

水星家纺 (603365)

2022 年报及 2023Q1 业绩点评: 22 年业绩承压、23Q1 逐步复苏, 毛利率持续提升

2023 年 04 月 26 日

买入 (维持)

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

研究助理 郝越

执业证书: S0600122080022

xiy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	3,664	4,148	4,598	5,021
同比	-4%	13%	11%	9%
归属母公司净利润 (百万元)	278	367	434	493
同比	-28%	32%	18%	13%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.04	1.38	1.63	1.85
P/E (现价&最新股本摊薄)	12.68	9.61	8.13	7.16

关键词: #业绩符合预期

投资要点

■ **公司公布 2022 年报及 2023Q1 业绩: 1) 2022 年:** 营收 36.64 亿元/yoy-3.57%、归母净利 2.78 亿元/yoy-27.89%、扣非归母净利 2.26 亿元/yoy-37.47%, 10 派现金 7 元、分红率 66% (若考虑 22 年股份回购则为 72%)、股息率 5%。收入受到疫情影响小幅回落, 利润大幅下滑主要系期间费用率+4.37pct 所致。分季度看, 22Q1-Q4 收入分别同比+12.32%/-7.25%/+2.21%/-13.19%、归母净利分别同比+7.36%/-73.95%/-11.91%/-29.51%, Q2、Q4 受疫情冲击较为严重、费用刚性致利润下滑幅度加大。2) **23Q1:** 营收 8.18 亿元/yoy+1.45%、归母净利 0.84 亿元/yoy-1.22%、扣非归母净利 0.70 亿元/+5.54%, 疫情放开后需求逐渐复苏、收入增速回暖, 归母净利下滑主要系政府补助减少所致、剔除后亦恢复正增长。

■ **线上维持稳健增长, 线下受疫情扰动较大、持续进行门店赋能。** 22 年线上/线下收入同比分别+8.8%/-16.9%、占比分别为 58.3%/41.5%, 线上业务维持稳健增长、线下受疫情冲击较大。1) **线上: 传统平台保持领先地位, 新兴平台增速较快。** 公司深耕天猫、京东及唯品会三大传统电商平台, 维持领先地位, 同时布局抖音等新兴平台, 22 年抖音收入同增超 100%、粉丝数超 100 万、领跑行业。2) **线下: 疫情影响较大, 全方位赋能终端门店。** 22 年加盟/直营/其他收入同比分别-20.2%/+0.2%/-13.9%、分别占比 32.3%/7.6%/1.5%, 门店总数约 2100+家, 其中直营约 200+家、净增 10+家, 加盟门店因疫情影响呈净减少。直营渠道相对较为稳健, 推进新零售模式实现线上线下融合创新、增加门店获客率, 23 年预计门店数量维持稳定、通过精细化运营带动店效提升; 加盟渠道推动终端门店形象整体升级, 23 年预计净增 200 家左右。产品上延续爆款单品策略, 打造桑蚕丝被等极致性价比单品, 22 年桑蚕丝被销售近 10 万条, 实现门店引流、带动连带率提升。

■ **毛利率持续提升, 22 年费用率大幅增加拖累净利率。** 1) **毛利率:** 22 年同比+0.75pct 至 38.70%, 主因产品提价&结构调整所致。分渠道看, 线上/直营/加盟/其他同比+2.35/-5.99/-0.29/-2.48pct 至 38.53%/51.73%/36.80%/27.15%, 线上毛利率提升明显, 直营毛利率受损严重主要系疫情期增加线上直播等方式销售、低毛利流量产品占比提升所致。23Q1 毛利率同比+1.56pct 至 39.71%, 产品升级+结构改善下盈利能力进一步提升。2) **期间费用率:** 22 年同比+4.37pct 至 29.64%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+3.50/+0.72/+0.24/-0.09pct 至 23.34%/4.72%/1.96%/-0.37%, 销售费用率提升主要系广告宣传费增加所致。23Q1 同比+0.68pct 至 28.72%, 整体变动不大。3) **归母净利率:** 由于费用率提升幅度大于毛利率, 叠加非经常性损益同增 0.28 亿元 (主要为政府补助), 22 年同比-2.56pct 至 7.59%。23Q1 同比-0.28pct 至 10.23%, 主因财政补助减少。4) **存货:** 22 年末存货 10.21 亿元/yoy+9.66%, 疫情扰动致库存规模提升, 23Q1 末存货 9.74 亿元/yoy+2.92%, 22 年/23Q1 存货周转天数分别同比+29/+13 天至 156/182 天。5) **现金流:** 22 年、23Q1 经营活动现金流净额分别为 1.04 亿/yoy-77.60%、0.77 亿元/同比回正。截至 22 年末/23Q1 末货币资金 11.64/12.70 亿元、现金充沛。

■ **盈利预测与投资评级:** 公司为国内家纺龙头, 22 年疫情扰动致线下经营受到较大影响, 线上亦受物流不畅等因素影响, 但仍维持增长态势, 同时推动产品单价提升&高毛利产品占比提升, 整体毛利率实现历年较好水平, 但费用率大幅提升致使净利受损。23Q1 消费场景恢复后收入增速回正、4 月以来增速进一步提升, 同时毛利率持续增长。我们维持 23-24 年归母净利预测 3.67/4.34 亿元、增加 25 年预测值 4.93 亿元, 对应 23-25 年 PE 为 10/8/7X, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 疫情二次冲击、终端消费疲软、费用控制不力等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.23
一年最低/最高价	11.88/16.65
市净率(倍)	1.24
流通 A 股市值(百万元)	3,528.04
总市值(百万元)	3,528.04

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.64
资产负债率(% ,LF)	17.73
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): 2022 年三季报点评: Q3 收入环比改善, 产品结构调整促毛利率提升》

2022-10-28

《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》

2022-08-29

表1: 22 年公司收入/毛利率分渠道拆分情况

	22 年收入 (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	3655.94	-3.6%	99.8%	38.70%	+0.75pct
分渠道					
线上	2137.27	8.8%	58.3%	38.53%	+2.35pct
线下	1518.67	-16.9%	41.5%	39.20%	-0.78pct
直营	279.66	0.2%	7.6%	51.73%	-5.99pct
加盟	1183.93	-20.2%	32.3%	36.80%	-0.29pct
其他	55.09	-13.9%	1.5%	27.15%	-2.48pct

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)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,815	3,146	3,450	3,782	营业总收入	3,664	4,148	4,598	5,021
货币资金及交易性金融资产	1,334	1,719	1,878	2,084	营业成本(含金融类)	2,246	2,515	2,762	2,991
经营性应收款项	385	343	384	413	税金及附加	29	33	37	40
存货	1,021	1,026	1,129	1,224	销售费用	855	933	1,016	1,105
合同资产	0	0	0	0	管理费用	173	191	216	231
其他流动资产	76	58	59	61	研发费用	72	71	76	90
非流动资产	720	699	674	644	财务费用	-14	-17	-23	-26
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	18	21	7	8
固定资产及使用权资产	495	476	454	430	投资净收益	1	0	0	0
在建工程	4	4	4	4	公允价值变动	9	0	0	0
无形资产	119	116	113	107	减值损失	-34	-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	29	29	29	29	营业利润	296	437	515	592
其他非流动资产	74	74	74	74	营业外净收支	36	16	21	16
资产总计	3,536	3,845	4,124	4,426	利润总额	331	453	536	608
流动负债	681	823	898	967	减:所得税	53	86	102	116
短期借款及一年内到期的非流动负债	36	36	36	36	净利润	278	367	434	493
经营性应付款项	344	455	500	542	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	31	25	28	30	归属母公司净利润	278	367	434	493
其他流动负债	270	307	334	359	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.04	1.38	1.63	1.85
非流动负债	88	88	88	88	EBIT	272	406	491	564
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	390	483	572	649
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	38.70	39.38	39.93	40.43
租赁负债	63	63	63	63	归母净利率(%)	7.59	8.85	9.44	9.81
其他非流动负债	24	24	24	24	收入增长率(%)	-3.57	13.23	10.83	9.22
负债合计	768	911	986	1,055	归母净利润增长率(%)	-27.89	31.88	18.30	13.46
归属母公司股东权益	2,767	2,934	3,138	3,371					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	2,767	2,934	3,138	3,371					
负债和股东权益	3,536	3,845	4,124	4,426					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	104	625	424	506	每股净资产(元)	10.38	11.00	11.77	12.64
投资活动现金流	82	-40	-35	-40	最新发行在外股份(百万股)	267	267	267	267
筹资活动现金流	-194	-200	-230	-260	ROIC(%)	8.13	11.14	12.68	13.62
现金净增加额	-7	385	159	206	ROE-摊薄(%)	10.06	12.51	13.83	14.61
折旧和摊销	118	77	81	86	资产负债率(%)	21.73	23.69	23.90	23.84
资本开支	-47	-40	-35	-40	P/E(现价&最新股本摊薄)	12.68	9.61	8.13	7.16
营运资本变动	-304	134	-102	-85	P/B(现价)	1.27	1.20	1.12	1.05

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>

