

水星家纺 (603365.SH)

强烈推荐 (维持)

大单品战略下毛利率显著提升, 26Q1 利润加速释放

消费品/轻工纺服
目标估值: NA
当前股价: 22.85 元

2025 年公司营收/归母净利润分别同比+8.0%/+11.0%，26Q1 分别同比+5.7%/+17.1%。25 年电商&团购渠道驱动增长，大单品战略下毛利率显著提升，26Q1 费用率增幅收窄、净利率加速提升。预计 26-28 年公司归母净利润，分别为 4.61 亿元、5.20 亿元、5.88 亿元，当前市值对应 26PE13X、27PE12X，维持强烈推荐评级。

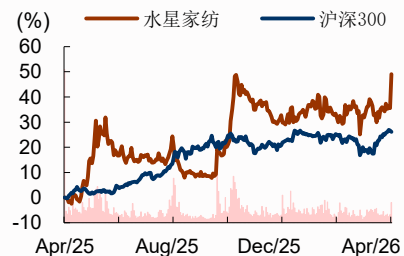
基础数据

总股本 (百万股)	262
已上市流通股 (百万股)	260
总市值 (十亿元)	6.0
流通市值 (十亿元)	5.9
每股净资产 (MRQ)	12.3
ROE (TTM)	13.0
资产负债率	18.3%
主要股东	水星控股集团有限公司
主要股东持股比例	41.07%

□ 25 全年稳健增长, 26Q1 加速增长, 利润增速持续快于收入。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	19	22	62
相对表现	13	19	36



资料来源: 公司数据、招商证券

(1) 2025 年: 公司营收 45.28 亿元, 同比+7.99%; 归母净利润 4.07 亿元, 同比+10.96%; 扣非净利润 3.54 亿元, 同比+6.29%。公司拟派发年度现金股利 0.8 元/股, 结合中期分红对应全年总派息比例 63.62%。

相关报告

- 《水星家纺 (603365) —25Q3 业绩超预期, 大单品战略成效显著》2025-10-29
- 《水星家纺 (603365) —线上增长提速, “深睡枕”及“雪糕被”持续放量》2025-06-17

(2) 25Q4: 营收 15.53 亿元, 同比+2.81%; 归母净利润 1.75 亿元, 同比+11.24%; 扣非净利润 1.70 亿元, 同比+13.99%。

(3) 26Q1: 营收 9.79 亿元, 同比+5.74%; 归母净利润 1.05 亿元, 同比+17.09%; 扣非净利润 0.89 亿元, 同比+16.43%。

□ 电商&团购渠道驱动增长, 直营&加盟渠道有所承压。分渠道看, 2025 年电商渠道营收 26.54 亿元 (同比+15.47%), 加盟渠道营收 12.88 亿元 (-3.32%), 直营渠道营收 2.90 亿元 (-10.76%), 团购等其他渠道营收 2.89 亿元 (+25.30%)。

□ 25 年产品升级多渠道毛利率显著提升, 26Q1 费用率增幅收窄、净利率加速提升。

(1) 2025 年: 公司毛利率同比+3.55pct 至 44.95%, 其中电商渠道毛利率 47.36% (+4.40pct)、线下加盟毛利率 39.78% (+2.39pct)、直营渠道毛利率 58.22% (+5.36pct)、其他渠道毛利率 33.79% (-0.17pct)。期间费用率同比+3.58pct 至 34.27%, 其中销售费用率同比+3.56pct 至 28.00%, 主要系广宣费、推广费、工资性支出增长所致。净利率同比+0.24pct 至 8.98%。

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

唐圣扬 S1090523120001

tangshengyang@cmschina.com.cn

(2) 25Q4: 毛利率同比+5.07pct 至 46.43%; 期间费用率同比+4.40pct 至 32.07%, 其中销售费用率同比+3.82pct 至 27.17%; 净利率同比+0.85pct 至 11.24%。

(3) 26Q1: 毛利率同比+2.39pct 至 46.29%, 期间费用率同比+1.31pct 至 35.10%, 净利率同比+1.04pct 至 10.74%。

□ 25 年现金流改善, 26Q1 存货周转效率提升。1) 2025 年: 公司经营性现金流量净额 5.32 亿元 (+3.18%), 存货周转天数 145 天 (+1 天), 应收账款周转天数 22 天 (-5 天)。2) 26Q1: 经营性现金流量净额-1.59 亿元, 存货周转天数 177 天 (-5 天), 应收账款周转天数 26 天 (-2 天)。

□ 盈利预测及投资建议: 公司以大单品战略为核心引擎、全渠道协同为增长底座, 实现线上爆款引爆、线下体验转化、全域会员沉淀, 构建起产品力、渠道力、服务力的复合优势。展望 2026 年, 25 年的两款大单品将继续放量, 并将推出天然被芯品类的单品, 延伸产品矩阵, 拉动对应品类销售提速; 产品结构持续升级推升毛利率, 优化费用投放, 进一步提高盈利水平。我们预计 2026-2028 年收入规模为 49.82 亿元、54.91 亿元、60.47 亿元, 同比增速分别为 10%、10%、10%。归母净利润分别为 4.61 亿元、5.20 亿元、5.88 亿

元，同比增速分别为 13%、13%、13%。当前市值对应 26PE13X、27PE12X，维持强烈推荐评级。

□ **风险提示：**原材料价格波动风险、终端客流及消费不及预期风险、线上流量成本增加侵蚀利润空间风险、行业竞争加剧风险等。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	4193	4528	4982	5491	6047
同比增长	-0%	8%	10%	10%	10%
营业利润(百万元)	426	458	521	590	670
同比增长	5%	7%	14%	13%	13%
归母净利润(百万元)	367	407	461	520	588
同比增长	-3%	11%	13%	13%	13%
每股收益(元)	1.40	1.55	1.75	1.98	2.24
PE	16.4	14.7	13.0	11.5	10.2
PB	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	3061	3210	3478	3768	4089
现金	894	874	1005	1142	1296
交易性投资	451	843	843	843	843
应收票据	0	1	1	1	1
应收款项	303	259	285	314	346
其它应收款	57	50	55	61	67
存货	1012	999	1087	1186	1293
其他	343	184	202	222	243
非流动资产	743	811	810	782	758
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	421	407	395	383	373
无形资产商誉	137	149	134	121	108
其他	185	255	281	278	276
资产总计	3803	4021	4287	4551	4847
流动负债	776	851	866	903	942
短期借款	50	50	50	50	50
应付账款	324	344	374	408	445
预收账款	30	24	26	29	32
其他	372	433	416	416	416
长期负债	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	905	942	981
股本	263	262	262	262	262
资本公积金	746	779	779	779	779
留存收益	1969	2091	2341	2568	2825
少数股东权益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司所有者权益	2978	3132	3382	3609	3866
负债及权益合计	3803	4021	4287	4551	4847

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	516	532	364	405	459
净利润	367	407	460	520	588
折旧摊销	67	66	59	56	53
财务费用	3	3	(4)	(5)	(6)
投资收益	(4)	(6)	(48)	(48)	(48)
营运资金变动	94	73	(104)	(118)	(127)
其它	(11)	(11)	0	0	0
投资活动现金流	(441)	(286)	(10)	20	20
资本支出	(157)	(130)	(58)	(28)	(28)
其他投资	(284)	(156)	48	48	48
筹资活动现金流	(305)	(265)	(223)	(288)	(324)
借款变动	34	(54)	(16)	0	0
普通股增加	0	(0)	0	0	0
资本公积增加	(97)	33	0	0	0
股利分配	(236)	(236)	(210)	(293)	(331)
其他	(5)	(7)	4	5	6
现金净增加额	(230)	(19)	131	137	154

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	4193	4528	4982	5491	6047
营业成本	2457	2493	2712	2961	3227
营业税金及附加	30	39	43	47	52
营业费用	1025	1268	1407	1559	1723
管理费用	187	204	224	247	278
研发费用	82	83	91	104	115
财务费用	(7)	(2)	(4)	(5)	(6)
资产减值损失	(23)	(35)	(35)	(35)	(35)
公允价值变动收益	9	9	9	9	9
其他收益	15	33	33	33	33
投资收益	6	6	6	6	6
营业利润	426	458	521	590	670
营业外收入	18	21	21	21	21
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	443	476	539	609	689
所得税	76	70	79	89	101
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	367	407	461	520	588

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	-0%	8%	10%	10%	10%
营业利润	5%	7%	14%	13%	13%
归母净利润	-3%	11%	13%	13%	13%
获利能力					
毛利率	41.4%	45.0%	45.6%	46.1%	46.6%
净利率	8.7%	9.0%	9.2%	9.5%	9.7%
ROE	12.4%	13.3%	14.1%	14.9%	15.7%
ROIC	11.4%	12.4%	13.3%	14.0%	14.9%
偿债能力					
资产负债率	21.7%	22.1%	21.1%	20.7%	20.2%
净负债比率	2.3%	1.8%	1.3%	1.3%	1.2%
流动比率	3.9	3.8	4.0	4.2	4.3
速动比率	2.6	2.6	2.8	2.9	3.0
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.2	1.2	1.2	1.3
存货周转率	2.5	2.5	2.6	2.6	2.6
应收账款周转率	13.2	16.1	18.2	18.3	18.2
应付账款周转率	8.0	7.5	7.6	7.6	7.6
每股资料(元)					
EPS	1.40	1.55	1.75	1.98	2.24
每股经营净现金	1.96	2.03	1.39	1.54	1.75
每股净资产	11.34	11.93	12.89	13.75	14.73
每股股利	0.90	0.80	1.12	1.26	1.42
估值比率					
PE	16.4	14.7	13.0	11.5	10.2
PB	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	12.9	11.9	10.2	9.2	8.2

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。