



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025 年 09 月 07 日

基础数据

09 月 03 日收盘价（元）	16.71
总市值（亿元）	43.89
总股本（亿股）	2.63

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师：赵宇

S0190524040004
zhaoyu22@xyzq.com.cn

分析师：林寰宇

S0190524080006
linhuanyu@xyzq.com.cn

水星家纺(603365.SH)

2025H1 线上业务增长明显，利润率短期承压

投资要点：

- **事件：**公司发布 2025 中报。①2025H1 年公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 19.21/1.41/1.03 亿元，同比变动+6.40%/-3.38%/-21.52%。②2025Q2 公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 9.95/0.51/0.27 亿元，同比变动+11.74%/-2.65%/-42.51%。③2025H1 剔除股份支付的影响后的净利润为 1.51 亿元，同比增长 0.27%。
- **线上业务、团购业务增长较快。**2025H1 水星家纺子公司水星电商实现营业收入 11.03 亿元，同比增长 14.1%，2025H1/2024H1 水星电商净利润分别为-0.18/-0.04 亿元，大单品战略费用投放原因，营业收入快速增长。该子公司总资产/净资产 2025H1 分别为 11.28/1.39 亿元，相比 2024H1 分别新增 2.02/0.02 亿元，电商投入加大。考虑电商业务 2024 年同样是年中亏损，但年末实现盈利 0.15 亿，预计下半年电商业务盈利情况将有好转。除去电商业务外 2025H1 团购业务亦有增长。
- **毛利率稳步提升，广宣费用增加导致销售费用率大增。**①2025H1 公司毛利率/归母净利率分别为 43.88%/7.35%，同比变动+2.01pct/-0.74pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 29.45%/5.1%/2.19%/-0.08%，同比变动+3.84/-0.09/+0.01/+0.26pct，2025H1 销售费用中的广告宣传费 3.07 亿，同比增长 35%。②2025Q2 公司毛利率/归母净利率分别为 43.86%/5.16%，同比变动+1.54pct/-0.76pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 32.3%/4.89%/2.24%/-0.09%，同比变动+4.28/-0.68/-0.16/+0.22pct，利息收入减少导致财务费用率小幅提升。
- **存货规模略有上升，经营性现金流量净额短期转负。**2025H1 公司期末存货 11.32 亿元，较年初增长 11.8%，相比 2024H1 期末存货增长 4.6%。经营活动产生的现金流量净额为-0.67 亿元，同比由正转负，主要是支付货款及其他经营活动有关的现金流出增加所致。
- **盈利预测与投资建议：**“好被芯，选水星”是公司积累的品牌认知，今年以来，公司深化大单品战略，相继推出“雪糕被”“人体工学枕”等大单品，虽然短期费用投放较大，利润率或有所波动，但为公司带来了新的流量入口。预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.41/1.65/1.89 元，对应 9 月 3 日收盘价市盈率分别为 11.8/10.1/8.8 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**国内零售恢复低于预期；大单品战略投入与收效不匹配；电商平台竞争加剧。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	4193	4511	4969	5491
同比增长	-0.4%	7.6%	10.2%	10.5%
归母净利润（百万元）	367	371	433	497
同比增长	-3.3%	1.2%	16.7%	14.7%
毛利率	41.4%	42.7%	43.0%	43.4%
ROE	12.3%	11.9%	13.3%	14.5%
每股收益（元）	1.40	1.41	1.65	1.89
市盈率	12.0	11.8	10.1	8.8

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3061	3285	3535	3790
货币资金	894	1037	1154	1252
交易性金融资产	451	481	511	511
应收票据及应收账款	303	324	355	391
预付款项	51	57	62	68
存货	1012	1052	1131	1220
其他	349	334	321	348
非流动资产	743	737	730	736
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	421	405	389	373
在建工程	27	33	37	40
无形资产	137	157	176	193
商誉	0	0	0	0
其他	158	142	128	130
资产总计	3803	4022	4265	4526
流动负债	776	877	956	1042
短期借款	50	50	50	50
应付票据及应付账款	324	395	433	475
其他	401	432	473	517
非流动负债	50	39	51	52
长期借款	9	7	14	15
其他	41	32	37	37
负债合计	826	915	1006	1094
股本	263	263	263	263
未分配利润	1835	1910	1996	2096
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2978	3107	3258	3432
负债及权益合计	3803	4022	4265	4526

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	367	371	433	497
折旧和摊销	100	104	93	80
营运资金的变动	49	30	-50	-99
经营活动产生现金流量	516	506	488	490
资本支出	-157	-58	-59	-59
长期投资	-337	-30	-30	0
投资活动产生现金流量	-441	-98	-98	-67
债权融资	54	-12	12	1
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-305	-264	-274	-326
现金净变动	-230	144	117	97

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4193	4511	4969	5491
营业成本	2457	2584	2834	3109
税金及附加	30	32	36	40
销售费用	1025	1195	1292	1428
管理费用	187	203	219	242
研发费用	82	90	99	110
财务费用	-7	-10	-12	-13
投资收益	6	7	7	8
公允价值变动收益	9	0	0	0
信用减值损失	3	-2	-2	-2
资产减值损失	-26	-25	-25	-25
营业利润	426	436	512	589
营业外收支	16	11	10	10
利润总额	443	447	522	599
所得税	76	76	89	102
净利润	367	371	433	497
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	367	371	433	497
EPS(元)	1.40	1.41	1.65	1.89

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-0.4%	7.6%	10.2%	10.5%
营业利润增长率	4.8%	2.3%	17.4%	15.0%
归母净利润增长率	-3.3%	1.2%	16.7%	14.7%
盈利能力				
毛利率	41.4%	42.7%	43.0%	43.4%
归母净利率	8.7%	8.2%	8.7%	9.1%
ROE	12.3%	11.9%	13.3%	14.5%
偿债能力				
资产负债率	21.7%	22.8%	23.6%	24.2%
流动比率	3.95	3.75	3.70	3.64
速动比率	2.20	2.17	2.19	2.14
营运能力				
资产周转率	112.6%	115.3%	119.9%	124.9%
每股资料(元)				
每股收益	1.40	1.41	1.65	1.89
每股经营现金	1.96	1.93	1.86	1.87
估值比率(倍)				
PE	12.0	11.8	10.1	8.8
PB	1.5	1.4	1.3	1.3

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn