

# 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

公司简报

### 增持(维持)

当前价: 4.75 元

### 分析师

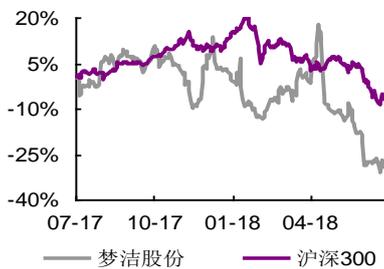
李婕(执业证书编号: S0930511010001)  
021-22169107  
[lijie\\_yjs@ebscn.com](mailto:lijie_yjs@ebscn.com)

孙未末(执业证书编号: S0930517080001)  
021-22169124  
[sunww@ebscn.com](mailto:sunww@ebscn.com)

### 市场数据

总股本(亿股): 7.80  
总市值(亿元): 37.04  
一年最低/最高(元): 4.43/7.83  
近3月换手率: 25.13%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-1.72	-4.25	-19.09
绝对	-5.38	-14.99	-29.35

资料来源: Wind

### 相关研报

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  
..... 2018-05-04  
家纺销售持续回暖,叠加并表促业绩靓丽  
..... 2017-10-30  
家纺销售良好、大方睡眠并表,共促收入大幅增长  
..... 2017-08-28

### ◆18H1 业绩表现靓丽, Q2 较 Q1 有所放缓

公司发布 2018 年中报,实现营业收入 10.07 亿元、同比增 28.22%; 归母净利润 9186 万元、同比增 31.07%; 扣非归母净利润 8948 万元、同比增 29.86%; EPS0.12 元。

分季度看, 17Q1~18Q2 单季度收入分别同比增 32.41%、53.49%、39.94%、22.16%、46.54%、13.19%, 归母净利润分别同比增 11.04%、45.37%、84.03%、-151.20%、40.85%、20.66%。

收入端 18Q2 放缓, 主要受到两方面影响: 1) 大方睡眠下滑, 拖累总收入; 2) 家纺主业 Q2 较 Q1 也有所放缓, 18Q1/Q2 预计增速分别在 50%、30%左右, Q2 放缓一方面为 Q2 传统淡季零售实现大幅增长有一定难度, 另一方面为去年高基数影响。但整体来看, 上半年家纺主业收入增长 37%, 仍较 17H1 和 17 年全年的 20%左右、15%增速提升。

### ◆收入分析: 家纺主业增长靓丽主要系内生贡献, 大方睡眠下滑

对收入进行拆分: 18H1 家纺主业收入 9.04 亿元、同比增 37%, 收入占比 90%; 大方睡眠收入 1.03 亿元、同比降 19.06%。大方睡眠收入下滑主要为出口大幅下降, 公司出口收入 5243 万元(基本为大方睡眠)、同比降 45.87%, 主要受到中美贸易摩擦影响。

家纺主业分品牌来看, 主品牌梦洁收入 5.25 亿元、同比增 36.62%, 收入占比 52.18%; 小品牌寐、宝贝、平实美学、觅收入分别为 1.56 亿元、1.02 亿元、4915 万元、7124 万元, 分别同比增 36.26%、47.87%、56.96%、21.39%。

分外延/内生来看, 上半年公司新开/新增 175 个终端, 考虑到同时有调整撤店外延增速预计不高, 内生同店增长为主要贡献。其中, 直营店、加盟店占总体收入比例约为 40%、55%、增速相差不大, 电商占比在个位数、上半年处于战略调整阶段收入略增, 下半年预计将加大力度。

内生增长较快主要为单店质量提升, 主要受益于大店和家居服务等战略布局显效。公司 2017 年以来着力推进大店战略、主要通过加盟模式进行(实现加盟商店铺的升级), 上半年大型旗舰店已达 44 家, 年末有望到 100 家。大店相比于传统店铺而言销售和利润提升幅度较大, 为业绩端带来强劲动力; 另外, 公司家居生活服务(包括洗护服务等, 可到店也可上门)继续拓展, 上半年家居服务次数超过 10 万次, 提升了品牌影响力和口碑, 有利于盘活现有会员、吸引新客, 提升复购率, 间接促进了销售增长。

### ◆毛利率降、费用率升, 存货、应收周转加快, 现金净流出缩窄

毛利率: 18H1 毛利率同比降 1.10PCT 至 45.59%。其中分品牌来看, 主品牌梦洁、寐、宝贝、平实美学、觅、大方睡眠毛利率分别同比 -3.82%/-0.34%/-5.13%/+3.68%/-2.10%/+0.60PCT。

17Q1~18Q2 单季度毛利率分别为 48.79% (+0.06PCT)、44.96% (-10.76PCT)、47.63% (+5.08PCT)、39.67% (-10.38PCT)、46.53% (-2.26PCT)、44.59% (-0.37PCT)。其中 17Q4 毛利率降幅较大主要为

销售旺季叠加去库存力度较大所致。

**费用率：**18H1 公司期间费用率同比上升 0.34PCT 至 33.91%。其中销售、管理、财务费用率分别为 28.32% (+1.09PCT)、4.36% (-0.86PCT)、1.23% (+0.10PCT)。其中，销售费用总额同比增 33.38%，主要为新增渠道导致费用增加，财务费用总额同比增 39.40%，主要为银行借款增加从而利息支出增加。

**其他财务指标：**1) 存货总额增加但周转提速。18 年 6 月末存货较年初增 9.97% 至 7.84 亿元，存货/收入为 77.84%、较 17H1 的 85.82% 下降；存货周转率为 0.73，较 17H1 的 0.66 提速。

2) 应收账款较年初降 6.57% 至 3.96 亿元，周转率为 2.46、较 17H1 的 1.83 明显加快。

3) 资产减值损失同比降 29.75% 至 268 万元。

4) 经营活动净现金流净流出改善，18H1 为 -1.09 亿元、17H1 为 -1.84 亿元。

#### ◆18 年家纺主业继续好转，产品+服务双重升级促持续增长

公司 2018 年计划实现营业收入同比增长 20% 以上，新增线下终端 300 个。公司将在重点城市打造大面积旗舰店（年末有望达 100 家），空白区域推进网点建设，大管家和星生活的服务终端推进快速布局。

公司预计 2018 年 1~9 月归母净利润同比增 30~50%。

我们认为：1) 家纺行业回暖趋势中，公司通过“产品+服务”升级持续提升经营效益。供应链推进智能化，渠道布局深入优化调整、推进开设大型旗舰店，提高单店经营效益，并推进全渠道融合、提高终端零售能力和服务能力；另外，家居服务方面继续布局，大管家和星生活两家子公司上半年提供家居服务次数超过 10 万次、且服务后的复购率在 30% 以上，在服务获取一定收入的同时，对家纺产品的销售也起到了明显的促进作用。在这些举措推进下，公司销售收入端实现了扎实的增长。2) 18 年公司亦加强精细化管理和费用管控，有望提高盈利能力和经营效率。3) 长期来看，公司布局家居生活服务符合消费升级趋势，未来发展空间较大。4) 2018 年 6 月 6 日完成授予限制性股票予 55 名员工（含 3 位高管）、授予价格 3.11 元/股，股权激励对应业绩目标为 2018~2020 年归母净利润 1.46/1.95/2.43 亿元，分别同比增 185%、33%、25%。

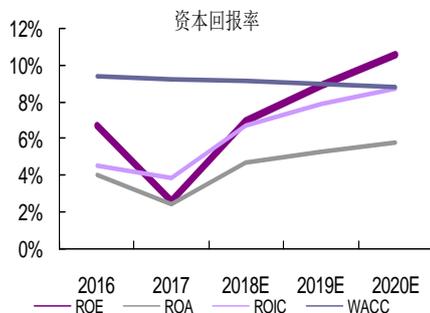
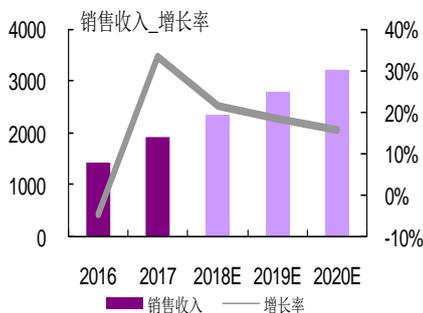
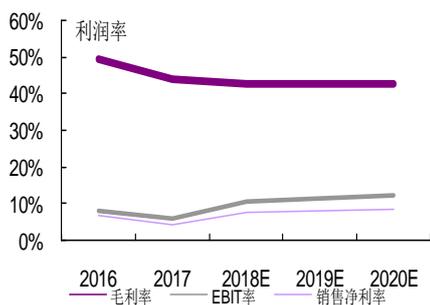
2017 年公司调整力度较大、业绩基数较低，2018 年以来收入和利润增长较为良性，且前期开设大店、家居生活服务战略性布局逐步显效，有利于业绩的持续增长。维持 18~20 年 EPS 为 0.19/0.25/0.31，对应 18 年 PE25 倍，维持“增持”评级。

◆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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1,447	1,934	2,350	2,788	3,233
营业收入增长率	-4.67%	33.69%	21.51%	18.63%	15.99%
净利润 (百万元)	97	51	146	195	243
净利润增长率	-37.38%	-47.30%	184.84%	33.40%	24.65%
EPS (元)	0.12	0.07	0.19	0.25	0.31
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.76%	2.58%	7.00%	8.96%	10.64%
P/E	38	72	25	19	15
P/B	2.6	1.9	1.8	1.7	1.6

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2018 年 8 月 27 日



利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>1,447</b>	<b>1,934</b>	<b>2,350</b>	<b>2,788</b>	<b>3,233</b>
营业成本	732	1,079	1,344	1,592	1,846
折旧和摊销	60	86	65	71	76
营业税费	19	23	26	31	36
销售费用	500	623	634	725	825
管理费用	74	80	86	99	112
财务费用	5	26	41	58	72
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>111</b>	<b>97</b>	<b>207</b>	<b>267</b>	<b>328</b>
<b>利润总额</b>	<b>123</b>	<b>98</b>	<b>220</b>	<b>281</b>	<b>341</b>
少数股东损益	2	30	30	30	30
<b>归属母公司净利润</b>	<b>97</b>	<b>51</b>	<b>146</b>	<b>195</b>	<b>243</b>

资产负债表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>总资产</b>	<b>2,495</b>	<b>3,300</b>	<b>3,774</b>	<b>4,269</b>	<b>4,747</b>
流动资产	1,480	2,095	2,534	3,000	3,475
货币资金	341	817	940	1,115	1,293
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	406	424	535	634	736
应收票据	1	1	1	1	2
其他应收款	59	72	88	104	121
存货	600	713	878	1,038	1,201
可供出售投资	25	25	25	25	25
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	661	720	764	800	812
无形资产	107	112	107	101	96
<b>总负债</b>	<b>969</b>	<b>1,199</b>	<b>1,542</b>	<b>1,918</b>	<b>2,259</b>
无息负债	637	645	804	936	1,066
有息负债	332	554	738	983	1,193
<b>股东权益</b>	<b>1,526</b>	<b>2,101</b>	<b>2,231</b>	<b>2,350</b>	<b>2,488</b>
股本	681	763	780	780	780
公积金	340	827	826	845	869
未分配利润	418	397	483	553	636
少数股东权益	88	115	145	175	205

现金流量表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	<b>116</b>	<b>102</b>	<b>125</b>	<b>193</b>	<b>255</b>
净利润	97	51	146	195	243
折旧摊销	60	86	65	71	76
净营运资金增加	104	281	317	335	344
其他	-145	-316	-403	-408	-408
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-146</b>	<b>-321</b>	<b>-100</b>	<b>-100</b>	<b>-80</b>
净资本支出	-171	-273	-100	-100	-80
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	25	-48	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>85</b>	<b>699</b>	<b>98</b>	<b>81</b>	<b>3</b>
股本变化	7	82	17	0	0
债务净变化	267	222	184	245	210
无息负债变化	122	9	159	131	131
<b>净现金流</b>	<b>58</b>	<b>477</b>	<b>123</b>	<b>175</b>	<b>178</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	-4.67%	33.69%	21.51%	18.63%	15.99%
净利润增长率	-37.38%	-47.30%	184.84%	33.40%	24.65%
EBITDA 增长率	-24.24%	12.42%	54.57%	26.84%	20.26%
EBIT 增长率	-35.72%	-2.62%	112.63%	31.59%	23.08%
<b>估值指标</b>					
PE	38	72	25	19	15
PB	3	2	2	2	2
EV/EBITDA	22	22	15	13	11
EV/EBIT	33	37	19	15	13
EV/NOPLAT	42	44	24	19	17
EV/Sales	3	2	2	2	2
EV/IC	2	2	2	2	1
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	49.41%	44.18%	42.83%	42.88%	42.92%
EBITDA 率	12.42%	10.44%	13.28%	14.20%	14.72%
EBIT 率	8.24%	6.00%	10.50%	11.65%	12.36%
税前净利润率	8.51%	5.05%	9.36%	10.08%	10.55%
税后净利润率 (归属母公司)	6.72%	2.65%	6.21%	6.99%	7.51%
ROA	3.98%	2.45%	4.66%	5.27%	5.75%
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.76%	2.58%	7.00%	8.96%	10.64%
经营性 ROIC	4.53%	3.81%	6.70%	7.85%	8.74%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.75	1.88	1.73	1.63	1.59
速动比率	1.04	1.24	1.13	1.07	1.04
归属母公司权益/有息债务	4.33	3.58	2.83	2.21	1.91
有形资产/有息债务	6.75	5.40	4.70	4.04	3.73
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.12	0.07	0.19	0.25	0.31
每股红利	0.09	0.06	0.14	0.17	0.21
每股经营现金流	0.15	0.13	0.16	0.25	0.33
每股自由现金流(FCFF)	-0.15	-0.46	-0.18	-0.11	-0.02
每股净资产	1.84	2.55	2.68	2.79	2.93
每股销售收入	1.86	2.48	3.01	3.57	4.15

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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的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, 光大证券股份有限公司的经营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, 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。

本证券研究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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达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达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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見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, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com	
	余鹏	021-22167110	17702167366	yupeng88@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lixiaoyu@ebscn.com	
李潇		0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
深圳	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	苏一耘		13828709460	su1y@ebscn.com	
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
		梁超	021-22167068	15158266108	liangc@ebscn.com
金英光		021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
王佳		021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com	
郑锐		021-22169080	18616663030	zhrei@ebscn.com	
凌贺鹏		021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com	
周梦颖		021-22169087	15618752262	zhoumengying@ebscn.com	
金融同业与战略客户		黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com	
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com	
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	马明周	021-22167343	18516159056	mamingzhou@ebscn.com	
	私募业务部	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
		安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com
张浩东		021-22167052	18516161380	zhanghd@ebscn.com	
吴冕		0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com	
吴琦		021-22169259	13761057445	wuqi@ebscn.com	
王舒		021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
傅裕		021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	
王婧		021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com	
陈潞		021-22169369	18701777950	chenlu@ebscn.com	
王涵洲			18601076781	wanghanzhou@ebscn.com	