

2025年08月28日

大单品战略持续，销售费用率提升

水星家纺(603365)

评级:	买入	股票代码:	603365
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	21.87/10.73
目标价格:		总市值(亿)	46.54
最新收盘价:	17.72	自由流通市值(亿)	46.04
		自由流通股数(百万)	259.80

事件概述

25H1 公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 19.21/1.41/1.03/-0.67 亿元、同比增长 6.40%/-3.38%/-21.52%/-388.88%；25Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 9.95/0.51/0.27 亿元、同比增长 11.74%/-2.65%/-42.51%，净利下降主要由于电商加大投入、销售费用率提升。非经主要为政府补助 0.37 亿元（24H1 为 0.1 亿元）；经营性现金流低于净利且为负主要由于存货增加以及经营性应付项目减少。

分析判断：

电商与团购拉动收入增长。（1）分产品来看，公司深耕细分市场，打造了核心爆款产品人体工学枕及雪糕被，带动了品类整体销售。大单品策略凭借规模化、高曝光和持续迭代占据消费者心智，多维度构建护城河，增强了公司品牌影响力。大单品结合“爆款群”模式，在大单品和全品类矩阵两个维度研发创新。大单品：1）人体工学枕产品以健康睡眠和功能性强化概念切入记忆枕细分市场，从人体工学设计定位为技术出发点，采用分区设计适配不同睡姿，有效缓解肩颈压力，突出“智能睡眠”概念。以高性价比定位专业高品质记忆枕，与竞品形成价格带差异。实现线上线下全渠道覆盖，人体工学枕产品有效带动枕芯品类增长。2）雪糕被：经过5年迭代升级，大单品地位稳固，并通过技术外溢带动了夏被品类增长，如蚕丝可水洗夏被、凉感雪糕席、牛皮席、蚊帐等产品（2）分渠道来看，收入增长主要来自线上业务与团购业务。

毛利率增长但净利率下降主要由于销售费用率提升。（1）25H1 毛利率为 43.88%、同比提升 2.01PCT，25H1 净利率为 7.34%、同比下降 0.75PCT，毛利率提升但净利率下降主要由于销售费用率提升 3.8PCT。（2）25Q2 毛利率为 43.86%、同比提升 1.54PCT；净利率为 5.16%、同比下降 0.77PCT。毛利率提升而净利率下降，主要由于销售费用增加 4.3PCT、减值计提 0.77PCT。

库存略有提升。25H1 存货为 11.32 亿元、同比增长 5%。存货周转天数为 179 天、同比增加 4 天。应收/应付账款分别为 2.85/2.96 亿元、同比增加 20.05%/26.43%；应收/应付账款周转天数为 27/52 天、同比增加-1/7 天。

投资建议

我们分析，（1）公司延续“大单品”策略，有望持续带动产品优化升级和毛利率提升，但阶段性销售费用率提升影响净利率；公司大单品雪糕被经过材料、技术迭代，以老款促销、新款技术加持、Pro 版本高端定位，形成梯度价格带，增强公司“好被芯选水星”的专业度及感知度，由雪糕被产品生态化延伸，迁移至关联夏凉产品，如蚕丝可水洗夏被、凉感雪糕席、牛皮席、蚊帐等产品，放大协同效应。（2）线下门店不断升级，公司已发布升级店形象“水星 STARZHOME”，有望带动店效提升。（3）公司积极布局智能家纺领域，针对不同应用场景，推出智能枕、智能床垫等 3C 特色产品，扩充产品品类的基础上，发挥出家纺头部企业产品研发的核心优势，有望为业绩增长带来新增量。维持 25-27 年收入预测 44.01/47.25/50.79 亿元；维持 25-27 年归母净利预测 3.81/4.02/4.27 亿元；对应 25-27 年 EPS 预测 1.45/1.53/1.63 元。2025 年 8 月 27 日收盘价 17.72 元对应 25-27 年 PE 分别为 12.2/11.6/10.9X，维持“买入”评级。

风险提示

线上渠道拓展不及预期、库存积压的风险、开店不及预期、系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,211	4,193	4,401	4,725	5,079
YoY (%)	14.9%	-0.4%	4.9%	7.4%	7.5%
归母净利润(百万元)	379	367	381	402	427
YoY (%)	36.2%	-3.3%	3.8%	5.6%	6.1%
毛利率 (%)	40.0%	41.4%	41.7%	41.8%	41.9%
每股收益 (元)	1.44	1.40	1.45	1.53	1.63
ROE	12.9%	12.3%	11.3%	10.7%	10.2%
市盈率	11.23	11.61	12.22	11.57	10.90

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

分析师：李佳妮

邮箱：lijn@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120003

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,193	4,401	4,725	5,079	净利润	367	381	402	427
YoY(%)	-0.4%	4.9%	7.4%	7.5%	折旧和摊销	100	42	44	46
营业成本	2,457	2,566	2,750	2,951	营运资金变动	49	79	-33	-33
营业税金及附加	30	18	19	20	经营活动现金流	516		439	467
销售费用	1,025	1,080	1,173	1,274	资本开支	-157	-165	-180	-196
管理费用	187	220	236	254	投资	-337	-211	-275	-262
财务费用	-7	-22	-27	-30	投资活动现金流	-441	-371	-450	-453
研发费用	82	76	81	87	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-26	-27	-29	-30	债务募资	192	-50	0	0
投资收益	6	4	5	5	筹资活动现金流	-305	-52	-1	-1
营业利润	426	460	486	515	现金净流量	-230	104	-12	14
营业外收支	16	-1	-1	-1	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	443	459	485	514	成长能力 (%)				
所得税	76	78	82	87	营业收入增长率	-0.4%	4.9%	7.4%	7.5%
净利润	367	381	402	427	净利润增长率	-3.3%	3.8%	5.6%	6.1%
归属于母公司净利润	367	381	402	427	盈利能力 (%)				
YoY(%)	-3.3%	3.8%	5.6%	6.1%	毛利率	41.4%	41.7%	41.8%	41.9%
每股收益	1.40	1.45	1.53	1.63	净利率	8.7%	8.7%	8.5%	8.4%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	9.6%	9.0%	8.6%	8.3%
货币资金	894	998	986	1,000	净资产收益率 ROE	12.3%	11.3%	10.7%	10.2%
预付款项	51	90	91	91	偿债能力 (%)				
存货	1,012	949	979	1,011	流动比率	3.95	4.10	4.21	4.31
其他流动资产	1,103	1,328	1,631	1,923	速动比率	2.58	2.83	2.99	3.13
流动资产合计	3,061	3,365	3,687	4,025	现金比率	1.15	1.22	1.13	1.07
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	21.7%	20.6%	19.7%	19.0%
固定资产	421	519	628	751	经营效率 (%)				
无形资产	137	161	185	212	总资产周转率	1.10	1.04	1.01	0.98
非流动资产合计	743	864	999	1,147	每股指标 (元)				
资产合计	3,803	4,229	4,686	5,172	每股收益	1.40	1.45	1.53	1.63
短期借款	50	0	0	0	每股净资产	11.34	12.79	14.32	15.94
应付账款及票据	324	457	490	526	每股经营现金流	1.96	2.01	1.67	1.78
其他流动负债	401	364	385	409	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	776	821	875	935	估值分析				
长期借款	9	9	9	9	PE	11.63	12.22	11.57	10.90
其他长期负债	41	41	41	41	PB	1.43	1.27	1.13	1.02
非流动负债合计	50	50	50	50					
负债合计	826	871	925	985					
股本	263	263	263	263					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	2,978	3,358	3,761	4,187					
负债和股东权益合计	3,803	4,229	4,686	5,172					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。