

# 水星家纺（603365）

证券研究报告

2024年03月30日

## 发布限制性股票计划（草案），指引成长节奏

### 发布 2024 年限制性股票激励计划（草案）

激励计划拟授予限制性股票 471 万股，约占股本总额的 1.79%；涉及股票来源为公司从二级市场回购的 A 股普通股。计划激励对象为 71 人，包括公司董事、高级管理人员及核心技术（业务）人员。

本次限制性股票的授予价格为每股 8.16 元，接近公告前 1 个交易日股票交易收盘价的 50%；激励对象所获授限制性股票的限售期为限制性股票授予登记完成之日起 12 个月、24 个月、36 个月；对应解锁 40%、30%、30%。

业绩考核指标为：**第一个解除限售期（2024 年）：以 2023 年净利润为基数，2024 年净利润增长率：（目标值）6%（触发值）4%；**

**第二个解除限售期（2024~2025 年）：2024 年和 2025 年两年合计净利润相对 2023 年增长率：（目标值）118.36%（触发值）112.16%；**

**第三个解除限售期（2024~2026 年）：2024 年、2025 年和 2026 年三年合计净利润相对 2023 年增长率：（目标值）237.46%（触发值）224.65%；**

假设授予日为 2024 年 5 月初，预计激励计划授予的限制性股票对各期会计成本的影响共计 3919 万元，其中 2024-2027 年分别为 1698 万元、1502 万元、588 万元以及 131 万元。

本次股权激励完善公司治理结构，健全长效激励约束机制，有望吸引和留住优秀人才，充分调动其积极性和创造性，有效提升核心团队凝聚力和企业核心竞争力，促进公司发展战略和经营目标的实现。

### 竞争力明确，产品+渠道加持赋能

**大单品策略：**公司在产品结构上不断升级，延续“大单品策略”，敏锐洞察市场流行趋势，根据市场情况适时推出新品，占领不同市场；

**线下渠道中，**公司建立商品内容化、服务商品化、营销全域化的持续发展体系；**线上渠道中，**强化线上品牌宣传，并充分发挥电商团队极强的开拓能力、专业的运营能力及灵活的应变能力，提升公司在传统电商平台的市场占有率，同时积极尝试、布局新平台，发展新兴增长点。

### 维持盈利预测，维持“买入”评级

公司在品牌价值传播、双线渠道建设、产品创新研发、供应链优化、团队和文化建设等方面持续创新、积累，取得显著的行业领先优势，核心竞争力不断得到强化和提高。预计公司 23-25 年归母净利润 3.81/4.31/4.96 亿元，EPS 分别为 1.45/1.64/1.89 元/股，对应 PE 分别为 12/10/9X。

**风险提示：**宏观经济波动而影响家纺行业景气度的风险；市场竞争加剧的风险；未能及时洞见消费者需求趋势变化的风险；激励计划实施不及预期风险等。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,799.31	3,663.75	4,075.19	4,570.33	5,178.64
增长率(%)	25.19	(3.57)	11.23	12.15	13.31
EBITDA(百万元)	588.06	446.68	458.82	519.93	597.07
归属母公司净利润(百万元)	385.87	278.26	381.28	431.31	496.44
增长率(%)	40.55	(27.89)	37.03	13.12	15.10
EPS(元/股)	1.47	1.06	1.45	1.64	1.89
市盈率(P/E)	11.50	15.95	11.64	10.29	8.94
市净率(P/B)	1.68	1.60	1.49	1.39	1.30
市销率(P/S)	1.17	1.21	1.09	0.97	0.86
EV/EBITDA	4.86	4.47	5.69	4.91	4.07

### 投资评级

行业	纺织服饰/服装家纺
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	16.89 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	262.73
流通 A 股股本(百万股)	262.73
A 股总市值(百万元)	4,437.57
流通 A 股市值(百万元)	4,437.57
每股净资产(元)	10.67
资产负债率(%)	19.57
一年内最高/最低(元)	17.89/12.91

### 作者

孙海洋 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518070004  
sunhaiyang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《水星家纺-公司点评:拟发行可转债 10 亿,扩大产能增强仓储》2023-12-11
- 《水星家纺-季报点评:全渠道协同增长,盈利能力稳步提升》2023-11-01
- 《水星家纺-半年报点评:线上及加盟销售增长,打造人气单品提升连带销售》2023-09-04

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,170.64	1,163.50	1,545.40	1,593.85	1,755.65	营业收入	3,799.31	3,663.75	4,075.19	4,570.33	5,178.64
应收票据及应收账款	216.70	344.77	253.90	278.07	324.70	营业成本	2,357.34	2,245.88	2,467.53	2,800.24	3,117.02
预付账款	31.08	39.95	77.11	39.64	85.83	营业税金及附加	17.94	29.25	24.45	22.85	25.89
存货	930.71	1,020.65	931.67	1,307.78	1,198.38	销售费用	754.02	855.16	841.13	972.38	1,126.48
其他	282.43	246.52	180.77	205.80	171.27	管理费用	152.07	172.98	182.98	201.31	235.04
<b>流动资产合计</b>	<b>2,631.57</b>	<b>2,815.39</b>	<b>2,988.86</b>	<b>3,425.15</b>	<b>3,535.83</b>	研发费用	65.21	71.65	78.50	85.29	99.22
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(11.00)	(13.73)	(12.25)	(12.33)	(12.77)
固定资产	423.47	394.71	397.94	420.52	441.72	资产/信用减值损失	(16.09)	(26.72)	7.70	11.87	11.87
在建工程	3.61	4.23	38.54	71.12	72.67	公允价值变动收益	5.71	8.62	(56.75)	(2.50)	(16.50)
无形资产	125.43	118.74	111.52	104.30	97.09	投资净收益	0.81	0.97	13.00	14.00	16.00
其他	203.15	202.55	162.39	169.52	167.52	其他	16.20	23.99	87.49	(23.00)	1.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>755.65</b>	<b>720.22</b>	<b>710.39</b>	<b>765.47</b>	<b>779.00</b>	<b>营业利润</b>	<b>457.10</b>	<b>295.70</b>	<b>441.40</b>	<b>500.22</b>	<b>575.37</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,474.35</b>	<b>3,535.62</b>	<b>3,728.28</b>	<b>4,229.34</b>	<b>4,337.42</b>	营业外收入	20.85	37.79	13.00	15.00	17.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	2.03	2.07	0.49	0.53	0.31
应付票据及应付账款	292.52	343.57	321.35	536.31	442.75	<b>利润总额</b>	<b>475.93</b>	<b>331.42</b>	<b>453.91</b>	<b>514.69</b>	<b>592.06</b>
其他	431.44	336.97	357.41	405.64	385.17	所得税	90.05	53.17	72.63	83.38	95.62
<b>流动负债合计</b>	<b>723.96</b>	<b>680.54</b>	<b>678.76</b>	<b>941.96</b>	<b>827.92</b>	<b>净利润</b>	<b>385.87</b>	<b>278.26</b>	<b>381.28</b>	<b>431.31</b>	<b>496.44</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>385.87</b>	<b>278.26</b>	<b>381.28</b>	<b>431.31</b>	<b>496.44</b>
其他	113.42	87.84	74.14	91.80	84.59	每股收益(元)	1.47	1.06	1.45	1.64	1.89
<b>非流动负债合计</b>	<b>113.42</b>	<b>87.84</b>	<b>74.14</b>	<b>91.80</b>	<b>84.59</b>						
<b>负债合计</b>	<b>837.38</b>	<b>768.38</b>	<b>752.90</b>	<b>1,033.76</b>	<b>912.52</b>						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>主要财务比率</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
股本	266.67	266.67	262.73	262.73	262.73	<b>成长能力</b>					
资本公积	895.17	895.17	864.69	864.69	864.69	营业收入	25.19%	-3.57%	11.23%	12.15%	13.31%
留存收益	2,392.99	2,538.65	2,712.65	2,932.85	3,162.17	营业利润	55.80%	-35.31%	49.27%	13.33%	15.02%
其他	(917.86)	(933.26)	(864.69)	(864.69)	(864.69)	归属于母公司净利润	40.55%	-27.89%	37.03%	13.12%	15.10%
<b>股东权益合计</b>	<b>2,636.97</b>	<b>2,767.23</b>	<b>2,975.38</b>	<b>3,195.58</b>	<b>3,424.90</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,474.35</b>	<b>3,535.62</b>	<b>3,728.28</b>	<b>4,229.34</b>	<b>4,337.42</b>	毛利率	37.95%	38.70%	39.45%	38.73%	39.81%
						净利率	10.16%	7.59%	9.36%	9.44%	9.59%
						ROE	14.63%	10.06%	12.81%	13.50%	14.50%
						ROIC	33.47%	23.45%	28.45%	35.62%	35.92%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	24.10%	21.73%	20.19%	24.44%	21.04%
						净负债率	-43.11%	-40.73%	-51.15%	-48.90%	-50.38%
						流动比率	3.76	4.14	4.45	3.68	4.30
						速动比率	2.47	2.64	3.07	2.29	2.85
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	15.11	13.05	13.61	17.18	17.18
						存货周转率	4.57	3.76	4.17	4.08	4.13
						总资产周转率	1.17	1.05	1.12	1.15	1.21
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	1.47	1.06	1.45	1.64	1.89
						每股经营现金流	1.77	0.40	1.97	1.18	1.53
						每股净资产	10.04	10.53	11.32	12.16	13.04
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	11.50	15.95	11.64	10.29	8.94
						市净率	1.68	1.60	1.49	1.39	1.30
						EV/EBITDA	4.86	4.47	5.69	4.91	4.07
						EV/EBIT	5.29	5.04	6.08	5.24	4.31

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com