

2021年08月18日

线上占比过半，21Q2 净利率恢复至疫情前

水星家纺(603365)

评级:	买入	股票代码:	603365
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	17.5/12.33
目标价格:		总市值(亿)	37.04
最新收盘价:	13.89	自由流通市值(亿)	37.04
		自由流通股数(百万)	266.67

事件概述

2021H 公司实现收入/归母净利/扣非归母净利分别为 16.19/1.64/1.53 亿元、同比增长 38.8%/72.43%/125.6%、较 19H1 增长 27%/22%/43%，业绩符合预期。21Q2 收入/归母净利/扣非归母净利分别为 9.01/0.85/0.82 亿元、同比增长 32%/58%/116%、较 19Q2 增长 34%/45%/71%，较 21Q1 加速（21Q1 收入/归母净利较 19Q1 增长 19%/4%）。

分析判断:

Q2 线下环比降速、线上环比加速，线上占比提升至 50%。收入拆分：（1）线下实现收入 8.13 亿元、同比增长 32.19%；我们估计公司店数持平、增长主要来自同店恢复；分品牌来看，百丽丝估计线下继续关店调整，增长主要来自线上。（2）线上实现收入 8.06 亿元、同比增长 46.27%，线上占比进一步提升至 50%。2021 年 618 活动中，公司天猫平台销售额位居家居百货品牌排行榜第三、家纺品牌排名第一，6 月 18 日当天前 10 分钟，公司在京东居家国货大牌成交额同比增长 180%；此外，公司重点布局抖音等新赛道，2021 年 4 月，公司在“抖音超品日”活动中实现 GMV3000 万+。

21Q2 净利率恢复至疫情前水平，主要来自毛利率提升。2021H 公司毛利率为 38.44%、同比提高 2.9PCT、较 19H1 提高 0.85PCT；净利率为 10.14%、同比提高 1.97PCT、较 19H1 下降 0.41PCT；扣非净利率为 9.45%、同比提高 3.62PCT、较 19H1 提高 1.06PCT。2021H 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 20%/4%/2%/0%、同比提高 0.8/-1.2/-0.5/0.2PCT，销售费用率提高主要由于广告宣传及商场扣点费等费用增加，管理费用率下降主要受收入大幅增长的基数影响、管理费用仍提升 8.6%。投资收益/收入同比下降 0.6PCT、较 19H1 下降 0.8PCT；营业外收入/收入同比下降 1.1PCT、较 19H1 下降 1.4PCT 至 0.5%，主要由于政府补助减少。2021Q2 净利率为 9.47%、同比提高 1.59PCT、较 19Q2 提高 0.71PCT，毛利率为 39.44%、同比提高 5.25PCT、较 19Q2 提高 1.65PCT。

存货有所增加。2021H 末公司存货为 9.94 亿元、同比增长 22%、较年初增长 36%，我们分析主要由于原材料库存增长以及收入增长带来的备货增加，存货周转天数为 156 天、同比下降 41 天、较 19H1 下降 29 天。应收账款周转天数为 25 天、同比下降 1 天、较 19H1 提高 3 天。

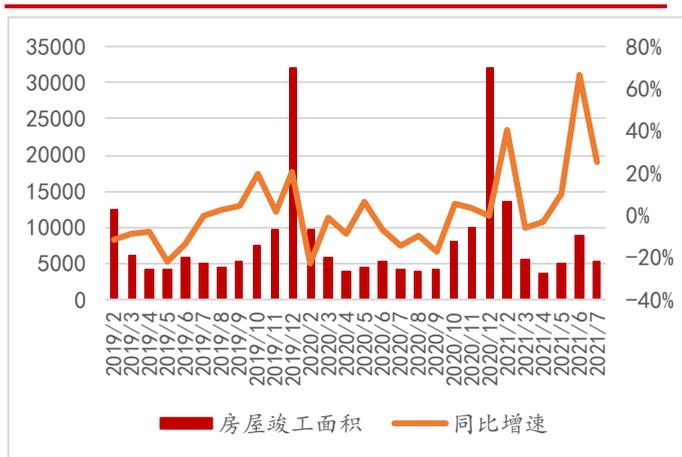
投资建议

疫情后，公司于 20Q4 迎来拐点。今年上半年公司在产品年轻化、国潮风上持续发力：（1）联名钟薛高推出产品“雪糕被”，（2）与敦煌博物馆联名合作，重磅推出一系列国风元素的家纺产品。短期来看，我们分析公司下半年可能收入增速环比放缓，中长期关注：（1）公司横向拓展多品类、主打场景式开发、新增窗帘及布艺软饰等，提高连带率；（2）利用百丽丝进军拼多多市场；（3）线下开大店贡献同店增长。维持 21/22/23 年 EPS 分别为 1.31 /1.49/1.66 元、对应 PE 为 10/9/8X，目前市场主要担心家纺环比降速、以及地产开工率下降影响地产产业链估值，但目前公司估值已充分包含悲观预期，维持“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。

图 1 房屋竣工面积及增速（万平方米）



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 2 房屋新开工面积及增速（万平方米）



资料来源：WIND，华西证券研究所

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	11.61	13.35	10.45	9.25	8.28

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

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	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	275	351	396	442	成长能力				
归属于母公司净利润	275	351	396	442	营业收入增长率	6.1%	26.5%	16.2%	13.8%
YoY (%)	-13.0%	27.7%	13.0%	11.7%	净利润增长率	17.9%	24.0%	22.2%	18.2%
每股收益	1.03	1.31	1.49	1.66	盈利能力				
					毛利率	69.1%	68.9%	68.7%	68.7%
					净利率	24.7%	24.3%	25.5%	26.5%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	13.2%	13.7%	14.0%	13.9%
货币资金	1,015	1,047	1,062	1,132	净资产收益率 ROE	20.5%	20.0%	19.4%	18.4%
预付款项	77	77	82	85	偿债能力				
存货	733	817	881	941	流动比率	4.70	5.03	5.47	5.97
其他流动资产	455	665	976	1,275	速动比率	3.59	3.80	4.20	4.69
流动资产合计	2,281	2,605	3,000	3,434	现金比率	0.92	0.21	0.59	0.97
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	35.6%	31.5%	27.8%	24.6%
固定资产	432	500	576	663	经营效率				
无形资产	129	131	133	135	总资产周转率	0.53	0.56	0.55	0.52
非流动资产合计	725	795	873	962	每股指标 (元)				
资产合计	3,005	3,400	3,873	4,395	每股收益	0.87	1.08	1.32	1.56
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	4.25	5.41	6.82	8.50
应付账款及票据	374	393	440	489	每股经营现金流	1.16	-0.57	0.76	0.91
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	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	29.80	24.03	19.67	16.63
其他长期负债	21	21	21	21	PB	3.82	4.80	3.81	3.06
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，11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。

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。

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。