

水星家纺(603365)

报告日期: 2025年05月05日

Q4 业绩迎来拐点, 25Q1 高基数上表现平稳

——水星家纺点评报告

投资要点

□ Q4 业绩迎来拐点, 25Q1 高基数上表现稳健

2024 年实现收入 41.93 亿元 (同比-0.4%), 归母净利润 3.67 亿元 (同比-3.3%), 扣非后归母净利润 3.33 亿元 (同比+1.8%)。趋势来看, 24Q1 表现领跑行业, Q2、Q3 销售承压, Q4 在家纺补贴带动、公司持续发力大单品以及加强控费下, 收入回正的同时盈利能力大幅改善。

25Q1 实现收入 9.26 亿元 (同比+1.2%), 归母净利润 0.90 亿元 (同比-3.8%), 扣非后归母净利润 0.76 亿元 (同比-9.8%), 高基数上保持相对稳健。

24 年公司拟现金分红 2.33 亿元, 分红率 63.6%, 延续近年来 60%+ 水平, 当前股价对应股息率 5.5%。

□ 电商毛利率持续提升, 团购增幅亮眼

24 年电商收入 22.99 亿元 (同比-3.8%), 收入占比 54.8% (同比-1.9pp), 历史以来电商渠道首次出现下滑, 压力来自电商平台流量下滑及竞争加剧; 电商毛利率 43.0% (同比+3.2pp), 连续多年提升。

24 年加盟收入 13.33 亿元 (同比+1.5%), 毛利率 37.4% (同比-0.5pp); 直营收入 3.25 亿元 (同比-6.5%), 毛利率 52.9% (同比-1.1pp)。24 年净开门店 100+ 家, 25 年仍将净开店趋势。

24 年其他渠道收入 2.30 亿元 (同比+50.4%), 毛利率 34.0% (同比+1.0pp), 主要来自团购业务亮眼增长。

□ 25Q1 毛利率进一步提升, 营运情况健康

24 年整体毛利率 41.4% (同比+1.4pp), 净利率 8.7% (同比-0.3pp), 销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.3/+0.2/+0.1/+0.3pp, 费用控制整体稳定。24 年经营性现金流净额 5.16 亿元, 期末存货 10.12 亿元 (同比+5.2%), 应收账款 3.03 亿元 (同比-8.9%), 运营情况健康。

25Q1 毛利率 43.9% (同比+2.5pp), 公司通过产品升级、品牌提升、降本增效等持续提升毛利率; 净利率 9.7% (同比-0.5pp), 主要系股权激励股份支付费用同比增加影响, 剔除该影响后净利润同比为正增长。

□ 持续推进大单品策略及积极开店, 25 年展望积极

24Q4 以来, 随着多地家纺补贴对头部品牌、尤其是电商占比高的品牌起到明显带动, 同时公司自 24Q2 后积极调整运营策略, 优化大单品战略、精准投放不同产品, 尤其是加大科技或功能性产品的研发推广, 带动全品类销售。

25 年家纺补贴持续时间更长, 预计市场环境好于去年, 同时公司渠道上维持净开店趋势, 随着 Q2、Q3 基数下降, 业绩增速有望环比 Q1 提速。

□ 盈利预测与投资建议:

公司线下仍有开店及单店提升空间, 电商有望在行业调整期巩固扩大领先优势, 同时产品结构升级下, 毛利率仍在持续上行。

预计公司 25-27 年实现收入 44.2/46.6/49.0 亿元, 同比增长 5.3%/5.5%/5.1%; 实现归母净利润 3.8/4.0/4.2 亿元, 同比增长 3%/6%/5%, 对应 PE 11/11/10 倍, 公司长期增长稳健、分红率较高, 维持“买入”评级。

□ 风险提示: 电商平台竞争加剧; 原材料价格大幅波动; 区域家纺竞争加剧

投资评级: 买入(维持)

分析师: 马莉
 执业证书号: S1230520070002
 mali@stocke.com.cn

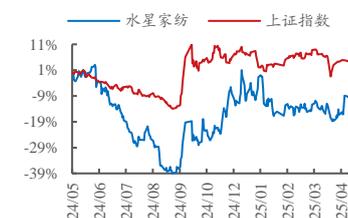
分析师: 詹陆雨
 执业证书号: S1230520070005
 zhanluyu@stocke.com.cn

分析师: 邹国强
 执业证书号: S1230523080010
 zouguoqiang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 16.16
总市值(百万元)	4,244.80
总股本(百万股)	262.67

股票走势图



相关报告

- 《Q3 控费取得成效, 净利润降幅环比收窄》2024.11.01
- 《毛利率持续提升, Q2 费用率短暂波动影响净利》2024.09.01
- 《Q1 超预期增长领跑家纺板块, 高股息延续》2024.05.05

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4193.3	4415.1	4656.7	4896.5
(+/-) (%)	-0.4%	5.3%	5.5%	5.1%
归母净利润	366.7	377.7	399.5	420.8
(+/-) (%)	-3.3%	3.0%	5.8%	5.3%
每股收益(元)	1.40	1.44	1.52	1.60
P/E	11.6	11.2	10.6	10.1

资料来源: 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,061	3,316	3,593	3,869
现金	894	1,132	1,307	1,543
交易性金融资产	451	471	491	511
应收账款	303	351	365	388
其它应收款	57	50	50	50
预付账款	51	49	69	69
存货	1,012	1,087	1,076	1,103
其他	292	176	234	205
非流动资产	743	824	947	1,062
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	421	552	676	792
无形资产	137	132	126	121
在建工程	27	27	27	27
其他	158	114	118	122
资产总计	3,803	4,141	4,540	4,931
流动负债	776	678	708	709
短期借款	50	50	50	50
应付款项	324	319	357	351
预收账款	0	0	0	0
其他	401	309	300	308
非流动负债	50	50	50	50
长期借款	9	0	0	0
其他	41	50	50	50
负债合计	826	728	758	759
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	2,978	3,413	3,782	4,172
负债和股东权益	3,803	4,141	4,540	4,931

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	516	260	383	393
净利润	367	378	399	421
折旧摊销	45	47	47	47
财务费用	3	(13)	(13)	(18)
投资损失	(4)	(3)	(3)	(4)
营运资金变动	29	(143)	(41)	(46)
其它	77	(7)	(6)	(7)
投资活动现金流	(441)	4	(177)	(126)
资本支出	157	170	170	170
长期投资	0	0	0	0
其他	(598)	(166)	(347)	(296)
筹资活动现金流	(305)	(26)	(30)	(31)
短期借款	50	50	50	50
长期借款	9	0	0	0
其他	(364)	(76)	(80)	(81)
现金净增加额	(230)	238	176	236

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,193	4,415	4,657	4,896
营业成本	2,457	2,572	2,704	2,833
营业税金及附加	30	32	33	35
营业费用	1,025	1,102	1,170	1,241
管理费用	187	199	210	220
研发费用	82	88	93	98
财务费用	(7)	(13)	(13)	(18)
资产减值损失	(26)	(25)	(24)	(25)
公允价值变动损益	9	7	8	8
投资净收益	6	3	3	4
其他经营收益	15	15	15	15
营业利润	426	436	462	488
营业外收支	16	15	14	14
利润总额	443	451	477	502
所得税	76	73	77	81
净利润	367	378	399	421
少数股东损益	(0)	0	0	0
归属母公司净利润	367	378	399	421
EBITDA	479	493	517	539
EPS (最新摊薄)	1.40	1.44	1.52	1.60

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-0.42%	5.29%	5.47%	5.15%
营业利润	4.81%	2.33%	6.02%	5.56%
归属母公司净利润	-3.28%	3.00%	5.77%	5.34%
获利能力				
毛利率	41.40%	41.76%	41.93%	42.14%
净利率	8.74%	8.55%	8.58%	8.59%
ROE	12.38%	11.82%	11.10%	10.58%
ROIC	11.23%	10.24%	9.78%	9.31%
偿债能力				
资产负债率	21.71%	17.58%	16.69%	15.39%
净负债比率	27.73%	21.33%	20.04%	18.19%
流动比率	3.95	4.89	5.08	5.46
速动比率	2.58	3.22	3.46	3.81
营运能力				
总资产周转率	1.13	1.11	1.07	1.03
应收账款周转率	13.19	13.50	13.00	13.00
应付账款周转率	7.96	8.00	8.00	8.00
每股指标(元)				
每股收益	1.40	1.44	1.52	1.60
每股经营现金	0.17	0.08	0.10	0.09
每股净资产	11.33	12.99	14.40	15.88
估值比率				
P/E	11.58	11.24	10.63	10.09
P/B	1.43	1.24	1.12	1.02
EV/EBITDA	7.12	6.42	5.77	5.11

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>