

水星家纺（603365）

2025 年三季报点评：Q3 利润率超预期回升，战略决心愈加坚定

买入（维持）

2025 年 10 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

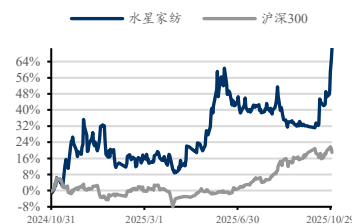
zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	4,211	4,193	4,654	5,140	5,663
同比（%）	14.93	(0.42)	10.99	10.44	10.17
归母净利润（百万元）	379.08	366.65	403.90	456.13	518.01
同比（%）	36.23	(3.28)	10.16	12.93	13.57
EPS-最新摊薄（元/股）	1.44	1.40	1.54	1.74	1.97
P/E（现价&最新摊薄）	15.02	15.53	14.10	12.48	10.99

投资要点

- **公司公布 2025 年三季报：**前三季度营收 29.76 亿元/yoy+10.91%，归母净利润 2.32 亿元/yoy+10.74%，扣非归母净利润 1.85 亿元/yoy+0.08%。分季度看，25Q1/Q2/Q3 营收分别同比+1.2%/+11.74%/+20.19%，归母净利润分别同比-3.79%/-2.65%/+43.18%，扣非归母净利润分别同比-9.84%/-42.51%/+53.69%。Q3 收入增长提速，净利润大幅增长，利润率改善幅度超出市场预期。
- **坚定推进大单品战略，25Q3 电商高增长，线下增长转正。**公司 2025 年以来高度聚焦大单品策略，上半年推出人体工学枕和雪糕被，全年销售额均有望达 1 亿元左右，并有效带动枕芯、凉感被等品类实现同比 50%-60% 的高速增长。下半年进一步推出三款秋冬单品（泡芙鹅绒被、闪睡被、胶原蛋白蚕丝被），有望接力增长，持续提升品牌势能。分渠道看，我们预计 25Q3 线上/线下渠道营收分别同比增长 25-30%/10-15%。线上渠道直接受益于相关营销投放，25Q1/Q2/Q3 营收分别同比+9%/20%/25-30%，逐季提速；线下随投放效果积累，销售改善趋势明显，25Q1/Q2/Q3 营收分别同比-7%/-3%/+10-15%，其中我们判断 25Q3 线下加盟销售同比增近 10%、直营略增、其他（含团购）增 40%+，加盟商营收同比转正，体现提货信心的恢复。
- **Q3 毛利率创历史新高，费用投放效果显现，盈利弹性释放。**1) **毛利率：**25Q3 毛利率同比+4.24pct 至 44.74%，创历史新高，我们判断主要来自产品结构升级及原材料成本下降。2) **期间费用率：**随着 Q3 销售规模的快速放大，前期费用投放的杠杆效应开始显现，费用对利润端的压力减轻，25Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+2.69/-1.13/-0.34/+0.04pct 至 26.56%/4.64%/1.97%/-0.01%，费用率提升幅度环比上半年有所收窄。3) **归母净利率：**25Q3 同比+1.39pct 至 8.64%，在经历上半年承压后，归母净利率 Q3 迅速转为同比提升，体现大单品战略成效。
- **库存优化，经营性现金流保持稳健。**1) **存货：**截至 25Q3 末存货 11.42 亿元/yoy-5.6%，存货周转天数同比下降 11 天至 175 天。在收入规模增长的同时，公司库存水平持续改善，运营效率提升。2) **现金流：**25 年前三季度经营性活动现金流净额 761 万元，同比增长 3.56%，主因销售商品收到的现金增加，公司经营活动现金回流状况良好。
- **盈利预测与投资评级：**我们认为 25Q3 亮丽业绩体现大单品战略初见成效，这也是公司在品牌、渠道、供应链等方面同步推进战略升级的运营成果，继续看好公司积极战略下市场份额持续提升、业绩稳步增长。公告中期分红方案，拟每股派息 0.2 元，积极回报股东，彰显管理层信心。我们将 25-27 年归母净利润从 3.82/4.44/4.97 亿元上调至 4.04/4.56/5.18 亿元，对应 25-27 年 PE 分别为 14/12/11X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**终端消费需求波动，行业竞争加剧，原材料价格波动。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.68
一年最低/最高价	13.13/23.02
市净率(倍)	1.89
流通 A 股市值(百万元)	5,632.51
总市值(百万元)	5,693.89

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.45
资产负债率(% ,LF)	20.42
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)：2025 年中报点评：Q2 营收增长提速，下半年利润率有望回升》

2025-08-31

《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	3,269	3,713	4,218	营业总收入	4,193	4,654	5,140	5,663
货币资金及交易性金融资产	1,345	1,423	1,738	2,124	营业成本(含金融类)	2,457	2,634	2,902	3,165
经营性应收款项	355	467	515	567	税金及附加	30	33	36	40
存货	1,012	996	1,069	1,126	销售费用	1,025	1,233	1,352	1,478
合同资产	0	0	0	0	管理费用	187	209	231	255
其他流动资产	349	382	392	402	研发费用	82	93	103	113
非流动资产	743	802	814	819	财务费用	(7)	(14)	(16)	(22)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	15	23	26	11
固定资产及使用权资产	470	512	528	539	投资净收益	6	5	5	6
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	6
长期待摊费用	25	25	25	25	营业利润	426	471	536	612
其他非流动资产	83	106	106	106	营业外净收支	16	16	14	12
资产总计	3,803	4,071	4,528	5,038	利润总额	443	487	550	624
流动负债	776	684	743	802	减:所得税	76	83	93	106
短期借款及一年内到期的非流动负债	78	69	69	69	净利润	367	404	456	518
经营性应付款项	324	293	322	352	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	30	23	26	28	归属母公司净利润	367	404	456	518
其他流动负债	344	299	326	353	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.40	1.54	1.74	1.97
非流动负债	50	43	43	43	EBIT	404	472	534	602
长期借款	9	9	9	9	EBITDA	503	548	628	702
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	41.40	43.41	43.53	44.11
租赁负债	23	23	23	23	归母净利率(%)	8.74	8.68	8.87	9.15
其他非流动负债	18	12	12	12	收入增长率(%)	(0.42)	10.99	10.44	10.17
负债合计	826	728	787	846	归母净利润增长率(%)	(3.28)	10.16	12.93	13.57
归属母公司股东权益	2,978	3,343	3,741	4,192					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	2,978	3,343	3,741	4,192					
负债和股东权益	3,803	4,071	4,528	5,038					

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	222	458	539	每股净资产(元)	11.33	12.73	14.24	15.96
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)	(57)	(62)	(70)	ROIC(%)	10.95	12.00	12.16	12.28
现金净增加额	(230)	78	314	386	ROE-摊薄(%)	12.31	12.08	12.19	12.36
折旧和摊销	100	76	94	101	资产负债率(%)	21.71	17.87	17.38	16.78
资本开支	(157)	(91)	(87)	(88)	P/E (现价&最新股本摊薄)	15.53	14.10	12.48	10.99
营运资本变动	49	(240)	(103)	(105)	P/B (现价)	1.91	1.70	1.52	1.36

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>