

# 水星家纺 (603365.SH)

## 2025/2026Q1 业绩增速优异，持续高分红回馈股东

**2025 年公司营收增长 7.99%，归母净利润增长 10.96%，分红率 63.62%。**

公司发布 2025 年年报，营收同比+7.99%至 45.28 亿元，毛利率同比+3.55pcts 至 44.95%，销售费用率同比+3.56pcts 至 28%，管理费用率同比+0.03pcts 至 4.50%，公司归母净利率同比+0.24pcts 至 8.98%，归母净利润同比+10.96%至 4.07 亿元，我们判断大单品战略效果突出，带动公司业绩增长。分红方面，公司年末分红每 10 股现金红利 8 元，加上中期分红（每 10 股现金红利 2 元），全年分红率达到 63.62%，以 4 月 23 日收盘价计算股息率为 5%，公司高分红回馈股东。

**2026Q1 营收增长 5.74%，归母净利润增长 17.09%，业绩表现优异。**公司 2026Q1 营收同比+5.74%至 9.79 亿元，归母净利润同比+17.09%至 1.05 亿元，我们判断受益于节庆需求刺激以及公司持续推进的产品优化策略，2026Q1 公司保持优异的增长表现。

**电商渠道：电商业务快速增长，利润率提升。**2025 年公司电商业务营业收入同比增长 15.47%至 26.54 亿元，2026Q1 我们预计公司电商业务延续 2025 年的快速增长趋势，2025 年公司电商业务秉持提质增效原则，一方面巩固传统电商头部地位，同时公司强化兴趣电商布局，提升直播效率，2025 年公司全平台稳居家纺品类头部位置，市占率稳步提升。2025 年公司电商业务毛利率同比提升 4.4pcts 至 47.36%，我们判断电商毛利率提升主要系产品结构优化，公司积极推进高毛利率大单品销售。

**加盟渠道：短期发货较为谨慎，重视盈利质量改善。**2025 年公司加盟业务营收同比下降 3.32%至 12.88 亿元，我们预计 2026Q1 加盟业务销售或仍有下降，我们判断面对波动的消费环境公司同渠道伙伴携手提升经营质量，谨慎进行发货。2025 年公司加盟业务毛利率同比提升 2.39pcts 至 39.78%，公司着力提升加盟渠道盈利质量。

**直营渠道：客流波动叠加关店或导致 2025 年以及 2026Q1 直管销售下降。**2025 年公司直营渠道营收同比下降 10.76%至 2.9 亿元，2026Q1 我们预计直营业务或有下降，期内公司或对直营门店数量进行一定程度的调整，着力关闭低效门店。2025 年直营业务毛利率同比提升 5.36pcts 至 58.22%，我们判断毛利率的提升主要系公司持续强化终端价格管控，同时优化产品结构，以高毛利率的大单品战略为核心销售推动。

**2025 年公司营运状况稳健。**截止 2025 年末公司存货金额同比下降 1.34%至 9.99 亿元，应收账款金额同比下降 14.53%至 2.59 亿元，存货和应收账款管理能力优异，2025 年公司经营性现金流净额同比增长 3.18%至 5.32 亿元，2026Q1 公司经营性现金流净流出为 1.59 亿元，我们判断主要系季节性因素导致应收账款增加所致。

**我们预计公司 2026 年营收同比增长约 10%，利润率提升。**2026 年公司业务表现优异，公司持续推进大单品策略提升销售效率，同时电商优势突出，2026 年我们预计公司营收同比增长 9.9%至 49.77 亿元，归母净利润同比增长 13.2%至 4.61 亿元。

**盈利预测与投资建议：**公司作为家纺行业龙头公司之一，产品力不断升级，同时渠道效率优化，我们预计公司 2026/2027/2028 年归母净利润分别为 4.61/5.23/5.94 亿元，当前股价对应 2026 年 PE 为 12 倍，维持“买入”评级。

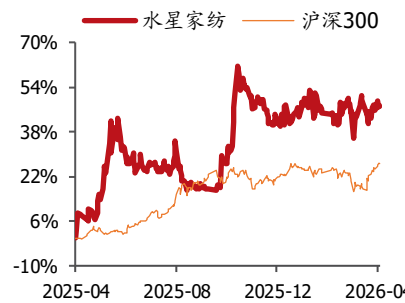
**风险提示：**大单品战略失效风险，行业竞争加剧风险，原材料价格波动风险，品牌老化与年轻化转型不及预期风险，费用率持续提升侵蚀利润风险。

### 买入（维持）

#### 股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
04 月 23 日收盘价（元）	20.77
总市值（百万元）	5,452.05
总股本（百万股）	262.50
其中自由流通股（%）	98.97
30 日日均成交量（百万股）	1.50

#### 股价走势



#### 作者

分析师 杨莹  
执业证书编号：S0680520070003  
邮箱：yangying1@gszq.com

分析师 侯子夜  
执业证书编号：S0680523080004  
邮箱：houziye@gszq.com

分析师 王佳伟  
执业证书编号：S0680524060004  
邮箱：wangjiawei@gszq.com

#### 相关研究

1、《水星家纺 (603365.SH)：睡眠经济驱动行业扩容，公司或进新征程》 2026-03-20

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	4,193	4,528	4,977	5,518	6,106
增长率 yoy (%)	-0.4	8.0	9.9	10.9	10.7
归母净利润 (百万元)	367	407	461	523	594
增长率 yoy (%)	-3.3	11.0	13.2	13.5	13.6
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.40	1.55	1.76	1.99	2.26
净资产收益率 (%)	12.3	13.0	13.9	14.8	15.8
P/E (倍)	14.9	13.4	11.8	10.4	9.2
P/B (倍)	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 23 日收盘价

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	3061	3210	3497	3879	4263
现金	894	874	619	503	337
应收票据及应收账款	303	260	323	337	385
其他应收款	57	50	61	64	73
预付账款	51	72	68	81	
存货	1012	999	1079	1155	1253
其他流动资产	743	955	1346	1738	2129
<b>非流动资产</b>	743	811	750	674	607
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	421	407	433	404	358
无形资产	137	149	142	135	128
其他非流动资产	185	255	175	135	121
<b>资产总计</b>	3803	4021	4248	4554	4870
<b>流动负债</b>	776	851	893	990	1069
短期借款	50	50	50	50	50
应付票据及应付账款	324	344	368	410	449
其他流动负债	401	457	475	530	570
<b>非流动负债</b>	50	39	39	39	39
长期借款	9	7	7	7	7
其他非流动负债	41	32	32	32	32
<b>负债合计</b>	826	889	932	1029	1108
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	263	262	262	262	262
资本公积	830	845	845	845	845
留存收益	1969	2091	2275	2484	2722
归属母公司股东权益	2978	3132	3316	3525	3762
<b>负债和股东权益</b>	3803	4021	4248	4554	4870

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	516	532	401	580	572
净利润	367	407	461	523	594
折旧摊销	100	94	91	93	84
财务费用	3	3	2	2	2
投资损失	-4	-6	-6	-7	-8
营运资金变动	49	19	-141	-39	-109
其他经营现金流	2	16	-6	8	8
<b>投资活动现金流</b>	-441	-286	-381	-381	-380
资本支出	-157	-130	21	21	21
长期投资	-337	-171	-391	-391	-391
其他投资现金流	53	15	-10	-10	-9
<b>筹资活动现金流</b>	-305	-265	-274	-316	-358
短期借款	44	0	0	0	0
长期借款	9	-2	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-14	15	0	0	0
其他筹资现金流	-344	-278	-274	-316	-358
<b>现金净增加额</b>	-230	-20	-255	-116	-166

**利润表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	4193	4528	4977	5518	6106
营业成本	2457	2493	2728	3007	3309
营业税金及附加	30	39	43	48	53
营业费用	1025	1268	1394	1545	1709
管理费用	187	204	224	248	275
研发费用	82	83	91	101	112
财务费用	-7	-2	-7	-4	-3
资产减值损失	-26	-39	-29	-29	-29
其他收益	15	33	36	40	45
公允价值变动收益	9	9	0	0	0
投资净收益	6	6	6	7	8
资产处置收益	0	2	2	2	2
<b>营业利润</b>	426	458	521	594	677
营业外收入	18	21	21	21	21
营业外支出	1	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	443	476	540	612	696
所得税	76	70	79	90	102
<b>净利润</b>	367	407	461	523	594
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	367	407	461	523	594
EBITDA	503	568	624	701	777
EPS (元/股)	1.40	1.55	1.76	1.99	2.26

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-0.4	8.0	9.9	10.9	10.7
营业利润(%)	4.8	7.4	13.8	14.0	14.0
归属母公司净利润(%)	-3.3	11.0	13.2	13.5	13.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	41.4	45.0	45.2	45.5	45.8
净利率(%)	8.7	9.0	9.3	9.5	9.7
ROE(%)	12.3	13.0	13.9	14.8	15.8
ROIC(%)	10.8	12.6	13.3	14.3	15.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	21.7	22.1	21.9	22.6	22.8
净负债比率(%)	-26.3	-25.0	-15.8	-11.6	-6.5
流动比率	3.9	3.8	3.9	3.9	4.0
速动比率	2.2	2.4	2.5	2.6	2.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3
应收账款周转率	13.2	16.1	17.1	16.8	17.0
应付账款周转率	8.0	7.5	7.7	7.7	7.7
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.40	1.55	1.76	1.99	2.26
每股经营现金流(最新摊薄)	1.96	2.03	1.53	2.21	2.18
每股净资产(最新摊薄)	11.34	11.93	12.63	13.43	14.33
<b>估值比率</b>					
P/E	14.9	13.4	11.8	10.4	9.2
P/B	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	6.9	8.4	7.9	7.2	6.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 23 日收盘价

### 免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

<b>北京</b> 地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层 邮编：100077 邮箱：gsresearch@gszq.com	<b>上海</b> 地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋 邮编：200120 电话：021-38124100 邮箱：gsresearch@gszq.com
<b>南昌</b> 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	<b>深圳</b> 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com