

行业：纺织服装业

## 水星家纺（603365）

## 评级表现

盈利能力 A

资本运用 A

估值指标 A

股票流通性 B

机构持股情况 C

## 首次覆盖

## 新加坡

Ted Worley, 全球发布公关  
ted\_worley@chinaknowledge.com  
Tel: (65) 6743 1728

## 上海

赵中隆, 执行董事  
charles@chinaknowledge.com  
Tel: (86) 21 6607 5535

## 香港

Christina 王馨雪  
执行董事, 研究部  
christina\_wang@chinaknowledge.com

## 分析师

崔诗嘉

## 投资要点

(China Knowledge 分析师团队于2019年8月1日以来共拜访水星家纺董秘三次)

- 公司电商业务经过调整后重回合理增长轨道，成长潜力较高

公司作为行业内较早布局电商渠道的企业之一，近年线上渠道得到快速发展，其业务渡过波折，近两个季度保持高速增长。公司积极调整线上产品、品牌和平台布局，拥抱电商变化，积极入驻新兴社交电商（拼多多、云集、贝店等），加快线上新品研发速度。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。

- 低线城市消费品质升级带动家纺零售整体复苏，水星家纺作为行业龙头将持续收益

水星家纺聚焦于三、四线家纺市场，与当地经销商稳固合作，早期布局、铺设众多销售网点，打造高品质、高性价比的家纺品牌。店铺结构持续优化调整，叠加原材料如羽绒等成本下降，盈利能力改善显著。自2015年起，公司全面系统地推进“极致大单品策略”，该类产品具有市场欢迎度高、亮点突出、生命周期长等特点，同时对其他产品的销售起到了良好的带动作用。此外2020年春夏产品订货会预计仍有高增长，将为公司业绩带来稳定支撑。

- 公司持续投入研发新产品迎合未来消费者多样化的需求

床上用品随着市场需求的变化不断更新换代，消费者的需求不在局限于保暖、舒适的基本特性，消费者对床上用品的材质、功能性提出了更高的要求。消费者更关注产品的功能性、保健性、装饰性和绿色环保性。公司提高自身信息化水平，持续加大研发创新投入支出，优化供应生产结构加快市场反应速度，保证快速研发出具有新功能、新款式的床上用品，满足消费者多样化需求。

- 2019 第四季度发布员工持股计划，关注家纺龙头持续增长

公司2019年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3,400万元，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2,086万元回购了125.55万股股票，均价16.62元，回购总额计划0.6~1亿元）。

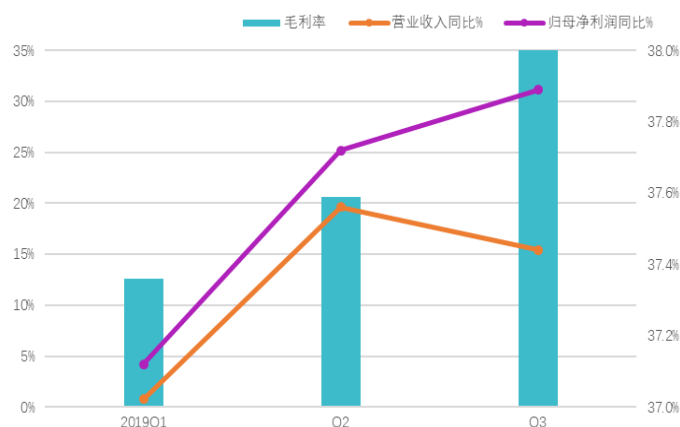
## 1 盈利能力

指标 (亿元人民币)	2019 H1	H1 同比增长率	2019 Q3	Q3 同比增长率
营业总收入	12.75	9.93%	20.18	11.89%
营业总成本	11.50	11.16%	17.99	11.33%
其中: 销售费用	2.58	28.22%	3.91	31.63%
毛利率 (%)	37.59%	△ 3.18%	38.09%	△ 1.72%
归母净利润	1.35	12.47%	2.15	18.78%
基本每股收益 (元)	0.50	11.11%	0.80	17.65%



数据来源: China Knowledge 数据库、水星家纺季度报告

水星家纺 2019 Q3 延续之前良好增长, 前三季度营业总收入 20.18 亿元, 同比增长 11.89%, 归母净利润 2.15 亿元, 同比增长 18.78%, 基本每股收益 (EPS) 0.8 元。从单季度数据来看, 2019 Q1- Q3 营收同比增速分别为 0.76%、19.64%、15.43%, 归母净利润同比增速分别为 4.22%、25.17%、31.14%。其中, 2019Q1 收入增速位于底部, 受前高基数及电商业业务处在调整阶段的影响。电商业业务调整到位之后, Q2 起收入开始加速增长。净利润增速提升主要为毛利率提升幅度较大, H1 毛利率相较 2018 同期增长 3.18pct。



公司营收主要分为线上 (占比 35%) 和线下 (占比 65%), **线上** 加速高增长, 线下增长保持稳定。电商部分 2019 年以来逐季加速增长, Q2 增速高达 30%, 而 Q3 预计线上营收进一步加速增长 38% 左右, 主要来源于天猫和唯品会平台的优异表现, 双十一当天更是创下 2.66 亿元的销售总额, 同比增长 12% (天猫热销店铺排行榜·床上用品第一名, 领先富安娜、罗莱、南极人)。除此之外, 通过一年多布局, 公司还进入了爆发式增长的新兴平台, 如拼多多、云集、贝店等社交电商为主的平台。新兴平台以低价为主要竞争方式, 对阿里、京东、唯品会等传统电商平台流量产生阶段性影响, 但其内部也分别推出了相对应的产品, 如淘宝特价版, 京东拼购, 唯品会云品仓, 同时在平台内部引导消费规则方面偏向于低价产品。

公司名称	股票代码	线上产品平均单价 (元)	综合毛利率	电商业务占比 (%)	线下门店数 (家)
水星家纺	603365	350	38.09%	35%	2756
罗莱生活	002293	527	43.44%	20.28%	2663
富安娜	002327	353	51.78%	16.42%	1800
梦洁股份	002397	460	40.41%	7.23%	3181

数据来源: China Knowledge 数据库、各公司季度 / 年度报告

注: 以上所有数据截止 2019 年三季度。

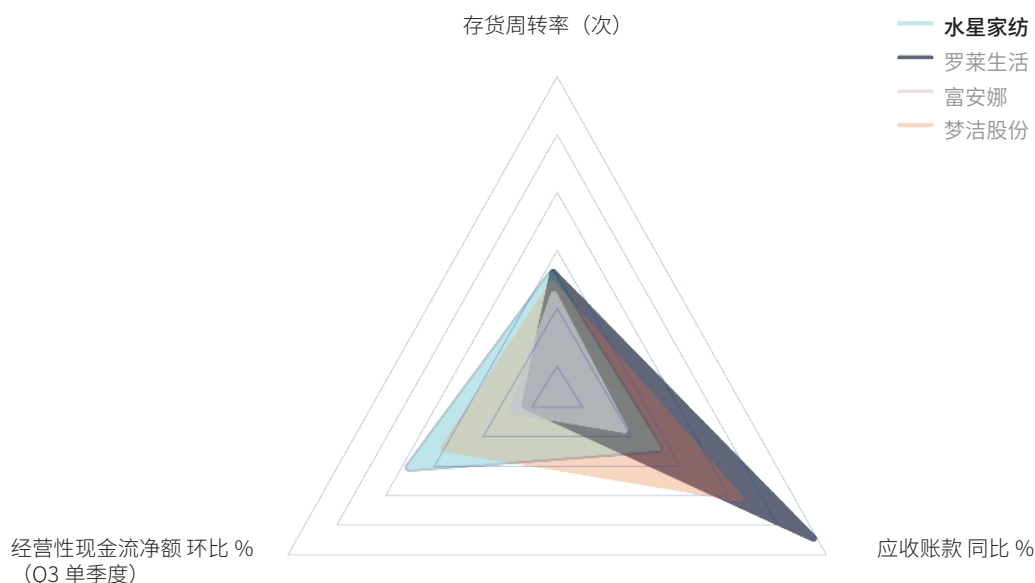
**线下**业务较线上更贡献了毛利率的提升，一方面店铺结构持续优化调整，叠加原材料如棉布等成本下降，盈利能力改善显著。除此之外，公司产品结构也在大力优化，自2015年起每年推出1-2个高单价明星产品，现已推出5个，其销售占比已达20%左右。整体来看，线下产品单价多高于1000元（线上多集中于300-600元之间），相对同行可比公司性价比较高，且产品段位多样化满足不同客群需求。在低线城市消费升级和城镇化进程加快的浪潮下，公司凭借相匹配的品牌定位与客户认知度，利用当地经销商网络，快速开拓渗透三、四线家纺市场，已覆盖全国60%的城市，共开设2700多家线下门店，位列业内第二。未来公司将继续突破下沉市场，并提高已覆盖城市的门店密集度，预计长期业绩存在较大上升空间。

**极致大单品—五大系列**



公司还在广宣费用上加大支出，直接导致销售费用提升幅度较大。然而，新生代流量明星的加入更扩大了客群年龄范围，由中老年向年轻一代延伸。我们预计未来该部分投入会持续贡献于线上线下营收的增长。综上，我们给予水星家纺盈利能力方面“A”评级。

## 2 资本运用



水星家纺**存货**控制得当，现金流好转。2019Q3 公司存货为 8.98 亿元，同比增 7.86%，主要是双十一百丽丝备货所致，但其增速低于营收增速，存货规模控制得当。**应收账款**同比增 17.60% 至 1.84 亿元，主要是电商平台通常存在账期，且期内电商销售增长较快所致。整体来看，公司运营较为稳健。**现金流**方面，从 2019Q3 单季度看，经营性现金流净额由 Q2 的 -365.18 万元至 590.96 万元，环比改善明显；从今年前三季度看，经营性现金流净额较 2018 年同期增 31.65%，随着四季度销售高峰到来，预计全年经营性现金流将持续好转。

指标	2019H1	2019Q3	行业平均
资产负债率 (%)	16.26	18.23	25.47
流动比率	4.92	4.35	2.99
速动比率	2.56	2.23	1.56
净资产收益率 (%)	6.15	9.79	6.20

数据来源：China Knowledge 数据库、水星家纺年度报告

注：行业平均取自水星家纺的可比公司的各项指标平均值，分别是罗莱生活 (002293)、富安娜 (002327)、梦洁股份 (002397)、多喜爱 (002761)。

水星家纺 2019 前三季度很好地控制了资产负债率，远低于行业平均 25.47%。同时公司的流动比率和速动比率水平也高于同行。综合以上数据，公司偿债能力较强，具有优越的资产变现能力，且能维系长期经营发展。

据此，我们在资本利用方面给予水星家纺“A”评级。

### 3 估值指标

#### 主要财务数据及预测

财务摘要	2019H1	2019Q3	2019E	2020E	2021E
营业收入 (亿元)	12.75	20.18	30.26	33.41	37.78
归属母公司股东净利润 (亿元)	1.35	2.15	3.21	3.72	4.34
基本每股收益 (元)	0.50	0.80	1.22	1.43	1.66
市盈率	17.92	15.55	12.32	10.51	9.05

数据来源: China Knowledge 数据库、水星家纺季度 / 半年度报告

注: 市盈率截止 2019H1 和 2019Q3 最后一天。



我们预测公司 2019-2021 年分别实现营收 30.26 亿元、33.41 亿元和 37.78 亿元，对应基本每股收益 (EPS) 分别为 1.22 元、1.43 元和 1.66 元。

公司名称	股票代码	市值 (亿元)	市盈率 (TTM)	基本每股收益 (元)	营收同比 (%)	毛利率 (%)
水星家纺	603365	40.1	12.6	0.80	11.89%	38.09%
罗莱生活	002293	72.7	14.1	0.43	-1.64%	43.44%
富安娜	002327	57.9	11.6	0.29	-4.88%	51.78%
梦洁股份	002397	38.4	44.3	0.12	16.71%	40.41%

数据来源: China Knowledge 数据库、水星家纺年度报告

注: 市值、市盈率截止 2019 年 11 月 21 日, 其他指标取自上市公司 2019 三季度报告。

根据水星家纺所处的行业特点, 我们选择了 3 家上市公司与其进行比较。在盈利水平方面, 水星家纺 38.09% 的毛利率位列可比公司末位, 主要原因是渠道结构不同所致, 其线下经销业务占比最高 (65%)。加之公司产品结构在不断优化, 线下不断扩大城市覆盖率, 增加经销网络密集度, 将会共同拉动营收增长率。

比较市盈率 (PE) 水平, 水星家纺的市盈率 12.6 倍低于行业平均水平, 鉴于以上所有业绩增长表现, 我们认为目前公司被市场低估, 其股价还有很大上升空间。

综上, 在估值方面, 水星家纺评级为 “A”。

## 4 股票流通性

10月21日至11月20日

名称	股票代码	Amihud 流动性度量 ( $10^{10}$ )
水星家纺	603365	0.2
罗莱生活	002293	0.2
富安娜	002327	0.1
梦洁股份	002397	0.1

来源: China Knowledge 数据库

Amihud 流动性指标是金融文献中广泛使用的流动性指标, 它使用每日成交量与收益比率的绝对值来捕捉价格影响。数字越大, 股票的流动性越强。

根据 Amihud 流动性指标, 水星家纺的股票流动性指标是 0.2, 略高于行业平均水平 0.18, 但与其他行业该指标相比较低, 股票流动性仍有待提高。我们给出“B”评级。

B



## 5 机构持股情况

机构名称	持股情况 (万股)		
	2019H1	2019Q3	变化
上海赞九咨询管理中心 (有限合伙)	370.00	370.00	-
深圳东方通达资产管理有限公司 - 东方通达十号私募证券投资基金	122.48	135.30	10.47%
国联安德盛小盘精选证券投资基金	45.01	-	退出
国联安安稳灵活配置混合型证券投资基金	15.00	-	退出
汇丰晋信双核策略混合型证券投资基金	8.77	-	退出
上投摩根核心成长股票型证券投资基金	8.00	-	退出
国联安价值优选股票型证券投资基金	1.50	-	退出
广发中证全指可选消费交易型开放式指数证券投资基金	1.06	-	退出
上证社会责任交易型开放式指数证券投资基金	0.56	-	退出
兴全沪深 300 指数增强型证券投资基金 (LOF)	0.21	-	退出
广发中证全指可选消费交易型开放式指数证券投资基金发起式联接基金	0.02	-	退出
建信上证社会责任交易型开放式指数证券投资基金联接基金	0.02	-	退出
上海水星家用纺织品股份有限公司回购专用证券账户	-	125.55	新进

来源: China Knowledge 数据库、水星家纺季度 / 年度报告

对比 2019Q3 和 2019H1, 多数基金机构减持或退出, 然而由于退出的基金持仓量较低, 加之公司回购 1.26 亿股用于股权激励或员工持股计划, 导致机构总持股数变化不大。随着公司调整线上、线下战略后加速增长, 我们认为未来公司将迎来基金机构增持的局面。

我们注意到前十大持股股东中, 没有外资机构投资者的身影, 说明公司对外资还缺乏吸引力。由此, 在机构持股方面, 水星家纺评级为“C”。



## 风险提示及免责声明

本报告由中盛在线私人有限公司（以下简称“中盛”）证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中盛的机构客户；2) 中盛的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中盛的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中盛的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中盛不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中盛将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中盛或其附属及关联公司的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中盛不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中盛的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中盛及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中盛的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中盛任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中盛成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中盛成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中盛本身网站以外的资料，中盛未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中盛网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中盛及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。