

梦洁家纺 (002397.SZ)

纺织行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

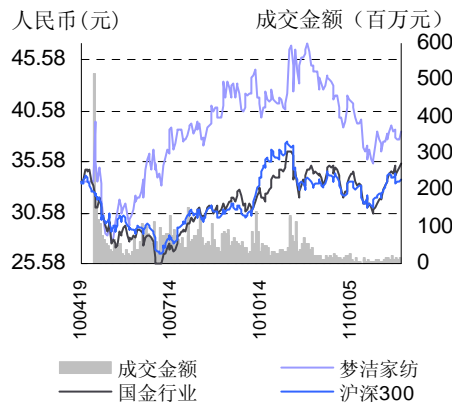
市价(人民币): 38.56元

## 家纺市场快速发展, 公司业绩继续高增长

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)	24.00
总市值(百万元)	3,643.92
年内股价最高最低(元)	47.21/27.78
沪深300指数	3197.62
中小板指数	7313.63



### 相关报告

- 《三个家纺企业中公司基数低,发展空间大》, 2011.1.11
- 《梦洁家纺中报点评》, 2010.8.9
- 《加快销售网络扩张, 拉动业绩增长》, 2010.7.1

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

### 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	1.885	1.075	1.439	1.904
每股净资产(元)	3.43	4.47	16.91	19.29	22.01
每股经营性现金流(元)	1.72	1.52	1.97	2.71	3.61
市盈率(倍)	N/A	N/A	39.08	26.80	20.25
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%	14.61%	33.89%	32.34%
净资产收益率(%)	31.27%	42.20%	9.53%	11.19%	12.97%
总股本(百万股)	47.00	47.00	94.50	94.50	94.50

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 公司公布业绩快报: 2010年实现收入8.54亿元、净利润1.02亿元, 分别同比增长35.4%和14.8%, 我们原来预期净利润0.91亿元, 业绩超过我们预期。

### 经营分析

- 家纺行业发展空间大, 快速的终端网络扩张带动公司业绩高增长。行业将随着人均可支配收入增长以及城市化进程, 在未来相当长一段时间内持续快速发展。家纺行业发展较为落后, 马太效应明显, 具有雄厚的资金、品牌和渠道优势的家纺品牌将迅速拉开与其他中小企业的距离。公司上市之前店铺多位于传统的华中区域, 外延式扩张空间较大。上市后公司致力于扩大销售网络, 我们预测2010年底公司终端零售网络数量将超过2000家, 11和12年平均每年新增网络将超过400家, 这是业绩高增长的关键基础, 也是业绩超我们预期的主要原因;
- 10年毛利率提高。直营渠道占比提升、产品提价以及高端品牌“寐”的收入增长带动10年毛利率上涨。公司提前一年储备原材料导致10年以及11年上半年出售的产品成本价格上涨幅度不大; 未来即便是产品成本继续上涨, 我们认为公司有通过提价转移成本、保持毛利率稳定的能力。
- 营业外收入减少使得净利润增速低于收入和营业利润增速。09年公司通过出售工业用地和获得政府补助, 形成3400万元营业外收入, 非经常性收益使得公司10年在营业利润增长56.8%的情况下, 净利润仅增长14.8%。

### 盈利调整

- 我们认为在家纺市场快速发展的情况下, 公司依靠其行业龙头的竞争实力, 有望实现销售网络的快速扩张, 从而实现业绩高增长。我们维持公司11、12年净利润增速超过30%的预期不变, 仅根据10年的业绩基数变化而调整业绩预期, 预计11-12年实现净利润1.36和1.8亿元, 分别同比增长33.9%和32.3%, EPS分别为1.439和1.904元。

### 投资建议

- 目前股价对应摊薄后26.8x11PE, 明显低估, 我们仍维持买入建议。2011年, 我们认为对于公司这样的优质纺织服装零售企业, 需要的是一个相对安全的介入时机, 目前正当其时。

图表1: 公司产品盈利预测

项 目	2007	2008	2009	1H10	2010E	2011E	2012E
<b>直营</b>							
店铺数量 (家)	119	178	245		335	415	500
单店销售收入 (百万元)	0.91	0.79	0.61		0.79	0.85	0.93
销售收入 (百万元)	108.33	140.92	149.96	98.29	264.65	352.75	465.00
增长率 (YOY)		30.08%	6.42%		76.48%	33.29%	31.82%
毛利率	46.00%	46.53%	52.41%	49.13%	56.00%	57.00%	57.00%
销售成本 (百万元)	58.50	75.35	71.37	50.00	116.45	151.68	199.95
增长率 (YOY)		28.80%	-5.28%		63.16%	30.26%	31.82%
毛利 (百万元)	49.83	65.57	78.60	48.29	148.20	201.07	265.05
增长率 (YOY)		31.58%	19.87%		88.57%	35.67%	31.82%
占总销售额比重	21.64%	22.70%	23.79%	28.35%	30.82%	30.08%	31.02%
占主营业务利润比重	29.60%	31.91%	34.36%	36.22%	42.32%	41.90%	42.99%
<b>加盟</b>							
店铺数量 (家)	1237	1346	1417		1650	2050	2350
单店销售收入 (百万元)	0.32	0.36	0.34		0.36	0.40	0.44
销售收入 (百万元)	392.28	479.86	480.40	248.42	594.00	820.00	1,034.00
增长率 (YOY)		22.33%	0.11%		23.65%	38.05%	26.10%
毛利率	30.21%	29.15%	31.26%	29.38%	34.00%	34.00%	34.00%
销售成本 (百万元)	273.77	339.98	330.22	175.44	392.04	541.20	682.44
增长率 (YOY)		24.18%	-2.87%		18.72%	38.05%	26.10%
毛利 (百万元)	118.51	139.88	150.17	72.99	201.96	278.80	351.56
增长率 (YOY)		18.03%	7.36%		34.49%	38.05%	26.10%
占总销售额比重	78.36%	77.30%	76.21%	71.65%	69.18%	69.92%	68.98%
占主营业务利润比重	70.40%	68.09%	65.64%	54.75%	57.68%	58.10%	57.01%
销售总收入 (百万元)	500.61	620.78	630.36	346.72	858.65	1172.75	1499.00
销售总成本 (百万元)	332.27	415.33	401.59	213.41	508.49	692.88	882.39
毛利 (百万元)	168.34	205.45	228.77	133.31	350.16	479.87	616.61
平均毛利率	33.63%	33.10%	36.29%	38.45%	40.78%	40.92%	41.13%

来源: 国金证券研究所

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)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>主营业务收入</b>	<b>502</b>	<b>622</b>	<b>631</b>	<b>859</b>	<b>1,173</b>	<b>1,499</b>	货币资金	77	156	161	614	639	699
增长率		23.9%	1.5%	36.1%	36.6%	27.8%	应收账款	26	48	51	59	80	103
<b>主营业务成本</b>	<b>-333</b>	<b>-416</b>	<b>-402</b>	<b>-508</b>	<b>-693</b>	<b>-882</b>	存货	142	147	187	223	304	387
%销售收入	66.5%	66.9%	63.7%	59.2%	59.1%	58.9%	其他流动资产	17	13	14	18	25	32
<b>毛利</b>	<b>168</b>	<b>206</b>	<b>229</b>	<b>350</b>	<b>480</b>	<b>617</b>	流动资产	262	364	413	914	1,048	1,220
%销售收入	33.5%	33.1%	36.3%	40.8%	40.9%	41.1%	%总资产	63.8%	63.5%	62.8%	66.9%	64.7%	64.2%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-2</b>	<b>-4</b>	<b>-5</b>	<b>-7</b>	<b>-9</b>	<b>-12</b>	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.4%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	113	173	216	417	535	640
<b>营业费用</b>	<b>-93</b>	<b>-111</b>	<b>-119</b>	<b>-189</b>	<b>-258</b>	<b>-322</b>	%总资产	27.4%	30.3%	32.8%	30.6%	33.0%	33.7%
%销售收入	18.5%	17.9%	18.9%	22.0%	22.0%	21.5%	无形资产	35	34	26	31	35	39
<b>管理费用</b>	<b>-16</b>	<b>-21</b>	<b>-24</b>	<b>-36</b>	<b>-49</b>	<b>-63</b>	非流动资产	149	209	245	451	572	681
%销售收入	3.1%	3.4%	3.8%	4.2%	4.2%	4.2%	%总资产	36.2%	36.5%	37.2%	33.1%	35.3%	35.8%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>57</b>	<b>69</b>	<b>81</b>	<b>118</b>	<b>163</b>	<b>219</b>	<b>资产总计</b>	<b>411</b>	<b>573</b>	<b>658</b>	<b>1,365</b>	<b>1,620</b>	<b>1,901</b>
%销售收入	11.4%	11.1%	12.8%	13.8%	13.9%	14.6%	短期借款	110	188	193	0	0	0
<b>财务费用</b>	<b>-4</b>	<b>-8</b>	<b>-6</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	应付款项	150	193	219	245	334	426
%销售收入	0.7%	1.3%	0.9%	0.1%	-0.2%	-0.2%	其他流动负债	20	23	32	53	70	87
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	279	405	444	298	404	512
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	0	5	0	0	0	1
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	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%	<b>负债</b>	<b>280</b>	<b>411</b>	<b>448</b>	<b>299</b>	<b>404</b>	<b>514</b>
<b>营业利润</b>	<b>54</b>	<b>61</b>	<b>73</b>	<b>118</b>	<b>166</b>	<b>222</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>131</b>	<b>161</b>	<b>210</b>	<b>1,066</b>	<b>1,215</b>	<b>1,387</b>
营业利润率	10.7%	9.8%	11.6%	13.7%	14.1%	14.8%	少数股东权益	0	0	1	1	1	1
<b>营业外收支</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>33</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>411</b>	<b>573</b>	<b>658</b>	<b>1,365</b>	<b>1,620</b>	<b>1,901</b>
<b>税前利润</b>	<b>53</b>	<b>59</b>	<b>106</b>	<b>118</b>	<b>166</b>	<b>222</b>							
利润率	10.6%	9.5%	16.9%	13.7%	14.1%	14.8%	<b>比率分析</b>						
<b>所得税</b>	<b>-7</b>	<b>-9</b>	<b>-17</b>	<b>-16</b>	<b>-30</b>	<b>-42</b>		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税率	13.8%	14.9%	16.4%	13.8%	18.0%	19.0%	<b>每股指标</b>						
<b>净利润</b>	<b>46</b>	<b>50</b>	<b>89</b>	<b>102</b>	<b>136</b>	<b>180</b>	每股收益	0.975	1.073	1.885	1.075	1.439	1.904
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股净资产	2.784	3.432	4.467	16.913	19.287	22.014
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>46</b>	<b>50</b>	<b>89</b>	<b>102</b>	<b>136</b>	<b>180</b>	每股经营现金净流	1.038	1.719	1.520	1.975	2.714	3.608
净利率	9.1%	8.1%	14.0%	11.8%	11.6%	12.0%	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	35.02%	31.27%	42.20%	9.53%	11.19%	12.97%
净利润	46	50	89	102	136	180	总资产收益率	11.14%	8.80%	13.46%	7.44%	8.39%	9.46%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	20.50%	16.56%	16.77%	9.56%	11.01%	12.79%
非现金支出	5	10	14	24	39	51	<b>增长率</b>						
非经营收益	3	7	-19	8	0	0	主营业务收入增长率	9.77%	23.85%	1.51%	36.09%	36.58%	27.82%
营运资金变动	-5	13	-12	-9	-3	-4	EBIT增长率	40.92%	20.47%	17.26%	46.07%	37.94%	34.40%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>49</b>	<b>81</b>	<b>71</b>	<b>124</b>	<b>171</b>	<b>227</b>	净利润增长率	7.63%	10.05%	75.70%	14.61%	33.89%	32.34%
资本开支	-38	-59	-17	-232	-159	-160	总资产增长率	27.53%	39.24%	14.91%	107.36%	18.69%	17.36%
投资	4	0	-4	0	0	0	<b>资产管理能力</b>						
其他	1	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	13.8	15.7	19.5	15.0	15.0	15.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-33</b>	<b>-60</b>	<b>-22</b>	<b>-232</b>	<b>-159</b>	<b>-160</b>	存货周转天数	129.2	126.9	151.3	160.0	160.0	160.0
股权募资	0	0	0	762	22	0	应付账款周转天数	87.5	101.3	119.9	100.0	100.0	100.0
债权募资	1	84	0	-196	0	1	固定资产周转天数	75.3	73.2	77.6	134.1	134.7	131.0
其他	-15	-26	-44	-6	-8	-8	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-14</b>	<b>58</b>	<b>-45</b>	<b>560</b>	<b>14</b>	<b>-7</b>	净负债/股东权益	25.29%	23.05%	15.14%	-57.52%	-52.54%	-50.30%
<b>现金净流量</b>	<b>1</b>	<b>79</b>	<b>5</b>	<b>452</b>	<b>26</b>	<b>60</b>	EBIT利息保障倍数	15.5	8.5	13.6	260.0	-62.9	-79.2
							资产负债率	68.11%	71.79%	68.00%	21.88%	24.95%	27.02%

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
强买	0	1	1	3	7
买入	1	2	2	2	10
持有	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.75	1.71	1.69	1.68

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	34.03	57.70 ~ 65.30
3 2010-08-09	买入	39.39	57.70 ~ 65.30
4 2011-01-11	买入	39.39	45.50 ~ 52.00

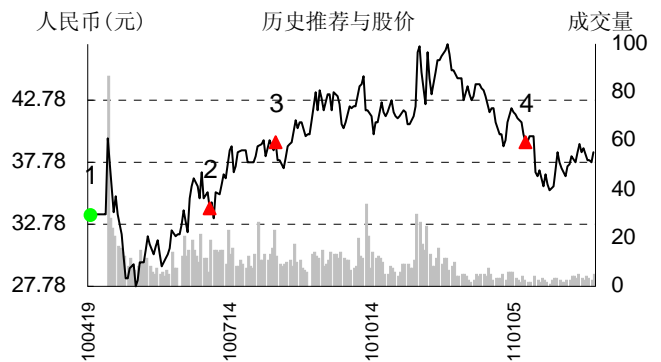
来源：国金证券研究所

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	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
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: 518000
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: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室