

水星家纺(603365)/纺织服装
线上持续提速, Q3 业绩超预期
评级: 增持(维持)

市场价格: 16.72

分析师: 王雨丝

执业证书编号: S0740517060001

Email: wangys@r.qizq.com.cn

研究助理: 曾令仪

Email: zengly@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	267
流通股本(百万股)	89
市价(元)	16.72
市值(百万元)	4459
流通市值(百万元)	1481

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 水星家纺 2018H1 点评: 线下较好增长, 线上短期增速放缓
- 2 水星家纺 2018Q3 点评: Q3 业绩增速放缓, 存货改善
- 3 水星家纺 2018 年报& 2019Q1 点评: 全年线下平稳, Q4 线上恢复增长
- 4 水星家纺 2019H1 点评: 业绩环比改善明显, Q2 线上实现高增长

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2461.90	2718.89	3028.39	3395.24	3803.53
增长率 yoy%	24.53%	10.44%	11.38%	12.11%	12.03%
净利润	257.35	285.07	327.84	380.85	441.54
增长率 yoy%	30.17%	10.77%	15.00%	16.17%	15.94%
每股收益(元)	0.97	1.07	1.23	1.43	1.66
每股现金流量	1.15	0.90	2.13	1.15	1.34
净资产收益率	12.64%	13.03%	13.03%	13.15%	13.23%
P/E	17.33	15.64	13.60	11.71	10.10
PEG	0.57	1.45	0.91	0.72	0.63
P/B	2.19	2.04	1.77	1.54	1.34

备注: 收盘价为 2019 年 10 月 28 日

投资要点

- 公司发布 2019 年三季报, 实现营收 20.18 亿元(+11.89%), 实现归母/扣非净利润 2.15/1.84 亿元(+18.78%/+14.75%)。其中 Q3 单季实现营收 7.42 亿元(+15.43%), 实现归母/扣非净利润 8000/7694 万元(+31.14%/+51.29%), 业绩持续改善。同时公司发布员工持股计划, 彰显未来发展信心。
- Q3 线上提速&线下稳健, 二者毛利率提升明显。①线上提速, 预计 19Q3 收入占比约 35%, 营收同比+38%, 环比提速明显(2019Q1/Q2 增速分别约-10%/30%), 主要是得益于公司在传统电商平台稳健增长的情况下, 快速切入社交电商(抖音等)、小米等新渠道, 通过网红直播等多元化营销手段, 为电商业务带来新增长。同时, 线上产品结构进一步优化, 新品占比提升, 预计毛利率同比+2PCTs。②线下渠道弱市下稳健, 预计 19Q3 收入占比约 65%, 同比增长近 8%(19Q2: +8.85%), 主要受益于产品提价(+3%)、结构优化(五大极致大单品类销售占比提升至 20%)以及营销方式调整带来的店效提升。渠道数量上, 预计稳定在 2700 家左右。毛利率方面, 随着产品组合的不断优化以及大单品战略的持续推进, 预计期内同比+5PCTs。
- 产品结构调整带动利润率持续提升。期内公司毛利率同比+3.18PCTs 至 38.09%, 主要得益于原材料价格下降, 而消费者对产品接受度较高的背景下终端售价稳定, 以及产品结构优化带来的价格中枢提升。费用方面, 由于广告宣传费、运输费用及销售人员薪酬增加, 销售费用率+2.91PCTs 至 19.38%。管理及研发/财务费用率较为稳定, 分别-0.35/-0.05 PCTs 至 7.26%/-0.34%。此外, 资产减值损失同比扩大 636.26 万元, 而营业外收入较去年同期新增 1247.82 万元。综合来看, 净利率较上年同期略有提升, 达到 10.64%(+0.62PCTs)。
- 存货控制得当, 现金流好转。期内公司存货为 8.98 亿元, 同比+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+17.60%至 1.84 亿元, 主要是电商第三方平台通常存在账期, 且期内电商销售增长较快所致, 整体来看, 公司运营水平较为稳健。现金流方面, 从 19Q3 单季度看, 经营性净现金流净额由 19Q2 的-365.18 万元至 590.96 万元, 环比改善明显; 从前三季度看, 经营性净现金流净额较去年同期+31.65%, 随着四季度销售高峰到来, 预计全年经营性净现金流将持续好转。
- 发布员工持股计划, 彰显公司未来发展信心。2019 年 9 月 18 日公司公告拟用自有资金 6,000 万~1 亿元, 以集中竞价交易方式回购公司股份, 回购价格不超过人民币 26 元/股(含), 用于员工持股计划。截止 2019 年 9 月 30 日, 公司已回购 125.55 万股, 支付金额为 2086.30 万元。本期员工持股计划筹集资金总额不超过 3400 万元, 涉及的标的股票总数量不超过 200 万股, 约占公司现有股本总额的 0.75%, 存续期为 36 个月, 充分彰显了公司对其中长期发展的信心。
- 盈利预测及投资建议。公司为国内二三线城市家纺龙头, 性价比优势突出。而 2700 家门店广泛覆盖低线家纺行业消费升级主力军, 渠道布局与产品定位契合。同时公司电商渠道先发优势、性价比优势明显。综合来看, 公司电商渠道优势保持, 叠加线下渠道不断下沉, 未来公司在行业集中提升趋势下, 有望实现市占率的不断提升。考虑到线上业务超预期增长, 以及产品结构优化下毛利率的提升, 2019/20/21 年归母净利润预测由 3.20/3.67/4.15 亿元上调至 3.28/3.81/4.41 亿元, 增速分别为 15%/16.17%/15.94%, EPS 分别为 1.23/1.43/1.66 元, 现价对应估值分别为 14/12/10 倍, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 行业需求不及预期; 加盟业务、电商增速或毛利率不及预期。

图表 1: 财务报表

资产负债表					利润表				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2201	2635	3112	3643	营业收入	2719	3028	3395	3804
现金	632	1234	1544	1910	营业成本	1764	1921	2137	2378
应收账款	177	173	198	224	营业税金及附加	14	15	19	21
其他应收款	7	8	9	10	营业费用	446	507	570	639
预付账款	43	49	52	59	管理费用	114	127	143	160
存货	780	889	979	1086	财务费用	-7	-9	-13	-16
其他流动资产	563	283	330	353	资产减值损失	8	11	11	11
非流动资产	566	522	481	442	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	16	1	1	1
固定资产	380	358	332	304	营业利润	328	380	443	516
无形资产	125	118	114	110	营业外收入	13	13	13	13
其他非流动资产	62	46	35	28	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	2767	3157	3593	4084	利润总额	341	393	456	528
流动负债	568	632	686	736	所得税	56	65	75	87
短期借款	0	30	30	30	净利润	285	328	381	442
应付账款	336	368	414	457	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	232	234	242	248	归属母公司净利润	285	328	381	442
非流动负债	12	10	11	11	EBITDA	359	413	473	543
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.07	1.23	1.43	1.66
其他非流动负债	12	10	11	11					
负债合计	580	641	697	747	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	267	267	267	267	成长能力				
资本公积	899	899	899	899	营业收入	10.4%	11.4%	12.1%	12.0%
留存收益	1021	1349	1730	2172	营业利润	11.1%	15.7%	16.7%	16.4%
归属母公司股东权益	2187	2515	2896	3338	归属于母公司净利润	10.8%	15.0%	16.2%	15.9%
负债和股东权益	2767	3157	3593	4084	获利能力				
					毛利率(%)	35.1%	36.6%	37.1%	37.5%
现金流量表					净利率(%)	10.5%	10.8%	11.2%	11.6%
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	13.0%	13.0%	13.2%	13.2%
经营活动现金流	240	567	306	359	ROIC(%)	17.3%	23.8%	26.3%	29.0%
净利润	285	328	381	442	偿债能力				
折旧摊销	37	42	43	43	资产负债率(%)	20.9%	20.3%	19.4%	18.3%
财务费用	-7	-9	-13	-16	净负债比率(%)	0.00%	4.68%	4.30%	4.02%
投资损失	-16	-1	-1	-1	流动比率	3.88	4.17	4.54	4.95
营运资金变动	-75	211	-113	-113	速动比率	2.47	2.74	3.08	3.44
其他经营现金流	15	-4	9	3	营运能力				
投资活动现金流	-712	-4	-8	-8	总资产周转率	1.01	1.02	1.01	0.99
资本支出	188	0	0	0	应收账款周转率	17	17	17	17
长期投资	-540	0	0	0	应付账款周转率	5.34	5.46	5.47	5.46
其他投资现金流	-1064	-4	-8	-8	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-163	39	13	16	每股收益(最新摊薄)	1.07	1.23	1.43	1.66
短期借款	-30	30	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	2.13	1.15	1.34
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	8.20	9.43	10.86	12.52
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	15.64	13.60	11.71	10.10
其他筹资现金流	-133	9	13	16	P/B	2.04	1.77	1.54	1.34
现金净增加额	-636	602	310	366	EV/EBITDA	11	9	8	7

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。