

家纺

水星家纺（603365.SH）

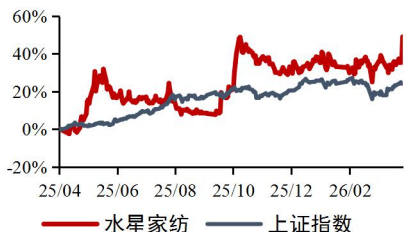
买入-A(首次)

电商渠道优势显著，2026Q1 业绩增长提速

2026年4月27日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源：常闻，山西证券研究所

市场数据：2026年4月24日

收盘价（元/股）:	22.85
年内最高/最低（元/股）:	23.87/15.49
流通A股/总股本（亿股）:	2.60/2.62
流通A股市值（亿元）:	59.36
总市值（亿元）:	59.98

基础数据：2026年3月31日

基本每股收益(元/股):	0.40
摊薄每股收益(元/股):	0.40
每股净资产(元/股):	12.34
净资产收益率(%):	3.24

资料来源：常闻，山西证券研究所

分析师:

王冯

执业登记编码: S0760522030003

邮箱: wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码: S0760523050001

邮箱: sunmeng@sxzq.com

事件描述

4月23日，公司披露2025年年报及2026Q1季报，2025年，公司实现营业收入45.28亿元，同比增长7.99%；实现归母净利润4.07亿元，同比增长10.96%；实现扣非净利润3.54亿元，同比增长6.29%。2026Q1，公司实现营业收入9.79亿元，同比增长5.74%；实现归母净利润1.05亿元，同比增长17.09%；实现扣非净利润0.89亿元，同比增长16.43%。2025年，公司拟向全体股东每10股派发末期股息8.0元（含税），叠加三季度股息，公司全年派息率达63.29%。

事件点评

2025Q3起，公司连续三个季度业绩增速持续提速。拆分季度看，2025Q4，公司实现营收15.53亿元，同比增长2.81%；实现归母净利润1.75亿元，同比增长11.24%；实现扣非净利润1.70亿元，同比增长13.99%。2026Q1，公司实现营业收入9.79亿元，同比增长5.74%；实现归母净利润1.05亿元，同比增长17.09%；实现扣非净利润0.89亿元，同比增长16.43%。自2025年3季度以来，公司业绩增速转正，且持续快于营收增速，彰显公司大单品策略取得显著效果，且广宣费用投放效率提升。

电商渠道实现中双位数增长，大单品策略带动枕芯品类高速增长。分业务看，2025年，自营门店、加盟渠道、电商渠道分别实现营收2.90、12.88、26.54亿元，同比增长-10.76%、-3.32%、15.47%。公司稳步优化门店结构，通过加盟合作模式快速拓展三四线城市及下沉市场，以全品类床上用品满足消费者需求，通过线下自营渠道进驻多个高线城市的核心商圈，打造标杆性终端门店，扩大了对高线城市消费群体的覆盖，进一步加深公司品牌影响力。2025年，公司产品研发聚焦健康睡眠痛点，推出科技大单品矩阵，带动品类发展。其中，枕芯品类营收4.26亿元，同比增长34.92%，被子品类营收21.89亿元，同比增长7.89%，套件品类营收14.80亿元，同比增长1.51%。

全渠道毛利率同比提升，经营活动现金流与净利润基本匹配。盈利能力方面，2025年，公司销售毛利率为44.95%，同比提升3.55pct；其中，电商渠道、直营渠道、加盟渠道毛利率分别提升4.40pct、5.36pct、2.39pct。费用率方面，2025年，公司期间费用率合计34.27%，同比提升3.58pct，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别提升3.56pct、0.03pct、0.12pct，研发费用率同比下滑0.13pct；销售费用率上升，主因广告宣传费、推广费、工资性支出增长。综合影响下，2025年，公司归母净利率为8.98%，同比提升0.24pct。存货方面，截至2026Q1末，公司存货10.66亿元，同比下降



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

1.34%，存货周转天数为 177 天，同比下降 4 天。经营活动现金流方面，2025 年，公司经营
 活动现金流净额为 5.32 亿元，同比增长 3.18%。

投资建议

➤ 2025 年，公司通过科技大单品持续破圈，多维度构建护城河，加速品类聚焦效应，
 营收规模创新高水平，同时全渠道销售毛利率显著提升。2026Q1 季度营收端延续中高单
 位数稳健增长，业绩增速较上一季度环比提升。预计公司 2026-2028 年归母净利润为
 4.61、5.15、5.77 亿元，4 月 23 日收盘价，对应 2026-2028 年 PE 为 11.8/10.6/9.5 倍，
 首次覆盖，给予“买入-A”评级。

风险提示

- 行业竞争加剧风险：家纺公司加大对大单品的培育与投入，公司面临行业竞争加剧
 的风险，销售费用投放或继续增加。
- 原材料价格大幅波动：家纺行业原材料价格受政策、贸易、油价等影响产生波动，
 直接影响公司成本及利润情况。
- 线下门店拓展不及预期：公司面临线下加盟及直营门店扩张不及预期的风险。

财务数据与估值：

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,193	4,528	5,002	5,482	5,947
YoY(%)	-0.4	8.0	10.5	9.6	8.5
净利润(百万元)	367	407	461	515	577
YoY(%)	-3.3	11.0	13.3	11.8	11.9
毛利率(%)	41.4	45.0	45.5	45.9	46.2
EPS(摊薄/元)	1.40	1.55	1.76	1.96	2.20
ROE(%)	12.3	13.0	12.8	13.0	13.1
P/E(倍)	14.9	13.4	11.8	10.6	9.5
P/B(倍)	1.8	1.7	1.5	1.4	1.2
净利率(%)	8.7	9.0	9.2	9.4	9.7

资料来源：常闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	3061	3210	3624	4085	4531
现金	894	874	1132	1649	1643
应收票据及应收账款	303	260	423	291	503
预付账款	51	72	72	87	82
存货	1012	999	1201	1193	1390
其他流动资产	800	1005	796	865	914
非流动资产	743	811	804	805	802
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	421	407	437	457	467
无形资产	137	149		142	141
其他非流动资产	185	255	222	206	195
资产总计	3803	4021	4428	4890	5333
流动负债	776	851	788	897	897
短期借款	50	50	35	45	43
应付票据及应付账款	324	344	384	399	434
其他流动负债	401	457	369	452	419
非流动负债	50	39	48	43	40
长期借款	9	7	6	4	3
其他非流动负债	41	32	42	38	37
负债合计	826	889	835	939	937
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	2252	2432	2634
归属母公司股东权益	2978	3132	3593	3951	4396
负债和股东权益	3803	4021	4428	4890	5333

现金流量表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	516	532	34	750	198
净利润	367	407	461	515	576
折旧摊销	67	66	64	51	55
财务费用	-7	-2	-7	-15	-21
投资损失	-6	-6	-4	-5	-5
营运资金变动	29	2	-480	218	-395
其他经营现金流	66	65	-0	-14	-12
投资活动现金流	-441	-286	238	-95	-90
筹资活动现金流	-305	-265	-14	-137	-114
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.40	1.55	1.76	1.96	2.20
每股经营现金流(最新摊薄)	1.96	2.03	0.13	2.86	0.75
每股净资产(最新摊薄)	11.34	11.93	13.69	15.05	16.75

利润表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	4193	4528	5002	5482	5947
营业成本	2457	2493	2726	2967	3202
营业税金及附加	30	39	40	45	48
营业费用	1025	1268	1416	1554	1689
管理费用	187	204	224	246	267
研发费用	82	83	92	100	109
财务费用	-7	-2	-7	-15	-21
资产减值损失	-23	-37	-34	-41	-42
公允价值变动收益	9	9	9	9	9
投资净收益	6	6	4	5	5
营业利润	426	458	514	583	653
营业外收入	18	21	30	23	24
营业外支出	1	2	3	2	3
利润总额	443	476	540	603	675
所得税	76	70	79	88	99
税后利润	367	407	461	515	576
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	367	407	461	515	577
EBITDA	487	520	576	616	684

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-0.4	8.0	10.5	9.6	8.5
营业利润(%)	4.8	7.4	12.2	13.5	12.1
归属于母公司净利润(%)	-3.3	11.0	13.3	11.8	11.9
获利能力					
毛利率(%)	41.4	45.0	45.5	45.9	46.2
净利率(%)	8.7	9.0	9.2	9.4	9.7
ROE(%)	12.3	13.0	12.8	13.0	13.1
ROIC(%)	11.2	12.0	11.9	11.9	12.0
偿债能力					
资产负债率(%)	21.7	22.1	18.9	19.2	17.6
流动比率	3.9	3.8	4.6	4.6	5.1
速动比率	2.2	2.4	2.8	2.9	3.2
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	13.2	16.1	14.6	15.4	15.0
应付账款周转率	8.0	7.5	7.5	7.6	7.7
估值比率					
P/E	14.9	13.4	11.8	10.6	9.5
P/B	1.8	1.7	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	8.7	7.4	6.7	5.3	4.7

资料来源：常闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号
华润金融大厦 23 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

