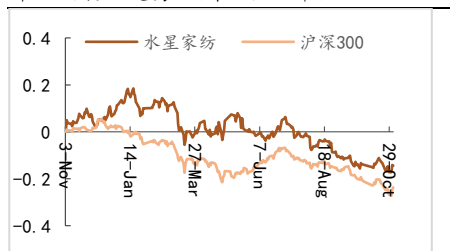


评级： 买入
核心观点

陈梦
首席分析师
SAC 执证编号: S0110521070002
chenmeng@sczq.com.cn
电话: 010-81152649

郭琦
研究助理
guoqi@sczq.com.cn
电话: 010-81152647

市场指数走势 (最近 1 年)


资料来源: 聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	12.48
一年内最高/最低价 (元)	17.76/11.88
市盈率 (当前)	15.74
市净率 (当前)	1.24
总股本 (亿股)	2.67
总市值 (亿元)	33.28

资料来源: 聚源数据

相关研究

- 水星家纺 (603365) 2022 年中报点评: 线上渠道增长稳健, 大单品策略助力销售提振

- **事件:** 公司发布 2022 年三季报, 2022Q1-Q3 实现营业收入 24.98 亿元, 同比+1.69%; 实现归母净利润 1.83 亿元, 同比-27.01%。

点评:

- **疫情影响下营收仍稳健增长, 线上渠道增势良好。**分季度来看, 22Q3 公司实现营收 8.55 亿元, 同比+2.21%; 实现归母净利润 7559 万元, 同比-11.91%。**分渠道来看,**直营渠道受益于加强营销推广力度及新零售业务拓展, 销售收入预计实现稳健增长; 加盟渠道受疫情冲击明显, 收入预计有所下滑, 但降幅预计较 Q2 收窄; 线上渠道持续优化产品结构, 以天猫/京东/唯品会为核心增长渠道, 持续布局抖音、快手等直播平台, 预计新兴电商平台表现亮眼, 多渠道发力下, 收入预计保持较快增长。
- **单季度毛利率改善, 费用率提升致净利率下滑。**从盈利能力来看, 公司 22Q1-Q3 毛利率同比-0.37pcts 至 38.25%, 销售/管理/财务/研发费用率分别同比+3.27/+0.49/-0.07/+0.25pcts 至 23.7%/4.94%/-0.4%/2.08%, 净利率同比-2.87pcts 至 7.31%。**单季度来看,**22Q3 公司毛利率同比+1.49pcts 至 40.46%, 毛利率水平提升主要由于公司优化产品结构取得成效。销售/管理/研发/财务费用率分别同比+3.62/+0.81/+0.4/-0.36pcts 至 23.95%/5.31%/2.18%/-0.63%。综合影响下, 净利率同比-1.41pct 至 8.84%。**从营运能力来看,**截至 22Q3 公司存货规模同比+4.69%至 11.5 亿元, 存货周转天数同比+18 天至 182 天, 应收账款周转天数同比-4 天至 24 天。
- **科研&营销加码带动核心品类增长, 被芯高端化升级带动品牌形象提升。**公司自 2020 年起聚焦“好被芯 选水星”品牌战略, 深耕被芯大单品, 加大研发和营销投入, 推动产品结构持续升级。2022 年, 公司推出的阿宅一体被、玻尿酸蚕丝被、蚕丝羽绒被、五谷纤维被、“3E”科技分区羽绒被等单品接连斩获多个国际奖项, 通过核心品类的高端化、功能性升级引领品牌向上, 并通过被芯产品引流, 带动全品类销量增长。
- **投资建议:** 公司是家纺行业龙头, 线上多渠道布局助力销售收入稳健增长, “好被芯”战略定位明确, 伴随产品力及品牌力持续提升, 业绩长期高质量增长可期。考虑到疫情影响持续, 我们下调盈利预测, 预计公司 22/23/24 年归母净利润分别为 3.0/3.9/4.5 亿元 (原预测值 3.5/4.5/5.4 亿元), 对应当前市值 PE 分别为 11/9/7X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 疫情影响零售环境, 渠道拓展不及预期, 市场竞争加剧。

盈利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
营收 (亿元)	37.99	38.71	42.91	47.14
营收增速 (%)	25.2%	1.9%	10.9%	9.9%
净利润 (亿元)	3.86	2.95	3.85	4.5
净利润增速 (%)	40.6%	-23.6%	30.8%	16.7%
EPS (元/股)	1.45	1.11	1.45	1.69
PE	9	11	9	7

资料来源: Wind, 首創證券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,719	2,836	3,066	3,374	经营活动现金流	464	111	468	412
现金	1,171	1,022	1,243	1,387	净利润	386	295	385	450
应收账款	217	269	303	343	折旧摊销	71	58	64	70
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	6	-7	-10	-10
预付账款	31	63	70	76	投资损失	-1	-9	-6	-6
存货	931	1,001	1,084	1,156	营运资金变动	3	-223	28	-97
其他	369	481	366	412	其它	-1	-2	6	6
非流动资产	755	867	963	1,043	投资活动现金流	-155	-170	-160	-150
长期投资	0	0	0	0	资本支出	-60	-176	-164	-154
固定资产	423	511	590	704	长期投资	0	0	0	0
无形资产	125	113	102	91	其他	-95	6	4	4
其他	203	197	193	190	筹资活动现金流	-153	-90	-87	-118
资产总计	3,474	3,703	4,029	4,417	短期借款	34	0	0	0
流动负债	724	792	866	958	长期借款	34	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	-81	46	68	221
应付账款	293	391	412	459	现金净增加额	156	-149	221	144
其他	83	83	83	83					
非流动负债	113	113	113	113	主要财务比率	2021	2022E	2023E	2024E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	113	113	113	113	营业收入	25.2%	1.9%	10.9%	9.9%
负债合计	837	905	979	1,071	营业利润	55.8%	-24.6%	32.5%	17.6%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	40.6%	-23.6%	30.8%	16.7%
归属母公司股东权益	2,637	2,798	3,050	3,346	获利能力				
负债和股东权益	3,474	3,703	4,029	4,417	毛利率	38.0%	37.5%	37.9%	38.3%
					净利率	10.2%	7.6%	9.0%	9.5%
					ROE	14.6%	10.5%	12.6%	13.4%
					ROIC	16.7%	11.8%	14.2%	15.3%
利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	偿债能力				
营业收入	3,799	3,871	4,291	4,714	资产负债率	24.1%	24.4%	24.3%	24.2%
营业成本	2,357	2,418	2,663	2,911	净负债比率	5.6%	5.3%	4.8%	4.4%
营业税金及附加	18	18	19	21	流动比率	3.8	3.6	3.5	3.5
营业费用	754	852	893	966	速动比率	2.5	2.3	2.3	2.3
研发费用	65	77	86	94	营运能力				
管理费用	152	163	176	193	总资产周转率	1.1	1.0	1.1	1.1
财务费用	-11	-7	-10	-10	应收账款周转率	15.1	15.9	15.0	14.6
资产减值损失	-16	-16	-15	-10	应付账款周转率	7.1	7.1	6.6	6.7
公允价值变动收益	6	8	5	5	每股指标(元)				
投资净收益	1	1	1	1	每股收益	1.45	1.11	1.45	1.69
营业利润	457	345	456	537	每股经营现金	1.74	0.42	1.75	1.54
营业外收入	21	20	21	20	每股净资产	9.89	10.49	11.44	12.55
营业外支出	2	2	2	2	估值比率				
利润总额	476	363	475	555	P/E	9	11	9	7
所得税	90	68	90	105	P/B	1	1	1	1
净利润	386	295	385	450					
少数股东损益	0	0	0	0					
归属母公司净利润	386	295	385	450					
EBITDA	536	415	530	614					
EPS (元)	1.45	1.11	1.45	1.69					

分析师简介

陈梦，轻工纺服与家电行业首席分析师，北京大学硕士，曾就职民生证券、华创证券，2021年7月加入首创证券。十三届卖方分析师水晶球入围；十四届卖方分析师水晶球第五名；十八届新财富最佳分析师入围。

郭琦，纺织服装行业研究助理，美国波士顿大学金融数学硕士，2021年6月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地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，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现