

电商渠道优势巩固，23Q1 开局表现良好

核心观点

- 公司发布 2022 年报/一季报，2022 年实现收入和归母净利润 36.6 亿和 2.78 亿，同比-3.57%和-27.9%；其中 22Q4 收入和归母净利润分别-13.2%和-29.5%。23Q1 公司实现收入 8.2 亿元（+1.45%），归母净利润 0.84 亿元（-1.22%），公司拟每 10 股派 7 元。
- **电商渠道实现正增长。**1) 分渠道看，2022 年公司电商/加盟/直营渠道分别实现收入 21.4/11.8/2.8 亿元，同比分别+8.8%/-20.2%/+0.18%。线上渠道方面，公司在天猫、京东和唯品会三大平台继续保持行业领先地位，抖音渠道通过两年多培育也已经初具规模，领先于竞争对手；线下渠道方面，公司在品牌、产品、营销、会员服务等方面不断提出新举措，赋能终端门店。2) 分产品看，套件/被子/枕芯实现收入 13.7/16.8/2.8 亿元，同比-6.1%/-2.9%/+0.2%。
- **电商产品结构升级拉动综合毛利率提升，费用率增加拖累盈利能力表现。**1) 毛利率：2022 年公司毛利率为 38.7%，同比提升 0.75pct，其中电商/加盟/直营毛利率分别为 38.5%/36.8%/51.7%，同比分别+2.35/-0.29/-5.99pct，电商渠道毛利率显著提升，我们认为主要受益于电商产品结构变化、提价等因素所致。2) 费用率：2022 年公司销售/管理/研发费用率分别为 23.3%/4.7%/1.96%，同比分别+3.49/+0.72/+0.24pct。3) 净利率为 7.59%，同比-2.57pct。
- 2022 年在外部不利背景下，公司经营业绩承压，但公司继续围绕“好被芯 选水星”的品牌战略，从品牌、渠道、产品、信息化、人才建设等方面进行优化改革，不断增强核心竞争力，助力公司长期发展，水星家纺 2022 年位居全国结婚床品销量第一。短期看，随着线下回暖，公司业绩有望逐步修复，23Q1 公司收入端已恢复正增长，盈利能力也有所恢复；长期看，公司深耕低线城市，凭借深刻的消费者洞察+电商渠道的长期积累，有望持续实现超越行业的表现。

盈利预测与投资建议

- 我们调整 2023-2024 年并引入 2025 年盈利预测，预计 23-25 年每股收益为 1.36/1.57/1.79 元（原 2023-2024 年为 1.55 和 1.80 元），参照可比公司，给予 2023 年 12 倍 PE 估值，对应目标价 16.26 元，维持“增持”评级。

风险提示：疫情反复对线下零售的影响、电商增速低于预期等。

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,799	3,664	4,007	4,464	4,926
同比增长(%)	25.2%	-3.6%	9.4%	11.4%	10.4%
营业利润(百万元)	457	296	395	462	531
同比增长(%)	55.8%	-35.3%	33.5%	16.9%	15.1%
归属母公司净利润(百万元)	386	278	361	418	476
同比增长(%)	40.6%	-27.9%	29.9%	15.5%	14.0%
每股收益(元)	1.45	1.04	1.36	1.57	1.79
毛利率(%)	38.0%	38.7%	39.4%	39.6%	39.7%
净利率(%)	10.2%	7.6%	9.0%	9.4%	9.7%
净资产收益率(%)	15.5%	10.3%	12.2%	12.7%	13.5%
市盈率	9.7	13.5	10.4	9.0	7.9
市净率	1.4	1.4	1.2	1.1	1.0

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

增持（维持）

股价（2023年04月26日）	14.08 元
目标价格	16.26 元
52 周最高价/最低价	16.09/11.88 元
总股本/流通 A 股（万股）	26,667/26,667
A 股市值（百万元）	3,755
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2023 年 04 月 26 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	5.5	0.36	0.72	0.06
相对表现	9.51	2.04	6.04	-4.57
沪深 300	-4.01	-1.68	-5.32	4.63



证券分析师

施红梅	021-63325888*6076 shihongmei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860511010001
朱炎	021-63325888*6107 zhuyan3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070006 香港证监会牌照：BSW044
杨妍	yangyan3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523030001

相关报告

Q2 盈利能力承压，线上渠道逆势快增	2022-08-28
电商+直营渠道高增，22Q1 实现良好开局	2022-04-28
三季度收入稳健增长，毛利率继续提升	2021-10-29

我们调整 2023-2024 年并引入 2025 年盈利预测（根据最新年报和一季报下调了收入，上调了毛利率、费用率），预计 23-25 年每股收益为 1.36/1.57/1.79 元（原 2023-2024 年为 1.55 和 1.80 元），参照可比公司，给予 2023 年 12 倍 PE 估值，对应目标价 16.26 元，维持“增持”评级。

表 1：行业可比公司估值（截至 2023 年 4 月 26 日）

公司名称	公司代码	股价	每股收益				市盈率			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
罗莱生活	002293	12.73	0.85	0.68	0.87	1.00	15	19	15	13
富安娜	002327	8.42	0.66	0.64	0.74	0.83	13	13	11	10
海澜之家	600398	6.48	0.58	0.51	0.61	0.70	11	13	11	9
太平鸟	603877	21.67	1.42	0.39	1.41	1.70	15	56	15	13
鲁泰 A	000726	7.52	0.39	1.09	1.06	1.21	19	7	7	6
调整后平均								15	12	11

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,171	1,164	1,389	1,418	1,564	营业收入	3,799	3,664	4,007	4,464	4,926
应收票据、账款及款项融资	217	345	377	420	464	营业成本	2,357	2,246	2,428	2,697	2,969
预付账款	31	40	44	49	54	营业税金及附加	18	29	32	36	39
存货	931	1,021	1,103	1,226	1,349	销售费用	754	855	910	1,004	1,099
其他	370	247	250	254	258	管理费用及研发费用	217	245	252	277	301
流动资产合计	2,719	2,815	3,163	3,366	3,689	财务费用	(11)	(14)	(12)	(14)	(15)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	18	34	28	28	28
固定资产	423	395	458	512	559	公允价值变动收益	6	9	9	9	9
在建工程	4	4	4	4	4	投资净收益	1	1	1	1	1
无形资产	125	119	163	206	246	其他	4	18	15	15	15
其他	203	203	177	174	174	营业利润	457	296	395	462	531
非流动资产合计	756	720	802	896	983	营业外收入	21	38	38	38	38
资产总计	3,474	3,536	3,966	4,262	4,672	营业外支出	2	2	2	2	2
短期借款	0	0	0	14	111	利润总额	476	331	430	497	567
应付票据及应付账款	293	344	371	413	454	所得税	90	53	69	80	91
其他	431	337	340	344	348	净利润	386	278	361	418	476
流动负债合计	724	681	711	771	913	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	386	278	361	418	476
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.45	1.04	1.36	1.57	1.79
其他	113	88	88	88	88						
非流动负债合计	113	88	88	88	88						
负债合计	837	768	799	858	1,001						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
实收资本(或股本)	267	267	267	267	267						
资本公积	872	857	895	895	895						
留存收益	1,498	1,643	2,005	2,242	2,509						
其他	0	0	0	0	0						
股东权益合计	2,637	2,767	3,167	3,404	3,671						
负债和股东权益总计	3,474	3,536	3,966	4,262	4,672						

现金流量表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	386	278	361	418	476
折旧摊销	70	72	68	56	63
财务费用	(11)	(14)	(12)	(14)	(15)
投资损失	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	(42)	(240)	(91)	(129)	(131)
其它	62	7	(9)	(9)	(9)
经营活动现金流	464	104	316	321	384
资本支出	(23)	(6)	(150)	(150)	(150)
长期投资	84	0	0	0	0
其他	(215)	89	10	10	10
投资活动现金流	(155)	82	(140)	(140)	(140)
债权融资	34	3	0	0	0
股权融资	0	(15)	38	0	0
其他	(186)	(181)	12	(152)	(97)
筹资活动现金流	(153)	(194)	50	(152)	(97)
汇率变动影响	(0)	0	-0	-0	-0
现金净增加额	156	(7)	226	28	147

主要财务比率					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	25.2%	-3.6%	9.4%	11.4%	10.4%
营业利润	55.8%	-35.3%	33.5%	16.9%	15.1%
归属于母公司净利润	40.6%	-27.9%	29.9%	15.5%	14.0%
获利能力					
毛利率	38.0%	38.7%	39.4%	39.6%	39.7%
净利率	10.2%	7.6%	9.0%	9.4%	9.7%
ROE	15.5%	10.3%	12.2%	12.7%	13.5%
ROIC	14.4%	8.6%	10.7%	11.3%	11.9%
偿债能力					
资产负债率	24.1%	21.7%	20.1%	20.1%	21.4%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.76	4.14	4.45	4.37	4.04
速动比率	2.43	2.64	2.90	2.78	2.56
营运能力					
应收账款周转率	15.1	13.1	11.1	11.2	11.1
存货周转率	2.8	2.3	2.3	2.3	2.3
总资产周转率	1.2	1.0	1.1	1.1	1.1
每股指标(元)					
每股收益	1.45	1.04	1.36	1.57	1.79
每股经营现金流	1.74	0.39	1.19	1.20	1.44
每股净资产	9.89	10.38	11.87	12.76	13.77
估值比率					
市盈率	9.7	13.5	10.4	9.0	7.9
市净率	1.4	1.4	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	5.8	8.4	6.6	5.9	5.1
EV/EBIT	6.7	10.5	7.8	6.6	5.8

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。