

水星家纺(603365)

报告日期: 2023年08月28日

电商保持亮眼增速, H1 毛利率创历史新高

——水星家纺点评报告

投资要点

公司发布 2023 年中报:

23H1 实现营收 17.96 亿元 (+9.4%), 归母净利润 1.70 亿元 (+58.6%), 扣非后净利润 1.35 亿元 (+66.7%), 处于业绩预告中段;

单 Q2 实现营收 9.78 亿元 (+17.0%), 归母净利润 0.86 亿元 (+287%), 扣非后净利润 0.65 亿元 (+346%); Q2 收入/归母净利润已超 21 年同期, 但扣非净利润较 21 年同期 -21%, 主要系 23Q2 政府补助较多。

电商持续成长性亮眼, 加盟尚平稳复苏中

23H1 电商收入预计双位数增长: 参考水星电商子公司数据, 我们预计电商收入在去年同期+13%的基础上, 再次取得低双位数增速 (当前收入占比约 55%-60%), 我们认为在高性价比定位+高营销投入的驱动下, 水星在电商的市场份额有望持续提升, 其中抖音平台自 20H2 布局以来快速成长, 有力弥补了传统平台增速放缓的压力。

23H1 线下收入尚未恢复至 21 年: 根据电商收入计算, 我们预计线下收入在去年同期-10%的基础上, 实现个位数复苏性增长 (主要由加盟复苏驱动), 但仍低于 21 年同期, 我们预计主要系加盟商提货信心尚在恢复中。

毛利率创新高, 经营质量同比明显改善

23H1 公司毛利率 39.9% (+2.8pp), 单 Q2 为 40.1% (+4.0pp), H1 创历史同期新高, 我们预计一方面在产品结构优化之下、电商毛利率持续提升, 另一方面直营毛利率在低基数上有明显修复。

23H1 净利率 9.4% (+2.9pp), 单 Q2 为 8.8% (+6.1pp); 23H1 经营性现金流 2.0 亿元, 期末库存 9.6 亿元 (-6.4%), 盈利能力及经营质量同比显著改善。

盈利预测与投资建议:

我们认为抖音等新平台仍在快速成长期, 同时在产品结构改善之下, 电商毛利率有望进一步上行; 我们预计下半年存在“婚庆旺季、冬季换新、加速开店”等多重刺激, 线下渠道进一步复苏值得期待。

预计公司 23-25 年实现收入 40.5/45.0/49.6 亿元, 同比增长 11%/11%/10%; 归母净利润 3.75/4.21/4.71 亿元, 同比增长 35%/13%/12%, 对应 PE10/9/8 倍, 公司中长期增长稳健、分红率高, 当前估值处于历史偏低位置, 维持“买入”评级。

风险提示: 电商平台竞争加剧; 原材料价格大幅波动; 毛利率提升不及预期

财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3663.8	4050.1	4502.6	4961.4
(+/-) (%)	-3.6%	10.5%	11.2%	10.2%
归母净利润	278.3	374.6	421.4	470.6
(+/-) (%)	-27.9%	34.6%	12.5%	11.7%
每股收益(元)	1.04	1.40	1.58	1.76
P/E	14.0	10.4	9.3	8.3

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

分析师: 马莉
执业证书号: S1230520070002
mali@stocke.com.cn

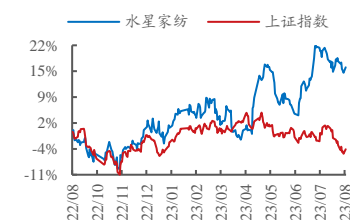
分析师: 詹陆雨
执业证书号: S1230520070005
zhanluyu@stocke.com.cn

分析师: 邹国强
执业证书号: S1230523080010
zouguoqiang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 14.66
总市值(百万元)	3,909.38
总股本(百万股)	266.67

股票走势图



相关报告

- 《Q2 净利率快速修复, 预计线上延续高增》2023.07.17
- 《差异竞争驱动领跑增速, 估值处于历史低位》2023.05.08
- 《线下增速平稳, 线上承压-水星家纺三季报点评》2018.10.26

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,815	3,151	3,631	4,111
现金	1,164	1,421	1,689	2,039
交易性金融资产	171	157	176	168
应收账款	345	330	362	401
其它应收款	33	35	35	35
预付账款	40	45	69	74
存货	1,021	1,112	1,253	1,347
其他	43	49	47	46
非流动资产	720	598	577	556
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	395	370	345	320
无形资产	119	114	109	105
在建工程	4	3	4	4
其他	203	110	118	128
资产总计	3,536	3,749	4,207	4,667
流动负债	681	595	665	690
短期借款	0	0	0	0
应付款项	344	357	420	434
预收账款	0	0	0	0
其他	337	238	245	256
非流动负债	88	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	88	0	0	0
负债合计	768	595	665	690
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2,767	3,153	3,543	3,977
负债和股东权益	3,536	3,749	4,207	4,667

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,664	4,050	4,503	4,961
营业成本	2,246	2,453	2,720	2,990
营业税金及附加	29	23	28	33
营业费用	855	932	1,027	1,126
管理费用	173	190	212	233
研发费用	72	81	90	99
财务费用	(14)	(20)	(25)	(30)
资产减值损失	(27)	(10)	(10)	(10)
公允价值变动损益	9	6	7	7
投资净收益	1	0	0	0
其他经营收益	18	17	12	12
营业利润	296	424	480	538
营业外收支	36	29	30	28
利润总额	331	453	510	566
所得税	53	78	89	96
净利润	278	375	421	471
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	278	375	421	471
EBITDA	364	442	499	553
EPS (最新摊薄)	1.04	1.40	1.58	1.76

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-3.57%	10.54%	11.17%	10.19%
营业利润	-35.31%	43.39%	13.30%	11.99%
归属母公司净利润	-27.89%	34.64%	12.48%	11.67%
获利能力				
毛利率	38.70%	39.43%	39.58%	39.73%
净利率	7.59%	9.25%	9.36%	9.49%
ROE	10.30%	12.66%	12.59%	12.52%
ROIC	8.76%	9.74%	9.94%	10.02%
偿债能力				
资产负债率	21.73%	15.87%	15.80%	14.79%
净负债比率	27.77%	18.87%	18.76%	17.36%
流动比率	4.14	5.30	5.46	5.96
速动比率	2.58	3.35	3.47	3.90
营运能力				
总资产周转率	1.05	1.11	1.13	1.12
应收账款周转率	13.05	12.00	13.00	13.00
应付账款周转率	7.06	7.00	7.00	7.00
每股指标(元)				
每股收益	1.04	1.40	1.58	1.76
每股经营现金	0.04	0.08	0.07	0.09
每股净资产	10.38	11.83	13.28	14.91
估值比率				
P/E	14.05	10.43	9.28	8.31
P/B	1.41	1.24	1.10	0.98
EV/EBITDA	7.55	5.63	4.45	3.38

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	104	247	258	362
净利润	278	375	421	471
折旧摊销	50	46	47	48
财务费用	5	(20)	(25)	(30)
投资损失	(1)	0	0	0
营运资金变动	(304)	(161)	(193)	(133)
其它	76	7	6	6
投资活动现金流	82	38	42	25
资本支出	47	2	3	3
长期投资	0	0	0	0
其他	35	35	39	22
筹资活动现金流	(194)	(27)	(32)	(36)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(194)	(27)	(32)	(36)
现金净增加额	(7)	258	267	351

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>