

2021年10月30日

线上仍维持高增，产品优化带动毛利率提升

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:	17.88/12.33
目标价格:		总市值(亿)	40.69
最新收盘价:	15.26	自由流通市值(亿)	40.69
		自由流通股数(百万)	266.67

事件概述

21年前三季度，公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为24.56/2.5/2.3亿元，同比增长28.23%/44.43%/77.57%。2021Q3公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为8.37亿元/0.86亿元/0.76亿元，同比增长11.77%/10.18%/24.37%，符合预期。

分析判断:

分季度来看，21Q1-3收入增速分别为49%/32%/12%、较19年同期的增速分别为19%/34%/13%，收入环比放缓，我们分析主要由于21Q3受到疫情、水灾、天气等不利因素影响。分渠道来看，我们估计，21Q3公司线下基本持平，线上增长超20%、在4家家纺公司中增速最高，其中我们估计京东增速最快、主要由于今年做了人员调整。

21Q3公司毛利率为38.97%，同比提高3.64PCT，我们分析主要由于：1) 原材料涨价的转移；2) 产品结构调整带来的提价，公司加大了高毛利产品占比，例如被芯产品中羽绒蚕丝材质占比提升、化纤材质也在升级；3) 高毛利电商和直营渠道占比提升。

21Q3公司净利率10.25%、同比下降0.15PCT，主要由于电商快速增长带来费用率提升以及营业外收入减少。从费用率看，2021Q3销售/管理/财务/研发费用率分别为20.33%/4.5%/1.79%/-0.27%，同比增加3.04/-0.12/-0.97/-0.04PCT，销售费用率提高主要由于电商快速增长、带来广告宣传及流量支出增长。21Q3营业外收入/收入为1.04%、同比减少1.21PCT。

存货环比提升。21Q3末存货达到10.63亿元、同比增长33%、较21Q2末增长11%，我们分析主要由于冬季增加备货以及原材料涨价带来提价。2021年前三季度存货周转天数为164天，同比下降17天，环比提高8天；应收账款天数28天，同比增长1天，环比提高3天。

投资建议

短期来看，(1) 尽管国庆等节假日销售下降，但自10月中旬降温以来零售快速复苏，我们估计双十一预售同比大幅增长，冷冬预期下、公司备货充足，Q4有望保持较快增长。(2) 我们估计前三季度完成开店目标，关注新店爬坡带来增长。

中长期关注：(1) 公司目前在县级城市市占率已较高，但一二线开直营店还具备拓展空间，未来直营占比提升、产品结构优化、高毛利产品占比提升有望带动整体盈利能力提升；(2) 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；(3) 利用百丽丝进军拼多多市场。考虑提价因素贡献，将21/22/23年收入从34.79/39/43.37亿元上调至37.42/41.93/46.69亿元，归母净利从3.51/3.96/4.42亿元上调至3.67/4.16/4.65亿元，对应EPS分别从1.31/1.49/1.66元上调至1.37/1.56/1.75元、2021年10月29日收盘价15.26元对应PE分别为11/10/9X，维持“买入”评级。

风险提示

疫情发展的不确定性、库存积压的风险、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	3,742	4,193	4,669
YoY (%)	10.4%	1.1%	23.3%	12.1%	11.4%
归母净利润(百万元)	316	275	367	416	465
YoY (%)	10.7%	-13.0%	33.6%	13.5%	11.9%
毛利率 (%)	37.6%	35.3%	38.0%	38.1%	38.1%
每股收益 (元)	1.18	1.03	1.37	1.56	1.75
ROE	13.8%	11.6%	13.5%	13.2%	12.9%
市盈率	12.90	14.82	11.10	9.78	8.74

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	3,742	4,193	4,669	净利润	275	367	416	465
YoY (%)	1.1%	23.3%	12.1%	11.4%	折旧和摊销	64	41	43	45
营业成本	1,964	2,320	2,595	2,888	营运资金变动	42	-78	-37	-32
营业税金及附加	13	15	17	19	经营活动现金流	378	306	397	452
销售费用	569	775	866	960	资本开支	-100	-83	-93	-103
管理费用	144	167	185	205	投资	220	-211	-275	-262
财务费用	-12	-20	-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	4	4	5	债务募资	50	0	0	0
营业利润	293	414	473	531	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	15	34	91
利润总额	329	442	501	561					
所得税	55	75	85	95	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	275	367	416	465	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	275	367	416	465	营业收入增长率	1.1%	23.3%	12.1%	11.4%
YoY (%)	-13.0%	33.6%	13.5%	11.9%	净利润增长率	-13.0%	33.6%	13.5%	11.9%
每股收益	1.03	1.37	1.56	1.75	盈利能力 (%)				
					毛利率	35.3%	38.0%	38.1%	38.1%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	9.0%	9.8%	9.9%	10.0%
货币资金	1,015	1,030	1,064	1,155	总资产收益率 ROA	9.1%	10.6%	10.5%	10.3%
预付款项	77	81	86	90	净资产收益率 ROE	11.6%	13.5%	13.2%	12.9%
存货	733	858	924	989	偿债能力 (%)				
其他流动资产	455	687	1,001	1,303	流动比率	3.64	3.76	3.91	4.05
流动资产合计	2,281	2,657	3,074	3,537	速动比率	2.35	2.43	2.62	2.82
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	1.62	1.46	1.35	1.32
固定资产	432	500	576	663	资产负债率	21.6%	21.1%	20.5%	19.9%
无形资产	129	131	133	135	经营效率 (%)				
非流动资产合计	725	795	873	962	总资产周转率	1.01	1.08	1.06	1.04
资产合计	3,005	3,451	3,948	4,499	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	1.03	1.37	1.56	1.75
应付账款及票据	374	413	462	514	每股净资产	8.84	10.21	11.77	13.52
其他流动负债	253	293	325	358	每股经营现金流	1.42	1.15	1.49	1.69
流动负债合计	627	706	787	872	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	21	21	21	21	PE	14.82	11.10	9.78	8.74
非流动负债合计	21	21	21	21	PB	1.51	1.49	1.30	1.13
负债合计	648	728	808	893					
股本	267	267	267	267					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	2,357	2,724	3,140	3,605					
负债和股东权益合计	3,005	3,451	3,948	4,499					

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。