

水星家纺 (603365)

2022 年三季度报点评: Q3 收入环比改善, 产品结构调整促毛利率提升

买入 (维持)

| 盈利预测与估值 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 (百万元) | 3,799 | 3,595 | 4,148 | 4,780 |
| 同比 | 25% | -5% | 15% | 15% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 386 | 293 | 367 | 434 |
| 同比 | 41% | -24% | 25% | 18% |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 1.45 | 1.10 | 1.38 | 1.63 |
| P/E (现价&最新股本摊薄) | 8.60 | 11.34 | 9.04 | 7.65 |

#业绩符合预期

投资要点

- **公司公布 2022 年三季度报:** 2022 年前三季度营收 24.98 亿元/yoy+1.69%、归母净利润 1.83 亿元/yoy-27.01%。分季度看, 22Q1/Q2/Q3 营收分别同比+12.32%/-7.25%/+2.21%, 归母净利润分别同比+7.36%/-73.95%/-11.91%。Q3 疫情整体影响减轻、公司收入增速回暖转正、环比改善, 利润端出现下滑主因期间费用率同比+4.46pct 至 30.82%。
- **线上收入稳步增长, 线下压力仍存、持续进行品牌升级。** 22 年前三季度线上表现较好、实现双位数增长, 线下受疫情影响较大、呈双位数下滑、Q3 较 Q2 降幅收窄。1) **线上: 主流销售渠道经营稳定, 新兴渠道增速较快。** 公司持续以天猫、京东及唯品会为线上销售主流渠道、营收占比约 80%、其中京东增速较为靓丽, 同时发展抖音快手等新兴渠道, 公司抖音账号粉丝量超百万、已具备一定粉丝基础、22 年以来销量明显提升。2) **线下: 持续进行品牌升级, 探索新零售模式。** 从门店类型看, 前三季度加盟渠道受疫情影响相对较大、但环比降幅缩窄, 直营渠道相对稳健。从门店数量看, 公司基本完成 22 年开店 200 家的计划。公司持续进行线下产品提升和品牌升级, 9 月将水星家纺线下品牌升级为“水星 STARZHOMe”, 推出 Q4 爆款单品升级版鹅绒被, 引流效果显著, 并大力支持经销商运用云店小程序等新零售模式增加门店获客率及复购率。
- **电商提价推动 Q3 毛利率创新高, 销售费用率提升拖累净利率。** 1) **毛利率:** 22 年前三季度毛利率同比-0.37pct 至 38.25%, 分季度看 22Q1/Q2/Q3 毛利率分别为 38.14%/36.10%/40.46%, Q3 毛利率明显提升、创公司 2017 年以来单季毛利率新高, 主因 22 年以来公司对电商渠道进行产品结构调整、价格提升所致。2) **期间费用率:** 22 年前三季度期间费用率同比+3.94pct 至 30.32%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+3.27/+0.49/+0.25/-0.07pct 至 23.70%/4.94%/2.08%/-0.40%, 销售费用率提升较大主因广告宣传投放增加、费用率较高的电商渠道占比提升所致。3) **归母净利率:** 22 年前三季度归母净利率 7.31%/yoy-2.87pct, 主因期间费用率同比+3.94pct 至 30.32%、非经营性损益 (主要为政府补助) 同增 0.2 亿元。4) **存货:** 截至 22Q3 末存货 11.5 亿元/yoy+4.69%, 存货周转天数同比增加 18 天至 182 天。5) **现金流:** 22 年前三季度经营活动净现金流-1.37 亿元/yoy+6.68%, 截至 22Q3 末公司账上资金 5.41 亿元。
- **盈利预测与投资评级:** 公司为国内家纺龙头, 22H1 疫情扰动下线下受到较大影响、但较高的线上占比促收入仍保持正增长, Q3 疫情缓解后收入增速呈现环比改善、同时电商提价促整体毛利率实现近年较好水平, 但费用率提升对净利形成一定拖累。考虑 Q4 国内疫情多地频发影响公司销售、物流、同时公司面临 21Q4 高基数影响, 我们将 22-24 年归母净利润分别从 3.29/4.11/4.85 亿元下调至 2.93/3.67/4.34 亿元, EPS 分别为 1.10/1.38/1.63 元/股, 对应 PE 分别为 11/9/8X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 疫情恶化、经济疲软、费用控制不力等。

2022 年 10 月 28 日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

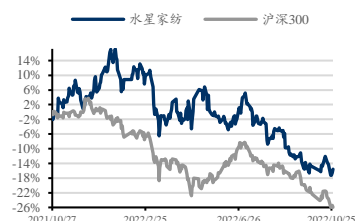
lijie@dwzq.com.cn

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) | 12.45 |
| 一年最低/最高价 | 12.06/18.26 |
| 市净率(倍) | 1.24 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 3,320.04 |
| 总市值(百万元) | 3,320.04 |

基础数据

| | |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 10.08 |
| 资产负债率(% ,LF) | 22.94 |
| 总股本(百万股) | 266.67 |
| 流通 A 股(百万股) | 266.67 |

相关研究

《水星家纺(603365): 2022 年中报点评: 线上拉动收入保持增长, 疫情扰动下净利承压》

2022-08-29

《水星家纺(603365): 2021 年报 & 2022 一季报点评: 21 年业绩超预期, 22Q1 保持增长》

2022-04-26

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) | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 流动资产 | 2,719 | 2,837 | 3,094 | 3,411 | 营业总收入 | 3,799 | 3,595 | 4,148 | 4,780 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 1,371 | 1,464 | 1,543 | 1,650 | 营业成本(含金融类) | 2,357 | 2,257 | 2,576 | 2,966 |
| 经营性应收款项 | 248 | 306 | 349 | 396 | 税金及附加 | 18 | 16 | 19 | 22 |
| 存货 | 931 | 920 | 1,053 | 1,214 | 销售费用 | 754 | 784 | 888 | 1,006 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 152 | 144 | 174 | 206 |
| 其他流动资产 | 169 | 148 | 149 | 152 | 研发费用 | 65 | 61 | 75 | 86 |
| 非流动资产 | 756 | 736 | 712 | 683 | 财务费用 | -11 | -18 | -19 | -20 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 加:其他收益 | 4 | 4 | 6 | 7 |
| 固定资产及使用权资产 | 543 | 525 | 504 | 480 | 投资净收益 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 4 | 4 | 4 | 4 | 公允价值变动 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 125 | 124 | 121 | 116 | 减值损失 | -18 | -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 | 28 | 28 | 28 | 28 | 营业利润 | 457 | 348 | 435 | 517 |
| 其他非流动资产 | 56 | 56 | 56 | 56 | 营业外净收支 | 19 | 14 | 18 | 18 |
| 资产总计 | 3,474 | 3,573 | 3,806 | 4,094 | 利润总额 | 476 | 362 | 453 | 535 |
| 流动负债 | 724 | 730 | 825 | 940 | 减:所得税 | 90 | 69 | 86 | 102 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 34 | 34 | 34 | 34 | 净利润 | 386 | 293 | 367 | 434 |
| 经营性应付款项 | 293 | 407 | 465 | 535 | 减:少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 合同负债 | 48 | 23 | 26 | 30 | 归属母公司净利润 | 386 | 293 | 367 | 434 |
| 其他流动负债 | 350 | 266 | 301 | 341 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 1.45 | 1.10 | 1.38 | 1.63 |
| 非流动负债 | 113 | 113 | 113 | 113 | EBIT | 440 | 333 | 416 | 495 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 549 | 409 | 496 | 580 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 37.95 | 37.23 | 37.88 | 37.96 |
| 租赁负债 | 81 | 81 | 81 | 81 | 归母净利率(%) | 10.16 | 8.15 | 8.85 | 9.07 |
| 其他非流动负债 | 32 | 32 | 32 | 32 | 收入增长率(%) | 25.19 | -5.39 | 15.39 | 15.25 |
| 负债合计 | 837 | 843 | 939 | 1,053 | 归母净利润增长率(%) | 40.55 | -24.10 | 25.39 | 18.11 |
| 归属母公司股东权益 | 2,637 | 2,730 | 2,867 | 3,041 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 2,637 | 2,730 | 2,867 | 3,041 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 3,474 | 3,573 | 3,806 | 4,094 | | | | | |

| 现金流量表(百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|------------|-------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 经营活动现金流 | 464 | 335 | 348 | 404 | 每股净资产(元) | 9.89 | 10.24 | 10.75 | 11.40 |
| 投资活动现金流 | -155 | -42 | -38 | -38 | 最新发行在外股份(百万股) | 267 | 267 | 267 | 267 |
| 筹资活动现金流 | -153 | -200 | -230 | -260 | ROIC(%) | 13.95 | 9.65 | 11.57 | 13.07 |
| 现金净增加额 | 156 | 93 | 80 | 106 | ROE-摊薄(%) | 14.63 | 10.73 | 12.81 | 14.26 |
| 折旧和摊销 | 110 | 76 | 80 | 84 | 资产负债率(%) | 24.10 | 23.60 | 24.66 | 25.73 |
| 资本开支 | -62 | -42 | -38 | -38 | P/E(现价&最新股本摊薄) | 8.60 | 11.34 | 9.04 | 7.65 |
| 营运资本变动 | -38 | 35 | -120 | -139 | P/B(现价) | 1.26 | 1.22 | 1.16 | 1.09 |

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

