

家纺龙头线上优势凸显，大单品战略显效 买入（首次）

2022 年 02 月 26 日

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3,035	3,609	4,112	4,641
同比（%）	1.09	18.91	13.95	12.86
归母净利润（百万元）	275	366	418	473
同比（%）	-12.99	33.26	14.21	13.25
每股收益（元/股）	1.03	1.37	1.57	1.77
P/E（倍）	16.28	12.22	10.70	9.44

证券分析师 李婕

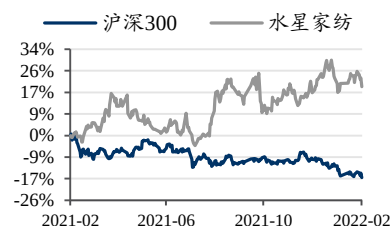
执业证号：S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

zhaoyy@dwzq.com.cn

股价走势



投资要点

- **国内家纺龙头，线上运营优势突出。**公司为国内家纺龙头，产品包括套件、被芯、枕芯等。拥有以“水星”（定位中高档）为主、“百丽丝”（偏大众）为辅、“水星家纺婚庆馆”（婚庆）、“水星宝贝”（婴童）、“水星 KIDS”（儿童）协同发展的多品类品牌矩阵。公司早年以线下经销+直营为主，2008 年起开拓线上、为业内较早进入电商渠道的公司，2010 年单独成立电商子公司。2014-2020 年营收复合增速 9.3%，其中线上/线下营收复合增速分别为 27.1%/1.6%，线上收入占比从 20.7% 升至 49.9%。2020 年疫情冲击下营收实现正增长（yoy+1.09%），其中线上/线下收入分别同比+24.0%/-13.9%，收入占比分别为 49.9%/50.1%、分别同比+9pct/-9pct。
- **2021Q1-Q3 业绩表现较好，线上保持高速增长。**1) 整体上看，2021Q1-Q3 营收&利润均较疫情前实现双位数以上增长：营收 yoy+28.2%/较 2019 年同期增 21.7%，归母净利 yoy+44.4%/较 2019 年同期增 16.5%。2) 分季度看，Q1/Q2 增速较快、Q3 放缓：2021Q1/Q2/Q3 营收分别同比+49.1%/31.5%/11.8%，较 2019 年同期分别+19.4%/33.7%/12.7%。3) 分渠道看，2021H1 线上保持高增、线下呈复苏态势：2021H1 线上/线下收入分别同比增长 46.27%/32.19%。因疫情反复+洪水影响，我们预计 2021Q3 线下收入出现一定下滑、Q4 好转。
- **线上收入占比高，拉动营收增速领先同行。**1) 头部家纺品牌线上收入增速整体高于线下。由于家纺产品尺寸固定、品质稳定、线上消费便捷，因此头部品牌线上优势明显、线上增长显著快于线下。以疫情前的 2019 年为例，水星家纺、梦洁股份线上/线下收入同比增速分别为 19.2%/5.1%、117.1%/4.0%。2) 水星线上收入占比高于同行。2019-2020 年水星家纺、罗莱生活、梦洁股份线上收入占比平均水平分别为 43%/26%/17.2%。2021“双 11”水星天猫销售额位居家居百货品牌排行榜第一名。3) 水星营收增速高于同行。得益于较高的线上占比，水星家纺 2018-2020 年营收复合增速 7.26%，高于同行罗莱生活（1.71%）、梦洁股份（4.75%）。2021 年前三季度延续这一趋势，水星/罗莱/梦洁营收分别同比增长 28.2%/23.0%/12.9%。
- **聚焦“三横一纵”战略、打造被芯大单品、提升产品竞争力。**公司确立了“三横一纵”战略，即纵向聚焦被芯品类，横向建立立体化品牌架构、拓宽消费者年龄层、拓展软装纺织品类。被芯品类款式较少、品质特征突出、易打造极致单品，2020 年公司成功推出黄金搭档（升级款）、超长丝、匈牙利鹅绒、德国羽绒系列等被芯产品。2020 年套件、被子、枕芯类产品收入分别同比-2.3%/+8.5%/-3.6%。被芯品类的突破有助于提升供应链效率、降低生产成本，未来有望辐射带动其他品类协同发展。
- **盈利预测与投资评级：短期看，**公司为国内家纺龙头，电商运营具备先发优势和优秀的运营管理能力，在疫情不确定环境下业绩有望保持相对稳健。**长期看，**伴随消费者对生活质量追求提升，家纺产品有望迎来更迭加速、品类升级趋势，公司有望受益于行业集中度的提升。我们预计 2021-2023 年归母净利润分别同比+33.3%/+14.2%/+13.3%，对应 PE 分别为 12.2X/10.7X/9.4X，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**疫情反复影响居民消费、库存压力加大等。

市场数据

收盘价(元)	16.76
一年最低/最高价	13.03/18.26
市净率(倍)	1.79
流通 A 股市值(百万元)	4469.39

基础数据

每股净资产(元)	9.38
资产负债率(%)	21.36
总股本(百万股)	266.67
流通 A 股(百万股)	266.67

水星家纺三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,281	2,525	2,826	3,161	营业收入	3,035	3,609	4,112	4,641
现金	1,015	1,128	1,268	1,428	减:营业成本	1,964	2,236	2,545	2,870
应收账款	286	247	282	318	营业税金及附加	13	16	19	21
存货	733	912	1,040	1,174	营业费用	569	686	781	882
其他流动资产	246	238	236	241	管理费用	144	217	247	278
非流动资产	725	707	685	658	研发费用	64	65	74	84
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	-12	-15	-17	-19
固定资产	432	445	456	464	资产减值损失	8	7	6	5
在建工程	2	2	2	2	加:投资净收益	2	7	8	9
无形资产	129	128	125	121	其他收益	5	7	8	9
其他非流动资产	161	131	101	71	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	3,005	3,231	3,510	3,819	营业利润	293	412	474	539
流动负债	627	687	778	874	加:营业外净收支	36	18	18	18
短期借款	0	0	0	0	利润总额	329	430	492	557
应付账款	374	367	418	472	减:所得税费用	55	65	74	84
其他流动负债	253	320	360	402	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	21	21	21	21	归属母公司净利润	275	366	418	473
长期借款	0	0	0	0	EBIT	283	390	446	506
其他非流动负债	21	21	21	21	EBITDA	348	464	524	589
负债合计	648	708	800	895	重要财务与估值指标				
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	1.03	1.37	1.57	1.77
归属母公司股东权益	2,357	2,523	2,711	2,924	每股净资产(元)	8.84	9.46	10.17	10.97
负债和股东权益	3,005	3,231	3,510	3,819	发行在外股份(百万股)	267	267	267	267
					ROIC(%)	10.0%	13.1%	14.0%	14.7%
					ROE(%)	11.6%	14.5%	15.4%	16.2%
					毛利率(%)	35.3%	38.1%	38.1%	38.2%
					销售净利率(%)	9.0%	10.1%	10.2%	10.2%
					资产负债率(%)	21.6%	21.9%	22.8%	23.4%
					收入增长率(%)	1.1%	18.9%	13.9%	12.9%
					净利润增长率(%)	-13.0%	33.3%	14.2%	13.3%
					P/E	16.28	12.22	10.70	9.44
					P/B	1.51	1.77	1.65	1.53
					EV/EBITDA	7.32	7.21	6.11	5.17
现金流量表 (百万元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	378	344	400	449					
投资活动现金流	133	-31	-30	-29					
筹资活动现金流	-203	-200	-230	-260					
现金净增加额	308	113	140	160					
折旧和摊销	64	74	78	83					
资本开支	-100	-38	-38	-38					
营运资本变动	42	-78	-76	-84					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>