

水星家纺（603365）

23 年三季报点评：收入保持双位数增长，盈利水平回升

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） | 1.05 | 1.39 | 1.64 | 1.86 |
| P/E（现价&最新股本摊薄） | 13.66 | 10.36 | 8.76 | 7.72 |

关键词：#业绩符合预期

投资要点

- **公司公布 2023 年三季报：**2023 前三季度营收 27.54 亿元/yoy+10.25%、归母净利润 2.52 亿元/yoy+38.09%，净利润增速快于收入主因毛利率同比+1.8pct 至 40.05%、期间费用率同比-0.5pct 至 29.82%。分季度看，23Q1/Q2/Q3 营收分别同比+1.45%/+17.01%/+11.93%、归母净利润分别同比-1.22%/+286.67%/+9.01%，单 Q3 在基数抬升情况下收入保持双位数正增长，归母净利润增速略低于营收增速、主因 23Q3 资产减值损失 495 万元/22Q3 为 17 万元。
- **线上保持领先竞争力，线下开店持续推进。**分渠道看，1) **线上：**23 年前三季度收入同比增长约 10%、占比 50%+，2020 年以来疫情催化消费者线上购物习惯，线上渠道的发展一定程度承接线下消费力的外溢，公司凭借多年线下品牌影响力培养，对线上渠道赋能，助力线上渠道保持较快增长。其中抖音同比增长高双位数、拼多多同比增长双位数、京东正增长、阿里平台和唯品会同比略有下滑（阿里+京东+唯品会三大平台线上收入占比 60-70%）。2) **线下：**截至 9 月末新开门店 130+家、其中多数为加盟门店，预计 Q4 有望完成全年新开 200 家门店目标。线下分模式看，23 年前三季度加盟收入同比增长 10%+、收入占比约 35%；直营门店以提升店效为目标，通过新零售工具赋能终端为产品高端化布局。
- **23Q3 毛利率持平略降、费用率下降，净利率持平略降，但前三季度净利率保持回升。**1) **毛利率：**23 年前 3 季度同比+1.8pct 至 40.05%；单 Q3 同比-0.15pct 至 40.3%、持平略降，但前三季度整体看在差异化新品带动下毛利率明显回升。2) **期间费用率：**23 年前 3 季度同比-0.5pct 至 29.82%；单 Q3 同比-1.37pct 至 29.44%、其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-1.2/-0.35/-0.07/+0.24pct 至 22.75%/4.96%/2.11%/-0.38%，销售费用率同比下降主要来自公司在新兴电商平台运作取得较好效果、流量提升、费用下降。3) **归母净利率：**综合毛利率&费用率及其他项目变动，23 年前 3 季度归母净利率同比+1.85pct 至 9.15%，单 Q3 同比-0.23pct 至 8.61%（主因 23Q3 资产减值损失 495 万元/22Q3 为 17 万元）。4) **存货：**截至 23Q3 末存货 10.48 亿元/yoy-8.87%，存货周转天数同比缩短 13 天至 169 天。5) **现金流：**23Q3 经营活动净现金流净额 4062 万元/yoy+583.33%，截至 23Q3 末货币资金 10.68 亿元、资金充沛。
- **盈利预测与投资评级：**公司为国内家纺龙头，23Q3 收入在基数抬升情况下保持双位数正增长，毛利率持平略降、费用率下降，净利率持平略降，但前三季度整体看净利率在去年同期相对低基数下有明显提升。我们维持 23-25 年归母净利润预测 3.67/4.34/4.9 亿元、对应 PE 为 10/9/8X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**终端消费疲软、市场竞争加剧等。

2023 年 11 月 02 日

证券分析师 李婕

执业证书：S0600521120003

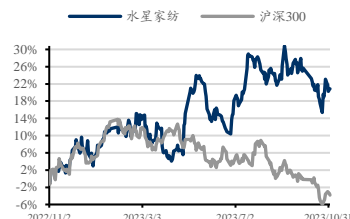
lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书：S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 14.39 |
| 一年最低/最高价 | 12.36/15.81 |
| 市净率(倍) | 1.35 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 3,801.89 |
| 总市值(百万元) | 3,801.89 |

基础数据

| | |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 10.67 |
| 资产负债率(% ,LF) | 19.57 |
| 总股本(百万股) | 264.20 |
| 流通 A 股(百万股) | 264.20 |

相关研究

《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》

2023-08-30

《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

水星家纺三大财务预测表

| 资产负债表(百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表(百万元) | 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) | 1.05 | 1.39 | 1.64 | 1.86 |
| 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) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 重要财务与估值指标 | 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) | 264 | 264 | 264 | 264 |
| 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) | 13.66 | 10.36 | 8.76 | 7.72 |
| 营运资本变动 | (304) | 134 | (102) | (85) | P/B(现价) | 1.39 | 1.31 | 1.22 | 1.14 |

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。

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>