



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 11 月 01 日

基础数据

10 月 30 日收盘价（元）	20.93
总市值（亿元）	54.97
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

【兴证纺服】水星家纺：2025H1 线上业务增长明显，利润率短期承压-
2025.09.07

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)

毛利率与费用投放效率同步提升,大单品战略效果显现

投资要点:

- **事件：**公司发布 2025 三季报。①2025Q1-Q3 公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 29.76/2.32/1.85 亿元，同比变动+10.91%/+10.74%/+0.08%。②2025Q3 公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 10.54/0.91/0.81 亿元，同比变动+20.19%/+43.18%/+53.69%。
- **大单品战略效果显著，线上渠道增量明显。**前三季度公司线上收入同比实现 20%的增长，公司自建直播团队，品牌自播+达人合作模式效果明显。2025 年前三季度线下渠道收入持平于 2024 年前三季度，单看 Q3，线下渠道收入有所好转，实现 10%的同比增长。公司销售聚焦大单品，上半年推出人体工学枕和雪糕被两款具备科技属性的大单品，下半年也相继推出了科技类产品泡芙鹅绒被、胶原蛋白蚕丝被、闪睡被，将在线下渠道推广。
- **2025Q3 毛利率稳步提升，销售费用率得到有效控制，盈利能力提升。**2025Q3 公司毛利率/归母净利率分别为 44.74%/8.64%，同比变动+4.24pct/+1.39pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 26.56%/4.64%/1.97%/-0.01%，同比变动 +2.69/-1.13/-0.34/+0.04pct。公司毛利率同比提升的主要原因有两个方面，一方面是大单品带动的产品结构升级，另一方面是原材料价格处于低位，导致线上线下毛利率均有所提升。销售费用率有同步提升，但变动幅度小于毛利率提升幅度。
- **存货规模下降，经营性现金流量净额由负转正。**2025Q3 公司期末存货 11.42 亿元，相比 2024Q3 期末存货减少 5.5%，2025Q3 存货周转天数 175 天，同比减少 11 天。2025Q3 经营活动产生的现金流量净额为 0.74 亿元，同比由负转正，前三季度合计经营活动产生的现金流量净额为 0.08 亿元。
- **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，公司深化大单品战略，2025Q3 在收入实现快速增长的同时，费用投放效率也实现提升，四季度有望延续向好趋势。预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.53/1.77/2.02 元，对应 10 月 30 日收盘价市盈率分别为 13.6/11.9/10.4 倍，维持“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	4670	5134	5663
同比增长	-0.4%	11.4%	10.0%	10.3%
归母净利润（百万元）	367	403	464	530
同比增长	-3.3%	9.9%	15.1%	14.3%
毛利率	41.4%	43.1%	43.4%	43.8%
ROE	12.3%	12.9%	14.1%	15.3%
每股收益（元）	1.40	1.53	1.77	2.02
市盈率	15.0	13.6	11.9	10.4

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	3305	3565	3833
货币资金	894	1011	1138	1246
交易性金融资产	451	481	511	511
应收票据及应收账款	303	335	367	403
预付款项	51	58	64	70
存货	1012	1082	1162	1252
其他	349	336	323	350
非流动资产	743	748	742	748
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	154	140	142
资产总计	3803	4053	4307	4581
流动负债	776	897	977	1064
短期借款	50	50	50	50
应付票据及应付账款	324	406	444	486
其他	401	441	482	528
非流动负债	50	38	50	51
长期借款	9	7	14	15
其他	41	31	36	36
负债合计	826	935	1027	1115
股本	263	263	263	263
未分配利润	1835	1916	2008	2114
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2978	3118	3280	3465
负债及权益合计	3803	4053	4307	4581

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	367	403	464	530
折旧和摊销	100	104	93	80
营运资金的变动	49	7	-51	-99
经营活动产生现金流量	516	503	518	522
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	-97	-66
债权融资	54	-14	12	1
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-305	-287	-293	-348
现金净变动	-230	117	127	108

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	4670	5134	5663
营业成本	2457	2656	2908	3184
税金及附加	30	34	37	41
销售费用	1025	1233	1335	1472
管理费用	187	210	226	249
研发费用	82	93	103	113
财务费用	-7	-10	-11	-13
投资收益	6	7	8	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	474	549	629
营业外收支	16	11	10	10
利润总额	443	485	559	639
所得税	76	82	95	109
净利润	367	403	464	530
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	367	403	464	530
EPS(元)	1.40	1.53	1.77	2.02

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%	11.4%	10.0%	10.3%
营业利润增长率	4.8%	11.3%	15.7%	14.6%
归母净利润增长率	-3.3%	9.9%	15.1%	14.3%
盈利能力				
毛利率	41.4%	43.1%	43.4%	43.8%
归母净利率	8.7%	8.6%	9.0%	9.4%
ROE	12.3%	12.9%	14.1%	15.3%
偿债能力				
资产负债率	21.7%	23.1%	23.8%	24.4%
流动比率	3.95	3.68	3.65	3.60
速动比率	2.20	2.11	2.14	2.10
营运能力				
资产周转率	112.6%	118.9%	122.8%	127.4%
每股资料(元)				
每股收益	1.40	1.53	1.77	2.02
每股经营现金	1.96	1.91	1.97	1.99
估值比率(倍)				
PE	15.0	13.6	11.9	10.4
PB	1.8	1.8	1.7	1.6

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门、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