

大单品策略效果显著 盈利能力有望持续提升

核心观点

- **25 年报基本符合预期，电商收入和毛利率提升是主要增长动力。**25 年全年公司收入和归母净利润同比分别增长 8%和 11%左右。分渠道看，电商和其他（团购为主）的收入同比分别增长 15%和 25%左右，加盟和直营收入同比分别下降 3%和 11%左右。电商业务占公司收入比重 59%左右，而且电商毛利率同比提升 4.4 个百分点，因此电商是驱动公司 25 年经营实现较好增长的主要驱动力。我们认为，25 年公司强化科技功能和睡眠健康为品牌标签的大单品策略是推动公司电商快速增长且盈利能力持续提升的核心因素。年报公司拟每股派发 0.8 元，再加上之前的中报分红，对应分红比率在 64%左右，相比以往有进一步提升态势。
- **一季度盈利能力延续提升态势。**26 年一季度公司收入和归母净利润同比分别增长 6%和 17%左右，毛利率同比提升 2.4 个百分点，净利润同比提升 1.04 个百分点。我们预计一季度公司电商销售仍有两位数左右的增长，是推动一季报实现良好增长的主要来源。
- **我们预计未来 2-3 年公司有望延续收入稳健增长、盈利能力持续提升的态势。**近年来国内家纺行业呈现科技增量、结构升级的特征，聚焦科技赋能和睡眠经济已经成为行业核心发展趋势。我们看好公司坚持大单品驱动、全品类布局的策略。相比市场比较关注的亚朵，我们认为公司推行大单品的优势在于其拥有 SKU 更多，大单品除了能带来自身销售外，还能有更好的外溢效果，带动其他品类销售，因此大单品策略的投放见效也更快。这样的外溢效果在年报和一季报已经得到部分体现。另外公司相对于其他龙头同行更高性价比的定位也给与它更多的产品升级的空间。我们预计公司未来 2-3 年销售有望保持稳健增长，盈利增速有望持续超越收入增速。

盈利预测与投资建议

- 根据公司 25 年报和 26 年一季报，我们小幅调整其 26-27 年盈利预测，同时新引入 28 年盈利预测，预计公司 2026-2028 年每股收益分别为 1.77、2.02 和 2.23 元（原预测 26-27 年分别为 1.79 和 1.94 元），参考可比公司，给予 2026 年 15 倍 PE 估值，对应目标价 26.55 元，维持公司“增持”评级。

风险提示

终端消费复苏低于预期、新开店、新品拓展不及预期等

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,193	4,528	4,960	5,387	5,775
同比增长(%)	-0.4%	8.0%	9.5%	8.6%	7.2%
营业利润(百万元)	426	458	528	605	671
同比增长(%)	4.8%	7.4%	15.2%	14.6%	11.0%
归属母公司净利润(百万元)	367	407	464	529	586
同比增长(%)	-3.3%	11.0%	14.0%	14.1%	10.7%
每股收益(元)	1.40	1.55	1.77	2.02	2.23
毛利率(%)	41.4%	45.0%	45.9%	46.2%	46.4%
净利率(%)	8.7%	9.0%	9.3%	9.8%	10.1%
净资产收益率(%)	12.4%	13.3%	13.8%	14.2%	14.7%
市盈率	16.4	14.7	12.9	11.3	10.2
市净率	2.0	1.9	1.7	1.6	1.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

增持（维持）

股价（2026年04月24日）	22.85 元
目标价格	26.55 元
52 周最高价/最低价	23.64/14.63 元
总股本/流通 A 股（万股）	26,250/25,980
A 股市值（百万元）	5,998
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2026 年 04 月 25 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	11.03	13.57	7.68	57.59
相对表现%	10.17	6.99	6.26	31.56
沪深 300%	0.86	6.58	1.42	26.03



证券分析师

施红梅 执业证书编号：S0860511010001
香港证监会牌照：BXO424
shihongmei@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

三季报高增 看好科技大单品策略的未来前景	2025-10-30
Q4 业绩明显改善，维持高分红率	2025-05-13
三季度业绩承压，回购彰显公司发展信心	2024-11-04

根据公司 25 年报和 26 年一季报，我们小幅调整其 26-27 年盈利预测（主要下调了收入增速，上调了毛利率），同时新引入 28 年盈利预测，预计公司 2026-2028 年每股收益分别为 1.77、2.02 和 2.23 元（原预测 26-27 年分别为 1.79 和 1.94 元），参考可比公司，给予 2026 年 15 倍 PE 估值，对应目标价 26.55 元，维持公司“增持”评级。

表 1：行业可比公司估值（截至 2026 年 4 月 24 日）

公司名称	公司代码	股价 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
罗莱生活	002293	11.23	0.52	0.62	0.71	0.80	22	18	16	14
富安娜	002327	7.31	0.65	0.40	0.49	0.54	11	18	15	14
海澜之家	600398	6.38	0.45	0.45	0.49	0.54	14	14	13	12
太平鸟	603877	14.33	0.55	0.37	0.54	0.66	26	39	27	22
慕思股份	001323	24.12	1.76	1.56	1.67	1.86	14	15	14	13
调整后平均								17	15	14

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示：终端消费复苏低于预期、新开店、新品拓展不及预期等

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	894	874	1,033	1,040	1,115	营业收入	4,193	4,528	4,960	5,387	5,775
应收票据、账款及款项融资	303	260	285	309	332	营业成本	2,457	2,493	2,685	2,897	3,098
预付账款	51	72	79	86	92	销售费用	1,025	1,268	1,389	1,497	1,582
存货	1,012	999	1,076	1,161	1,241	管理费用	187	204	223	242	260
其他	800	1,004	1,009	1,014	1,018	研发费用	82	83	94	102	110
流动资产合计	3,061	3,210	3,482	3,610	3,798	财务费用	(7)	(2)	(8)	(9)	(8)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	23	37	45	43	51
固定资产	421	407	572	744	909	公允价值变动收益	9	9	9	9	9
在建工程	27	109	154	177	189	投资净收益	6	6	6	6	6
无形资产	137	149	191	232	270	其他	(15)	(4)	(20)	(23)	(27)
其他	158	146	128	127	127	营业利润	426	458	528	605	671
非流动资产合计	743	811	1,046	1,279	1,493	营业外收入	18	21	20	20	20
资产总计	3,803	4,021	4,528	4,889	5,291	营业外支出	1	2	2	2	2
短期借款	50	50	50	129	234	利润总额	443	476	545	622	689
应付票据及应付账款	324	344	370	399	427	所得税	76	70	82	93	103
其他	401	457	459	462	464	净利润	367	407	463	529	585
流动负债合计	776	851	879	990	1,125	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款	9	7	7	7	7	归属于母公司净利润	367	407	464	529	586
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.40	1.55	1.77	2.02	2.23
其他	41	32	32	32	32						
非流动负债合计	50	39	39	39	39						
负债合计	826	889	918	1,029	1,163						
少数股东权益	0	(0)	(0)	(0)	(0)	主要财务比率					
实收资本(或股本)	263	262	262	262	262						
资本公积	746	779	845	845	845	成长能力					
留存收益	1,969	2,091	2,502	2,753	3,021	营业收入	-0.4%	8.0%	9.5%	8.6%	7.2%
其他	0	(0)	0	0	0	营业利润	4.8%	7.4%	15.2%	14.6%	11.0%
股东权益合计	2,978	3,132	3,609	3,860	4,128	归属于母公司净利润	-3.3%	11.0%	14.0%	14.1%	10.7%
负债和股东权益总计	3,803	4,021	4,528	4,889	5,291	获利能力					
						毛利率	41.4%	45.0%	45.9%	46.2%	46.4%
						净利率	8.7%	9.0%	9.3%	9.8%	10.1%
						ROE	12.4%	13.3%	13.8%	14.2%	14.7%
						ROIC	11.5%	12.4%	12.8%	13.2%	13.4%
						偿债能力					
						资产负债率	21.7%	22.1%	20.3%	21.0%	22.0%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	3.95	3.77	3.96	3.65	3.38
						速动比率	2.64	2.60	2.68	2.39	2.15
						营运能力					
						应收账款周转率	13.2	16.1	18.3	18.2	18.1
						存货周转率	2.4	2.5	2.5	2.4	2.4
						总资产周转率	1.1	1.2	1.2	1.1	1.1
						每股指标(元)					
						每股收益	1.40	1.55	1.77	2.02	2.23
						每股经营现金流	1.96	2.03	1.61	1.84	2.15
						每股净资产	11.34	11.93	13.75	14.71	15.73
						估值比率					
						市盈率	16.4	14.7	12.9	11.3	10.2
						市净率	2.0	1.9	1.7	1.6	1.5
						EV/EBITDA	9.6	9.0	7.9	7.0	6.2
						EV/EBIT	11.0	10.1	8.9	7.7	7.0

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管、私募业务合计持有水星家纺(603365)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。