

日期: 2010年4月14日

行业: 纺织服装业



刘丽

021-53519888-1923

liuli_liuli@sina.com

执业证书编号: S0870208090139

IPO 报价区间 RMB 42.50~51.00 元
上市合理定价 RMB 50.00~60.00 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股)	16.00
发行后总股本 (百万股)	63.00
发行数量占发行后总股本	25.40%
发行方式	网下询价配售 20% 网上定价发行 80%
保荐机构	国信证券

主要股东 (IPO 前)

姜天武	51.31%
李建伟	12.49%

收入结构 (2009Y)

梦洁品牌家纺产品	83.61%
寐品牌家纺产品	16.29%

报告编号: LL10-NSP03

首次报告日期: 2010年4月14日

品牌家纺龙头企业**投资要点:****国内品牌家纺龙头企业**

公司是中国床上用品行业的龙头企业,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,目前产品涵盖绗绣套件、绣花套件、被芯、毛毯、床垫、及其它家居饰品等共八大类、2600多个品种;拥有“梦洁”、“寐”、“梦洁宝贝”等三个具有市场影响力的品牌,其中“梦洁”牌床上用品是公司主要业务收入和利润来源。

采用直营+加盟的营销模式

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年底,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。

盈利预测

公司IPO计划实施新增年产30万套寝饰套件及80万条芯被类生产线和直营市场终端网络建设等两个项目。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2010-2011年归属于母公司的净利润将实现年递增6.47%和36.72%,相应的稀释后每股收益为1.50元和2.05元。

定价结论

综合考虑可比公司以及最近上市的中小板股票的估值情况,我们认为给予梦洁家纺公司2010年33-40倍市盈率较为合理,公司合理估值区间为50.00—60.00元。考虑发行价比合理价值有一定幅度折价,我们建议选取15%的折价,询价区间对应为42.50-51.00元,对应09年摊薄后每股收益的市盈率区间为30.14倍-36.17倍。

数据预测与估值:

至12月31日(¥.百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	501.83	621.53	630.94	899.72	1,120.00
年增长率(%)	9.77	23.85	1.51	42.60	24.48
归属于母公司的净利润	45.83	50.43	88.61	94.34	128.98
年增长率(%)	7.63	10.05	75.70	6.47	36.72
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.73	0.80	1.41	1.50	2.05

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

一、行业背景

● 家纺行业发展前景广阔

梦洁家纺公司所属行业为家用纺织品行业，在我国属于传统而新兴的产业，也是我国目前发展前景最好、增长速度最快的纺织子行业。近年来由于居民收入提高、消费观念转变、城市化进程加快、房地产业的发展及婚庆市场的兴起等因素，我国家纺行业快速发展：近五年来家纺业产值年复合增长率约为 18.25%，2008 年产值达到 8,800 亿元，比 07 年增长 11.4%。目前，床上用品行业产值接近整个家纺工业产值的 1/3 左右。

随着经济快速发展和全球家纺产业转移深化，我国已成为家用纺织品的制造大国和消费大国，但从发展阶段来看，我国的家纺行业仍处于初级阶段。按发达国家的消费习惯，服装、家用纺织品、产业用纺织品三类消费各占市场消费总量的 1/3，但在我国目前服装类纺织品消费占 65%，家用纺织品仅约占 23%，且家用纺织品的人均消费占消费性支出还不到 1%。从国内外家纺用品消费的现实差距以及未来发展趋势看，我国家纺行业发展前景广阔。随居民消费水平提高，家纺产品消费结构正在从“实用”的单一功能逐步向“实用、装饰、美化、保健”等多重功能发展，并初现产品系列化、配套化的发展趋势。在需求旺盛的同时，我国家纺产品的消费档次差距也日趋明显，高、中、低档消费细化趋势越来越明显。中低端消费群体更追求产品的性价比；中高端消费群体则更追求产品的附加价值，注重个性化风格及与家居环境的协调性，也更具有品牌观念。随着中上等收入群体的逐步扩大以及消费能力的不断提高，未来国内家纺市场消费将从“以中低档需求为主”转向“以中高端需求为主”。目前，我国床上用品行业的销售渠道主要包括以下几种：百货商场（店中店）、专卖店（自营或加盟专卖店）、家纺大卖场、超市、批发市场、团购、网上直销、电视购物等，并以前五种居多。

● 国内家纺行业竞争结构及公司的地位

我国家纺行业竞争总体比较充分，竞争格局主要表现为：具有较强的地域特性；行业品牌集中度低，缺乏绝对行业领导者，低档产品（通常售价在 300 元以下）同质化高，主要依靠价格竞争；中高端产品（通常售价 800 元以上）竞争环境相对宽松，品牌、质量、营销和服务等非价格竞争手段更为重要。

目前国内已出现一批涵盖高、中、低档的典型家纺名牌，连锁经营已成为品牌家纺企业最主要的经营模式，大多通过直营连锁和特许加盟连锁的方式进行渠道建设和管理。

公司在国内的主要竞争对手为已在 A 股上市的罗莱家纺和富安

娜。公司竞争优势主要表现在以下几个方面：（1）品牌优势：梦洁是床上用品行业中第一家同时获得“中国驰名商标”、“中国名牌产品”、“国家免检产品”三个称号的品牌；实施多品牌战略，细分专业市场。（2）营销网络优势：公司已在北京、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。国际市场方面，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。（3）研发优势：截至2009年6月30日公司累计获得专利170余项，目前使用中的有效专利为105项，版权103项，每年推出新产品600余款，公司产品曾荣获中国家纺产品设计金奖，先后有十余款单品销量累计超过3万套以上，创造了床上用品单品销售纪录。公司建立了较为完善的研发平台，拥有完全自主设计的研发能力，并与法国巴黎、德国法兰克福、意大利米兰等世界前沿时尚城市保持密切联系。公司坚持走产、学、研相结合的道路，与国内十几所高等学院建立了战略合作关系。

二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

公司前身为长沙被服厂，始建于1956年，原系长沙市棉麻土产公司下属的非独立法人单位，1994年更名为长沙市梦洁绗缝制品实业公司；1997年与市棉麻土产公司实行分立，成为独立法人单位；2001年1月10日改制为湖南梦洁家纺有限公司；2005年12月21日，由湖南梦洁家纺有限公司17名原自然人股东作为发起人，以公司截至2005年9月30日经审计的全部净资产按1:1比例折合为4,700万股股份，整体变更为湖南梦洁家纺股份有限公司。

公司控股股东为姜天武，现任公司董事长兼总经理，持有公司2,411.538万股，占发行前公司总股本的51.31%，占本次发行后总股本的38.28%。

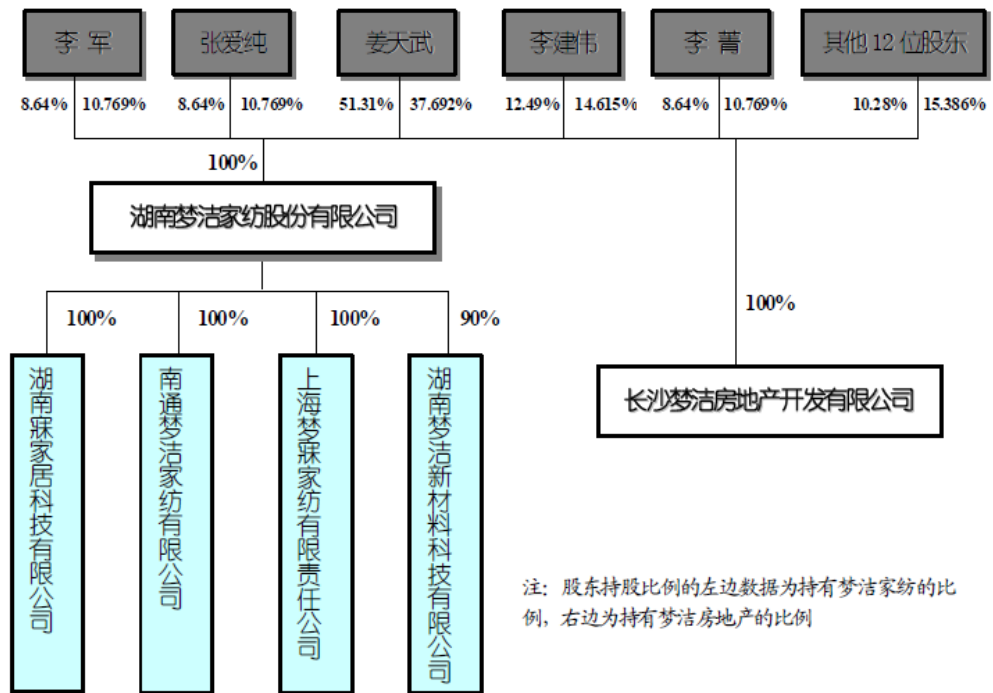
表 1 梦洁家纺发行前后股权结构变化

股东名称	发行前		发行后	
	股数(万股)	比例	股数(万股)	比例
一、有限售条件的流通股	4,700.00	100.00%	4,700.00	74.60%
其中：姜天武	2,411.54	51.31%	2,411.54	38.28%
李建伟	586.923	12.49%	586.923	9.32%
张爱纯	406.153	8.64%	406.153	6.45%
李军	406.153	8.64%	406.153	6.45%
李菁	406.153	8.64%	406.153	6.45%

伍伟	70.385	1.49%	70.385	1.12%
其他 11 名自然人	412.695	8.79%	412.695	6.53%
二、本次发行流通股	—	—	1,600	25.40%
合计	4,700	100%	6,300	100.00%

数据来源：公司招股意向书

图 1 梦洁家纺公司组织结构图



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 主业简况及收入利润结构

公司是中国床上用品行业的龙头企业，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，目前产品涵盖绗绣套件、绣花套件、被芯、毛毯、床垫、及其它家居饰品等共八大类、2600多个品种；拥有“梦洁”、“寐”、“梦洁宝贝”等三个具有市场影响力的品牌，其中“梦洁”牌床上用品是公司主要业务收入和利润来源。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；目前公司营业收入的主要来源为华中地区，其销售收入占到公司总销售收入的一半左右。

表 2 梦洁家纺品牌体系

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
品牌理念	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
销售比重 (08Y)	温馨、经典	环保、尊贵	健康、快乐

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

图 2 梦洁家纺近年来收入及净利润增长

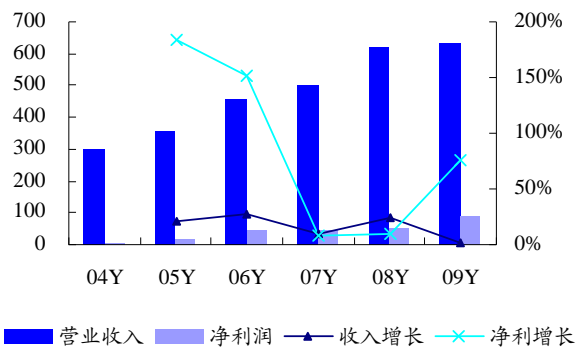
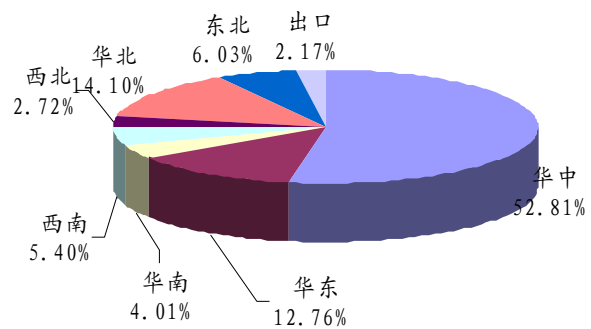


图 3 梦洁家纺收入地区结构 (2009Y)



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 募资项目

梦洁家纺本次 IPO 计划实施新增年产 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等两个项目，拟投资总额为 36,303 万元。

表 3 梦洁家纺 IPO 募集资金项目概况

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：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

新增年产 30 万套寝饰套件及 80 万条芯被类生产线项目

项目在位于长沙高新技术产业开发区内新建设的梦洁工业园内实施，项目建成后，将新增产值 5 亿元，其中绣花套件，新增产量 20 万套，新增产值 1.2 亿元；绗绣套件，新增加产量 10 万套，新增产值 1.3 亿元；芯被类，新增产量 80 万条，新增产值 2.5 亿元；达产

后预计新增销售收入 50,020 万元，新增利润 4,281 万元。

梦洁直营市场终端网络建设项目

该项目建设内容主要包括：(1) 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。(2) 在上海等城市租赁新开专卖店 30 个，投资 1350 万元。(3) 在北京等城市大型百货商场新开专柜 60 个，投资 900 万元。(4) 整改装修原有专柜 100 个，投资 1,000 万元。(5) 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。项目完成后，预计直营市场每年新增加销售收入 25,408 万元，新增净利润 3,144 万元。

三、公司财务状况及盈利预测

● 09 年盈利能力大幅提升

2006 年-2009 年，梦洁家纺综合毛利率分别为 32.04%、33.55%、33.07%、36.27%；净利率分别为 9.31%、9.13%、8.11%和 14.04%。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。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。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。梦洁家纺公司综合毛利率水平较罗莱家纺和富安娜较低，且在期间费用控制上并无明显优势。

图 4 梦洁家纺综合毛利率同业比较

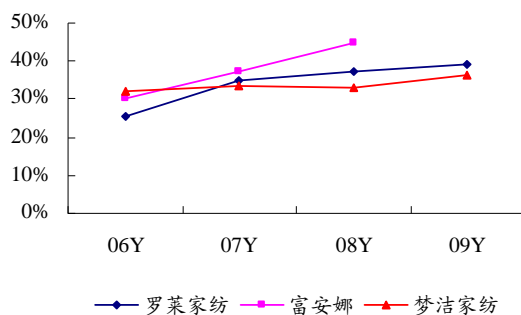
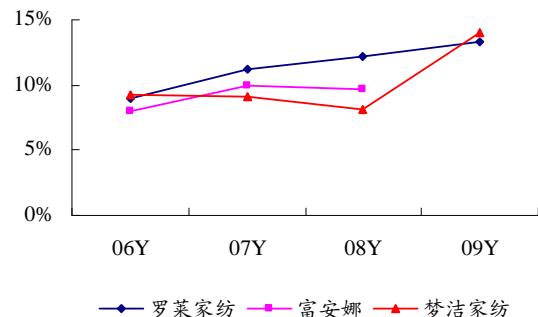


图 5 梦洁家纺净利率同业比较



资料来源：公司招股意向书；Wind；上海证券研究所整理

图 6 梦洁家纺期间费用率同业比较

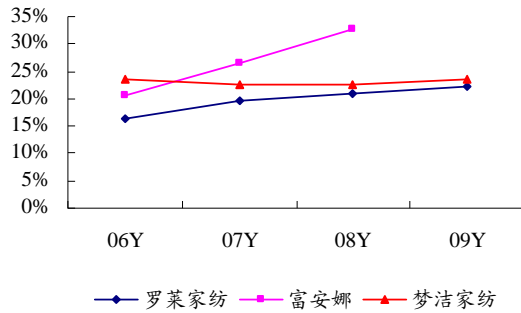
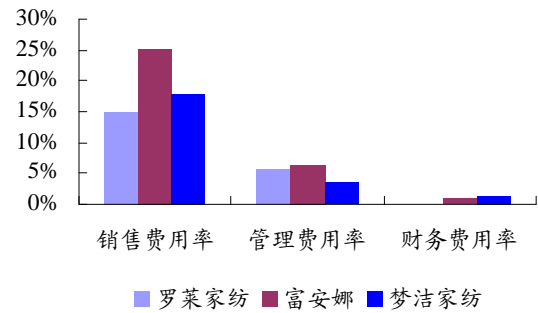


图 7 梦洁家纺三项期间费用率同业比较 (08Y)



资料来源：公司招股意向书；Wind；上海证券研究所整理

● 营业收入、净利润稳步增长

公司整体经营业绩呈现稳步增长态势：06年—09年梦洁家纺分别实现销售收入4.57亿元、5.02亿元、6.22亿元和6.31亿元，同比增长分别为28.19%、9.77%、23.85%和1.51%；06年—08年实现归属于母公司股东的净利润分别为4258万元、4583万元、5043万元和8861万元，同比增长分别为151.30%、7.63%、10.05%和75.70%。09年由于毛利率提升及政府补助、工业用地出售等营业外收入大幅增加，公司净利润出现了较大幅度增长；扣除非经常性损益后，09年公司净利润同比增长17.04%。

● 应收账款周转率、存货周转率指标基本符合行业特性

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，贷款回笼情况良好，行业特性也便决定了该行业内的公司应收账款周转率较高；与罗莱家纺和富安娜相比，梦洁家纺应收账款周转率稍低。公司存货周转率与经营类似业务的罗莱家纺相仿，略高于富安娜。

图 8 梦洁家纺应收账款周转率同业比较

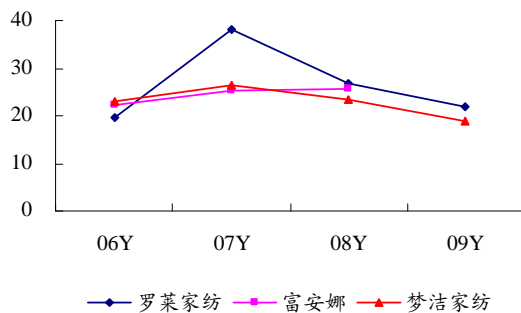
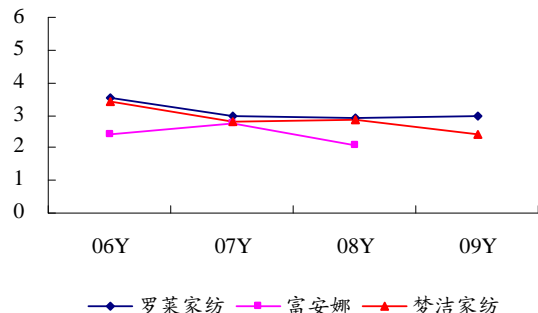


图 9 梦洁家纺存货周转率同业比较



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 业绩预测

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；单店平均销售额年提高 6 万元左右。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 2010-2011 年归母公司的净利润将实现年递增 6.47% 和 36.72%，相应的稀释后每股收益为 1.50 元和 2.05 元。

表 4 梦洁家纺损益简表及预测（单位：万元人民币）

指标名称	2007 A	2008 A	2009 A	2010 E	2011 E
营业总收入	50,182.51	62,153.41	63,094.05	89,972.00	112,000.00
营业成本	33,347.79	41,598.28	40,211.08	57,132.22	71,120.00
营业税金及附加	219.62	414.95	494.20	701.78	873.60
销售费用	9,303.44	11,146.07	11,910.15	16,824.76	20,944.00
管理费用	1,577.05	2,085.81	2,377.88	3,328.96	4,144.00
财务费用	370.63	809.25	595.90	700.00	-500.00
资产减值损失	-17.76	-2.81	199.79	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.08	-0.08	0.00	0.00
投资收益	0.00	-0.25	2.76	0.00	0.00
营业利润	5,381.74	6,101.70	7,307.71	11,284.27	15,418.40
营业外收入	81.83	77.38	3,400.46	0.00	0.00
营业外支出	145.41	256.04	61.44	0.00	0.00
利润总额	5,318.15	5,923.04	10,646.72	11,284.27	15,418.40
所得税费用	733.95	883.65	1,748.58	1,805.48	2,466.94
净利润	4,584.20	5,039.40	8,898.15	9,478.79	12,951.46
少数股东损益	1.60	-3.88	37.23	44.68	53.62
归属于母公司所有者的净利润	4,582.60	5,043.27	8,860.92	9,434.11	12,897.84
摊薄 EPS（元）	0.73	0.80	1.41	1.50	2.05

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

四、风险因素

行业竞争激烈风险

由于家用纺织品市场前景广阔，消费潜力大，行业利润较高，国内大量传统纺织企业转型家用纺织品生产，大批民营资本纷纷涉足家纺行业。此外，国外知名品牌家纺企业已逐步进入中国市场，凭借其资金、营销企划、品牌及信息等优势，将对国内家纺企业造成影响。公司存在行业竞争加剧造成盈利能力下降的风险。

宏观经济不景气的风险

床上用品消费需求弹性较大，受宏观经济波动的影响也较大。宏观经济不景气或居民收入增长放缓，将制约床上用品的市场需求，进而对公司主营业务的获利能力产生不利影响。

主要原材料价格波动风险

公司产品原材料主要为面料、填充料和辅料，其中面料主要是各类布料，填充料主要用于制作被芯和枕芯，包括化学纤维、羊毛、蚕丝、棉花等，辅料主要包括花边、拉链、包装材料等，该类原材料成本约占公司营业成本 90% 左右，对公司营业成本有较大的影响。原材料采购价格波动将影响公司生产成本，对公司生产经营造成不利影响。

“盗版”和“盗牌”风险

家用纺织品行业技术门槛相对较低，新产品、新款式被“盗版”、“仿制”现象比较普遍；一些无品牌的家纺企业冒牌生产销售公司产品也将导致公司经济利益受到不法侵害。

五、估值及定价分析

● 同类公司的比较

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上市的罗莱家纺、富安娜，其他经营品牌服饰的中小板公司七匹狼、报喜鸟、美邦服饰及星期六与公司可比性也较强。可比公司 2010 年、2011 年平均动态市盈率为 31.14 倍和 23.86 倍；经营家纺主业的两家新近上市中小板公司罗莱家纺和富安娜的市盈率相对较高，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。

表 5 可比公司估值情况

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)				市盈率 (倍)			
			2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
002029.SZ	七匹狼	27.20	0.54	0.69	0.89	1.14	50.30	39.45	30.70	23.89
002154.SZ	报喜鸟	21.93	0.42	0.65	0.82	1.04	51.69	33.92	26.82	21.03
002269.SZ	美邦服饰	22.48	0.58	0.57	0.81	1.07	38.45	39.33	27.68	20.99
002291.SZ	星期六	24.65	0.37	0.41	0.67	0.92	66.93	60.12	36.61	26.74
002293.SZ	罗莱家纺	45.76	0.78	1.08	1.35	1.72	58.35	42.37	33.88	26.65
002327.SZ	富安娜	40.58	0.64	0.80	1.05	1.39	63.58	50.52	38.64	29.15
平均值			0.54	0.68	0.91	1.18	53.14	43.04	31.14	23.86

数据来源: Wind 资讯; 股价以 4 月 9 日收盘价计

● 公司可给的估值水平及报价区间

综合考虑可比公司以及最近上市的中小板股票的估值情况，我们认为给予梦洁家纺公司 2010 年 33-40 倍市盈率较为合理，公司合理估值区间为 50.00—60.00 元。考虑发行价比合理价值有一定幅度折

价，我们建议选取 15%的折价，询价区间对应为 42.50-51.00 元，对应 09 年摊薄后每股收益的市盈率区间为 30.14 倍-36.17 倍。

表 6 最近上市（中小板）股票（10 只平均）的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益（元/股）			市盈率（倍）			首发 PE	首日涨跌幅%	累计涨幅%
			2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E			
002377.SZ	国创高新	29.50	0.33	0.46	0.64	89.94	64.49	46.42	61.88	34.19%	48.99%
002378.SZ	章源钨业	40.34	0.28	0.41	0.51	146.32	99.34	79.38	52.00	130.46%	210.31%
002379.SZ	鲁丰股份	51.18	0.42	0.98	1.61	123.15	52.36	31.71	80.49	51.52%	55.09%
002380.SZ	科远股份	80.01	0.74	1.27	1.62	107.66	62.92	49.43	59.22	99.38%	105.15%
002381.SZ	双箭股份	57.59	0.78	1.00	1.32	73.53	57.64	43.63	41.03	82.41%	79.97%
002382.SZ	蓝帆股份	56.90	0.75	0.98	1.16	76.06	57.84	49.00	47.03	66.31%	62.57%
002383.SZ	合众思壮	106.20	0.70	0.89	1.13	151.82	119.68	94.35	59.68	147.30%	187.03%
002384.SZ	东山精密	69.57	0.45	1.03	1.38	153.95	67.47	50.52	57.78	167.58%	167.58%
002385.SZ	大北农	60.27	0.70	1.13	1.57	86.66	53.14	38.44	53.03	72.20%	72.20%
002386.SZ	天原集团	29.49	0.44	0.56	0.73	67.47	52.95	40.32	39.38	91.99%	91.99%
平均值			0.56	0.87	1.17	107.65	68.78	52.32	55.15	94.33%	108.09%

数据来源：Wind 资讯；上海证券研究所整理；股价以 4 月 9 日收盘价计

分析师承诺

分析师 刘丽

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来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。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级:

分析师给出下列评级中的一项，代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大势	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大势同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大势	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级:

分析师给出下列评级中的一项，代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明:

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。