

2017 年 11 月 09 日

公司研究•证券研究报告

水星家纺 (603365.SH)

新股分析

定位二、三线城市的知名家纺品牌，电商渠道快速发展

投资要点

◆ **定位于二、三线高端消费群体**：水星家纺是一家主营床上用品的家用纺织品公司，旗下品牌由“水星”、“百丽丝”构成，主要目标客户为二、三线城市的高端消费群体，产品多追求生活风格和品位。公司的主要产品为套件、被芯、枕芯、毛毯及其他产品。水星家纺的销售渠道以传统的一、二级加盟模式为主。同时，近年来公司电商渠道快速发展。

2014-2016 年，公司实现营收分别为 17.76 亿元、18.51 亿元、19.77 亿元，同比增长 11.65%、4.26%、6.80%；实现归母净利润 1.15 亿元、1.35 亿元、1.98 亿元，同比增长 16.69%、16.90%、46.68%。

2017 上半年，公司实现主营业务收入 9.83 亿元，同比增长 28.15%，公司主营业务毛利率继续提升至 37.80%。截止 2017 年 6 月，公司共有 100 余家总经销商、2632 个实体销售终端。近年，公司抓住电商发展趋势，努力拓展市场份额，2017 上半年电商渠道占营收比例已达到 41.53%。

◆ **家纺行业仍有较大发展空间**：近年来，我国宏观经济增速放缓，但居民生活水平仍然稳步提高，消费结构也正逐步升级。同时，我国家纺行业与床上用品行业稳步发展。根据 Euromonitor，2010 年我国家纺行业市场规模为 1168.16 亿元，2015 年市场规模达到 1869.81 亿元，年复合增长率为 9.87%，而随着我国城镇化进行不断推进以及居民生活水平不断提升，预计家纺行业将保持 5.3% 的年复合增长率，并在 2020 年实现约 2423 亿元的市场规模。我国家纺行业占纺织业占比较发达国家更低。随着酒店旅游产业迅速发展、婚庆市场蓬勃发展、二孩政策全面放开，家纺行业需求或将进一步扩大，仍有较大发展空间，同时行业集中度较低，水星家纺或将运用其品牌影响力，在家纺市场获得更大份额。

◆ **扩产能提效率强研发，线上线下融合助力公司增长**：公司募集资金筹建新生产基地，改善生产结构，并强化仓储物流体系，提高经营效率，着重研发水平提升，推动功能性产品研发，为市场份额提升夯实基础。同时，公司进一步发展直营渠道，优化公司销售网络，并促进线上线下融合，打造全渠道销售网络。未来三年，水星家纺将在巩固原有销售网络的基础上，继续在上海、北京、杭州、南京、石家庄、武汉六个城市新建 72 家水星家纺直营店与商场专柜，提升品牌影响力，完善终端营销体系。

◆ **投资建议**：在家纺行业平稳发展的情况下，基于销售渠道与品牌优势，公司预计将在销售渠道改善与物流效率提升中进一步增长。我们公司预测 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.90、1.00 和 1.16 元。按照可比公司市盈率，予以 17~23 倍市盈率区间，合理价格区间为 15.30 元至 20.70 元。

◆ **风险提示**：市场竞争更为激烈；产品质量事故风险；公司生产规模扩大的管理风险。

发行价格：16.00 元

定价区间：15.30 - 20.70 元

发行数据

总股本(万股)	26,667
发行数量(万股)	6,667
网下发行(万股)	667
网上发行(万股)	6,000
保荐机构	中信建投证券股份有限公司
发行日期	2017/11/8
发行方式	网上发行,网下配售

股东信息

水星控股集团有限公司	53.90%
李来斌	8.43%
谢秋花	5.08%
李裕陆	3.51%
李丽君	3.05%
李裕高	3.04%
梁祥员	2.66%
李裕奖	2.58%
李道想	2.56%
李统钻	2.31%

相关报告

财务数据与估值

摘要(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,851.2	1,977.0	2,275.3	2,565.3	2,893.7
净利润	134.8	197.7	238.9	267.8	308.1
每股收益(元)	0.67	0.99	0.90	1.00	1.16
每股净资产(元)	3.76	4.45	7.52	8.22	9.03

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
毛利率	33.3%	36.9%	37.4%	38.9%	39.1%
净利润率	7.3%	10.0%	10.5%	10.4%	10.6%
净资产收益率	17.9%	22.2%	11.9%	12.2%	12.8%
ROIC	5.4	6.9	8.7	8.4	6.0

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、公司业务简介	5
二、本次发行概况	6
三、行业分析	6
(一) 消费内需逐步提速	6
(二) 家纺行业稳步推进	7
(三) 床上用品行业稳步发展, 品牌企业影响力提升	8
(四) 电商模式发展迅速	9
(五) 原材料价格有所回升	10
四、公司业务分析	11
(一) 大力建设品牌, 打造全国知名度	11
(二) 传统渠道放缓, 电商渠道快速发展	12
(三) 高档产品占比下降, 销售向基础款倾斜	12
五、同类公司对比	13
(一) 上半年营业收入实现较快增长	13
(二) 毛利率受益于渠道结构有所提升调整, 但销售费用或将同步提高	14
六、募集资金用途	15
(一) 新增生产线扩产能, 仓储信息化提效率	15
(二) 线上线下渠道融合、直营渠道稳步扩张	16
(三) 技术研发中心升级, 增强公司竞争力	17
七、盈利预测	17
八、风险提示	18
(一) 市场风险	18
(二) 产品质量风险	18
(三) 管理风险	18

图表目录

图 1: 公司主营业务及毛利率	5
图 2: 公司主营业务拆分	5
图 3: 公司分地域营收占比	6
图 4: IPO 发行后股权分配估计	6
图 5: 2005-2016 年我国 GDP 及增速	7
图 6: 2005-2016 年我国居民消费水平及其增速	7
图 7: 三大纺织品类行业终端产品占比	8
图 8: 家纺行业市场规模及预测	8
图 9: 国内床上用品行业发展历程	8
图 10: 2011-2021 我国床上用品销售额及其预测	9
图 11: 我国有限服务酒店及客房情况	9
图 12: 出生人口数量预测	9
图 13: 家居市场电商销售收入情况	10

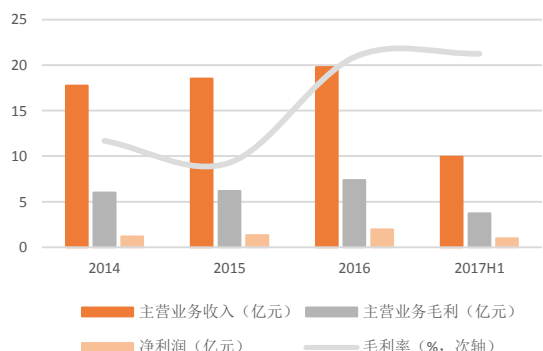
图 14：我国棉花价格指数（CC Index 328）	10
图 15：江苏盛泽涤纶短纤价格指数	10
图 16：各公司广告宣传费占总营收比例	11
图 17：传统销售渠道收入及终端数量	12
图 18：电商渠道销售收入及增速	12
图 19：各产品平均售价（元/件）	13
图 20：不同档次营业收入占比	13
图 21：各公司营业收入（万元）	13
图 22：各公司营收同比增速	13
图 23：各公司套件产品毛利率	14
图 24：各公司被芯产品毛利率	14
图 25：各公司销售费用占总营收比例	15
图 26：各公司管理费用占总营收比例	15
图 27：公司自有产能与销量情况	15
图 28：新增直营店情况（家）	16
图 29：公司各渠道毛利率	16
图 30：线上线下融合示意图	17
表 1：家纺行业主要政策	7
表 2：公司技术研发具体内容	17
表 3：可比公司市盈率	18

一、公司业务简介

水星家纺是一家主营床上用品的家用纺织品公司，旗下品牌由“水星”、“百丽丝”构成，主要目标客户为二、三线城市的高端消费群体，产品多追求生活风格和品位。

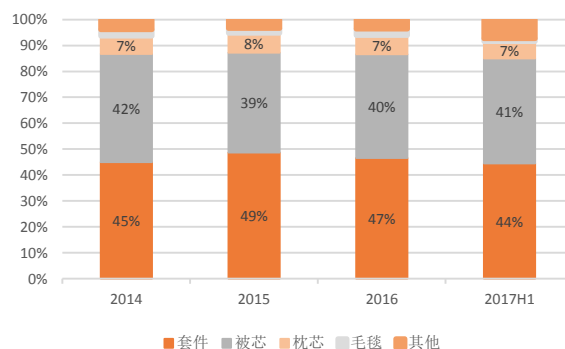
公司的主要产品为套件、被芯、枕芯、毛毯及其他产品。2017 上半年，公司实现主营业务收入 9.83 亿元，其中，套件、被芯、枕芯、毛毯占比分别为 44.46%、40.52%、6.56%、1.17%，且各产品主营收入占比较稳定。同时，上半年营业收入同比增长 28.15%，公司主营业务毛利率继续提升至 37.80%。

图 1：公司主营业务及毛利率



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

图 2：公司主营业务拆分

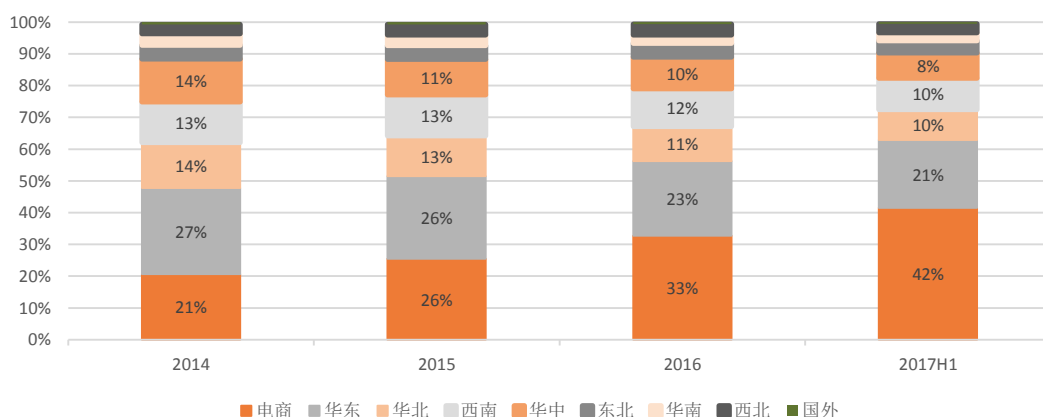


资料来源：招股说明书，华金证券研究所

同时，不同于罗莱、富安娜等将直营与加盟并重，水星家纺的销售渠道以传统的一、二级加盟模式为主。水星家纺的主要市场为华东、华北、西南地区，销售网络较其他公司更为下沉。截止 2017 年 6 月，公司共有 100 余家总经销商、2632 个实体销售终端。实体销售终端覆盖了大陆 31 个省、自治区、直辖市，形成了以经销商、直营渠道和网络销售渠道为主，渠道形式多样、消费者覆盖广、成长空间大的规模化销售网络。

实体门店仍是水星家纺销售的主要渠道，但电商渠道正快速提升。近年，公司抓住电商发展趋势，努力拓展市场份额，2017 上半年电商渠道占营收比例已达到 41.53%。而根据销售区域划分来看，华东地区是传统渠道最核心的销售区域，营收占比达到 21.37%，是公司重要的收入与利润来源。而华北、西南、华中地区营收占比分别达 9.55%、9.92%、7.92%。公司形成以华东为核心，辐射全国的销售网络，为公司的增长提供保障。

图 3：公司分地域营收占比

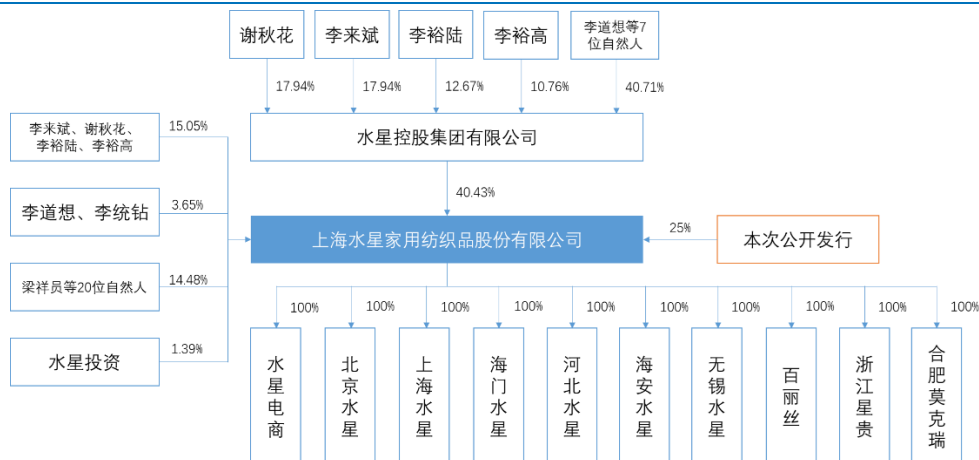


资料来源：招股说明书，华金证券研究所

二、本次发行概况

公司总股本为 20000 万股，本次公开发行股票数量为 6667 万股，发行成功后公司总股本将增至 26667 万股，新发行股份占发行后总股本 25%。发行后，水星控股集团有限公司持股 40.43%，为第一大股东，而李来斌、谢秋花分别以 6.32%、3.81%位列第二、第三大股东。

图 4：IPO 发行后股权分配估计



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

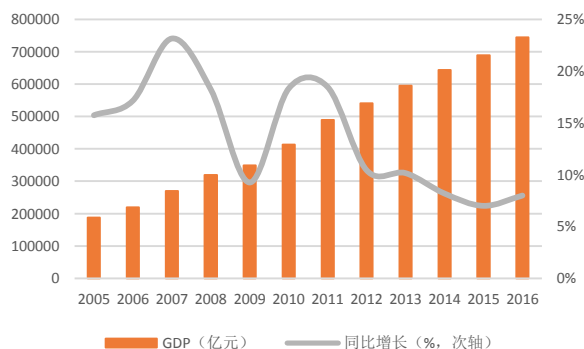
三、行业分析

公司属于纺织业下的家用纺织制成品制造行业，具体细分行业为床上用品制造业。纺织产业历史发展悠久，并逐步形成以家用纺织品、服装用纺织品、产业用纺织品为三大体系的现代纺织业。

（一）消费内需逐步提速

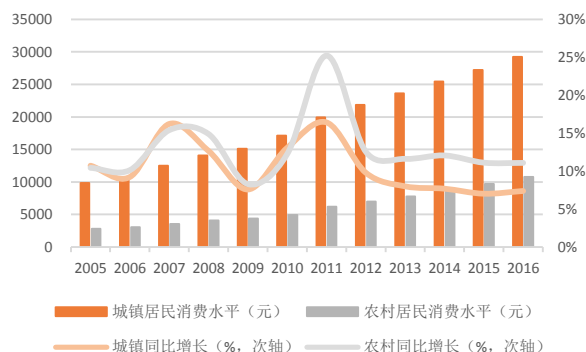
近年来，我国宏观经济增速放缓，居民生活水平稳步提高，消费结构逐步升级，家纺产品正逐步从功能型生活必需品，到改善生活、妆点环境的重要装饰品演变。同时，消费正在成为我国经济增长的新兴力量，2017 年前三季度，消费对经济增长贡献率达 64.5%。人民对生活改善的内需正持续推动纺织服装等消费行业的发展。

图 5：2005-2016 年我国 GDP 及增速



资料来源：wind，华金证券研究所

图 6：2005-2016 年我国居民消费水平及其增速



资料来源：wind，华金证券研究所

（二）家纺行业稳步推进

家用纺织品行业是我国纺织产业的重要组成部分，是我国传统的支柱产业，而政府及相关部门也相继出台相关规划等文件，推动家用纺织品行业的发展。

表 1：家纺行业主要政策

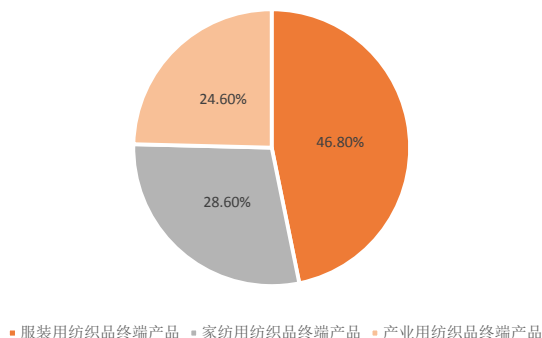
行业主要政策	政策内容
《纺织工业“十二五”科技进步纲要》（2010）	“十二五”期间，加强服装家纺文化等重点领域的基础理论和前沿技术研究，加强服装、家纺文化及品牌发展课题研究，推广绿色环保家纺新产品加工技术，提高纺织面料、服装、家纺产品的开发创新水平，促进产业科技成果向市场开拓能力和品牌价值转化。
《建设纺织强国纲要（2011-2020）》（2012）	服装、家纺、针织、面料等产品品牌发展日趋成熟，在建立市场信誉、提升品牌价值等方面取得显著进步，纺织工业从加工制造向自主品牌创建提升，要创建品牌新优势。
《纺织工业“十二五”发展规划》（2012）	以服装和家纺行业为重点实施品牌建设工程。制定我国服装家纺品牌发展战略，建立品牌企业统计、跟踪、评价体系，建立我国纺织服装品牌数据库。加快推进我国服装家纺品牌国际化进程，争取尽快形成一批国际化服装家纺品牌。
《生物基材料重大创新发展工程实施方案》（2014）	提高生物基材料产业技术创新能力、增强生物基材料规模化生产能力、形成生物基材料产业集群发展效应、实现重点应用区域和行业的规模化应用示范。
《中国制造 2025》（2015）	推进信息化与工业化深度融合，全面推行绿色制造，加快纺织等行业生产设备的智能化改造，提高精准制造，促进纺织等产业向价值链高端发展。

资料来源：招股说明书，华金证券研究所

根据《中国纺织工业发展报告》，我国家纺用、服装用、产业用三大纺织品业终端产品比例为 28.6：46.8：24.6，且家用纺织品行业将成为纺织行业发展潜力最大的子行业。根据中国家用纺织品行业协会的调查，美欧日等发达国家的家用纺织品占纺织品总消费量的比例约为 33%至 38%，而我国目前家用纺织品在纺织业的产品消费比例为 28.60%，与发达国家相比，此消费比例仍然偏小，家纺行业仍有较大发展空间。

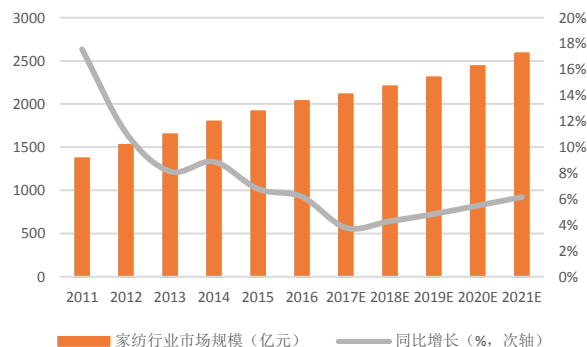
根据 Euromonitor，2010 年我国家纺行业市场规模为 1168.16 亿元，2015 年市场规模达到 1869.81 亿元，年复合增长率为 9.87%，而随着我国城镇化进行不断推进以及居民生活水平不断提升，预计家纺行业将保持 5.3% 的年复合增长率，并在 2020 年实现约 2423 亿元的市场规模。

图 7：三大纺织子行业终端产品占比



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

图 8：家纺行业市场规模及预测

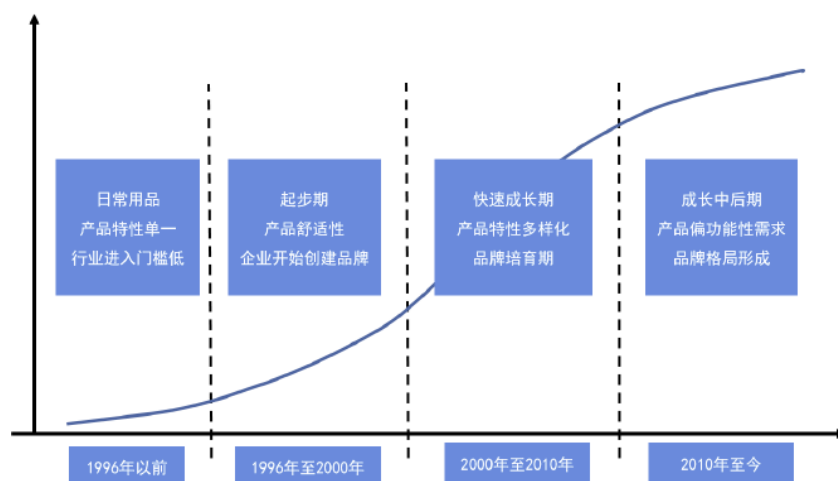


资料来源：招股说明书，华金证券研究所

（三）床上用品行业稳步发展，品牌企业影响力提升

自 1996 年起，我国床上用品行业逐步发展，2010 年后，床上用品行业步入成长中后期，行业增速整体趋缓。随着消费者对品牌认同感的逐步增强，品牌在行业内的影响力逐步扩张，一批优秀的床上用品品牌脱颖而出，行业品牌格局逐渐形成，罗莱、富安娜、梦洁、水星家纺等家纺品牌市场影响力不断提升。

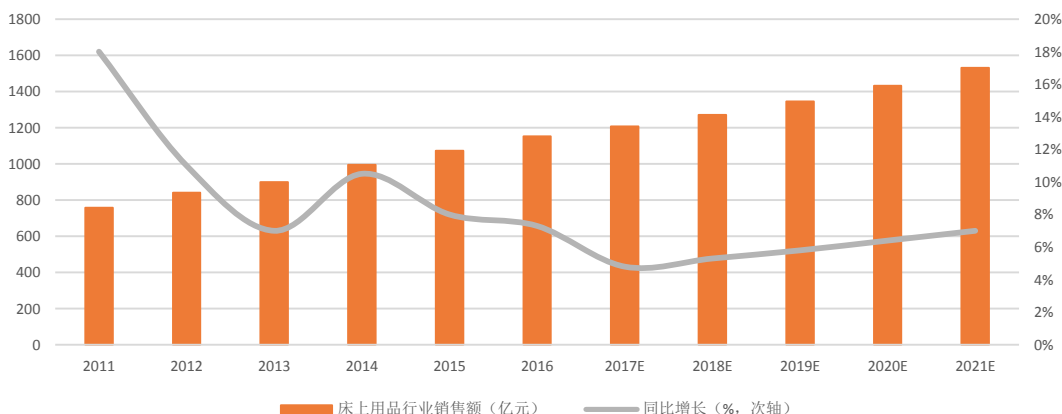
图 9：国内床上用品行业发展历程



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

随着居民消费水平的逐步提高，我国床上用品行业销售规模不断提升。据 Euromonitor，2011 年国内床上用品销售额为 757.20 亿元，至 2016 年达 1151.64 亿元，年复合增长率为 8.7%，呈稳步增长趋势。随着国内家纺行业不断发展，床上用品行业将保持 5.9% 的年复合增长率，至 2021 年国内床上用品行业销售总额将达约 1530.75 亿元。

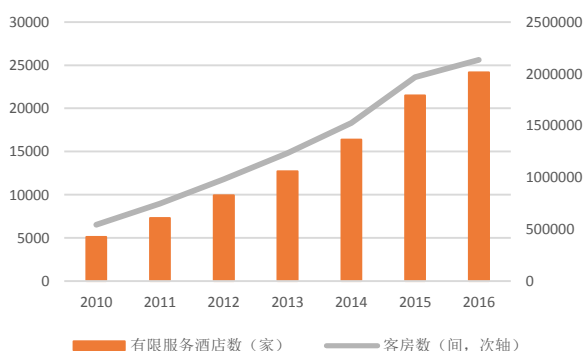
图 10：2011-2021 我国床上用品销售额及其预测



资料来源：招股说明书，Euromonitor，华金证券研究所

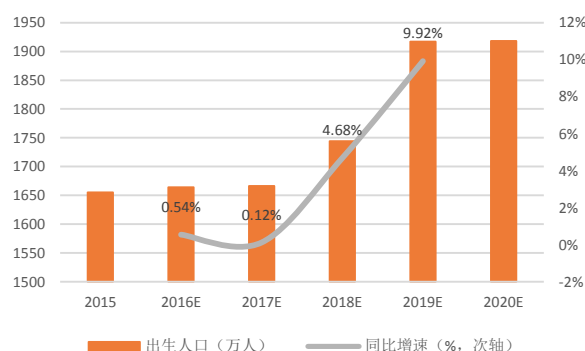
同时，随着我国酒店旅游产业迅速发展、婚庆市场蓬勃发展、二孩政策全面放开，酒店、婚庆、新生儿对家纺产品的刚性需求，将进一步带动我国床上用品行业市场规模的扩大，市场前景良好。对以床上用品为主打产品的水星家纺而言，还有较大市场空间可以期待。

图 11：我国有限服务酒店及客房情况



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

图 12：出生人口数量预测



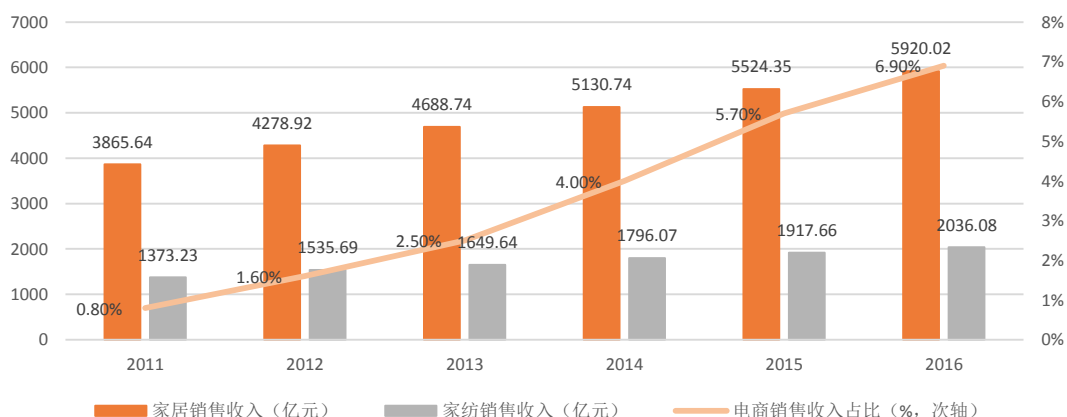
资料来源：罗兰贝格，华金证券研究所

（四）电商模式发展迅速

电商模式的发展，打破了原来以专卖店、加盟店等实体店销售为主的销售网络格局。根据 Euromonitor 数据统计，2010 年我国家居市场电商销售额占总销售额的 0.50%，而到 2016 年，我国家居市场通过电商渠道所取得的销售额已经达到 6.90%，呈增长趋势，电商销售在家纺企业的销售比重中占比越来越大。

电商渠道促进行业销售结构的调整，但线下渠道依然是床上用品企业的主要利润来源，线上线下渠道相互融合，是未来床上用品企业销售模式的必然趋势。传统销售渠道的实体店给床上用品购买者带来的感官和消费体验，是电商模式不可取代的；电商渠道方便、快捷，解决了传统线下渠道的地域限制、价格限制、购物便捷限制等因素。

图 13：家居市场电商销售收入情况



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

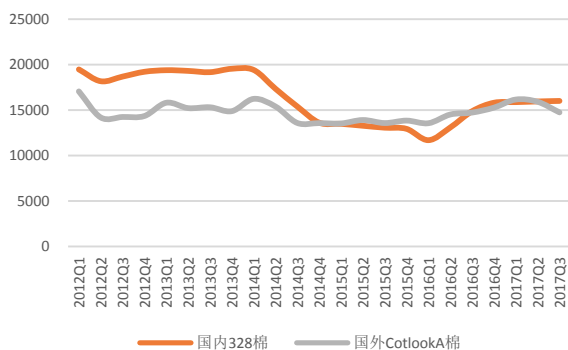
(五) 原材料价格有所回升

床上用品的初级原材料包括棉花、化纤，直接原材料包括成品布、填充料等。2012 年至 2014 年，国内棉花市场价格维持在每吨 19000 元左右，而在 2014 年至 2016 年，棉花目标价格改革试点启动，价格逐步下行，与市场价相适应，至每吨 13000 元左右。而 2016 年来，受国内棉花种植面积下降影响，棉花价格有所上升。目前，国内棉花价格指数 (CC Index 328) 价格位于每吨 16000 元左右。但由于全球棉花增产，农业部预计 2017 至 2018 年，国内 3128B 级棉花均价仍然维持在每吨 14500~16500 元区间内，价格预期较为稳定。

而就化纤而言，床上用品最主要使用的涤纶价格由 2011 年的每吨 11000 元左右，降至 2015 年的每吨 7000 元左右，但受环保清查、整治散乱污等影响，目前涤纶价格上行至每吨 9000 元左右，短期内涤纶价格或将小幅上行。

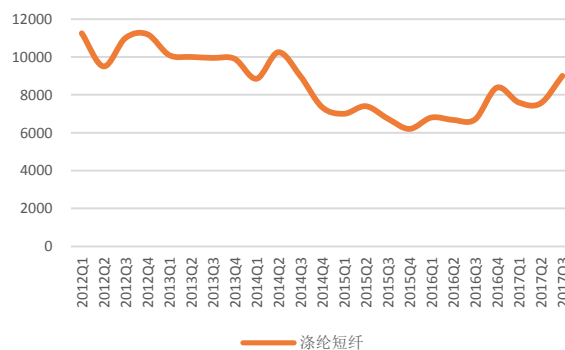
整体来看，原材料价格在 2016 年至 2017 年有所上行，家纺行业如不能及时向下游转嫁，盈利能力受到一定冲击。。

图 14：我国棉花价格指数 (CC Index 328)



资料来源：wind，华金证券研究所

图 15：江苏盛泽涤纶短纤价格指数



资料来源：wind，华金证券研究所

同时，新面料和新加工工艺的升级换代，提高了家纺行业的品质，满足了消费者消费升级与多元化消费的需求，而家用纺织品的快速发展，也带动了纺织面料、工艺等上游行业的不断发展。上下游行业共同发展，相辅相成。

四、公司业务分析

（一）大力建设品牌，打造全国知名度

根据《中国纺织业发展报告》统计，全国规模以上床上用品生产企业达到 1847 家，规模以下的企业数量则更为众多。行业整合度较低，品牌家纺未来将有较大发展空间。

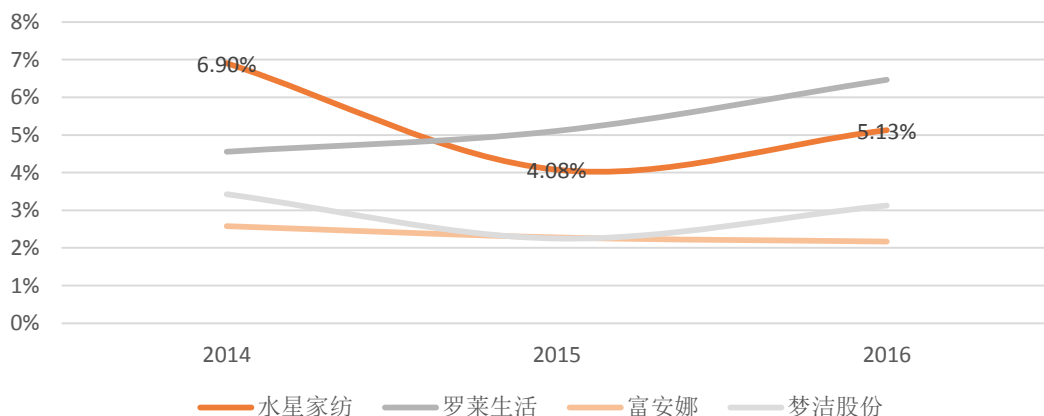
从 2004 年起，公司即开始聘请香港著名影星刘嘉玲担任产品形象代言人，开始了全面的、系统化的品牌建设。而公司也设有专门机构，从品牌建设的战略、策略以及具体方案的实施等各个方面进行全面的、立体化的掌控。

公司于 2006 年、2012 年先后聘请了国内著名影星陈好、台湾国际名模吴佩慈担任公司“百丽丝”品牌形象代言人；2014 年、2016 年先后聘请了韩国著名影星金宇彬、影星吴亦凡担任水星品牌形象代言人，从而开启了水星品牌双形象代言人时代。公司在电视、平面媒体、互联网等多种公共媒体上组合投放广告。同时公司积极参加中国纺织针织博览会等大型展会，组织“相约国家奥体、献礼和谐社会——2008 阳光行动”、“水星家纺·群星耀中国”等大型活动，将日常的广告宣传与主题型宣传活动有效结合，保证公众曝光率，确保品牌的知名度与影响力。

相较罗莱、富安娜、梦洁三个可比公司，2016 年水星家纺的广告宣传费占总营收达到 5.13%，仅次于罗莱生活的 6.47%，高于富安娜的 2.17%与梦洁股份的 3.13%。

大量的广告宣传投入，带来了水星家纺的品牌知名度提升与客户黏性。旗下品牌“水星”与“百丽丝”均为中国驰名商标，而“水星”更是获取了“上海名牌产品”的荣誉。在双十一前，定位于中高端价位的“水星”品牌已在淘宝排行居家套件类目中位列第九，受到消费者的高度关注。

图 16：各公司广告宣传费占总营收比例



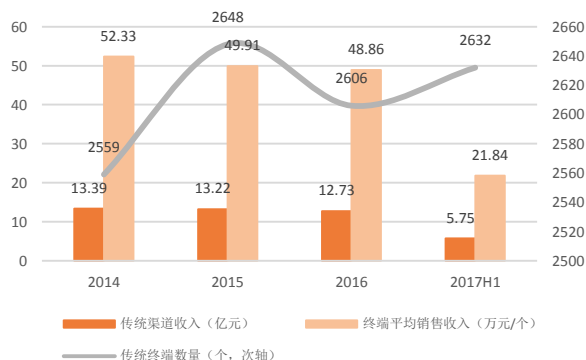
资料来源：招股说明书，wind，华金证券研究所

（二）传统渠道放缓，电商渠道快速发展

在渠道发展方面，公司采用加盟、直营、电商渠道共存的方式，利用传统渠道和新兴渠道的互补优势，开拓市场份额。一方面，公司重视传统渠道的建设与维护，保持相对稳定的传统终端数量规模，并通过直营方式巩固品牌市场影响力，通过加盟方式充分利用各级经销商资源，扩大市场份额；另一方面，公司加大对增长迅速的新兴渠道的投入力度，把握市场高速增长的脉络。

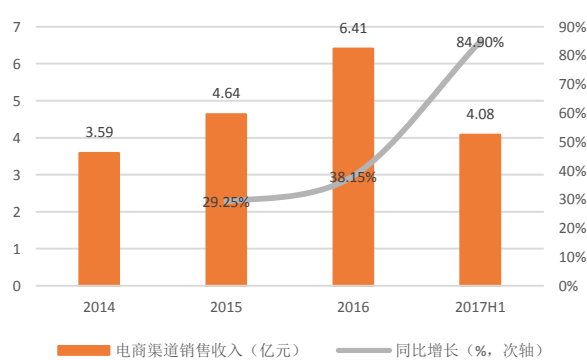
近年来，新兴渠道的高速增长仍然对传统商业模式带来较大冲击。2016 年，公司传统渠道收入下滑 3.66%至 12.73 亿元，传统终端渠道数量下降 1.59%至 2606 个，同时终端平均销售收入也有小幅下降，毛利率维持在 40%以下。不过，公司大力投入强化与巩固传统渠道的终端销售网络，提升传统渠道的抗风险能力，使传统渠道仍保持了相对稳定的规模。同时，公司积极探索与拓展新兴渠道，把握住市场机会，在电商渠道业绩有明显提升，2014 至 2016 年，电商渠道收入分别为 3.59、4.64、6.41 亿元，年复合增长率达 33.62%。而 2017 年上半年，受“6·18”推动，公司电商渠道实现了 84.90%的增速，同时保持了约 47%的高毛利率，为公司持续稳定增长奠定基础。

图 17：传统销售渠道收入及终端数量



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

图 18：电商渠道销售收入及增速



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

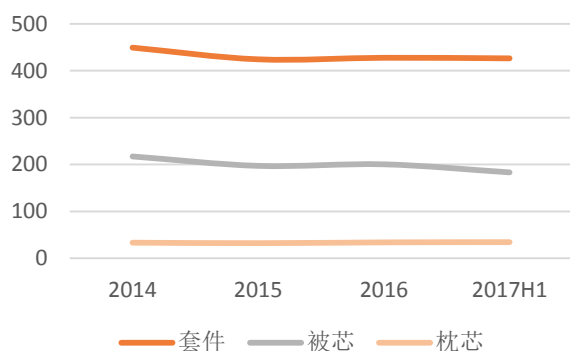
（三）高档产品占比下降，销售向基础款倾斜

水星家纺的产品价格定位为中高端价格。而就各产品的平均售价来看，2017 年上半年，套件平均售价为 426 元一套，被芯平均售价为 183 元一件，较为符合其中高端产品价格定位。同时，近三年来，套件、被芯的平均售价各有约 5%、15%的降幅，平均价格有所降低。

不过，随着近年来电商渠道较传统渠道的更快发展，基础款消费得到激活。同时，电商渠道对全国传统渠道有所冲击，特别是其高性价比产品对传统高端产品产生较大冲击。2014 年至 2017 上半年，水星家纺高档产品营收占比自 32%下降至 22%，基础款营收占比逐步由 25%上升至 34%。此消费结构变化趋势，或将带来市场竞争格局的进一步加剧。但水星家纺仍可运用其长期积累的品牌、研发优势，在新的竞争格局中保持市场地位，并努力扩大其市场份额。

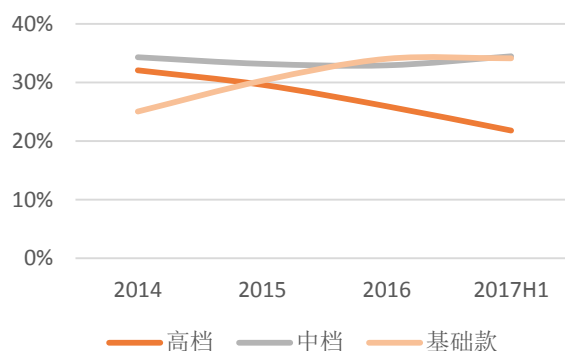
同时，随着我国消费升级下居民消费需求的差异化发展，以及各种功能性产品的逐步开发、被市场接受，中高档产品营收占比有望维持稳定，甚至有所回升。

图 19：各产品平均售价（元/件）



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

图 20：不同档次营业收入占比



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

五、同类公司对比

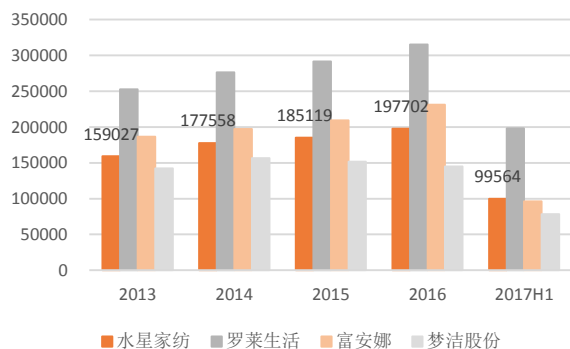
水星家纺与罗莱、富安娜、梦洁均为定位于中高端价位的、主打床上用品的家纺公司，且均以自主生产为主，以外购产能为辅，其业务、财务等数据具有较强可比性。不过，水星家纺与可比公司之间仍有不同，水星家纺的销售渠道偏向加盟模式，而可比公司均采用直营、加盟并重的模式。

（一）上半年营业收入实现较快增长

水星家纺在 2013 至 2016 年实现了 7.53% 的营业收入复合增长，其营业收入的持续增长为公司的经营活动提供保障。就公司而言，梦洁股份的营收在 2014 年后出现下滑，但 2017 上半年已恢复上行。而罗莱生活、富安娜仍保持持续增长。

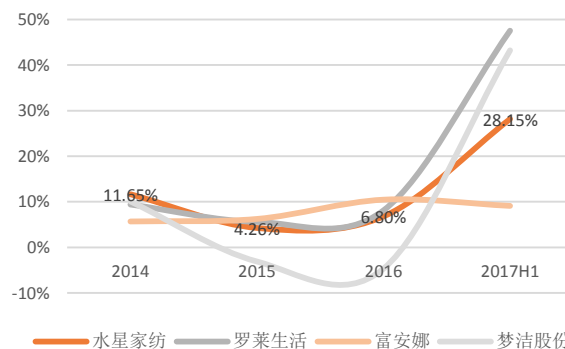
而就营业收入同比增长来看，2015 年家纺行业受到转型升级考验，各公司营收增速有所下滑，且在 2016 年部分回升。2017 上半年，受“6·18”活动影响，各公司大多出现增速快上扬趋势（含兼并收购贡献）。因此，由于公司销售结构，水星家纺电商渠道快速增长。2017 上半年电商渠道实现 84.90% 的同比增长，为公司上半年 28.15% 的营收增长奠定基础。

图 21：各公司营业收入（万元）



资料来源：wind，华金证券研究所

图 22：各公司营收同比增速

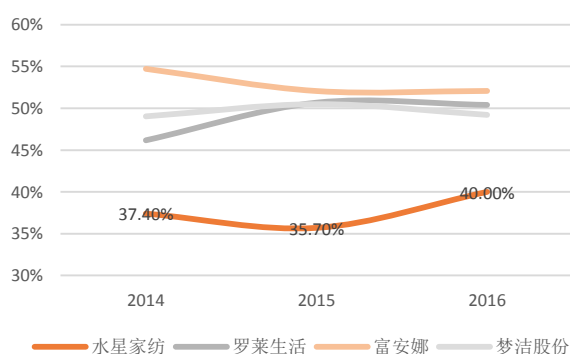


资料来源：wind，华金证券研究所

（二）毛利率受益于渠道结构有所提升调整，但销售费用或将同步提高

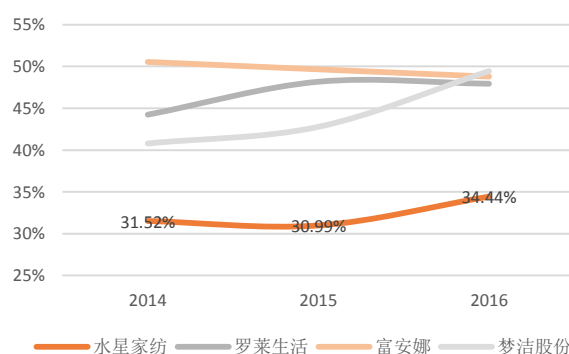
就毛利率来看，水星家纺由于偏向“公司——总经销商——经销商”模式，并将销售网络在广大的二、三线城市进行铺设，公司需要与各级经销商分享销售环节利润，因而公司的产品毛利率低于可比公司水平。2016 年，水星家纺套件产品毛利率为 40%，较可比公司平均水平 50.56% 低约 10pct；被芯产品毛利率为 34.44%，较平均水平 48.72% 低约 14pct；而枕芯产品毛利率为 42.47%，较平均水平低约 6pct，较可比公司更低的毛利率，但在水星家纺传统渠道稳步梳理、电商渠道发力、直营渠道持续投入的驱动下，毛利率或将进一步提升。

图 23：各公司套件产品毛利率



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

图 24：各公司被芯产品毛利率



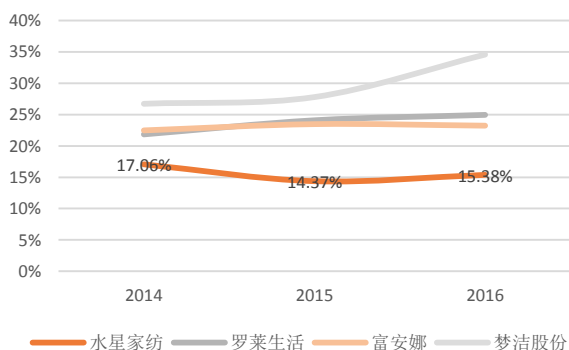
资料来源：招股说明书，华金证券研究所

同时，水星家纺对期间费用的控制较好，2014 至 2016 年，期间费用率一直维持在 25% 左右，与富安娜的 26% 左右类似，远低于罗莱生活与梦洁股份。其中，受销售渠道较可比公司更偏向经销商，不少销售费用由经销商负担，2016 年水星家纺的销售费用占营收仅为 15.38%，较可比公司平均水平的 27.57% 低 12.19pct。

而由于销售渠道的不同，水星家纺也负担了更多的管理费用。即使水星家纺的研发支出占总营收达 3.44%，较可比公司平均水平 2.40% 高 1.04pct，与梦洁股份的 3.22% 类似，但 2016 年水星家纺管理费用占比达 8.26%，较可比公司平均水平 6.12% 高 2.14pct，而同期内梦洁股份的管理费用占比仅为 5.12%。

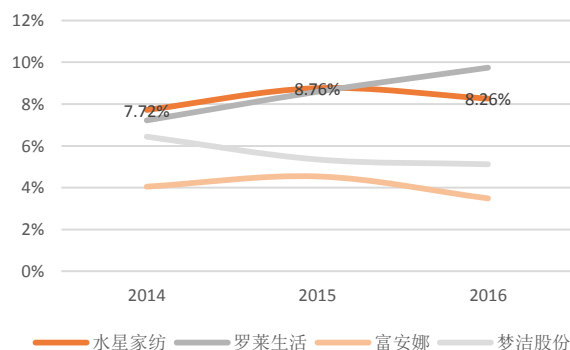
水星家纺对期间费用的良好控制，在销售毛利率低于可比公司平均水平时，保障了公司的利润规模，并为公司的持续发展奠定基础。

图 25：各公司销售费用占总营收比例



资料来源：招股说明书，wind，华金证券研究所

图 26：各公司管理费用占总营收比例



资料来源：招股说明书，wind，华金证券研究所

六、募集资金用途

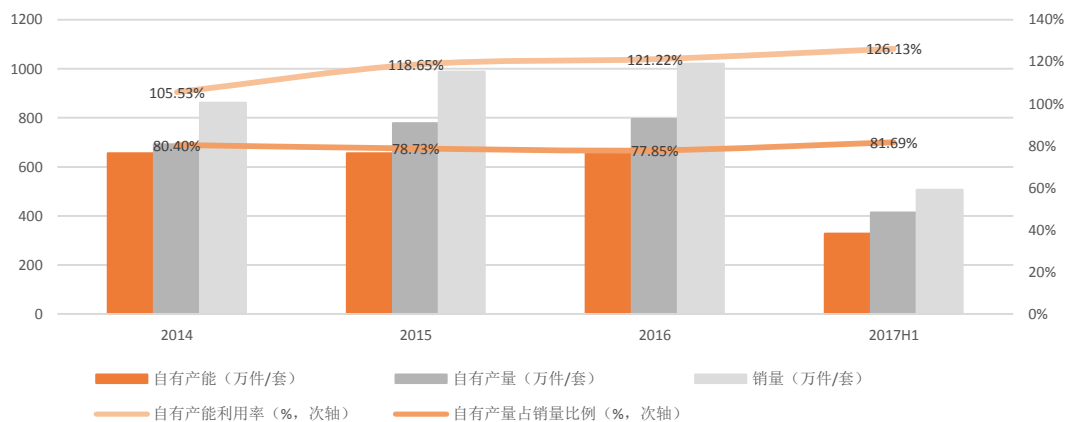
（一）新增生产线扩产能，仓储信息化提效率

随着我国居民可支配收入不断提升，消费升级持续，对家纺产品、床上用品的需求也不断增加。对水星家纺而言，2014 年至 2016 年，自有产能一直没有扩张，而销量正不断提升。

同时，我国家纺产品占整个纺织品市场的比率低于发达国家水平，家纺产业仍要相当大的发展空间。鉴于此，公司计划募集资金投资生产基地迁建项目，优化目前的生产布局，并新增年产 70 万条被芯产品的生产线，项目新增产能预计于 2018 年建成，并于 2019 年至 2021 年逐步投产，为公司在家纺行业中的市场份额进一步提升夯实基础。

该建设项目每年可实现营收 1.44 亿元，提升净利润 1948 万元，6.33 年可以回收投资成本，内部收益率达到 19.72%

图 27：公司自有产能与销量情况



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

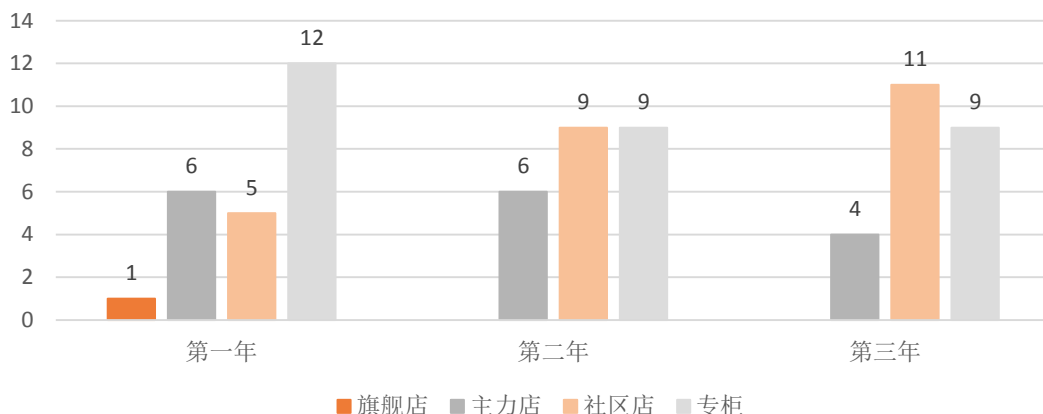
而仓储物流信息化建设项目是公司小型电子商务智能仓库的扩大化，通过运用 ERP、WMS 系统，改善公司目前销售下单、员工搬运、包装装车的复杂流程，提高发货速度，增强市场反应

能力，满足客户对快速物流的需求。同时，仓储物流的信息化管理，为实现仓储动态化管理，以及基于库存信息的精确补货、生产铺平道路。

（二）线上线下渠道融合、直营渠道稳步扩张

销售网络是服装家纺企业的核心竞争力之一，由于家纺行业存在地域限制，销售网络的扩张将影响企业的销售情况。未来三年，水星家纺将在巩固原有销售网络的基础上，继续在上海、北京、杭州、南京、石家庄、武汉六个城市新建 72 家水星家纺直营店与商场专柜，提升品牌影响力，完善终端营销体系。

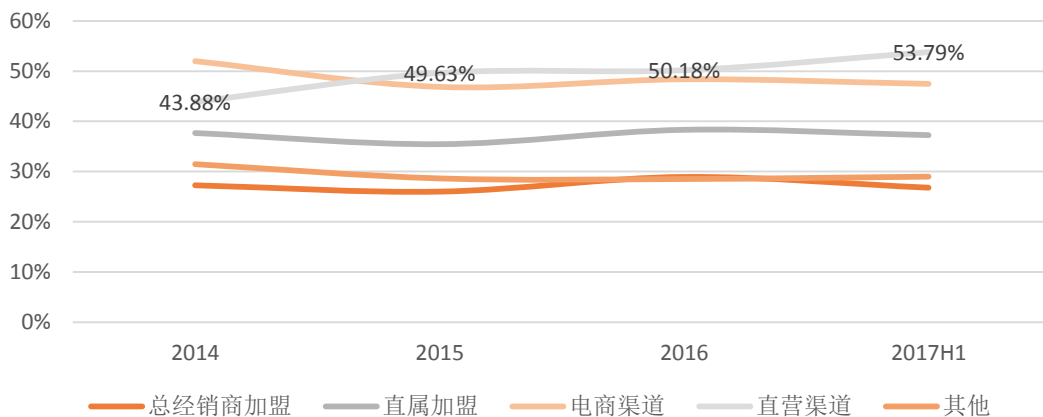
图 28：新增直营店情况（家）



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

而公司主要以直营方式扩展其销售渠道，主要原因有三点。一是公司采用以加盟为主的渠道模式，直营终端占比较低，截止 2017 年 6 月，直营渠道终端 93 家，仅占公司终端中的 3.53%，而同业上市公司偏重加盟与直营并重的模式，公司直营渠道仍有较大发展空间。二是公司直营渠道毛利率明显高于加盟渠道，2017 上半年，直营渠道毛利率达 53.79%，较加盟渠道整体的 28.97% 高出约 24pct，发展直营渠道可获得更大利润空间。三是直营渠道的人员、经营活动均受控于水星家纺，较加盟渠道更易管理，且能更快适应线上线下融合模式，更快响应市场变化。

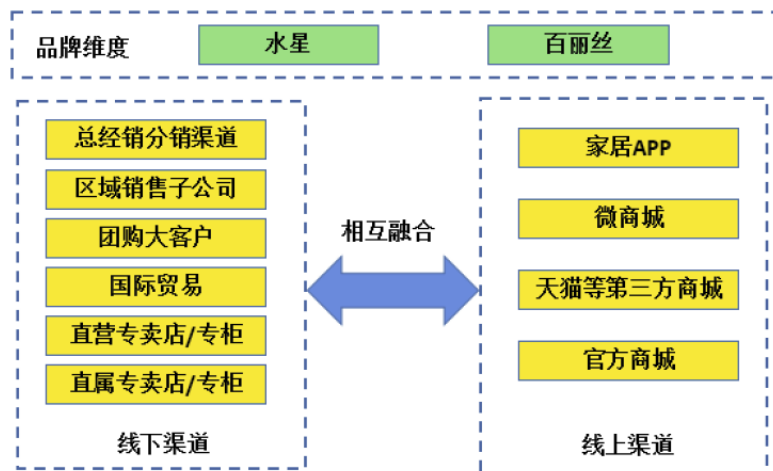
图 29：公司各渠道毛利率



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

同时，水星家纺在线下已经建立以经销、直营为主的营销渠道，在线上第三方平台建立相关旗舰店实现网络销售，但渠道之间相互独立，客户、订单、仓储等信息并未实现融通。线上线下融合项目将进一步围绕水星、百丽丝品牌，建设 O2O 系统平台，提升产品经营、品牌经营、渠道经营及用户关系经营水平，实现以用户为导向、以粉丝为依托的商务模式。平台化系统通过打通线上线下渠道，利用移动互联与消费者沟通连接，打造粉丝生态圈，实现销售渠道升级，促进公司发展。

图 30：线上线下融合示意图



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

（三）技术研发中心升级，增强公司竞争力

近年来，随着我国经济社会的发展和城镇化进程的推进，人民生活水平逐步提高，消费习惯和关注点也逐步发生变化，价格不再是影响消费决策最重要的因素，消费需求逐步向健康舒适、绿色生态、功能性等方向发展。因此，保持对行业技术基础性和前瞻性的研究和开发是企业产品创新的重要手段。

而进行技术研发中心升级，将完善试验和检测手段，满足新产品开发需求，并且完善技术研发环境，吸引行业高端技术人才，为公司持续进行行业前沿技术研究，提高技术创新能力和产品转化能力，不断开发适合消费者需求的产品，保持在激烈竞争中的市场地位夯实基础。

表 2：公司技术研发具体内容

研发课题名称	研发课题内容
特色功能性新型纤维材料	研制各种具备特殊功能的高科技纤维，通过特殊工艺技术，开发具有特定功能的家纺产品。
特色功能性新型助剂材料	研制能够低成本对织物进行功能性处理的特色功能助剂材料。
智能睡眠科技产品	根据人的睡眠习惯和状态，开发更为舒适的床品；并通过其他技术的引用，实现促进深度睡眠、提升健康水平的目的。
新花型产品	结合社会文化、消费心理和流行趋势等因素，开发符合消费者需求的新产品，提高公司产品市场占有率。

资料来源：招股说明书，华金证券研究所

七、盈利预测

公司目前以套件、被芯、枕芯三大类家纺产品为主业，打造以“水星”“百丽丝”为主的中高端家纺产品；同时，公司抓住电子商务发展契机，凭借深入二、三线城市，辐射全国的销售网络，在公司销售结构调整、家纺行业稳步提升的同时，将迎来利润增长空间。

我们公司预测 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.90、1.00 和 1.16 元。按照可比公司市盈率，予以 17~23 倍市盈率区间，预计合理价格区间为 15.30 元至 20.70 元。

表 3：可比公司市盈率

	股价	EPS			PE		
		2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
罗莱生活	12.86	0.45	0.54	0.63	29	24	20
富安娜	10.54	0.50	0.53	0.60	21	20	18
梦洁股份	6.88	0.14	0.18	0.22	49	38	32

资料来源：wind 一致预期，最新日期 2017/11/06，华金证券研究所

八、风险提示

（一）市场风险

目前，以水星家纺、罗莱、富安娜等为代表的企业在市场竞争中已占据主动，品牌影响力、销售网络规模、销售收入等居于业内领先地位，但是巨大的市场需求可能吸引更多的企业进入，增加公司的市场竞争风险。

床上用品的消费同其它日常消费品（如食品）相比，价格弹性较大，和宏观经济存在关联度，国民经济不景气、居民收入增长放缓、房地产市场交易量下降等都可能影响床上用品等家纺产品的市场需求，从而可能对本公司主营业务的获利能力产生不利影响。

（二）产品质量风险

近年来，国内市场诸多产品质量事故频发，对相关企业的品牌形象在一定程度上造成了不利的影响。公司经过多年的积累，已在质量控制上建立了一套完整、严格的制度、流程，对于生产过程中可能出现的潜在风险进行了严格的防范，并已经建立了完善的质量事故处理机制，一旦出现质量问题，能够通过退货返工等方式进行解决。但是仍然存在产品发生质量事故的可能，一旦发生这种事故，将可能产生损害公司品牌形象，进而影响产品竞争力的风险。

（三）管理风险

在长期的规模化、规范化运作过程中，公司建立了完整的管理体系，体系涵盖品牌、采购、生产、销售、研发、人力资源等各个方面，建立了一支高效、精干的管理队伍，品牌影响力持续增强、销售规模持续扩大。

本次股票发行募集资金投资项目建成后,公司将新增年产被芯 70 万条的生产规模,公司规模和管理工作的复杂程度都将有所增大,可能存在公司是否完全具备了与之相适应的管理能力,并建立有效的激励约束机制来保证公司持续健康发展的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,851.2	1,977.0	2,275.3	2,565.3	2,893.7	年增长率					
减:营业成本	1,234.2	1,246.7	1,424.4	1,568.2	1,761.9	营业收入增长率	4.3%	6.8%	15.1%	12.7%	12.8%
营业税费	8.5	11.6	10.9	12.3	13.9	营业利润增长率	13.4%	47.1%	22.0%	12.7%	15.8%
销售费用	266.0	304.0	375.4	448.9	506.4	净利润增长率	16.9%	46.7%	20.8%	12.1%	15.0%
管理费用	162.2	163.4	179.1	218.1	246.0	EBITDA 增长率	16.1%	32.4%	12.6%	11.9%	17.8%
财务费用	20.5	12.3	3.8	0.5	-0.2	EBIT 增长率	16.2%	36.7%	17.2%	11.3%	15.5%
资产减值损失	7.4	15.0	9.0	10.0	10.0	NOPLAT 增长率	15.4%	36.8%	17.4%	11.4%	15.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	7.2%	-6.8%	15.7%	60.9%	-2.0%
投资和汇兑收益	-	-	0.5	0.6	0.6	净资产增长率	20.5%	18.3%	125.3%	9.3%	9.8%
营业利润	152.3	224.0	273.2	307.9	356.4	盈利能力					
加:营业外净收支	10.5	14.7	14.8	14.8	14.8	毛利率	33.3%	36.9%	37.4%	38.9%	39.1%
利润总额	162.9	238.7	287.9	322.7	371.2	营业利润率	8.2%	11.3%	12.0%	12.0%	12.3%
减:所得税	28.1	41.0	49.0	54.9	63.1	净利润率	7.3%	10.0%	10.5%	10.4%	10.6%
净利润	134.8	197.7	238.9	267.8	308.1	EBITDA/营业收入	10.6%	13.1%	12.9%	12.8%	13.3%
						EBIT/营业收入	9.3%	12.0%	12.2%	12.0%	12.3%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	44.0%	39.5%	23.4%	19.2%	23.0%
货币资金	235.8	295.1	1,195.5	850.9	1,075.0	负债权益比	78.5%	65.3%	30.6%	23.8%	29.8%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.69	1.84	3.66	3.46	3.12
应收帐款	101.0	101.2	120.0	136.6	144.8	速动比率	0.65	0.77	2.26	2.04	1.79
应收票据	0.1	-	-	-	-	利息保障倍数	8.42	19.20	73.05	633.18	#####
预付帐款	24.9	43.2	35.9	49.4	41.6	营运能力					
存货	588.0	620.0	843.9	724.3	939.7	固定资产周转天数	45	40	34	34	44
其他流动资产	2.1	0.9	8.9	9.0	9.3	流动营业资本周转天数	87	73	68	67	58
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	182	183	258	279	248
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	19	18	18	18	18
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	120	110	116	110	104
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	250	256	324	374	363
固定资产	224.2	214.9	213.6	265.2	448.5	投资资本周转天数	148	138	125	155	168
在建工程	1.8	20.1	28.1	514.5	308.7	费用率					
无形资产	136.5	132.5	128.7	124.9	121.2	销售费用率	14.4%	15.4%	16.5%	17.5%	17.5%
其他非流动资产	29.5	43.5	43.6	39.9	38.2	管理费用率	8.8%	8.3%	7.9%	8.5%	8.5%
资产总额	1,343.8	1,471.5	2,618.3	2,714.7	3,126.9	财务费用率	1.1%	0.6%	0.2%	0.0%	0.0%
短期债务	276.0	180.0	80.0	60.0	40.0	三费/营业收入	24.2%	24.3%	24.5%	26.0%	26.0%
应付帐款	186.7	240.4	400.6	322.5	519.3	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	17.9%	22.2%	11.9%	12.2%	12.8%
其他流动负债	100.6	155.2	122.2	129.7	149.9	ROA	10.0%	13.4%	9.1%	9.9%	9.9%
长期借款	22.0	-	-	-	-	ROIC	19.5%	24.9%	31.4%	30.2%	21.7%
其他非流动负债	6.0	5.5	10.0	9.5	9.0	分红指标					
负债总额	591.2	581.1	612.8	521.7	718.2	DPS(元)	0.30	0.30	0.27	0.30	0.35
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	44.5%	30.3%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	200.0	200.0	266.7	266.7	266.7	股息收益率					
留存收益	552.6	690.3	1,738.9	1,926.3	2,142.0						
股东权益	752.6	890.3	2,005.5	2,193.0	2,408.7						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	134.8	197.7	238.9	267.8	308.1	EPS(元)	0.67	0.99	0.90	1.00	1.16
加:折旧和摊销	29.0	30.7	15.5	18.9	29.3	BVPS(元)	3.76	4.45	7.52	8.22	9.03
资产减值准备	7.4	15.0	-	-	-	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	20.2	12.4	3.8	0.5	-0.2	P/FCF	-	-	-	-	-
投资损失	-	-	-0.5	-0.6	-0.6	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	40.6	63.2	-111.9	22.2	2.1	CAGR(%)	25.7%	15.9%	26.0%	25.7%	15.9%
经营活动产生现金流量	239.8	265.8	145.8	308.7	338.6	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-142.9	-18.9	-18.0	-552.4	-2.4	ROIC/WACC	5.4	6.9	8.7	8.4	6.0
融资活动产生现金流量	29.3	-189.0	772.5	-100.8	-112.2						

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn