

纺织服饰

2025 年 05 月 05 日

水星家纺 (603365)

——24 年达成股权激励考核目标，25Q1 营收平稳增长

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- 公司发布 24 年报及 25 年一季报，24 年利润端超预期。1) 24 年营收 41.9 亿元 (同比-0.4%)，归母净利润 3.67 亿元 (同比-3.3%)，扣非归母净利润 3.33 亿元 (同比+1.77%)，达成股权激励考核目标。其中，24Q4 营收 15.1 亿元 (同比+3.7%)，归母净利润 1.57 亿元 (同比+23.6%)，在家纺国补政策刺激之下，旺季盈利能力大增。2) 25Q1 营收 9.3 亿元 (同比+1.2%)，归母净利润 0.90 亿元 (同比-3.8%)，扣非归母净利润 0.76 亿元 (同比-9.8%)，主要系上年同期冷冬造成业绩较高基数。3) 24 年度计划派发红利 0.9 元/股，现金分红总额 2.33 亿元，分红比例 63.6%，对应 4/30 股价的静态股息率 5.6%。此外，24 年度还实施股份回购金额高达 1.22 亿元，大力维护公司投资价值。
- 毛利率延续扩张，一旦费用率改善，盈利能力存在向上弹性。1) 24 年毛利率 41.4% (同比+1.4pct)，期间费用率 30.7% (同比+0.9pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.32/+0.17/+0.11/+0.29pct，均总体稳定，最终归母净利率 8.7% (同比-0.3pct)。2) 25Q1 毛利率 43.9% (同比+2.5pct)，期间费用率 33.8% (同比+4.1pct)，其中销售费用率 26.4% (同比+3.1pct)，最终归母净利率 9.7% (同比-0.5pct)。
- 运营能力保持出色，经营现金流平稳强劲。24 年末存货 10.1 亿元 (同比+5.2%)，存货周转天数 145 天 (同比+3 天)，小幅增加，但依旧稳定。24 年经营现金流净额 5.2 亿元 (同比+4.6%)，远高于净利润规模，体现出出色的盈利质量。25Q1 期末存货 10.8 亿元 (环比+0.7 亿元)，经营性现金流净流出 0.7 亿元，主要系业务季节性原因所致。
- 分渠道看，电商毛利率大增，团购业务高速增长。1) 线上：24 年电商营收 23.0 亿元 (同比-3.8%)，贡献主营占比 55%，毛利率 43% (同比+3.2pct)，线上高品质家纺消费增多，驱动盈利能力较大提升。2) 线下：24 年加盟营收 13.3 亿元 (同比+1.5%)，贡献主营占比 32%，毛利率 37.4% (同比-0.5pct)，加盟系统具备韧性；直营营收 3.3 亿元 (同比-6.5%)，贡献主营占比 8%，毛利率 52.9% (同比-1.1pct)；含团购在内的其他渠道营收 2.3 亿元 (同比+50.4%)，毛利率 34% (同比+1pct)。
- 高性价比科技家纺品牌，契合当下务实消费主义升温趋势，维持“买入”评级。考虑家纺国补政策对电商渠道销售拉动弹性更大，我们主要上调公司 25 年电商营收增速，因此上调 25 年、维持 26 年、新增 27 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利润 4.0/4.3/4.7 亿元 (原 25 年为 3.8 亿元)，对应 PE 为 11/10/9 倍。参照可比家纺公司平均 PE 估值，给予 25 年 14 倍 PE，目标市值 54 亿元，较 4/30 总市值有 28% 上涨空间，维持“买入”评级。
- 风险提示：国内零售恢复低于预期；行业竞争加剧；电商红利衰退。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	4,193	926	4,613	5,077	5,596
同比增长率 (%)	-0.4	1.2	10.0	10.1	10.2
归母净利润 (百万元)	367	90	396	431	467
同比增长率 (%)	-3.3	-3.8	8.0	8.9	8.5
每股收益 (元/股)	1.40	0.34	1.51	1.64	1.78
毛利率 (%)	41.4	43.9	41.8	42.1	42.4
ROE (%)	12.3	2.9	12.6	12.9	13.2
市盈率	12		11	10	9

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据：2025 年 04 月 30 日

收盘价 (元)	16.16
一年内最高/最低 (元)	19.90/10.73
市净率	1.4
股息率 (分红/股价)	5.57
流通 A 股市值 (百万元)	4,170
上证指数/深证成指	3,279.03/9,899.82

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 03 月 31 日

每股净资产 (元)	11.71
资产负债率%	18.29
总股本/流通 A 股 (百万)	263/258
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《水星家纺 (603365) 点评：利润表现暂受零售环境拖累，旺季来临期待被芯起势》
2024/10/29《水星家纺 (603365) 点评：24H1 电商销售承压，逆境中扣非净利润小幅下滑》
2024/08/28

证券分析师

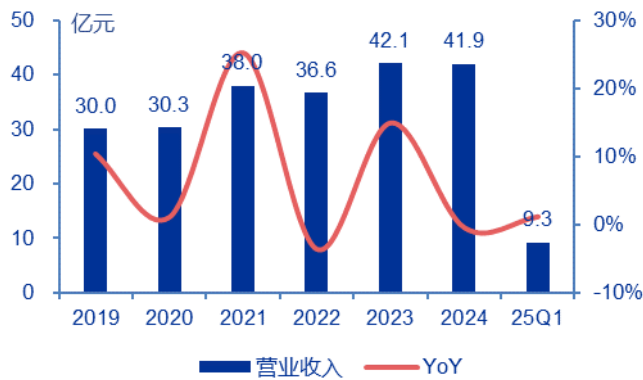
王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
求佳峰 A0230523060001
qiujf@swsresearch.com

联系人

求佳峰
(8621)23297818x
qiujf@swsresearch.com

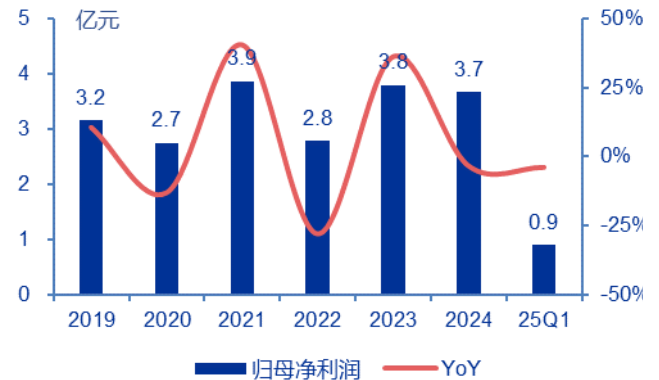
申万宏源研究微信服务号

图 1: 25Q1 营收同比增长 1.2%



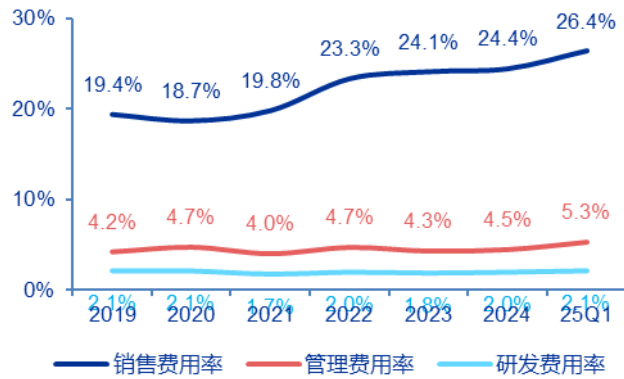
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2: 25Q1 归母净利润同比下滑 3.8%



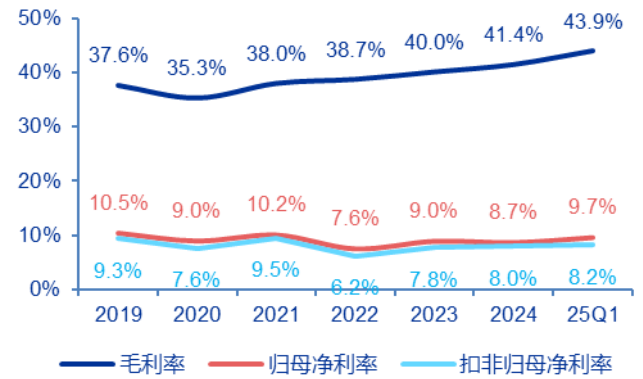
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3: 25Q1 销售费用率 26.4%，管理费用率 5.3%，研发费用率 2.1%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4: 25Q1 毛利率 43.9%，归母净利率 9.7%，扣非归母净利率 8.2%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 1: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	2025/4/30		归母净利润 (亿元)				PE			
		股价 (元)	总市值 (亿元)	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
002293.SZ	罗莱生活	9.03	75	4.3	5.2	6.0	6.6	17	14	13	11
002327.SZ	富安娜	7.78	65	5.4	5.0	5.4	5.8	12	13	12	11
平均值								15	14	12	11
603365.SH	水星家纺	16.16	42	3.7	4.0	4.3	4.7	12	11	10	9

资料来源：Wind，申万宏源研究；注：以上盈利预测均为申万宏源预测；港股股价、总市值货币单位为港元，归母净利润货币单位为人民币，计算 PE 时按即期汇率折算

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,211	4,193	4,613	5,077	5,596
其中: 营业收入	4,211	4,193	4,613	5,077	5,596
减: 营业成本	2,525	2,457	2,685	2,939	3,221
减: 税金及附加	27	30	33	37	40
主营业务利润	1,659	1,706	1,895	2,101	2,335
减: 销售费用	1,015	1,025	1,135	1,269	1,427
减: 管理费用	181	187	203	223	246
减: 研发费用	78	82	92	102	112
减: 财务费用	-19	-7	-6	-6	-8
经营性利润	404	419	471	513	558
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-1	3	-1	-1	-1
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-22	-26	-25	-25	-25
加: 投资收益及其他	17	21	16	16	16
营业利润	407	426	460	503	547
加: 营业外净收入	44	16	16	16	16
利润总额	451	443	477	519	563
减: 所得税	71	76	81	88	96
净利润	379	367	396	431	467
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	379	367	396	431	467

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。