

## 线上提速、线下稳健，盈利能力提升

### ——水星家纺(603365.SH) 2019年三季度报点评

公司简报

#### 买入(维持)

当前价: 16.34元

#### 分析师

李婕(执业证书编号: S0930511010001)

021-52523339

[lijie\\_yjs@ebscn.com](mailto:lijie_yjs@ebscn.com)

孙未末(执业证书编号: S0930517080001)

021-52523672

[sunww@ebscn.com](mailto:sunww@ebscn.com)

#### 市场数据

总股本(亿股): 2.67

总市值(亿元): 43.57

一年最低/最高(元): 11.93/20.05

近3月换手率: 37.76%

#### 股价表现(一年)



#### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.50	-8.61	7.67
绝对	-2.01	-7.27	30.88

资料来源: Wind

#### 相关研报

Q2收入增速回升至高双位数,线下稳健增长、线上回升明显——水星家纺(603365.SH) 2019年中报点评  
 ..... 2019-08-27

18Q4线上收入现回升,19年期待调整效果继续体现——水星家纺(603365.SH) 2018年年报点评  
 ..... 2019-04-11

#### ◆Q3收入延续良好增长,净利润增速提升

2019年前三季度公司实现营业收入20.18亿元、同比增11.89%,归母净利润2.15亿元、同比增18.78%,扣非净利润1.84亿元、同比增14.75%,EPS0.80元。扣非净利润增幅略高于收入主要受益于毛利率提升,非经常性损益方面主要为营业外收入等增加。

从单季度数据来看,19Q1~19Q3收入同比增速分别为0.76%、19.64%、15.43%,归母净利润同比增速分别为4.22%、25.17%、31.14%。19Q1因高基数及电商业务仍处调整影响,收入增速位于底部,Q2以来收入增速回升主要为电商业务调整到位恢复较高增长以及前期高基数效应减弱贡献。净利润增速提升主要为毛利率提升幅度较大。

#### ◆线上Q3增速提升,线下增长稳健

收入拆分:分渠道来看,估计2019Q3线上收入占比约30%,增速为38%,相比于Q1的下滑10%、Q2的30%左右增速继续提升,表现亮眼。公司线上业务在18Q2开始受拼多多等新兴低价社交电商平台冲击影响现下滑,目前线上增速已连续两个季度回归较高增速,电商业务波动已经消化。

线下业务方面保持稳健增长,Q1/Q2/Q3分别增长高个位数、中低双位数、高个位数,基本维持在10%左右水平。其中,估计门店数增长不多、仍为2700家左右,收入增长主要为同店增长贡献。

#### ◆毛利率提升幅度超过费用率,经营现金净流出收窄

毛利率:前三季度毛利率同比提升3.18PCT至38.09%,从业务结构来看19Q3线上增速明显高于线下、同时线上毛利率较高拉升总体。分拆业务来看,线下业务毛利率提升较线上更为明显,一方面产品有所提价,另一方面今年原材料如羽绒等成本有所下降,另外产品结构优化、毛利率较高的明星产品(5大极致大单品)销售占比提升至20%左右,也对毛利率提升有贡献。线上业务毛利率小幅提升。同时,增值税率下调、公司也有一定受益。

分季度来看,19Q1~Q3毛利率分别为37.36%、37.79%、38.95%,分别同比提升0.93、2.51、5.79PCT。Q3提升幅度较大,一方面为线上线下比例和产品结构优化等影响,另一方面18Q3基数较低。

费用率:公司期间费用率同比提升2.50PCT至26.30%。其中销售、管理、研发、财务费用率分别为19.38%(+2.91PCT)、4.57%(+0.05PCT)、2.69%(-0.40PCT)、-0.34%(-0.05PCT),其中销售费用增加主要为广告宣传费、运输费及销售人员薪酬增加等所致。

19Q1~Q3期间费用率分别同比提升4.01、1.27、1.93PCT。

其他财务指标:1)19年9月末存货总额为8.98亿元、较年初增长15.23%、较上年同期增加7.86%。存货周转率为1.49、较上年同期的1.49持平。

2)应收账款较年初增加4.39%至1.84亿元,较上年同期增加17.60%;应收账款周转率为11.19,较上年同期的13.03有所放缓。

3) 资产减值损失+信用减值损失同比增加 151.04%至 1163 万元，主要为存货跌价计提增加。

4) 营业外收入净增 1248 万元至 2442 万元，主要为收到财政补贴款增加。

5) 经营活动净现金流为-1.09 亿元，较上年同期的-1.60 亿元净流出幅度缩窄。其中，销售商品获得现金同比增 13.24%至 22.71 亿元，规模和增速略高于收入；购买商品、接受劳务支付现金同比增 12.21%至 16.46 亿元。

#### ◆业绩表现稳健、实施员工持股，关注家纺龙头持续增长

公司 10 月 28 日发布第一期员工持股计划草案，拟覆盖 1 名监事及在公司及其下属公司任职的核心骨干员工或关键岗位员工，总人数不超 50 人，计划筹集资金总额不超 3400 万元，存续期 3 年、锁定期 1 年，股票来源为公司前期回购股票（2019 年 9 月公司累计以 2086 万元回购了 125.55 万股股票，均价 16.62 元，回购总额计划 0.6~1 亿元、尚未届满）。

我们认为：在今年仍疲弱的零售大环境中公司业绩增长表现稳健，展现了较高的经营管理能力。其中：1) 线上业务渡过波折、连续两个季度保持较高速增长，公司积极调整线上产品、品牌和平台布局，拥抱电商变化，目前已经初步体现效果，未来预计线上增速将继续带动公司总体增长，关注 Q4 电商旺季增长表现。2) 线下业务表现稳健，20 年春夏产品订货会预计仍有高个位数的增长，为公司业绩带来稳定支撑。3) 费用端仍有上升，其中管理费用控制得当，销售费用率仍上升、公司将继续加大品牌投入。总体来看公司持续优化产品结构，提高明星产品占比，不断强化盈利能力和品牌影响力。

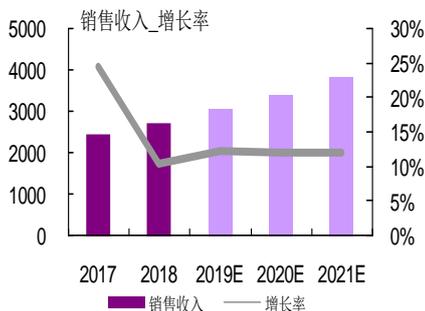
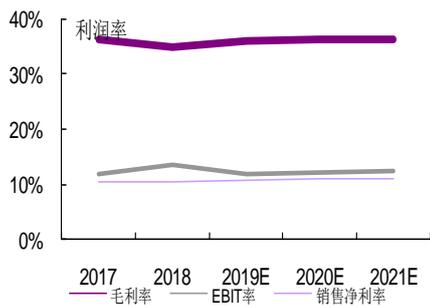
我们维持公司 19~21 年 EPS 为 1.22、1.39、1.57 元，对应 19 年 PE13 倍，维持“买入”评级。

◆风险提示：终端消费疲软；线上渠道流量增长放缓、或业务调整效果不及预期；费用管控不当；加盟渠道库存压力加大等。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,462	2,719	3,051	3,419	3,834
营业收入增长率	24.53%	10.44%	12.22%	12.07%	12.12%
净利润（百万元）	257	285	327	370	419
净利润增长率	30.17%	10.77%	14.57%	13.35%	13.24%
EPS（元）	0.97	1.07	1.22	1.39	1.57
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.64%	13.03%	13.72%	14.31%	14.86%
P/E	17	15	13	12	10
P/B	2.1	2.0	1.8	1.7	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 29 日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>2,462</b>	<b>2,719</b>	<b>3,051</b>	<b>3,419</b>	<b>3,834</b>
营业成本	1,567	1,764	1,948	2,180	2,439
折旧和摊销	35	37	57	67	74
营业税费	14	14	17	19	21
销售费用	392	446	497	554	621
管理费用	185	114	214	238	265
财务费用	6	-7	0	1	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1	16	15	15	15
<b>营业利润</b>	<b>295</b>	<b>328</b>	<b>380</b>	<b>431</b>	<b>490</b>
<b>利润总额</b>	<b>308</b>	<b>341</b>	<b>392</b>	<b>443</b>	<b>502</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>257</b>	<b>285</b>	<b>327</b>	<b>370</b>	<b>419</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>2,632</b>	<b>2,767</b>	<b>3,100</b>	<b>3,409</b>	<b>3,699</b>
流动资产	2,180	2,201	2,394	2,604	2,841
货币资金	1,268	632	702	786	882
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	120	177	202	226	254
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	6	7	8	9	10
存货	746	780	871	965	1,072
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	2	3	5
固定资产	257	380	510	591	638
无形资产	129	125	119	113	107
<b>总负债</b>	<b>596</b>	<b>580</b>	<b>720</b>	<b>822</b>	<b>878</b>
无息负债	566	580	671	745	828
有息负债	30	0	49	77	49
<b>股东权益</b>	<b>2,036</b>	<b>2,187</b>	<b>2,381</b>	<b>2,588</b>	<b>2,822</b>
股本	267	267	267	267	267
公积金	992	1,016	1,033	1,033	1,033
未分配利润	777	905	1,081	1,288	1,522
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>306</b>	<b>240</b>	<b>361</b>	<b>372</b>	<b>420</b>
净利润	257	285	327	370	419
折旧摊销	35	37	57	67	74
净营运资金增加	99	703	109	136	154
其他	-85	-786	-131	-201	-227
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-63</b>	<b>-712</b>	<b>-208</b>	<b>-151</b>	<b>-113</b>
净资本支出	-64	-188	-221	-164	-126
长期投资变化	0	0	-2	-2	-2
其他资产变化	1	-524	15	15	15
<b>融资活动现金流</b>	<b>731</b>	<b>-163</b>	<b>-84</b>	<b>-137</b>	<b>-213</b>
股本变化	67	0	0	0	0
债务净变化	-150	-30	49	27	-27
无息负债变化	165	13	91	74	84
<b>净现金流</b>	<b>973</b>	<b>-636</b>	<b>70</b>	<b>85</b>	<b>95</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	24.53%	10.44%	12.22%	12.07%	12.12%
净利润增长率	30.17%	10.77%	14.57%	13.35%	13.24%
EBITDA 增长率	23.93%	23.60%	3.15%	14.67%	13.55%
EBIT 增长率	25.38%	25.52%	-1.97%	14.40%	13.93%
<b>估值指标</b>					
PE	17	15	13	12	10
PB	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	11	11	10	9	8
EV/EBIT	12	12	12	11	9
EV/NOPLAT	15	14	14	13	11
EV/Sales	1	2	1	1	1
EV/IC	3	2	2	2	2
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	36.36%	35.11%	36.14%	36.26%	36.37%
EBITDA 率	13.44%	15.05%	13.83%	14.15%	14.33%
EBIT 率	12.03%	13.68%	11.95%	12.20%	12.39%
税前净利润率	12.51%	12.53%	12.84%	12.96%	13.09%
税后净利润率 (归属母公司)	10.45%	10.48%	10.70%	10.83%	10.93%
ROA	9.78%	10.30%	10.53%	10.86%	11.33%
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.64%	13.03%	13.72%	14.31%	14.86%
经营性 ROIC	18.15%	14.27%	12.51%	13.09%	13.84%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	3.73	3.88	3.38	3.22	3.28
速动比率	2.45	2.50	2.15	2.02	2.04
归属母公司权益/有息债务	67.85	-	48.45	33.80	57.29
有形资产/有息债务	82.31	-	60.34	42.83	72.59
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.97	1.07	1.22	1.39	1.57
每股红利	0.50	0.50	0.61	0.69	0.79
每股经营现金流	1.15	0.90	1.35	1.39	1.58
每股自由现金流(FCFF)	0.48	-2.00	0.16	0.48	0.77
每股净资产	7.63	8.20	8.93	9.70	10.58
每股销售收入	9.23	10.20	11.44	12.82	14.38

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