

水星家纺（603365）

2025 年中报点评：Q2 营收增长提速，下半年利润率有望回升

买入（维持）

2025 年 08 月 31 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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	4,211	4,193	4,554	4,979	5,491
同比（%）	14.93	(0.42)	8.59	9.34	10.28
归母净利润（百万元）	379.08	366.65	382.30	443.57	496.92
同比（%）	36.23	(3.28)	4.27	16.03	12.03
EPS-最新摊薄（元/股）	1.44	1.40	1.46	1.69	1.89
P/E（现价&最新摊薄）	11.90	12.31	11.80	10.17	9.08

投资要点

■ **公司发布 2025 年中报：**25H1 营收 19.21 亿元/yoy+6.40%，归母净利润 1.41 亿元/yoy-3.38%（剔除股份支付费用后的归母净利润 yoy+0.27%），扣非归母净利润 1.03 亿元/yoy-21.52%，主要受上半年加大营销费用投放影响（同比+约 8000 万元），归母净利润降幅较小主要来自政府补助贡献（同比+约 2400 万元）。分季度看，25Q1/Q2 营收分别同比+1.2%/+11.7%，归母净利润分别同比-3.8%/-2.7%，扣非归母净利润分别同比-9.8%/-42.5%，Q2 营收增长提速，扣非归母净利润降幅扩大主因增加广告宣传支出。

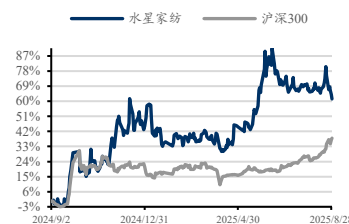
■ **我们判断 25H1 营收增长主要来自线上渠道贡献。**25H1 线上/线下营收分别同比+18%/-5%，线上实现较快增长，线下由于加盟商提货信心偏弱短期承压。25H1 公司聚焦大单品策略，打造核心爆款产品人体工学枕和雪糕被，我们估计 25H1 人体工学枕/雪糕被销售额分别约 5000/8000 万元，全年销售额均有望分别达到 1 亿元，人体工学枕推出首年销售表现良好；与此同时相关营销投放发挥杠杆作用，有效带动品类增长，25H1 凉感被、枕芯品类销售额同比增速达到 50%-60%。

■ **毛利率稳步提升，销售费用投入导致净利率短期承压。**1) **毛利率：**25H1 同比+2.01pct 至 43.88%，其中线上/线下分别同比+2.59/+1pct，在产品结构优化及大单品带动下毛利率延续提升趋势。2) **期间费用率：**25H1 销售费用率同比+3.84pct 至 29.45%，主要系公司为打造“人体工学枕”、“雪糕被”等大单品，加大了广告宣传及推广费用投入，其他费用率相对平稳。随着费用投放效果的累积显现，我们预计下半年对利润的压力将逐步减轻。3) **归母净利率：**25H1 同比-0.74pct 至 7.35%。4) **存货：**截至 25H1 末存货 11.3 亿元/yoy+4.6%，存货周转天数同比+4 天至 179 天。5) **现金流：**25H1 经营活动净现金流-6681 万元，主因公司增加备货，预计下半年现金流将改善。截至 25H1 货币资金 6.74 亿元。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑当前处于单品投放初期利润率短期承压，我们将 25-27 年归母净利润从 3.99/4.48 /4.97 亿元小幅下调至 3.82/4.44/4.97 亿元，对应 PE 分别为 12/10/9X，继续看好市场份额提升释放业绩弹性，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**国内消费信心低迷，费用转化效果不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.18
一年最低/最高价	10.73/21.87
市净率(倍)	1.55
流通 A 股市值(百万元)	4,463.40
总市值(百万元)	4,512.04

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.09
资产负债率(% ,LF)	20.04
总股本(百万股)	262.63
流通 A 股(百万股)	259.80

相关研究

《水星家纺(603365)：家纺迎新机遇，看好龙头份额进一步提升》

2025-06-03

《水星家纺(603365)：2024 年三季度点评：消费环境低迷致业绩承压，期待终端需求改善》

2024-10-31

水星家纺三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,061	3,059	3,256	3,489	营业总收入	4,193	4,554	4,979	5,491
货币资金及交易性金融资产	1,345	1,238	1,334	1,453	营业成本(含金融类)	2,457	2,602	2,816	3,067
经营性应收款项	355	458	499	550	税金及附加	30	32	35	38
存货	1,012	984	1,035	1,088	销售费用	1,025	1,207	1,295	1,428
合同资产	0	0	0	0	管理费用	187	205	224	247
其他流动资产	349	380	388	398	研发费用	82	96	105	115
非流动资产	743	790	802	808	财务费用	(7)	(14)	(12)	(14)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	15	36	25	11
固定资产及使用权资产	470	512	528	539	投资净收益	6	5	5	5
在建工程	27	27	27	27	公允价值变动	9	0	0	0
无形资产	137	132	128	122	减值损失	(23)	(28)	(32)	(45)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	5	5	5
长期待摊费用	25	25	25	25	营业利润	426	445	520	587
其他非流动资产	83	94	94	94	营业外净收支	16	16	14	12
资产总计	3,803	3,849	4,059	4,296	利润总额	443	461	534	599
流动负债	776	678	726	782	减:所得税	76	78	91	102
短期借款及一年内到期的非流动负债	78	71	71	71	净利润	367	382	444	497
经营性应付款项	324	289	313	341	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	30	23	25	27	归属母公司净利润	367	382	444	497
其他流动负债	344	295	317	343	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.40	1.46	1.69	1.89
非流动负债	50	44	44	44	EBIT	404	446	522	585
长期借款	9	9	9	9	EBITDA	503	522	616	685
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	41.40	42.86	43.45	44.15
租赁负债	23	23	23	23	归母净利率(%)	8.74	8.40	8.91	9.05
其他非流动负债	18	12	12	12	收入增长率(%)	(0.42)	8.59	9.34	10.28
负债合计	826	722	769	826	归母净利润增长率(%)	(3.28)	4.27	16.03	12.03
归属母公司股东权益	2,978	3,128	3,289	3,470					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	2,978	3,128	3,289	3,470					
负债和股东权益	3,803	3,849	4,059	4,296					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	516	229	464	522	每股净资产(元)	11.33	11.91	12.52	13.21
投资活动现金流	(441)	(87)	(82)	(83)	最新发行在外股份(百万股)	263	263	263	263
筹资活动现金流	(305)	(250)	(286)	(319)	ROIC(%)	10.95	11.73	13.09	13.93
现金净增加额	(230)	(108)	96	119	ROE-摊薄(%)	12.31	12.22	13.49	14.32
折旧和摊销	100	76	94	101	资产负债率(%)	21.71	18.75	18.96	19.23
资本开支	(157)	(91)	(87)	(89)	P/E(现价&最新股本摊薄)	12.31	11.80	10.17	9.08
营运资本变动	49	(224)	(85)	(101)	P/B(现价)	1.52	1.44	1.37	1.30

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>