



东兴证券
DONGXING SECURITIES

内外销协同发力，盈利能力持续修复 ——梦百合（603313）2018 年度财报业绩点评

2019 年 04 月 01 日

强烈推荐/首次

梦百合

财报点评

投资要点：

- **事件：**3/30 公司发布 2018 年报，报告期内公司实现营收 30.5 亿元，同比增长 30.39%；实现归母净利润 18.86 亿元，同比增长 19.39%。其中 Q4 实现营收 9.45 亿元，同比增长 39%，实现归母净利润 0.79 亿元，同比增长 596%，整体业绩符合预期。
- **内销业务稳增长，多渠道开拓挖掘潜力。**2018 年公司内销收入 5.15 亿元（+22.6%yoy）。分渠道看，（1）线上：渠道推广加速，实现收入 2.6 亿元（+135%yoy）。（2）线下：直营店实现营收 0.66 亿元（+200.18%yoy），经销店营业收入 0.36 亿元（+52.96%yoy）；大宗业务实现营收 26.68 亿元（+22.68%yoy）。至报告期末，公司门店共开设直营门店 104 家（+21 家），加盟门店 135 家（+27 家），合计 239 家。门店盈利能力不断改善，直营店和加盟店的单店提货额分别提升至 63.5 万和 26.7 万。考虑到本年度新增 48 家门店，成熟门店的实际单店提货额有望达到近 70 万和 30 万的水平。未来随着新开店成长加速，运营不断改善将持续增厚公司业绩。（3）大宗：公司对内的大宗业务不断开拓酒店客户，实现收入 1.51 亿元。目前零售终端超千家，零压房数量达 20 万间。内销大宗业务具备广阔市场，对酒店的加速布局将在内销零售业务上得到正反馈。
- **外销业务高增长，全球渗透力不断提升。**2018 年公司外销收入 25.2 亿元（+31.7%yoy）。外销仍以 Walmart、Costco 等企业提供 ODM 产品为主，分地区看北美洲实现收入 150.0 亿元（+22.85%yoy），欧洲实现收入 80.61 亿元（+60.02%yoy），贡献主要的增长动力。经过多年国际市场的拓展，公司拥有较稳定的国外销售渠道，业务范围覆盖北美洲，欧洲，亚洲，澳洲以及非洲等地；全球化产能逐步布局，产品在全球的渗透率不断提升。
- **品牌矩阵不断优化，海外 OBM 业务高驱动。**（1）分产品看，明星产品高增态势延续，记忆棉床垫实现营收 16.91 亿元（+26.11%yoy），记忆绵枕实现营收 4.66 亿元（+5.11%yoy）。新品类表现亮眼，沙发实现营收 2.37 亿元（+24.18%yoy），电动床 2.32 亿元（+70.05%yoy）。此外，梦百合成立子公司，结合旗舰店以及大型卖场，深挖渠道扩展自主品牌，形成多层次的 brand 矩阵。（2）分品牌看，“Mlily 梦百合”实现营收 43.81 亿元（+50.84%yoy），咪狸实现营收 3.97 亿元（-14.86%yoy），CR 实现营收 4.23 亿元（26.73%yoy）；并购西班牙本土品牌持续推广，MAXCOLCHON 实现营收 17.85 亿元（+660.15%yoy），COMOTEX 实现营收 2.44 亿元（+489.17%yoy）。海外 OBM 业务的逐步培育，带动外销毛利率提升 3.3pct 至 29.8%，公司毛利率有望回到上升通道。
- **原材料价格下行叠加高毛利业务占比提升，公司盈利能力持续修复。**公司综合毛利率提升 2.54pct 至 31.97%。TDI、MDI 等原材料成本价格持续下行，各产品毛利率均有所增长，记忆棉床垫/记忆绵枕/沙发/电动床毛利率分别提升 1.91pct/0.32pct/1.28pct/1.45pct 至 32.23%/26.87%/24.18%/30.03%。分业务看，高毛利的 OBM 业务占比提升 2pct 至 52%，带动公司整体盈利能力不断修复。费用端，公司扩大业务布局、加大品牌推广力度，带动销售费用率同比提升 1.1pct 至 13.2%；管理费用率和财务费用率下滑 0.3pct 进而 1.4pct 至 8.2%和 0.11%。

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

魏鹤翀

010-66554044

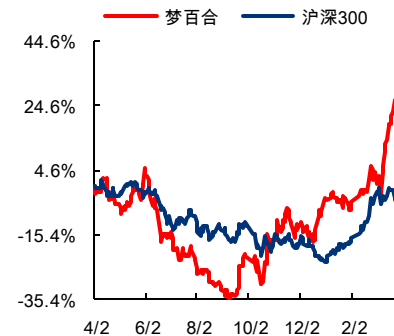
研究助理

weihch@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	29.2-23.3
总市值（亿元）	70.57
流通市值（亿元）	24.05
总股本/流通 A 股（万股）	24170/8235
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.57

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

■ **盈利预测与投资评级：**渠道端，公司内销外销齐发力：内销深挖渠道，线上线下全布局，零售大宗齐发展；外销市场保持高增，积极培育 OBM 提升盈利能力。产品端，产品+品牌增强竞争力：公司主力产品优势扩大，新兴品类推广顺利，自主品牌发展可期。盈利端，受益于全球原材料价格下行，盈利能力持续释放。我们预计公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 37.30 亿元、45.18 亿元、55.01 亿元；净利润分别为 3.65 亿元、5.13 亿元、6.55 亿元；EPS 分别为 1.51 元、2.12 元、2.71 元，对应当前股价的 PE 分别为 19.33x、13.76 和 10.78x。首次覆盖，给与公司“强烈推荐”评级。

■ **风险提示：**1. 原材料价格大幅波动 2. 汇率波动风险

■ 财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,338.80	3,049.47	3,730.09	4,517.56	5,500.96
增长率（%）	35.74%	30.39%	22.32%	21.11%	21.77%
净利润（百万元）	155.85	186.07	365.08	512.81	654.95
增长率（%）	-22.75%	28.17%	91.03%	39.32%	27.16%
净资产收益率（%）	10.18%	10.03%	17.89%	20.61%	21.40%
每股收益(元)	0.65	0.77	1.51	2.12	2.71
PE	44.97	37.93	19.33	13.76	10.78
PB	4.58	3.78	3.46	2.84	2.31

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	1421	2102	2541	3093	3753	营业收入	2339	3049	3730	4518	5501
货币资金	617	1061	1284	1575	1914	营业成本	1648	2071	2455	2958	3569
应收账款	387	567	694	840	1023	营业税金及附加	14	13	16	19	23
其他应收款	41	49	60	73	89	营业费用	282	401	491	572	723
预付款项	39	47	57	68	82	管理费用	198	160	196	215	262
存货	326	368	436	526	634	财务费用	35	4	30	30	25
其他流动资产	8	9	9	9	9	资产减值损失	9	20	20	20	20
非流动资产合计	888	1273	1293	1296	1284	公允价值变动收益	1	-28	-28	-28	-28
长期股权投资	27	50	50	50	50	投资净收益	6	-32	-32	-32	-32
固定资产	502	726	772	926	1041	营业利润	184	242	462	643	818
无形资产	123	130	126	123	119	营业外收入	1	1	1	1	1
其他非流动资产	9	34	34	34	34	营业外支出	2	1	1	1	1
资产总计	2309	3376	3834	4389	5037	利润总额	183	242	462	643	818
流动负债合计	741	1112	1243	1343	1413	所得税	30	45	86	120	152
短期借款	338	674	733	733	683	净利润	153	197	376	523	666
应付账款	268	329	385	464	559	少数股东损益	-2	11	11	11	11
预收款项	11	25	41	61	86	归属母公司净利润	156	186	365	513	655
一年内到期的	61	2	2	2	2	EBITDA	385	424	492	673	843
非流动负债合计	22	378	375	370	365	EPS（元）	0.65	0.77	1.51	2.12	2.71
长期借款	3	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	363	363	363	363		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	764	1491	1617	1713	1778	成长能力					
少数股东权益	14	31	41	52	62	营业收入增长	35.74%	30.39%	22.32%	21.11%	21.77%
实收资本（或股	240	240	242	242	242	营业利润增长	-18.55%	31.46%	91.01%	39.32%	27.16%
资本公积	890	890	890	890	890	归属于母公司净利	96.20%	40.46%	96.20%	40.46%	27.72%
未分配利润	320	486	603	767	976	获利能力					
归属母公司股	1531	1855	2040	2489	3061	毛利率（%）	29.54%	32.08%	34.19%	34.52%	35.13%
负债和所有者	2309	3376	3834	4389	5037	净利率（%）	6.56%	6.45%	10.07%	11.59%	12.10%
现金流量表						总资产净利润（%）	7.81%	6.75%	5.51%	9.52%	11.68%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE（%）	10.18%	10.03%	17.89%	20.61%	21.40%
经营活动现金	59	175	378	497	603	偿债能力					
净利润	153	197	376	523	666	资产负债率（%）	33%	44%	42%	39%	35%
折旧摊销	42	49	17	23	29	流动比率	1.92	1.89	2.04	2.30	2.66
财务费用	35	4	30	30	25	速动比率	1.48	1.56	1.69	1.91	2.21
应收账款减少	0	0	-127	-146	-183	营运能力					
预收帐款增加	0	0	17	20	24	总资产周转率	1.09	1.07	1.03	1.10	1.17
投资活动现金	-32	-504	-121	-111	-101	应收账款周转率	8	6	6	6	6
公允价值变动	1	-28	-28	-28	-28	应付账款周转率	11.45	10.21	10.45	10.65	10.76
长期股权投资	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
投资收益	6	-32	-32	-32	-32	每股收益（最新摊	0.65	5.00	1.51	2.12	2.71
筹资活动现金	-7	768	-21	-98	-164	每股净现金流（最	0.08	1.83	0.98	1.19	1.40
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产（最新	6.38	7.73	8.44	10.30	12.66
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	2	0	0	P/E	44.97	37.93	19.33	13.76	10.78
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	4.58	3.78	3.46	2.84	2.31
现金净增加额	20	439	237	288	339	EV/EBITDA	17.66	16.48	13.96	9.78	7.34

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

魏鹤翀

中山大学应用经济学硕士，2018 年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。