

水星家纺（603365.SH）/纺织服饰

证券研究报告/公司点评

2024年5月5日

**评级：买入（维持）**
**市场价格：18.41（元）**

分析师：张潇

执业证书编号：S0740523030001

Email: zhangxiao06@zts.com.cn

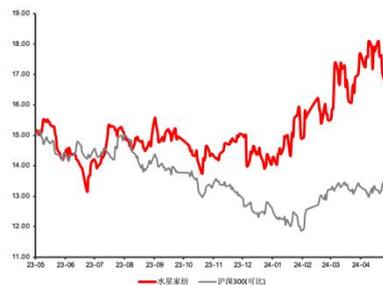
分析师：吴思涵

执业证书编号：S0740523090002

Email: wush@zts.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	262.73
流通股本(百万股)	262.73
市价(元)	18.41
市值(百万元)	4836.92
流通市值(百万元)	4836.92

**股价与行业-市场走势图**

**相关报告**

1. 水星家纺 2020 年报&2021Q1 点评:20Q1 终端需求持续恢复, 业绩回升明显
2. 水星家纺 2021Q3 点评:线上高增长延续, 产品结构升级带动盈利能力提升
3. 水星家纺 2021 年报&22Q1 点评:线上高增长延续, 经营表现好于同行
4. 水星家纺 2022H1 点评:线上增长稳健, 新零售&大单品战略成效显著
5. 水星家纺 2022Q3 点评:线上延续稳健增长, 合理控费改善盈利能力

**公司盈利预测及估值**

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,664	4,211	4,664	5,144	5,668
增长率 yoy%	-4%	15%	10.8%	10.3%	10.2%
净利润(百万元)	278	379	433	485	538
增长率 yoy%	-28%	36%	14%	12%	11%
每股收益(元)	1.06	1.44	1.65	1.85	2.05
每股现金流量	0.40	1.88	4.69	2.70	1.51
净资产收益率	10%	13%	14%	14%	15%
P/E	17	13	11	10	9
P/B	2	2	2	1	1
PEG	-0.6	0.4	0.8	0.8	0.8

备注: 股价为 2024 年 4 月 30 日收盘价

**报告摘要**

- 公司发布 2023 年报和 2024Q1 财报, 其中 2023 年实现营收/归母净利润/扣非净利润分别为 42.11/3.79/3.28 亿, 同比+14.93%/+36.23%/+44.74%, 非经常性损益主要为政府补贴 5489 万元。2024Q1 实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 9.15/0.93/0.85 亿, 同比+11.84%/+11.55%/+20.34%。此外, 公司拟每 10 股派发现金红利 9 元(含税), 分红率约 62.38%, 股息 6.26%。
- 电商渠道稳健增长, 直营恢复。分季度看, 23Q1~Q4 营收分别为 8.18/9.78/9.57/14.57 亿元, 同比增长 1.45%/17.01%/11.93%/24.97%。分渠道看:
  - 线上: 2023 年实现营收 23.88 亿元(同比+11.7%), 占比-1.7PCTs 至 56.8%, 毛利率为 39.77%(+1.24pcts)。分平台看, 传统电商平台稳健发展, 新平台抖音潜力巨大。公司较早布局抖音平台, 具有明显的领先优势, 积极探索潮流破圈, 推动品牌年轻化升级, 用品牌驱动逐步替代流量驱动。
  - 线下: 2023 年非电商业实现营收 18.15 亿元(同比+19.49%), 其中加盟/直营收入分别为 13.13/3.48 亿元(同比+10.94%/+24.44%), 毛利率分别为 37.92%/53.91%, 分别同比+1.12/+2.18PCTs。产品方面, 品牌持续贯彻极致大单品战略提升连带率与客单价; 并不断推动门店形象的综合升级改造, 同时打通线上线下营销链路、加速数字化改造, 提升门店获客率与销售转化率。
- 毛利率持续提升, 盈利能力环比改善。2023 年/24Q1 毛利率分别为 40.04%/41.44%, 同比+1.34/+1.73PCTs。我们预计今年毛利率有望随产品结构优化、客单价提升保持较高水平。2023 年公司销售/管理/研发/财务费用率为 24.11%/4.30%/1.85%/-0.46%, 同比+0.77/-0.42/-0.11/-0.09PCTs。销售费率提升主要是广告宣传费、人员薪资类支出增长所致。2024Q1 销售/管理/研发/财务费用率为 23.26%/4.81%/1.96%/-0.38%, 同比+0.9/-0.4/+0.13/+0.3PCTs。2023 年净利率+1.41PCTs 至 9.00%, 24Q1 净利率为 10.20%, 同比略有下降, 环比+1.48PCTs。
- 终端渠道去库顺利, 存货周转恢复正常水平。2023 年/2024Q1 末公司存货规模为 9.62/10.24 亿元(同比-5.78%/+5.13%), 同期存货周转天数同比分别-15.04/-15.18 天至 141.35/166.79 天, 预计经销商信心持续加强。2023 年公司经营性净现金流 4.93 亿元,

同比+374.42%，主因营收及销售回款增长导致经营性净现金流增加。2024Q1 经营性净现金流为-0.09 亿元，主要是本期支付采购贷款增加所致。截至 2024Q1 末公司货币资金达 9.46 亿元，账上现金充足。

- **盈利预测及投资建议：**长期看，公司为国内家纺龙头之一，电商渠道先发优势明显，且整体性价比优势突出，在消费升级趋势下，市占率有望持续提升。公司线上业务在多渠道、多品类、多形式的立体运营架构下，有望保持较快增长，线下业务在渠道升级、数据赋能、组织结构优化下，运营效率有望提升。考虑到 2023 年以来公司发挥全渠道优势，紧抓电商新平台增长趋势，强化线上品牌宣传，融入新零售模式赋能终端门店，盈利能力已呈现持续增强趋势，我们预计 24/25/26 年归母净利润分别为 4.33/4.85/5.38 亿元，分别同增 14%/12%/11%，现价对应估值分别为 11/10/9 倍，维持“买入”评级。
  
- **风险提示：**行业需求不及预期；加盟业务不及预期；直营业务拓展不及预期；电商增速及毛利率不及预期。

图表 1: 公司主要财务数据及盈利预测 (百万元)

资产负债表					利润表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,124	2,073	2,523	2,690	营业收入	4,211	4,664	5,144	5,668
应收票据	0	0	0	0	营业成本	2,525	2,783	3,066	3,377
应收账款	333	313	307	325	税金及附加	27	28	32	38
预付账款	79	42	46	51	销售费用	1,015	1,096	1,198	1,315
存货	962	1,028	949	1,222	管理费用	181	196	213	235
合同资产	0	0	0	0	研发费用	78	84	93	102
其他流动资产	508	437	452	438	财务费用	-19	-15	-15	-16
流动资产合计	3,006	3,893	4,277	4,726	信用减值损失	-1	-3	-4	-3
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-22	-22	-23	-22
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	6	7	7	7
固定资产	366	335	308	284	投资收益	1	1	1	1
在建工程	0	4	8	12	其他收益	16	16	16	16
无形资产	112	103	93	85	营业利润	407	494	555	618
其他非流动资产	163	108	121	131	营业外收入	51	28	28	28
非流动资产合计	641	550	531	513	营业外支出	7	7	7	7
<b>资产合计</b>	<b>3,647</b>	<b>4,443</b>	<b>4,808</b>	<b>5,239</b>	利润总额	451	515	576	639
短期借款	6	2	2	2	所得税	72	82	91	101
应付票据	0	0	0	0	净利润	379	433	485	538
应付账款	293	835	929	1,033	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	379	433	485	538
合同负债	34	84	93	102	NOPLAT	363	420	472	524
其他应付款	97	97	97	97	EPS (按最新股本摊薄)	1.44	1.65	1.85	2.05
一年内到期的非流动负债	33	33	33	33					
其他流动负债	187	198	212	227					
流动负债合计	649	1,249	1,365	1,495					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	53	53	53	53					
非流动负债合计	53	53	53	53					
<b>负债合计</b>	<b>702</b>	<b>1,302</b>	<b>1,418</b>	<b>1,548</b>					
归属母公司所有者权益	2,945	3,141	3,390	3,691					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,945</b>	<b>3,141</b>	<b>3,390</b>	<b>3,691</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,647</b>	<b>4,443</b>	<b>4,808</b>	<b>5,239</b>					

现金流量表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	493	1,231	710	398
现金收益	429	475	526	576
存货影响	59	-66	79	-273
经营性应收影响	-5	79	25	0
经营性应付影响	-35	542	94	104
其他影响	45	202	-14	-9
投资活动现金流	-298	-57	-38	-11
资本支出	-30	-21	-24	-26
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-268	-36	-14	15
融资活动现金流	-236	-226	-221	-220
借款增加	3	-5	0	0
股利及利息支付	-184	-240	-241	-267
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-55	19	20	47

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	14.9%	10.8%	10.3%	10.2%
EBIT增长率	35.7%	15.9%	12.3%	11.0%
归母公司净利润增长率	36.2%	14.2%	12.0%	10.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率	40.0%	40.3%	40.4%	40.4%
净利率	9.0%	9.3%	9.4%	9.5%
ROE	12.9%	13.8%	14.3%	14.6%
ROIC	15.3%	17.3%	17.9%	18.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	19.3%	29.3%	29.5%	29.5%
债务权益比	3.1%	2.8%	2.6%	2.4%
流动比率	4.6	3.1	3.1	3.2
速动比率	3.1	2.3	2.4	2.3
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.2	1.0	1.1	1.1
应收账款周转天数	29	25	22	20
应付账款周转天数	45	73	104	105
存货周转天数	141	129	116	116
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.44	1.65	1.85	2.05
每股经营现金流	1.88	4.69	2.70	1.51
每股净资产	11.21	11.96	12.90	14.05
<b>估值比率</b>				
P/E	13	11	10	9
P/B	2	2	1	1
EV/EBITDA	29	26	24	21

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。  
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。