


研究报告
梦洁家纺

(002397.SZ)

建议询价区间：
43.5-49.3
受益于自身与行业双重成长
投资要点：

- **专注主业的中高端家纺厂商。**公司是一家专注于家纺主业的家纺龙头之一，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”三个品牌，市场综合占有率连续多年居全国同行第一。2009 年底公司拥有销售渠道 1662 个（其中直营 245，加盟 1417），拥有 5.34 万套绗绣套件、27.59 万套绣花套件和 65.13 万件芯被类生产能力。
- **多品牌销售策略，梦洁品牌占主导。**公司致力于细分专业市场，研究个性需求，实施多品牌战略企业。公司拥有“梦洁”、“寐”、“梦洁宝贝”三个品牌，其中梦洁品牌产品的销售收入占公司总收入的 85% 以上。其中梦洁品牌经过几十年的经营和培育，已享有较高的市场声誉，公司致力于将梦洁品牌打造成国内产品先最丰富、市场规模最大，品牌美誉度最高的家纺品牌。寐系列是公司推出的高端品牌，以满足市场白领和成功人士的需求，抢占细分市场先机。梦洁宝贝是梦洁的子品牌，以满足不同年龄端儿童的需求。
- **家纺行业发展前景广阔，未来几年发展增速在 15%-20% 之间。**自 2000 年以来，中国的家纺市场得到了快速的发展。纺织工业协会的数据显示，2000-2007 年我国的家纺行业以年增长 20% 以上的速度快速发展，2008 年增速虽然有所放缓，但是也在 11.5% 左右。中国经济和家庭收入的高速增长，城市化进程的加快和社会零售额的稳步增长为中国家纺未来的快速发展奠定了坚实的基础。预计未来 3-5 年，家纺市场的增速仍在 15%-20% 之间。
- **中高端产品市场竞争格局相对稳定，品牌和销售网路战略性布局成为制胜关键。**由于家纺行业中高端产品市场发展潜力巨大，公司主要竞争对手罗莱家纺和富安娜利用上市契机，进行直营网络建设和产能的扩张。公司拟用 IPO 募集资金中的 1.78 亿建设年产 30 万寝室套件和 80 万条芯被类生产线，以消除产能限制的瓶颈；1.85 亿元用于终端直营网络的建设，以提升直营终端网点比重和质量，抢占市场竞争制高点。两项目建成后，实现年营业收入为 75428 万元，年净利润为 7425 万元。
- **2010/2011/2012 年发行后股本摊薄 EPS 为 1.45/1.80/2.30。**我们认为未来驱动梦洁股份增长的三大因素为：（1）外在产能的扩张；（2）店铺内在平效的提高；（3）产能扩展带来的规模效应。预测 2010/2011/2012 年公司的营业收入增长率分别为 39%/26%/22%，对应的综合毛利为 36%/36.5%/37%，发行后股本摊薄 EPS 为 1.45/1.80/2.30。
- **建议询价区间 43.5-49.3。**可比上市公司 A 股上市公司品牌服饰和家纺 10 年平均的估值为 34.30 倍，最近上市中小板的平均市盈率为 32.83 倍。因此我们认为给予公司 30-34 倍市盈率是合理的，建议询价区间为：43.5-49.3。
- **风险提示：**（1）募集项目进展低于预期；（2）原料价格波动幅度高于预期。

发行上市资料

发行股本（万股）	1600
发行后总股本（万股）	6300

发行前财务数据

每股净资产（元）	4.48
净资产收益率（%）	51.42
资产负债率（%）	68.00
网上发行日期	2010.4.19

 齐鲁证券有限公司研究所
 行业公司部

 联系人 徐晓艳
 Tel: (86531) 81776330
 Fax: (86531) 81283791
 Email: xuxy@qlzq.com.cn

 分析师 孙绍冰
 (执业证书编号: S0740209030125)



一、专注主业的中高档品牌家纺企业

公司是一家专注于家纺主业的家纺龙头之一，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。市场综合占有率连续多年居全国同行第一。姜天武先生持有公司股份的 38%，为公司的实际控制人。

公司采取直营与加盟相结合的方式进行国内销售。2009 年底公司拥有销售渠道 1662 个（其中直营 245，加盟 1417），拥有 5.34 万套绗绣套件、27.59 万套绣花套件和 65.13 万件芯被类生产能力。

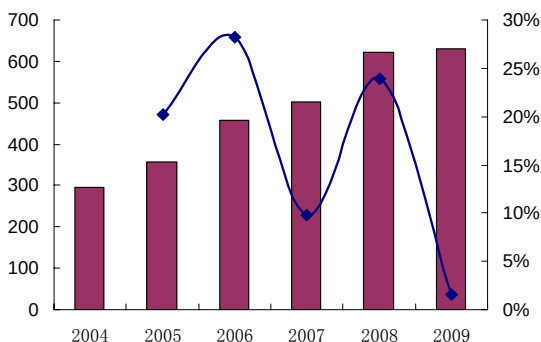
表 1：公司经营模式

产品设计	公司研发中心新产品设计、首批新品小量试销政策。
采购管理	设立独立采购中心，原料根据比质比价原则国内采购，少部分面料国外采购。
生产模式	生产由制造中心负责，与营销中心每月市场沟通后制定月度生产计划。部分产能不足时，外购成品、委托来料加工和专业工序加工。
订货	2009 年实行订货制。一般每年在上半年 4 月和下半年 7 月召开春夏和秋冬二次新品发布会。发布新品占比 50%左右。
品牌管理	多品牌运营策略，定位不同消费人群
销售模式	国内一线城市直营，二三线加盟为主，分大型商场专柜或品牌专卖店。国外通过家纺展销会发展国外经销商，销售自主品牌“MENDALE”或贴牌生产
销售渠道管理	公司直接管理直营和加盟渠道
定价策略	根据市场消费水平，保持合理的毛利率水平制定产品出厂价。对于加盟经销商，以出厂价提供产品，同时提供一个市场销售参考价指导其销售；对于公司直营销售，一般以市场参考价进行销售。

数据来源：公司招股意向书，齐鲁证券研究所

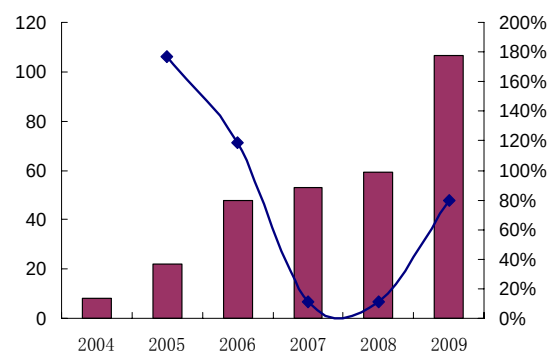
在家纺行业的迅速发展和国内消费水平的提高的背景下，公司定位于中高档床上用品的生产加工和销售，通过产品设计的不断创新来提高产品附加值，引起公司主营业务稳步增长。2004-2009 年公司收入平均增长率为 16.71%。

图 1：公司收入增长状况



资料来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

图 2：公司利润总额增长状况



资料来源：招股说明书，齐鲁证券研究所



公司致力于细分专业市场，研究个性需求，实施多品牌战略企业。目前公司拥有“梦洁”、“寐”、“梦洁宝贝”三个品牌，其中梦洁品牌产品的销售收入占公司总收入的 85%以上。其中梦洁品牌经过几十年的经营和培育，已享有较高的市场声誉，公司致力于将梦洁品牌打造成国内产品先最丰富、市场规模最大，品牌美誉度最高的家纺品牌。寐系列是公司推出的高端品牌，以满足市场白领和成功人士的需求，抢占细分市场先机。梦洁宝贝是梦洁的子品牌，以满足不同年龄端儿童的需求。

表 2：公司品牌序列

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，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长特点和生理需求专门设计
推广目的	将传统文化与时尚艺术相结合，突出豪华、喜庆、经典的风格，打造国内产品线最丰富、市场规模最大、品牌美誉度最高的家纺品牌。	在全球范围内精选优质原材料，突出简约的欧式风格和一流的服务，打造中国家纺业第一个奢侈品牌。	采用健康环保材料，关注儿童的健康成长，打造国内最专业的儿童家纺品牌。
品牌理念	温馨、经典	环保、尊贵	健康、快乐
销售比重	81.69%	16.31%	2.00%

资料来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

二、行业广阔的发展前景

1、家纺：传统而新兴的行业

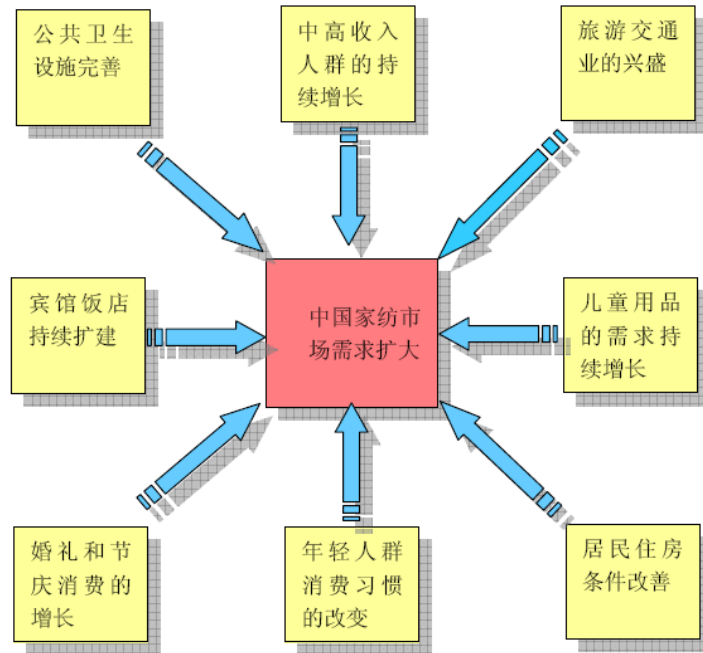
近几年来，随着物质文化生活水平的提高、收入和居住条件的改善，以及受欧美家居文化的影响，消费市场赋予了家用纺织品全新的概念，过去被当作独立消费的床上用品、毛巾、窗帘等家用纺织品，现在已被作为具有文化、艺术内涵及流行趋势的室内软装饰整体。人们对家纺产品消费观念的变化，我国的家纺市场步入了一个新的发展时期，呈现出旺盛的市场需求。

中国具有世界上最大的消费人群，家纺市场具有巨大的发展空间。据发达国家的纺织品消费量计算，服装、家用和产业用纺织品各占 1/3，而中国服装的占比在 60%以上。这显示出中国家纺市场的巨大发展潜力。自 2000 年以来，中国的家纺市场得到了快速的发展。纺织工业协会的数据显示，2000-2007 年我国的家纺行业以年增长 20%以上的速度快速发展，2008 年增速虽然有所放缓，但是也在 11.5%左右。

家纺产品的消费与大众消费观念的变化，婚庆、居民住房、宾馆酒店、旅游交通和医疗卫生等为代表的相关产业密切相关。中国经济和家庭收入的高速增长，城市化进程的加快和社会零售额的稳步增长为中国家纺未来的快速发展奠定了坚实的基础。预计未来 3-5 年，家纺市场的增速仍在 15%-20%之间。



图 3: 影响家纺需求的主要因素



资料来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

2、市场竞争环境分析

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，大量的企业技术水平较低，产品主要以低档次、低附加值产品为主，以低价策略占有市场份额，致使行业整体的利润水平偏低。

目前中国家纺市场行业集中度较低，缺乏绝对的行业领导者；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。营销网络完善、拥有自主品牌的企业，充分利用自身渠道和品牌优势，所获的市场份额不断增加。2009 年初家纺行业协会统计的十一家品牌家纺企业中，2008 年产销率的增长均在 10% 以上，销售利润率达到 7.5%，远远超过行业平均水平。而弱势企业只能通过低价竞争维系客户，处境日益艰难。

行业集中度较低、广阔的市场前景和中高档产品超过 30% 的毛利率吸引越来越多的企业进入以分享行业快速成长所带来的高额利润。在竞争日益激励的情形下，品质优良、营销网络具有优势的企业将脱颖而出，抢占市场份额，成为行业中的领导者。

3、竞争对手分析

目前国内床上用品市场呈现的基本竞争格局为：一是由于行业集中度低，从全行业来看国内市场缺乏绝对的行业领导者。二是行业产品结构不合理，低档产品产能过



剩，且同质化现象严重，中高档产品供不应求，市场发展潜力极大；三是中高档产品市场格局相对稳定，企业数量较少；四是品牌、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。

梦洁在国内的主要竞争对手是江苏南通的罗莱家纺和深圳的富安娜。其中罗莱家纺公司拥有“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。罗莱家纺已于2009年9月上市。

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。

表 3: 行业内主要竞争对手

企业名称	品牌	销售模式	优势地区
梦洁	梦洁、寐、梦洁宝贝	自营与加盟，中心城市直营，次中心城市代理	华中地区
富安娜	维莎、富安娜、馨而乐 圣之花	自营与加盟，中心城市直营，次中心城市代理	珠三角
罗莱	罗莱和代理品牌	特许加盟连锁和直营连锁相结合	华东、东北和华北

资料来源：招股说明书、齐鲁证券研究所

国内主要的家纺厂商也意识到行业快速发展背景下产能的扩张和、影响网络建设的重要性。罗莱家纺和富安娜上市募集项目与梦洁项目投向相同，即扩大产能和拓展直营营销渠道。国内三家上市的家纺公司积极的利用资本市场融资平台，实施自身发展战略，在行业广阔的发展空间中充分的发挥自身优势，占有有利的市场资源，从而推动整个家纺行业的平稳、快速的发展。


表 4: 募集项目对比

公司	项目名称	使用募集资金	建设期	建设内容	预期年收入	年净利润
罗莱家纺	南通家纺生产基地扩建项目	21,704.10	24	标准套件类增加 120 万套,被芯类增加 160 万,枕芯类增加 220 万套。	79300	6955.2
	直营连锁营销网络建设项目	26,889.50	24	在国内大中城市增设连锁直营门店共计 136 个。	39402	4213.2
	研发设计中心建设项目	3,703.50	12	为公司的核心竞争力的提升和实现公司的战略目标提供技术支持。	—	—
	合计	52,297.10			118702	11168.4
富安娜	国内市场连锁营销网络体系建设项目	12,184.20	24	新增旗舰店 20 家,直营专卖店 100 家,直营专柜 60 家	43,205.12	3,995.99
	龙华家纺生产基地二期建设项目	10,472.80	11	形成年产 160 万件中高档床上用品产能,考虑季节性影响,形成实际年产量为 125 万件。	28400	2659.1
	常熟富安娜公司家纺生产基地三期建设项目	5,139.10	11	形成年产 120 万件中高档床上用品产能,考虑季节性影响预计形成实际年产 90 万件。	15600	1160
	企业资源计划 (ERP) 管理体系技术改造项目	3,000.00	12	拟通过实施 ERP、EIP、CRM 等系统,来提升企业的管理水平		
	补充营运资金	5,000.00				
	合计	35,796.10			87,205.12	7,815.09
梦洁家纺	新建年产 30 万套寢室套件和 80 万条芯被类生产线	17810	36	新建年产 30 万套寢室套件和 80 万条芯被类生产线	50020	4281
	梦洁直营市场终端网络建设	18493	24	5 家大型专卖、租赁新专卖店 30 家,整改原有专柜 100 个	25408	3144
	合计	36303	—		75428	7425

资料来源:招股说明书、齐鲁证券研究所

三、募集项目分析

公司拟用 IPO 募集资金中的 1.78 亿建设年产 30 万寢室套件和 80 万条芯被类生产线,以消除产能限制的瓶颈;1.85 亿元用于终端直营网络的建设,以提升直营终端网点比重和质量,抢占市场竞争制高点。两项目建成后,年营销收入为 75428 万元,年净利润为 7425 万元。


表 5：营销网络建设

项目名称	数目	面积	投资额度
购买商铺	5	2500	12950 万元
租赁新开专卖店	30	9000	1350 万元
新开专柜	60	4800	900 万元
整改专柜装修	100	——	1000 万元
运营期新增流动资金			2293 万元
合计	195	16300	18493 万元

资料来源：招股说明书、齐鲁证券研究所

四、盈利预测和询价区间

我们认为未来驱动梦洁股份增长的三大因素为：（1）外在产能的扩张；（2）店铺内在平效的提高；（3）产能扩展带来的规模效应。

我们预测 2010/2011/2012 年公司的营业收入增长率分别为 39%/26%/22%，对应的综合毛利为 36%/36.5%/37%，发行后股本摊薄 EPS 为 1.45/1.80/2.30。可比上市公司 A 股上市公司品牌服饰和家纺 10 年平均的估值为 34.30 倍，最近上市中小板的平均市盈率为 32.83 倍。因此我们认为给予公司 30-34 倍市盈率是合理的，建议询价区间为：43.5-49.3。

六、主要风险因素

（1）募集项目进展低于预期；（2）原料价格波动幅度高于预期。


表 6：利润表预测

利润表	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	621.53	630.94	877.01	1140.11	1390.93
营业成本	415.98	402.11	561.28	723.97	876.29
营业税金及附加	4.15	4.94	5.52	7.18	8.76
销售费用	111.46	119.10	166.63	216.62	264.28
管理费用	20.86	23.78	31.57	41.04	50.07
财务费用	8.09	5.96	4.39	-0.24	-2.71
资产减值损失	-0.03	2.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.03	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	61.02	73.08	107.61	151.54	194.25
营业外支出	-1.79	33.39	0.00	0.00	0.00
利润总额	59.23	106.47	107.61	151.54	194.25
所得税	8.84	17.49	16.14	37.88	48.56
净利润	50.39	88.98	91.47	113.65	145.69
少数股东损益	-0.04	0.37	0.38	0.48	0.61
归属于母公司净利润	50.43	88.61	91.08	113.18	145.08
总股本	63	63	63	63	63
摊薄 EPS	0.80	1.41	1.45	1.80	2.30

资料来源：齐鲁证券研究所

代码	名称	当前价格	09EPS	10EPS	09PE	10PE
002029.SZ	七匹狼	28.060	0.69	0.88	40.50	31.75
002154.SZ	报喜鸟	22.250	0.66	0.83	33.92	26.74
002269.SZ	美邦服饰	22.060	0.58	0.84	38.15	26.27
002291.SZ	星期六	23.630	0.41	0.67	58.03	35.43
002293.SZ	罗莱家纺	48.450	1.08	1.39	44.75	34.76
002327.SZ	富安娜	40.520	0.81	1.06	50.29	38.12
300005.SZ	探路者	51.670	0.66	0.84	78.62	61.82
600177.SH	雅戈尔	15.940	1.47	0.83	10.87	19.20
600233.SH	大杨创世	18.290	0.67	0.55	27.17	33.16
002293.SZ	梦洁家纺	48.450	1.08	1.39	44.75	34.76
平均	——	——	——	——	42.70	34.20


表 8：最近发行中小板股票情况

代码	名称	发行价格	EPS		PE		发行数量 (万股)	超募倍数
			2009A	2010E	2009A	2010E		
002391.SZ	长青股份	51.00	1.02	1.35	49.89	37.72	2500	4.37
002390.SZ	信邦制药	33.00	0.54	0.70	61.35	47.16	2170	2.65
002389.SZ	南洋科技	30.00	0.62	0.70	48.47	42.66	1700	2.11
002387.SZ	黑牛食品	27.00	0.50	0.66	53.59	40.96	3350	2.17
002388.SZ	新亚制程	15.00	0.28	0.40	53.48	37.84	2800	1.24
002385.SZ	N 大北农	35.00	0.70	0.93	50.32	37.81	6080	3.52
002386.SZ	N 天原	15.36	0.44	0.55	35.14	28.05	10000	-0.16
002384.SZ	N 精密	26.00	0.45	0.80	57.53	32.58	4000	2.59
002381.SZ	双箭股份	32.00	0.78	1.03	40.86	31.20	2000	2.92
002382.SZ	蓝帆股份	35.00	0.75	1.01	46.79	34.78	2000	2.50
002383.SZ	合众思壮	37.00	0.70	0.90	52.89	41.30	3000	1.37
002379.SZ	鲁丰股份	33.00	0.42	1.04	79.40	31.87	1950	0.93
002380.SZ	科远股份	39.00	0.74	1.25	52.48	31.24	1700	3.41
002378.SZ	章源钨业	13.00	0.28	0.42	47.15	31.27	4300	0.54
002377.SZ	国创高新	19.80	0.33	0.47	60.37	42.37	2700	1.46
002376.SZ	新北洋	22.58	0.57	0.74	39.57	30.68	3800	2.12
002375.SZ	亚厦股份	31.86	0.63	1.07	50.81	29.88	5300	2.69
002372.SZ	伟星新材	17.97	0.52	0.64	34.33	28.23	6340	1.34
002374.SZ	丽鹏股份	23.80	0.53	0.75	44.59	31.64	1350	1.03
002373.SZ	联信永益	28.00	0.67	0.86	41.83	32.43	1750	1.31
002371.SZ	七星电子	33.00	0.76	1.02	43.24	32.40	1656	1.29
002370.SZ	亚太药业	16.00	0.40	0.48	39.87	33.68	3000	1.03
002369.SZ	卓翼科技	22.58	0.50	0.77	45.42	29.18	2500	1.97
002366.SZ	丹甫股份	15.00	0.56	0.54	26.68	27.70	3350	1.01
002368.SZ	太极股份	29.00	0.62	0.85	46.59	34.19	2500	1.58
002367.SZ	康力电梯	27.10	0.63	0.97	42.97	28.05	3350	2.88
002363.SZ	隆基机械	18.00	0.51	0.65	35.57	27.51	3000	0.86
002364.SZ	中恒电气	22.35	0.61	1.08	36.35	20.69	1680	1.68
002365.SZ	永安药业	31.00	0.70	1.06	44.55	29.15	2350	0.69
002360.SZ	同德化工	23.98	0.75	0.90	31.85	26.64	1500	1.70
002361.SZ	神剑股份	17.00	0.48	0.62	35.54	27.41	2000	0.76
002362.SZ	汉王科技	41.90	0.80	1.30	52.40	32.34	2700	3.54
平均	——	——	0.59	0.83	46.31	32.83	3,074	1.85

资料来源：WIND 资讯，齐鲁证券研究所

备注：1、2009、2010 年 EPS 分别按照最新股本摊薄和 WIND 系统预测中值计算；

2、超募倍数为超额发行部分占比；

3、平均值为算术平均值。



投资评级说明

类别	级别	定义
股票	推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 10%—20%
	中性	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数变动幅度为-10%—10%
	回避	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数跌幅为 10%以上
行业	推荐	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对强于市场基准指数
	中性	预计未来 6-12 个月内，行业指数将基本与市场基准指数持平
	回避	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对弱于市场基准指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司及其我公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。我公司及其我公司的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。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843