

2026年04月23日

电商增速较快，毛利率持续提升

水星家纺(603365)

评级:	买入	股票代码:	603365
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	23.67/12.81
目标价格:		总市值(亿)	54.52
最新收盘价:	20.77	自由流通市值(亿)	16.72
		自由流通股数(百万)	80.49

事件概述

2025年公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为45.28/4.07/3.54/5.32亿元、同比增长7.99%/10.96%/6.29%/3.1%，非经常性损益主要为政府补助0.47亿元。经营性现金流高于归母净利主要由于应收账款下降。25Q4单季收入/归母净利/扣非归母净利分别为15.53/1.75/1.70亿元，同比增长3%/11%/14%。

2025年每10股派发现金红利8元(含税)，中期已派2元，合计10元，派息率63.62%，股息率约为4.8%。

26Q1收入/归母净利/扣非归母净利分别为9.79/1.05/0.89亿元，同比增长6%/17%/16%，业绩符合市场预期，净利增速高于收入增速主要由于毛利率提升。

分析判断:

人体工学枕大单品拉动枕芯增长。(1)分产品来看，25年被子/套件/枕芯/其他收入分别为21.89/14.80/4.26/4.27亿元、同比增长7.89%/1.51%/34.92%/11.00%，枕芯类增长34.92%主要受益“人体工学枕”等爆品拉动；被子连续多年保持第一大品类地位。(2)分渠道来看，电商/加盟/直营/其他收入分别为26.54/12.88/2.90/2.89亿元、同比增长15.47%/-3.32%/-10.76%/25.30%，电商收入占比同比提升3.5PCT至58.6%。(3)分地区来看，电商已独立列示，传统线下区域中华东/华北/华南分别实现收入7.20/3.28/1.03亿元、同比增长-3.88%/18.50%/1.98%，华北市场增长较快。(4)2025年公司加入中国棉花可持续发展项目(CCSO)，推出“可持续棉花”认证产品，并连续6年发布《中国被芯白皮书》，以消费洞察反哺研发；同时联动三丽鸥、潮玩Rumbaby等IP推出联名款，提升年轻客群渗透率。

25年毛利率提升主要由于电商及直营毛利率提升，25年及26Q1净利率增幅低于毛利率主要由于销售费用率提升。(1)25年公司毛利率为45.03%、同比增加3.57PCT；分渠道看，电商/加盟/直营毛利率分别为47.36%/39.78%/58.22%、同比增加4.40/2.39/5.36PCT。(2)25年公司净利率为8.98%、同比增加0.24PCT，增幅低于毛利率增幅主要由于销售费用率提升3.6PCT，主要由于广告费用增加。(3)26Q1毛利率/净利率同比提升2.3/1PCT，销售费用率提升1.8PCT。

存货微降。25年末公司存货为9.99亿元、同比下降1.33%，存货周转天数145天、基本持平。应收账款为2.59亿元、同比下降14.5%，回款加快。应付账款为3.44亿元、同比增长6.0%。

投资建议

我们分析，(1)公司延续“大单品”策略，有望持续带动产品优化升级和毛利率提升，此前有阶段性销售费用率提升影响净利率的问题，但自25Q3以来毛利率较快提升抵消了这一影响；公司大单品雪糕被历经6年迭代升级，带动夏被品类增长；人体工学枕系列以高性价比定位专业高品质记忆枕；闪睡被运用科技面料提高睡眠质量；Puff air气绒被、泡芙鹅绒被等多点开花。(2)线下门店不断升级，公司已发布升级店形象“水星 STARZHOME”，有望带动店效提升。(3)公司积极布局智能家纺领域，针对不同应用场景，推出智能枕、智能床垫等3C特色产品，扩充产品品类的基础上，发挥出家纺头部企业产品研发的核心优势，有望为业绩增长带来新增量。

调整26/27年收入预测49.17/52.82至52.85/59.43，新增28年收入预测66.19亿元；调整26/27年归母净利预测4.87/5.49至4.55/5.17亿元，新增28年归母净利润预测5.76亿元；调整26/27年EPS预测

1.86/2.09 至 1.73/1.97 元，新增 28 年 EPS 预测 2.19 元，2026 年 4 月 23 日收盘价 20.77 元对应 26/27/28 年 PE 分别为 11.98/10.55/9.47X，维持“买入”评级。

风险提示

费用率居高不下风险、加盟开店低于预期风险、店效提升低于预期风险、系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,193	4,740	5,285	5,943	6,619
YoY (%)	-0.4%	13.0%	11.5%	12.4%	11.4%
归母净利润(百万元)	367	407	455	517	576
YoY (%)	-3.3%	11.0%	11.9%	13.6%	11.4%
毛利率 (%)	41.4%	47.4%	48.4%	48.9%	49.4%
每股收益 (元)	1.40	1.55	1.73	1.97	2.19
ROE	12.3%	13.0%	12.7%	12.6%	12.3%
市盈率	14.87	13.40	11.98	10.55	9.47

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	4,740	5,285	5,943	6,619	净利润	407	455	517	576
YoY (%)	13.0%	11.5%	12.4%	11.4%	折旧和摊销	94	38	40	42
营业成本	2,493	2,727		3,348	营运资金变动	19	-126	-82	-76
营业税金及附加	39	21	24	26	经营活动现金流	532	402	511	579
销售费用	1,268	1,286	1,441	1,602	资本开支	-130	-40	-43	-47
管理费用	204	264	297	331	投资	-171	-211	-275	-262
财务费用	-2	-22	-27	-32	投资活动现金流	-286	-246	-312	-302
研发费用	83	449	535	636	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-39	-41	-43	-45	债务募资	50	-50	0	0
投资收益	6	5	6	7	筹资活动现金流	-265	-51	0	0
营业利润	458	546	621	691	现金净流量	-20	105	198	276
营业外收支	19	2	3	3	主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
利润总额	476	548	623	694	成长能力 (%)				
所得税	70	93	106	118	营业收入增长率	13.0%	11.5%	12.4%	11.4%
净利润	407	455	517	576	净利润增长率	11.0%	11.9%	13.6%	11.4%
归属于母公司净利润	407	455	517	576	盈利能力 (%)				
YoY (%)	11.0%	11.9%	13.6%	11.4%	毛利率	47.4%	48.4%	48.9%	49.4%
每股收益	1.55	1.73	1.97	2.19	净利率	8.6%	8.6%	8.7%	8.7%
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	总资产收益率 ROA	10.1%	10.1%	10.1%	9.9%
货币资金	874	979	1,177	1,453	净资产收益率 ROE	13.0%	12.7%	12.6%	12.3%
预付款项	72	95	100	104	偿债能力 (%)				
存货	999	1,008	1,081	1,147	流动比率	3.77	4.17	4.38	4.61
其他流动资产	1,265	1,615	1,946	2,266	速动比率	2.51	2.92	3.18	3.45
流动资产合计	3,210	3,698	4,305	4,970	现金比率	1.03	1.10	1.20	1.35
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	22.1%	20.5%	19.9%	19.3%
固定资产	407	400	394	389	经营效率 (%)				
无形资产	149	160	172	184	总资产周转率	1.18	1.17	1.16	1.14
非流动资产合计	811	815	821	828	每股指标 (元)				
资产合计	4,021	4,513	5,125	5,797	每股收益	1.55	1.73	1.97	2.19
短期借款	50	0	0	0	每股净资产	11.93	13.67	15.64	17.83
应付账款及票据	344	486	541	596	每股经营现金流	2.03	1.53	1.95	2.21
其他流动负债	457	402	442	482	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	851	887	982	1,079	估值分析				
长期借款	7	7	7	7	PE	13.40	11.98	10.54	9.46
其他长期负债	32	32	32	32	PB	1.76	1.52	1.33	1.16
非流动负债合计	39	39	39	39					
负债合计	889	926	1,021	1,117					
股本	262	262	262	262					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	3,132	3,587	4,104	4,680					
负债和股东权益合计	4,021	4,513	5,125	5,797					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。