

消费品及服务 - 纺织服装

2010 年 4 月 15 日

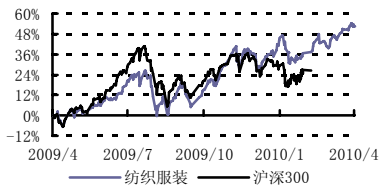
重要资料

总股本 (百万股)	63.00
流通股 (百万股)	16.00
募集资金总额	约 8 亿
行业 PE (X)	25
定价区间 PE (X)	30-35
第一大股东	姜天武
公司网址	http://www.mendale.com

财务数据

	200x	200x	200x
营业收入 (百万)	501.83	621.53	630.94
增长率%	N/A	23.85	1.51%
净利润 (百万)	45.83	50.43	88.61
增长率%	N/A	10.05	75.70
毛利率%	33.55	33.07	36.27
净利率%	9.14%	8.11%	14.10
ROE	35.02	31.27	42.20
ROA	14.46	12.04	17.88
资产负债率	66.50	70.60	66.37

行业一年期行情比较



表现	1m	3m	12m
纺织服装	9.27%	4.71%	52.58%
沪深 300	5.28%	-1.88%	27.15%

执业证书号:

S1060200010017

周亮

0755-83199424

zhouchong@csc.com.cn

分析师申明

本人, 周亮, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

以“爱在家庭”为经营理念的家纺龙头企业

—梦洁家纺 (002397) 新股定价报告

询价区间: 44-51

定价区间: 52-60

预测指标

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	630.94	856	1059	1254
净利润 (百万元)	88.61	95	113	134
每股收益 (元)	1.89	1.51	1.79	2.12
净利润增长率%	75.70%	6.71%	18.79%	18.55%
每股净资产 (元)	4.47	17.9	19.2	21.4

资料来源: 世纪证券研究所

■ **梦洁家纺是国内床上用品生产企业中的龙头企业之一。**拥有“梦洁”、“寐”、“梦洁宝贝”等三个具有重要市场影响力的品牌, 市场综合占有率连续多年居全国同行第一。公司自设立以来, 一直专注于家纺行业, 坚持“爱在家庭”的经营理念, 不断加强对新技术、新产品的研究开发, 大力拓展国内外市场, 目前已发展成为国内床上用品生产企业中的龙头企业之一。

■ **梦洁品牌是主要的收入和利润来源。**梦洁品牌经过几十年的经营和培育, 在市场中已经享有较高的声誉, 产品供不应求。梦洁宝贝是梦洁的子品牌, 专门为儿童家纺市场设计的品牌。寐是公司旗下的奢侈品牌, 毛利率达 60%, 主要针对高端客户群。梦洁品牌占公司 09 年营业收入的 84%, 占 09 年营业利润的 74%。不过, 值得注意的是寐品牌在收入和利润的增长中表现的比较明显, 占比逐年提高, 反映出消费升级的趋势。

■ **消费升级, 中国家纺行业持续增长, 预计未来 3-5 年, 家纺市场的增速仍在 15%-20%之间。**过去被当作独立消费的床上用品、毛巾、窗帘等家用纺织品, 现在已被作为具有文化、艺术内涵及流行趋势的室内软装饰整体, 消费市场赋予了家用纺织品全新的概念,

■ **估值。**目前在 A 股上市的公司中, 与公司业务及经营模式最为相近的为新近在中小板上市的罗莱家纺、富安娜, 考虑到两家公司的估值, 我们认为梦洁家纺公司 2010 年 35-40 倍市盈率较为合理, 公司合理估值区间为 52.00—60.00 元。考虑发行价 15% 的折价, 询价区间对应为 44.00—51.00 元。

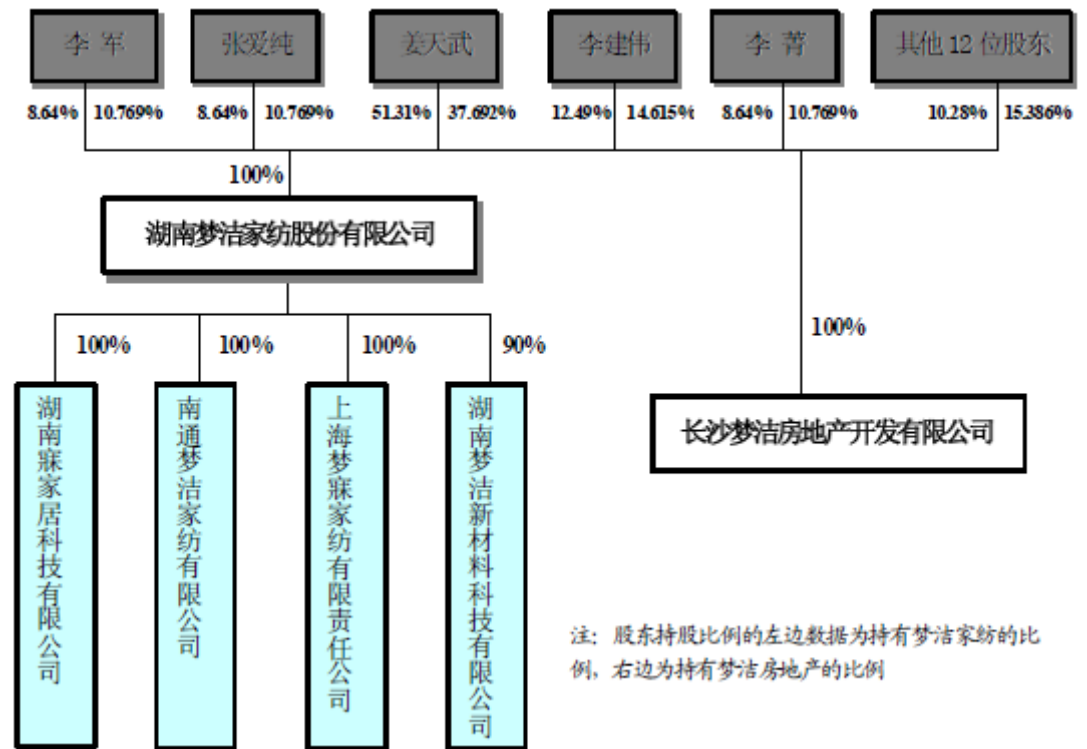
■ **风险因素。**主要原材料价格波动风险。募投项目未按时达产。

公司概况

公司是国内床上用品生产企业中的龙头企业之一。湖南梦洁家纺股份有限公司主要从事以床上用品为主的家用纺织品的研发、设计、生产和销售，产品包括寢室套件、被类、枕垫类、等10大类2000多个品种的产品群，拥有“梦洁”、“寐”、“梦洁宝贝”等三个具有重要市场影响力的品牌，市场综合占有率连续多年居全国同行第一。公司自设立以来，一直专注于家纺行业，坚持“爱在家庭”的经营理念，不断加强对新技术、新产品的研究开发，大力拓展国内外市场，目前已发展成为国内床上用品生产企业中的龙头企业之一。

姜天武先生为公司的控股股东和实际控制人，公司的前身为长沙被服厂，2005年由湖南梦洁家纺有限公司整体变更成立，梦洁家纺有限17名原自然人股东均为本公司发起人。姜天武先生为公司的控股股东和实际控制人，持有公司2411.54万股股份，占本次发行前公司总股本的51.31%。本次发行1600万股，发行后姜天武先生的持股比例下降为38.28%，仍处于相对控股地位。

Figure 1 姜天武先生为公司的控股股东和实际控制人



资料来源：招股书

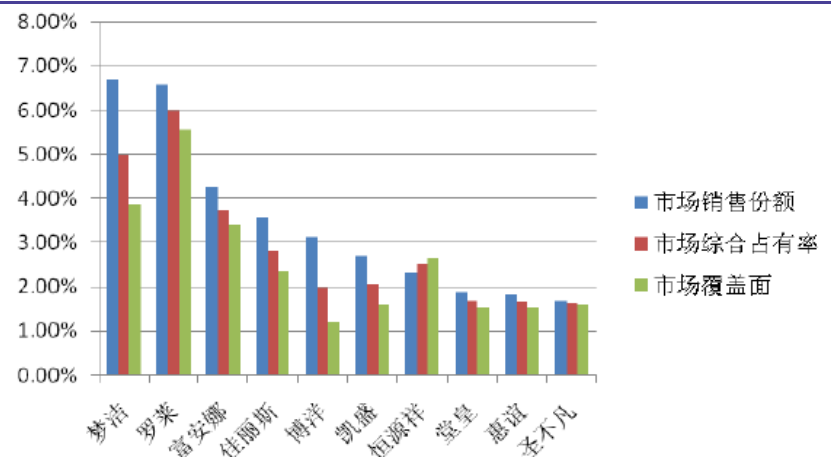
公司所处行业背景

中国家纺行业持续增长，预计未来 3-5 年，家纺市场的增速仍在 15%-20%之间。随着国民经济的发展和消费升级趋势的确立，家居软装饰文化正在中国欣然兴起。过去被当作独立消费的床上用品、毛巾、窗帘等家用纺织品，现在已被作为具有文化、艺术内涵及流行趋势的室内软装饰整体，消费市场赋予了家用纺织品全新的概念，我国的家纺市场呈现出旺盛的市场需求。根据中国市场监管中心数据显示，2000 年—2007 年我国床上用品行业以年均增长 20%以上的速度快速发展，2007 年我国床上用品行业的产值已达 2255 亿元。

中国家纺行业发展潜力巨大。2007 年，中国的家纺行业产值达到 7,849 亿元，比 2006 年的家纺产值增长了 21%，家纺行业纤维消耗量占整个纺织行业的 1/3，占世界纤维消耗量的 1/9 还有多。据《家纺世界》测算，到 2010 年我国家纺行业的生产总值将达到 15,000 亿元，其中床上用品业又将是家纺业中最具发展前景的产业。此外，从产品结构上来看，我国纺织品主要用于衣着，而家用纺织品占比仅为 12%，远低于美国 39% 和英、法国 35% 的国际水平，表明我国家用纺织品的发展空间广阔。

现阶段低档产品产能过剩，中高档产品供不应求。中国的家纺行业起步较晚，品牌建设处于初期，因此现阶段市场化竞争较为充分。中国目前拥有 2 万多家家纺企业，并且数目每年都在增长。过多的小企业导致行业无序竞争，低档产品产能过剩，且同质化严重，中高档产品供不应求；中高档产品市场格局相对稳定，企业的数目较小；品牌、质量和营销等非价格竞争手段在中高档产品竞争中的作用越来越大。

Figure 2 2008 年国内主要床上用品品牌的市场份额



数据来源：中国商业联合会、中华全国商业信息中心 2008 年度监测报告

公司主营业务分析

公司主营业务收入由梦洁、寐、梦洁宝贝三个品牌构成。梦洁品牌经过几十年的经营和培育，在市场中已经享有较高的声誉，产品供不应求。梦洁宝贝是梦洁的子品牌，专门为儿童家纺市场设计的品牌。寐是公司旗下的奢侈品牌，毛利率达60%，主要针对高端客户群。

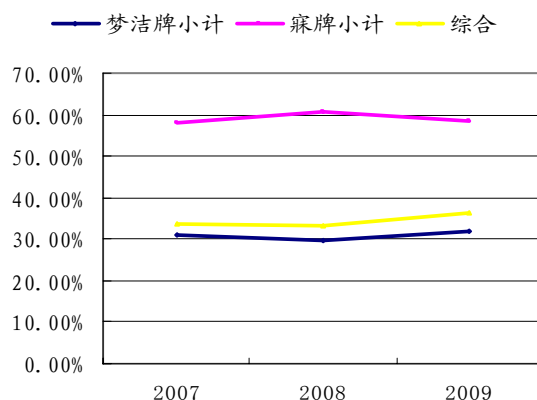
Figure 3 公司旗下三个品牌

品 牌	梦洁	寐	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	以中式艺术、欧式古典巴洛克、梦洁婚庆红等为主题概念，并结合F理念、M理念进行产品整体设计	专业开发高端纯天然材质，以黑、白、米、灰等中性色为主色系，坚持简约，追求精致、细节完美	以天然环保材质为主，将儿童成长分为四个年龄段，根据不同年龄段儿童的成长特点和生理需求进行专门设计
品牌理念	温馨、经典	环保、尊贵	健康、快乐
销售比重 ¹	81.69%	16.31%	2.00%

注1: 根据公司2009年度经营数据统计

资料来源: 招股书、世纪证券

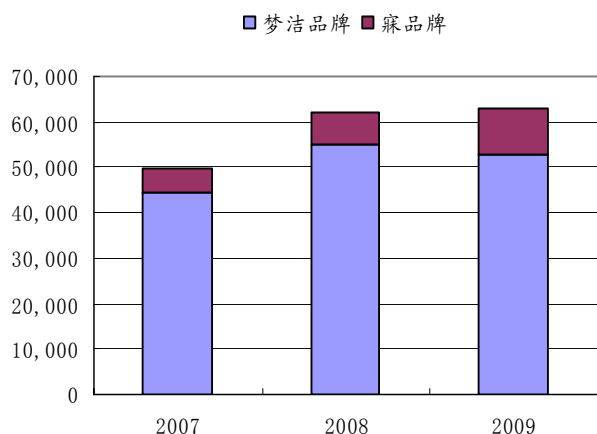
Figure 4 寐是旗下的奢侈品牌



资料来源: 招股书、世纪证券

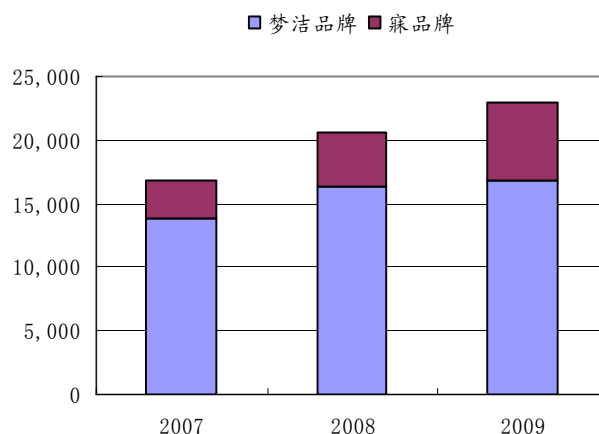
梦洁是主要的收入和利润来源。过去三年的数据，可以看出，梦洁品牌是公司的主要收入和利润的贡献者，梦洁品牌占公司09年营业收入的84%，占09年营业利润的74%。不过，值得注意的是寐品牌在收入和利润的增长中表现的非常明显，占比逐年提高。说明家纺消费的高端化随着居民收入水平的提高而不断发展。

Figure 5 三年来的主营收入构成



资料来源: 招股书、世纪证券

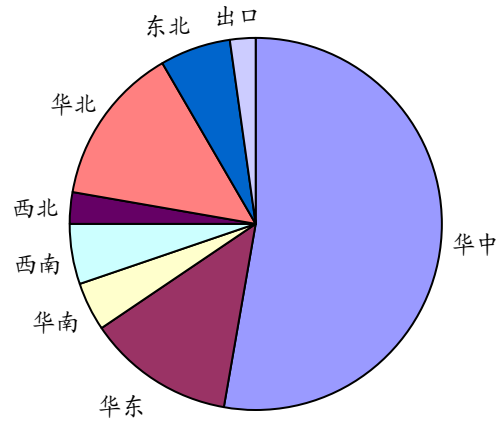
Figure 6 三年来的毛利构成



资料来源: 招股书、世纪证券

目前公司营业收入的主要来源为华中地区。2009年华中地区的销售收入占到公司总销售收入的一半以上。

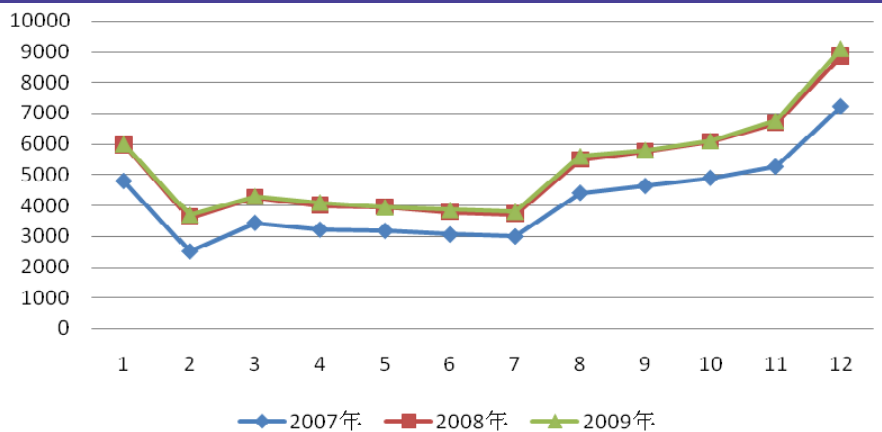
Figure 7 2009年产品销售区域



资料来源：招股书、世纪证券

公司营业收入存在季节性。主要受天气变化等原因影响。一般每年1月和9-12月为销售旺季，居民购置床上用品的需求较大，每年2月-8月为销售淡季，每年购买冬季床上用品主要在春节前，春节后消费者对床上用品需求降低。

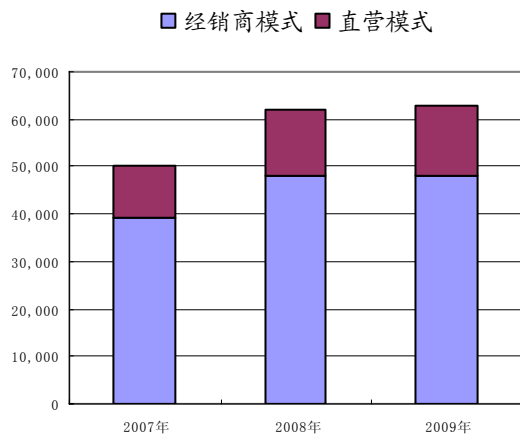
Figure 8 销售收入存在着季节性



资料来源：招股书、世纪证券

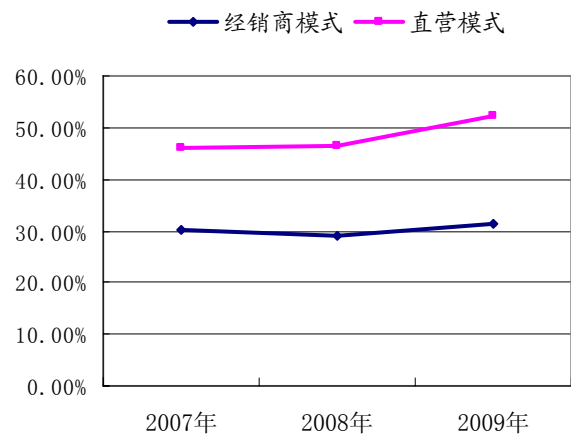
公司采用直营+加盟经销的模式，加盟业务是主要的收入来源。09年加盟收入占公司总营业收入的76.2%。从毛利率上看，三年公司整体毛利率都保持稳步向上的趋势，09年直营毛利率达到52.4%，经销毛利率为31.3%，综合毛利率为36.29%。

Figure 9 经销商收入占比在70%以上



资料来源：招股书、世纪证券

Figure 10 直营的毛利率达到50%以上



资料来源：招股书、世纪证券

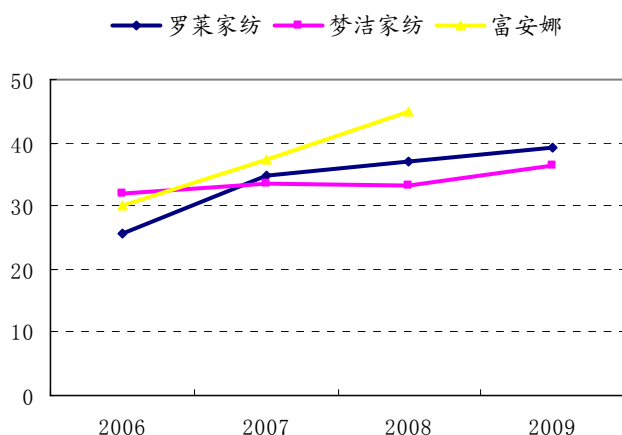
公司营销模式的发展思路是逐步对省会以及城市实行直营，其它二、三级市场（市、县级城市）大力发展特许专卖。截至2009年12月31日，公司在全国共建立了852家专卖店，810家专柜，共计1,662个销售终端，其中直营网点245个，加盟网点1,417个。公司营销模式的发展思路是逐步对省会以及城市实行直营，其它二、三级市场（市、县级城市）大力发展特许专卖。

在国内的竞争对手是江苏南通的罗莱家纺和深圳的富安娜。罗莱家纺公司拥有“罗莱”品牌，并代理（授权）经营“SHERIDAN 雪瑞丹”、“SAINT MARC 尚·玛可”和“DISNEY 迪士尼”品牌，连续四年市场占有率第一，截至2009年6月30日，公司已有1492个销售网点，其中专卖店691个，商场专柜801个，华东、东北和华北地区优势明显。罗莱家纺已与09年9月2日上市。2009年罗莱家纺的收入达到11.45亿元，归属母公司净利润1.51亿元。富安娜现拥有“富安娜”、“馨而乐”、“维莎”、“圣之花”、“劳拉夫人”等品牌，以富安娜为中心多品牌战略使得公司产品覆盖了以中高端为主体的消费人群。至2009年6月30日，公司在全国已发展1000多家连锁专卖店和专柜，其中加盟商872家，占比73.4%，直营店（柜）316家，占比26.6%。业绩预告显示2009年营业收入为7.91亿元，实现归属母公司净利润0.85亿元。富安娜已于2009年12月底上市。

公司财务分析

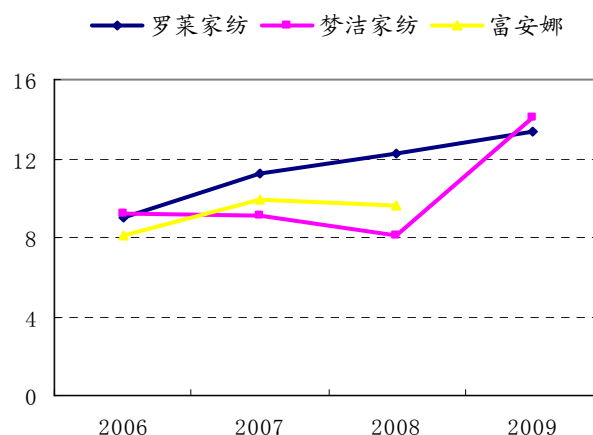
毛利率、净利率略低于另两家对手。与同样经营中高端家纺产品生产和销售的罗莱家纺及富安娜相比，公司综合毛利率水平低于这两家公司。2009年由于直营销售收入占比提升及新产品提价因素，梦洁家纺公司的综合毛利率比08年提升3.2个百分点，加上09年营业外收入大幅增加，使得09年净利率同比提升5.93个百分点。

Figure 11 毛利率对比



资料来源：WIND、世纪证券

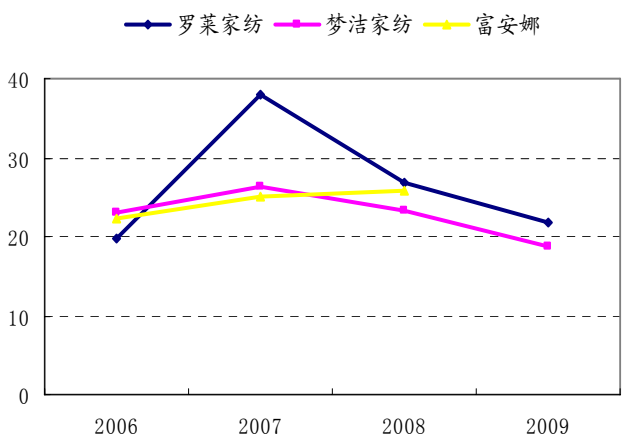
Figure 12 净利润对比



资料来源：WIND、世纪证券

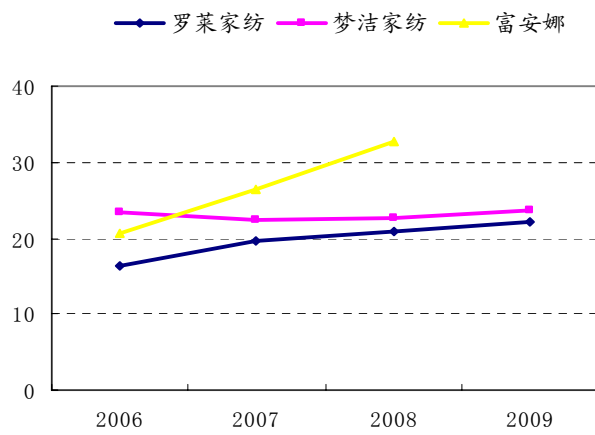
与罗莱家纺和富安娜相比，梦洁家纺应收账款周转率稍低。由于家纺业直营终端消费者多采用现金交易，而对加盟商公司一般仅对部分加盟商提供较小额度的授信，货款回笼情况良好，行业特性决定了该行业内的公司应收账款周转率较高。

Figure 13 应收帐款周转率对比



资料来源：WIND、世纪证券

Figure 14 期间费用率对比



资料来源：WIND、世纪证券

公司三项期间费用占营业收入的比例低于富安娜，略高于罗莱家纺；以08年为例，梦洁家纺的销售费用率位于罗莱和富安娜之间，管理费用率则比这两家都低，此外由于公司资产负债率明显高于其他两家公司，借款相对较多，因此财务费用率略高。

公司竞争力分析

品牌优势。公司产品涵盖三个品牌“梦洁”、“寐”和“梦洁宝贝”，在市场上形成了有力的品牌效应。2002年“梦洁”商标被认定为中国驰名商标；2002年“梦洁牌床上用品”被评为“中国名牌”产品，2005年再次蝉联“中国名牌”产品。2006年“梦洁床上用品”被评为“国家免检产品”，是床上用品行业中第一家同时获得以上三个称号的品牌。寐牌已发展独立市场网络终端近百家，并作为自主品牌出口英国、德国、西班牙等国际市场。

营销网络优势。目前，公司已经在北京、上海、沈阳、深圳、天津、济南设立了6个办事处，在全国32个省市建立了852家专卖店，810家专柜，共计1,662个销售终端，卖场总面积达13万平方米，全国终端导购员近5,500人，销售终端网络数量及面积居全国同类床上用品行业首位。外销业务方面，公司与56家外商建立了业务关系，产品出口美国、欧盟、东南亚等46个国家和地区。

研发优势。2005年公司设计中心通过了湖南省企业技术中心认证，是行业第一家具有省级认证设计中心的床上用品企业。目前正在申报国家企业技术中心。截至2009年底，公司累计获得专利200余项，目前使用中的有效专利为140项，版权104项。同时，公司建立了较为完善的研发平台，涵盖床上用品设计全过程的花型设计、绣花打版、款式设计等专业设计部门，并且与国内十几所高等院校建立了战略合作关系。

先进的信息化管理系统。公司在床上用品行业中第一家实施信息化管理工程，累计投入资金500多万元，2003年入选国家信息部“中国企业信息化500强企业”。通过十来年的积累和发展，目前形成了以ERP（企业资源计划管理系统）、SCM（供应链管理系统）、DRP和PDM（产品数据管理）为主线，以企业的呼叫中心和网络电子商务为沟通渠道的信息化管理系统。

募集资金投向分析

公司公开发行1,600万股,拟投“新增年产30万套寝饰套件及80万条芯被类生产线”和“梦洁直营市场终端网络建设”两个项目,总投资金额36,303万元。项目建成后,公司将新增年均收入75,428万元,净利润7,425万元。募集资金到位后,公司有望借充实资金和优势技术的平台,释放产能瓶颈,提升直营终端的市场形象,同时加快区域性的战略布局。此外,公司的净资产收益率、资产负债率、利润水平等财务指标也将逐步改善。

Figure 15 募投项目

项目名称	预计投资额 (万元)	建设期	新增营业收入 (万元/年)	新增净利润 (万元/年)
新增年产30万套寝饰套件及80万条芯被类 生产线项目	17,810	3年	50,020	4,281
梦洁直营市场终端网络建设	18,493	2年	25,408	3,144
合计	36,303	-	-	-

资料来源:招股书、世纪证券

项目一:新增年产30万套寝饰套件及80万条芯被类生产线项目,释放产能瓶颈。该项目拟通过技术改造建立高起点、高标准的梦洁工业园区,扩大生产规模。目前,公司产能已发挥到极限,仍不能完全满足市场需求,产能瓶颈导致每年收入减少5,000万元以上。达产后,寝饰套件新增年产30万套,芯被类80万条的生产能力,以2007年产能为基准,寝饰套件年产能达到54.38万套,芯被类年产能达到130.93万条,有效缓解产能缺口的压力,满足公司面临的市场需求。项目的建设期为3年,投资回收期为4.09年,投资利润率为23.25%,财务内部收益率29.41%。

项目二:梦洁直营市场终端网络建设,加快区域布局。该项目的內容主要包括:在北京、上海、沈阳、天津、长沙等5个城市商业地带购置商铺2,500平方米,开设5家大型专卖店,投资12,950万元;在上海等城市租赁新开专卖店30个,投资1350万元;在北京等城市大型百货商场新开专柜60个,投资900万元;整改装修原有专柜100个,投资1,000万元;直营市场终端网络运营流动资金投入2,293万元,主要用于新增人员工资及其他销售费用周转。项目的建设期为2年,税后投资回收期

为 4.31 年，税后财务内部收益率为 22.71%。

盈利预测

假设：

- 1、公司每年新增终端 200 家左右；
- 2、新增单店实现年销售收入 40 万元，单店平均销售额年均提高 5 万元左右。
- 3、所得税率 2011 年起优惠取消，为 25%。

Figure 16 盈利预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	502	622	631	856	1059	1254
营业成本	333	416	402	539	657	777
营业税金及附加	2	4	5	7	8	10
销售费用	93	111	119	161	200	236
管理费用	16	21	24	33	40	48
财务费用	4	8	6	2	2	2
资产减值损失	0	0	2	2	2	2
营业利润	54	61	73	112	150	178
加：营业外收入	1	1	34	0	0	0
减：营业外支出	1	3	1	0	0	0
利润总额	53	59	106	112	150	178
减：所得税	7	9	17	17	38	45
净利润	46	50	89	95	113	134
归属于母公司所有者的净利润	46	50	89	95	113	134
摊薄每股收益	0.73	0.79	1.41	1.51	1.79	2.12

资料来源：世纪证券

我们预计随着产能及销售网络的扩大，公司未来两年将可实现快速增长，初步预计 2010-2012 年 EPS 为 1.51 元、1.79 元和 2.12 元。

目前在 A 股上市的公司中，与公司业务及经营模式最为相近的为新近在中小板上市的罗莱家纺、富安娜，罗莱家纺 2010 年、2011 年动态市盈率分别为 33.88 倍和 26.65 倍，富安娜 2010 年、2011 年动态市盈率分别为 38.64 倍和 29.15 倍。综合考虑，我们认为给予梦洁家纺公司 2010 年 35-40 倍市盈率较为合理，公司合理估值区间为 52.00—60.00 元。考虑发行价 15% 的折价，询价区间对应为 44.00—51.00 元。

风险因素分析

主要原材料价格波动风险。公司目前使用的主要原料为面料、填充料和辅料，该类原材料成本约占营业成本90%左右。近三年原材料采购价格上涨幅度不大，对公司经营业绩压力较小，但由于其占营业成本比例较高，原材料价格波动都可能对生产成本产生显著的影响，可能拖累公司整体业绩的增长。

新产品开发风险。公司多年来始终重视新产品的开发设计，但家纺行业壁垒少、门槛相对较低、市场竞争激烈，一旦新产品开发计划或即将上市的新产品款式、用料等商业秘密泄露，可能阻碍公司新产品的顺利上市。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.