

2022年10月28日

线上带动收入恢复增长，大单品战略持续

水星家纺(603365)

评级:	买入	股票代码:	603365
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	17.76/12.05
目标价格:		总市值(亿)	32.21
最新收盘价:	12.08	自由流通市值(亿)	32.21
		自由流通股数(百万)	266.67

事件概述

2022年前三季度公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为24.98/1.83/1.42亿元、同比增长1.69%/-27.01%/-38.02%。Q3单季收入/净利/扣非净利分别为8.55/0.76/0.61亿元，同比增长2.21%/-11.91%/-19.80%，业绩符合市场预期。

分析判断:

我们分析，Q3收入保持增长得益于线上稳健。Q3单季实现收入8.55亿元，同比增长2.21%，相较Q2增速提升(Q2收入8.36亿元、同比下降7.25%)；相较同业收入Q3下滑来看，公司能够保持增长得益于线上占比高且维持增长，受益于公司推进大单品战略。

Q3毛利率提升，但费用率提升导致净利率下降。22Q3公司毛利率/净利率为40.46%/8.84%、同比上升1.49/-1.41PCT；Q3净利率下降主要由于费用率提升，Q3销售/管理/研发/财务费用率分别为23.95%/5.31%/2.18%/-0.63%、同比提高3.62/0.81/0.39/-0.36PCT，其他收益/收入为0.07%、同比下降0.54PCT，投资净收益/收入为0.01%、同比下降0.09PCT，公允价值变动净收益/收入为0.46%、同比提升0.57PCT，(资产+信用减值损失)/收入为0.02%、同比改善0.8PCT。

存货金额、周转天数提升。2022Q3末公司存货为11.50亿元、同比增长4.69%、环比Q2增长4.64%，存货周转天数为182.16天，同比增加18.1天；应收账款2.33亿元、同比增长2.45%，应收账款周转天数为24.31天、同比下降3.93天；应付账款2.89亿元、同比增长8.61%，应付账款周转天数50.87天、同比下降6.44天。

投资建议

我们分析，尽管行业面临疫情扰动，但线上占比高使得公司相较同业收入保持稳健，而净利端增长不及收入端主要由于公司保持了高投入，并基于聚焦被芯战略、每个季度推出大单品战略。未来公司将在线上主打性价比及年轻化，线下注重品质和店铺升级。考虑Q4线下仍受疫情扰动，下调22/23/24年收入41.49/47/53.52亿元至39.45/42.78/48.68亿元，调整22/23/24年归母净利3.58/4.09/4.34亿元至3.46/3.97/4.76亿元，22/23/24年EPS1.34/1.54/1.63元至1.30/1.49/1.79元，2022年10月28日收盘价12.08元对应PE分别为9/8/7X，维持“买入”评级。

风险提示

疫情发展的不确定性、库存积压的风险、开店不及预期、系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,035	3,799	3,945	4,278	4,868
YoY (%)	1.1%	25.2%	3.8%	8.4%	13.8%

归母净利润(百万元)	275	386	346	397	476
YoY (%)	-13.0%	40.6%	-10.3%	14.7%	20.0%
毛利率 (%)	35.3%	38.0%	38.3%	38.6%	38.1%
每股收益 (元)	1.03	1.45	1.30	1.49	1.79
ROE	11.6%	14.6%	11.6%	11.7%	12.3%
市盈率	13.49	9.60	9.31	8.12	6.76

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,799	3,945	4,278	4,868	净利润	386	346	397	476
YoY (%)	25.2%	3.8%	8.4%	13.8%	折旧和摊销	110	47	50	52
营业成本	2,357	2,435	2,629	3,015	营运资金变动	-38	-70	-26	-60
营业税金及附加	18	17	17	14	经营活动现金流	464	335	433	481
销售费用	754	781	827	881	资本开支	-62	-48	-52	-58
管理费用	152	256	285	337	投资	-100	-211	-275	-262
财务费用	-11	-25	-27	-31	投资活动现金流	-155	-255	-323	-315
资产减值损失	-16	-17	-18	-19	股权募资	0	0	0	0
投资收益	1	4	4	5	债务募资	0	0	0	0
营业利润	457	416	477	572	筹资活动现金流	-153	0	0	0
营业外收支	19	1	1	1	现金净流量	156	80	109	165
利润总额	476	417	478	574	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	90	71	81	98	成长能力 (%)				
净利润	386	346	397	476	营业收入增长率	25.2%	3.8%	8.4%	13.8%
归属于母公司净利润	386	346	397	476	净利润增长率	40.6%	-10.3%	14.7%	20.0%
YoY (%)	40.6%	-10.3%	14.7%	20.0%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.45	1.30	1.49	1.79	毛利率	38.0%	38.3%	38.6%	38.1%
					净利率	10.2%	8.8%	9.3%	9.8%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	11.1%	8.9%	9.2%	9.7%
货币资金	1,171	1,250	1,360	1,525	净资产收益率 ROE	14.6%	11.6%	11.7%	12.3%
预付款项	31	85	87	93	偿债能力 (%)				
存货	931	901	936	1,033	流动比率	3.76	4.00	4.27	4.38
其他流动资产	586	881	1,185	1,497	速动比率	2.43	2.74	3.05	3.19
流动资产合计	2,719	3,118	3,567	4,149	现金比率	1.62	1.61	1.63	1.61
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	24.1%	23.0%	21.9%	21.6%
固定资产	423	429	437	447	经营效率 (%)				
无形资产	125	122	118	114	总资产周转率	1.09	1.02	0.99	0.99
非流动资产合计	756	757	761	768	每股指标 (元)				
资产合计	3,474	3,875	4,329	4,917	每股收益	1.45	1.30	1.49	1.79
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	9.89	11.19	12.67	14.46
应付账款及票据	293	434	468	537	每股经营现金流	1.74	1.26	1.62	1.80
其他流动负债	431	345	367	410	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	724	779	836	947	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	9.60	9.31	8.12	6.76
其他长期负债	113	113	113	113	PB	1.70	1.08	0.95	0.84
非流动负债合计	113	113	113	113					
负债合计	837	892	949	1,061					
股本	267	267	267	267					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	2,637	2,983	3,380	3,856					
负债和股东权益合计	3,474	3,875	4,329	4,917					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015 年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。