

2018年08月23日

水星家纺 (603365.SH)

公司快报

纺织服装 | 家纺 III

投资评级

增持-A(维持)

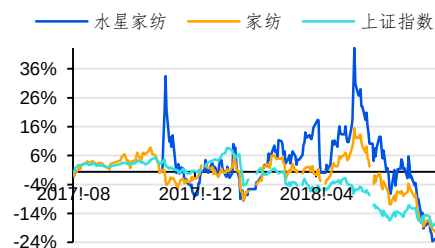
股价(2018-08-24)

16.95元

交易数据

总市值(百万元)	4,520.06
流通市值(百万元)	1,130.06
总股本(百万股)	266.67
流通股本(百万股)	66.67
12个月价格区间	16.86/33.49元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-23.03	-16.08	17.19
绝对收益	-26.73	-31.32	

分析师

王冯

 SAC 执业证书编号: S0910516120001
 wangfeng@huajinsec.cn
 021-20377089

报告联系人

吴雨舟

 wuyuzhou@huajinsec.cn
 021-20377061

相关报告

水星家纺: 定位二、三线城市的知名家纺品牌, 电商渠道快速发展 2017-11-09

电商渠道增长放缓, 费用率下降提升盈利水平

事件

8月23日, 公司发布2018年半年报。报告期内, 公司实现营业收入11.60亿元, 较上年同期增加16.53%; 归属于上市公司股东的净利润1.20亿元, 较上年同期增加20.86%。EPS为0.45元。

其中第二季度公司营业收入5.63亿元, 同比增长8.89%, 实现归母净利润0.47亿元, 同比增长15.55%。

投资要点

◆ **二季度营收增速放缓, 电商渠道被分流是主因:** 上半年公司实现营收11.60亿元, 同比增长16.53%。分季度看, 上半年两季度公司营收分别增长24.79%、8.89%, 二季度增速明显放缓。我们认为, 二季度的放缓, 主要源于二季度整体零售增速较一季度有所放缓, 以及拼多多等社交电商对主流电商形成冲击降低了公司电商渠道增速。

盈利能力方面, 上半年公司销售毛利率同比降低1.03pct至35.87%, 销售费用率微增0.10pct至17.33%, 管理费用率、财务费用率分别降低0.64pct、0.62pct至7.23%与-0.38%, 整体期间费用率下降1.28pct至24.18%。最终, 上半年费用管控良好, 带动净利率提升0.36pct至10.31%。

存货方面, 上半年公司存货较去年末增长7.5%, 低于营收, 且存货占营收比例较去年同期降低9.12pct至69.15%。存货状况继续改善为未来业绩增长减轻负担。

◆ **线上结构调整, 建立社交电商中心, 线下品牌形象进一步改善, 品牌竞争力持续提升:** 线上渠道方面, 社交电商为主的综合平台高速增长, 分流主流平台流量, 主流平台纷纷推出对标产品进行应对, 使各大平台上半年中高客单价家纺产品销售受到较大影响, 公司线上增速有所放缓。下半年, 公司将因地制宜地针对电商变化进行调整, 改善内部架构, 并组建社交电商中心, 下半年线上渠道有望部分改善。线下渠道方面, 公司品牌形象持续提升, 上半年公司在新设门店与老店重装时全面推行第八代形象终端, 200平米以上集合店占比进一步提升, 品牌竞争力、影响力获得提升。

◆ **投资建议:** 水星家纺是我国中高档家纺龙头之一, 上半年受整体零售有所放缓以及电商渠道流量增速下行影响, 公司二季度营收增速放缓, 未来公司线上结构积极调整, 线下品牌竞争力持续提升, 供应链管理降本增效, 有望保持目前的业绩增速。我们预测公司2018年至2020年每股收益分别为1.18、1.40和1.63元。净资产收益率分别为13.6%、14.1%和14.3%, 维持“增持-A”建议。

◆ **风险提示:** 线下渠道优化或不及预期; 主流电商流量增速放缓; 上半年经营活动现金净流量为负。

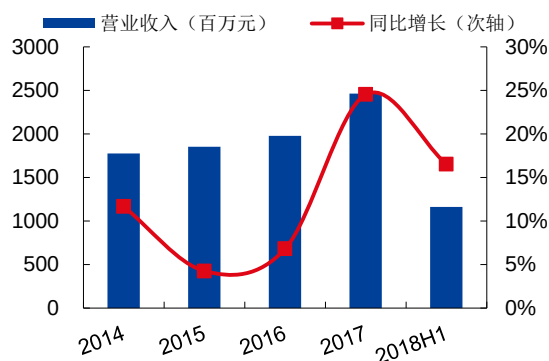
财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
------	------	------	-------	-------	-------

主营收入(百万元)	1,977.0	2,461.9	2,852.6	3,318.4	3,876.0
同比增长(%)	6.8%	24.5%	15.9%	16.3%	16.8%
营业利润(百万元)	224.0	295.2	365.4	434.6	509.0
同比增长(%)	47.1%	31.8%	23.8%	18.9%	17.1%
净利润(百万元)	197.7	257.3	314.6	373.1	436.0
同比增长(%)	46.7%	30.2%	22.3%	18.6%	16.9%
每股收益(元)	0.74	0.97	1.18	1.40	1.63
PE	23.6	18.1	14.8	12.5	10.7
PB	5.2	2.3	2.0	1.8	1.5

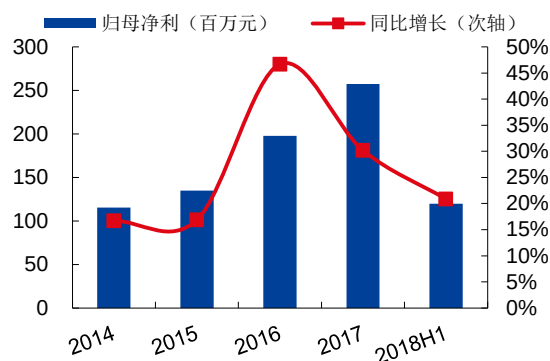
数据来源：贝格数据，华金证券研究所

图 1：水星家纺营业收入及其增速



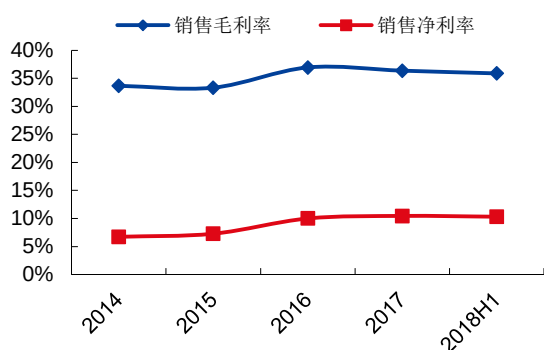
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：水星家纺归母净利润及其增速



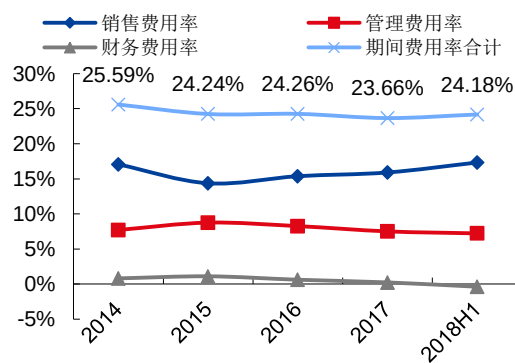
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：水星家纺利润率情况



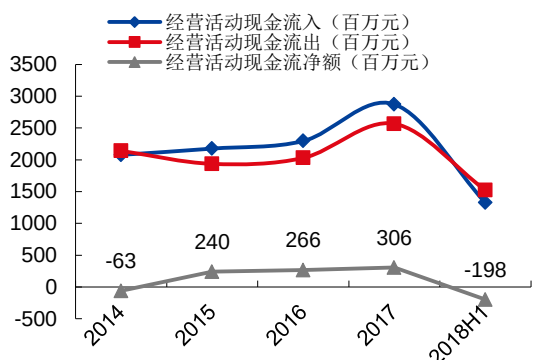
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：水星家纺期间费用情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5：水星家纺经营活动现金流情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：水星家纺存货及其占比情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,977.0	2,461.9	2,852.6	3,318.4	3,876.0	年增长率					
减: 营业成本	1,246.7	1,566.7	1,805.7	2,086.5	2,429.9	营业收入增长率	6.8%	24.5%	15.9%	16.3%	16.8%
营业税费	11.6	13.6	15.7	18.3	21.3	营业利润增长率	47.1%	31.8%	23.8%	18.9%	17.1%
销售费用	304.0	391.7	462.1	540.9	635.7	净利润增长率	46.7%	30.2%	22.3%	18.6%	16.9%
管理费用	163.4	184.9	208.2	245.6	290.7	EBITDA 增长率	32.4%	23.8%	17.0%	18.5%	16.7%
财务费用	12.3	5.9	-13.1	-16.3	-19.8	EBIT 增长率	36.7%	25.6%	18.7%	18.7%	16.9%
资产减值损失	15.0	8.7	9.0	9.5	9.9	NOPLAT 增长率	36.8%	28.5%	16.3%	18.8%	17.1%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-6.8%	4.1%	2.6%	4.1%	-1.1%
投资和汇兑收益	-	0.5	0.6	0.6	0.6	净资产增长率	18.3%	128.6%	13.9%	14.5%	14.8%
营业利润	224.0	295.2	365.4	434.6	509.0	盈利能力					
加: 营业外净收支	14.7	12.9	13.5	14.2	14.9	毛利率	36.9%	36.4%	36.7%	37.1%	37.3%
利润总额	238.7	308.1	378.9	448.8	523.8	营业利润率	11.3%	12.0%	12.8%	13.1%	13.1%
减: 所得税	41.0	50.7	64.3	75.7	87.8	净利润率	10.0%	10.5%	11.0%	11.2%	11.2%
净利润	197.7	257.3	314.6	373.1	436.0	EBITDA/营业收入	13.1%	13.1%	13.2%	13.4%	13.4%
						EBIT/营业收入	12.0%	12.1%	12.4%	12.6%	12.6%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	39.5%	22.7%	18.3%	21.4%	18.8%
货币资金	295.1	1,268.0	1,479.8	1,784.9	2,182.9	负债权益比	65.3%	29.3%	22.4%	27.2%	23.1%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.84	3.73	4.59	4.00	4.61
应收帐款	101.2	126.2	127.4	149.2	152.3	速动比率	0.77	2.45	3.29	2.80	3.50
应收票据	-	-	-	-	-	利息保障倍数	19.20	50.16	-26.97	-25.62	-24.65
预付帐款	43.2	34.1	59.6	48.8	75.2	营运能力					
存货	620.0	746.4	658.0	848.9	771.0	固定资产周转天数	40	35	35	33	31
其他流动资产	0.9	5.5	5.8	6.1	6.4	流动营业资本周转天数	73	53	44	37	31
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	183	237	285	280	280
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	18	17	16	15	14
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	110	100	89	82	75
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	256	300	345	337	331
固定资产	214.9	257.4	291.8	320.5	339.9	投资资本周转天数	138	109	97	87	75
在建工程	20.1	29.8	23.9	21.6	16.6	费用率					
无形资产	132.5	128.7	135.2	141.6	147.8	销售费用率	15.4%	15.9%	16.2%	16.3%	16.4%
其他非流动资产	43.5	35.7	57.2	55.5	58.8	管理费用率	8.3%	7.5%	7.3%	7.4%	7.5%
资产总额	1,471.5	2,631.9	2,838.8	3,376.9	3,750.9	财务费用率	0.6%	0.2%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
短期债务	180.0	30.0	-	-	-	三费/营业收入	24.3%	23.7%	23.0%	23.2%	23.4%
应付帐款	240.4	362.3	278.0	481.2	421.5	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	22.2%	12.6%	13.6%	14.1%	14.3%
其他流动负债	155.2	192.6	230.1	228.6	269.3	ROA	13.4%	9.8%	11.1%	11.0%	11.6%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	24.9%	34.4%	38.4%	44.5%	50.0%
其他非流动负债	5.5	11.4	11.9	12.5	13.1	分红指标					
负债总额	581.1	596.3	520.0	722.4	704.0	DPS(元)	0.22	0.50	0.12	0.14	0.16
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	30.3%	51.8%	10.0%	10.0%	10.0%
股本	200.0	266.7	266.7	266.7	266.7	股息收益率	1.3%	2.9%	0.7%	0.8%	0.9%
留存收益	690.3	1,769.0	2,052.1	2,387.9	2,780.3						
股东权益	890.3	2,035.6	2,318.8	2,654.6	3,047.0						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	197.7	257.3	314.6	373.1	436.0	EPS(元)	0.74	0.97	1.18	1.40	1.63
加: 折旧和摊销	30.7	34.7	24.0	27.8	31.3	BVPS(元)	3.34	7.63	8.70	9.95	11.43
资产减值准备	15.0	8.7	-	-	-	PE(X)	23.6	18.1	14.8	12.5	10.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.2	2.3	2.0	1.8	1.5
财务费用	12.4	6.6	-13.1	-16.3	-19.8	P/FCF	34.9	60.3	17.6	13.7	10.5
投资损失	-	-0.5	-0.6	-0.6	-0.6	P/S	2.4	1.9	1.6	1.4	1.2
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	12.8	10.5	8.3	6.3	4.6
营运资金的变动	63.2	33.4	-6.3	2.0	26.3	CAGR(%)	23.6%	19.2%	32.7%	23.6%	19.2%
经营活动产生现金流量	265.8	305.7	318.7	386.0	473.1	PEG	1.0	0.9	0.5	0.5	0.6
投资活动产生现金流量	-18.9	-63.4	-58.4	-59.9	-51.4	ROIC/WACC	2.4	3.3	3.7	4.2	4.8
融资活动产生现金流量	-189.0	730.7	-48.4	-21.0	-23.8						

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

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

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