

水星家纺（603365）

2021 年报&2022 一季报点评：21 年业绩超预期，22Q1 保持增长

买入（维持）

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	3,799	4,252	4,893	5,591
同比	25.19%	11.90%	15.09%	14.26%
归属母公司净利润（百万元）	386	430	497	570
同比	40.55%	11.55%	15.39%	14.84%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.45	1.61	1.86	2.14
P/E（现价&最新股本摊薄）	10.06	9.02	7.82	6.81

投资要点

- **公司公布 2021 年报&2022 年一季报：1）**2021 年营收 37.99 亿元/同比+25.19%、净利 3.86 亿元/同比+40.55%，超出我们此前预期。分季度看，21Q1-Q4 营收分别同比增 49.1%/31.5%/11.8%/20.0%、归母净利分别同比增 91.1%/58.1%/10.2%/33.9%，在 2020 年基数前低后高、2021 年中疫情干扰下，Q4 充分发挥电商优势、并带动线下渠道信心，业绩较 Q3 改善显著。2）2022 Q1 营收/净利分别同增 12.32%/7.36%至 8.06 亿/8469 万元。
- **线上优势延续，直营发力增长。**2021 年线上/直营/加盟/其他渠道收入分别同比+30.1%/31.7%/19.7%/1.2%，收入占比分别为 51.7%/7.4%/39.1%/1.7%，实现全渠道增长。1）**线上：**先发优势持续显现，跨界合作进一步提升品牌认知。21 年公司与雪糕品牌钟薛高跨界合作推出“雪糕被”，与敦煌博物馆联名合作推出国风元素产品，进一步提升品牌知名度。21 年“618”天猫销售额排名家纺品牌第一、16-21 年天猫双 11 活动连续蝉联家纺类单品牌销售第一，21 年天猫、京东、唯品会三大平台销售收入约占线上渠道的 90%，在三大平台快速增长基础上，公司还重点布局抖音、快手等社交电商新渠道。2）**线下：**渠道结构上，公司早年以经销渠道为主，近年来发力直营渠道，在多个省会城市开设直营门店、提升直营销占比、完善渠道结构，21 年直营门店净增 30-40 家、经销门店数同比基本持平，我们预计随着直营渠道持续推进铺设，这一趋势有望延续。门店建设上，公司围绕被芯大单品战略，增加被芯产品陈列面积、提升店铺形象，在疫情反复环境下推进云店小程序、直播及私域流量经营模式，提升销售转化率。21Q4 爆款产品 3D 鹅绒被销售超 6 万条、销售额破亿元。
- **盈利水平持续回升，存货周转健康。**1）**毛利率：**2021 年毛利率同比+2.68pct 至 37.95%，主因产品结构优化+高毛利直营占比提升带动。分渠道看，线上/直营/加盟/其他渠道毛利率分别同比+0.08/-0.43/+6.26/+1.9pct 至 36.18%/57.72%/37.09%/29.63%，加盟渠道毛利率提升较多主要因 20 年推出经销商支持政策拉低毛利率、叠加 21 年销售产品结构优化。22Q1 毛利率继续提升、同比+0.95pct 至 38.14%。2）**费用率：**21 年期间费用率同比+0.09pct 至 25.28%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.12/-0.74/-0.39/+0.11pct 至 19.85%/4%/1.72%/-0.29%，广告宣传、员工薪酬费用增加带动销售费用率提升。22Q1 期间费用率同比+2.33pct 至 28.04%。3）**存货：**截至 21 年/22Q1 末存货分别同比+26.95%/+8.53%至 9.31/9.46 亿元，存货周转天数分别同比-17/+9 天至 127/169 天，库存周转维持健康水平。4）**现金：**21 年经营活动现金流净额同比+22.66%至 4.64 亿元，22Q1 经营活动现金净流出 7201 万元，主要为季节性因素（公司通常 Q1 给予经销商授信、Q4 集中回款）。截至 21 年/22Q1 末账上资金分别同比+15.35%/29.3%至 11.71/9.39 亿元。
- **盈利预测与投资评级：**公司为国内家纺龙头，线上优势突出、聚焦被芯单品，近两年在业绩端呈现了较强的韧性，21 年在品牌、研发、产品、渠道、数字化、人才建设等领域持续优化，业绩取得超预期增长、22Q1 在局部疫情影响下仍实现增长。3 月底以来公司在仓储物流等方面积极调整，有望降低疫情影响，我们将 2022 年净利同比增速从 14.2%下调至 11.6%，预计 2023-24 年分别同比增长 15.4%/14.8%，22-24 年 EPS 分别为 1.61/1.86/2.14 元/股，对应 PE 9/8/7 X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情恶化、经济疲软、门店扩张不及预期等。

2022 年 04 月 26 日

证券分析师 李婕

执业证书：S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

执业证书：S0600120100009

zhaoyy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.56
一年最低/最高价	13.21/17.88
市净率(倍)	1.43
流通 A 股市值(百万元)	3,882.72
总市值(百万元)	3,882.72

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.21
资产负债率(% ,LF)	20.24
总股本(百万股)	266.67
流通 A 股(百万股)	266.67

相关研究

《水星家纺(603365)：家纺龙头线上优势凸显，大单品战略显著》

2022-02-26

水星家纺三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,719	3,089	3,497	3,962	营业总收入	3,799	4,252	4,893	5,591
货币资金及交易性金融资产	1,371	1,500	1,691	1,925	营业成本(含金融类)	2,357	2,640	3,038	3,467
经营性应收款项	248	361	411	463	税金及附加	18	19	22	25
存货	931	1,078	1,243	1,420	销售费用	754	850	979	1,118
合同资产	0	0	0	0	管理费用	152	170	196	224
其他流动资产	169	150	152	155	研发费用	65	73	84	96
非流动资产	756	736	712	683	财务费用	-11	-18	-20	-22
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	4	4	7	8
固定资产及使用权资产	543	525	504	480	投资净收益	1	0	0	0
在建工程	4	4	4	4	公允价值变动	6	0	0	0
无形资产	125	124	121	116	减值损失	-18	-7	-6	-5
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	28	28	28	28	营业利润	457	513	595	686
其他非流动资产	56	56	56	56	营业外净收支	19	18	18	18
资产总计	3,474	3,825	4,208	4,645	利润总额	476	531	613	704
流动负债	724	844	961	1,087	减:所得税	90	101	117	134
短期借款及一年内到期的非流动负债	34	34	34	34	净利润	386	430	497	570
经营性应付款项	293	477	548	626	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	48	26	30	35	归属母公司净利润	386	430	497	570
其他流动负债	350	307	348	393	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.45	1.61	1.86	2.14
非流动负债	113	113	113	113	EBIT	453	499	574	660
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	562	575	654	745
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	37.95	37.90	37.91	37.98
租赁负债	81	81	81	81	归母净利率(%)	10.16	10.12	10.15	10.20
其他非流动负债	32	32	32	32	收入增长率(%)	25.19	11.90	15.09	14.26
负债合计	837	957	1,074	1,201	归母净利润增长率(%)	40.55	11.55	15.39	14.84
归属母公司股东权益	2,637	2,867	3,134	3,444					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	2,637	2,867	3,134	3,444					
负债和股东权益	3,474	3,825	4,208	4,645					

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	464	368	459	532	每股净资产(元)	9.89	10.75	11.75	12.92
投资活动现金流	-155	-38	-38	-38	最新发行在外股份 (百万股)	267	267	267	267
筹资活动现金流	-153	-200	-230	-260	ROIC(%)	14.37	14.09	14.93	15.71
现金净增加额	156	130	191	234	ROE-摊薄(%)	14.63	15.01	15.85	16.56
折旧和摊销	110	76	80	84	资产负债率(%)	24.10	25.03	25.53	25.85
资本开支	-62	-38	-38	-38	P/E (现价&最新股本摊薄)	10.06	9.02	7.82	6.81
营运资本变动	-38	-105	-145	-152	P/B (现价)	1.47	1.35	1.24	1.13

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>