

梦洁家纺 (002397.SZ)

纺织行业

评级：买入 维持评级

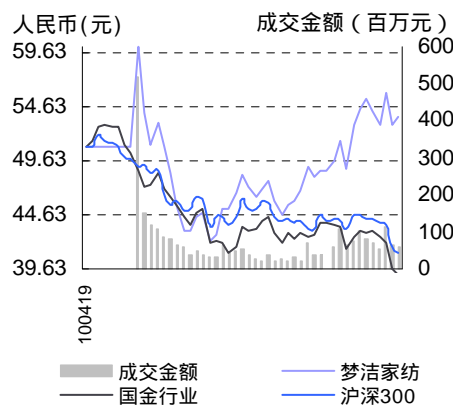
公司研究

市价(人民币)：53.76元
目标(人民币)：57.70-65.30元

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)	12.80
总市值(百万元)	3,386.88
年内股价最高最低(元)	60.17/42.20
沪深300指数	2563.07
中小板指数	5231.90



相关报告

1.《充分享受家纺市场发展带来的良机》，2010.4.14

刘宇袖 联系人
(8621)61038285
liuyx@gjqz.com.cn

张斌 分析师 SAC 执业编号：S1130206080208
(8621)61038278
zhangbin@gjqz.com.cn

加快销售网络扩张，拉动业绩增长

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	1.073	1.406	1.519	2.027	2.653
每股净资产(元)	3.43	4.47	16.82	19.06	21.59
每股经营性现金流(元)	1.72	1.52	1.62	2.36	3.03
市盈率(倍)	N/A	N/A	30.28	22.70	17.34
行业优化市盈率(倍)	19.82	47.97	47.97	47.97	47.97
净利润增长率(%)	10.05%	75.70%	8.02%	33.39%	30.92%
净资产收益率(%)	31.27%	42.20%	9.03%	10.63%	12.29%
总股本(百万股)	47.00	63.00	63.00	63.00	63.00

来源：公司年报、国金证券研究所（09年业绩包括3339万元营业外收入）

投资逻辑

- 我们认为公司未来业绩高速增长一方面是由于家纺市场的高速发展、上市红利效应的推动，另一方面也是由于公司一改前几年平稳发展的经营策略，加快销售网络建设；
- 宏观经济稳定发展和消费升级带动家纺行业快速发展。随着中国宏观经济的稳定增长：人均可支配收入提高，消费升级和城市化进程加速，以及家纺产品日常生活消费占比提高，使得家纺行业的市场规模有望在未来较长时间内保持快速增长，家纺龙头企业先发优势明显；
- 上市红利效应将提升公司短中期业绩。公司作为全国知名的家纺品牌，上市红利效应又强化了品牌影响力：不论是对招募加盟商，与商场谈判，还是在消费者心目中的品牌形象都有正面提升作用，同时有利于公司较为顺利的进行外延式扩张；
- 公司将加快外延式扩张速度。上市之后，公司一方面利用募集资金加快销售网络布局，另一方面上市吸引更多加盟商加盟，预计今年店铺可能新增超过400家，未来几年的销售网络增长超过300家的可能性也很大，这将确保公司未来的销售收入高增速；
- 公司毛利率仍将稳定提升。新产品提价，直营收入提高以及毛利率较高的寐品牌占总收入比重的扩大，将使得公司未来几年综合毛利率稳定提升；
- 房地产调控政策对公司影响不会太大。我们认为家纺行业市场容量大但集中度很低，一方面消费占比较大的婚庆需求保持增长，另一方面日常生活家居改善性需求带来的消费频率的提升将给未来家纺市场规模带来较大增量，而且上市给公司带来的红利效应将使得“强者恒强”，公司可以通过抢占更多的市场份额来降低房地产政策的影响。同时我们还认为房地产政策“挤压泡沫”并不意味着“冻结需求”，人们对住房的刚性需求仍然存在，随着调控措施见效之后，刚性需求会逐步得到释放。

盈利预测

- 综合以上分析，我们预计公司2010-2012年净利润分别为0.96亿元，1.28亿元和1.67亿元，同比增速分别为8.02%、33.4%和30.9%，扣除09年非经常性损益后2010年净利润增速为57.7%；分别实现每股收益1.519元，2.027元和2.653元。

估值和投资意见

- 我们认为家纺行业的市场容量空间广阔，未来几年的高增长确定性高。公司 10 年扣除非经常性损益的净利润增速超过 50%，11-12 年的净利润增速也都将超过 30%，因此我们给予公司 10 年 38-43 倍市盈率,对应的股价在 57.7-65.3 元之间，目前股价 53.76 元，给予买入建议。

风险

- 房地产调控措施对家纺行业的影响存在超过我们预期的风险；
- 公司 10 年将加快弱势地区的销售渠道布局，在弱势地区快速扩张的效果有可能低于我们预期。

内容目录

未来公司通过销售网络扩张获得业绩高增长.....	4
公司基本情况介绍.....	4
未来公司将加快销售网络扩张速度.....	4
公司毛利率仍有上涨空间.....	6
中国家纺行业发展潜力巨大，上市红利效应促进公司快速发展.....	6
宏观经济稳定发展和消费升级带动家纺行业快速发展.....	6
市场竞争环境较为宽松，外来竞争者对行业龙头企业影响不大.....	7
上市红利效应将显著提升公司短中期业绩.....	7
房地产政策调控对家纺行业影响有限.....	8
三个家纺行业上市公司各有所长，未来可能共享市场盛宴.....	9
盈利预测和估值.....	10
盈利预测.....	10
估值假设与估值.....	11
风险提示.....	12
附录：三张报表预测摘要.....	12

图表目录

图表 1：公司主要品牌列表.....	4
图表 2：销售收入分区域图.....	4
图表 3：IPO 之前，公司高管任职与持股比例.....	4
图表 4：2007-2009 年三个公司店铺拓展增速比较.....	5
图表 5：2006-2009 年三个公司销售收入比较.....	5
图表 6：零售终端数量及增速预测.....	5
图表 7：2007-2009 年分品牌毛利率.....	6
图表 8：2007-2009 年寐品牌毛利率和综合毛利率贡献率.....	6
图表 9：2001-2008 年中国家纺行业产值图.....	7
图表 10：上市红利分析.....	8
图表 11：2007-2010 年 4 月，逐月累计住宅销售面积和同比增长率，及期房销售占比.....	错误！未定义书签。
图表 12：2007-2009 年规模以上家纺企业总产值（亿元）及同比增长率.....	错误！未定义书签。
图表 13：房地产政策对家纺行业影响不大.....	错误！未定义书签。
图表 14：三个公司经营策略上的分析比较.....	10
图表 15：盈利预测.....	11
图表 16：A 股上市公司估值比较.....	11

未来公司通过销售网络扩张获得业绩高增长

公司基本情况介绍

公司拥有“梦洁”，“寐”，“梦洁宝贝”三个自有品牌，产品涵盖套件，被芯，毛毯，床垫等八大类的 2600 多个品种；

梦洁品牌定位于中高档，是公司主要的收入和利润来源，2009 年该品牌销售收入占总收入比重的 81.69%；寐品牌在高端市场耕耘数年，也已经形成了一定的品牌地位，深受消费者喜爱；梦洁宝贝是公司为了扩充产品线打造的儿童家纺用品系列。

图表1：公司主要品牌列表

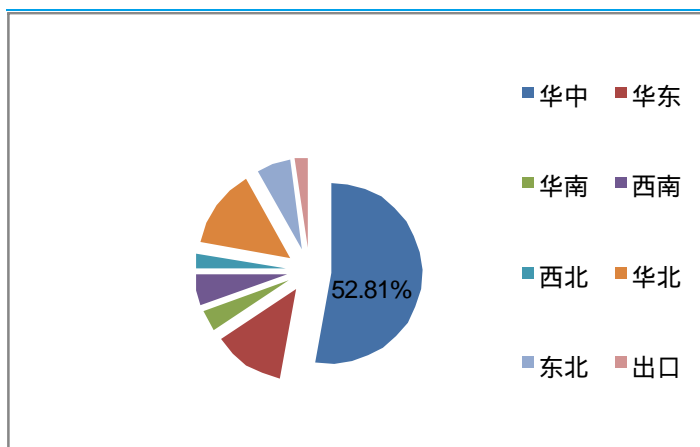
	梦洁	寐 (MINE)	梦洁宝贝
目标市场	中高端消费群	高端消费群	儿童消费群
设计风格	品牌风格定位大而全，有中式艺术，欧式巴洛克，梦洁婚庆红等十个系列	以黑，白等中性色为主色系，坚持简约，追求精致，经典奢华	将儿童分为四个年龄段，针对不同年龄段消费特点，以天然环保材质为儿童设计产品
品牌理念	温馨，经典	个性，奢侈	健康，快乐
店铺数量（2009 年末）	1300 多家	220 多家	130 多家
09 年销售收入（百万元）	515.8	99.29	15.55
占销售收入比（09 年）	81.69%	16.31%	2%

来源：招股说明书，国金证券研究所

公司以“加盟+直营”的方式进行销售网络建设，截止到 2009 年底，加盟方式占公司主营业务利润的 65.64%，直营方式占比 34.36%。

公司的管理层非常稳定，主要高管从梦洁家纺有限公司 2000 年设立起一直合作至今，并且现有的 17 人高管层基本从公司设立起就全部持股。

图表2：销售收入分区域图



来源：招股说明书，国金证券研究所

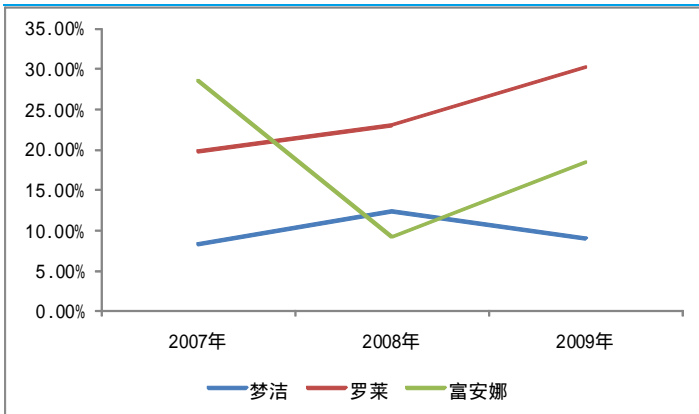
图表3：IPO 之前，公司高管任职与持股比例

股姓名	现职务	持股数	持股比例	股姓名	现职务	持股数	持股比例
姜武	董事长, 总理	241.538	51.31%	刘弘	设计中心总监	34.231	0.73%
李建伟	董事, 梦洁地产总经理	566.923	12.49%	高智	监事会席	34.231	0.73%
张爱纯	董事, 副总	406.153	8.64%	吕春		34.231	0.73%
李军	董事, 副总, 董秘	406.153	8.64%	拜勃		34.231	0.73%
李菁	董事, 副总	406.153	8.64%	彭匡	财务总监	34.231	0.73%
伍伟	董事, 结算中心总监	70.365	1.49%	易昕		34.231	0.73%
姜芝	原监事会席	70.365	1.49%	郭铮		34.231	0.73%
涂华	董事, 子公司寐总理	34.231	0.73%	何霞		34.231	0.73%
胡艳		34.231	0.73%	合计		400.00	100%

未来公司将加快销售网络扩张速度

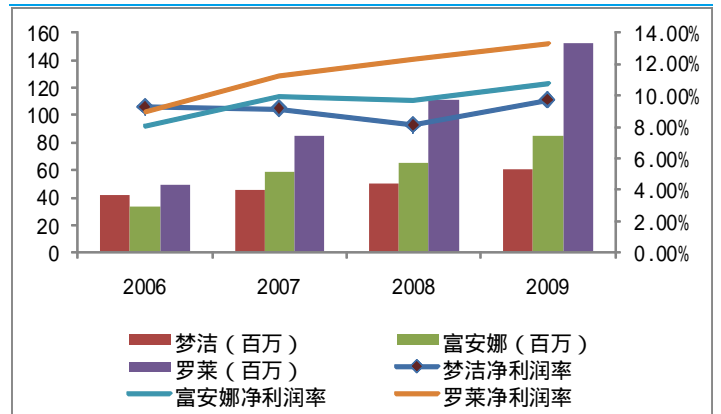
梦洁以“爱在家庭”为核心价值理念，非常重视企业经营中的人文关怀与和谐的工作氛围。从公司与罗莱，富安娜上市之前的财务数据看，在 2006 年之前公司的财务表现好于富安娜，与罗莱差距也不大；07 年之后，由于公司的外延式扩张速度较慢等原因，导致公司与其他两个竞争对手的销售收入差距逐年加大。

图表4：2007-2009年三个公司店铺拓展增速比较



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表5：2006-2009年三个公司销售收入比较

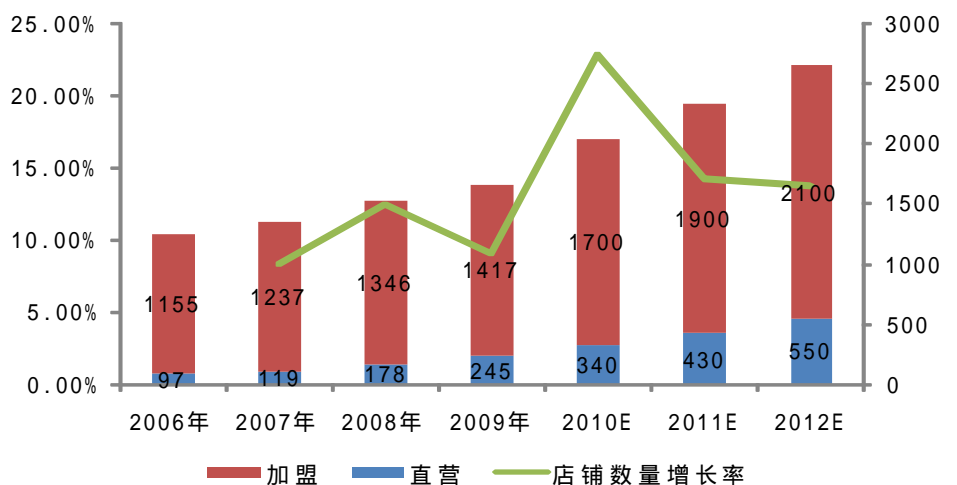


在 2010 年上市之后，公司缩小与罗莱，富安娜两个竞争对手收入差距的上进心很强，主要采取的措施有：加快市场空白点的销售网络布局；增加促销产品品类等：

■ 加快市场空白点的销售网络布局

- 公司以往的销售网络布局以一线城市为主，同时在区域分布上以华中地区为主，09 年公司在该区域的销售收入占总收入的 52.81%，其中公司总部所在地—湖南省的销售收入占公司总收入比重就超过了 30%。因此在其它的二三线城市还有很多市场空白点，还有较大的外延式渠道扩张空间；
- 上市以后，吸引了较多代理商纷纷要求加盟，公司 6 月初进行的订货会情况良好，部分原因也在于新的加盟商订货要求，上市红利效应使得外延式扩张成算更大；
- 公司 IPO 项目中，计划利用募集资金 1.85 亿元用于直营体系建设。同时公司超募资金超过 4 亿元，我们预计公司将利用上市融资增加销售网络扩张的投入。按照公司 2010 年店铺拓展规划，新开直营店铺增速会略高于加盟店增速，预计公司未来三年销售网络都将保持高速增长，2010 年公司的新增零售终端有望超过 400 家。

图表6：零售终端数量及增速预测



来源：国金证券研究所

■ 增加促销产品品类

- 公司的产品定位于中高档，定价略高于普通消费者的承受能力。前几年中高档家纺产品主要以满足婚庆消费需求为主。近年来，家居改善性需求逐步增加，过高的定价会抑制这一部分消费者的消费频率，因此公司增加折扣产品品类以更好的贴合改善性需求的消费者，从而有利于增加公司产品的销售数量；
- 家纺产品的成本弹性很大，而这类专门做促销的产品品类在面料和花色上的选择上都不同程度的较正价产品档次低，因此产品成本也会相应下降，公司的总体毛利率水平受影响不大。

公司毛利率仍有上涨空间

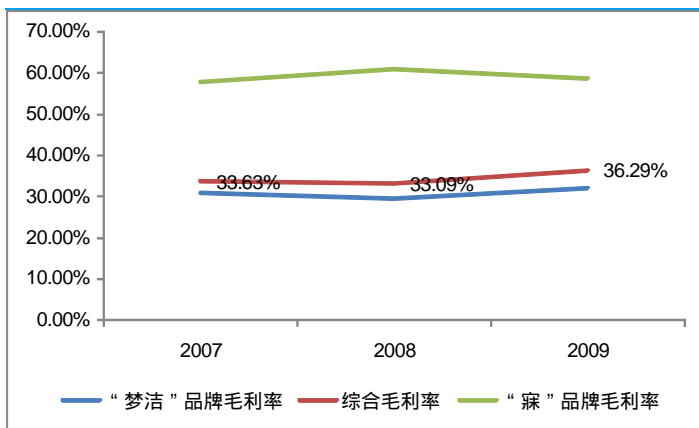
新产品提价，直营收入占比提高以及毛利率较高的寐品牌占总收入比重的扩大，以上三个因素将使得公司综合毛利率仍有上涨空间。

公司的主要产品定价较梦洁和富安娜稍低，而上市给公司的品牌影响力和知名度同样带来了正面的提升效应，因此公司的新产品仍然有充分的提价空间，我们预计 2010 年公司的新产品提价幅度为 5%-10% 左右；

按照公司的店铺拓展规划，将继续推进直营店建设，我们预计今后公司直营收入将继续快速提升；

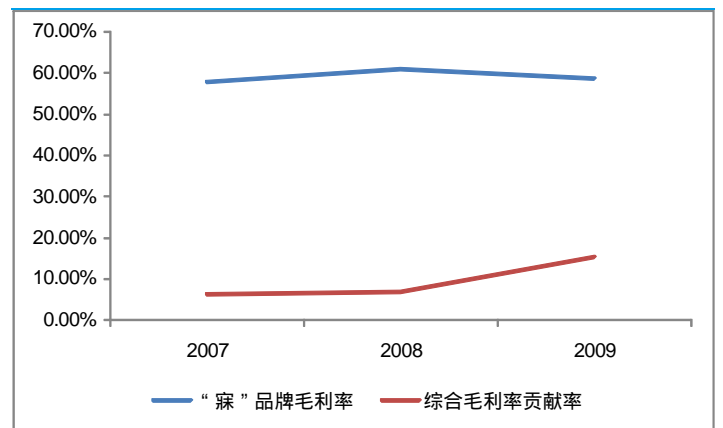
公司经营的高端品牌“寐”——从 2001 年创立以来，坚持采用高品质的进口面料和简约独特的设计风格。“寐”牌产品定位高于“梦洁”，但销售渠道基本与梦洁重叠，这样可以充分利用梦洁在商场中的强势地位实现扩张。因此，我们认为“寐”牌经营成功的关键不在于渠道，而在于产品特色和目标消费群体对寐牌的认知和熟悉。经过 9 年经营后，寐牌经营团队逐渐成熟，该品牌也已经在高端消费人群中形成了比较深刻的品牌地位。随着高收入人群占比的不断提升，以及公司上市募集资金到位之后，公司计划适当加快“寐”品牌的扩张速度，我们预计寐品牌的销售占比会稳步提升。而寐牌由于定位相对较高，毛利率水平高于梦洁品牌约 25-30 个百分点，因此发展寐牌除了增加收入之外，还将提升公司的综合毛利率水平。

图表7：2007-2009 年分品牌毛利率



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表8：2007-2009 年寐品牌毛利率和综合毛利率贡献率



中国家纺行业发展潜力巨大，上市红利效应促进公司快速发展

宏观经济稳定发展和消费升级带动家纺行业快速发展

作为纺织品行业三个产品领域之一的家用纺织品行业，自 2000 年以来在中国取得了突飞猛进的发展，年均产值增速超过 20%（图表 9）；

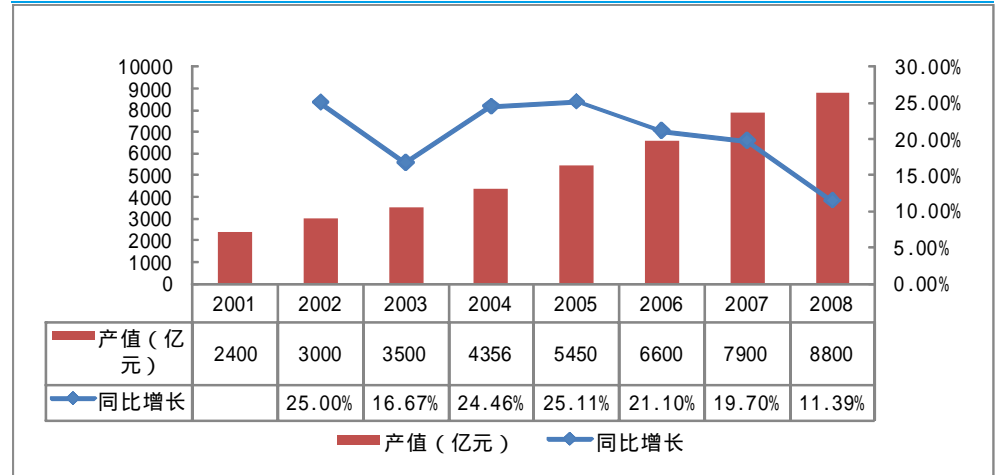
未来随着中国宏观经济稳定增长：人均可支配收入持续提高，消费升级和城市化进程加速，家纺行业的市场规模有望在较长时间内保持快速增长（详见 6 月 2 日家纺行业报告）；

目前中国消费者对家纺产品的消费能力和消费方式还都较为落后：08 年我国床上用品支出仅占人均消费支出的 3.2%。据中国家纺行业协会调查，中国人

人均纺织品消费仍比世界平均水平低 27%，大多数消费者仍旧视家纺产品为耐用消费品，不用旧用坏不更换。家纺产品，尤其是床上用品消费者以婚庆和乔迁需求者占比较大；

根据与三个家纺上市公司的交流，他们一致认为近些年中国消费者对家纺用品的消费习惯已经开始逐步由耐用消费品转向时尚个性化消费，家居改善性消费者的占比不断上升：前几年占收入比较高的婚庆需求由 40% 下降至 30% 以下，家居改善性消费占比上升至 35% 左右，而未来由消费升级带动的市场规模的扩大正是主要来自于家居改善性需求消费者的增加以及他们消费频率的提高。

图表9：2001-2008 年中国家纺行业产值图



来源：中国家用纺织网，国金证券研究所

市场竞争环境较为宽松，外来竞争者对行业龙头企业影响不大

家纺行业市场空间广大，未来相当长的时间内有望持续快速增长，因此有很多外部竞争者觊觎这个快速增长的“大蛋糕”，主要的竞争者包括：国外家纺品牌，国内服装品牌企业，以及生产性的纺织企业等。虽然家纺行业的进入壁垒较低，但家纺品牌的建设门槛确较高；

近些年，通过代理外国品牌来学习和借鉴经验，中国家纺行业在逐步走向成熟。对于龙头企业来说，在设计能力和渠道管理能力上与国外品牌已经差距不大。家纺产品作为建筑风格和家居装潢风格的配套装饰品，它是一种文化的载体，因此文化上的差异也成为外来品牌在中国发展的制约因素之一；同时在销售网络扩张上，中国品牌也更了解国情，更了解中国特色，因此具有本土渠道扩张竞争力；

目前中国家纺行业处于强化品牌的发展阶段，在这一发展阶段，市场上出售的家纺产品质量，功能性等基本要素参差不齐；产品设计，款式，色彩等风格要素也不能完全满足消费者需求，而知名品牌家纺产品的基本要素和风格要素有品牌作为保障，消费者乐意为购买知名品牌的家纺产品付出一定的溢价。因此在该强化品牌发展阶段，品牌知名度就是企业最好的竞争优势。

中国家纺行业处于快速发展的起步阶段，市场容量还在不断扩大，各个品牌之间的市场竞争还没有到你死我活的程度，几个龙头企业在家纺市场耕耘了十数年，不论是从品牌知名度的沉淀还是渠道布局的完善性上都已经拥有了先发优势（具体分析见 6 月 2 日的家纺行业研究报告）。

上市红利效应将显著提升公司短中期业绩

在行业快速发展的初期阶段，行业的马太效应非常明显：具有丰厚的资金，品牌和渠道优势的家纺品牌将迅速拉开与其它中小品牌企业的距离，未来市场两极分化将更加明显，知名家纺品牌的发展速度将高于行业平均增速；

梦洁家纺作为全国知名的家纺品牌，上市红利效应又强化了品牌的影响力：不论是对招募加盟商，与商场谈判，还是在消费者心目中的品牌形象都有

正面的提升作用。而鉴于目前中国家纺行业的初期发展阶段，大众消费者对于家纺品牌的认知程度远远低于服装品牌，因此上市红利效应对家纺品牌知名度的提升效应比对服装品牌更为显著，具体的红利效应表现为：

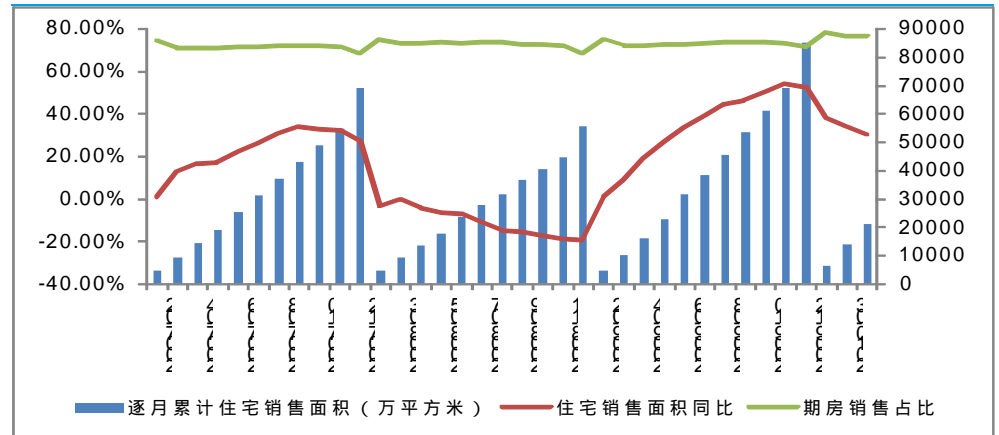
图表10：上市红利分析

品牌经营水平和市场地位提高	大大提高了员工士气，增强凝聚力；并有利于招募更多优秀的管理人才和业务人才
	三个上市公司都实现了高管层持股，这有利于管理层稳定性
	增强了加盟商的信心，直接导致加盟商订货量的增加（三个公司上市之后的订货会数额均有较大幅度的提升）
	提升公司与百货商场谈判时的地位，有利于销售网络的扩张
	募集资金有利于公司增加产能，加快销售网络扩张速度和改善内部管理控制能力，加快信息系统建设
品牌形象提高	增加品牌在消费者心目中的知名度：由于家纺行业的市场营销手段同质性强，消费者对品牌辨识度低，上市成为有效的宣传手段，从而提升产品销售量

来源：国金证券研究所

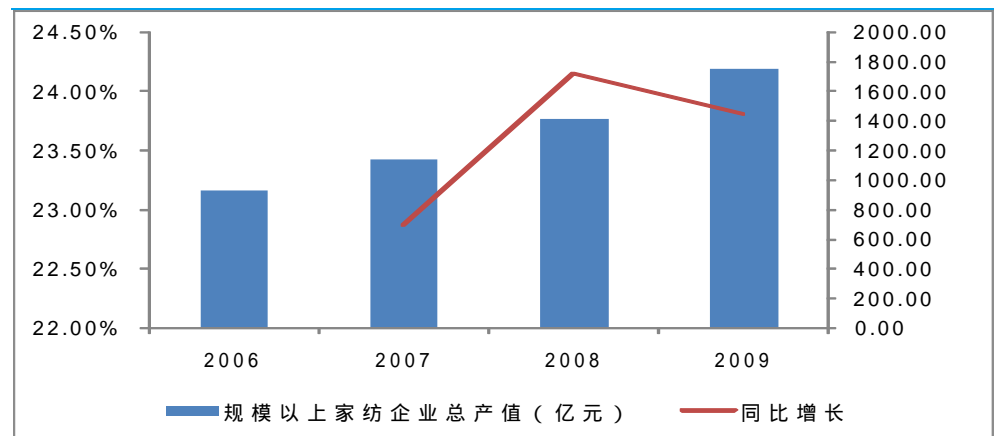
房地产政策调控对家纺行业影响有限

图表11：2007-2010年4月，逐月累计住宅销售面积和同比增长率，及期房销售占比



来源：中经网数据、国金证券研究所

图表12：2007-2009年规模以上家纺企业总产值（亿元）及同比增长率



来源：第一纺织网、国金证券研究所

有关调研数据表明，约有 82% 的中国消费者在迁入新居或装修时需购置各类家纺产品用于装饰居所。2009 年我国商品房销售面积达 9.37 亿平方米（住宅销售棉价达到 8.53 亿平方米），是 2005 年商品房销售面积的 1.69 倍，复合年均增长率约为 14%。而近五年家纺行业规模以上企业的产值增速更快，这期间虽然经历了 2008 年的金融危机，但截止到 2009 年，规模以上家纺企业依然完成了工业总产值 1755.14 亿元，是 2005 年家纺行业工业总产值的 2.3 倍，复合年均增长率达到了 23%；2010 年一季度，规模以上家纺企业实现工业总产值 439.38 亿元，增长水平继续保持在 23% 以上。（图表 11，12）。

近期国家密集出台旨在“遏制部分城市房价过快上涨，切实解决城镇居民住房问题”的房地产调控政策。新政组合拳实施以来，北京，上海，深圳等一线城市环比成交量下跌幅度超过 70%，一些投资性房地产销售占比较高的二线城市，例如杭州，海口，厦门等城市成交量下降幅度也超过 50%，根据国金证券房地产研究预测：房地产调控政策底尚未到来，10 年四季度地产调控或将见底。

中国 75% 左右的商品住宅为期房销售（图表 11），因此地产景气程度对家纺行业的影响一般滞后 6-9 个月，影响最早要在今年四季度才可能体现出来。但是我们认为房地产调控政策带来的成交量的下降对包括公司在内的家纺龙头企业影响不会太大。

图表13：房地产政策对家纺行业影响不大

房地产刚性需求仍在	国家地产调控政策旨在打击投资性购房，而投资性购房原本就不会购买家纺产品。但是在政策实施过程中不免矫枉过正，打击或延缓一部分刚性需求。我们认为“挤压泡沫”并不意味着“冻结需求”，人们对住房的刚性需求仍然存在，随着地产调控措施见效之后，刚性需求会逐步得到释放
家纺市场容量巨大	中国家纺行业处于快速发展的初期，并且市场容量巨大，消费升级和城市化进程等宏观因素可以确保保证在未来相当长的一段时间内，行业将保持快速发展
消费者结构升级	家纺行业按照消费者购买需求可以分为：婚庆需求，搬迁需求，家居改善性需求，团购和送礼等。近些年家居改善性需求占比逐年快速提升，粗略估计目前占比已经接近35%，因此带来的消费者消费频率的提升将给未来家纺市场规模带来巨大增量
目前占比很大的婚庆需求仍在持续增长	目前婚庆需求仍然占家纺消费比例约30%，据民政部数据显示，2009年我国登记结婚达1145.8万对，是2005年的1.4倍，复合年均增长率约为8.6%。不论是买房还是租房结婚，按照中国人的习惯：82%左右的新婚人士都要购买家纺用品，因此庞大的婚庆需求近些年仍然是家纺行业持续增长的重要支撑
上市公司可以抢占更多市场份额	家纺行业市场集中度非常低，三个上市公司市场份额总计不足5%。与品牌服装行业相比，消费者对家纺品牌的认知程度比较低；而两个行业内部的龙头企业对比看，家纺企业的营销能力，管理能力等要落后，行业内还没有拥有较强竞争力的全国性大品牌。在这种情况下，三个家纺公司利用上市募集资金迅速进行销售渠道扩张，让消费者对这几个家纺品牌有“先入为主”的品牌印象，这将在短期内使得三个家纺企业迅速拉开与其他家纺品牌的差距，迅速抢占更多的市场份额

来源：国金证券研究所

三个家纺行业上市公司各有所长，未来可能共享市场盛宴

梦洁，罗莱和富安娜家纺前三强企业从产品定位，市场营销，渠道拓展等基本经营方式上看，这三个公司有一定的相似性。这主要是由于家纺行业处于一个快速发展的阶段，未来行业性的整体发展机会是明确的，但是能否把握住机会，还要看企业的经营能力和经营策略。

图表14：三个公司经营策略上的分析比较

	梦洁	罗莱	富安娜
产品特点	有中式艺术、欧式巴洛克，梦洁婚庆红等多个系列。产品风格跨度较大	产品以色彩淡雅，样式简约为主	产品样式个性化较强，强调花型图案，色彩相对绚丽
经营特点	在经营中处处体现“爱家文化”，着重在企业发展中让员工和客户都感受到“爱与和谐”	在经营中进攻性较强，通过代理和自有品牌实施多品牌经营策略，非常重视营销和销售网络扩张	经营中“以我为主”，更注重经营理念和产品特色的体现
近期经营销售情况	截至到09年店铺数量1662家。加盟渠道贡献总利润的65%，未来市场扩张中直营增速略超加盟形式	09年底店铺数量约2000家。加盟渠道利润占比超过75%，未来仍将坚持加盟渠道为主的渠道拓展方式	09年店铺数量1200多家。直营利润占比超过50%，10年渠道建设将适当向加盟方式倾斜
2010年扩张策略	加快外延式扩张速度，主要着重于空白市场的网络布局	寻机继续扩充品牌矩阵；以加盟形式为主，继续加强外延式扩张	着力打造馨而乐品牌；渠道扩张以弥补优势区域市场的空白点为主，适当加大加盟店比重
分析与总结	上市之后，公司决心缩小与其他两个竞争对手的收入差距，因此加强了外延式扩张速度。在市场高速发展阶段，我们赞同公司的进取心，但在弱势地区扩张的效果可能不会立竿见影，结果仍然有待观察；另外公司未来扩张依赖于直营略超过加盟，我们认为在当前市场情况下，适当扩大加盟比例更可取	公司的经营策略十分明确，就是通过多品牌运营，以加盟方式快速拓展销售网络，我们赞同公司在市场高速发展的阶段快速抢占市场份额的经营策略	公司在经营中非常注重品牌特色的体现，相较于竞争对手，经营策略的选择也更加稳健。上市之后，公司持续微调经营策略：用馨而乐品牌贴近白领消费人群，满足日常家居生活需求，增加加盟方式的店铺拓展，适当调整产品特色。我们认为公司的这种策略调整符合高速发展的市场形势，同时加盟在目前租金偏高的情况下，相较直营风险更低
	从经营风格来看，罗莱和梦洁更为接近，都以加盟为主，产品风格也有相似之处。富安娜特色相对鲜明		
	在家纺市场总容量还在不断扩大，三个公司共同享受上市红利效的大背景下，我们认为三个公司有望共同成长，共同发展，目前很难简单预判未来谁将胜出		

来源：国金证券研究所

盈利预测和估值

盈利预测

- 根据我们以上对家纺行业以及公司的分析，我们认为公司未来的增长主要来自于家纺行业高速的发展，以及上市红利效应推动业绩增长，而公司自身适当调整经营策略，加快外延式扩张速度确保了公司的业绩增速。
- 我们预计2010年店公司铺增速超过400家，接下来几年仍将以超过300家的速度增长；而公司直营收入持续增长，寐品牌的快速发展，因此我们预计公司的单店销售收入逐年提高，同时毛利率也将稳步提升。

图表15：盈利预测

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
直营						
店铺数量 (家)	119	178	245	340	440	540
单店销售收入 (百万元)	0.91	0.79	0.61	0.67	0.70	0.75
销售收入 (百万元)	108.33	140.92	149.96	227.80	308.00	405.00
增长率 (YOY)		30.08%	6.42%	51.90%	35.21%	31.49%
毛利率	46.00%	46.53%	52.41%	52.50%	53.00%	53.50%
销售成本 (百万元)	58.50	75.35	71.37	108.21	144.76	188.33
增长率 (YOY)		28.80%	-5.28%	51.62%	33.78%	30.09%
毛利 (百万元)	49.83	65.57	78.60	119.60	163.24	216.68
增长率 (YOY)		31.58%	19.87%	52.17%	36.49%	32.73%
占总销售额比重	21.64%	22.70%	23.79%	25.59%	26.82%	26.91%
占主营业务利润比重	29.60%	31.91%	34.36%	36.07%	37.41%	37.38%
加盟						
店铺数量 (家)	1237	1346	1417	1750	1950	2200
单店销售收入 (百万元)	0.32	0.36	0.34	0.38	0.43	0.50
销售收入 (百万元)	392.28	479.86	480.40	662.38	840.45	1,100.00
增长率 (YOY)		22.33%	0.11%	37.88%	26.88%	30.88%
毛利率	30.21%	29.15%	31.26%	32.00%	32.50%	33.00%
销售成本 (百万元)	273.77	339.98	330.22	450.42	567.30	737.00
增长率 (YOY)		24.18%	-2.87%	36.40%	25.95%	29.91%
毛利 (百万元)	118.51	139.88	150.17	211.96	273.15	363.00
增长率 (YOY)		18.03%	7.36%	41.14%	28.87%	32.90%
占总销售额比重	78.36%	77.30%	76.21%	74.41%	73.18%	73.09%
占主营业务利润比重	70.40%	68.09%	65.64%	63.93%	62.59%	62.62%
销售总收入 (百万元)	500.61	620.78	630.36	890.18	1148.45	1505.00
销售总成本 (百万元)	332.27	415.33	401.59	558.62	712.06	925.33
毛利 (百万元)	168.34	205.45	228.77	331.56	436.39	579.68
平均毛利率	33.63%	33.10%	36.29%	37.25%	38.00%	38.52%

来源：国金证券研究所

估值假设与估值

图表16：A股上市公司估值比较

股票名称	收盘价	已上市流通 A股	09EPS	EPS	10EPS	10PE
	(元)	(百万股)	(元)	10%09	(元)	
罗莱家纺	52.91	35.1	1.083	33.4%	1.445	36.6
富安娜	42.65	33.8	0.836	39.7%	1.168	36.5
七匹狼	30	282.9	0.721	32.5%	0.955	31.4
报喜鸟	22.8	103	0.639	30.0%	0.831	27.4
星期六	14.85	71.5	0.407	13.5%	0.462	32.1
凯撒股份	23.32	21.6	0.546	37.2%	0.749	31.1
梦洁家纺	53	16	1.406	7.0%	1.519	35.9

来源：国金证券研究所，PS:收盘价截止到2010年6月29日

与休闲服行业，户外用品行业等其他子行业相比，家纺行业的高估值水平来自于行业的广阔市场容量，以及未来几年的高增速确定性高。公司10年扣除非经常性损益的净利润增速将超过50%，11-12年的净利润增速也都将超过30%，因此我们给予公司10年38-43倍市盈率，对应的股价在57.7-65.3元之间，目前股价53.76元，给予买入建议。

风险提示

- 房地产调控措施对地产成交量的影响持续较长时间或者影响力度大于我们预期的风险；
- 在弱势地区快速进行外延式扩张的风险。公司 10 年将加快弱势地区的销售渠道布局，在弱势地区快速扩张的效果有低于我们预期的风险。

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)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	502	622	631	890	1,148	1,505	货币资金	77	156	161	691	734	798
增长率		23.9%	1.5%	41.1%	29.0%	31.0%	应收款项	26	48	51	73	94	124
主营业务成本	-333	-416	-402	-559	-712	-925	存货	142	147	187	230	293	380
% 销售收入	66.5%	66.9%	63.7%	62.8%	62.0%	61.5%	其他流动资产	17	13	14	20	26	33
毛利	168	206	229	332	436	580	流动资产	262	364	413	1,014	1,147	1,335
% 销售收入	33.5%	33.1%	36.3%	37.2%	38.0%	38.5%	% 总资产	63.8%	63.5%	62.8%	74.0%	71.9%	71.4%
营业税金及附加	-2	-4	-5	-7	-9	-12	长期投资	0	0	0	51	100	150
% 销售收入	0.4%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	113	173	216	271	310	344
营业费用	-93	-111	-119	-169	-218	-278	% 总资产	27.4%	30.3%	32.8%	19.8%	19.5%	18.4%
% 销售收入	18.5%	17.9%	18.9%	19.0%	19.0%	18.5%	无形资产	35	34	26	31	35	39
管理费用	-16	-21	-24	-43	-63	-90	非流动资产	149	209	245	355	447	535
% 销售收入	3.1%	3.4%	3.8%	4.8%	5.5%	6.0%	% 总资产	36.2%	36.5%	37.2%	26.0%	28.1%	28.6%
息税前利润 (EBIT)	57	69	81	113	146	199	资产总计	411	573	658	1,369	1,594	1,870
% 销售收入	11.4%	11.1%	12.8%	12.6%	12.7%	13.2%	短期借款	110	188	193	0	0	0
财务费用	-4	-8	-6	3	12	13	应付款项	150	193	219	258	329	428
% 销售收入	0.7%	1.3%	0.9%	-0.3%	-1.0%	-0.8%	其他流动负债	20	23	32	51	63	81
资产减值损失	0	0	-2	0	0	0	流动负债	279	405	444	309	392	508
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	5	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	1	1	3	0	0	0
% 税前利润	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	280	411	448	309	393	510
营业利润	54	61	73	115	158	212	普通股股东权益	131	161	210	1,060	1,201	1,360
营业利润率	10.7%	9.8%	11.6%	13.0%	13.7%	14.1%	少数股东权益	0	0	1	1	1	1
营业外收支	-1	-2	33	0	0	0	负债股东权益合计	411	573	658	1,369	1,594	1,870
税前利润	53	59	106	115	158	212	比率分析						
利润率	10.6%	9.5%	16.9%	13.0%	13.7%	14.1%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-7	-9	-17	-20	-30	-44	每股指标						
所得税率	13.8%	14.9%	16.4%	17.0%	19.0%	21.0%	每股收益	0.975	1.073	1.406	1.519	2.027	2.653
净利润	46	50	89	96	128	167	每股净资产	2.784	3.432	4.467	16.821	19.063	21.587
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.038	1.719	1.520	1.618	2.359	3.031
归属于母公司的净利润	46	50	89	96	128	167	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
净利率	9.1%	8.1%	14.0%	10.8%	11.1%	11.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	35.02%	31.27%	42.20%	9.03%	10.63%	12.29%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	11.14%	8.80%	13.46%	6.99%	8.01%	8.94%
净利润	46	50	89	96	128	167	投入资本收益率	20.50%	16.56%	16.77%	8.81%	9.83%	11.54%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	5	10	14	20	27	32	主营业务收入增长率	9.77%	23.85%	1.51%	41.09%	29.01%	31.05%
非经营收益	3	7	-19	8	0	0	EBIT增长率	40.92%	20.47%	17.26%	38.97%	29.54%	36.40%
营运资金变动	-5	13	-12	-21	-6	-9	净利润增长率	7.63%	10.05%	75.70%	8.02%	33.39%	30.92%
经营活动现金净流	49	81	71	102	149	191	总资产增长率	27.53%	39.24%	14.91%	108.01%	16.44%	17.31%
资本开支	-38	-59	-17	-82	-69	-70	资产管理能力						
投资	4	0	-4	-50	-50	-50	应收账款周转天数	13.8	15.7	19.5	20.0	20.0	20.0
其他	1	0	0	0	0	0	存货周转天数	129.2	126.9	151.3	150.0	150.0	150.0
投资活动现金净流	-33	-60	-22	-132	-119	-120	应付账款周转天数	87.5	101.3	119.9	100.0	100.0	100.0
股权募资	0	0	0	762	22	0	固定资产周转天数	75.3	73.2	77.6	90.0	82.1	70.9
债权募资	1	84	0	-196	0	1	偿债能力						
其他	-15	-26	-44	-6	-8	-8	净负债/股东权益	25.29%	23.05%	15.14%	-65.14%	-61.08%	-58.55%
筹资活动现金净流	-14	58	-45	560	14	-7	EBIT利息保障倍数	15.5	8.5	13.6	-40.9	-12.4	-15.7
现金净流量	1	79	5	530	43	64	资产负债率	68.11%	71.79%	68.00%	22.56%	24.63%	27.25%

来源：公司年报、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
强买	0	2	3	3	3
买入	0	2	2	2	2
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.50	1.44	1.43	1.42

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

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、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。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惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

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：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

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：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室