

梦洁股份 (002397)

证券研究报告

2019年04月29日

18年业绩逆势高增长，继续看好公司铺天盖地计划的发展

事件：公司公布2018年年报及19年一季度报，业绩符合我们此前预期。

1) 2018年公司实现营收23.08亿元，同比增长19.35%；实现归母净利润8438万元，同比增长64.61%，EPS为0.11元，整体业绩符合我们此前预期。公司业绩实现快速增长主要得益于公司新增终端以及新业务拓展。若我们剔除大方睡眠并表因素影响，公司18年实现营收21.26亿元(+27.5%)；实现归母净利润7684万元(+231%)，内生增长动力强劲。其中18Q4单季度公司实现营收8.62亿元，同比增长15.79%；实现归母净利润-1142.67万元，相比于17Q4的-2067万元的亏损有所收窄，四季度净利润为负主要系四季度新增大方睡眠商誉损失及可供出售金融资产减值影响。

2) 19年一季度公司实现营收5.55亿元，同比增长6.94%；实现归母净利润5728万元，同比增长12.58%。我们预计大方睡眠19Q1业绩下滑，由此剔除大方睡眠并表影响，我们预计公司家纺业务能够实现双位数增长。

传统渠道端来看，18年公司新增门店365个。

1) 传统线下渠道：公司在重点城市打造“5+3”全品牌集合店，18年达到55家，预计未来将持续提升，公司的品牌旗舰店将主要在一二线城市进行差异化布局，我们预计19年将达到100家左右。

2) 传统电商渠道：目前公司线上渠道收入占比不高，我们预计在10%左右，规模不到2亿元，仍具备较大的提升空间。公司在18年加码布局线上渠道，提升线上渠道产品的推广及促销，扩大品牌的知名度和影响力，预计19年公司线上渠道（包括一屋好货渠道）将实现快速增长，规模持续提升。

新零售端：“铺天盖地”计划使渠道迅速下沉，形成密集销售网络；通过线上平台为线下门店赋能，提升产品潜在消费力，扩大收入规模。

1) 线下渠道——“盖地”：19年公司计划新开1600家面积在50平米以上的社区门店“梦洁小店”，将渠道逐渐下沉至三四线城市及以下的地级、县级市，店铺主要面向周围3-5公里的居民和消费者，形成密集的小店网络，从而使得公司营收规模得到快速提升。2019年一季度，预计公司已经新开设200-300家小店，19年底预计公司渠道数量将达到4000家左右。

2) 线上渠道——“铺天”：作为对于传统电商渠道的补充，公司通过打造“一屋好货”微信线上平台，为线下门店赋能，打造全新的新零售模式。利用微信社交平台的优势，通过众多具备营销能力的小b端对接广泛的c端客户群体，实现线上线下全面覆盖，扩大客户群体，提升会员粘性，深度挖掘消费购买潜力。

我们认为2019年公司渠道门店有望实现4000家以上，拉动线下营收规模的快速增长；同时线上渠道（包括一屋好货平台）将实现快速增长，规模持续提升。由此我们预计公司19年营收有望实现20%以上的增长，实现30亿左右的营收规模。

洗护服务：2018年，公司继续推进洗护服务板块布局，家居服务板块服务次数超过20.25万次。“七星洗护”打造环保、绿色的高端洗护工厂，提供高端的服装、家居用品洗护以及奢侈品的维护。“i*wash”布局终端门店，专注于家居用品的洗护。2019年公司将加快洗护服务的布局，强化家纺产品的专业洗护优势。“七星洗护”将入驻高端商场。“i*wash”加快终端布局，实现公司线下门店基本覆盖。预计将会给公司主业带来更多的协同效应，增强客户粘性。

投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	5.52元
目标价格	7.68元

基本数据

A股总股本(百万股)	779.76
流通A股股本(百万股)	502.32
A股总市值(百万元)	4,304.30
流通A股市值(百万元)	2,772.79
每股净资产(元)	2.62
资产负债率(%)	35.83
一年内最高/最低(元)	7.29/4.10

作者

吕明	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518040001	
lvming@tfzq.com	
郭彬	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517120001	
guobin@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《梦洁股份-首次覆盖报告: 铺天盖地”计划打造全新新零售模式, 预计19年业绩超预期高增长》2019-03-20
- 2 《梦洁股份-季报点评: 主业向好, 大方睡眠提供增量》2017-10-30
- 3 《梦洁股份-年报点评报告: 不惧16年业绩下修, 坚定看好17年业绩弹性》2017-04-20

毛利率略有下滑，费用端下降明显，净利率有所提升。

毛利率：公司 18 年毛利率为 42.75% (-1.43pct)，毛利率有所下降，其中 18Q4 单季度为 37.09% (-2.58pct)。19Q1 公司毛利率为 38.44% (-1.23pct)。

费用率：18 年公司销售、管理、财务费用率分别为 29.75% (-2.46pct)、3.05% (-1.10pct)、1.07% (-0.29pct)，公司费用率均有所下降。18 年销售费用率下降主要系收入端的增长高于其销售费用端的增长；管理费用率下降主要系会计政策因素影响，将研发费用单列所致，若剔除会计政策因素，统一口径后，公司管理费用为 4.39% (+0.25pct)，变动不大。19Q1 公司销售、管理、财务费用率分别为 20.66% (-6.79pct)、2.56% (-1.95pct)、1.81% (+0.52pct)。其中销售费用率下降主要系：公司 19 年开店主要以加盟渠道为主，直营门店比例预计有所下降，促公司费用端下降；同时公司利用信息系统实现全面预算管理，一季度有所成效。我们认为公司费用端压缩空间较大，有助于未来净利率端的提升。

净利率：公司 18 年归母净利润有所上升为 3.66% (1.01pct)，其中 Q4 单季度归母净利润率为 -1.33%，主要系资产减值损失影响。19Q1 公司归母净利润略有上升，为 10.33% (+0.52pct)。随着公司费用端的不断压缩，我们认为公司净利率有较大的提升空间，预计 19 年净利率有望提升至 6% 左右。

资产减值损失：18 年公司资产减值损失为 4011.44 万元，同比增长 215%。其中相比去年新增的两个科目可供出售金融资产减值损失为 1726.88 万元，大方睡眠商誉减值损失 367.88 万元，直接影响公司四季度及全年的净利润水平。19Q1 公司资产减值损失为 -264.97 万元，主要系应收账款下降冲回部分已计提的坏账。

存货及周转率：公司 18 年存货金额为 7.85 亿元，同比增长 10%，主要系营收增长使存货规模有所增加；但是 18 年公司存货周转率提升为 1.76 次，相比 17 年提升 0.12 次，营运情况较好。19Q1 公司存货金额为 7.74 亿元 (+29.3%)，主要系备货增加所致，周转率持续提升，为 0.44 次 (+0.06 次)。

经营性现金流：18 年公司经营性现金流为 1.94 亿元 (+90.1%)，由于营收增长使现金流持续改善；19Q1 公司现金流由负转正为 1.04 亿元 (18Q1 年为 -0.22 亿元)。

维持“买入”评级，继续推荐。

考虑到公司未来良好的净利润空间和弹性，我们维持此前 19-20 年的盈利预测，预计 19-21 年公司实现归母净利润 2.05 亿元 (+142.79%)，2.85 亿元 (+39.14%)、3.91 亿元 (+37.09%)。预计公司 19-21 年 EPS 为 0.26 元、0.37 元、0.50 元，对应 PE 为 21/15/11。我们根据家纺行业可比上市公司罗莱生活、水星家纺、富安娜进行 PS 估值。2019 年行业平均值为 1.79X，基于行业均值，对应 2019 年营收给予公司 2XPS，目标价为 7.68 元。

风险提示：终端消费疲软；线下梦洁小店拓展不及预期；加盟商存货风险；加盟商盈利不及预期导致大范围关店；线上一屋好货平台推广不及预期；线上传统电商布局不及预期。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,933.92	2,308.09	2,994.07	3,781.25	4,699.53
增长率(%)	33.69	19.35	29.72	26.29	24.29
EBITDA(百万元)	161.56	222.11	368.08	502.09	637.99
净利润(百万元)	51.26	84.38	204.88	285.07	390.81
增长率(%)	(47.30)	64.61	142.79	39.14	37.09
EPS(元/股)	0.07	0.11	0.26	0.37	0.50
市盈率(P/E)	83.96	51.01	21.01	15.10	11.01
市净率(P/B)	2.17	2.17	1.98	1.86	1.67
市销率(P/S)	2.23	1.86	1.44	1.14	0.92
EV/EBITDA	29.77	14.03	13.04	8.13	7.94

资料来源：wind，天风证券研究所

表 1：公司剔除大方睡眠并表，家纺主业规模情况（万元，%）

（百万元，%）	2017	2018
营业总收入	1933.92	2308.09
YOY		19.35%
大方睡眠营收	266.61	182.34
YOY		-31.61%
剔除并表后营收	1667.31	2125.76
YOY		27.50%
归母净利润	51.26	84.38
YOY		64.61%
大方睡眠净利润（51%股权）	55.01	14.78
YOY		-73.13%
剔除并表后归母净利润	23.21	76.84
YOY		231.11%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	816.63	495.40	239.53	429.81	375.96	营业收入	1,933.92	2,308.09	2,994.07	3,781.25	4,699.53
应收票据及应收账款	424.46	422.21	929.18	434.18	1,260.28	营业成本	1,079.45	1,321.28	1,660.92	2,075.54	2,572.40
预付账款	57.93	80.18	117.88	118.58	170.98	营业税金及附加	22.73	23.61	32.93	41.59	61.09
存货	712.65	785.35	1,314.30	1,185.95	2,035.33	营业费用	622.86	686.56	823.37	1,002.03	1,221.88
其他	83.44	81.34	154.90	115.08	213.15	管理费用	80.11	70.31	89.82	113.44	150.39
流动资产合计	2,095.11	1,864.48	2,755.79	2,283.60	4,055.71	研发费用	24.95	30.90	40.42	52.56	67.20
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	26.32	24.60	26.92	14.54	19.13
固定资产	719.99	939.28	977.00	1,011.76	1,031.73	资产减值损失	12.75	40.11	29.94	49.16	47.00
在建工程	95.54	134.01	116.41	117.85	100.71	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	112.17	142.52	131.87	121.22	110.57	投资净收益	0.36	0.45	0.88	0.70	0.60
其他	277.68	309.60	206.01	140.51	137.11	其他	(7.27)	(8.49)	(1.76)	(1.40)	(1.20)
非流动资产合计	1,205.38	1,525.41	1,431.29	1,391.34	1,380.12	营业利润	96.63	118.75	290.63	433.09	561.04
资产总计	3,300.49	3,389.90	4,187.08	3,674.94	5,435.83	营业外收入	1.59	0.82	6.67	3.06	3.09
短期借款	440.51	445.30	581.87	0.00	724.52	营业外支出	0.49	0.63	0.30	0.60	0.70
应付票据及应付账款	427.42	508.81	750.51	751.07	1,127.00	利润总额	97.73	118.95	297.00	435.55	563.43
其他	247.19	238.86	390.59	334.26	527.19	所得税	16.89	26.26	53.46	77.09	103.11
流动负债合计	1,115.12	1,192.98	1,722.97	1,085.33	2,378.71	净利润	80.84	92.69	243.54	358.46	460.32
长期借款	46.48	55.28	83.34	0.00	140.89	少数股东损益	29.58	8.30	38.66	73.39	69.52
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	51.26	84.38	204.88	285.07	390.81
其他	37.84	34.27	51.68	41.26	42.41	每股收益(元)	0.07	0.11	0.26	0.37	0.50
非流动负债合计	84.32	89.55	135.03	41.26	183.29						
负债合计	1,199.43	1,282.53	1,858.00	1,126.60	2,562.01	主要财务比率					
少数股东权益	115.27	121.09	157.82	229.99	297.96		2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	763.26	779.76	779.76	779.76	779.76	成长能力					
资本公积	729.63	764.40	764.40	764.40	764.40	营业收入	33.69%	19.35%	29.72%	26.29%	24.29%
留存收益	1,224.73	1,297.11	1,391.49	1,538.60	1,796.10	营业利润	-12.94%	22.90%	144.74%	49.02%	29.54%
其他	(731.84)	(855.00)	(764.40)	(764.40)	(764.40)	归属于母公司净利润	-47.30%	64.61%	142.79%	39.14%	37.09%
股东权益合计	2,101.05	2,107.37	2,329.08	2,548.35	2,873.83	获利能力					
负债和股东权益总	3,300.49	3,389.90	4,187.08	3,674.94	5,435.83	毛利率	44.18%	42.75%	44.53%	45.11%	45.26%
						净利率	2.65%	3.66%	6.84%	7.54%	8.32%
						ROE	2.58%	4.25%	9.44%	12.30%	15.17%
						ROIC	7.38%	6.83%	13.72%	13.81%	22.62%
						偿债能力					
						资产负债率	36.34%	37.83%	44.37%	30.66%	47.13%
						净负债率	-12.50%	1.35%	20.32%	-15.06%	18.39%
						流动比率	1.88	1.56	1.60	2.10	1.71
						速动比率	1.24	0.90	0.84	1.01	0.85
						营运能力					
						应收账款周转率	4.65	5.45	4.43	5.55	5.55
						存货周转率	2.95	3.08	2.85	3.02	2.92
						总资产周转率	0.67	0.69	0.79	0.96	1.03
						每股指标(元)					
						每股收益	0.07	0.11	0.26	0.37	0.50
						每股经营现金流	0.13	0.25	-0.43	1.40	-0.91
						每股净资产	2.55	2.55	2.78	2.97	3.30
						估值比率					
						市盈率	83.96	51.01	21.01	15.10	11.01
						市净率	2.17	2.17	1.98	1.86	1.67
						EV/EBITDA	29.77	14.03	13.04	8.13	7.94
						EV/EBIT	41.32	18.70	15.12	9.12	8.73

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	80.84	92.69	204.88	285.07	390.81
折旧摊销	85.89	145.00	50.53	54.46	57.82
财务费用	24.54	23.90	26.92	14.54	19.13
投资损失	(0.36)	(0.45)	(0.88)	(0.70)	(0.60)
营运资金变动	(179.80)	(105.18)	(657.18)	663.50	(1,245.56)
其它	90.96	38.09	38.66	73.39	69.52
经营活动现金流	102.07	194.04	(337.07)	1,090.26	(708.89)
资本支出	216.44	343.45	42.59	90.42	48.86
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(537.15)	(835.59)	(101.71)	(169.72)	(98.26)
投资活动现金流	(320.71)	(492.15)	(59.12)	(79.30)	(49.40)
债权融资	553.95	523.85	712.91	45.98	904.39
股权融资	538.79	(61.72)	63.68	(14.54)	(19.13)
其他	(393.99)	(512.15)	(636.27)	(852.10)	(180.82)
筹资活动现金流	698.75	(50.03)	140.32	(820.67)	704.44
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	480.11	(348.14)	(255.87)	190.29	(53.85)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com