

2021年05月06日

# 家纺线上龙头，21Q1 已恢复至疫情前水平

## 水星家纺 (603365)

### 公司介绍

水星家纺为中档家纺龙头企业，公司率先布局线上，2013-2020 年公司收入/归母净利复合增速为 10%/ 16%，其中线下/线上收入复合增速 2%/32%，线上收入占比从 2013 年的 14%快速提升至 2020 年的 50%。

据 Euromonitor 统计，2020 年国内家纺产业市场规模为 2437 亿元，2015-2020 年复合增长率为 5%，预计 2021 年家纺产业市场规模达到 2587 亿元。

我们认为公司优势在于：1) 率先卡位线上渠道；2) 打造国民品牌，树立好被芯战略；3) 定位产品时尚化，吸引年轻消费者；4) 高效整合的供应链优势。

### 投资建议

我们判断，公司的成长驱动在于：1) 纵向打造大单品、加深品类深度；横向拓展多品类，主打场景式开发，新增窗帘、布艺软饰等品类，提高连带率；2) 利用中低端品牌百丽丝进军拼多多市场，3 年内有望做大，利用下沉市场贡献新增量；3) 疫情后核心商圈资源、优质经销商资源逐渐向头部企业集中，公司坚持以提升店铺质量、开大店为目标，未来 2 年同店增速有望超 10%。此外，后疫情时代竣工面积改善已现，家纺作为地产后周期行业有望受益，21Q1 公司收入/利润均已恢复至疫情前水平。公司作为线上家纺龙头企业、连续 6 年天猫双十一家纺类目单店、单品牌销量第一，电商有望保持快速增速。我们预计 21/22/23 年收入增速分别为 15%/12%/11%，EPS 分别为 1.31 /1.49/1.66 元、对应 PE 为 12/11/10X，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

疫情发展的不确定性、库存积压风险、开店不及预期、系统性风险。

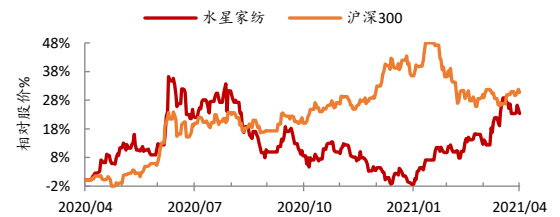
### 盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,002	3,035	3,479	3,900	4,337
YoY (%)	10.4%	1.1%	14.7%	12.1%	11.2%
归母净利润(百万元)	316	275	351	396	442
YoY (%)	10.7%	-13.0%	27.7%	13.0%	11.7%
毛利率 (%)	37.6%	35.3%	36.5%	36.6%	36.6%
每股收益 (元)	1.18	1.03	1.31	1.49	1.66
ROE	13.8%	11.6%	12.9%	12.8%	12.5%
市盈率	13.34	15.34	12.01	10.63	9.52

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	15.79
股票代码:	603365
52 周最高价/最低价:	17.8/12.33
总市值(亿)	42.11
自由流通市值(亿)	42.11
自由流通股数(百万)	266.67



分析师：唐奕奕

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

研究助理：朱宇昊

邮箱：zhuyh@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

## 正文目录

1. 历史回顾：中档家纺龙头，电商表现靓丽	4
1.1. 发展历程：具有电商基因，线上占比达 50%	4
1.2. 资本市场表现：PE 估值处于较低区域	6
1.3. 股权结构：大股东为李氏家族，持股 74%	7
2. 行业分析：2021 年家纺市场规模将达 2587 亿元	8
3. 公司优势：率先卡位线上，打造时尚化、国民品牌策略	9
3.1. 率先卡位线上渠道	9
3.2. 打造国民品牌，树立好被芯战略	9
3.3. 定位产品时尚化，吸引年轻消费者	10
3.4. 高效整合的供应链优势	11
4. 公司成长驱动：渠道优化贡献同店增长，拓品类+拓渠道贡献增量	12
4.1. 纵向加深品类+横向拓展多品类	12
4.2. 百丽丝进军拼多多渠道，贡献业绩新增量	12
4.3. 未来 2 年同店增长有望超过 10%	12
5. 财务分析：盈利能力存在提升空间	12
5.1. 成长性分析：复合增速处于行业领先地位	12
5.2. 盈利能力分析：毛利率略低于同行	13
5.3. 营运能力分析：应收账款、存货周转天数处于行业前列	14
5.4. 现金流分析：较为稳定	15
6. 投资建议	16
7. 风险提示	17

## 图表目录

图 1 历年收入、归母净利及增速（亿元）	4
图 2 历年毛利率和净利率（%）	4
图 3 线下与电商收入情况	5
图 4 线下与电商毛利率	5
图 5 水星家纺上市至今股价走势	7
图 6 水星家纺 PE BANDS	7
图 7 家纺行业市场规模及增速	8
图 8 中国家纺行业产业链	8
图 9 累计房屋竣工面积及同比增速（亿平方米）	9
图 10 水星家纺与同业收入及增速对比（亿元）	13
图 11 家纺公司 2017-2020 年线上、线下收入年复合增速以及 2020 年线上收入占比	13
图 12 水星家纺与同业毛利率对比（%）	14
图 13 水星家纺与同业净利率对比（%）	14
图 14 水星家纺与同业存货周转天数	15
图 15 水星家纺与同业应收账款周转天数	15
图 16 水星家纺与同业应付账款周转天数	15
图 17 水星家纺与同业净营业周期	15
图 18 经营活动现金流/净利润对比	16
表 1 公司发展大事记	5
表 2 2020 年水星家纺股权结构	8
表 3 广告投放	10
表 4 大单品系列	11
表 5 水星家纺历年代言人	11
表 6 毛利率拆分比较	14

---

表 7 收入拆分 (亿元) .....	16
表 8 可比公司估值 .....	17

## 1. 历史回顾：中档家纺龙头，电商表现靓丽

### 1.1. 发展历程：具有电商基因，线上占比达 50%

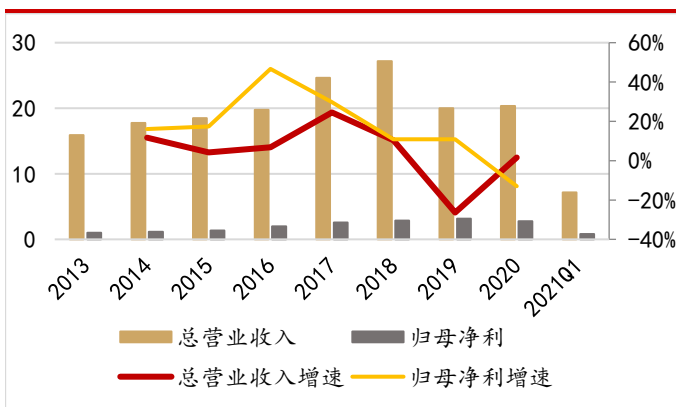
水星家纺前身水星被服成立于 2000 年，2004 年更名为水星家纺，2016 年上市。公司采用“品类品牌化”方式组建品牌矩阵，以“水星”品牌为主，“百丽丝”品牌为辅，以“水星家纺婚庆馆”“水星宝贝”“水星 KIDS”等品牌为组合细分品类品牌。主要目标客户为二、三线城市的中高端消费群体。水星家纺销售渠道以传统的一、二级加盟模式为主，同时积极拓展线上渠道，上市前公司线上渠道收入已达到 30%。

公司创始人为李裕杰，1987 年以来担任公司控制人、直至 2017 年意外去世。现在水星的实控人为李裕杰家族成员，包括现任董事长李裕陆（李裕杰的弟弟）、李裕杰妻子谢秋花、李裕杰长子李来斌等。

回顾公司历史来看，2013-2020 年公司收入/归母净利复合增速为 10%/ 16%，分拆渠道来看，线下/线上收入复合增速 2%/32%，1) 线上业务中，传统电商持续发力，天猫“618”、“双十一”活动连续五年行业单品牌、单店铺销售第一；新兴电商贡献增量，公司近年来进入拼多多、云集等新崛起的社交电商平台，并积极拓展抖音、阿里直播等直播带货渠道，实现了各大网络销售渠道的全覆盖，线上收入占比从 2013 年的 14% 快速提升至 2020 年的 50%；2) 线下业务中，近年来保持一、二线城市“重点布局”、三四线城市“网格布局”、直营加盟同时推进的策略。

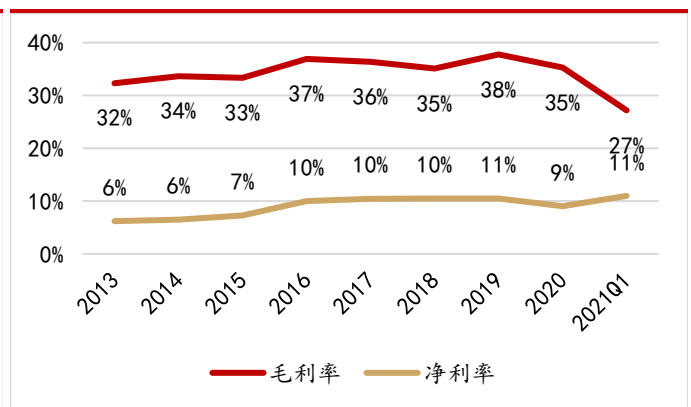
2020 年公司毛利率/净利率为 35.27%/9.05%，公司毛利率下降的主要原因是 2020 年公司开始实施新收入会计准则，将原在销售费用中核算的与产品销售相关的运输费用重新分类至营业成本中核算所致。毛利率历史范围在 35-38%、净利率在 10-11%。分拆来看，1) 2020 年线上毛利率为 36%、历年来看线上毛利率高于线下毛利率，主要由于线下中加盟商毛利率较低拉低整体毛利率；线上毛利率下降主要由于线上销售中毛利率较低的百丽丝收入占比提高，导致整体毛利率下降；2) 线下毛利率在 30-37% 波动，根据招股书数据显示，毛利率在 50% 左右、加盟毛利率在 30% 左右，随着直营、加盟店比例的调整以及在各线城市中的结构改善，毛利率有望得到继续提升。2019 年线下毛利率提升主要提价所致。

图 1 历年收入、归母净利及增速（亿元）



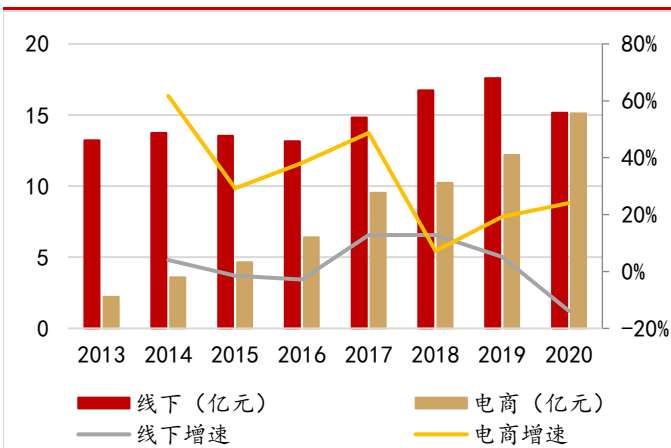
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 2 历年毛利率和净利率 (%)



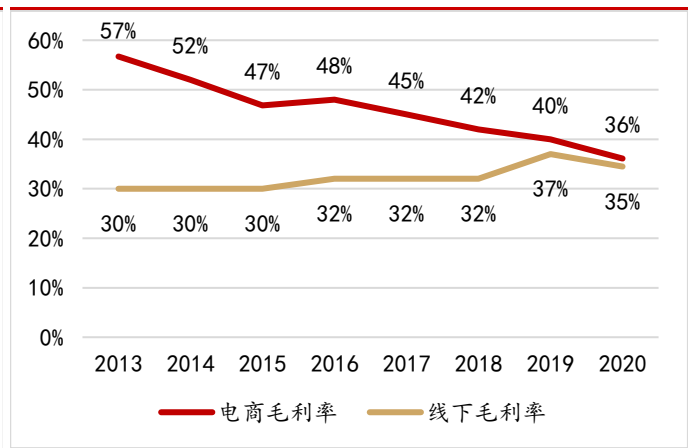
资料来源：WIND，华西证券研究所

图3 线下与电商收入情况



资料来源: wind, 华西证券研究所

图4 线下与电商毛利率



资料来源: wind, 华西证券研究所

我们将公司的发展简要分为三个阶段：

(1) 1987-2000 年，起步于浙江温州：1987 年，李裕杰在浙江温州成立浙江水星被服有限公司，开始生产销售床上用品和服装。公司最初是以批发的形式做起，1999 年开始设立专卖店，建立直营网络。

(2) 2000-2016 年，迁往上海，大步大展：2000 年公司由温州迁至上海奉贤，2002 年建成水星工业园，2004 年更名为水星家纺，同年邀请影星刘嘉玲为品牌代言人，系统开展品牌建设工作。2016 年公司签约年轻偶像吴亦凡成为水星家纺品牌代言人，打造家纺时尚属性、吸引年轻消费群体。

(3) 2017 年至今，上市后加大电商投入：1) 线下布局渠道下沉，实体销售终端覆盖了大陆 31 个省、自治区、直辖市；2) 线上方面，水星家纺是业内最早进入天猫、京东、唯品会等传统电商平台的家纺公司。2020 年初公司加快线上新零售拓展，在天猫平台开设水星集团优品旗舰店，把门店产品搬到线上，开启了“线上线下融合”、“网店+直播”的新零售探索。连续 6 年天猫双十一家纺类目单店、单品牌销量第一，2020 年公司电商渠道收入占比达到 50%。

表 1 公司发展大事记

时间	大事记
1987	公司前身于浙江温州龙港成立，开始床上用品和其他纺织物的生产和销售。
1999	开始设立专卖店，建立直营销销售网络。
2002	国内同行业销售首次进入前五，水星工业园建成，成立上海百丽丝家纺有限公司。
2004	公司更名为上海水星家用纺织品有限公司，邀请影星刘嘉玲为品牌发言人。
2008	创始人独子李来斌创立“电子商务部”，在网上开设店铺，利用阿里巴巴 B2B 平台寻找网络分销商。
2010	更名为上海水星家用纺织品股份有限公司，成立上海水星电子商务有限公司。

2012	水星家纺的网络销售额突破了 1.5 亿元。
2016	签约人气偶像吴亦凡为品牌代言人，吸引年轻消费者。
2017	2017 年 11 月于上交所上市。
2019	上榜上海制造业 100 强，签约著名影星孙俪、杨洋为品牌代言人。
2020	连续 6 年天猫双十一家纺类目单店、单品牌销量第一，稳坐家纺电商的头把交椅。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 1.2. 资本市场表现：PE 估值处于较低区域

2017 年上市至今（截至 2021 年 4 月 30 日），公司股价下跌 26.51%，跑输 SW 纺织服装 3.77PCT、跑输沪深 300 指数 48.72PCT。2020 年 4 月 30 日公司市值约 42.11 亿元。公司上市以来累计融资金额为 12.72 亿元，累计现金分红金额为 5.3 亿元。

回顾公司历史股价表现，我们分为两个阶段：

(1) 2017 年 11 月-2018 年 10 月：上市之初，公司作为传统品牌进驻电商的代表，2018 年 6 月公司股价最高达到 30.59 元、对应 PE 为 31 倍、市值 88 亿元。2018 年下半年可选消费复苏进入尾声阶段，2018Q2-Q3 业绩受拼多多、云集等以社交电商、低价产品为主的平台的竞争，电商销售额出现负增长，2018 年 10 月股价最低达到 11.33 元、对应 PE 为 11.8 倍。

(2) 2018 年 10 月-2019 年 4 月：公司电商业务快速反应，积极入驻新兴社交电商，并调整内部业务运作、产品开发方向和节奏、营销策略、激励机制等，18Q4 电商销售额恢复增长，2018 年双十一继续取得天猫双十一单品牌、单店销售第一，获得了天下网商“金麦奖”及家纺行业唯一获得天猫“TES 年度消费者最喜爱品牌”的品牌。2019 年 3 月，股价最高达 18.36 元、对应估值 19 倍。

(3) 2019 年 4 月-2020 年初，为应对用户下沉趋势和电商价格战，公司电商部门调整百丽丝品牌的定位，更加突出性价比特点，19Q1 受结构调整影响扣非净利下降 19%，估值逐步从 19 倍回落。2020 年初，疫情影响销售，公司股价下跌至 12.2 元、对应估值仅 11 倍 PE。

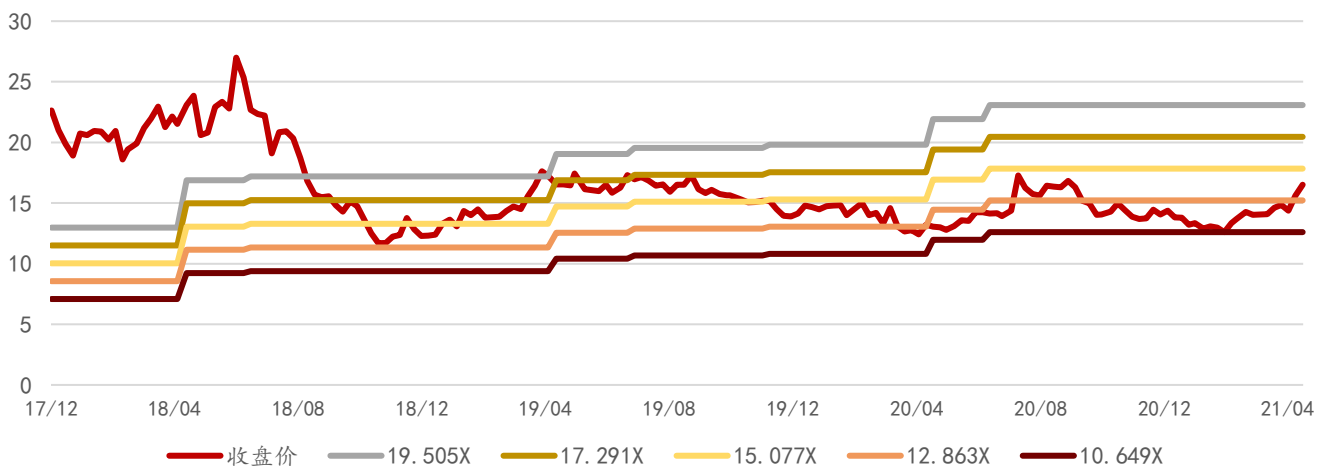
(4) 2020 年下半年至今，受益电商销售渗透率提升、公司作为家纺电商龙头品牌线上业绩大幅增长，同时竣工数据好转、家纺作为地产产业链后周期行业受益，2020Q3 线上业务同比增长 43%、带动收入增速转正，股价也逐步回升最高至 17.47 元、对应 PE 估值 15 倍。

图 5 水星家纺上市至今股价走势



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 6 水星家纺 PE BANDS



资料来源: wind, 华西证券研究所

### 1.3. 股权结构：大股东为李氏家族，持股 74%

公司原实控人为李裕杰，2017 年 5 月 26 日李裕杰因意外摔伤去世，其持有的股份由配偶谢秋花、长子李来斌继承。

截至 2020 年末，最大股东为水星控股集团有限公司，李裕杰的妻子谢秋花和儿子李来斌为其最大股东，李来斌为其实控人。第二大股东为李来斌，直接持股 6.31%，第三大股东为谢秋花，直接持股 3.81%，谢秋花、李来斌与李裕陆、李裕高签署《一致行动协议》，共同直接和间接控制公司合计 73.97%的股份，是公司的实际控制人。

公司上市后继续加强对员工和管理层的激励，2019年9月使用公司回购专用账户回购的本公司股票分三期实施员工持股计划。截止2020年9月10日回购计划到期，公司已使用自有资金6511.39万元回购股票421.90万股、回购均价为15.43元。

表 2 2020 年水星家纺股权结构

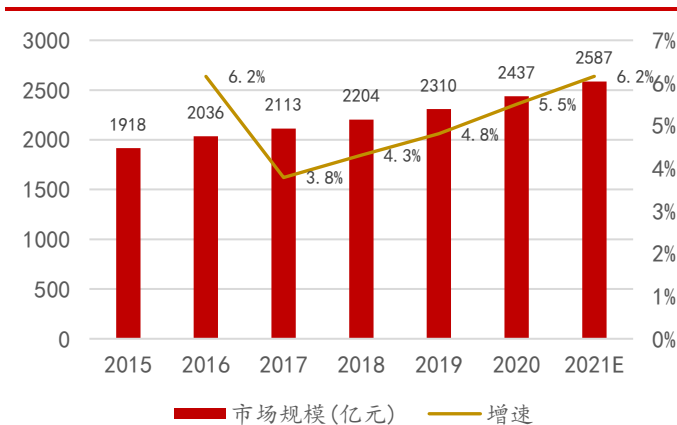
股东名称	占总股本比例 (%)
水星控股集团有限公司	40.42%
李来斌	6.33%
谢秋花	3.81%
韩红昌	2.66%
李裕陆	2.63%
李丽君	2.29%
李裕高	2.28%
梁祥员	2.00%
李裕将	1.94%
李道想	1.92%

资料来源：wind，华西证券研究所

## 2. 行业分析：2021 年家纺市场规模将达 2587 亿元

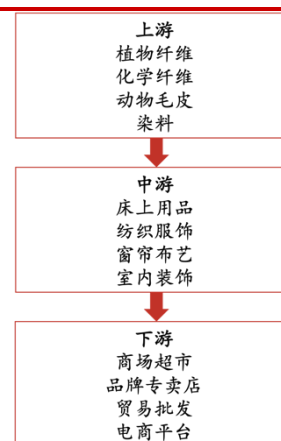
据 Euromonitor 统计，2020 年国内家纺行业市场规模为 2437 亿元，2015-2020 年复合增长率为 5%，预计 2021 年家纺行业市场规模将达到 2587 亿元，家纺行业市场规模稳步增长。

图 7 家纺行业市场规模及增速



资料来源：Euromonitor，华西证券研究所

图 8 中国家纺行业产业链

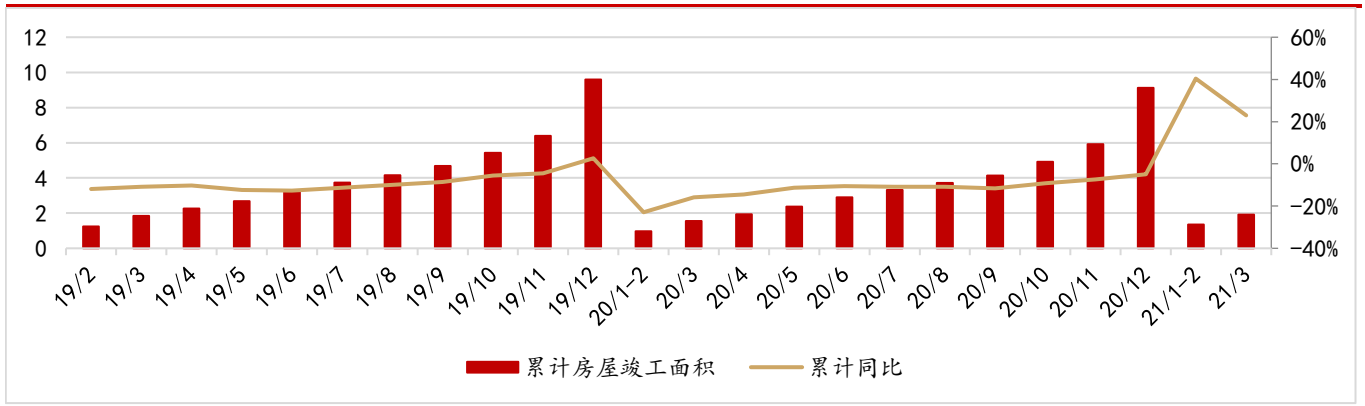


资料来源：智研咨询，华西证券研究所



竣工数据改善，地产后周期行业有望受益。2021年3月，全国房屋竣工面积同比增长23%，家纺作为地产产业链后周期行业受益；2021年1-3月全国房屋竣工面积累计同比上涨22.90%、涨幅较1-2月缩窄17PCT。

图9 累计房屋竣工面积及同比增速（亿平方米）



资料来源：wind，华西证券研究所

### 3. 公司优势：率先卡位线上，打造时尚化、国民品牌策略

#### 3.1. 率先卡位线上渠道

公司超前布局线上，取得一定的先发优势。除了在行业内最早进入天猫、京东、唯品会等传统电商平台外，还开拓拼多多、云集等社交电商平台，实现各大网络销售渠道的全覆盖。2020年受疫情影响，公司加快实施线上线下融合发展，2020年5月16日，借助天猫新零售本地化业务技术，公司成功上线天猫优品旗舰店，组织线下门店接入店铺系统，一方面满足消费者对高品质线下商品的线上购买需求；另一方面，扩展了经销商的线上销售渠道。2020年上半年，公司线上销售除2月因疫情原因物流不能正常发货的影响外，其余各月均保持了较快增长。

随着直播带货的新零售模式的兴起，公司专门成立了直播中心，承接公司自播和第三方直播业务。未来公司将重点发展自播，并要求运营岗位转型直播，所有设计师都需要掌握短视频拍摄的技能，将直播的形式与日常的销售密切结合，使直播成为带动销售的重要工具之一。水星家纺公司在自播领域取得的成绩在行业内处于绝对领先的地位：抖音开启了1个多月，目前日销售20万+、会员数10万+；在阿里系连续3个季度拿到直播排名金奖，在家纺、家具类目里排名第一。同时，由于公司SKU较多，不适合与需要单款深度的达人进行合作，对此公司同样做出了逐步调整，将继续与各大知名主播、大V、达人和网红等保持稳定的合作，带动销售的同时增加品牌影响力，争取在直播新赛道同样保持行业领先地位。

#### 3.2. 打造国民品牌，树立好被芯战略

公司纵向加深品类深度，树立好被芯战略，打造被芯品类与水星家纺划等号的市场认知度。2020年为有效执行公司“好被芯 选水星”的战略，公司加强了对线下门店被芯区域的升级改造，增加门店被芯类产品陈列面积；同时通过开展爆品预售活动，

一方面打造极致爆款产品提升销售，另一方面吸引更多客户流量，带动其他产品的连带销售。

### 3.3. 定位产品时尚化，吸引年轻消费者

水星家纺是行业内较早采用高广告投入和明星代言的企业，近些年调整了广告代言结构，采用双代言人策略，2019 年代言人分别为孙俪和杨洋，分别代表企业家庭类产品和时尚类产品。未来水星应根据目标市场和潮流趋势持续更新代言和广告宣传方式，尤其通过短视频平台、直播、微博等更贴近消费者的多样化娱乐性营销推广提高品牌在目标市场的知名度。

在对消费者需求深层洞察的基础上，公司产品开发有效性持续提高，尤其是近年来在产品开发中所采取的极致大单品策略继续取得显著成效。公司打造的极致大单品具有市场欢迎度高、亮点突出、长生命周期等特点，形成持续畅销的局面，销售占比不断提高，同时对其他产品的销售起到了良好的带动作用。未来公司将聚焦于有特色、可替代性较低的大单品填补市场空白，例如由贵州养蚕基地培养的“金色桑蚕丝”。

此外运用敏捷的业务架构搭建和 IT 运维技术。通过“超级导购”“门店视辅系统”“AR 居室场景模拟”等互联网类整体解决方案和工具引入，打造品牌人货场的三维空间，提高品牌消费者体验。

表 3 广告投放

2004 年	和影星刘嘉玲签定了长期代言合同。
2010 年	在热门电视栏目（如：《中国好歌曲》、《爸爸去哪儿》等）等进行广告投放提升公司品牌知名度。
2020 年	通过为代言人孙俪女士参与拍摄的影视作品《安家》提供独家床品赞助进行植入宣传，并策划了“来水星安家吧”的系列主题活动进行 IP 营销宣传。《安家》最终以超过 60 亿的网络播放量和大结局收视率破 3 的好成绩收官，而由此也给水星家纺带来了较大的关注度。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 4 大单品系列

<p>黄金搭档系列；</p> <p>丝路传奇系列；</p> <p>彩绘牛皮席系列；</p> <p>“俪”系列（与代言人孙俪联合打造）；</p> <p>进口乳胶床垫（2019 年与泰国泰橡集团签署战略合作协议，将优质的泰国原装进口乳胶床品引入国内，2019 年公司乳胶系列收入同比增长两倍多，2020 年乳胶床垫竞争激烈导致收入有所下降）；</p> <p>金色桑蚕丝</p>
--

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 5 水星家纺历年代言人

排序	年份	代言人
1	2004-2013	刘嘉玲
2	2014-2016	金宇彬
3	2016-2018	吴亦凡
4	2018 至今	孙俪
5	2019 至今	杨洋
6	2020 至今	白冰

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 3.4. 高效整合的供应链优势

公司制定了严格的供应商甄选、考核和淘汰制度，立足于与供应商共同发展、共同成长，借助于 DRP 平台推广深度加大和 ERP 系统的融合，整合上游供应链体系，使得公司可以高效利用上游行业内的材料开发、面料研发、面料图案设计和面料染整、生产的优质资源，打造出公司在产品品质、花色、生产成本、市场反应速度等多方面的竞争优势。

公司自身高效生产管理，通过订货会及若干次产品区域培训，实现了与经销商的有效沟通，保证了每年部分订单的确定性，并通过制定有效的采购计划，结合供应链看板管理系统，实施供应链的智能化管理，降低了与供应商合作的时间成本和沟通成本，利用淡季提前生产订货产品，平衡产能压力，提升了公司生产的整体效率和快速反应能力。

目前，公司拥有 3 个生产基地，单笔订单量大，同时在结款上有良好的口碑，因此公司与供应商保持着密切的合作关系，拥有核心供应商资源，保证了供应链的快速反应能力和产品生产能力

## 4. 公司成长驱动：渠道优化贡献同店增长，拓品类+拓渠道 贡献增量

### 4.1. 纵向加深品类+横向拓展多品类

公司未来的发展战略将从纵向和横向同时出发。纵向上，加深品类深度，树立好被芯战略，将被芯品类与水星家纺划等号，让“好被芯、选水星”的观念更深入人心。相比于同业，公司在短视频的投放上遥遥领先，预计好被芯战略会持续进行 5-10 年。被芯市场总量超过 1000 亿元，好被芯战略有望推动公司市场占有率快速上升。横向上，公司拓展关联更多的品类，目前公司核心产品是场景式开发，新增窗帘、布艺软饰等品类，提高连带率。

### 4.2. 百丽丝进军拼多多渠道，贡献业绩新增量

百丽丝进军拼多多渠道有望贡献业绩新增量。在战略上，百丽丝严格筛选经销商，限值授权经销商的数量，目前在拼多多已授权加盟商十余家，2020 年 9 月月销售额达 1000 万元，其中几家加盟商月销售额达 100-200 万元。相比较而言，主要竞争对手南极人在拼多多渠道上快速开拓经销商，目前虽然在拼多多已有几百家加盟商，但是每家加盟商销售额都非常小。我们判断，未来 3 年拼多多渠道有望持续放量，贡献业绩增长。

### 4.3. 未来 2 年同店增长有望超过 10%

公司线下渠道以经销模式为主，2017 年募投开启“线上线下渠道融合及直营渠道建设项目”，现已在多个省会城市、经济发达城市开设了直营门店，提高了公司直营销售占比，完善了公司的渠道结构，增强了公司对销售终端的控制力。

我们判断，随着核心商圈资源、优质经销商资源逐渐向头部企业集中，公司未来将会加强线下核心商圈的布局规划，将以提升开店质量、开大店为主的目标加快直营拓展速度，我们判断，未来 2 年公司同店增速有望超过 10%。

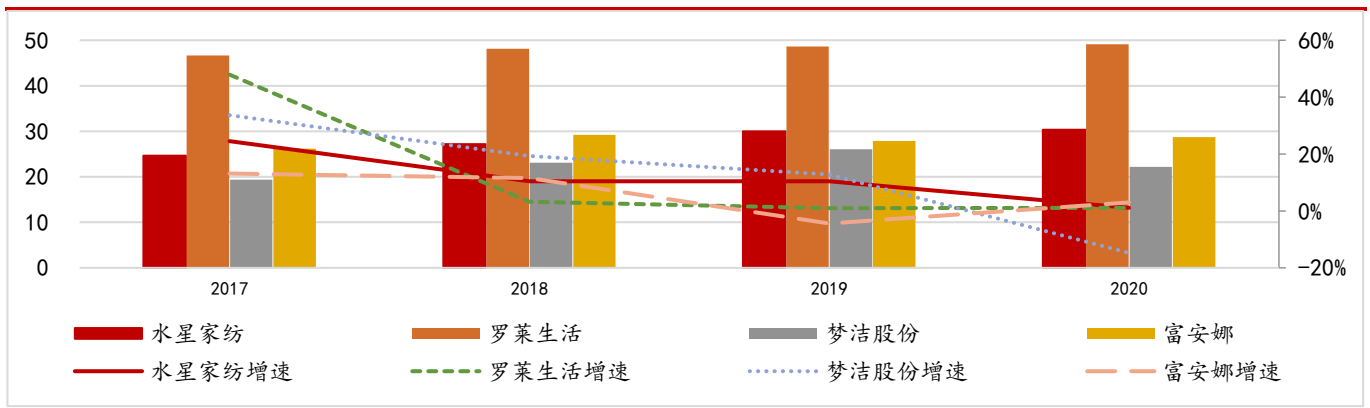
## 5. 财务分析：盈利能力存在提升空间

### 5.1. 成长性分析：复合增速处于行业领先地位

2020 年水星家纺实现营业收入 30.35 亿元、同比增长 1.09%；2021Q1 单季度收入 7.18 亿元、同比增长 49.14%、较 19Q1 增长 19.5%。

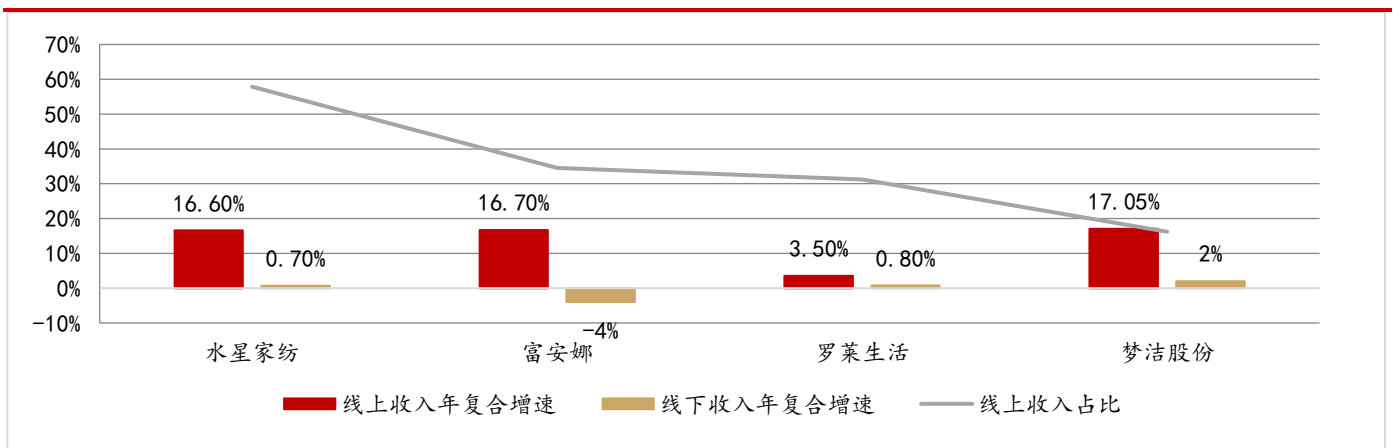
2017-2020 年，水星家纺收入年复合增长率为 5.37%，高于罗莱生活（1.31%）、富安娜（2.38%）、梦洁股份（3.51%），主要得益于公司线上快速增长。2017 年罗莱生活高增速主要由于收购莱克星顿所致。

图 10 水星家纺与同业收入及增速对比（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 11 家纺公司 2017-2020 年线上、线下收入年复合增速以及 2020 年线上收入占比



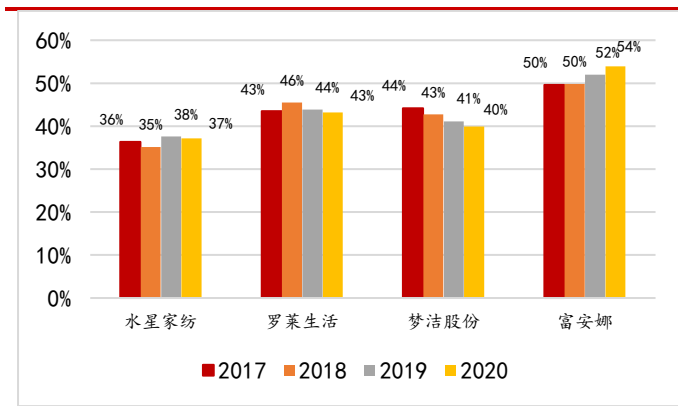
资料来源：Wind，华西证券研究所

## 5.2. 盈利能力分析：毛利率略低于同行

水星家纺毛利率保持稳定，2017-2020 年分别为 36.36%、35.11%、37.58%、35.27%；2019 年较 2018 年上升 2.47pct，主要由于：（1）线下提价；（2）电商渠道毛利率较线下渠道高，电商渠道销售增长大于线下渠道增长的结构因素提高整体毛利率。2020 年毛利率略降，主要由于（1）疫情对线下渠道的冲击；（2）实施的新收入准则的影响。

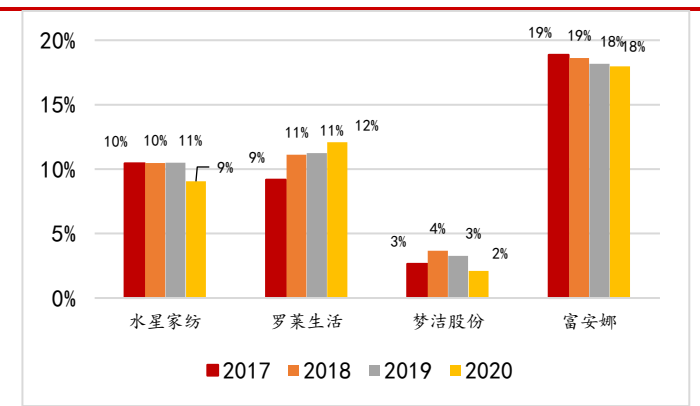
公司毛利率低于同行，主要由于公司百丽丝定位低端市场、毛利率较低以及公司直营占比较低所致。随着直营渠道建设和线上渠道增长，未来毛利率有望上升。水星家纺净利率高于梦洁股份，与罗莱生活接近，低于富安娜，主要由于富安娜定位高端、主打个性化时尚产品、毛利率更高所致。

图 12 水星家纺与同业毛利率对比 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 13 水星家纺与同业净利率对比 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

表 6 毛利率拆分比较

	水星家纺	罗莱生活	梦洁股份	富安娜
1、线下占比	50%	52.66%	80.57%	60.55%
毛利率	34.5%	23.31%	33.92%	34.51%
a) 直营占比	10%+左右	6.81%	39.03%	24.19%
直营毛利率	50%左右	63.9%	48.88%	66.41%
b) 加盟占比	35%+左右	33.65%	41.54%	26.97%
加盟毛利率	30%左右	43.37%	35.73%	51.06%
c) 团购占比		12.20%		9.39%
团购毛利率		35.77%		49.81%
2、线上占比	50%	28.89%	19.43%	39.48%
毛利率	36.1%	46.43%	30.95%	49.12%
3、其他占比		18.44%(美国)		
毛利率		35.00%		

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

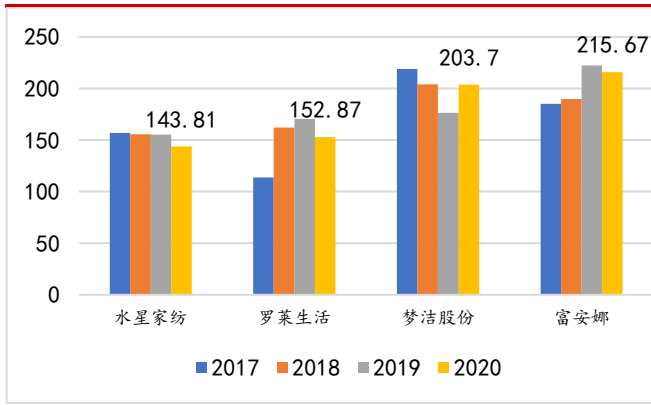
### 5.3. 营运能力分析: 应收账款、存货周转天数处于行业前列

从存货周转天数来看, 水星家纺 2017-2020 年分别为 156.99、155.69、155.21、143.81 天, 存货周转天数较同行低, 我们判断主要因为公司直营占比较低所致。

从应收账款周转天数来看, 水星家纺 2017-2020 年分别为 15.86、19.64 和 21.65、27.92 天, 优于罗莱生活、梦洁股份, 主要是因为公司业务模式中较少采用赊销的交易模式。公司应收账款余额的形成来自: 1) 公司与总经销商之间主要采取先款后货的交易模式, 但作为对总经销商的一种销售支持政策安排, 公司对于符合一定条件的

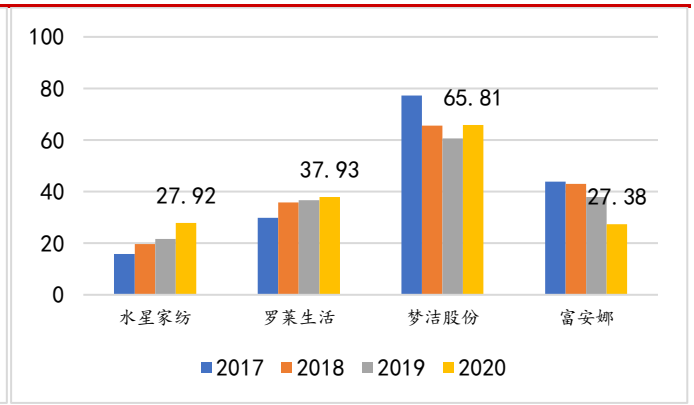
优质总经销商，每年会给予其一定的授信额度，因而年末形成少量应收账款余额；2) 公司与部分知名电商平台公司之间采取先发货后付款的交易模式，因此年末形成少量应收账款余额。公司合作的电商平台公司实力较强，信誉度较高，报告期内不存在拖欠销售货款的情形。

图 14 水星家纺与同业存货周转天数



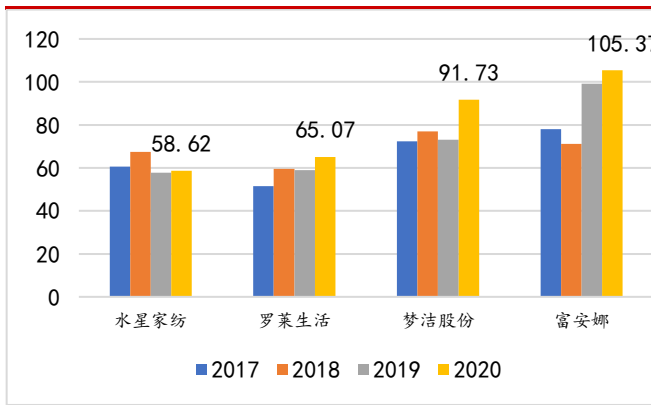
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 15 水星家纺与同业应收账款周转天数



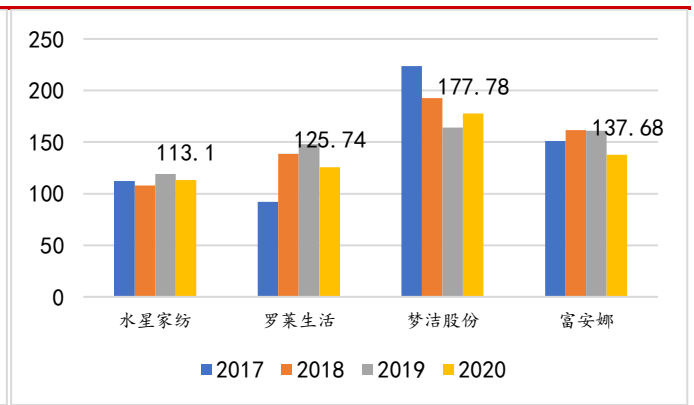
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 16 水星家纺与同业应付账款周转天数



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 17 水星家纺与同业净营业周期

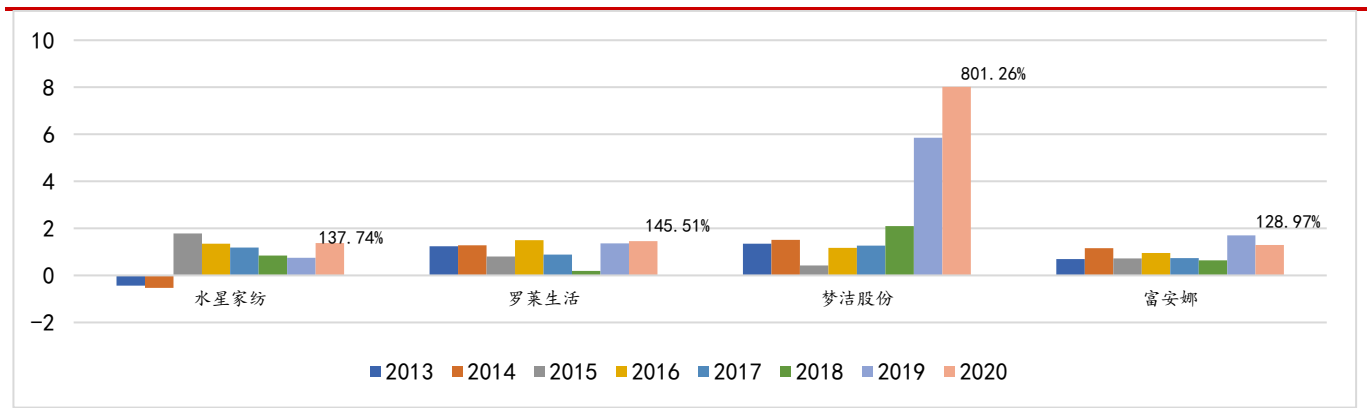


资料来源: wind, 华西证券研究所

## 5.4. 现金流分析: 较为稳定

2017-2020 年, 水星家纺的经营性现金流/净利分别为 118.79%、84.05%、74.60%、137.74%, 现金流较为稳定。2020 年公司由于采购商品付现减少导致经营性现金流同比增加 60.64%。

图 18 经营活动现金流/净利润对比



资料来源: wind, 华西证券研究所

## 6. 投资建议

我们判断, 公司的成长驱动在于: 1) 纵向打造大单品、加深品类深度; 横向拓展多品类, 主打场景式开发, 新增窗帘、布艺软饰等品类, 提高连带率; 2) 利用中低端品牌百丽丝进军拼多多市场, 3 年内有望做大, 利用下沉市场贡献新增量; 3) 疫情后核心商圈资源、优质经销商资源逐渐向头部企业集中, 公司坚持以提升店铺质量、开大店为目标, 未来 2 年同店增速有望超 10%。此外, 后疫情时代竣工面积改善已现, 家纺作为地产后周期行业有望受益, 21Q1 公司收入/利润均已恢复至疫情前水平。公司作为线上家纺龙头企业、连续 6 年天猫双十一家纺类目单店、单品牌销量第一, 电商有望保持快速增长。我们预计 21/22/23 年收入增速分别为 15%/12%/11%, EPS 分别为 1.31 /1.49/1.66 元、对应 PE 为 12/11/10X, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 7 收入拆分 (亿元)

	2020	2021E	2022E	2023E
收入	30.35	34.79	39.00	43.37
增速	1%	15%	12%	11%
<b>分渠道</b>				
1、电商	15.11	17.83	20.68	23.58
增速	24%	18%	16%	14%
<b>占比</b>				
2、线下	15.15	16.97	18.32	19.79
增速	-14%	12%	8%	8%
<b>占比</b>				
净利	2.75	3.51	3.96	4.42
增速	-13%	28%	13%	12%



净利率	9.0%	10.09%	10.14%	10.18%
-----	------	--------	--------	--------

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 8 可比公司估值

公司名称	收盘价 (元)	2021E EPS	2022E EPS	2023E EPS	2021E PE	2022E PE	2023E PE	2021E 净利增速	2021E PEG
富安娜	9.18	0.78	0.91	1.04	11.77	10.09	8.83	25.4%	0.46
罗莱生活	15.15	0.80	0.90	1.15	18.94	16.83	13.17	14.8%	1.28
平均值 (剔除负值)	-	-	-	-	15.36	13.46	11.00	-	-

资料来源：公司公告，华西证券研究所。收盘价和 EPS 单位均为元。

## 7. 风险提示

疫情发展的不确定性：疫情反复将对线下销售造成不利影响；库存积压风险：库存积压将影响公司经营稳定性以及业绩水平；开店不及预期；系统性风险。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,035	3,479	3,900	4,337	净利润	275	351	396	442
YoY (%)	1.1%	14.7%	12.1%	11.2%	折旧和摊销	64	41	43	45
营业成本	1,964	2,208	2,473	2,748	营运资金变动	42	-45	-36	-30
营业税金及附加	13	14	16	17	经营活动现金流	378	323	379	432
销售费用	569	661	738	817	资本开支	-100	-83	-93	-103
管理费用	144	155	172	191	投资	220	-211	-275	-262
财务费用	-12	-21	-21	-22	投资活动现金流	133	-291	-364	-361
资产减值损失	-8	-8	-8	-9	股权募资	0	0	0	0
投资收益	2	3	4	4	债务募资	50	0	0	0
营业利润	293	395	448	503	筹资活动现金流	-203	0	0	0
营业外收支	36	27	29	30	现金净流量	308	32	15	71
利润总额	329	422	477	533					
所得税	55	72	81	91	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
净利润	275	351	396	442	<b>成长能力</b>				
归属于母公司净利润	275	351	396	442	营业收入增长率	1.1%	14.7%	12.1%	11.2%
YoY (%)	-13.0%	27.7%	13.0%	11.7%	净利润增长率	-13.0%	27.7%	13.0%	11.7%
每股收益	1.03	1.31	1.49	1.66	<b>盈利能力</b>				
					毛利率	35.3%	36.5%	36.6%	36.6%
					净利率	9.0%	10.1%	10.2%	10.2%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	总资产收益率 ROA	9.1%	10.3%	10.2%	10.1%
货币资金	1,015	1,047	1,062	1,132	净资产收益率 ROE	11.6%	12.9%	12.8%	12.5%
预付款项	77	77	82	85	<b>偿债能力</b>				
存货	733	817	881	941	流动比率	<b>3.64</b>	<b>3.88</b>	<b>4.01</b>	<b>4.15</b>
其他流动资产	455	665	976	1,275	速动比率	2.35	2.55	2.72	2.91
流动资产合计	2,281	2,605	3,000	3,434	现金比率	1.62	1.56	1.42	1.37
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	21.6%	20.4%	19.9%	19.3%
固定资产	432	500	576	663	<b>经营效率</b>				
无形资产	129	131	133	135	总资产周转率	1.01	1.02	1.01	0.99
非流动资产合计	725	795	873	962	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	3,005	3,400	3,873	4,395	每股收益	1.03	1.31	1.49	1.66
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	8.84	10.15	11.64	13.30
应付账款及票据	374	393	440	489	每股经营现金流	1.42	1.21	1.42	1.62
其他流动负债	253	278	308	339	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	627	671	748	828	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	15.34	12.01	10.63	9.52
其他长期负债	21	21	21	21	PB	1.51	1.56	1.36	1.19
非流动负债合计	21	21	21	21					
负债合计	648	692	769	849					
股本	267	267	267	267					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	2,357	2,708	3,104	3,546					
负债和股东权益合计	3,005	3,400	3,873	4,395					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015 年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

朱宇昊：中南财经政法大学经济学硕士、学士，2020年7月加入华西证券纺服&教育团队。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。