

2022年03月13日

证券分析师 李婕

执业证号: S0600521120003
lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

zhaoyy@dwzq.com.cn

实施高端品牌战略，期待改革显效 中性（首次）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,220	2,502	2,822	3,171
同比（%）	-14.73	12.70	12.77	12.37
归母净利润（百万元）	45	50	60	72
同比（%）	-47.39	11.29	20.04	20.70
每股收益（元/股）	0.06	0.07	0.08	0.10
P/E（倍）	60.75	54.59	45.48	37.68

投资要点

- **国内家纺龙头，业绩仍待复苏。**起源于1956年创办的长沙被服厂，旗下拥有梦洁、寐（2003年创立）、梦洁宝贝（2006）、梦洁家居（2010）、线上品牌觅（2010）、七星洗护（2017）等品牌，主营高品质床品+高端洗护服务，连续12年（2009-2020）位列国内高端床上用品市场销量第一。2020年营收22.2亿元/同比-14.73%、归母净利润4492万元/同比-47.39%。2021年前三季度业绩有所回升，但尚未恢复至疫情前水平，营收同比+12.8%/较2019年同期-9.3%、归母净利润同比+8.8%/较2019年同期-72.0%（费用增加致利润恢复程度不及营收）。截至2021H1共1878家门店（直营483+加盟1395家）。
- **渠道下沉受阻净关店，线上渠道保持双位数增长。**2019年开启智慧零售变革，推动智慧小店下沉三四线城市及重点社区，全年新开949家智慧小店；2020年疫情爆发，智慧小店抗风险能力较低，渠道下沉策略受阻，公司重新调整渠道策略，2020、2021连续两年净关店，线下销售受影响较大。1) **分渠道看，线上渠道保持双位数增长。**2020年线上/直营/加盟收入分别同比+10.4%/-18.2%/-20.0%，占比分别为19.4%/39.0%/41.5%，直营/加盟店数量分别较2019年减少12%/13%；2021H1线上/直营/加盟收入分别同比+14.2%/+4.6%/+25.9%，占比分别为18.8%/38.6%/42.7%，直营/加盟店数量分别较2020年末减少2%/11%。2) **分产品看，全品类均待进一步复苏。**2021H1套件/被芯/枕芯/其他收入分别同比+29.3%/+18.2%/+47.5%/-9.6%，较2019H1分别-11.2%/-14.8%/-9.7%/-8.8%，收入占比分别为39.0%/29.1%/6.6%/25.2%。
- **聚焦高端发展战略，打造高端床品第一品牌。**2021年初公司与国内知名咨询机构上海君智合作，从产品、渠道、运营、传播四个维度战略重塑梦洁品牌，2021年5月举行高端战略发布会。1) **产品：**国内首家获7A原料及高端认证的床品企业，凸显产品品质；任命前LV设计总监Vincent为全球床品研究中心创意总监，凸显高端设计。2) **渠道：**发布全新终端形象，打造集品牌形象、高端产品、洗护服务于一体的综合体验场所。2021H1公司积极调整渠道以适应高端战略，直营/加盟店较2020年末分别减少9/178家。3) **运营：**着力打造“零售+服务”模式，针对高端床品“难洗、难晒”痛点，推出会员专享奢品级洗护服务。4) **传播：**2021年8月签约顶级流量明星肖战为品牌代言人，官宣当日梦洁线上销售额破6000万。
- **定增预案终止，股权激励有助于调动管理层积极性。**2021年2月公司披露了定增预案，拟募资5亿元用于品牌升级渠道建设、高端洗护中心建设、蚕丝原料基地建设三个项目，2022年2月决定终止此次定增。2021年4月推出第五期限制性股票激励计划，激励对象包括涂云华（董事、副总经理）、黄惠华（总经理）、成艳（副总经理）等高管及核心管理人员，两次行权期的行权条件分别为：2021年及2022年累计净利润、2023年净利润分别不低于1亿元、2亿元。
- **盈利预测与投资评级：**公司为国内家纺龙头，疫情爆发后经历了重大战略调整，业绩尚未完全复苏。2021年以来积极寻求战略变革，确立了聚焦高端品牌战略，卡位竞争相对较小市场（“梦洁”品牌价格带499-3999元、“寐”品牌价格带1999-4999元，高于同行罗莱品牌800-3000元）。我们认为高端品牌战略有利于公司发挥优势、强化竞争力，预计2021-2023年公司归母净利润分别同比11.3%/20.0%/20.7%，对应PE分别为55X/45X/38X，首次覆盖给予“中性”评级。
- **风险提示：**疫情反复影响居民消费，营销效果不及预期，股东减持等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	3.61
一年最低/最高价	3.42/5.20
市净率(倍)	1.53
流通A股市值(百万元)	1,713.82

基础数据

每股净资产(元)	2.36
资产负债率(%)	50.42
总股本(百万股)	755.98
流通A股(百万股)	474.74

梦洁股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,882	1,973	2,034	2,138	营业收入	2,220	2,502	2,822	3,171
现金	526	782	755	771	减:营业成本	1,333	1,455	1,638	1,831
应收账款	354	313	353	396	营业税金及附加	23	23	25	32
存货	791	717	763	803	营业费用	633	751	846	951
其他流动资产	211	159	163	168	管理费用	79	103	116	130
非流动资产	1,501	1,632	1,754	1,866	研发费用	77	93	104	117
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	18	17	16	16
固定资产	1,031	1,170	1,303	1,431	资产减值损失	13	13	13	13
在建工程	29	29	29	29	加:投资净收益	-4	0	0	0
无形资产	136	126	113	96	其他收益	7	10	11	13
其他非流动资产	305	307	309	311	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	3,382	3,604	3,788	4,004	营业利润	36	73	87	106
流动负债	1,509	1,672	1,785	1,916	加:营业外净收支	8	1	1	1
短期借款	495	595	595	595	利润总额	44	74	88	107
应付账款	367	399	449	502	减:所得税费用	-3	15	18	21
其他流动负债	647	679	741	819	少数股东损益	2	9	11	13
非流动负债	32	32	32	32	归属母公司净利润	45	50	60	72
长期借款	0	0	0	0	EBIT	52	79	92	109
其他非流动负债	32	32	32	32	EBITDA	240	275	297	324
负债合计	1,541	1,705	1,817	1,948	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	36	45	56	68	每股收益(元)	0.06	0.07	0.08	0.10
归属母公司股东权益	1,805	1,855	1,915	1,987	每股净资产(元)	2.38	2.45	2.53	2.63
负债和股东权益	3,382	3,604	3,788	4,004	发行在外股份(百万股)	758	756	756	756
					ROIC(%)	2.4%	2.5%	2.8%	3.2%
					ROE(%)	2.5%	2.7%	3.1%	3.6%
					毛利率(%)	39.9%	41.9%	42.0%	42.2%
					销售净利率(%)	2.0%	2.0%	2.1%	2.3%
					资产负债率(%)	45.6%	47.3%	48.0%	48.7%
					收入增长率(%)	-14.7%	12.7%	12.8%	12.4%
					净利润增长率(%)	-47.4%	11.3%	20.0%	20.7%
					P/E	60.75	54.59	45.48	37.68
					P/B	2.10	1.47	1.43	1.37
					EV/EBITDA	15.86	9.38	8.77	7.99

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>