

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

B

谨慎持有

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)

● 公司营业收入同比增速持续领先，疫情对业绩影响逐渐可控

2019 年水星家纺业绩增长稳健，实现营业收入 30.02 亿元，同比增 10.41%，增速领先家纺行业其他龙头公司（罗莱生活、富安娜）。其基本每股收益达到 1.19 元，远超行业平均水平。公司 2020 年一季度业绩受疫情影响有所下滑（-19.95%），但下滑幅度小于其可比公司，且仍保持较高的每股基本收益 0.15 元。随着国内疫情逐渐改善，线下零售终端的压力将逐渐减轻，配合线上电商新零售业务的加速展开，有望进一步提升公司的运营效率和经济效益。

● 电商渠道保持快速增长，将受益于线上家纺品牌集中度提升

2019 年电商业务实现收入 12.2 亿元，同比增长 19.2%，占整体收入比重上升 3pct 至 41%。公司在保持传统主流电商平台优势的同时，积极入驻拼多多、云集等新崛起的社交电商平台。在线上突出百丽丝品牌的高性价比，拥抱家纺电商市场向中低线城市下沉的趋势。2020 一季度疫情加速公司线上新零售业务，通过云店、线上直播等方式，帮助线下零售端引流至电商渠道。

● 2019 年基本每股收益显著高于同业，全年保持高分红

公司半年报和年报持续分红派息，全年累计每 10 股派息 10 元，股息率约 7%，现金分红金额超 2.5 亿元（中报分红 5,297 万元 + 年报分红 2.1 亿元），占公司 19 年归母净利润比例高达 83.22%。

● 疫情期间改装部分生产线，生产紧缺的防护服，践行企业社会责任

2020 年 2 月 4 日，公司受上海市政府部门委托，将 10 条被服生产线改为了防护服生产线，4 天内紧急完成生产线的改装，并顺利投入生产，日产能 2000 套。为了保证防护服的卫生安全标准，公司更是对现有生产环境进行全面消毒处理，力求让每一个细节达到相应的标准。此次水星家纺对为疫情防控工作贡献力量，体现其公司文化，更践行了企业社会责任。

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 8033 6883

香港

Christina 王馨雪

执行董事, 研究部

christina_wang@chinaknowledge.com

分析师

崔诗嘉

1 盈利能力

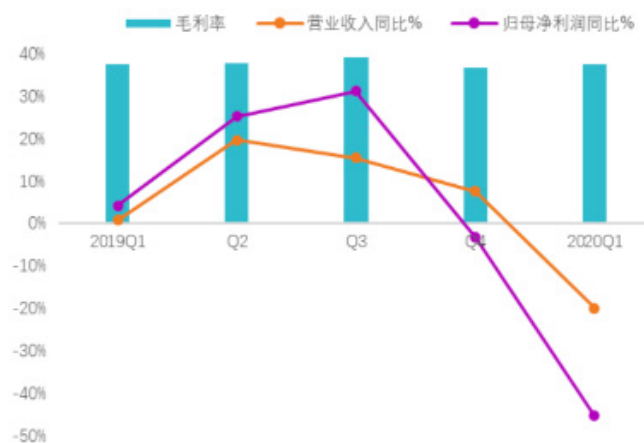
指标 (亿元人民币)	2019 财年	2019 同比增长率	2020 Q1	Q1 同比增长率
营业总收入	30.02	10.41%	4.81	-19.95%
营业总成本	26.72	10.91%	4.48	-15.27%
其中: 销售费用	19.43%	△ 3.01%	22.57%	△ 3.65%
毛利率 (%)	37.58%	△ 2.47%	37.47%	△ 0.11%
归母净利润	3.16	10.69%	0.41	-45.38%
基本每股收益 (元)	1.19	11.21%	0.15	-46.43%

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



2019 全年, 水星家纺业绩增长稳健, 实现营业收入 30.02 亿元, 同比增 10.41%, 归母净利润 3.16 亿元, 同比增 10.69%。2020 Q1, 受疫情影响, 线下终端销售低迷导致收入下滑, 公司实现营业收入 4.81 亿元, 同比下降 19.95%, 归母净利润 4,127 万元, 同比下降 45.38%。

2019 Q4 业绩增速有所放缓, 实现收入 9.84 亿元, 同比增长 7.42%; 实现归母净利润 1.01 亿元, 同比下滑 3.32%。主要由于公司主动调整 2020 年春夏产品发货期至年后所致 (往年多在 12 月发货), 同时该季度广告宣传费用增加。



公司营业收入主要来源于线上电商 (占比 41%) 和线下零售终端 (占比 59%)。**线上**销售 2019 全年延续高增长, 同增 19.16% 至 12.18 亿元。公司在保证传统电商平台平稳发展的同时, 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。电商的高速发展使得公司得以辐射全国, 尤其是中低线城市。在这样的背景下, 公司加大旗下百丽丝品牌产品在电商渠道的销售力度, 突出性价比优势, 其销售额较去年同比增 98.53%, 约占线上收入的 10%。在 2019 年的“618”、“双十一”活动中, 公司在天猫平台连续五年取得品牌行业销售第一的佳绩。

同时, 因百丽丝产品销售增长较快且其毛利率低于主品牌, 再加上绒类原材料价格上涨 (绒类填充产品销售占线上销售额约 10%), 使得 2019 年线上整体毛利率下降 2.05 pct 至 40.41%。

2020 Q1 公司线上收入受疫情影响有限, 缓解了线下零售低迷的压力, 并通过云店、线上直播等方式, 加速推进线上新零售业务的展开, 取得了一定的成效, 综合毛利率微升 0.11pct。

线下销售 2019 年平稳增长，同比增 5.19% 至 17.84 亿元。极致大单品的热销（占比超 20%）且品牌线下渠道定价能力强，这些都贡献于线下毛利率的提升。受到疫情影响，2020 Q1 线下渠道因门店歇业、物流配送停顿等导致销售下滑。随着国内疫情的好转，我们预计公司线下销售将逐渐恢复至正常水平。此外，线上线下的融合发展，有望进一步提升公司的运营效率和经济效益。

极致大单品—五大系列



综上，我们给予水星家纺盈利能力方面“A”评级。

2 资本运用

公司 2019 全年**存货**周转略微提高，周转率将近 2.32 次。值得注意的是，水星家纺的可比公司罗莱生活（002293）和富安娜（002327）的存货周转次数都在同比下降。2020 年 Q1 其存货周转略有放缓，预计随着疫情逐渐改善，相关指标将会回复至正常水平。

A

2019 年，**应收帐款**周转率从 2018 年的 18.33 下降至 16.63 次，主要由于线上销售增长较快，京东、唯品会等平台有账期所致。

指标	2019 财年	2020Q1	行业平均
资产负债率 (%)	19.23	13.90	25.73
流动比率	4.09	5.60	2.77
速动比率	2.33	2.96	1.72
净资产收益率 (%)	14.11	1.80	1.81

数据来源：China Knowledge 数据库、各上市公司年度 / 季度报告

注：行业平均取自水星家纺的可比公司各项指标 2020 Q1 平均值，分别是罗莱生活（002293）、富安娜（002327）、梦洁股份（002397）。

水星家纺 2019 年到 2020 年 Q1 资产负债率持续下降至 13.9%，远低于行业平均 25.73%。同时公司的流动比率和速动比率进一步提高，一直高于其可比公司。在目前经营受疫情影响的情况下，保持较高的资产变现能力有利于后期的资金需求，有益公司长期经营发展。

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	2019	2020Q1	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	30.02	4.81	30.74	34.33	37.74
归属母公司股东净利润 (亿元)	3.16	0.41	3.07	3.60	3.92
基本每股收益 (元)	1.19	0.15	1.15	1.35	1.47
市盈率	11.32	22.25	11.61	9.89	9.08

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

注: 市盈率取自 2019.12.31 和 2020.3.31

A

由于受到疫情的影响, 整个行业面临销售不景气, 一季度线下门店的销售受到较大的影响, 并且我们预计二季度仍将持续。但随着国内疫情的好转, 线下门店的销售情况会逐步恢复。由于公司在一季度的营业收入同比降低 19.95%, 一季度净利润较去年同期降低 3,429.46 万元, 同时公司连续三年归母净利润增速的放缓 (由 2017 年的 30.17% 降至 2019 年的 10.69%), 因此我们预测公司 2020-2022 年分别实现营收 30.74 亿元、34.33 亿元和 37.74 亿元, 对应基本每股收益 (EPS) 分别为 1.15 元、1.35 元和 1.47 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	40.85	12.95	1.19	10.41	37.58
罗莱生活	002293	75.47	13.80	0.66	0.98	43.86
富安娜	002327	58.99	11.64	0.61	-4.44	52.00
梦洁股份	002397	37.44	43.85	0.11	12.80	41.12

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 12 月 31 日

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	35.95	12.78	0.15	-19.95	37.47
罗莱生活	002293	75.17	15.90	0.08	-21.94	43.11
富安娜	002327	61.46	12.24	0.09	-2.02	53.96
梦洁股份	002397	32.86	55.99	0.04	-34.63	40.42

数据来源: China Knowledge 数据库、水星家纺季度报告

注: 市值、市盈率截止 2020 年 4 月 30 日

此外, 我们根据水星家纺所处的行业特点, 选择了 3 家同行业上市公司与其进行比较, 水星家纺的市盈率 (PE) 从 19 年的 12.95 降低至目前的 12.78 倍低于行业平均水平, 鉴于疫情影响了整个行业的销售与业绩表现, 水星家纺与其他公司相比而言受到的影响较小, 随着国内疫情逐渐好转, 我们认为目前该公司被市场低估, 其股价仍具有一定的上升空间。

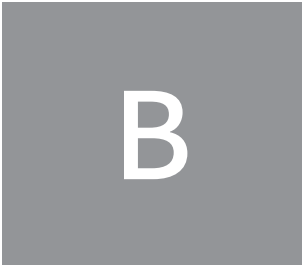
综上, 在估值方面, 水星家纺评级为“A”。

4 股票流通性

3 月 30 日至 4 月 30 日

名称	股票代码	Amihud 流动性度量 (10 ¹⁰)
水星家纺	603365	0.26
罗莱生活	002293	0.20
富安娜	002327	0.15
梦洁股份	002397	0.11

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 0.26，远高于行业平均水平 0.15，但与其他行业相比该指标相对较低，股票流动性仍有待提高。我们给出“B”评级。

5 机构持股情况

机构名称	持股情况 (万股)		
	2019Q4	2020Q1	变化
上海赞九咨询管理中心 (有限合伙)	370.00	370.00	-
上海水星家用纺织品股份有限公司回购专用证券账户	213.85	369.21	72.65%
基本养老保险基金 904 组合	94.45	-	-
国联安德盛小盘精选证券投资基金	60.83	78.77	29.49%
易方达易百智能量化策略灵活配置混合型证券投资基金 A	19.41	-	-
银河量化优选混合型证券投资基金	12.97	-	-
易方达沪深 300 量化增强证券投资基金	11.73	-	-
上投摩根核心成长股票型证券投资基金	8.00	-	-
中金量化多策略灵活配置混合型证券投资基金	7.41	-	-
安信中国制造 2025 沪港深灵活配置混合型证券投资基金	5.00	-	-
银河和美生活主题混合型证券投资基金	3.63	-	-
国联安价值优选股票型证券投资基金	3.50	-	-
浙商汇金中证转型成长指数型证券投资基金	2.51	-	-
中融量化小盘股票型发起式证券投资基金 A	2.35	4.73	101.28%
中金绝对收益策略定期开放混合型发起式证券投资基金	1.90	-	-
广发中证全指可选消费交易型开放式指数证券投资基金	1.26	-	-
华宝标普中国 A 股红利机会指数证券投资基金 (LOF) A 类	-	84.46	新进
民生通惠资产 - 工商银行 - 民生通惠通汇 2 号资产管理产品	-	77.80	新进

来源：China Knowledge 数据库、水星家纺季度 / 年度报告

在 2019 年第四季度，水星家纺的机构持股中包含养老保险基金，但其余的基金 / 机构投资者持股数量较少。在 2020 年第一季度，该公司新增了三家基金 / 资管产品的持股，并且持股数量相对较多，我们认为水星家纺对基金机构的吸引力在逐步增加。

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“B”。

B

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刊载或转发的，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。