

水星家纺 (603365)

2023 年中报点评: Q2 利润同比高增, 毛利率持续提升

买入 (维持)

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)	14.05	10.65	9.01	7.94

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **公司公布 2023 年中报:** 23H1 营收 17.96 亿元/yoy+9.37%/较 21 年+10.93%、归母净利润 1.70 亿元/yoy+58.65%/较 21 年+3.66%、扣非归母净利润 1.35 亿元/yoy+66.74%/较 21 年-11.76%, 落于此前业绩预告中枢, 净利同比实现大幅增长、营收及归母净利已超 21 年同期水平。分季度看, 23Q1/Q2 营收分别同比+1.45%/+17.01%、归母净利分别同比+1.22%/+287.67%, 收入增速逐渐提升, Q2 利润同比高增主因去年同期受上海疫情影响基数较低。
- **线上、加盟渠道表现较好。** 1) 线上: 高基数下保持稳健增长, 23H1 同增超 10%。公司持续以天猫、京东及唯品会为三大核心增长点, 同时抖音、快手等新兴平台增速较快。2) 线下: 加盟渠道表现较好、同增约 10%。23H1 直营收入同比基本持平、加盟同增约 10%。其中直营推进精细化运营、门店数量有所优化、单店店效略有提升, 加盟增长主要系上半年净开门店 100 家/yoy+10%。
- **23H1 毛利率创历史新高、带动净利率提升, 运营质量改善。** 1) 毛利率: 23H1 同比+2.81pct 至 39.92%、创历史新高, 主要系高毛利产品占比提升&提价带动毛利率提升。分季度看 23Q1/Q2 毛利率分别为 39.71%/40.09%、同比+1.56/+3.99pct、呈逐季提升。2) 期间费用率: 23H1 为 30.02%/yoy-0.04pct、整体变动不大, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.38/-0.01/-0.08/-0.33pct 至 23.95%/4.73%/1.95%/-0.61%, 销售费用率提升主要系加大广告宣传所致, 财务费用率下降主要系利息收入增加。分季度看 23Q1/Q2 费用率同比分别+0.68/-0.91pct。3) 归母净利率: 综合上述影响因素, 23H1 归母净利率 9.44%/yoy+2.93pct, 分季度看 23Q1/Q2 同比分别-0.28/+6.13pct。4) 存货: 23H1 末存货 9.59 亿元/yoy-6.44%、库存规模有所下降, 存货周转天数同比-5 天至 165 天。5) 现金流: 23H1 经营活动现金流净额 2.03 亿/yoy+242%、现金流表现较好; 23H1 末货币资金 10.41 亿元/yoy+67.10%, 现金充裕。
- **盈利预测与投资评级:** 公司为国内家纺龙头, 22 年疫情扰动致业绩受到较大影响。23 年以来受益疫情放开持续修复, Q1 收入增速回正、Q2 进一步提升, 同时持续提升品牌影响力、推动产品单价提升&高毛利产品占比提升, 毛利率逐季提升下带动利润实现高增, 上半年收入及归母净利润均已超 21 年同期水平。展望下半年, 在国庆婚庆旺季以及换季更新需求两大因素推动下公司收入有望持续增长, 叠加 7、8 月公司营销活动反馈较好、反映经销商信心加速恢复, 同时线上线下加大品牌宣传力度, 通过跨界联名、打造 IP 等活动推动品牌年轻化升级, 品牌声量及市占率有望继续提升, 业绩有望进一步修复。我们维持 23-25 年归母净利润预测 3.7/4.3/4.9 亿元、对应 PE 为 11/9/8X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 终端消费疲软、费用控制不力等。

2023 年 08 月 30 日

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

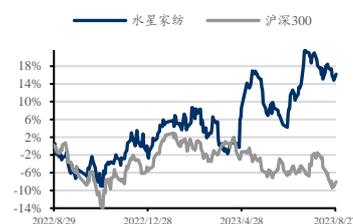
zhaoyy@dwzq.com.cn

研究助理 郝越

执业证书: S0600122080022

xiy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.66
一年最低/最高价	11.88/15.81
市净率(倍)	1.43
流通 A 股市值(百万元)	3,909.38
总市值(百万元)	3,909.38

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.26
资产负债率(% ,LF)	19.80
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》

2023-04-26

《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)	14.05	10.65	9.01	7.94
营运资本变动	(304)	134	(102)	(85)	P/B(现价)	1.41	1.33	1.25	1.16

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>