

净利率持续提升，线上线下融合推进新零售

——梦洁股份(002397.SZ) 2018 年年报及 2019 年一季报点评

公司简报

增持(维持)

当前价: 5.65 元

分析师

李婕(执业证书编号: S0930511010001)

021-52523339

lijie_yjs@ebscn.com

孙未末(执业证书编号: S0930517080001)

021-52523672

sunww@ebscn.com

市场数据

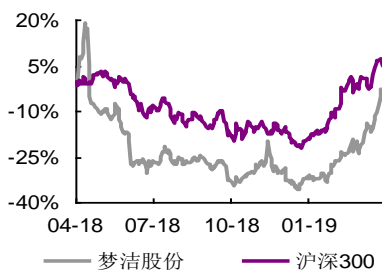
总股本(亿股): 7.80

总市值(亿元): 44.06

一年最低/最高(元): 4.10/7.29

近3月换手率: 43.29%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	3.77	10.40	-28.65
绝对	4.83	32.62	-24.49

资料来源: Wind

相关研报

家纺主业收入增 37%、延续好转态势，大方睡眠下滑——梦洁股份(002397.SZ) 2018 年中报点评
 2018-08-27

17 年业绩下滑、调整到位，股票激励计划彰显发展信心——梦洁股份(002397.SZ) 2017 年年报及 2018 年一季报点评
 2018-05-05

◆18 年收入增 19%、19Q1 略放缓，净利润增速高于收入

公司 2018 年实现营业收入 23.08 亿元、同比增 19.35%，归母净利润 8438 万元、同比增 64.61%，扣非归母净利润 7919 万元、同比增 71.04%；EPS0.11 元，拟 10 派 1.5 元(含税)。扣非净利润增速高于收入在毛利率下降背景下主要为费用率下降以及上年基数较低所致。

分季度看，18Q1~19Q1 单季度收入分别增 46.54%、13.19%、8.66%、15.79%、6.94%，归母净利润分别增 40.85%、20.66%、113.38%、44.73%、12.58%。

收入端 18Q2 开始有所放缓，一方面为零售环境疲软影响家纺主业销售，另一方面为子公司大方睡眠出口业务有所下滑。

公司净利率 2018 年为 3.66%、较 2017 年提升 1.01PCT，19Q1 继续同比 18Q1 提升 1.49PCT。

◆收入分拆：家纺主业增速较高、主要依靠单店贡献，大方睡眠出口下滑

对收入进行分业务拆分:2018 年大方睡眠收入 1.82 亿元、同比降 31.61%，推算家纺主业收入 21.26 亿元、同比增 27.50%。大方睡眠主营为床垫出口，收入下降主要为受到中美贸易摩擦影响(对应的，公司出口收入 8638 万元、同比降 36.68%)。19Q1 估计大方睡眠收入仍下滑、拖累总体收入，家纺主业收入增长在 10%左右。

家纺主业分品牌来看，2018 年估计主品牌梦洁在家纺收入中占比 60%多、收入增速跟家纺业务相当，其他小品牌寐、宝贝、平实美学、觅等体量较小、增速较高。

分线上线下来看，公司电商收入占比不高、估计不到 10%，收入增长主要来自线下。线下渠道再分外延/内生来看，2018 年公司新增终端 365 个(其中全品类旗舰店达 55 家)，考虑到门店亦有调整估计外延门店数净增不多，主要为单店提升贡献，其中老店和新开店对收入增长的贡献估计各占一半；分渠道来看，估计直营店：加盟店收入占比在 4:6 左右，直营店收入增速表现略好于加盟店。

◆去库存致毛利率降，费用率降，存货、应收账款周转加速，现金流好转

毛利率: 18 年公司毛利率同比降 1.43PCT 至 42.75%。其中套件、被芯、枕芯、其他毛利率分别-0.43/+0.18/-3.18/-4.44PCT。

18Q1~19Q1 单季度毛利率分别为 46.53% (-2.26PCT)、44.59% (-0.37PCT)、47.38% (-0.25PCT)、37.09% (-2.58PCT)、38.44% (-8.09PCT)。其中 18Q4 以来毛利率同比和环比降幅较大主要为去库存力度较大所致。

费用率: 18 年公司期间费用率同比下降 2.51PCT 至 35.20%。其中销售、管理+研发、财务费用率分别为 29.75% (-2.46PCT)、4.39% (+0.24PCT)、1.07% (-0.29PCT)。控费显效促销售费用率下降明显。

19Q1 期间费用率继续同比降 7.05PCT 至 26.20%，其中销售、管理+研发、财务费用率分别-6.79/-0.78/+0.52PCT。

其他财务指标：1) 存货总额增加但周转提速。18 年末存货较 18 年初增 10.20%至 7.85 亿元，存货周转率为 1.76 较 17 年的 1.64 提速。19 年 3 月末存货较年初略降 1.48%至 7.74 亿元，存货周转率为 0.44、较 18Q1 的 0.38 加速。

2) 应收账款 18 年末较 18 年初降 1.26%至 4.18 亿元，应收账款周转率为 5.48、较 17 年 4.66 周转加快。19 年 3 月末应收账款较年初下降 7.70%至 3.86 亿元，应收账款周转率为 1.38，较 18Q1 的 1.24 加快。

3) 资产减值损失 18 年同比增 214.70%至 4011 万元，主要为可供出售金融资产减值损失 1727 万元、坏账损失净增 739 万元；19Q1 好转，为-265 万元（18Q1 为 344 万元）。

4) 经营活动净现金流 18 年大幅增加 90.10%至 1.94 亿元；19Q1 转正为 1.04 亿元（18Q1 为-0.22 亿元）。

◆线上线下融合拓展新零售，洗护服务继续强化布局

2017~2018 年公司家纺主业发展良好、实现了收入的持续增长。未来，公司将重点布局加盟渠道，门店往三、四线及以下城市或者重点社区下沉，以布局 50 平方米以上“轻小快”门店为主，小店拓展预计带来渠道数量的较快提升；一、二线城市品牌集合店和标准店差异化布局。

同时，全品牌涉足线上业务，线上、线下渠道全面融合。新零售业务深入开展，推出“一屋好货”线上平台，整合公司品牌渠道资源、涵盖公司全部品牌产品以及部分用于引流和提升客户粘性的外部采购产品，品类包括卧室纺织、餐厨用品、生活香氛、起居收纳、卫浴清洁、母婴儿童、床垫家具、健康美容、家居服饰、婚庆产品、数字电子等，并让线下门店介入、提升小店有限面积的可陈列 SKU 量、并且加入社交属性（如拼团等），加强与客户的互动，提供精准、便利的产品与服务，给公司零售终端赋能。

服务端，加快洗护服务的布局，强化家纺产品的专业洗护优势。公司洗护服务分为两个系列，定位高端的“七星洗护”（与高端品牌寐对应）在高端洗护工厂的基础上，入驻高端商场；定位大众的“i*wash”（与主品牌梦洁等对应）加快终端布局，实现公司线下门店基本覆盖。

◆线上线下融合拓展新零售，控费提效促盈利能力持续回升

公司 2019 年计划实现营业收入同比增长 20%以上。我们认为：1) 公司 2016~2017 年净利率自前期 10%下降至 4%左右，2017 年以来随着家纺业务收入端好转以及公司加强控费提效，盈利能力望持续回升，促未来净利润提升幅度超过收入。18Q2 以来终端零售环境疲弱，给收入增速带来一定波动。2) 公司积极探索线下小店、线上“一屋好货”平台赋能线下，有利于覆盖三四线城市及社区等空白区域、提升销售和品牌影响力，结合公司洗护服务优势，有利于持续引入新客以及提升客户粘性，从而促进业务发展。3) 公司作为家纺龙头、为地产后周期环节，房市回暖对公司有一定增量利好。

公司 2018 年、2019 年各发布一期限限制性股票激励计划，解锁目标为 2019~2020 年以 2016 年为基数、归母净利润增速不低于 100%/150%，对

应 2019~2020 年归母净利润目标为 1.95 亿元、2.43 亿元。从可行性上，公司 2015~2018 年归母净利率分别为 10.24%、6.72%、2.65%、3.66%，16~18 年费用率较高、影响利润率水平。展望未来，一方面公司主动加强控费，另一方面 19 年通过拓展加盟店、优化直营店管理等措施，预计费用端增长将低于收入增长，从而实现净利率的提升。同时，结合 17~18 年两年的四季度净利润因费用压力均为亏损，19Q4 在费用良好管控背景下预计改善幅度将较大。

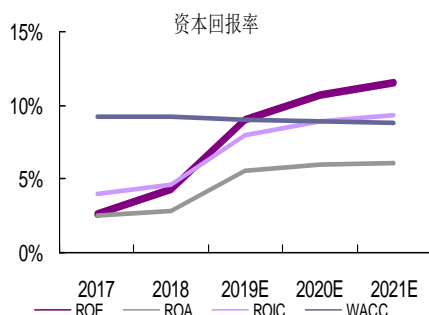
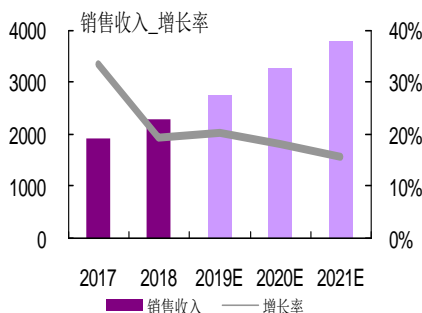
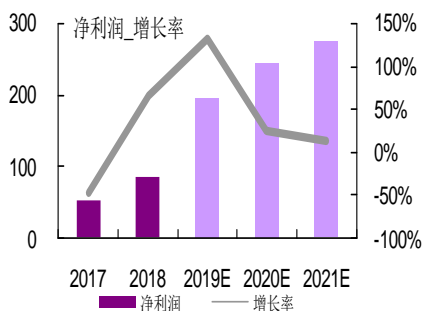
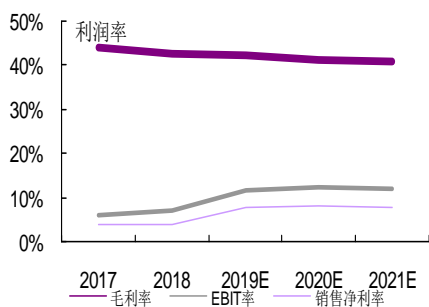
我们维持 19~20 年、新增 21 年 EPS 为 0.25/0.31/0.35 元，对应 19 年 PE23 倍，维持“增持”评级。

◆风险提示：终端消费疲软、费用控制不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,934	2,308	2,779	3,288	3,806
营业收入增长率	33.69%	19.35%	20.40%	18.32%	15.75%
净利润（百万元）	51	84	195	243	274
净利润增长率	-47.30%	64.61%	130.80%	24.80%	12.82%
EPS（元）	0.07	0.11	0.25	0.31	0.35
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.58%	4.25%	9.05%	10.75%	11.56%
P/E	86	52	23	18	16
P/B	2.2	2.2	2.0	1.9	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 4 月 30 日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,934	2,308	2,779	3,288	3,806
营业成本	1,079	1,321	1,600	1,923	2,243
折旧和摊销	86	145	83	89	95
营业税费	23	24	31	36	42
销售费用	623	687	709	789	913
管理费用	80	70	94	109	122
财务费用	26	25	48	61	73
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	97	119	284	352	394
利润总额	98	119	300	364	406
少数股东损益	30	8	30	30	30
归属母公司净利润	51	84	195	243	274

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	3,300	3,390	4,036	4,534	4,989
流动资产	2,095	1,864	2,475	2,942	3,412
货币资金	817	495	834	986	1,142
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	424	418	514	608	703
应收票据	1	4	1	2	2
其他应收款	72	61	76	90	104
存货	713	785	935	1,122	1,307
可供出售投资	25	7	7	7	7
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	720	939	977	1,004	1,005
无形资产	112	143	135	129	122
总负债	1,199	1,283	1,732	2,092	2,407
无息负债	645	759	913	1,074	1,242
有息负债	554	524	819	1,017	1,165
股东权益	2,101	2,107	2,304	2,442	2,582
股本	763	780	780	780	780
公积金	827	865	884	908	936
未分配利润	397	433	491	575	658
少数股东权益	115	121	151	181	211

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	102	194	219	250	324
净利润	51	84	195	243	274
折旧摊销	86	145	83	89	95
净营运资金增加	232	86	254	306	302
其他	-268	-121	-313	-387	-347
投资活动产生现金流	-321	-492	-100	-100	-80
净资本支出	-273	-436	-100	-100	-80
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-48	-57	0	0	0
融资活动现金流	699	-50	219	2	-89
股本变化	82	17	0	0	0
债务净变化	222	-30	295	198	147
无息负债变化	9	113	154	161	168
净现金流	477	-347	338	153	155

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	33.69%	19.35%	20.40%	18.32%	15.75%
净利润增长率	-47.30%	64.61%	130.80%	24.80%	12.82%
EBITDA 增长率	14.35%	54.12%	33.12%	21.09%	11.85%
EBIT 增长率	-0.07%	43.25%	99.43%	24.47%	13.06%
估值指标					
PE	86	52	23	18	16
PB	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	24	17	13	12	11
EV/EBIT	42	32	17	14	13
EV/NOPLAT	50	41	22	19	17
EV/Sales	3	2	2	2	2
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	44.18%	42.75%	42.43%	41.52%	41.06%
EBITDA 率	10.44%	13.48%	14.91%	15.26%	14.74%
EBIT 率	6.00%	7.20%	11.93%	12.55%	12.26%
税前净利润率	5.05%	5.15%	10.78%	11.07%	10.66%
税后净利润率 (归属母公司)	2.65%	3.66%	7.01%	7.39%	7.21%
ROA	2.45%	2.73%	5.57%	6.02%	6.10%
ROE (归属母公司) (摊薄)	2.58%	4.25%	9.05%	10.75%	11.56%
经营性 ROIC	4.01%	4.59%	7.98%	8.96%	9.36%
偿债能力					
流动比率	1.88	1.56	1.50	1.47	1.47
速动比率	1.24	0.90	0.93	0.91	0.91
归属母公司权益/有息债务	3.58	3.79	2.63	2.22	2.04
有形资产/有息债务	5.40	5.68	4.41	4.03	3.91
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.07	0.11	0.25	0.31	0.35
每股红利	0.06	0.15	0.17	0.21	0.23
每股经营现金流	0.13	0.25	0.28	0.32	0.42
每股自由现金流(FCFF)	-0.40	-0.27	-0.01	0.01	0.10
每股净资产	2.55	2.55	2.76	2.90	3.04
每股销售收入	2.48	2.96	3.56	4.22	4.88

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼