

## 水星家纺（603365）

# 2024 年三季报点评：消费环境低迷致业绩承压，期待终端需求改善

买入（维持）

2024 年 10 月 30 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

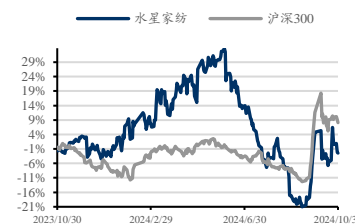
zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	3664	4211	4139	4495	4884
同比（%）	(3.57)	14.93	(1.72)	8.62	8.65
归母净利润（百万元）	278.26	379.08	327.10	385.64	426.17
同比（%）	(27.89)	36.23	(13.71)	17.90	10.51
EPS-最新摊薄（元/股）	1.06	1.44	1.24	1.47	1.62
P/E（现价&最新摊薄）	12.69	9.32	10.80	9.16	8.29

### 投资要点

- **公司公布 2024 年三季报：**前三季度营收 26.83 亿元/yoy-2.57%，归母净利润 2.10 亿元/yoy-16.8%，扣非归母净利润 1.85 亿元/yoy-13.75%。分季度看，24Q1/Q2/Q3 营收分别同比+11.84%/ -8.94%/ -8.38%，归母净利润分别同比+11.55%/ -38.64%/ -22.8%，扣非归母净利润分别同比+20.34%/ -27.64%/ -32.69%，Q2-Q3 国内整体消费低迷，对公司业绩形成拖累。
- **Q3 毛利率持平略增，费用率上升，净利率承压。**1) **毛利率：**24Q3 同比+0.2pct 至 40.5%，在终端销售承压环境下毛利率保持持平略升，我们判断主要来自线上渠道产品结构优化带动。2) **期间费用率：**24Q3 同比+2.45pct 至 31.89%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.12/+0.81/+0.19/+0.33pct 至 23.87%/5.77%/2.3%/ -0.05%，销售费用提升较多，我们判断主因广告营销相关支出及直营门店相关刚性费用所致。3) **归母净利率：**24Q3 同比-1.35pct 至 7.25%。
- **Q3 存货压力有所增加，经营性活动现金流承压。**1) **存货：**截至 24Q3 末存货 12.1 亿元/yoy+25.95%，存货周转天数同比延长 17 天至 186 天，由于终端销售承压，叠加冬季备货，Q3 末公司存货压力有所增加，随 Q4 冬季销售后存货压力有望减轻。2) **现金流：**24Q3 经营性活动现金流净额-1578 万元，主因收到销售商品现金减少、支付货款及工资性支出增加所致，截至 24Q3 末货币资金 6.13 亿元/yoy-42.63%，预计随冬季销售回款恢复现金流状况有望改善。
- **盈利预测与投资评级：**2024 年 9 月公司发布年内第二次回购计划公告，体现管理层对公司长期经营的信心；10 月 16 日发布终止发行可转债公告，我们认为此举有助于在低迷市场环境下降低经营风险；10 月 29 日发布公告成立香港全资子公司，我们认为或预示公司未来有意拓展境外业务。考虑终端销售不及预期，我们将 24-26 年归母净利润从 3.74/4.22/4.71 亿元下调至 3.27/3.86/4.26 亿元，对应 24-26 年 PE 分别 11/9/8X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**终端消费持续低迷，竞争加剧。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	13.44
一年最低/最高价	10.73/19.90
市净率(倍)	1.23
流通 A 股市值(百万元)	3,468.37
总市值(百万元)	3,531.14

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	10.89
资产负债率(% ,LF)	19.78
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)：发布年内第二次回购计划，彰显发展信心》

2024-09-19

《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》

2024-08-29

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
<b>流动资产</b>	<b>3,006</b>	<b>3,009</b>	<b>3,183</b>	<b>3,384</b>	<b>营业总收入</b>	<b>4,211</b>	<b>4,139</b>	<b>4,495</b>	<b>4,884</b>
货币资金及交易性金融资产	1,487	1,515	1,583	1,665	营业成本(含金融类)	2,525	2,454	2,665	2,894
经营性应收款项	412	418	455	494	税金及附加	27	29	31	34
存货	962	934	998	1,069	销售费用	1,015	1,035	1,088	1,172
合同资产	0	0	0	0	管理费用	181	207	225	244
其他流动资产	144	141	148	155	研发费用	78	77	83	90
<b>非流动资产</b>	<b>641</b>	<b>704</b>	<b>721</b>	<b>731</b>	财务费用	(19)	(22)	(23)	(24)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	16	12	13	15
固定资产及使用权资产	431	476	497	513	投资净收益	1	1	1	1
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	2
长期待摊费用	26	26	26	26	<b>营业利润</b>	<b>407</b>	<b>355</b>	<b>425</b>	<b>473</b>
其他非流动资产	72	94	94	94	营业外净收支	44	34	34	34
<b>资产总计</b>	<b>3,647</b>	<b>3,713</b>	<b>3,904</b>	<b>4,115</b>	<b>利润总额</b>	<b>451</b>	<b>389</b>	<b>459</b>	<b>507</b>
<b>流动负债</b>	<b>649</b>	<b>615</b>	<b>661</b>	<b>711</b>	减:所得税	71	62	73	81
短期借款及一年内到期的非流动负债	39	34	34	34	<b>净利润</b>	<b>379</b>	<b>327</b>	<b>386</b>	<b>426</b>
经营性应付款项	293	273	296	322	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	34	21	22	24	<b>归属母公司净利润</b>	<b>379</b>	<b>327</b>	<b>386</b>	<b>426</b>
其他流动负债	283	287	308	331	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.44	1.24	1.47	1.62
非流动负债	53	52	52	52	EBIT	378	367	436	483
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	485	438	526	579
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	40.04	40.71	40.72	40.74
租赁负债	33	33	33	33	归母净利率(%)	9.00	7.90	8.58	8.73
其他非流动负债	20	19	19	19	收入增长率(%)	14.93	(1.72)	8.62	8.65
<b>负债合计</b>	<b>702</b>	<b>667</b>	<b>713</b>	<b>763</b>	归母净利润增长率(%)	36.23	(13.71)	17.90	10.51
归属母公司股东权益	2,945	3,047	3,192	3,352					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,945</b>	<b>3,047</b>	<b>3,192</b>	<b>3,352</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,647</b>	<b>3,713</b>	<b>3,904</b>	<b>4,115</b>					

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	339	377	417	每股净资产(元)	11.21	11.60	12.15	12.76
投资活动现金流	(298)	(80)	(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)	(232)	(241)	(266)	ROIC(%)	10.81	10.06	11.50	12.16
现金净增加额	(41)	28	68	82	ROE-摊薄(%)	12.87	10.74	12.08	12.71
折旧和摊销	107	71	89	96	资产负债率(%)	19.26	17.95	18.25	18.53
资本开支	(31)	(76)	(70)	(70)	P/E (现价&最新股本摊薄)	9.32	10.80	9.16	8.29
营运资本变动	(11)	(25)	(79)	(86)	P/B (现价)	1.20	1.16	1.11	1.05

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>