

# 水星家纺（603365）

## 发布年内第二次回购计划，彰显发展信心

买入（维持）

2024年09月19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   | 4316   | 4747   | 5221   |
| 同比（%）         | (3.57)  | 14.93  | 2.50   | 9.99   | 9.99   |
| 归母净利润（百万元）    | 278.26  | 379.08 | 374.17 | 422.33 | 471.37 |
| 同比（%）         | (27.89) | 36.23  | (1.30) | 12.87  | 11.61  |
| EPS-最新摊薄（元/股） | 1.06    | 1.44   | 1.42   | 1.61   | 1.79   |
| P/E（现价&最新摊薄）  | 10.36   | 7.60   | 7.70   | 6.82   | 6.11   |

### 股价走势



### 投资要点

- **2024年9月18日公司发布年内第二次股份回购计划公告：**为维护公司价值及股东权益，公司计划使用5,000-7,500万元自有资金以集中竞价交易方式回购公司股份，回购期限为董事会审议通过后3个月内，回购价格不超过18.26元/股（2024/9/18公司收盘价10.97元/股），以回购上限价格18.26元/股计算，回购股份占公司总股本1.04%-1.56%，回购股份将在披露回购结果后3年内出售、若未完成出售将注销。该回购计划为公司2024年以来的第二次回购计划，2024年1月20日公司曾披露回购计划（回购资金5,000-7,500万元）、回购股份用于员工持股计划/股权激励，4月26日完成回购467万股、占总股本的1.78%。
- **2024年4月公司公布限制性股票激励计划。**2024年4月30日公司以1-4月期间回购的467万股股份进行股权激励，激励对象为董事王彦会（获授30万股）、财务总监孙子刚（获授8万股）、董事会秘书田怡（获授6万股）及67名核心技术（业务）人员，授予价格8.16元/股。限制性股票解除限售期对应的考核区间为2024-2026年三个会计年度，三年的考核目标分别为以2023年扣非归母净利润为基数：1）2024年增幅触发值/目标值分别为4%/6%，2）2024和2025年合计扣非净利增幅触发值/目标值分别为118.36%/112.16%，3）2024、2025、2026年合计扣非净利增幅触发值/目标值分别为224.65%/237.46%，以上对应2024/2025/2026年扣非归母净利润同比增速触发值/目标值均分别为4%/6%，触发值、目标值对应的解除限售比例分别为60%、100%。
- **股东提前终止减持计划、主要管理层及股东短期内无减持计划，均体现管理层及股东对公司未来发展充满信心。**1）**股东提前终止减持计划：**2024年09月11日，公司发布股东提前终止减持计划公告，06/06-09/11期间公司董事李道想等四位股东均未减持公司股份，同时基于对公司持续稳定发展的信心和对公司价值的合理判断，四位股东决定提前终止减持计划。2）**主要管理层及股东短期内无减持计划：**9月12日，公司向董监高、控股股东、实际控制人及一致行动人、持股5%以上的股东发出问询函，问询在公司第五届董事会第十七次会议结束后未来3个月、未来6个月是否存在减持计划，上述相关人员均回复不存在减持计划。我们认为上述举动均体现管理层对公司未来发展的信心。
- **24H1公司主业业绩表现稳健，下半年有望加强控费提升净利率。**24H1国内消费疲软，公司主业业绩仍保持平稳发展，24H1营收18.06亿元/yoy+0.52%，归母净利润1.46亿元/yoy-13.89%（24H1政府补助同比减少2898万元），扣非归母净利润1.32亿元/yoy-2.72%，若剔除股权激励费用（24H1为519万元，23H1不存在该费用）影响，24H1扣非归母净利润较23H1持平略增，体现公司作为国内家纺行业龙头，主业经营具有较强的稳健性。考虑终端消费环境偏弱，公司预计下半年加强费用管控、降本增效，促进净利率水平回升。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持公司24-26年归母净利润3.74/4.22/4.71亿元的预测，对应24-26年PE分别为8/7/6X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**终端消费持续低迷，开店不及预期，竞争加剧。

### 市场数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元)      | 10.97       |
| 一年最低/最高价    | 10.73/19.90 |
| 市净率(倍)      | 1.03        |
| 流通A股市值(百万元) | 2,830.96    |
| 总市值(百万元)    | 2,882.19    |

### 基础数据

|             |        |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 10.63  |
| 资产负债率(%，LF) | 23.17  |
| 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)：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(603365)：23年三季报点评：收入保持双位数增长，盈利水平回升》  
2023-11-03

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>3,044</b> | <b>3,241</b> | <b>3,470</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>4,211</b> | <b>4,316</b> | <b>4,747</b> | <b>5,221</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 1,487        | 1,487        | 1,551        | 1,631        | 营业成本(含金融类)      | 2,525        | 2,561        | 2,817        | 3,098        |
| 经营性应收款项          | 412          | 437          | 480          | 528          | 税金及附加           | 27           | 30           | 33           | 37           |
| 存货               | 962          | 976          | 1,058        | 1,149        | 销售费用            | 1,015        | 1,057        | 1,149        | 1,253        |
| 合同资产             | 0            | 0            | 0            | 0            | 管理费用            | 181          | 194          | 214          | 235          |
| 其他流动资产           | 144          | 144          | 153          | 162          | 研发费用            | 78           | 80           | 88           | 97           |
| <b>非流动资产</b>     | <b>641</b>   | <b>705</b>   | <b>722</b>   | <b>732</b>   | 财务费用            | (19)         | (22)         | (22)         | (23)         |
| 长期股权投资           | 0            | 0            | 0            | 0            | 加:其他收益          | 16           | 13           | 14           | 16           |
| 固定资产及使用权资产       | 431          | 476          | 497          | 513          | 投资净收益           | 1            | 1            | 1            | 2            |
| 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            | 3            |
| 长期待摊费用           | 26           | 26           | 26           | 26           | <b>营业利润</b>     | <b>407</b>   | <b>411</b>   | <b>469</b>   | <b>527</b>   |
| 其他非流动资产          | 72           | 95           | 95           | 95           | 营业外净收支          | 44           | 34           | 34           | 34           |
| <b>资产总计</b>      | <b>3,647</b> | <b>3,749</b> | <b>3,963</b> | <b>4,202</b> | <b>利润总额</b>     | <b>451</b>   | <b>445</b>   | <b>503</b>   | <b>561</b>   |
| <b>流动负债</b>      | <b>649</b>   | <b>640</b>   | <b>695</b>   | <b>757</b>   | 减:所得税           | 71           | 71           | 80           | 90           |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 39           | 36           | 36           | 36           | <b>净利润</b>      | <b>379</b>   | <b>374</b>   | <b>422</b>   | <b>471</b>   |
| 经营性应付款项          | 293          | 285          | 313          | 344          | 减:少数股东损益        | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 合同负债             | 34           | 22           | 24           | 26           | <b>归属母公司净利润</b> | <b>379</b>   | <b>374</b>   | <b>422</b>   | <b>471</b>   |
| 其他流动负债           | 283          | 298          | 323          | 351          | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 1.44         | 1.42         | 1.61         | 1.79         |
| 非流动负债            | 53           | 52           | 52           | 52           | EBIT            | 378          | 423          | 481          | 538          |
| 长期借款             | 0            | 0            | 0            | 0            | EBITDA          | 485          | 495          | 570          | 634          |
| 应付债券             | 0            | 0            | 0            | 0            | 毛利率(%)          | 40.04        | 40.65        | 40.66        | 40.66        |
| 租赁负债             | 33           | 33           | 33           | 33           | 归母净利率(%)        | 9.00         | 8.67         | 8.90         | 9.03         |
| 其他非流动负债          | 20           | 19           | 19           | 19           | 收入增长率(%)        | 14.93        | 2.50         | 9.99         | 9.99         |
| <b>负债合计</b>      | <b>702</b>   | <b>692</b>   | <b>747</b>   | <b>809</b>   | 归母净利润增长率(%)     | 36.23        | (1.30)       | 12.87        | 11.61        |
| 归属母公司股东权益        | 2,945        | 3,057        | 3,216        | 3,393        |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益           | 0            | 0            | 0            | 0            |                 |              |              |              |              |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>2,945</b> | <b>3,057</b> | <b>3,216</b> | <b>3,393</b> |                 |              |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>3,647</b> | <b>3,749</b> | <b>3,963</b> | <b>4,202</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   | 350   | 397   | 442   | 每股净资产(元)        | 11.21 | 11.64 | 12.24 | 12.91 |
| 投资活动现金流     | (298) | (84)  | (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) | (267) | (264) | (294) | ROIC(%)         | 10.81 | 11.58 | 12.60 | 13.39 |
| 现金净增加额      | (41)  | (1)   | 65    | 80    | ROE-摊薄(%)       | 12.87 | 12.24 | 13.13 | 13.89 |
| 折旧和摊销       | 107   | 71    | 89    | 96    | 资产负债率(%)        | 19.26 | 18.45 | 18.86 | 19.24 |
| 资本开支        | (31)  | (76)  | (70)  | (69)  | P/E (现价&最新股本摊薄) | 7.60  | 7.70  | 6.82  | 6.11  |
| 营运资本变动      | (11)  | (65)  | (96)  | (105) | P/B (现价)        | 0.98  | 0.94  | 0.90  | 0.85  |

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>