12.3%	11.2%	10.1%	10.6%	11.1%	短期借款	193	33	120	120	246	404
财务费用	-6	0	2	-1	-2	-1	应付款项	219	264	286	286	300	329
%销售收入	0.9%	-0.1%	-0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	其他流动负债	32	39	68	152	171	192
资产减值损失	-2	-3	-9	-7	-8	-9	流动负债	444	336	475	559	716	925
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%	负债	448	339	476	559	717	926
营业利润	73	103	133	114	124	144	普通股股东权益	210	1,025	1,089	1,096	1,094	1,093
营业利润率	11.6%	12.0%	10.6%	9.4%	9.8%	10.3%	少数股东权益	1	1	0	-2	-2	-1
营业外收支	33	2	2	3	3	3	负债股东权益合计	658	1,365	1,565	1,653	1,809	2,018
税前利润	106	105	135	117	127	147	比率分析						
利润率	16.9%	12.3%	10.8%	9.7%	10.0%	10.5%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-17	-13	-24	-21	-23	-26	每股指标						
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	0.642	0.688	0.792
净利润	89	92	111	96	104	120	每股净资产	4.467	10.842	7.203	7.248	7.236	7.228
少数股东损益	0	0	-1	-2	0	1	每股经营现金净流	1.520	-0.924	0.589	0.566	0.549	0.776
归属于母公司的净利润	89	92	112	97	104	120	每股股利	0.000	1.300	0.200	0.600	0.700	0.800
净利率	14.0%	10.7%	8.9%	8.0%	8.2%	8.6%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	42.20%	8.95%	10.27%	8.86%	9.51%	10.96%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	13.46%	6.72%	7.15%	5.87%	5.75%	5.93%
净利润	89	92	111	96	104	120	投入资本收益率	16.77%	8.70%	9.52%	8.19%	8.19%	8.45%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	14	25	36	36	40	44	主营业务收入增长率	1.51%	35.53%	46.40%	-3.60%	4.94%	9.89%
非经营收益	-19	4	7	9	9	10	EBIT增长率	17.26%	29.75%	33.40%	-13.49%	10.30%	15.34%
营运资金变动	-12	-208	-64	-55	-70	-57	净利润增长率	75.70%	3.55%	21.89%	-13.18%	7.21%	15.02%
经营活动现金净流	71	-87	89	86	83	117	总资产增长率	14.91%	107.35%	14.64%	5.64%	9.45%	11.53%
资本开支	-17	-156	-167	-52	-56	-57	资产管理能力						
投资	-4	-1	0	-1	0	0	应收账款周转天数	19.5	18.5	25.7	45.0	55.0	60.0
其他	0	1	0	0	0	0	存货周转天数	151.3	198.4	196.5	220.0	230.0	230.0
投资活动现金净流	-22	-156	-167	-53	-56	-57	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	140.2	139.0	130.7
债权募资	0	-160	87	0	126	158	偿债能力						
其他	-44	-100	-61	-8	-103	-119	净负债/股东权益	15.14%	-42.96%	-28.06%	-30.09%	-23.20%	-17.86%
筹资活动现金净流	-45	556	26	-8	23	40	EBIT利息保障倍数	13.6	-218.4	-93.4	181.7	59.8	104.1
现金净流量	5	313	-52	24	50	100	资产负债率	68.00%	24.87%	30.41%	33.81%	39.62%	45.90%

来源: 国金证券研究所

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
买入	1	1	1	2	6
增持	1	1	1	2	15
中性	0	0	0	0	5
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.50	1.50	1.50	1.83

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 2011-01-11	增持	23.93	45.50 ~ 52.00
2 2011-02-28	增持	23.57	N/A
3 2011-04-25	增持	25.19	55.00 ~ 55.00
4 2011-05-19	增持	26.30	N/A
5 2011-08-10	增持	32.89	N/A
6 2012-04-10	增持	20.06	N/A

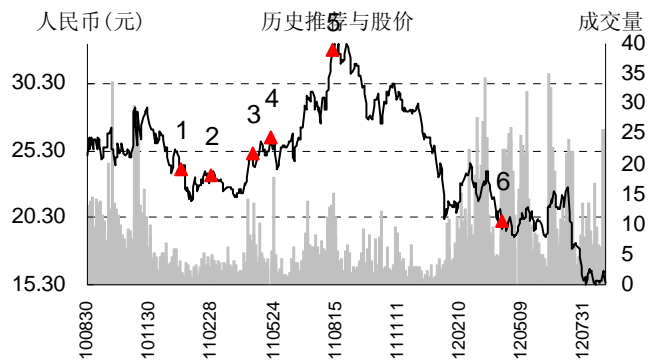
来源：国金证券研究所

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“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4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 =买入; 1.01~2.0=增持; 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



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:

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

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

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B