

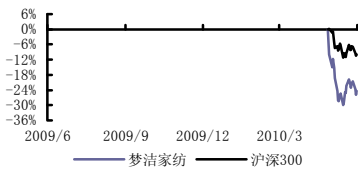
消费品及服务 - 纺织服装

2010 年 6 月 3 日

市场数据	2010 年 6 月 2 日
当前价格 (元)	45.50
52 周价格区间 (元)	42.20-60.17
总市值 (百万)	2866.50
流通市值 (百万)	582.40
总股本 (百万股)	63.00
流通股 (百万股)	12.80
日均成交额 (百万)	74.47
近一月换手 (%)	184.25%
第一大股东	姜天武
公司网址	http://www.mendale.com

财务数据	FYE	行业均值
毛利率	36%	22%
净利率	14%	8%
净资产收益率	42%	7%
总资产收益率	13%	5%
资产负债率	68%	51%
市盈率	24	29
市净率	10	3

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
梦洁家纺	-15.97%	0.00%	0.00%
沪深 300	-10.10%	-16.72%	-3.75%

相关报告

《梦洁家纺新股定价》，2010.4

周宏 执业证书号:S1060200010017

0755-83199424
zhouhong@csc.com.cn

分析师申明

本人，周宏，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。

门店将快速扩张，业绩增长可期

—梦洁家纺 (002397) 调研报告

评级: 增持

预测指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	631	805	1014	1207
净利润 (百万元)	88	92	119	147
每股收益 (元)	1.89	1.46	1.90	2.34
净利润增长率%	75.70%	3.5%	29.7%	23.2%
每股净资产 (元)	3.6	4.9	6.5	8.5
市盈率	24.1	30.8	23.7	19.3
市净率	10.2	9.2	6.9	5.6

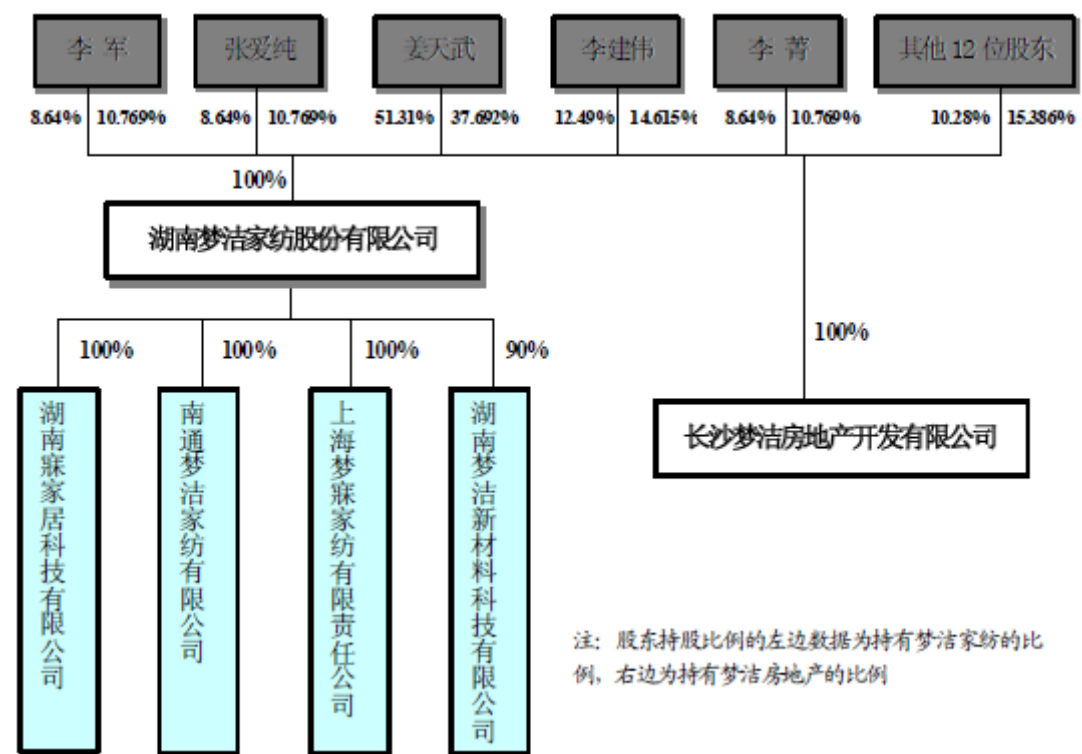
资料来源: 世纪证券研究所

- 家纺行业存在着巨大的成长空间是我们看好公司的重要理由。从发达国家的现状看，家纺行业占整个纺织行业的比重达到 35% 左右，目前我国家纺行业占比仅 12%。2000 年以来家纺行业年均增长 20%，高于服装的增长速度，是纺织行业中增长最快的子行业。
- 公司三季度进入开店密集期。2010 年计划扩张 520 家 (含直营和加盟)，其中梦洁扩张 300 家，扩张 80 家，梦洁宝贝扩张 60 家，床垫扩张 80 家。1~5 月份只开新店 48 家，而 9 月份将进入消费旺季，公司在消费旺季到来前会大力开新店，因此公司在三季度将进入开店密集期。
- 毛利率水平仍有提升空间。原因有二，一是产品存在提价空间。在成本相差不大的情况下，公司认为主要是产品订价低于另外两家导致毛利率水平偏低，因此，未来公司将会在新品推出时相应提高价格，以期达到与富安娜与罗莱相同的毛利水平。二是公司高端品牌寐的贡献将会不断增加以及直营渠道数量的增加。
- 我们认为，房地产行业对家纺行业的负面影响有限，对床上用品有需求的主要是自住型房产购买者。目前国家对房价的调控主要针对投机型房产。考虑到城市化进程中，巨大的刚性需求，以及收入水平的提高带来的消费升级需求，我们认为，房地产调控对床上用品的负面影响是有限的。
- 给与“增持”评级。考虑到行业的成长性和公司未来的增长空间，我们对公司给与“增持”评级。

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，产品包括寝室套件、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。

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

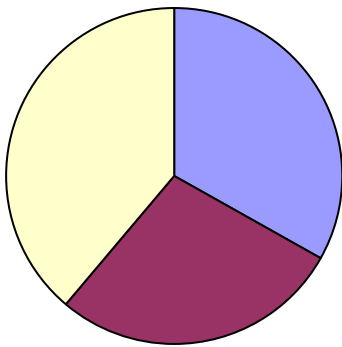
公司所处行业背景——家纺是纺织行业中发展最快的子行业

比照发达国家发展进程，中国家纺行业存在巨大空间。在发达国家，家用纺织品消费增长快于服装消费增长，已经与服装、产业用纺织品“三分天下”。在美国，家用纺织品比例高达39%，超过服装成为纺织品第一大消费领域，英、法等国的家纺产品消费量也都稳定在35%—38%之间(资

料来源：2008年中国床上用品产业市场报告)。从大产业范围来说，纺织品三大领域的结构为例：我国衣着占80%，家用纺织品占12%，产业用占8%，显然我国家用纺织品与发达国家三分天下的格局仍有很大的差距，床上用品作为家用纺织品的重要组成部分，仍具有巨大的市场发展空间。

Figure 2 美国纺织行业三分天下

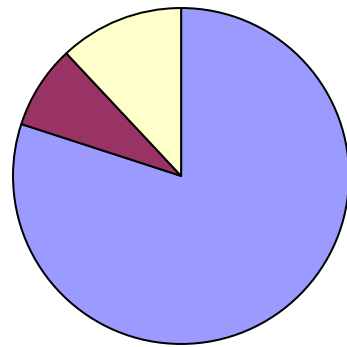
■ 衣着 ■ 工业用纺织品 □ 家用纺织品



资料来源：世纪证券

Figure 3 中国家用纺织品占比小、空间大

■ 衣着 ■ 工业用纺织品 □ 家用纺织品



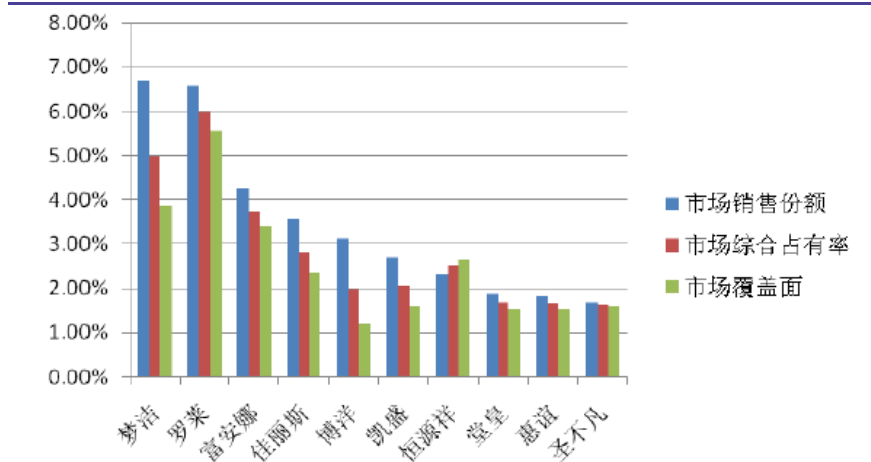
资料来源：世纪证券

中国城市化带动家纺行业快速增长。中国的城市化水平已从1990年的19%发展到2004年的42%。到2025年，中国的城市化率将达到55%，城市人口将达到8.3亿至8.7亿。根据业内统计，基于我国居民的消费习惯，约有82%的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，从而形成巨大的家用纺织品需求市场。另外80年代生育高峰带来的婚庆消费中的大部分也属于家纺行业。中高收入人群的持续增长带来的消费升级也是推动行业发展的重要因素。目前国内部分经济发达地区如沿海城市已进入较高的消费层次，特别是以人均GDP超过3000美元为标志的中高收入群体正在形成和扩大，这部分人群具有很高的消费倾向，是消费的新生主力军。城乡居民的购买力水平提高，消费结构升级，为家纺行业带来了巨大的发展空间。

现阶段国内，低档产品产能过剩，中高档产品供不应求，有利于品牌公司的扩张。中国的家纺行业起步较晚，品牌建设处于初期，市场容量巨大且成长性较高，但市场集中度很低，还没有涌现具有绝对优势的龙头企业。目前全国共有床上用品生产企业约几千家，绝大多数产值在200万至1000万元之间，其中年产值1亿元以上的企业只有约50家左右。

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。品牌、质量、营销和服务等非价格竞争手段在中高档产品竞争中的作用愈发显现等特点。同时中高档企业凭借其较好美誉度和忠诚度的品牌，较大的产品创新力度和较快的产品更新速度，能够较好的保持其产品的销售价格，另外通过强大的销售网络，更好的发挥规模效应，降低成本，因此能够保持较高的毛利率。

Figure 4 前三大品牌梦洁、罗莱、富安娜均已上市

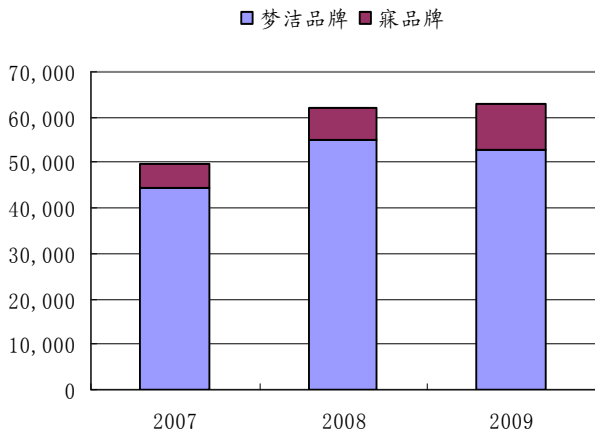


数据来源：中国商业联合会、中华全国商业信息中心 2008 年度监测报告

公司主营业务分析——三季度进入开店密集期

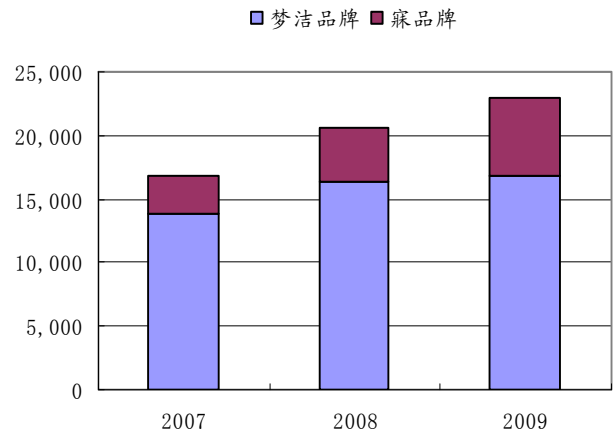
梦洁品牌是公司主要的收入和利润来源，寐品牌利润贡献度不断增加。公司主营业务收入由梦洁、寐、梦洁宝贝三个品牌构成。梦洁品牌经过几十年的经营和培育，在市场中已经享有较高的声誉，产品供不应求。梦洁宝贝是梦洁的子品牌，专门为儿童家纺市场设计的品牌。寐是公司旗下的奢侈品牌，毛利率达 60%，主要针对高端客户群。过去三年的数据，可以看出，梦洁品牌是公司的主要收入和利润的贡献者，梦洁品牌占公司 09 年营业收入的 84%，占 09 年营业利润的 74%。不过，值得注意的是寐品牌在收入和利润的增长中表现的非常明显，占比逐年提高。说明床上用品消费的高端化随着居民收入水平的提高而不断发展。

Figure 5 梦洁构成主营收入的80%以上



资料来源：招股书、世纪证券

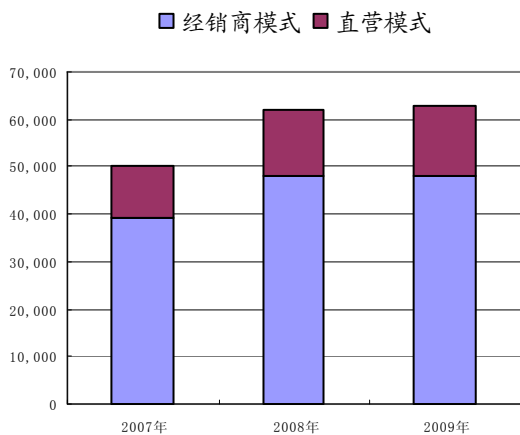
Figure 6 寐品牌对毛利的贡献度不断增加



资料来源：招股书、世纪证券

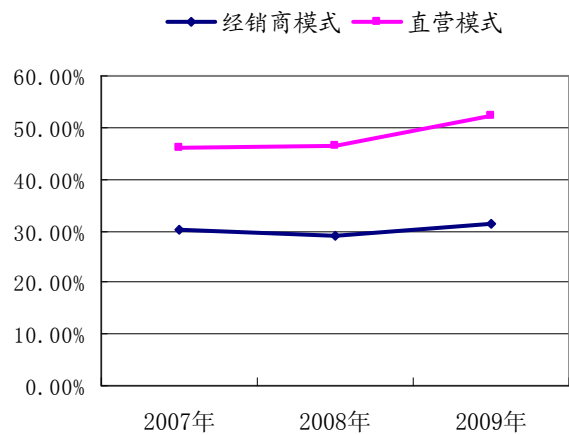
三季度公司将进入开店密集期。在渠道方面，公司采用直营+加盟经销的模式，加盟业务是主要的收入来源。09年加盟收入占公司总营业收入的76.2%。截至2009年12月31日，公司在全国建立了852家专卖店，810家专柜，共计1662个销售终端，其中直营网点245个，加盟网点1417个。其中包括了100多家“梦洁宝贝”专卖店、专柜。2010年计划扩张520家（含直营和加盟），其中梦洁扩张300家，寐品牌扩张80家，梦洁宝贝扩张60家，床垫扩张80家。1~5月份只开新店48家，而9月份将进入消费旺季，公司在消费旺季到来前会大力开新店，因此公司在三季度将进入开店密集期。扩张计划意味着增长，但是快过以往的速度，使我们对公司费用控制、管理能力产生担心，需要对公司开店情况不断的跟踪。

Figure 7 加盟收入占比在70%以上



资料来源：招股书、世纪证券

Figure 8 直营的毛利率达到50%以上



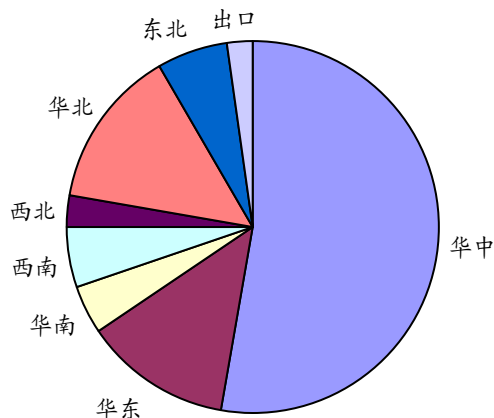
资料来源：招股书、世纪证券

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%。未来直营网点的增加有利于提升整体毛利率水平。

公司未来重点开拓营外市场和二三线城市。收入的主要来源为华中地区，收入占到公司总销售收入的一半以上。特别是在湖南省，高价格的寐品牌销售情况良好，直营毛利率高达 70-80%，贡献了该品牌 40% 的利润。目前公司在一线城市门店较多，商场专柜数量较大，未来几年将继续巩固华中市场，重点开拓营外市场和二三线城市，今年将主要发展江浙、四川市场，最终形成定位华中、辐射全国、层级合理的市场布局。公司营销模式的发展思路是逐步对省会一级城市实行直营，其它二、三级市场（市、县级城市）大力发展特许专卖。公司计划利用募集资金在北京等地购买 5 个商铺开设专卖店、在上海等地租赁新开设 30 个专卖店、租赁新开专柜 60 个并整改专柜 100 个。

Figure 9 华中地区是公司占有率最高的区域



资料来源：招股书、世纪证券

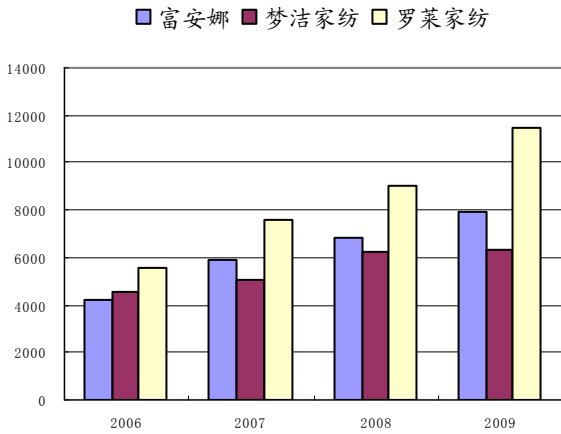
三大区域家纺龙头相比，梦洁有成长空间

公司在国内的主要竞争对手是罗莱家纺股份有限公司和深圳市富安娜家居用品股份有限公司。三家公司均为国内家纺的区域性龙头企业，目前均已上市。其中，梦洁在华中地区的优势相对明显，2009 年华中地区销售收入占总销售收入的 52.81%；罗莱家纺在华东地区销售占比为 40.51%；富安娜在华南地区 2009 年中期销售占比 33%。

规模上有成长空间。2009 年数据表明梦洁家纺规模最小，2009 年收入 6.31 亿元，只有罗莱家纺的 55%；净利润为 8861 万元，为罗莱家纺的

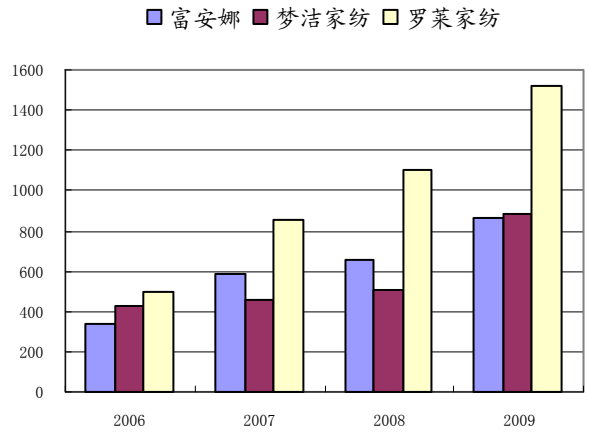
58.3%。而且营业外收入高达 3400 万元，扣除非经常性收益 3341 万元后归属母公司净利润则为 6056 万元，同比增长仅 17%，净利润在三家公司中也是最小。差距意味着空间，未来规模方面仍有成长空间。

Figure 10 三家公司主营收入对比



资料来源：世纪证券

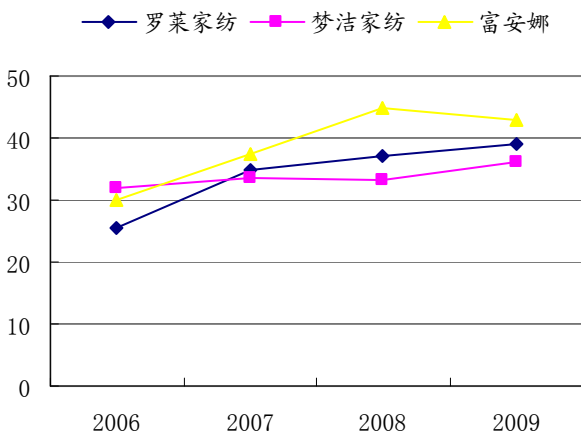
Figure 11 三家公司净利润对比



资料来源：世纪证券

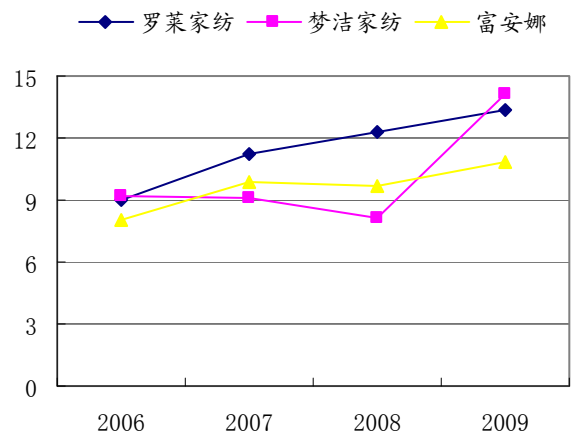
毛利率仍有提升空间。与同样经营中高端家纺产品生产和销售的罗莱家纺及富安娜相比，公司综合毛利率水平低于这两家公司。我们认为未来公司毛利率会不断提高。原因有二，一是产品存在提价空间。在成本相差不大的情况下，公司认为主要是产品订价低于另外两家导致毛利率水平偏低，因此，未来公司将会在新品推出时相应提高价格，以期达到与富安娜与罗莱相同的毛利水平。二是公司高端品牌寐的贡献将会不断增加，直营数量的增加也会相应提升毛利率。以往数据看，2009 年由于直营销销售收入占比提升及新产品提价因素，梦洁家纺公司的综合毛利率比 08 年提升 3.2 个百分点。

Figure 12 梦洁家纺毛利率最低



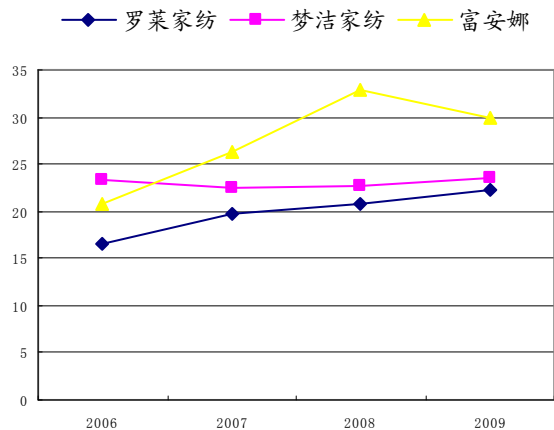
资料来源：WIND、世纪证券

Figure 13 扣除营业外收入后梦洁家纺净利率最低



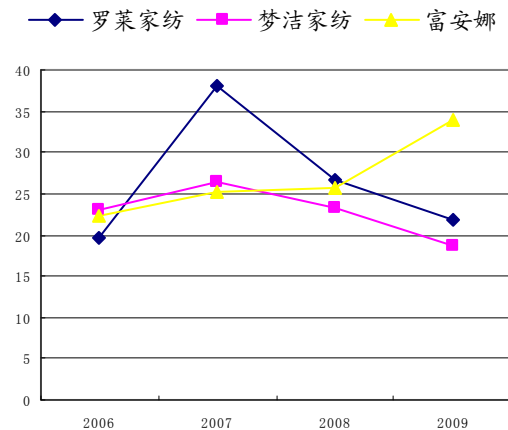
资料来源：WIND、世纪证券

Figure 14 期间费用率对比



资料来源：WIND、世纪证券

Figure 15 应收帐款周转率对比



资料来源：WIND、世纪证券

近期影响股价的不利因素分析——房地产行业下滑

我们认为，房地产行业调控对家纺行业的影响有限。家纺行业，与“家”有密切关系，进而与“房屋买卖”发生联系。近期房地产的调控对家纺公司的股价也产生了一定的负面影响。对这个问题，我们是这样看，对床上用品有需求的主要是自住型房产购买者。目前国家对房价的调控主要针对投机型房产。考虑到城市化进程中，巨大的刚性需求，以及收入水平的提高带来的消费升级需求，我们认为，房地产调控对床上用品的负面影响是有限的。而且，地产调控的结果很可能是房价下降后的自住型房屋交易量上升，对家纺行业反而有利，因此我们认为短期房地产行业的调控不会改变家纺行业的长期看好趋势。

盈利预测

我们认为公司未来3年业绩增长主要来自于门店较快增长、单店平效稳步增长。

盈利预测的主要假设如下：

- 1、2010—2012年公司每年直营店新开店数量在100家左右，加盟店新开店在300家左右，有效门店的同店增长率在5%。
- 2、2010—2012年公司加盟业务毛利率分别为31%左右，直营业务毛利率为52%左右。

3、2010—2012 年所得税率分别为 20%。

Figure 16 盈利预测 (单位: 百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	502	622	631	805	1014	1207
营业成本	333	416	402	499	625	738
营业税金及附加	2	4	5	6	8	10
销售费用	93	111	119	152	191	228
管理费用	16	21	24	31	39	46
财务费用	4	8	6	2	2	2
资产减值损失	0	0	2			
营业利润	54	61	73	115	149	184
加: 营业外收入	1	1	34	1	1	1
减: 营业外支出	1	3	1	1	1	1
利润总额	53	59	106	115	149	184
减: 所得税	7	9	17	23	30	37
净利润	46	50	89	92	119	147
总股本 (百万股)	47	47	47	63	63	63
摊薄每股收益 (元)	0.98	1.06	1.89	1.46	1.90	2.34

资料来源: 世纪证券

我们预计公司 2010—2012 年的收入增长分别为 27%、26%和 20%，盈利增速分别为 3%、29%和 20%。对应目前股价 2010 年的动态市盈率为 30 倍左右。纺织行业平均 2010PE 在 33 倍 (包括估值较低的布料、辅料公司)，最可比的罗莱、富安娜估值均高于公司，考虑到行业的成长性和公司未来的增长空间，我们对公司首次给予“增持”评级。

Figure 17 可比公司估值的对比

	股价	总股本 (百万股)	2009PE	2010 预测 PE	PB
嘉欣丝绸	18.7	134	38.9	32.7	6.6
伟星股份	18.48	205	21.9	18.0	3.9
七匹狼	31.14	283	43.2	33.6	6.0
报喜鸟	21.83	290	34.2	25.9	3.9
美邦服饰	20.61	1005	34.3	28.5	6.9
星期六	13.7	280	33.6	27.3	2.9
探路者	23.35	134	71.1	53.8	6.7
大杨创世	11.91	165	17.7	21.5	2.6
罗莱家纺	50.49	140	46.6	36.5	5.1
富安娜	41	103	49.0	38.3	3.9
梦洁家纺	46.8	63	33.8	30.7	3.6

平均

40.7

33.7

4.8

资料来源：世纪证券

风险因素分析

新开门店的管理风险。开店速度过快，公司前期管理跟不上可能出现的负面影响。

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涨幅不大，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.