

水星家纺 (603365)

证券研究报告

2021年08月20日

21H1 业绩加速回升，渠道融合&数字化升级助力长期成长

2021H1 公司实现营收 16.19 亿元 (+38.80%)，实现归母净利润 1.64 亿元 (+72.43%)，扣非归母净利润为 1.53 亿元 (+125.60%)，整体业绩实现高速回升，扣非后归母净利润增幅较大主要系 2021H1 公司收到政府补助较少所致。公司 2021Q1、Q2 分别实现营收 7.18 亿 (+49.14%)、9.01 亿 (+31.53%)，Q1、Q2 归母净利润分别为 0.79 亿 (+91.11%)、0.85 亿 (+58.15%)。

巩固拓展电商渠道优势，线下渠道持续向好，渠道融合加速

线上渠道：公司抓住平台红利并尝试创新，积极拓展电商平台占有率，2021H1 线上渠道销售 8.06 亿元，同比增长 46.27%。2021 年 618 活动中，公司天猫平台销售额家纺品牌排名第一。公司在传统电商平台实现高速增长的同时，重点发力抖音等社交电商平台，加强人才的培养，并为直播中心建立专门的直播基地，重点发展自播业务。同时加大投放短视频，积累粉丝沉淀客户，实现“品牌宣传、商品销售、用户沉淀”的“三合一”一体化经营。

线下渠道：2021H1 公司线下渠道虽受疫情及灾害天气、线上销售快速增长影响，公司线下渠道营收达 8.13 亿元，同比增长 32.19%。重点围绕提升门店运营质量、增强售后服务水平及加快全链路数字化改造三个方面开展工作。对新开店铺、老店翻新要求更加严格，以服务意识为导向；为实现“线上线下相互融合，企业全链路数字化”的长期发展战略，将更进大面积数字化改造，使门店更加规范和智能，提升服务效率。

毛利率加速回升，终端净利率持续上升

公司 2021H1 毛利率为 38.44% (+2.9pct)，归母净利率 10.14% (+1.98pct)，其中公司 Q2 毛利率达到 39.44% (+5.25pct)，整体盈利能力快速回升。

费用率方面，公司 2021H1 销售、管理、研发、财务费用率分别为 20.48% (+0.75pct)、4.43% (-1.23pct)、1.85% (-0.46pct)、-0.35% (+0.17pct)，其中 2021H1 财务费用及财务费用率均有所上升系本年新租赁会计准则实施所致，销售费用及销售费用率上升是因为本期广告宣传及商场扣点费等费用增加。

2021H1 存货 9.94 亿元 (+22.34%)，存货周转周期为 155.99 天 (-41.40 天)；应收账款规模达到 1.71 亿元 (+8.36%)，应收账款周转周期为 25.39 天 (-0.99 天)。

公司 2021H1 经营现金流净额为-3526.31 万元，相比去年同期净流出增加，主要系 21H1 公司采购付现增加所致。

维持盈利预测，维持“买入”评级，考虑到公司 2021H1 业绩高速恢复增长态势，我们预计公司 2021-2023 归母净利润分别为 3.79、4.31、4.89 亿元，EPS 分别为 1.42、1.61、1.83 元，21~23 年 P/E 分别为 10.11X、8.89X、7.84X。

风险提示：家纺行业终端需求恢复疲软；线上线下渠道融合进度、效果不及预期；疫情潜在反复风险；线上渠道业绩增速放缓等。

投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	14.36 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	266.67
流通 A 股股本(百万股)	266.67
A 股总市值(百万元)	3,829.38
流通 A 股市值(百万元)	3,829.38
每股净资产(元)	9.06
资产负债率(%)	24.46
一年内最高/最低(元)	17.50/12.33

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
范张翔	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518080004	
fanzhangxiang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《水星家纺-半年报点评:2020H1 线上渠道表现较好，下半年有望加速复苏》 2020-09-01
- 2 《水星家纺-季报点评:疫情影响公司 2020Q1 业绩，线上渠道保持增长》 2020-04-29
- 3 《水星家纺-年报点评报告:2019 年业绩增长稳健，线上保持快速增长，线下增长稳健》 2020-04-14

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,001.99	3,034.78	3,633.92	4,150.78	4,682.14
增长率(%)	10.41	1.09	19.74	14.22	12.80
EBITDA(百万元)	471.10	406.27	456.37	518.70	587.26
净利润(百万元)	315.54	274.54	378.94	430.64	488.56
增长率(%)	10.69	(12.99)	38.03	13.64	13.45
EPS(元/股)	1.18	1.03	1.42	1.61	1.83
市盈率(P/E)	12.14	13.95	10.11	8.89	7.84
市净率(P/B)	1.68	1.62	1.50	1.41	1.29
市销率(P/S)	1.28	1.26	1.05	0.92	0.82
EV/EBITDA	6.17	5.62	6.23	4.65	4.44

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	710.64	1,014.88	770.55	1,191.02	1,015.51
应收票据及应收账款	184.49	286.20	179.84	263.47	236.59
预付账款	49.66	77.38	44.21	101.31	68.81
存货	836.28	733.11	1,209.97	1,001.10	1,517.58
其他	367.12	168.99	341.41	230.37	234.44
流动资产合计	2,148.20	2,280.56	2,545.98	2,787.27	3,072.93
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	396.37	431.73	435.66	459.24	481.61
在建工程	11.06	2.49	37.49	70.50	72.30
无形资产	127.16	129.22	123.36	117.50	111.64
其他	146.34	161.16	101.18	113.24	111.29
非流动资产合计	680.94	724.61	697.69	760.47	776.84
资产总计	2,829.13	3,005.17	3,243.67	3,547.74	3,849.77
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	265.57	374.19	347.11	561.73	489.52
其他	260.16	252.66	333.87	247.05	383.99
流动负债合计	525.73	626.85	680.98	808.79	873.51
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	18.36	21.15	17.19	18.90	19.08
非流动负债合计	18.36	21.15	17.19	18.90	19.08
负债合计	544.09	648.00	698.18	827.69	892.59
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	266.67	266.67	266.67	266.67	266.67
资本公积	899.43	895.17	895.17	895.17	895.17
留存收益	2,053.30	2,113.20	2,278.83	2,453.39	2,690.51
其他	(934.35)	(917.86)	(895.17)	(895.17)	(895.17)
股东权益合计	2,285.04	2,357.17	2,545.50	2,720.06	2,957.18
负债和股东权益总计	2,829.13	3,005.17	3,243.67	3,547.74	3,849.77

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	315.54	274.54	378.94	430.64	488.56
折旧摊销	55.90	64.39	26.93	29.28	31.69
财务费用	(0.02)	0.71	(9.16)	(10.00)	(10.39)
投资损失	(16.93)	(1.73)	(13.00)	(14.00)	(16.00)
营运资金变动	334.62	64.40	(386.07)	294.13	(410.82)
其它	(453.71)	(24.16)	13.52	(2.50)	(16.50)
经营活动现金流	235.40	378.15	11.15	727.55	66.53
资本支出	45.43	69.02	63.96	78.29	49.82
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	17.55	64.05	(137.99)	(139.29)	(50.82)
投资活动现金流	62.99	133.07	(74.03)	(61.00)	(1.00)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	(26.11)	19.99	31.86	10.00	10.39
其他	(195.12)	(222.91)	(213.31)	(256.08)	(251.43)
筹资活动现金流	(221.23)	(202.92)	(181.45)	(246.08)	(241.04)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	77.16	308.31	(244.33)	420.47	(175.51)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,001.99	3,034.78	3,633.92	4,150.78	4,682.14
营业成本	1,873.92	1,964.31	2,307.54	2,614.99	2,949.75
营业税金及附加	11.53	13.38	21.80	20.75	23.41
营业费用	583.30	568.52	643.20	734.69	819.37
管理费用	126.51	144.04	159.89	182.63	205.55
研发费用	76.13	63.94	90.85	107.92	116.12
财务费用	(8.82)	(12.02)	(9.16)	(10.00)	(10.39)
资产减值损失	(9.09)	(7.56)	7.70	11.87	11.87
公允价值变动收益	(0.49)	9.51	13.52	(2.50)	(16.50)
投资净收益	16.93	1.73	13.00	14.00	16.00
其他	(17.48)	(4.47)	(53.03)	(23.00)	1.00
营业利润	349.55	293.40	438.61	499.42	565.96
营业外收入	24.65	38.35	13.00	15.00	17.00
营业外支出	1.16	2.36	0.49	0.53	0.31
利润总额	373.05	329.39	451.12	513.89	582.65
所得税	57.51	54.85	72.18	83.25	94.10
净利润	315.54	274.54	378.94	430.64	488.56
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	315.54	274.54	378.94	430.64	488.56
每股收益(元)	1.18	1.03	1.42	1.61	1.83

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	10.41%	1.09%	19.74%	14.22%	12.80%
营业利润	6.52%	-16.06%	49.49%	13.86%	13.32%
归属于母公司净利润	10.69%	-12.99%	38.03%	13.64%	13.45%
获利能力					
毛利率	37.58%	35.27%	36.50%	37.00%	37.00%
净利率	10.51%	9.05%	10.43%	10.37%	10.43%
ROE	13.81%	11.65%	14.89%	15.83%	16.52%
ROIC	19.08%	21.21%	33.38%	26.29%	35.72%
偿债能力					
资产负债率	19.23%	21.56%	21.52%	23.33%	23.19%
净负债率	-31.10%	-43.06%	-30.27%	-43.79%	-34.34%
流动比率	4.09	3.64	3.74	3.45	3.52
速动比率	2.50	2.47	1.96	2.21	1.78
营运能力					
应收账款周转率	16.61	12.89	15.59	18.73	18.73
存货周转率	3.72	3.87	3.74	3.75	3.72
总资产周转率	1.07	1.04	1.16	1.22	1.27
每股指标(元)					
每股收益	1.18	1.03	1.42	1.61	1.83
每股经营现金流	0.88	1.42	0.04	2.73	0.25
每股净资产	8.57	8.84	9.55	10.20	11.09
估值比率					
市盈率	12.14	13.95	10.11	8.89	7.84
市净率	1.68	1.62	1.50	1.41	1.29
EV/EBITDA	6.17	5.62	6.23	4.65	4.44
EV/EBIT	6.72	6.29	6.62	4.93	4.69

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com