

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

水星家纺 (603365.SH)

投资评级

上次评级

姜文锬 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

刘田田 纺织服饰行业联席首席分析师

执业编号: S1500525120001

邮箱: liutiantian@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

水星家纺：大单品驱动收入提速，利润率持续提升

2026年4月24日

事件：2025年公司实现收入45.28亿元(+7.99%)，归母净利润4.07亿元(+10.96%)，扣非归母净利润3.54亿元(+6.29%)。2025Q4公司实现收入15.53亿元(+2.81%)，归母净利润1.75亿元(+11.24%)，扣非归母净利润1.70亿元(+13.99%)，四季度收入增速有所放缓主要是基数因素。2026Q1公司实现收入9.79亿元(+5.74%)，归母净利润1.05亿元(+17.09%)，扣非归母净利润0.89亿元(+16.43%)，一季度收入有所恢复，利润率持续提升。此外，2025年拟每10股派8元(含税)，叠加中期分红后全年现金分红总额2.59亿元，股利支付率63.6%。

26Q1收入增速环比25Q4有所恢复，净利率持续提升。我们推测Q1主要是线上驱动增长，线下渠道延续调整、经营保持韧性。利润层面，Q1毛利率提升2.4个百分点至46.3%，主要是线上渠道占比提升以及高毛利的爆品占比提升。毛销差提升0.6个百分点，体现线上渠道的规模效应；管理费用率下降0.5个百分点，费用使用效率有所提升。

电商高增驱动收入提速，线下渠道略有承压。(1)分渠道看，2025年电商/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15.4%/-3.4%/-10.8%/25.7%，电商收入占比提升至58.6%(+3.7PCT)，主要系公司深耕传统电商、发力抖音快手等内容电商，搭建品牌自播矩阵，紧抓大促节点营销创新。加盟渠道收入略有下滑，但渠道方面已恢复净开店；直营渠道收入下滑，公司主动调整线下自营布局策略，门店呈现净关店状态。(2)分产品看，套件/被子/枕芯/其他收入分别为14.80/21.89/4.26/4.27亿元、同比增长1.5%/7.9%/34.9%/11.0%，枕芯品类高增主要系人体工学枕系列切入记忆枕赛道带动。

毛利率提升显著，销售费用率上行。2025年毛利率为44.95%(+3.6PCT)，其中电商/加盟/直营毛利率分别为47.36%/39.78%/58.22%(+4.4/+2.4/+5.4PCT)，各个渠道毛利率均有提升，大单品策略带动作用明显。2025年净利率为8.99%(+0.2PCT)，毛利率提升但净利率增幅有限，主要系销售费用率同比提升3.6PCT至28.0%，主要是电商平台推广费用支出增长，管理费用率4.5%(基本持平)，研发费用率1.8%(-0.1PCT)，财务费用率-0.1%(+0.1PCT，存款利息收入减少)。

存货管控略有优化，现金流维持稳健。2025年末存货9.99亿元(-1.3%)，2026Q1末存货10.66亿元(-1.3%)，存货周转天数基本维持稳健。2025年经营性现金流5.31亿元(+3.2%)，2026Q1经营性现金流-1.59亿元，主要是季节性因素。

展望26年：公司延续“大单品”策略，雪糕被迭代至第六代，闪睡被运用航天级PCM相变调温材料，Puff air气绒被利用仿生羽绒技术，科技睡眠产品

矩阵持续完善，有望带动产品结构升级和毛利率提升。线下门店形象升级，增设睡眠科技专区与优化动线，打造科技感的购物空间，升级消费体验。

盈利预测：我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 4.61/5.07/5.62 亿元，对应 PE 为 13.0/11.83/10.66X。

风险提示：1) 行业需求疲软；2) 行业竞争加剧；3) 电商平台规则变化，费用投放加大；3) 海外经营环境变化。

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	4,193	4,528	5,027	5,544	6,128
增长率 YoY %	-0.4%	8.0%	11.0%	10.3%	10.5%
归属母公司净利润 (百万元)	367	407	461	507	562
增长率 YoY%	-3.3%	11.0%	13.4%	9.9%	10.9%
毛利率%	41.4%	45.0%	45.0%	44.9%	44.8%
净资产收益率ROE%	12.3%	13.0%	14.7%	16.1%	17.9%
EPS(摊薄)(元)	1.40	1.55	1.76	1.93	2.14
市盈率 P/E(倍)	16.36	14.74	13.00	11.83	10.66
市净率 P/B(倍)	2.01	1.92	1.91	1.91	1.91

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 4 月 24 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
流动资产	3,061	3,210	3,178	3,279	3,438	
货币资金	894	874	473	213	239	
应收票据	0	1	0	0	0	
应收账款	303	259	279	323	374	
预付账款	51	72	70	74	0	
存货	1,012	999	1,089	1,200	1,356	
其他	800	1,005	1,266	1,468	1,468	
非流动资产	743	811	812	795	734	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	421	407	417	422	414	
无形资产	137	149	140	132	123	
其他	185	255	254	241	197	
资产总计	3,803	4,021	3,989	4,074	4,171	
流动负债	776	851	814	894	985	
短期借款	50	50	50	50	50	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	324	344	352	399	452	
其他	401	457	412	445	483	
非流动负债	50	39	39	39	39	
长期借款	9	7	7	7	7	
其他	41	32	32	32	32	
负债合计	826	889	853	933	1,025	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	2,978	3,132	3,136	3,141	3,147	
负债和股东权益	3,803	4,021	3,989	4,074	4,171	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	4,193	4,528	5,027	5,544	6,128	
同比(%)	-0.4%	8.0%	11.0%	10.3%	10.5%	
归属母公司净利润	367	407	461	507	562	
同比(%)	-3.3%	11.0%	13.4%	9.9%	10.9%	
毛利率(%)	41.4%	45.0%	45.0%	44.9%	44.8%	
ROE%	12.3%	13.0%	14.7%	16.1%	17.9%	
EPS(摊薄)(元)	1.40	1.55	1.76	1.93	2.14	
P/E	16.36	14.74	13.00	11.83	10.66	
P/B	2.01	1.92	1.91	1.91	1.91	
EV/EBITDA	6.90	8.90	9.96	9.22	8.16	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	4,193	4,528	5,027	5,544	6,128	
营业成本	2,457	2,493	2,766	3,055	3,382	
营业税金及附加	30	39	40	42	49	
销售费用	1,025	1,268	1,408	1,552	1,716	
管理费用	187	204	222	247	270	
研发费用	82	83	90	100	110	
财务费用	-7	-2	-35	-17	-6	
减值损失合计	-23	-37	-25	-25	0	
投资净收益	6	6	4	5	7	
其他	25	44	19	21	23	
营业利润	426	458	533	566	637	
营业外收支	16	19	11	30	24	
利润总额	443	476	545	596	662	
所得税	76	70	83	89	99	
净利润	367	407	461	507	562	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	367	407	461	507	562	
EBITDA	503	533	564	637	717	
EPS(当年)(元)	1.40	1.58	1.76	1.93	2.14	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
经营活动现金流	516	532	202	354	638	
净利润	367	407	461	507	562	
折旧摊销	100	94	54	58	62	
财务费用	3	3	3	3	3	
投资损失	-4	-6	-4	-5	-7	
营运资金变动	49	19	-312	-204	42	
其它	2	16	-1	-5	-24	
投资活动现金流	-441	-286	-146	-109	-53	
资本支出	-157	-130	-30	-12	24	
长期投资	-337	-171	-121	-103	-84	
其他	53	15	5	5	7	
筹资活动现金流	-305	-265	-456	-505	-560	
吸收投资	0	0	-3	0	0	
借款	53	-2	0	0	0	
支付利息或股息	-237	-233	-460	-505	-560	
现金流净增加额	-230	-20	-401	-260	26	

研究团队简介

姜文轍，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

刘田田，对外经济贸易大学金融硕士。2017-2018 年 2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，积累了买方研究思维。2019 年 1 月-2025 年 11 月就职于东兴证券研究所，任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2025 年 12 月加入信达证券研究开发中心，任纺织服装行业联席首席分析师，覆盖纺织服装全行业，擅长产业链视角研究和跟踪公司。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成成分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。