

2023年08月29日

收入及净利恢复，超过21年水平

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:	15.57/11.29
目标价格:		总市值(亿)	39.41
最新收盘价:	14.78	自由流通市值(亿)	15.88
		自由流通股数(百万)	107.47

事件概述

23H1 公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 17.96/1.70/1.35/2.03 亿元，同比增长 9.37%/58.65%/66.74%/NA，同比 21H1 增长 10.9%/3.3%/-11.8%/675.7%，收入及净利恢复至疫情前、扣非净利仍有缺口；扣非净利低于净利主要由于政府补助（0.39 亿元）；经营现金流高于净利主要由于存货及应收减少。23Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 9.78/0.86/0.65 亿元，同比增加 17.0%/286.5%/346.2%，同比 21H1 增长 8.5%/0.7%/-21.1%。

分析判断：

线上和加盟销售增长。分渠道来看，23H1 收入增长主要受益于线上和加盟销售增长，线下渠道公司通过融入新零售模式赋能终端门店，线上向线下引流，缓解线下客流波动、消费信心不足等客观因素带来的影响；线上渠道公司以“三大平台”为核心增长点，并不断拓展新兴平台发展。

净利率增幅高于毛利率主要来自政府补助贡献。（1）2023H1 公司毛利率/归母净利率/扣非净利率分别为 39.92%/9.44%/7.53%，同比增长 2.82/2.93/2.6PCT，同比 21H1 增长 1.48/-0.7/-1.9PCT。从费用率来看，23H1 销售/管理/研发/财务费用率分别 23.95%/4.73%/1.95%/-0.61%，同比下降-0.38/0.01/0.08/0.34PCT，其中销售费用增长主要由于广告宣传费、会务培训费及人员薪酬类支出增加；其他收益占比同比下降 0.75PCT，主要由于政府补助同比下降 86%至 0.02 亿元；营业外收入同比增长 1.4PCT，主要由于计入非经的政府补助增长；公允价值变动及减值损失合计占比同比下降 0.19PCT；所得税率同比增长 0.36PCT。（2）2023Q2 公司毛利率/归母净利率/扣非净利率分别为 40.09%/8.79%/6.65%，同比增长 3.99%/6.13%/4.9%，其中期间费用率合计下降 0.91PCT；投资净收益占比增加 0.72PCT；公允价值变动及减值损失合计占比同比下降 0.18PCT；营业外收入同比增长 1.0PCT；所得税率同比增长 0.19PCT。

产成品存货下降。2023H1 应收账款/存货金额分别为 2.09/9.59 亿元、同比下降 13%/6%，应收账款/存货周转天数分别为 28/165 天，同比增加 3/-5 天。从存货结构来看，原材料/在产品/产成品占比分别为 11.4%/6.0%/82.7%，同比减少 1.3/-0.5/-0.8pct。

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。

由于上半年直营渠道调整及市场需求不及我们预期，下调 23-25 年收入预测由 42.78/48.68/54.50 亿元至 40.51/46.15/51.76 亿元；下调 23-25 年归母净利预测由 3.97/4.76/5.46 亿元至 3.71/4.27/4.82 亿元，对应 23-25 年 EPS 由 1.49/1.78/2.05 元下调至 1.39/1.60/1.81 元。2023 年 8 月 29 日收盘价 14.78 元对应 PE 分别为 11/9/8X，维持“买入”评级。

风险提示

线上渠道拓展不及预期、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	4,051	4,615	5,176
YoY (%)	25.2%	-3.6%	10.6%	13.9%	12.2%
归母净利润(百万元)	386	278	371	427	482
YoY (%)	40.6%	-27.9%	33.2%	15.1%	12.9%
毛利率 (%)	38.0%	38.7%	38.7%	38.2%	38.2%
每股收益 (元)	1.45	1.04	1.39	1.60	1.81
ROE	14.6%	10.1%	11.8%	12.0%	11.9%
市盈率	10.21	14.16	10.63	9.24	8.18

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	4,051	4,615	5,176	净利润	278	371	427	482
YoY (%)	-3.6%	10.6%	13.9%	12.2%	折旧和摊销	118	48	51	53
营业成本	2,246	2,484	2,854	3,199	营运资金变动	-304	186	-75	-62
营业税金及附加	29	16	18	21	经营活动现金流	104	569	364	433
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	-34	投资活动现金流	82	-164	-226	-212
研发费用	72	70	79	89	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	387	451	515	现金净流量	-7	405	138	222
营业外收支	36	60	63	66					
利润总额	331	447	514	581	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	53	76	87	99	成长能力 (%)				
净利润	278	371	427	482	营业收入增长率	-3.6%	10.6%	13.9%	12.2%
归属于母公司净利润	278	371	427	482	净利润增长率	-27.9%	33.2%	15.1%	12.9%
YoY (%)	-27.9%	33.2%	15.1%	12.9%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.04	1.39	1.60	1.81	毛利率	38.7%	38.7%	38.2%	38.2%
					净利率	7.6%	9.2%	9.2%	9.3%
					总资产收益率 ROA	7.9%	9.2%	9.3%	9.4%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	净资产收益率 ROE	10.1%	11.8%	12.0%	11.9%
货币资金	1,164	1,568	1,706	1,928	偿债能力 (%)				
预付款项	40	87	94	99	流动比率	4.14	4.15	4.28	4.46
存货	1,021	919	1,016	1,096	速动比率	2.58	2.90	3.07	3.29
其他流动资产	591	769	1,092	1,402	现金比率	1.71	1.95	1.87	1.90
流动资产合计	2,815	3,343	3,909	4,525	资产负债率	21.7%	22.2%	21.9%	21.4%
长期股权投资	0	0	0	0	经营效率 (%)				
固定资产	395	369	344	318	总资产周转率	1.04	1.00	1.01	1.01
无形资产	119	112	106	99	每股指标 (元)				
非流动资产合计	720	689	656	623	每股收益	1.04	1.39	1.60	1.81
资产合计	3,536	4,032	4,565	5,148	每股净资产	10.38	11.77	13.37	15.17
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流	0.39	2.13	1.37	1.62
应付账款及票据	344	442	508	570	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	337	363	404	444	估值分析				
流动负债合计	681	806	913	1,013	PE	14.16	10.63	9.24	8.18
长期借款	0	0	0	0	PB	1.26	1.26	1.11	0.97
其他长期负债	88	88	88	88					
非流动负债合计	88	88	88	88					
负债合计	768	894	1,000	1,101					
股本	267	267	267	267					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	2,767	3,138	3,565	4,047					
负债和股东权益合计	3,536	4,032	4,565	5,148					

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。