

审慎推荐-A (维持)

梦洁股份 002397.SZ

当前股价: 5.66 元

2019年04月29日

2018年家纺主业超预期增长 新零售战略稳步推进

基础数据

上证综指	3063
总股本(万股)	77976
已上市流通股(万股)	50232
总市值(亿元)	44
流通市值(亿元)	28
每股净资产(MRQ)	2.6
ROE(TTM)	4.4
资产负债率	35.8%
主要股东	姜天武
主要股东持股比例	17.82%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《梦洁股份(002397)一家纺业务略有回暖 大方睡眠并表增厚业绩》2017-08-28
- 2、《纺织服装行业 2019 年一季报前瞻—品牌零售 Q1 筑底 Q2 基数降低及消费信心加强带来修复行情》2019-04-07
- 3、《纺织服装行业“时尚半月谈”(4 月上期)—地产政策边际放松 家纺估值修复先行业绩》2019-04-02

孙好

010-57601717
sunyu2@cmschina.com.cn
S1090511110003

刘丽

liuli14@cmschina.com.cn
S1090517080006

2018 年家纺需求复苏背景下, 公司内生与外延并举, 不断强化产品力与服务质量的提升, 家纺业务收入同比增长 27%; 但受到大方睡眠出口下滑影响, 整体收入同比增长 19%。利润端受控费提效影响表现好于收入端。2019 年公司家纺业务将在新零售、强服务、强系统方面进行积极推进, 线上加大资源投入扩大规模, 线下通过梦洁小店进行渠道下沉的同时, 持续在原有渠道打造全品牌生活馆, 提升品牌形象。同时大方睡眠随着内销渠道的逐步开拓, 收入下降势头有望趋于缓解。叠加控费提效效果进一步释放, 预计 2019 年利润弹性将进一步加大。目前总市值 44 亿元, 对应 19PE25X, 维持“审慎推荐-A”评级。

□ 2018 年家纺主业稳健增长, 受控费提效影响, 归母净利润弹性增加。2018 年公司实现营业收入/营业利润/净利润/归母净利润分别为 23.08 亿元/1.19 亿元/0.93 亿元/0.84 亿元, 同比增速分别为 19.35%/22.90%/14.66%/64.61%, 实现每股收益 0.11 元, 分配方案为每 10 股派现 1.5 元(含税)。分季度测算, 2018Q4 实现营业收入/营业利润/净利润/归母净利润分别为 8.62 亿元(+15.79%)/85 万元(扭亏)/-1091 万元(亏损额度收窄)/-1143 (亏损额度收窄)。

高基数影响下 2019Q1 家纺主业增速放缓迹象明显。2019Q1 收入/营业利润/净利润/归母净利润分别为 5.55 亿元/6357 万元/5675 万元/5729 万元, 同比增幅分别为 6.94%/6.40%/-2.20%/12.58%。

□ 2018 年整体收入增长 19%, 表现超预期。1) 家纺业务依靠内生发力外延扩张拉动收入增长 27.5%, 其中线上收入个位数下降至 1.8 亿元+, 收入占比 8% 左右; 线下业务在内生及外延(2018 年门店净增 365 家至 3300 家左右) 共同驱动下收入同比增长 30%+。2) 大方睡眠外贸占比较高, 受中美贸易战影响收入下滑 31.61%至 1.82 亿元, 未来大方睡眠将转向内销。

家纺高基数以及大方睡眠下滑影响 2019Q1 收入同比增长接近 7%。其中家纺主业收入增长超 10%, 考虑到 Q1 为开店淡季, 因此基本为同店增长贡献。大方睡眠收入仍呈现下滑状态。

财务数据与估值

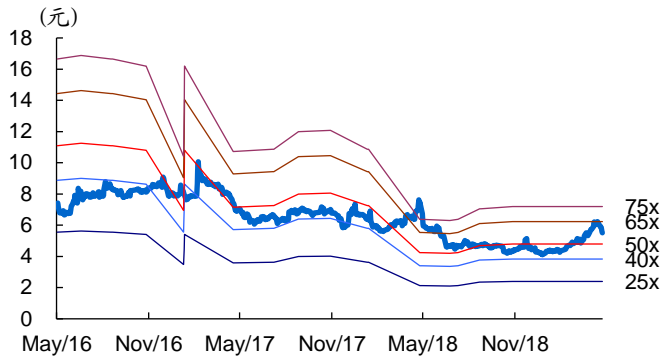
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	1934	2308	2778	3205	3673
同比增长		34%	19%	20%	15%
营业利润(百万元)	97	119	236	323	376
同比增长		-13%	23%	99%	36%
净利润(百万元)	51	84	175	236	274
同比增长		-47%	65%	107%	35%
每股收益(元)	0.07	0.11	0.22	0.30	0.35
PE	84.3	52.3	25.2	18.7	16.1
PB	2.2	2.2	2.2	2.0	1.8

资料来源: 公司数据、招商证券

- **控费提效效果逐渐显现，2018 年盈利能力提升**
 - 1) 受家纺促销活动较多、终端折扣加大以及大方睡眠毛利率下降影响，2018 年公司毛利率下降 1.43pct 至 42.75%。
 - 2) 控费严格，期间费用率同比下降 2.51pct 至 35.2%，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率分别-2.46%/+0.25%/-0.29%，销售费用率下降主要由于公司利用信息系统升级加强了终端渠道精细化管理力度，提升了营销活动效果所致。
 - 3) 2018 年资产减值损失计提金额同比增加 2736 万元，主要由于可供出售金融资产减值损失增加（1727 万元）、坏账损失增加（739 万元）、大方睡眠商誉减值（368 万元）所致。
 - 4) 受大方睡眠业绩下滑影响，2018 年少数股东损益同比减少 2128 万元。综上，2018 年归母净利润同比增长 64.61%，明显快于收入增速。
- **2019Q1 毛利率降幅大于期间费用率降幅，净利润率小幅下降。**受终端促销力度加大、产品结构变化、以及低毛利率的梦洁小店快速发展等因素影响，毛利率下降 8.09%至 38.44%，期间费用率下降 7.05pct 至 26.2%。
- **18 年末存货及应收账款规模同比有所增加，但 19Q1 末有环比下降趋势。**现金流状况较为理想。2018 年末公司存货规模达 7.85 亿元，同比增长 10.20%；应收账款规模达 4.18 亿元，同比下降 1.26%。现金流方面，2018 年经营活动净现金流达 1.94 亿元，同比增加 9197 万元。19Q1 末，公司运营情况处于良性，存货较年初下降 1.48%至 7.74 亿元；应收账款规模较年初下降 7.7%至 3.86 亿元。经营活动净现金流达 1.04 亿元，较 18 年同期增加 1.26 亿元。
- **2019 年公司战略重点将围绕新零售、强服务、强系统进行推进，提升盈利水平及运营效率。**
 - 1) **渠道及新零售布局：**2019 年公司将重点布局加盟渠道的，门店向三四线及以下城市或社区下沉，约布局 1600 家 50 平米以上的梦洁小店为主。同时借助“一屋好货”平台加强与客户互动，为线下渠道赋能。
 - 2) **加快洗护服务布局：**“七星洗护”在高端洗护工厂的基础上入驻高端商场，“I*wash”加快终端布局，实现公司线下门店基本覆盖。
 - 3) **加强信息系统集成和智能化升级，**在零售管理、供应链管理以及内部管理体系实施，提升运营效率。
- **盈利预测及投资建议：**2018 年家纺需求复苏背景下，公司内生与外延并举，不断强化产品力与服务质量的提升，家纺业务收入同比增长 27%；但受到大方睡眠出口下滑影响，整体收入同比增长 19%。利润端受控费提效影响表现好于收入端。2019 年公司家纺业务将在新零售、强服务、强系统方面进行积极推进，线上加大资源投入扩大规模，线下通过梦洁小店进行渠道下沉的同时，持续在原有渠道打造全品牌生活馆，提升品牌形象。同时大方睡眠随着内销渠道的逐步开拓，收入下降势头有望趋于缓解。叠加控费提效效果进一步释放，预计 2019 年利润弹性将进一步加大。

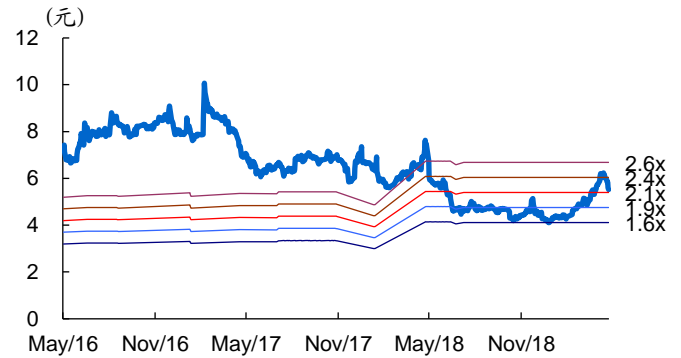
根据最近财报以及股权激励业绩指引，预计 2019-2021 年公司 EPS 分别为 0.22 元、0.30 元、0.35 元，对应 19PE25X、20PE19X，维持“审慎推荐-A”评级。
- **风险提示：**梦洁小店、家居服务等新业务推进不达预期。

图 1: 梦洁股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 梦洁股份历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

表 1: 19Q1 同比与环比数据一览

(百万元)	18Q1	18Q4	19Q1	同比	环比
营业收入	519	862	555	7%	-36%
营业毛利	241	320	213	-12%	-33%
销售费用	142	247	115	-20%	-54%
管理费用	23	43	14	-39%	-67%
财务费用	7	4	10	50%	135%
营业利润	60	1	64	6%	7377%
归属母公司净利润	51	-11	57	13%	-601%
EPS (元)	0.07	-0.01	0.07		

资料来源: Wind、招商证券

表 2: 分季度财务数据一览

(百万元)	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
营业收入	745	519	488	439	862	555
营业毛利	295	241	218	208	320	213
销售费用	259	142	143	155	247	115
管理费用	22	23	20	14	43	14
财务费用	9	7	6	8	4	10
营业利润	(3)	60	51	8	1	64
归属母公司净利润	(21)	51	41	4	(11)	57
EPS (元)	-0.03	0.07	0.05	0.01	-0.01	0.07
主要比率						
毛利率	40%	47%	45%	47%	37%	38%
销售费用率	35%	27%	29%	35%	29%	21%
管理费用率	3%	5%	4%	3%	5%	3%
财务费用率	1%	1%	1%	2%	0%	2%
营业利润率	0%	12%	10%	2%	0%	11%
有效税率	-32%	5%	14%	57%	1108%	11%
净利率	-3%	10%	8%	1%	-1%	10%
YoY						
收入	22%	47%	13%	9%	16%	7%
归属母公司净利润	-151%	41%	21%	113%	-45%	13%

资料来源: Wind、招商证券

参考报告:

- 1、《纺织服装行业 2018 年中报前瞻—择优配置绩优龙头 把握估值修复机会》2018-07-13
- 2、《纺织服装行业“时尚半月谈”7 月下期—美国加征关税影响有限 震荡市下择优布局绩优龙头》2018-07-15
- 3、《纺织服装行业“时尚半月谈”8 月上旬—龙头终端运转良性 中报期将迎来估值修复期》2018-07-30
- 4、《纺织服装行业 2018 年中报综述—Q2 品牌淡季增速放缓 制造龙头短期表现或优于品牌》2018-09-02
- 5、《纺织服装行业 2018 年三季报前瞻—三季报表现平淡 可待 Q4 数据加强把握切换行情》2018-10-15
- 6、《纺织服装行业“时尚半月谈”10 月下期—减税缓解中产阶层税负压力 有望刺激品牌服饰消费》2018-10-22
- 7、《服饰纺织行业 2019 年策略报告（品牌篇）—低增长时代 拥抱全数字化运营转型方可异军突起》2018-11-26
- 8、《服饰纺织行业 2019 年策略报告（纺织制造篇）—产业升级时代 强研发及顺势东南亚布局者有望胜出》2018-12-4
- 9、《纺织服装行业“时尚半月谈”12 月上旬—高分红主题成分股梳理》2018-12-09
- 10、《纺织服装行业“时尚半月谈”1 月上旬—品牌零售阶段性承压 “降准”行情下把握绩优低估龙头》2019-01-06
- 11、《纺织服装行业 2018 年报前瞻—需求不振致品牌承压，本币贬值加强制造端利润弹性》2019-01-15
- 12、《纺织服装行业“时尚半月谈”1 月下期—12 月服装销售环比好转，制造订单持续承压》2019-01-21
- 13、《草根拾贝系列之北京终端走访—换季期间店铺终端运营良性 龙头竞争优势凸显》2019-02-25
- 14、《纺织服装行业“时尚半月谈”（3 月上旬）—从海外品牌财报看国内消费趋势变化及运营升级方向》2019-03-04
- 15、《纺织服装行业增值税率下调对净利润影响测算—增值税率下调 强议价能力公司业绩弹性敏感度高》2019-03-06
- 16、《纺织服装行业“时尚半月谈”（3 月下期）—高基数问题体现 服装社零低点显现》2019-03-17
- 17、《纺织服装行业“时尚半月谈”（4 月上旬）—地产政策边际放松 家纺估值修复先行业绩》2019-04-02
- 18、《梦洁股份（002397）—家纺业务略有回暖 大方睡眠并表增厚业绩》2017-08-28

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2095	1864	2049	2058	2370
现金	817	495	500	275	330
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1	4	5	5	6
应收款项	424	418	443	511	586
其它应收款	72	61	74	85	97
存货	713	785	910	1046	1196
其他	70	100	118	136	155
非流动资产	1205	1525	1707	1879	2043
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	720	939	1152	1354	1544
无形资产	112	143	128	115	104
其他	373	444	426	410	395
资产总计	3300	3390	3755	3937	4413
流动负债	1115	1193	1483	1483	1736
短期借款	441	445	665	566	711
应付账款	256	309	361	415	475
预收账款	67	53	62	71	81
其他	351	385	396	431	469
长期负债	84	90	90	90	90
长期借款	46	55	55	55	55
其他	38	34	34	34	34
负债合计	1199	1283	1573	1573	1826
股本	763	780	780	780	780
资本公积金	727	674	674	674	674
留存收益	495	533	591	749	945
少数股东权益	115	121	138	162	189
归属于母公司所有者权益	1986	1986	2044	2203	2399
负债及权益合计	3300	3390	3755	3937	4413

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	102	194	224	253	292
净利润	51	84	175	236	274
折旧摊销	86	145	84	93	101
财务费用	25	24	33	37	39
投资收益	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	(92)	(76)	(90)	(146)	(160)
其它	33	18	22	34	39
投资活动现金流	(321)	(492)	(265)	(265)	(265)
资本支出	(274)	(438)	(265)	(265)	(265)
其他投资	(47)	(54)	1	1	1
筹资活动现金流	699	(50)	46	(213)	28
借款变动	273	68	196	(98)	145
普通股增加	82	17	0	0	0
资本公积增加	483	(54)	0	0	0
股利分配	(68)	(53)	(117)	(78)	(78)
其他	(71)	(28)	(33)	(37)	(39)
现金净增加额	480	(348)	5	(225)	55

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1934	2308	2778	3205	3673
营业成本	1079	1321	1543	1774	2028
营业税金及附加	23	24	28	33	38
营业费用	623	687	811	913	1050
管理费用	80	70	78	77	81
研发费用	0	31	33	38	48
财务费用	26	25	33	37	39
资产减值损失	13	40	15	10	13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	1	1
营业利润	97	119	236	323	376
营业外收入	2	1	10	10	10
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	98	119	246	333	386
所得税	17	26	54	73	85
净利润	81	93	192	260	301
少数股东损益	30	8	17	23	27
归属于母公司净利润	51	84	175	236	274
EPS (元)	0.07	0.11	0.22	0.30	0.35

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	34%	19%	20%	15%	15%
营业利润	-13%	23%	99%	36%	17%
净利润	-47%	65%	107%	35%	16%
获利能力					
毛利率	44.2%	42.8%	44.5%	44.6%	44.8%
净利率	2.7%	3.7%	6.3%	7.4%	7.5%
ROE	2.6%	4.2%	8.6%	10.7%	11.4%
ROIC	3.8%	4.2%	7.2%	9.4%	9.7%
偿债能力					
资产负债率	36.3%	37.8%	41.9%	39.9%	41.4%
净负债比率	16.8%	15.5%	19.2%	15.8%	17.4%
流动比率	1.9	1.6	1.4	1.4	1.4
速动比率	1.2	0.9	0.8	0.7	0.7
营运能力					
资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8
存货周转率	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8
应收帐款周转率	4.7	5.5	6.4	6.7	6.7
应付帐款周转率	5.0	4.7	4.6	4.6	4.6
每股资料 (元)					
每股收益	0.07	0.11	0.22	0.30	0.35
每股经营现金	0.13	0.25	0.29	0.32	0.37
每股净资产	2.60	2.55	2.62	2.82	3.08
每股股利	0.07	0.15	0.10	0.10	0.10
估值比率					
PE	84.3	52.3	25.2	18.7	16.1
PB	2.2	2.2	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	15.8	13.4	7.2	5.6	4.9

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

孙妤，英国伯明翰大学酒店管理学硕士，现为招商证券服饰纺织行业首席分析师，8 年服饰纺织行业研究经验，曾任职于天相投顾 1 年。

刘丽，对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015 年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7 太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017 年 8 月加入招商证券。

团队成绩：2011-2014 年连续 4 年上榜《新财富》服装纺织行业最佳分析团队前三，2015 年第五。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。