

2023年04月25日

提高分红，逆势加大投入导致净利下滑

水星家纺(603365)

评级:	买入	股票代码:	603365
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	16.09/11.88
目标价格:		总市值(亿)	35.28
最新收盘价:	13.23	自由流通市值(亿)	35.28
		自由流通股数(百万)	267

事件概述

2022年公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为36.64/2.78/2.26/1.04亿元，同比下降3.57%/27.89%/37.47%/77.60%，业绩低于市场预期主要由于疫情影响背景下、公司坚持加大投入；加回资产减值损失后净利/扣非净利为3.05/2.53亿元，同比下降24%/33%；扣非净利低于净利主要由于政府补助(0.51亿元)同比增长(125%)；经营现金流低于净利主要由于公允价值变动损失增加以及递延所得税资产增加。22年每10股派发现金红利7元，股息率为5.29%。22Q4公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为11.66/0.96/0.84亿元，同比增加4.2%/-29.4%/-36.4%。

2023Q1公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为8.18/0.84/0.70亿元、同比增长1.45%/-1.22%/5.54%，归母净利下滑主要由于其他收益减少。

公司发布关于第一期、第二期员工持股计划延期公告，将第一期和第二期的员工持股计划存续期从2023年7月15日延至2024年7月15日。

公司22年11月发布回购计划，金额为3000-6000万元、价格不超过19.38元。截至2023Q1末，累计回购2,353,700股，成交价格为12.49-14.57元，金额为3145万元。

分析判断:

线上和直营稳健，加盟受损严重。分渠道来看，2022年电商/加盟/直营/其他收入分别为21.37/11.84/2.80/0.55亿元、同比增长9%/-20%/0/-14%。下半年线上/线下增速分别为6%/-22%，上半年分别为13%/-10%。

电商毛利率提升，直营毛利率大幅下滑。2022年毛利率为38.70%、同比增长0.75PCT，其中电商/加盟/直营/其他毛利率分别为38.53%/36.80%/51.73%/27.15%，同比增长2.35%/-0.29%/-5.99%/-2.48PCT，电商毛利率提升我们分析主要由于一方面公司在传统的天猫、京东和唯品会平台保持领先地位，另一方面2022年在抖音平台的销售形成规模。22Q4毛利率为39.66%、同比提高3PCT。23Q1毛利率为39.71%，同比增长1.6PCT。

22年净利率下降来自销售费用率提升、减值增加影响。2022年归母净利率为7.59%、同比减少2.57PCT。从费用率看，2022年销售/管理/研发/财务费用率分别为23.34%/4.72%/1.96%/-0.37%、同比增长3.49%/0.72%/0.24%/-0.08PCT，销售费用率提升主要由于广告宣传费、推广费人员薪资类支出等增加，管理费用率提升主要由于是人员薪资类支出、管理咨询费用等增加。资产减值损失/收入-0.42PCT至-0.74%，信用减值损失/收入-0.03%至-0.22%。22Q4净利率为8.23%、同比下降1.90PCT。23Q1净利率为10.23%、同比下降0.27PCT。

产成品存货增长，应收账款高增。2022年应收账款/存货金额分别为3.45/10.21亿元、同比增长59.15%/9.66%，应收大幅增长主要由于电商平台业务增长所产生的应收款项增加。应收账款/存货周转天数分别为27.6/156.4天，同比增加3.8/29.3天。从存货结构来看，原材料/在产品/产成品占比分别为10.5%/5.2%/84.3%，同比减少2.0/1.7/-3.7pct。23Q1应收账款/存货金额分别为2.41/9.74亿元，同比增长29.34%/2.92%，应收账款/存货周转天数分别为32.2/182.0天，同比增加10/13天。

投资建议

我们分析，(1) 2022年公司在抖音平台的销售收入已具有较为明显的领先优势。(2) 线下门店不断升级，公司已发布升级店形象“水星 STARZHOME”，但仍需关注加盟商去库存进展。(3) 公司控费仍存空间。

维持 23/24 年收入预测 42.78/48.68 亿元，新增 25 年收入预测 54.50 亿元；维持 23/24 年归母净 3.97/4.76 亿元，新增 25 年归母净利预测 5.46 亿元，对应 23/24 年 EPS 为 1.49/1.78 元，新增 25 年 EPS 2.05 元。2023 年 4 月 25 日收盘价 13.23 元对应 PE 分别为 9/7/6X，维持“买入”评级。

风险提示

疫情发展的不确定性、库存积压的风险、开店不及预期、系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,799	3,664	4,278	4,868	5,450
YoY (%)	25.2%	-3.6%	16.8%	13.8%	11.9%
归母净利润(百万元)	386	278	397	476	546
YoY (%)	40.6%	-27.9%	42.7%	19.9%	14.7%
毛利率 (%)	38.0%	38.7%	38.6%	38.1%	38.1%
每股收益 (元)	1.45	1.04	1.49	1.78	2.05
ROE	14.6%	10.1%	12.5%	13.1%	13.0%
市盈率	9.14	12.68	8.89	7.41	6.46

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,664	4,278	4,868	5,450	净利润	278	397	476	546
YoY(%)	-3.6%	16.8%	13.8%	11.9%	折旧和摊销	118	48	51	53
营业成本	2,246	2,626	3,013	3,371	营运资金变动	-304	150	-77	-62
营业税金及附加	29	17	19	22	经营活动现金流	104	560	412	497
销售费用	855	832	911	1,008	资本开支	-47	43	44	46
管理费用	173	328	353	392	投资	110	-211	-275	-262
财务费用	-14	-25	-30	-35	投资活动现金流	82	-164	-226	-211
研发费用	72	73	84	94	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-27	-28	-29	-31	债务募资	50	0	0	0
投资收益	1	4	5	5	筹资活动现金流	-194	0	0	0
营业利润	296	419	511	592	现金净流量	-7	396	185	285
营业外收支	36	60	63	66	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	331	478	573	658	成长能力 (%)				
所得税	53	81	97	112	营业收入增长率	-3.6%	16.8%	13.8%	11.9%
净利润	278	397	476	546	净利润增长率	-27.9%	42.7%	19.9%	14.7%
归属于母公司净利润	278	397	476	546	盈利能力 (%)				
YoY(%)	-27.9%	42.7%	19.9%	14.7%	毛利率	38.7%	38.6%	38.1%	38.1%
每股收益	1.04	1.49	1.78	2.05	净利率	7.6%	9.3%	9.8%	10.0%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	7.9%	9.7%	10.2%	10.2%
货币资金	1,164	1,559	1,744	2,030	净资产收益率 ROE	10.1%	12.5%	13.1%	13.0%
预付款项	40	92	99	105	偿债能力 (%)	4.14	4.03	4.20	4.43
存货	1,021	971	1,073	1,155	流动比率	2.58	2.77	2.98	3.25
其他流动资产	591	788	1,114	1,425	速动比率	1.71	1.84	1.82	1.91
流动资产合计	2,815	3,411	4,031	4,714	现金比率	21.7%	22.8%	22.3%	21.6%
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率				
固定资产	395	369	344	318	经营效率 (%)	1.04	1.04	1.04	1.02
无形资产	119	112	106	99	总资产周转率				
非流动资产合计	720	689	656	623	每股指标 (元)	1.04	1.49	1.78	2.05
资产合计	3,536	4,099	4,687	5,337	每股收益	10.38	11.87	13.65	15.70
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	0.39	2.10	1.54	1.86
应付账款及票据	344	468	537	600	每股经营现金流	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	337	379	422	463	每股股利				
流动负债合计	681	847	959	1,063	估值分析	12.68	8.89	7.41	6.46
长期借款	0	0	0	0	PE	1.26	1.11	0.97	0.84
其他长期负债	88	88	88	88	PB	-3.6%	16.8%	13.8%	11.9%
非流动负债合计	88	88	88	88					
负债合计	768	935	1,047	1,151					
股本	267	267	267	267					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	2,767	3,164	3,640	4,186					
负债和股东权益合计	3,536	4,099	4,687	5,337					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015 年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。