

水星家纺（603365）

2024 年中报点评：Q2 高基数下业绩承压，扣非净利相对坚挺

买入（维持）

2024 年 08 月 29 日

证券分析师 汤军

执业证书：S0600517050001
021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

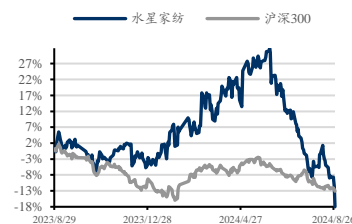
执业证书：S0600522090003
zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	3664	4211	4316	4747	5221
同比（%）	(3.57)	14.93	2.50	9.99	9.99
归母净利润（百万元）	278.26	379.08	374.17	422.33	471.37
同比（%）	(27.89)	36.23	(1.30)	12.87	11.61
EPS-最新摊薄（元/股）	1.06	1.44	1.42	1.61	1.79
P/E（现价&最新摊薄）	10.80	7.93	8.03	7.12	6.38

投资要点

- **公司发布 2024 年中报：**24H1 营收 18.06 亿元/yoy+0.52%，归母净利润 1.46 亿元/yoy-13.89%，扣非归母净利润 1.32 亿元/yoy-2.72%（24H1 政府补助同比减少 2898 万元），若剔除股权激励费用（24H1 为 519 万元，23H1 不存在该费用）影响，24H1 扣非归母净利润较 23H1 持平略增。分季度看，24Q1/Q2 营收分别同比+11.8%/ -8.9%，归母净利润分别同比+11.6%/ -38.6%，扣非归母净利润分别同比+20.3%/ -27.6%，Q2 国内消费转弱、公司基数较高（23Q2 营收同比+17%、归母净利同比+287%、扣非净利同比+346%），业绩有所承压。
- **我们预计 24H1 线下渠道保持增长、线上小幅下滑。**1) **电商渠道：**为公司优势渠道，近年来公司在电商渠道持续推动产品结构升级，短期受到部分新兴品牌低价竞争策略一定冲击，同时 23H1 电商基数较高，我们估计 24H1 电商渠道收入低单位数下滑。我们认为公司作为行业较早重点布局电商渠道的龙头，电商运营具备领先优势，未来随消费环境改善有望恢复稳健增长。2) **线下渠道：**我们判断上半年保持净开店（70+家），带动线下渠道收入同比增长中单位数，公司维持全年新开 200 家、净开 100 家+门店的开店目标。
- **毛利率提升、费用率提升较多、净利率承压下降。**1) **毛利率：**24H1 同比+1.96pct 至 41.87%，其中 Q1/Q2 分别同比+1.73/+2.23pct，我们判断线上渠道毛利率在产品结构持续优化带动下进一步提升，线下渠道毛利率预计同比持平。2) **期间费用率：**24H1 同比+2.61pct 至 32.63%，其中 Q1/Q2 分别同比+0.93/+4.58pct 至 29.65%/35.69%。Q2 销售费用率同比+2.75pct、管理费用率同比+1.23pct，主要来自广告营销相关支出、工资性支出、股权激励费用增多，我们预计下半年公司将加大费用管控。3) **归母净利率：**24H1 同比-1.35pct 至 8.09%，其中 Q1/Q2 分别同比-0.03/-2.87pct 至 10.2%/5.92%，Q2 因费用率提升较多净利率下降。
- **存货压力有所增加，预计下半年逐步消化，现金流短期下滑。**1) **存货：**24H1 存货 10.82 亿元/yoy+12.76%，存货周转天数同比增多 10 天至 175 天，市场需求疲软、618 期间销售不及预期、以及提前储备原材料导致存货有所增加，预计下半年有望逐步消化。2) **现金流：**24H1 经营性活动净现金流 2313 万元/yoy-88.63%，主因支付货款、工资性支出增加，现金流压力预计年底将得到缓解。截至 24H1 末货币资金 7.3 亿元/-30%。
- **盈利预测与投资评级：**公司为国内家纺龙头，24H1 国内消费疲软，线上竞争加剧+高基数下销售有所承压，线下渠道净开店带动收入保持增长，利润方面受费用率提升及政府补助减少影响有所承压，扣非净利相对坚挺，公司预计下半年将加强费用管控。考虑终端消费偏弱，我们将 24-25 年归母净利润从 4.34/4.90 亿元下调至 3.74/4.22 亿元，增加 26 年预测值 4.71 亿元，对应 24-26 年 PE 分别为 8/7/6X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**终端消费持续低迷，开店不及预期，竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.44
一年最低/最高价	11.32/19.90
市净率(倍)	1.08
流通 A 股市值(百万元)	2,952.25
总市值(百万元)	3,005.67

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.63
资产负债率(% ,LF)	23.17
总股本(百万股)	262.73
流通 A 股(百万股)	258.06

相关研究

- 《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》
2023-11-03
- 《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

水星家纺三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,006	3,044	3,241	3,470	营业总收入	4,211	4,316	4,747	5,221
货币资金及交易性金融资产	1,487	1,487	1,551	1,631	营业成本(含金融类)	2,525	2,561	2,817	3,098
经营性应收款项	412	437	480	528	税金及附加	27	30	33	37
存货	962	976	1,058	1,149	销售费用	1,015	1,057	1,149	1,253
合同资产	0	0	0	0	管理费用	181	194	214	235
其他流动资产	144	144	153	162	研发费用	78	80	88	97
非流动资产	641	705	722	732	财务费用	(19)	(22)	(22)	(23)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	16	13	14	16
固定资产及使用权资产	431	476	497	513	投资净收益	1	1	1	2
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	6	0	0	0
无形资产	112	107	103	97	减值损失	(23)	(20)	(18)	(18)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	2	2	2	3
长期待摊费用	26	26	26	26	营业利润	407	411	469	527
其他非流动资产	72	95	95	95	营业外净收支	44	34	34	34
资产总计	3,647	3,749	3,963	4,202	利润总额	451	445	503	561
流动负债	649	640	695	757	减:所得税	71	71	80	90
短期借款及一年内到期的非流动负债	39	36	36	36	净利润	379	374	422	471
经营性应付款项	293	285	313	344	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	34	22	24	26	归属母公司净利润	379	374	422	471
其他流动负债	283	298	323	351	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.44	1.42	1.61	1.79
非流动负债	53	52	52	52	EBIT	378	423	481	538
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	485	495	570	634
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	40.04	40.65	40.66	40.66
租赁负债	33	33	33	33	归母净利率(%)	9.00	8.67	8.90	9.03
其他非流动负债	20	19	19	19	收入增长率(%)	14.93	2.50	9.99	9.99
负债合计	702	692	747	809	归母净利润增长率(%)	36.23	(1.30)	12.87	11.61
归属母公司股东权益	2,945	3,057	3,216	3,393					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	2,945	3,057	3,216	3,393					
负债和股东权益	3,647	3,749	3,963	4,202					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	493	350	397	442	每股净资产(元)	11.21	11.64	12.24	12.91
投资活动现金流	(298)	(84)	(68)	(68)	最新发行在外股份(百万股)	263	263	263	263
筹资活动现金流	(236)	(267)	(264)	(294)	ROIC(%)	10.81	11.58	12.60	13.39
现金净增加额	(41)	(1)	65	80	ROE-摊薄(%)	12.87	12.24	13.13	13.89
折旧和摊销	107	71	89	96	资产负债率(%)	19.26	18.45	18.86	19.24
资本开支	(31)	(76)	(70)	(69)	P/E (现价&最新股本摊薄)	7.93	8.03	7.12	6.38
营运资本变动	(11)	(65)	(96)	(105)	P/B (现价)	1.02	0.98	0.93	0.89

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>