

电商提速+毛利率提升推动三季度业绩继续改善，员工持股计划彰显发展信心



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- 19 年前三季度公司营业收入和净利润分别同比增长 11.89%和 18.78%，扣非后净利润同比增长 14.75%，其中第三季度单季公司营业收入和净利润分别同比增长 15.43%和 31.14%，电商收入增速的加快以及毛利率的提升拉动 Q3 公司收入与盈利增长环比上半年继续回暖。
- 前三季度公司毛利率同比提升 3.18pct，主要是电商增速的提升以及中高端产品比重增加所致。前三季度公司期间费用率同比上升 2.50pct，其中销售费用率同比增加 2.91pct，主要是广告宣传费、运输费用、销售人员薪酬增加等，管理费用率同比下降 0.35pct。前三季度公司经营活动净现金流为净流出，三季度末应收账款较年初增长 4.39%，存货较年初上升 15.23%。
- 员工持股彰显长期发展信心。伴随三季报，公司推出员工持股计划，分三期实施，有效期共 8 年，各期持股计划相互独立，锁定期为 1 年。其中第一期员工持股计划对象为部分监事及核心骨干员工或关键岗位员工，参与对象总人数不超过 50 人，其中包括监事 1 人，股票来源为公司回购股份所得。
- 展望未来，公司聚焦二三线家纺市场，产品性价比相对更高，“线下持续拓展+电商调整后重回合理增长轨道”将带来后续增长空间。从国内家纺市场目前的零售形势看，低线城市明显好于高线，这也是公司今年收入增速好于其他上市同行的一个因素之一。在消费升级向低线城市传导过程中，水星继续紧贴当地消费者，依托经销商本地资源、品牌营销与产品性价比优势，夯实并加快拓展线下市场，零售疲弱大环境下，也是水星进一步抢占低线市场的时机。面对传统电商平台流量增速的放缓以及社交电商分流影响等市场环境的变化，公司电商团队一方面通过更灵活的组织形态应对市场，另一方面也在积极参与社交电商新模式，依托丰富经验与完善激励机制，预计电商未来将保持良性增长。

财务预测与投资建议

- 根据三季报，我们小幅上调公司未来 3 年毛利率预测，预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 1.24 元、1.42 元和 1.62 元（原预测为 19-21 年每股收益为 1.22 元、1.40 元和 1.58 元），参考可比公司平均估值，给予公司 19 年 16 倍 PE 估值，对应目标价 19.84 元，维持公司“增持”评级。

风险提示：市场竞争加剧的风险、新产品开发风险、宏观经济波动风险、经销商合作稳定性风险。

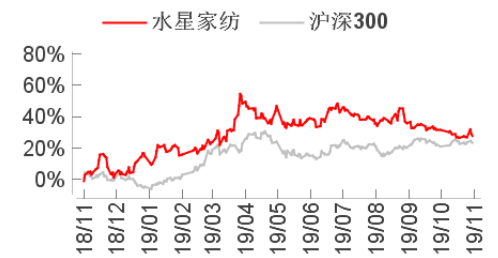
公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,462	2,719	3,082	3,500	3,965
同比增长(%)	24.5%	10.4%	13.4%	13.6%	13.3%
营业利润(百万元)	295	328	373	431	494
同比增长(%)	31.8%	11.1%	13.7%	15.5%	14.5%
归属母公司净利润(百万元)	257	285	332	380	432
同比增长(%)	30.2%	10.8%	16.3%	14.6%	13.8%
每股收益(元)	0.97	1.07	1.24	1.42	1.62
毛利率(%)	36.4%	35.1%	35.6%	35.9%	36.2%
净利率(%)	10.5%	10.5%	10.8%	10.9%	10.9%
净资产收益率(%)	17.6%	13.5%	14.5%	15.2%	15.7%
市盈率	17.4	15.7	13.5	11.8	10.4
市净率	2.2	2.1	1.9	1.7	1.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2019年10月30日)	16.19 元
目标价格	19.84 元
52周最高价/最低价	20.1/12.56 元
总股本/流通A股(万股)	26,667/8,858
A股市值(百万元)	4,317
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2019年10月31日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	0.43	-2.94	-7.54	28.9
相对表现	0.09	4.95	8.08	-3.79
沪深300	0.52	2.01	0.54	25.11



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 施红梅
021-63325888*6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860511010001

证券分析师 赵越峰
021-63325888*7507
zhaoyuefeng@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860513060001

联系人 张维益
021-63325888-7535
zhangweiyi@orientsec.com.cn

联系人 朱炎
021-63325888-6107
zhuyan3@orientsec.com.cn

相关报告

二季度收入增速明显回暖，中期拟现金分红 + 股份回购： 2019-08-27

18Q4 起线上恢复增长，产品性价比优势利于线下竞争： 2019-04-15

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

根据三季报，我们小幅上调公司未来 3 年毛利率预测，预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 1.24 元、1.42 元和 1.62 元(原预测为 19-21 年每股收益为 1.22 元、1.40 元和 1.58 元)，参考可比公司平均估值，给予公司 19 年 16 倍 PE 估值，对应目标价 19.84 元，维持公司“增持”评级。

表 1：可比公司列表

公司	代码	最新价格(元) 2019/10/30	每股收益 (元)				市盈率			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
罗莱生活	002293	9.07	0.64	0.68	0.76	0.85	14.10	13.36	11.97	10.70
富安娜	002327	6.78	0.62	0.61	0.68	0.77	10.91	11.13	9.95	8.82
梦洁股份	002397	5.18	0.11	0.22	0.24	0.51	46.92	23.23	21.30	10.15
南极电商	002127	11.25	0.36	0.49	0.64	0.82	31.15	22.74	17.63	13.71
太平鸟	603877	14.19	1.19	1.28	1.44	1.62	11.94	11.09	9.87	8.76
调整后平均							19.06	15.74	13.18	9.89

数据来源：Wind、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,268	632	709	805	912	营业收入	2,462	2,719	3,082	3,500	3,965
应收票据及应收账款	120	177	200	228	258	营业成本	1,567	1,764	1,985	2,242	2,528
预付账款	34	43	49	56	63	营业税金及附加	14	14	16	18	20
存货	746	780	993	1,166	1,365	营业费用	392	446	516	589	670
其他	12	569	572	573	574	管理费用及研发费用	185	183	207	236	266
流动资产合计	2,180	2,201	2,523	2,827	3,173	财务费用	6	(7)	(5)	(3)	(2)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	9	8	9	7	8
固定资产	257	380	454	531	602	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	30	17	44	57	64	投资净收益	1	16	16	16	16
无形资产	129	125	121	117	113	其他	4	3	3	3	3
其他	36	45	7	0	0	营业利润	295	328	373	431	494
非流动资产合计	452	566	625	705	779	营业外收入	14	13	25	25	25
资产总计	2,632	2,767	3,148	3,533	3,951	营业外支出	1	0	1	1	1
短期借款	30	0	123	213	299	利润总额	308	341	397	455	518
应付票据及应付账款	324	336	397	448	506	所得税	51	56	66	75	85
其他	231	232	243	255	270	净利润	257	285	332	380	432
流动负债合计	585	568	763	916	1,074	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	257	285	332	380	432
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.97	1.07	1.24	1.42	1.62
其他	11	12	0	0	0						
非流动负债合计	11	12	0	0	0						
负债合计	596	580	763	916	1,074						
少数股东权益	0	0	0	0	0	主要财务比率					
股本	267	267	267	267	267		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	899	899	899	899	899	成长能力					
留存收益	870	1,021	1,219	1,450	1,711	营业收入	24.5%	10.4%	13.4%	13.6%	13.3%
其他	0	0	0	0	0	营业利润	31.8%	11.1%	13.7%	15.5%	14.5%
股东权益合计	2,036	2,187	2,386	2,616	2,877	归属于母公司净利润	30.2%	10.8%	16.3%	14.6%	13.8%
负债和股东权益总计	2,632	2,767	3,148	3,533	3,951	获利能力					
						毛利率	36.4%	35.1%	35.6%	35.9%	36.2%
						净利率	10.5%	10.5%	10.8%	10.9%	10.9%
						ROE	17.6%	13.5%	14.5%	15.2%	15.7%
						ROIC	16.0%	12.7%	13.1%	13.4%	13.7%
						偿债能力					
						资产负债率	22.7%	20.9%	24.2%	25.9%	27.2%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	3.73	3.88	3.31	3.09	2.95
						速动比率	2.42	2.47	1.98	1.78	1.65
						营运能力					
						应收账款周转率	21.5	17.4	15.5	15.5	15.5
						存货周转率	2.2	2.3	2.2	2.0	2.0
						总资产周转率	1.2	1.0	1.0	1.0	1.1
						每股指标(元)					
						每股收益	0.97	1.07	1.24	1.42	1.62
						每股经营现金流	1.15	0.90	0.78	1.04	1.18
						每股净资产	7.63	8.20	8.95	9.81	10.79
						估值比率					
						市盈率	17.4	15.7	13.5	11.8	10.4
						市净率	2.2	2.1	1.9	1.7	1.6
						EV/EBITDA	10.8	10.0	8.5	7.3	6.4
						EV/EBIT	11.9	11.1	9.7	8.4	7.3

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经许可的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

