

## 18Q4 线上恢复增长，线下长期受益消费升级

### - 水星家纺 (603365) 2018 年报点评

核心观点：

#### 1. 事件

公司发布 2018 年报，2018 年 1-12 月公司实现营收 27.19 亿元，同比增长 10.44%；实现归属母公司净利润 2.85 亿元，同比增长 10.77%；实现扣非归母净利润 2.59 亿元，同比增长 6.64%。18 年实现 EPS 为 1.07 元。公司拟以 2018 年 12 月 31 日公司总股本 266,670,000.00 股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 5 元(含税)，股息率 2.76%(2019/4/12)。

其中，2018Q1-Q4 营业收入分别同增 24.79%/8.89%/8.72%/4.67%；归属母公司净利润分别同增 24.58%/15.55%/5.56%/3.84%。

#### 2. 我们的分析与判断

##### (一) 线上：Q4 业绩回暖，未来增长可期

2018 年公司线上收入为 10.22 亿元，同比增速 7.28%，占总收入比例同比略降 1.1%，为 37.60%。全年公司电商业绩呈高开低走趋势，受 17 年电商高基数以及新兴低价电商平台分流等不利情况的影响，Q2 和 Q3 公司线上收入首次出现负增长。经过公司产品结构调整及加强与社交电商的合作，除 Q4 收入恢复正常增长外，公司继续在 2018 年天猫“双十一”购物节活动中获得家纺业单店、单品牌销售额双料冠军。在可预期的公司电商渠道政策的正向刺激下，预期 2019 年线上收入会恢复平稳发展态势，未来增长可期。

##### (二) 线下：保持稳健增长，长期受益消费升级

公司线下业务保持了一贯稳健的发展态势，2018 年收入同增 12.85% 至 16.73 亿元，基本和去年增速持平。公司继续推进第八代门店建设，全年新增门店近 100 家，目前门店总数达到 2800+ 家。在地域分布上，公司选择在三四线城市进行“网格布局”，一二线城市则推行“重点布局”战略，渠道卡位优势分明。受 Q4 社会消费环境影响，公司 Q4 线下收入出现一定程度下滑，这也是公司 Q4 总收入同增进一步下滑的原因。不过，受益于三四线城市消费升级的大趋势，公司将有望在大众市场上获取稳定增长的红利。

水星家纺(603365.SH)

谨慎推荐 (首次评级)

分析师

李昂

☎: 8610-83574538

✉: liang\_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130517040001

特此鸣谢:

林相宜

☎: 8610-66568843

✉: linxiangyi\_yj@chinastock.com.cn

从业证书编号: S0130118090029

对本报告编制提供信息

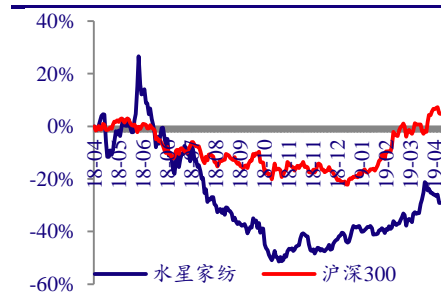
市场数据

2019-04-15

A 股收盘价(元)	18.11
A 股一年内最高价(元)	32.90
A 股一年内最低价(元)	12.09
上证指数	3188.63
市盈率	16.9
总股本(万股)	26667.00
实际流通 A 股(万股)	8858.40
限售的流通 A 股(万股)	17808.60
流通 A 股市值(亿元)	16.03

相对沪深 300 表现图

2019-04-15



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河纺织】行业深度报告\_纺织服装行业\_消费分层时代，服装龙头享价值增长

### （三）经营能力略有下滑，总体保持基本稳定

存货较去年同期略有增加，应收账款规模增幅较大，经营性现金流下滑明显。截至 2018 年末，公司存货规模同比增加 4.43% 至 7.80 亿元，增幅小于收入增速 10.44PCT，存货周转天数下降 1 天至 156 天，存货跌价损失大幅减少 43.51% 至 406.99 万元。公司库存管理能力持续增强；应收账款规模同比增加 46.92% 至 1.77 亿元，应收账款周转天数增加 4 天至 20 天，主要系电商经销平台销售增加未到付款账期所致；受应收账款数额快速增长、募投项目实施及购买理财产品等因素的影响，经营性现金流净额同比减少 21.62% 至 2.40 亿元。

1-12 月毛利率同比下降 1.25PCT 至 35.11%，其中 2018Q1-Q4 毛利率分别为 36.42%/35.28%/33.16%/35.52%。总体来看，公司线下业务毛利率基本维持稳定，线下毛利率受低价电商影响同降 2.78PCT 造成整体下降。另外，公司高毛利率的线上业务由于全年增速较低(低于整体业务增长 10.44%)，导致占总收入比例下降，间接导致总体毛利率下滑。

1-12 月期间费用率同比下降 3.20% 至 22.90%，其中，销售费用、管理费用(含研发费用)、财务费用率分别为 16.42%/6.73%/-0.25%，同比变化 3.20%/-10.41%/-201.91%。财务费用降低较多系公司今年利息收入大于费用支出造成财务费用支出为负数所致。

投资收益同比提升 2828.76PCT 至 1565.55 万元，因公司投资收益完全来自于处置可供出售金融资产所得，且上期金额较低，造成了本期数值较大波动。

## 3. 投资建议

现阶段公司渠道库存压力有所缓解，处于良性运转的正循环。根据公司 19 春夏/秋冬订货会金额同比增长 20%/15% 的领先指标，预计 19 年线下有望延续 18 年低双位数增长趋势，叠加电商业务在产品结构调整、平台管理、资源分配等方面改革效果显著，全年收入有望实现低双位数增长，预计 2019-2021 年收入规模分别为 30.23/33.49/36.80 亿元，增速为 11.17%/10.81%/9.87%，扣非归母净利为 3.26/3.73/4.28 亿元，EPS 为 1.224/1.399/1.607 元，公司当前股价对应 2019-2021 年 PE 为 14.79/12.94/11.26 倍。公司目前估值仍具备吸引力，新品牌、渠道、供应链优化已逐步优化，线上线下协同效应逐渐增强盈利能力。首次覆盖，我们给予“谨慎推荐”评级。

## 4. 风险提示

新品牌开拓的市场风险，终端消费环境的不确定性，存货大幅增加或存在减值风险等。

附表 1：主要财务指标

指标	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,977.02	2,461.90	2,718.89	3,022.66	3,349.41	3,680.09
YOY	6.80%	24.53%	10.44%	11.17%	10.81%	9.87%
归属母公司股东净利润(百万元)	197.70	254.44	283.11	326.33	373.01	428.48
YOY	46.68%	28.70%	11.27%	15.27%	14.30%	14.87%
EPS (元)	0.74	0.95	1.06	1.22	1.40	1.61
ROE	22.21%	12.50%	12.94%	13.39%	13.70%	14.05%
P/E	24.41	18.97	17.05	14.79	12.94	11.26
P/B	5.42	2.37	2.21	1.98	1.77	1.58

P/S	2.44	1.96	1.78	1.60	1.44	1.31
EV/EBITDA	12.86	10.92	11.85	9.33	7.69	6.53

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

附表 2: 公司财务报表 (单位: 百万元)

资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>					营业收入	2,718.89	3,022.66	3,349.41	3,680.09
现金	497.31	675.37	1,039.84	1,291.48	营业成本	1,764.22	1,945.00	2,147.56	2,343.61
应收账款	17,691.03	11,945.52	20,894.79	15,187.78	营业税金及附加	13.97	15.53	17.21	18.90
其它应收款	665.61	746.40	818.25	900.87	销售费用	446.39	480.63	532.59	585.17
预付账款	4,323.81	5,178.72	5,313.43	6,136.57	管理费用	113.99	201.18	222.93	244.94
存货	77,952.85	97,020.87	96,175.20	114,658.09	财务费用	-6.66	-13.19	-19.30	-26.23
其他	56,242.56	56,242.56	56,242.56	56,242.56	资产减值损失	8.44	-	-	-
<b>非流动资产</b>					公允价值变动收益	-	-	-	-
长期投资	-	-	-	-	投资净收益	15.66	-	-	-
固定资产	37,964.73	34,193.99	28,733.63	23,273.26	营业利润	325.23	370.52	425.44	490.71
无形资产	12,514.32	11,050.89	9,587.47	8,124.05	营业外收入	-	-	-	-
其他	3,676.05	1,160.62	334.82	334.82	营业外支出	-68.96	-22.99	-22.99	-22.99
<b>资产总计</b>	260,761.62	285,076.54	322,084.26	354,006.38	利润总额	337.75	383.92	438.83	504.10
<b>流动负债</b>					所得税	54.64	57.59	65.82	75.61
短期借款	-	-	-	-	净利润	283.11	326.33	373.01	428.48
应付账款	33,604.92	30,841.67	40,316.60	37,337.84	少数股东损益	-	-	-	-
其他	8,419.77	10,553.21	9,573.19	11,720.49	归属母公司净利润	283.11	326.33	373.01	428.48
<b>非流动负债</b>					EBITDA	367.52	448.22	497.03	547.11
长期借款	-	-	-	-	EPS (元)	1.06	1.22	1.40	1.61
其他	-	-	-	-					
<b>负债合计</b>	42,024.69	41,394.88	49,889.79	49,058.33	<b>主要财务比率</b>	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	-	-	-	-	营业收入	2,718.89	3,022.66	3,349.41	3,680.09
归属母公司股东	218,736.93	243,681.66	272,194.47	304,948.05	营业利润	325.23	370.52	425.44	490.71
<b>负债和股东权益</b>	260,761.62	285,076.54	322,084.26	354,006.38	归属母公司净利润	283.11	326.33	373.01	428.48
<b>现金流量表</b>					毛利率	35.11%	35.65%	35.88%	36.32%
<b>经营活动现金流</b>					净利率	10.41%	10.80%	11.14%	11.64%
净利润	26,965.17	31,494.54	36,162.33	41,710.12	ROE	12.94%	13.39%	13.70%	14.05%
折旧摊销	3,718.54	7,749.59	7,749.59	6,923.79	ROIC	27.78%	17.69%	19.27%	23.01%
财务费用	-6.70	-1,319.26	-1,929.61	-2,622.74	资产负债率	16.12%	14.52%	15.49%	13.86%
投资损失	844.12	-	-	-	净负债比率	19.21%	16.99%	18.33%	16.09%
营运资金变动	-7,499.04	-14,888.02	184.75	-14,513.10	流动比率	4.92	5.77	5.68	6.57
其它	-60.45	-	-	-	速动比率	1.72	2.06	2.63	3.09
<b>投资活动现金流</b>					总资产周转率	1.04	1.06	1.04	1.04
资本支出	-	-	-	-	应收帐款周转率	15.37	25.30	16.03	24.23
长期投资	1,567.57	-	-	-	应付帐款周转率	-	-	-	-
其他	-	1,138.26	1,138.26	1,138.26	每股收益	1.06	1.22	1.40	1.61
<b>筹资活动现金流</b>					每股经营现金	0.90	0.86	1.58	1.18
短期借款	-	-0.00	-0.00	-0.00	每股净资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-	-	-	-	P/E	17.05	14.79	12.94	11.26
其他	-	-	-	-	P/B	2.21	1.98	1.77	1.58
<b>现金净增加额</b>	-63,516.55	17,806.29	36,447.15	25,164.27	P/S	1.78	1.60	1.44	1.31

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**李昂，行业分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层  
北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn  
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn