

水星家纺（603365）

2022 年中报点评：线上拉动收入保持增长，疫情扰动下净利承压

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	4,053	4,665	5,360
同比	25%	7%	15%	15%
归属母公司净利润（百万元）	386	329	411	485
同比	41%	-15%	25%	18%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.45	1.23	1.54	1.82
P/E（现价&最新股本摊薄）	9.19	10.79	8.63	7.31

投资要点

- **公司公布 2022 年中报：**22H1 营收 16.42 亿元/yoy+1.43%，归母净利 1.07 亿元/yoy-34.90%，扣非归母净利 0.81 亿元/-47.09%。净利端出现回落主因疫情影响下 22H1 毛利率同比-1.34pct、期间费用率同比+3.67pct，扣非后净利回落幅度较大主因增加政府补助 0.26 亿元。分季度看，Q1/Q2 营收分别同比+12.32%/-7.25%、归母净利分别同比+7.36%/-73.95%，Q2 业绩下滑幅度较大，主因公司主要经营区域位于上海，疫情对线下经营和物流冲击较严重。
- **线上持续增长，线下受疫情影响较大。**22H1 线上/线下收入分别为 9.13/7.29 亿元，同比分别+13.3%/-10.3%，占比分别为 55.6%/44.4%，线上表现较好、保持增长态势，线下受疫情影响较大、收入同比回落。**1）线上：市占率进一步提升，与 IP 合作推动品牌年轻化升级。**公司持续以天猫、京东及唯品会为核心增长点，同时发展抖音快手等直播平台，其中天猫/京东/唯品会/抖音+快手收入同比分别持平/20%+/20%+/50%+，占比为 40%+/30%/7%+/12%。与 RIO 微醺、喵铃铛进行跨界 IP 合作，并分别在抖音超品日、快手平台成功出圈，推动品牌年轻化升级，公司线上市占率进一步提升。**2）线下：打造爆款单品，加大新零售模式转型探索。**22Q1 推出爆款蚕丝被，上半年单品销量超 9 万条、销售额破亿，8 月新品黄金搭档被上市后预定量超 4 万条，引流效果显著。公司加大直营渠道新零售模式转型探索，并大力支持经销商运用云店小程序、直播及私域流量增加门店获客率。
- **毛利率下滑、期间费用率增加，存货周转小幅增加。****1）毛利率：**22H1 毛利率同比下滑 1.34pct 至 37.10%，Q1/Q2 分别同比+0.95/-3.34pct，Q2 毛利率下滑主因公司加大对线下经销门店补贴力度、调整夏令产品价格以及疫情期间运输费用增加所致。分渠道看，线上毛利率约提升 2-3pct、受疫情影响线下毛利率回落。**2）费用率：**期间费用率同比增加 3.67pct 至 30.07%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+3.10/+0.32/+0.18/+0.08pct 至 23.57%/4.74%/2.03%/-0.27%，销售费用率提升主因宣传费用及人员薪酬增加所致，管理费用率提升主要系人员薪酬福利支出增加。**3）净利率：**非经营性损益（主要为政府补助）增加 0.26 亿元，但在毛利率及期间费用率作用下，22H1 净利率同比-3.63pct 至 6.51%。22Q1 和 Q2 分别为 10.5%和 2.7%、同比下滑 0.5 和 6.8pct。**4）存货：**截至 22H1 存货 10.26 亿元/yoy+3.13%，存货周转天数 170 天、较 21H1 增加 14 天，主因物流受到疫情影响导致货品无法按时交付终端。**5）现金流：**22H1 经营活动现金流净额-1.43 元，主要系疫情影响；截至 22H1 货币资金 6.23 亿元。
- **盈利预测与投资评级：**公司为国内家纺龙头，着眼长期可持续发展，品牌影响力不断提升，在产品、渠道、数字化等领域持续优化。22 上半年疫情下线下受到较大影响、但较高的线上占比促收入仍保持正增长，打折促销以及费用投放较多、使得 Q2 盈利能力受损较多。6 月疫情缓解后，公司迅速回归正常生产经营状态，随着下半年进入秋冬家纺销售旺季，8 月终端销售明显回暖转正，在疫情形势稳定情况下成本管控效果将逐渐体现、毛利率有望回升、业绩有望迎来恢复。考虑上半年疫情影响，我们将 22-24 年归母净利润分别从 4.30/4.97/5.70 亿元下调至 3.29/4.11/4.85 亿元，EPS 分别为 1.23/1.54/1.82 元/股，对应 PE 分别为 11/9/7X，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 08 月 29 日

证券分析师 李婕

执业证书：S0600521120003

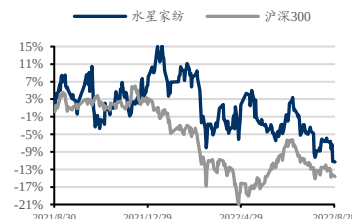
lijie@dwzq.com.cn

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)	13.30
一年最低/最高价	13.05/18.26
市净率(倍)	1.36
流通 A 股市值(百万元)	3,546.71
总市值(百万元)	3,546.71

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.79
资产负债率(% ,LF)	25.30
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): 2021 年报 &2022 一季报点评: 21 年业绩超预期, 22Q1 保持增长》

2022-04-26

《水星家纺(603365): 家纺龙头线上优势凸显, 大单品战略显效》

2022-02-26

表1：22H1 水星家纺收入/毛利率分渠道拆分情况

	22H1 收入 (百万元)	收入 YOY	占总营收 比重	毛利率	毛利率 YOY (+/-)
主营业务收入	1642.00	1.4%	100.0%	37.10%	-1.34pct
分渠道					
线上	913.00	13.3%	55.6%	/	提升 2-3pct
线下	729.00	-10.3%	44.4%	/	同比下滑

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

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	2,958	3,269	3,648	营业总收入	3,799	4,053	4,665	5,360
货币资金及交易性金融资产	1,371	1,424	1,539	1,688	营业成本(含金融类)	2,357	2,547	2,901	3,328
经营性应收款项	248	345	392	444	税金及附加	18	18	21	24
存货	931	1,040	1,186	1,363	销售费用	754	883	998	1,128
合同资产	0	0	0	0	管理费用	152	162	196	230
其他流动资产	169	149	151	154	研发费用	65	69	79	91
非流动资产	756	736	712	683	财务费用	-11	-18	-18	-20
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	388	490	581
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	3,694	3,980	4,331	利润总额	476	406	508	599
流动负债	724	815	920	1,046	减:所得税	90	77	96	114
短期借款及一年内到期的非流动负债	34	34	34	34	净利润	386	329	411	485
经营性应付款项	293	459	523	601	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	48	25	29	33	归属母公司净利润	386	329	411	485
其他流动负债	350	296	334	378	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.45	1.23	1.54	1.82
非流动负债	113	113	113	113	EBIT	440	373	470	558
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	549	449	550	642
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	37.95	37.15	37.83	37.91
租赁负债	81	81	81	81	归母净利率(%)	10.16	8.11	8.81	9.05
其他非流动负债	32	32	32	32	收入增长率(%)	25.19	6.67	15.12	14.89
负债合计	837	928	1,034	1,160	归母净利润增长率(%)	40.55	-14.85	25.14	17.98
归属母公司股东权益	2,637	2,766	2,947	3,172					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	2,637	2,766	2,947	3,172					
负债和股东权益	3,474	3,694	3,980	4,331					

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	292	383	446	每股净资产(元)	9.89	10.37	11.05	11.89
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(%)	13.95	10.73	12.82	14.23
现金净增加额	156	54	115	148	ROE-摊薄(%)	14.63	11.88	13.95	15.29
折旧和摊销	110	76	80	84	资产负债率(%)	24.10	25.13	25.97	26.77
资本开支	-62	-38	-38	-38	P/E(现价&最新股本摊薄)	9.19	10.79	8.63	7.31
营运资本变动	-38	-69	-132	-152	P/B(现价)	1.34	1.28	1.20	1.12

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>