

## 水星家纺 (603365.SH)

## 25Q3 业绩超预期，大单品战略成效显著

25Q3 公司收入同比+20.19%，归母净利润+43.18%，扣非净利润+53.69%，折扣改善毛利率大幅提升，经营现金流及存货周转效率显著改善，大单品战略成效突出。预计 25-27 年归母净利润规模分别为 4.16 亿元、4.79 亿元、5.53 亿元。当前市值对应 25PE12X，26PE10X，维持强烈推荐评级。

## □ 25Q3 业绩高增超预期，新增中期分红。

(1) 25Q3 公司收入同比增长 20.19%至 10.54 亿元，其中线上渠道增长约 25-30%、线下渠道增长约 10-15%；归母净利润同比增长 43.18%至 0.91 亿元，扣非净利润同比增长 53.69%至 0.81 亿元。

(2) 25Q1-Q3 公司收入同比增长 10.91%至 29.76 亿元，归母净利润同比增长 10.74%至 2.32 亿元，扣非净利润同比增长 0.08%至 1.85 亿元。

(3) 公司发布 2025 年中期利润分配预案，拟每股派发现金红利 0.2 元（含税），分红金额占前三季度归母净利润的 22.3%。

## □ 线上折扣改善毛利率大幅提升，销售费用继续投放，管理费用控制较好。

(1) 25Q3 毛利率同比+4.24pct 至 44.74%；期间费用率+1.26pct 至 33.15%，其中销售费用率+2.69pct，管理费用率-1.13pct，研发费用率-0.34pct；净利率同比+1.38pct 至 8.63%。

(2) 25Q1-Q3 毛利率同比+2.76pct 至 44.18%；期间费用率+3.03pct 至 35.42%，其中销售费用率+3.39pct，管理费用率-0.44pct，研发费用率-0.11pct；净利率同比-0.01pct 至 7.80%。

## □ 经营现金流及存货周转效率显著改善。25Q3 经营活动净现金流 0.74 亿元，同比转正。截至 25Q3 末存货周转天数为 175 天，同比-11 天；应收账款周转天数为 29 天，同比-2 天。

## □ 盈利预测及投资建议。公司深化品牌价值，迭代产品创新，以大单品策略带动全品类发展，人体工学枕和雪糕被两大单品成功打爆，往后将继续通过加大新品研发与营销创新来巩固市场地位并开拓增长空间。考虑到三季报的亮眼成绩以及未来大单品的持续推出与带动效应，我们适当上调收入预测，预计公司 2025-2027 年收入 47.8 亿元、54.8 亿元、63.1 亿元，同比增长 14%、15%、15%，归母净利润 4.16 亿元、4.79 亿元、5.53 亿元，同比增长 13%、15%、15%。当前市值对应 25PE12X、26PE10X，维持强烈推荐评级。

## 强烈推荐（维持）

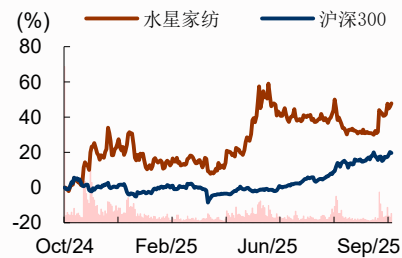
消费品/轻工纺服  
目标估值：NA  
当前股价：18.98 元

## 基础数据

|             |            |
|-------------|------------|
| 总股本（百万股）    | 263        |
| 已上市流通股（百万股） | 258        |
| 总市值（十亿元）    | 5.0        |
| 流通市值（十亿元）   | 4.9        |
| 每股净资产（MRQ）  | 11.4       |
| ROE（TTM）    | 12.9       |
| 资产负债率       | 20.4%      |
| 主要股东        | 水星控股集团有限公司 |
| 主要股东持股比例    | 41.04%     |

## 股价表现

| %    | 1m | 6m | 12m |
|------|----|----|-----|
| 绝对表现 | 12 | 28 | 41  |
| 相对表现 | 8  | 4  | 22  |



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

1、《水星家纺（603365）一线上增长提速，“深睡枕”及“雪糕被”持续放量》2025-06-17

刘丽 S1090517080006  
liuli14@cmschina.com.cn  
唐圣炀 S1090523120001  
tangshengyang@cmschina.com.cn

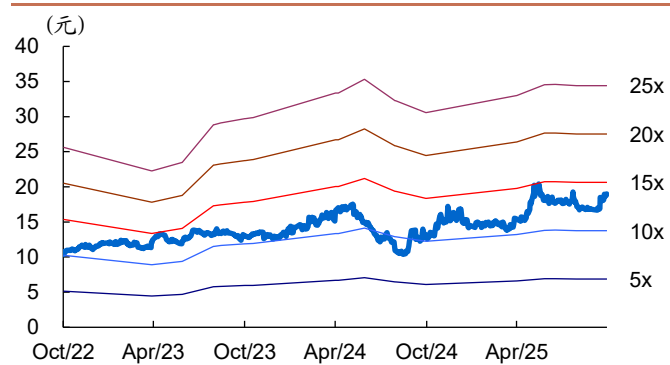
□ **风险提示：**线上流量成本快速增长的风险，线上竞争格局变差的风险，线下客流减少经销商提货意愿下降的风险。

财务数据与估值

| 会计年度       | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 4211 | 4193 | 4775  | 5484  | 6307  |
| 同比增长       | 15%  | -0%  | 14%   | 15%   | 15%   |
| 营业利润(百万元)  | 407  | 426  | 486   | 563   | 651   |
| 同比增长       | 38%  | 5%   | 14%   | 16%   | 16%   |
| 归母净利润(百万元) | 379  | 367  | 416   | 479   | 553   |
| 同比增长       | 36%  | -3%  | 13%   | 15%   | 15%   |
| 每股收益(元)    | 1.44 | 1.40 | 1.58  | 1.83  | 2.10  |
| PE         | 13.1 | 13.6 | 12.0  | 10.4  | 9.0   |
| PB         | 1.7  | 1.7  | 1.6   | 1.5   | 1.4   |

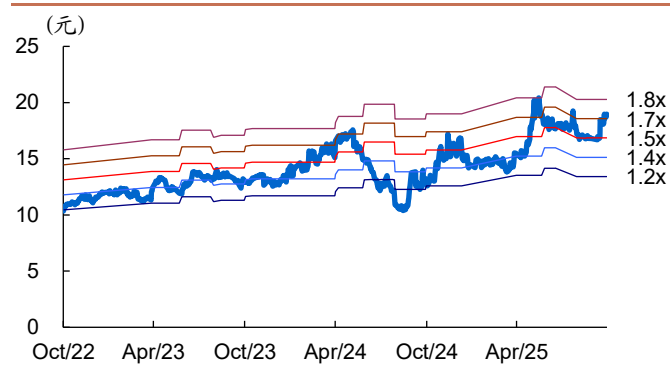
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 水星家纺历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 水星家纺历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

## 附：财务预测表

## 资产负债表

| 单位：百万元         | 2023        | 2024        | 2025E       | 2026E       | 2027E       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>流动资产</b>    | 3006        | 3061        | 3183        | 3427        | 3715        |
| 现金             | 1124        | 894         | 787         | 750         | 712         |
| 交易性投资          | 363         | 451         | 451         | 451         | 451         |
| 应收票据           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 应收款项           | 333         | 303         | 345         | 396         | 456         |
| 其它应收款          | 84          | 57          | 65          | 75          | 86          |
| 存货             | 962         | 1012        | 1144        | 1306        | 1495        |
| 其他             | 140         | 343         | 390         | 448         | 515         |
| <b>非流动资产</b>   | 641         | 743         | 773         | 801         | 826         |
| 长期股权投资         | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 固定资产           | 366         | 421         | 470         | 514         | 554         |
| 无形资产商誉         | 112         | 137         | 123         | 111         | 100         |
| 其他             | 163         | 185         | 180         | 176         | 172         |
| <b>资产总计</b>    | <b>3647</b> | <b>3803</b> | <b>3956</b> | <b>4228</b> | <b>4541</b> |
| <b>流动负债</b>    | 649         | 776         | 749         | 811         | 884         |
| 短期借款           | 6           | 50          | 0           | 0           | 0           |
| 应付账款           | 293         | 324         | 366         | 418         | 479         |
| 预收账款           | 34          | 30          | 33          | 38          | 44          |
| 其他             | 316         | 372         | 349         | 355         | 362         |
| <b>长期负债</b>    | 53          | 50          | 50          | 50          | 50          |
| 长期借款           | 0           | 9           | 9           | 9           | 9           |
| 其他             | 53          | 41          | 41          | 41          | 41          |
| <b>负债合计</b>    | <b>702</b>  | <b>826</b>  | <b>799</b>  | <b>862</b>  | <b>935</b>  |
| 股本             | 263         | 263         | 263         | 263         | 263         |
| 资本公积金          | 843         | 746         | 746         | 746         | 746         |
| 留存收益           | 1839        | 1969        | 2148        | 2357        | 2598        |
| 少数股东权益         | 0           | 0           | 0           | (0)         | (0)         |
| 归属于母公司所有者权益    | 2945        | 2978        | 3157        | 3366        | 3607        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>3647</b> | <b>3803</b> | <b>3956</b> | <b>4228</b> | <b>4541</b> |

## 现金流量表

| 单位：百万元         | 2023        | 2024         | 2025E        | 2026E       | 2027E       |
|----------------|-------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 493         | 516          | 265          | 291         | 331         |
| 净利润            | 379         | 367          | 416          | 479         | 553         |
| 折旧摊销           | 70          | 67           | 62           | 65          | 68          |
| 财务费用           | 4           | 3            | (5)          | (6)         | (6)         |
| 投资收益           | (1)         | (4)          | (30)         | (30)        | (30)        |
| 营运资金变动         | 41          | 94           | (178)        | (218)       | (253)       |
| 其它             | 1           | (11)         | 0            | 0           | 0           |
| <b>投资活动现金流</b> | (298)       | (441)        | (63)         | (63)        | (63)        |
| 资本支出           | (32)        | (157)        | (93)         | (93)        | (93)        |
| 其他投资           | (266)       | (284)        | 30           | 30          | 30          |
| <b>筹资活动现金流</b> | (236)       | (305)        | (309)        | (264)       | (306)       |
| 借款变动           | (16)        | 34           | (78)         | 0           | 0           |
| 普通股增加          | (4)         | 0            | 0            | 0           | 0           |
| 资本公积增加         | (14)        | (97)         | 0            | 0           | 0           |
| 股利分配           | (187)       | (236)        | (236)        | (270)       | (312)       |
| 其他             | (15)        | (5)          | 5            | 6           | 6           |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(41)</b> | <b>(230)</b> | <b>(107)</b> | <b>(37)</b> | <b>(38)</b> |

## 利润表

| 单位：百万元           | 2023       | 2024       | 2025E      | 2026E      | 2027E      |
|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>营业总收入</b>     | 4211       | 4193       | 4775       | 5484       | 6307       |
| 营业成本             | 2525       | 2457       | 2777       | 3171       | 3629       |
| 营业税金及附加          | 27         | 30         | 35         | 40         | 46         |
| 营业费用             | 1015       | 1025       | 1179       | 1366       | 1577       |
| 管理费用             | 181        | 187        | 215        | 247        | 284        |
| 研发费用             | 78         | 82         | 94         | 107        | 126        |
| 财务费用             | (19)       | (7)        | (5)        | (6)        | (6)        |
| 资产减值损失           | (21)       | (23)       | (25)       | (27)       | (30)       |
| 公允价值变动收益         | 6          | 9          | 9          | 9          | 9          |
| 其他收益             | 16         | 15         | 15         | 15         | 15         |
| 投资收益             | 1          | 6          | 6          | 6          | 6          |
| <b>营业利润</b>      | 407        | 426        | 486        | 563        | 651        |
| 营业外收入            | 51         | 18         | 18         | 18         | 18         |
| 营业外支出            | 7          | 1          | 1          | 1          | 1          |
| <b>利润总额</b>      | 451        | 443        | 502        | 579        | 668        |
| 所得税              | 71         | 76         | 86         | 100        | 115        |
| 少数股东损益           | 0          | (0)        | (0)        | (0)        | (0)        |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>379</b> | <b>367</b> | <b>416</b> | <b>479</b> | <b>553</b> |

## 主要财务比率

|                | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业总收入          | 15%   | -0%   | 14%   | 15%   | 15%   |
| 营业利润           | 38%   | 5%    | 14%   | 16%   | 16%   |
| 归母净利润          | 36%   | -3%   | 13%   | 15%   | 15%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 40.0% | 41.4% | 41.8% | 42.2% | 42.5% |
| 净利率            | 9.0%  | 8.7%  | 8.7%  | 8.7%  | 8.8%  |
| ROE            | 13.3% | 12.4% | 13.6% | 14.7% | 15.8% |
| ROIC           | 11.3% | 11.4% | 12.7% | 14.1% | 15.3% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 19.3% | 21.7% | 20.2% | 20.4% | 20.6% |
| 净负债比率          | 1.1%  | 2.3%  | 0.2%  | 0.2%  | 0.2%  |
| 流动比率           | 4.6   | 3.9   | 4.3   | 4.2   | 4.2   |
| 速动比率           | 3.1   | 2.6   | 2.7   | 2.6   | 2.5   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 1.2   | 1.1   | 1.2   | 1.3   | 1.4   |
| 存货周转率          | 2.5   | 2.5   | 2.6   | 2.6   | 2.6   |
| 应收账款周转率        | 12.4  | 13.2  | 14.7  | 14.8  | 14.8  |
| 应付账款周转率        | 7.9   | 8.0   | 8.0   | 8.1   | 8.1   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| EPS            | 1.44  | 1.40  | 1.58  | 1.83  | 2.10  |
| 每股经营净现金        | 1.88  | 1.96  | 1.01  | 1.11  | 1.26  |
| 每股净资产          | 11.21 | 11.34 | 12.02 | 12.82 | 13.73 |
| 每股股利           | 0.90  | 0.90  | 1.03  | 1.19  | 1.37  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 13.1  | 13.6  | 12.0  | 10.4  | 9.0   |
| PB             | 1.7   | 1.7   | 1.6   | 1.5   | 1.4   |
| EV/EBITDA      | 11.6  | 10.9  | 9.2   | 8.0   | 7.0   |

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。