

水星家纺(603365)

报告日期: 2023年05月01日

## 差异竞争驱动领跑增速, 估值处于历史低位

### ——水星家纺深度报告

#### 投资要点

**报告导读:** 水星作为国内家纺龙头之一, 以高性价比的定位形成差异化竞争, 在电商上的领先战略眼光为公司带来强劲的增长驱动, 聚焦被芯的品牌战略高效占领消费者心智。在低基数及婚庆等需求释放之下, 23Q2起预计进入靓丽增长阶段, 当前估值处于历史低位, 推荐重点关注。

#### ❑ 低估值、高成长的被芯销量第一品牌

水星家纺历史已逾30年, 从最初的被服单品类生产商成长为国内龙头家纺企业。2020年公司提出“聚焦被芯”品牌战略, 目前被芯销量位列全国第一。主品牌外, 公司以“品类品牌化”组建“水星婚庆馆”、“水星宝贝”等品牌矩阵。2013-2021年公司收入/净利润CAGR为11.5%/18.6%, 增速领先于行业。

#### ❑ 家纺行业增长稳健, 水星电商驱动增速领跑

**行业中长期增长稳健:** 2016-2022年我国家纺市场规模CAGR为4.3%, 发展极其稳健, 2023年有望在低基数上实现靓丽增长。疫情导致国内居民对家纺品质有了更高要求, “消费升级”及“更换频次加快”形成行业持续增长的重要支撑; 短期内, 婚庆需求释放、地产复苏将产生强劲驱动力。

**龙头市占率持续提升:** 家纺龙头的成长性及韧性普遍优于行业平均, 罗莱/水星/富安娜/梦洁的CR4由2016年的4.15%提升至2021年的5.70%, 但在庞大的市场参与主体下, 龙头市占率仍较低, 未来集中度提升空间广阔。

**线上渠道为核心驱动:** 家纺产品的标准化特征使其相比服装更适合线上销售, 在家纺龙头中, 水星的线上渠道发展最为突出, 2014-2022年线上收入CAGR达25%, 占总收入的比例已达58%。由于水星电商毛利率高于线下渠道, 因此电商占比提升对整体毛利率形成正向拉动。

#### ❑ 水星增速何以领跑? 源自差异化竞争战略

**产品: 定位高性价比, 持续打造大单品。** 不同于罗莱和富安娜主打优雅高贵风格、聚焦一二线城市客群, 水星以舒适、时尚、高性价比产品瞄准二三四线城市, 同时持续打造具备科技感和功能性的“极致大单品”, 形成差异化竞争。

**渠道: 紧抓线上红利, 展现超前眼光。** 水星电商成长之路抓住了两次行业红利: 第一次作为最早入驻淘宝商城的品牌, 领先行业成立电商子公司进行独立规范运作, 抢占电商发展的先机; 第二次是在面临传统平台流量瓶颈之下, 加大投入社交电商及直播电商, 延长了电商高增长的生命周期。

**品牌: 单品类抢占心智, 精准覆盖客群。** 公司2020年提出“好被芯, 选水星”品牌战略, 目标以单品类打造差异化的品牌印象, 更高效地占领消费者心智, 进而带动全品类销售。此外, 针对不同客群, 公司通过IP联名、代言人、影视综艺植入等方式进行精准营销。

#### ❑ 盈利预测与估值

预计公司2023-2025年实现收入40.3/44.8/49.4亿元, 同比+10%/+11%/+10%; 实现归母净利润3.73/4.19/4.69亿元, 同比增长34%/12%/12%。对应当前38亿市值PE为11/10/9倍, 低于可比公司平均估值, 亦处于自身历史估值的低位。考虑到公司领先行业的收入增速及利润率修复趋势, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

#### ❑ 风险提示

电商渠道增速放缓; 原材料价格波动; 电商利润率下行

#### 投资评级: 买入(首次)

分析师: 马莉

执业证书号: S1230520070002

mali@stocke.com.cn

分析师: 詹陆雨

执业证书号: S1230520070005

zhanluyu@stocke.com.cn

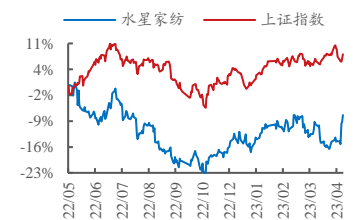
研究助理: 邹国强

zouguoqiang@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 14.43
总市值(百万元)	3,848.05
总股本(百万股)	266.67

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《线下增速平稳, 线上承压-水星家纺三季报点评》2018.10.26
- 《水星家纺深度-高性价比家纺龙头, 多级经销协同发力》2018.09.21

## 财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3663.8	4028.3	4476.8	4944.2
(+/-) (%)	-3.6%	10.0%	11.1%	10.4%
归母净利润	278.3	372.8	419.1	468.8
(+/-) (%)	-27.9%	34.0%	12.4%	11.8%
每股收益(元)	1.04	1.40	1.57	1.76
P/E	14.4	10.8	9.6	8.6

资料来源：浙商证券研究所

## 正文目录

<b>1 低估值、高成长的被芯销量第一品牌</b>	<b>5</b>
1.1 三十年磨一剑，估值处于历史底部	5
1.2 家族持股集中，二代领衔电商注入活力	6
<b>2 家纺行业增长稳健，水星电商驱动领跑增速</b>	<b>8</b>
2.1 行业稳健，婚庆需求释放有望带动提速	8
2.2 龙头成长性优于行业，集中度持续提升	8
2.3 水星电商领跑行业，驱动毛利率上行	10
<b>3 水星增速何以领跑？源自差异化竞争战略</b>	<b>12</b>
3.1 产品定位高性价比，大单品策略成效显著	12
3.2 线上紧抓行业红利，展现超前战略眼光	13
3.3 被芯单品类占领心智，精准营销拓宽客群	15
<b>4 盈利预测与估值</b>	<b>16</b>
4.1 盈利预测	16
4.2 估值及投资建议	17
<b>5 风险提示</b>	<b>18</b>

## 图表目录

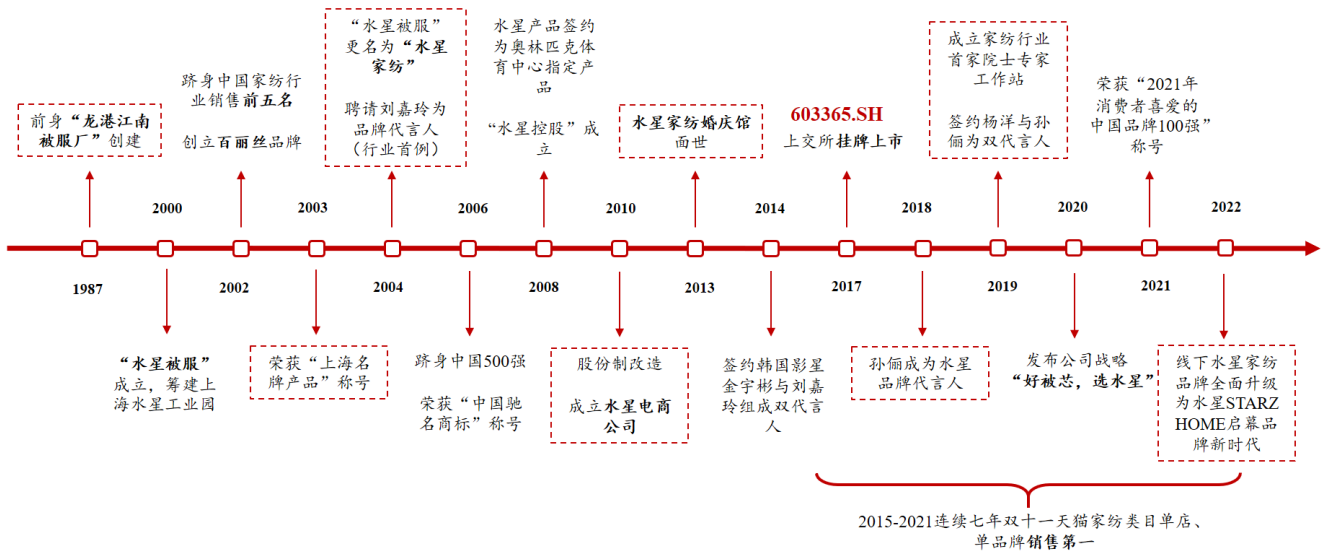
图 1: 水星家纺发展历程.....	5
图 2: 水星家纺品牌矩阵.....	5
图 3: 水星家纺季度业绩及市值走势.....	6
图 4: 水星家纺股权结构 (截至 2023 年一季报) .....	7
图 5: 中国家纺市场规模 (内销营收额) .....	8
图 6: 中国规模以上家纺企业收入利润增速.....	8
图 7: 家纺行业龙头收入及增速.....	9
图 8: 中国规模以上家纺企业数量.....	9
图 9: 中国规模以上床上用品企业数量.....	9
图 10: 社会零售总额及网上零售占比.....	10
图 11: 家纺龙头电商收入规模、增速及占比.....	10
图 12: 家纺龙头线上销售均价-床品套件品类.....	12
图 13: 家纺龙头线上销售均价-被子品类.....	12
图 14: 家纺龙头线上渠道毛利率对比.....	12
图 15: 家纺龙头直营渠道毛利率对比.....	12
图 16: 家纺龙头线下渠道数量及结构.....	14
图 17: 2020 年水星家纺被芯战略发布会.....	15
图 18: 2022 中国被芯白皮书发布会.....	15
图 19: 水星家纺联名产品.....	15
图 20: 水星家纺代言人.....	15
表 1: 水星家纺董事会及高管团队.....	7
表 2: 国内家纺消费用途类型占比.....	8
表 3: 家纺行业龙头市占率变化趋势.....	9
表 4: 水星家纺收入按渠道拆分 (单位: 百万元) .....	11
表 5: 水星家纺代表性大单品介绍.....	13
表 6: 水星家纺电商发展大事记.....	14
表 7: 水星家纺分渠道收入及毛利率预测 (单位: 百万元) .....	16
表 8: 水星家纺盈利预测.....	17
表 9: 可比公司估值.....	17
表附录: 三大报表预测值.....	19

## 1 低估值、高成长的被芯销量第一品牌

### 1.1 三十年磨一剑，估值处于历史底部

三十余年打造全国被芯销量第一品牌。水星家纺前身为1987年成立的“龙岗江南被服厂”，其所在地温州苍南早在上世纪90年代已成为全国家纺产品的集中地之一。2000年，公司在迁往上海并成立“水星被服”后迎来快速发展，2002年跻身中国家纺行业销售前五名。随着产品线从被子拓展至套件、被芯、枕芯等，2004年公司更名为“水星家纺”并在2010年完成股份制改造、2017年在上交所挂牌上市。公司2020年提出“好被芯，选水星”的品牌主张，打造在被芯品类细分市场的竞争力，根据欧睿咨询数据，2021年水星家纺被芯销量位列全国第一。

图1：水星家纺发展历程



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司以“品类品牌化”的方式组建品牌矩阵。目前已形成以“水星”品牌为主，“百丽丝”品牌为辅，覆盖“水星家纺婚庆馆”、“水星宝贝”、“水星 KIDS”等细分品类的品牌矩阵，涵盖不同消费层级和年龄阶段的客群。

图2：水星家纺品牌矩阵



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司历史业绩增长稳健，23Q2 将进入低基数。2021 年公司达到历史最好业绩——收入 38.0 亿元，归母净利润 3.86 亿元，净利率 10.16%，2013-2021 年营收/净利润 CAGR 分别为 11.5%/18.6%，利润增速高于收入主要是由毛利率提升带动。2022 年疫情对零售及物流发货再次产生冲击，公司收入下滑 3.6%至 36.6 亿元，公司为保障品牌力持续提升及组织稳定性，并未削减营销投入或员工薪酬，因此归母净利润下滑 27.9%至 2.78 亿。纵观近十年，除 20Q1、22Q2、22Q4 受疫情影响最大的三个季度出现收入下滑之外，其余季度均保持稳健增长。

历史 PE 处于 9-16 倍之间，当前估值处于历史低位。公司 2017 年 11 月挂牌上市后，基于电商渠道的高速成长性，市值于 18Q2 达到历史最高点 88 亿元，对应 PE 为 31 倍。但由于拼多多等以低价竞争为主的电商平台兴起，白牌、贴牌及低价品牌快速抢占市场份额，公司电商增速于 18Q2 开始承压，整体业绩增速下降，市值于 18Q4 降至低点 33 亿元，对应 PE 为 12 倍。此后 PE 在 9-16 倍之间波动，当前估值处于历史低位水平。

图3： 水星家纺季度业绩及市值走势



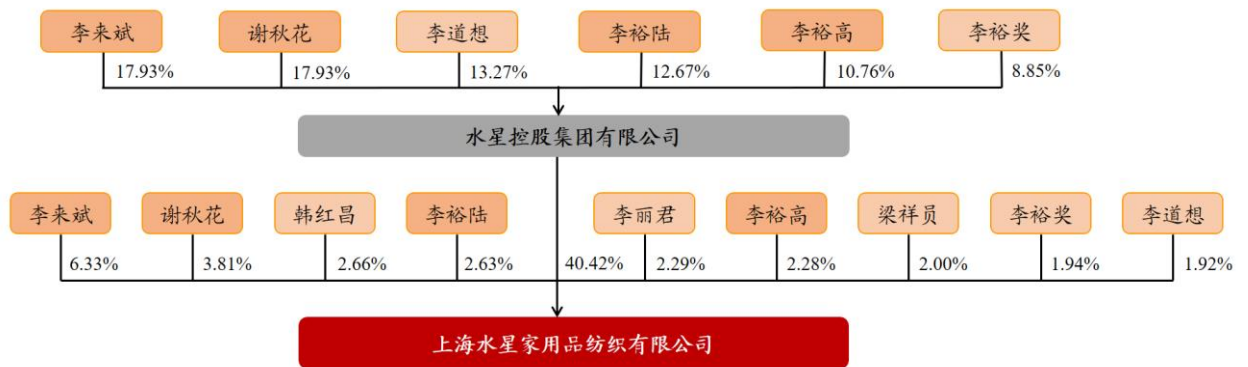
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 1.2 家族持股集中，二代领衔电商注入活力

李氏家族持股集中，实控权稳定。公司创始人既原实控人李裕杰 2017 年 5 月因意外去世后，谢秋花（李裕杰之妻）、李来斌（李裕杰之子）继承其持有的公司股权，与李裕陆、李裕高（李裕杰兄弟）一同保持对公司的实际控制权，四人直接及间接共持有公司 73.97% 的股份。此外，李道想、李丽君等公司核心高管均持有公司股份。股权结构稳定、激励充分，有利于公司落实长期发展战略、调动管理团队积极性。



图4：水星家纺股权结构（截至 2023 年一季报）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**核心高管见证公司成长之路，对家纺行业拥有丰富经验和独到眼光。**李裕陆、李裕高自 2009 年 11 月至今一直担任公司总经理、副总经理，一同打下公司线下渠道的基业，公司日常运营长期保持平稳，未曾出现过重大调整。李来斌于 2009 年起参与水星电商公司的筹划与设立，先后担任电商公司的副总经理、总经理，全面负责线上业务的运营，凭借长远的战略眼光，为公司发展注入新活力。

表1：水星家纺董事会及高管团队

姓名	职务	年龄	工作经历
李裕陆	董事长 总裁	47	历任水星被服营销部经理，水星有限运营总监，水星有限董事兼总经理，重庆水星总经理，浙江水星家纺有限公司总经理。现任公司董事长兼总裁，水星控股董事，水星电商执行董事，百丽丝总经理等
李来斌	副董事长 常务副总裁	35	历任水星电商副总经理、总经理，上海水星商务信息咨询执行董事兼总经理。现任水星控股董事长，公司副董事长兼常务副总裁，水星电商总经理，百丽丝执行董事等
李裕高	董事 副总裁	53	历任水星被服副总经理，水星有限董事兼副总经理。现任公司董事兼副总裁，水星控股董事，水星工具董事。
李道想	董事	64	历任温州苍南仪器厂副厂长，苍南幕墙玻璃厂副厂长，浙江水星被服总经理，水星有限副董事长、水星家纺副董事长。现任公司董事，水星控股副董事长，水星工具董事，百丽丝监事等。
黄均祥	董事	68	历任上海第十九棉纺织厂厂长，上海针织（集团）有限公司董事长，上海龙头（集团）股份有限公司董事兼总经理，佳丽宝化妆品（中国）有限公司董事兼副总经理。现任公司董事，水星控股总裁。
李丽君	董事	39	历任公司外贸部副经理，公司电子商务部经理。现任公司董事，水星电商副总经理，上海星泰染电子商务执行董事，上海星智电子商务执行董事，上海星易森电子商务执行董事，上海水星商务信息咨询执行董事兼总经理。

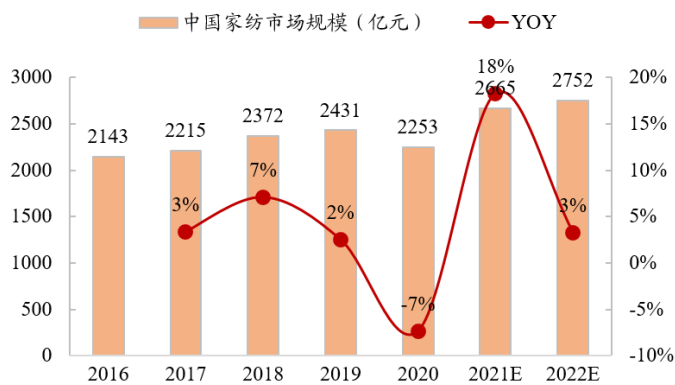
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 2 家纺行业增长稳健，水星电商驱动领跑增速

### 2.1 行业稳健，婚庆需求释放有望带动提速

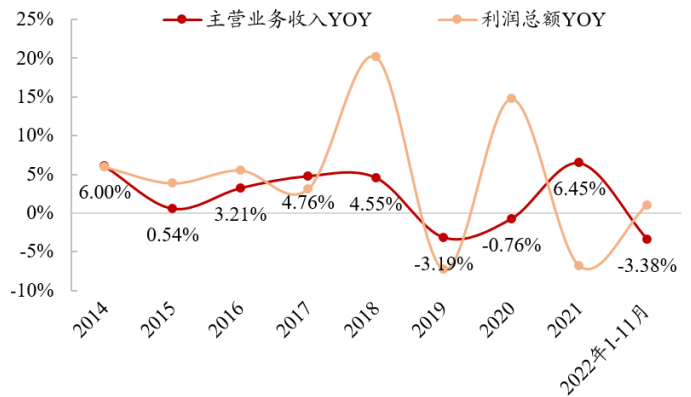
我国家纺市场发展稳健，23年有望在低基数上增长提速。根据头豹研究院统计数据及预测值，2016-2022年市场规模CAGR为4.3%，尽管2020年在疫情的冲击下出现7%的下滑，但2021年随着疫情得到有效控制，家纺市场快速回暖（国家统计局关于中国规模以上家纺企业的收入增速展现了同样的趋势）。2022年国内多点散发的疫情再次对生产、物流和客流造成影响，根据国家统计局数据，2022年1-11月，规模以上家纺企业主营业务收入同比下滑3.38%，参考行业历史的稳健趋势，2023年有望在低基数上实现靓丽增长。

图5：中国家纺市场规模（内销营收额）



资料来源：头豹研究院，浙商证券研究所

图6：中国规模以上家纺企业收入利润增速



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

疫情期间“日常更新”需求增长形成重要支撑，疫后预计婚庆需求释放加速行业增长。长期以来，随着城镇化进程加快、居民消费水平提高以及家纺消费观念变化，国内家纺消费持续呈现“更换频次加快”、“颜值与品质升级”的趋势，而这种趋势在疫情期间变得更为突出。根据头豹研究院统计，预计我国家纺消费中用于“日常更新”的比例在疫情后由13%提升至17%，反映了居家时间变长后，消费者对睡眠质量的重视程度加深；相反，用于“婚庆”的比例由38%降低至31%，我们认为前两年被短暂抑制的婚庆需求将于23年开始得到快速释放，推动行业增长提速。

表2：国内家纺消费用途类型占比

类型	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
新生儿人口	15%	15%	13%	13%	9%	14%	13%
团购送礼	4%	5%	8%	8%	9%	9%	10%
<b>日常更新</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>17%</b>
搬家	31%	32%	29%	29%	30%	28%	29%
结婚	38%	36%	38%	38%	36%	33%	31%

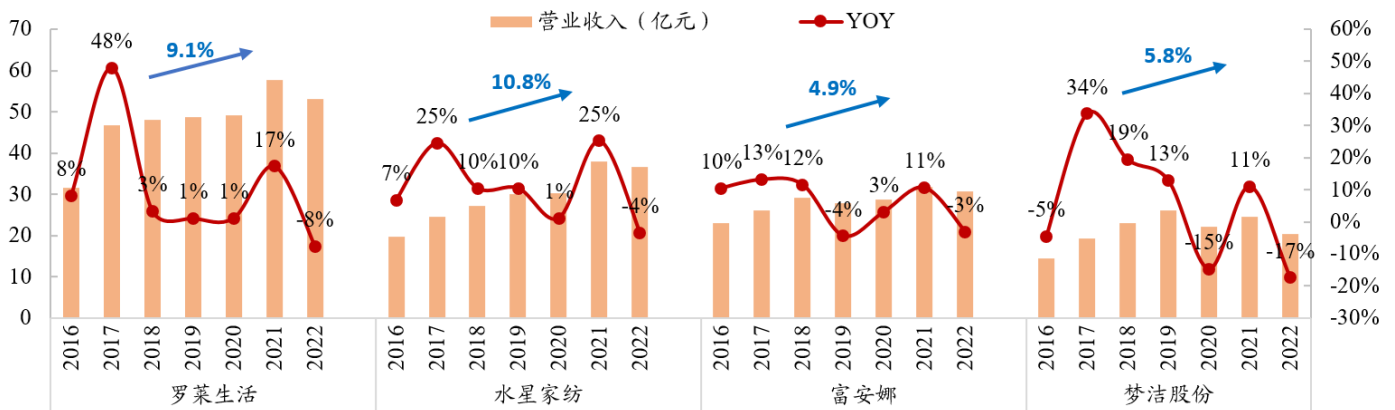
资料来源：头豹研究院，浙商证券研究所

### 2.2 龙头成长性优于行业，集中度持续提升

家纺龙头成长性及韧性优于行业平均，其中水星增速领跑。2016-2022年，家纺龙头罗莱生活/水星家纺/富安娜/梦洁股份的营业收入CAGR分别为9.1%/10.8%/4.9%/5.8%，均高于行业复合增速。从稳健性来看，2020年疫情影响下，除了梦洁股份下滑较大之外，罗莱生活/水星家纺/富安娜当年收入分别+1.0%/+1.1%/-4.4%，业绩韧性亦优于行业平均。



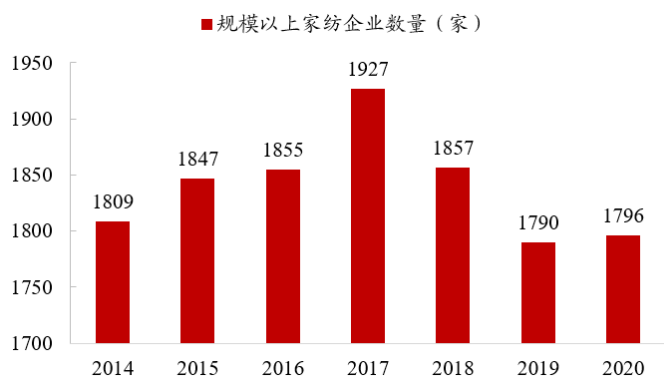
图7: 家纺行业龙头收入及增速



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

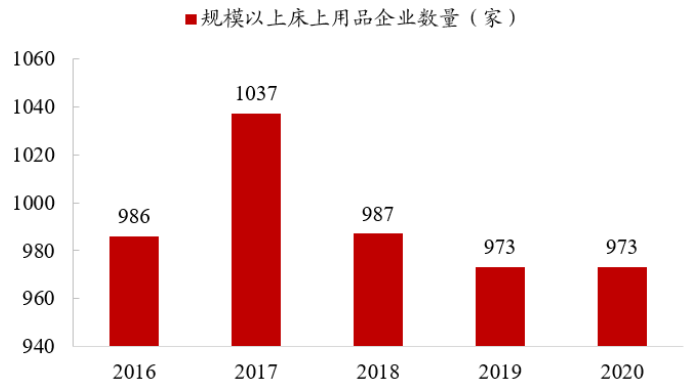
庞大市场主体下行业格局仍较为分散, 看好龙头市占率持续提升。家纺行业进入门槛较低, 根据国家统计局数据, 截止 2020 年末, 全国规模以上家纺企业共有 1796 家, 规模以上床上用品企业共有 973 家, 若考虑到规模以下企业, 预计达到上万家 (根据华经研究院数据)。疫情期间, 产品同质化、品牌力不强、盈利能力弱的白牌、贴牌经历一轮出清, 而家纺龙头凭借优质的产品科技、原创设计、渠道网络以及品牌效应等, 逐步提升市场份额, 行业 CR4 由 4.15% 提升至 5.70%。展望未来, 家纺行业集中度提升趋势依旧显著, 且提升空间十分广阔。

图8: 中国规模以上家纺企业数量



资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

图9: 中国规模以上床上用品企业数量



资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

表3: 家纺行业龙头市占率变化趋势

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
罗莱生活	1.47%	2.10%	2.03%	2.00%	2.18%	2.16%	1.91%
水星家纺	0.92%	1.11%	1.15%	1.23%	1.35%	1.43%	1.32%
富安娜	1.08%	1.18%	1.23%	1.15%	1.28%	1.19%	1.11%
梦洁股份	0.68%	0.87%	0.97%	1.07%	0.99%	0.92%	0.73%
<b>CR4</b>	<b>4.15%</b>	<b>5.27%</b>	<b>5.38%</b>	<b>5.45%</b>	<b>5.79%</b>	<b>5.70%</b>	<b>5.08%</b>

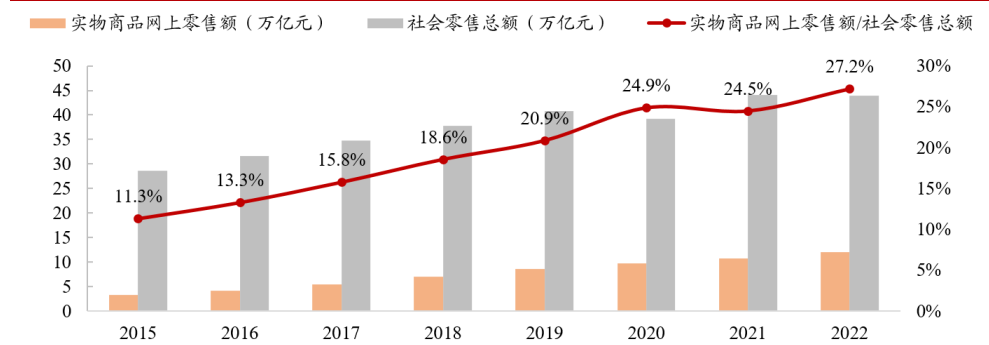
资料来源: 公司公告, 头豹研究院, 浙商证券研究所

### 2.3 水星电商领跑行业，驱动毛利率上行

家纺产品的标准化特征使其更适应线上销售。从全国零售业态来看，线上销售占比逐年快速提升，2015-2022年从11.3%提升至27.2%，尤其是2020年疫情以来，线下零售业态遭受打击，线上客流大幅提升。相较于注重个性化的服装产品，家纺产品更加标准化，更适合线上销售，因此近年来众多家纺品牌均将线上渠道作为重点发力方向，积极探索线上线下相融合的零售运营模式。

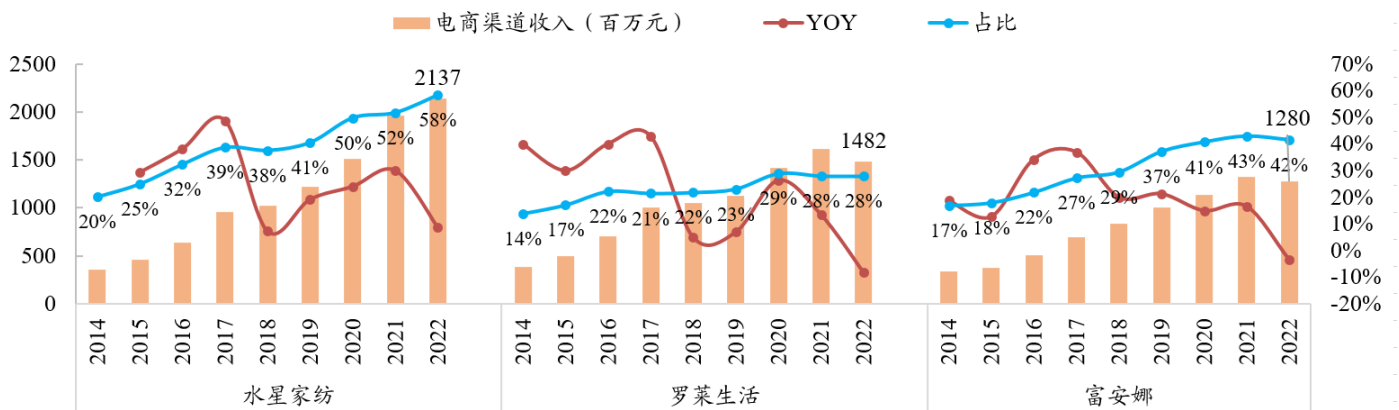
在家纺龙头中，水星的线上渠道发展最为突出：1) 规模第一、占比最高：2022年水星家纺线上收入规模达21.4亿元（占比58%），领先于罗莱生活（14.8亿元，占比28%）及富安娜（12.8亿元，占比42%）；2) 增速更快：2014-2022年水星家纺线上收入CAGR达25.0%，高于罗莱生活（18.4%）及富安娜（18.3%）。

图10：社会零售总额及网上零售占比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图11：家纺龙头电商收入规模、增速及占比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

水星电商除了是收入增长的核心动力，也是毛利率提升的重要驱动。床上用品行业具有较强的区域性特征，水星在发展初期利用加盟模式快速铺开二三线城市市场，但由于新兴渠道对传统零售业带来的冲击，线下渠道面临增长瓶颈；与此同时，水星于2010年在行业内率先设立电商子公司，充分把握住了电商发展的红利，2014-2022年电商收入占比从20%提升至58%，造就了领跑行业的收入增速。

不同于罗莱和富安娜，水星的电商毛利率在2020年之前显著高于线下渠道，因此电商占比提高对整体毛利率形成正向拉动。单看电商毛利率，2014-2021年呈逐年下滑趋势，主要系公司为应对行业低价竞争及平台分流，加大发展毛利率较低的新渠道、定位偏低的百丽丝品牌，以及实施更具竞争力的定价策略等；而2022年由于中高价格带产品占比提升，电商毛利率提升2.4pct至38.5%。

表4: 水星家纺收入按渠道拆分(单位:百万元)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>营业收入</b>	<b>1776</b>	<b>1851</b>	<b>1977</b>	<b>2462</b>	<b>2719</b>	<b>3002</b>	<b>3035</b>	<b>3799</b>	<b>3664</b>
YOY	11.7%	4.3%	6.8%	24.5%	10.4%	10.4%	1.1%	25.2%	-3.6%
毛利率	33.7%	33.3%	36.9%	36.4%	35.1%	37.6%	35.3%	38.0%	38.7%
<b>线上渠道</b>	<b>359</b>	<b>464</b>	<b>641</b>	<b>953</b>	<b>1022</b>	<b>1218</b>	<b>1511</b>	<b>1965</b>	<b>2137</b>
YOY		29.3%	38.1%	48.8%	7.3%	19.2%	24.0%	30.0%	8.8%
占比	20.2%	25.1%	32.4%	38.7%	37.6%	40.6%	49.8%	51.7%	58.3%
毛利率	52.0%	46.9%	48.4%	45.2%	42.5%	40.4%	36.1%	36.2%	38.5%
<b>线下渠道</b>	<b>1417</b>	<b>1387</b>	<b>1336</b>	<b>1509</b>	<b>1697</b>	<b>1784</b>	<b>1524</b>	<b>1834</b>	<b>1519</b>
YOY		-2.1%	-3.7%	12.9%	12.4%	5.1%	-14.6%	20.4%	-16.9%
占比	79.8%	74.9%	67.6%	61.3%	62.4%	59.4%	50.2%	48.3%	41.5%
毛利率	29.0%	28.8%	31.5%	30.8%	30.7%	35.6%	34.5%	39.9%	39.1%
<b>加盟</b>	<b>1242</b>	<b>1216</b>	<b>1162</b>				<b>1240</b>	<b>1484</b>	<b>1,184</b>
YOY		-2.1%	-4.4%					19.7%	-20.2%
占比	70.0%	65.7%	58.8%				40.8%	39.1%	32.3%
毛利率	29.2%	27.8%	30.9%				30.8%	37.1%	36.8%
<b>直营</b>	<b>97</b>	<b>105</b>	<b>113</b>				<b>212</b>	<b>279</b>	<b>280</b>
YOY		8.7%	7.1%					31.7%	0.2%
占比	5.5%	5.7%	5.7%				7.0%	7.3%	7.6%
毛利率	43.9%	49.6%	50.2%				58.1%	57.7%	51.7%
<b>其他</b>	<b>36</b>	<b>33</b>	<b>40</b>				<b>63</b>	<b>64</b>	<b>55</b>
YOY		-8.9%	22.0%					1.2%	-13.9%
占比	2.0%	1.8%	2.0%				2.1%	1.7%	1.5%
毛利率	31.5%	28.6%	28.5%				27.7%	29.6%	27.2%

资料来源:公司公告,浙商证券研究所

注:2017-2019年公司未公开披露加盟、直营拆分数据

### 3 水星增速何以领跑？源自差异化竞争战略

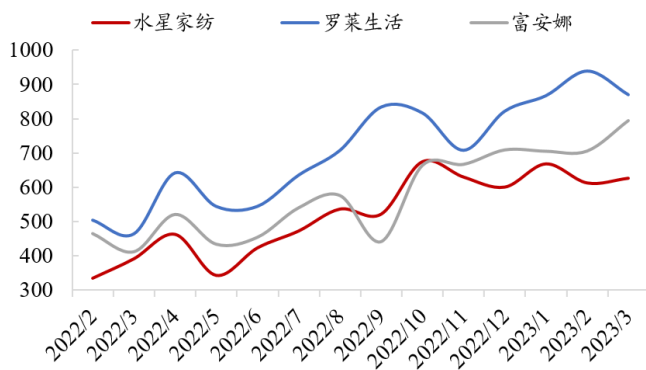
**水星家纺增速何以领跑行业？**我们认为原因包括多方面：**首先**，其产品定位相对高性价比，与其他家纺龙头差异化竞争，尤其近年来“大单品”策略成效突出；**其次**，率先布局电商尽享行业红利，并在传统平台面临挑战时快速调整、适应新电商发展趋势；**最后**，“聚焦被芯”战略以单品类占领消费者心智，精准营销覆盖多年龄段客群。不论在产品、渠道还是品牌建设上，水星近年来的举措均有诸多可圈可点之处。

#### 3.1 产品定位高性价比，大单品策略成效显著

**坚持中高端定位的同时，突出产品高性价比，瞄准二三线城市客群。**家纺龙头中，罗莱主品牌主打清新淡雅、偏欧式的风格，覆盖一二线城市追求优雅高品质生活的消费群体（大众市场以 LOVO 副品牌覆盖）；富安娜则主打雍容华贵的艺术家纺，瞄准重视生活品质及艺术风格的高端消费群体；水星则以舒适为首要考虑，设计上现代时尚，以高性价比瞄准二三线城市客群，与罗莱和富安娜形成差异化竞争。

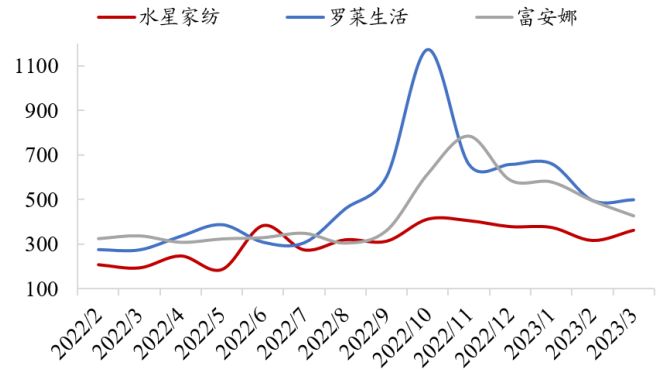
**从产品价格带来看**，根据炼丹炉数据，水星线上的套件/被子月度销售均价在 300-600/200-400 元之间，低于罗莱的 500-900/300-1100 元，以及富安娜的 400-800/300-800 元。**从零售毛利率来看**，2018-2022 年水星的线上/直营渠道毛利率为 36%-42%/52%-58%，低于罗莱的 40%-51%/64%-67%，以及富安娜的 41%-49%/64%-67%。

图12： 家纺龙头线上销售均价-床品套件品类



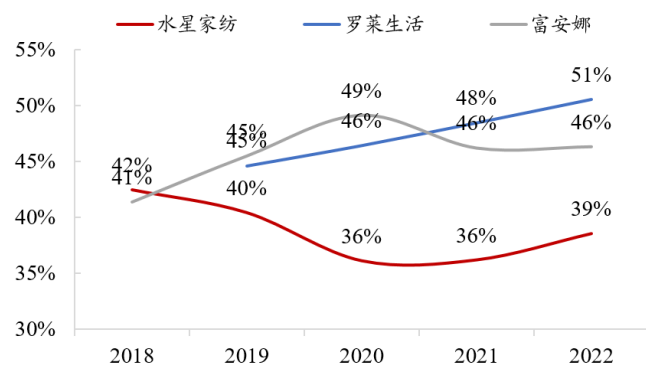
资料来源：炼丹炉，浙商证券研究所

图13： 家纺龙头线上销售均价-被子品类



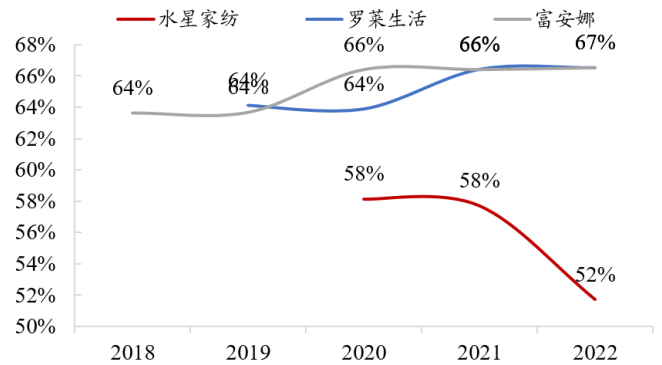
资料来源：炼丹炉，浙商证券研究所

图14： 家纺龙头线上渠道毛利率对比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图15： 家纺龙头直营渠道毛利率对比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**持续打造科技赋能的拳头产品，“大单品策略”成效显著。**水星始终遵循产品为王，通过对市场需求趋势、消费者痛点的精准研判，以纤维新材料和助剂材料为研发重点，打

造众多富有科技感、功能性的“极致大单品”，例如 3D 鹅绒被仅 21Q4 单季度销售额即破亿，销量高达 6 万多条。公司近年来在打造“大单品”方面已积攒了丰富的经验，从产品设计、包装、陈列、宣传等方面能做到精准突出核心卖点。同时，这些大单品对其他品类的销售起到了良好的带动作用，有效提升销售连带率。

表5：水星家纺代表性大单品介绍

产品名称	产品介绍	产品图片
3D 鹅绒被	填充精选松花江白鹅绒，采用立体充绒锁温结构，独立方格填充，面料增加抗菌防螨的功能	
大豆抑菌被	采用大豆蛋白改性聚乙烯醇纤维属再生植物蛋白纤维类，含有人体必需的多种氨基酸，被誉为“新世纪的健康舒适纤维”	
黄金搭档系列	把羽绒和蚕丝融合在一床被芯中，既保留了羽绒蓬松度高、温暖轻盈保暖等优点，又发挥了蚕丝被亲肤柔顺、吸湿透气等优势	
丝路传奇系列	采用 100% 优质桑蚕丝作为填充物，开创性地植入了玻尿酸这一护肤品级别物质，进一步为肌肤带来丝滑触感	

资料来源：公司公告，天猫、京东平台等，浙商证券研究所

### 3.2 线上紧抓行业红利，展现超前战略眼光

线下以加盟模式快速铺开二三四线城市，精细化经营推动稳健增长。与罗莱、富安娜相比，水星的线下渠道呈现两个重要特征：

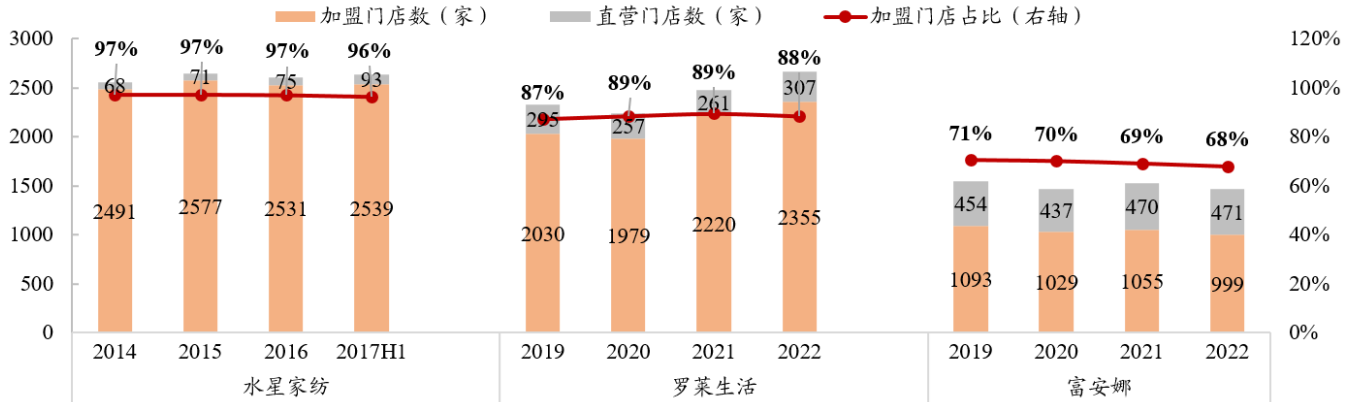
- 1) **加盟占比高：**以水星 2017 年中（近几年未披露门店数量）的 2632 家门店为例，其中 96%（2539 家）为加盟门店；而 2022 年末罗莱加盟门店数占比为 88%（2335/2662），富安娜加盟门店数占比为 68%（999/1470）。水星整体毛利率 30%+，与罗莱的 40%+ 及富安娜的 50%+ 差距较大亦受到渠道结构的影响（单渠道毛利率亦低于同行则是由于高性价比的定价策略，前文已分析）。
- 2) **深耕三四线城市：**加盟占比较高的原因之一是水星相比罗莱和富安娜更加重视三、四线城市布局（与其高性价比特征相呼应），而三、四线城市市场格局分散，当地消费者对产品款式、营销手段的偏好相差较大，加盟模式能更好借助经销商在当地的资源和经验。

未来线下渠道重点提质增效，数量方面预计保持平稳增长。近年来公司一方面持续开大店关小店、完成“水星 STARZHOMe”形象升级，巩固在优势区域的品牌影响力，同时



以直营店向一、二线城市渗透，发力高端产品并辐射周边区域的经销渠道；另一方面成立新零售中心，借助信息化数据、线上直播流量等提升获客率、销售转化率，进而提升店效。

图16: 家纺龙头线下渠道数量及结构



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

率先布局、独立运营、快速调整，水星电商始终走在行业前列。水星的电商渠道发展至今，把握住了两次行业红利：

- 第一阶段：伴随老牌电商高速增长。**2008年，水星成为最早一批入驻淘宝的家纺品牌，次年水星在业内率先成立电商商务部门，再次年设立子公司水星电商，由彼时的董事长李裕杰的长子李来斌全面负责管理。水星电商拥有独立的研发部门，线上专供款为主导的产品体系避免了与线下的直接竞争。2012-2017年，水星电商收入由1.5亿元增长至9.53亿元，CAGR高达45%。
- 第二阶段：紧跟社交与直播电商趋势。**2018年低价社交电商平台对传统电商造成冲击，中高端家纺品牌受挫严重，水星快速反应、积极入驻并加大新兴社交电商的资源投入，较好地稳住市场份额。2020年疫情后，面对直播电商新趋势，水星率先行业入驻抖音平台，并设立直播中心及自播团队，驱动电商收入增长再次提速。

目前公司在天猫、京东、唯品会三大平台的收入仍占线上总收入的80%以上，抖音、快手等直播平台的收入基数较小但成长性亮眼，预计未来水星线上将形成“核心平台+新兴平台”双轮驱动的态势。

表6: 水星家纺电商发展大事记

时间	事件
2008	开设 <b>淘宝店铺</b> ，成为最早一批入驻阿里巴巴的家纺品牌
2009	成立 <b>水星电子商务部</b>
2010	设立子公司“ <b>水星电商</b> ”，拥有从产品研发、采购、销售到售后等一套完整独立的运营体系
2012	水星线上销售额突破1.5亿元
2016	设立独立的 <b>电商研发团队</b> ，开发线上专供款
2018	入驻并加大 <b>社交电商</b> 投入
2020	成立电商独立 <b>数据中心</b> ，设立 <b>直播中心和自播团队</b>

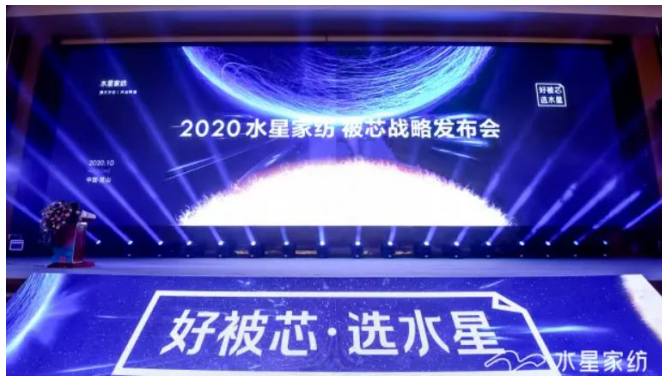
资料来源: 公司公告, 公开资料, 浙商证券研究所



### 3.3 被芯单品类占领心智，精准营销拓宽客群

主品牌“聚焦被芯”战略，以做深单品类占领消费者心智。公司2020年提出“好被芯，选水星”的品牌战略，目标以单品类占领消费者心智，进而带动家纺全品类的销售。为此，公司在产品上加强被芯品类的新品研发，在宣传上加大被芯品类的曝光力度，在门店中增加被芯品类的陈列面积。同时，公司自2020年起联合中国睡眠研究会持续三年发布《中国被芯白皮书》，既向消费者推广了被芯对睡眠的重要性，又通过数据反哺公司的研发设计。根据欧睿咨询数据，水星家纺为“2021年全国被芯销量第一”。

图17：2020年水星家纺被芯战略发布会



资料来源：网络图片，浙商证券研究所整理

图18：2022中国被芯白皮书发布会



资料来源：网络图片，浙商证券研究所整理

开展精准化的多元营销，以细分品牌矩阵拓宽消费群体。针对细分品牌面对的不同类型目标客群，公司通过影视综艺植入、IP联名以及品牌代言人等方式精准营销。如针对婴幼儿市场，推出Hello Kitty、愤怒的小鸟、蓝精灵等系列联名产品；针对“Z世代”年轻人，2021年推出钟薛高联名“雪糕被”、敦煌博物馆联名的国风元素产品，2022年与RIO微醺推出“果味系列”床品；针对婚恋人群众，赞助《咱们结婚吧》电视剧、与《时尚新娘》合作参与明星夫妻的大片拍摄等。在代言人上，公司长期以来采用双代言人组合，2014年签约金宇彬和刘嘉玲，2019年签约杨洋和孙俪，吸引不同年龄段消费群体关注。

公司充分利用新媒体，创造能引起共鸣及情感传播的内容，让用户主动参与品牌传播。2022年春节前发布“把芯带回家”TVC，与消费者建立情感链接点；2022年世界睡眠日联合网易出品走心微纪录片《守护城市的温度》，致敬牺牲睡眠的城市守护者。

图19：水星家纺联名产品



资料来源：网络图片，浙商证券研究所整理

图20：水星家纺代言人



资料来源：网络图片，浙商证券研究所整理

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

我们预测 23-25 年公司收入 40.3/44.8/49.4 亿元，同比+10%/+11%/+10%，其中：

1) **电商**：传统电商渠道面临流量瓶颈，公司将通过货品调整、开设矩阵店、精细化运营实现持续增长，我们 23-25 年预计三大平台（天猫、京东、唯品会）收入有望保持单位数增长；公司持续发力直播电商，预计未来 2-3 年内抖音、快手等新平台将保持较高增速。我们预测电商渠道 23-25 年实现收入 23.5/26.3/29.5 亿元，同比增长 10%/12%/12%。

2) **加盟**：疫情三年导致较多低效加盟店关闭，加盟门店数量有所缩减；预计 23 年公司将加快开店速度，23-25 年加盟门店数量增长 10.5%/4.8%/4.5%。同时，公司近年来持续开大关小、优化产品结构，预计加盟单店出货将保持平稳提升，23-25 年增长 1.1%/4.8%/3.0%。我们预测加盟渠道 23-25 年实现收入 13.2/14.5/15.6 亿元，同比增长 12%/10%/8%。

3) **直营**：公司直营门店占比较小，但直营作为扩大品牌影响力、辐射周边加盟店的重要窗口，经历了前两年较快的开店后，预计 23 年公司将重点打磨单店运营模型，通过单店店效驱动增长，预计 23-25 年店效同比增长 4.2%/4.0%/3.8%；而在开店速度上预计 23 年有所平缓，24、25 年恢复正常，预计 23-25 年直营门店数量增长 0.8%/6.4%/6.0%。我们预测直营渠道 23-25 年实现收入 2.9/3.3/3.6 亿元，同比增长 5%/11%/10%。

**毛利率方面**，受益于品牌力提升及大单品策略推行，公司近年来持续提升中高价格带产品占比（如蚕丝/羽绒被芯、高支数套件），进而推动毛利率持续增长。由于公司电商收入占比持续提升，电商毛利率将影响公司整体盈利能力走势，因此公司将电商毛利率提升作为重要的经营目标，我们预测 23-25 年电商渠道毛利率达到 39.0%/39.2%/39.4%；线下渠道毛利率平稳提升，达到 40.0%/40.1%/40.2%。

表7：水星家纺分渠道收入及毛利率预测（单位：百万元）

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>3799</b>	<b>3664</b>	<b>4028</b>	<b>4477</b>	<b>4944</b>
YOY	25.2%	-3.6%	10.0%	11.1%	10.4%
毛利率	38.0%	38.7%	39.4%	39.6%	39.7%
<b>电商渠道</b>	<b>1965</b>	<b>2137</b>	<b>2351</b>	<b>2633</b>	<b>2949</b>
YOY	30.0%	8.8%	10.0%	12.0%	12.0%
毛利率	36.2%	38.5%	39.0%	39.2%	39.4%
<b>线下渠道</b>	<b>1834</b>	<b>1526</b>	<b>1677</b>	<b>1844</b>	<b>1995</b>
YOY	20.4%	-16.8%	9.9%	9.9%	8.2%
毛利率	39.9%	38.9%	40.0%	40.1%	40.2%
<b>加盟</b>	<b>1484</b>	<b>1184</b>	<b>1323</b>	<b>1452</b>	<b>1564</b>
YOY	19.7%	-20.2%	11.7%	9.8%	7.7%
毛利率	37.1%	36.8%	37.0%	37.0%	37.0%
<b>直营</b>	<b>279</b>	<b>280</b>	<b>294</b>	<b>325</b>	<b>358</b>
YOY	31.7%	0.2%	5.0%	10.6%	10.1%
毛利率	57.7%	51.7%	56.0%	56.3%	56.4%
<b>其他</b>	<b>64</b>	<b>55</b>	<b>61</b>	<b>67</b>	<b>73</b>

YOY	1.2%	-13.9%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	29.6%	27.1%	28.5%	29.0%	29.0%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**费用率方面**，2022 年公司在疫情下并未缩减品牌营销、员工薪酬等，因此费用率提高较大；随着消费复苏、收入增长，我们预计费用率将逐步降低，23-25 年期间费用率分别 29.2%/29.0%/28.8%。我们预测 23-25 年公司实现归母净利润 3.73/4.19/4.69 亿元，同比增长 34%/12%/12%。

表8：水星家纺盈利预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>毛利率</b>	<b>37.95%</b>	<b>38.70%</b>	<b>39.42%</b>	<b>39.58%</b>	<b>39.72%</b>
<b>期间费用率</b>	<b>25.28%</b>	<b>29.64%</b>	<b>29.20%</b>	<b>28.95%</b>	<b>28.80%</b>
销售费用率	19.85%	23.34%	23.00%	22.80%	22.70%
管理费用率	4.00%	4.72%	4.70%	4.70%	4.70%
研发费用率	1.72%	1.96%	2.00%	2.00%	2.00%
财务费用率	-0.29%	-0.37%	-0.50%	-0.55%	-0.60%
<b>归母净利润</b>	<b>385.9</b>	<b>278.3</b>	<b>372.8</b>	<b>419.1</b>	<b>468.8</b>
YOY	40.55%	-27.89%	33.98%	12.43%	11.85%
<b>归母净利率</b>	<b>10.16%</b>	<b>7.59%</b>	<b>9.25%</b>	<b>9.36%</b>	<b>9.48%</b>

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 4.2 估值及投资建议

公司作为国内家纺龙头之一，高性价比定位与其他龙头形成差异化竞争，电商渠道的领先战略眼光使公司持续获得强劲的增长驱动力，聚焦被芯的品牌战略使公司持续占领消费者心智。预计公司 2023-2025 年实现收入 40.3/44.8/49.4 亿元，同比+10%/+11%/+10%；实现归母净利润 3.73/4.19/4.69 亿元，同比增长 34%/12%/12%。对应当前 40 亿市值 PE 为 11/10/9 倍，低于可比公司平均估值。从公司自身历史 PE 来看，基本在 9-16 倍之间波动，当前估值处于历史低位。考虑到公司领先行业的收入增速及利润率修复趋势，首次覆盖，给予“买入”评级。

表9：可比公司估值

公司	市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE			
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
罗莱生活	110	7.13	7.22	8.37	9.57	15	15	13	11
富安娜	75	5.46	6.01	6.70	7.44	14	12	11	10
平均						15	14	12	11
<b>水星家纺</b>	<b>40</b>	<b>2.78</b>	<b>3.73</b>	<b>4.19</b>	<b>4.69</b>	<b>14</b>	<b>11</b>	<b>10</b>	<b>9</b>

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 5 风险提示

**1、电商增速放缓导致收入增长不及预期：**公司电商收入大部分来自天猫、京东、唯品会三大传统电商平台，近年来传统电商流量面临瓶颈，公司销售增速持续性难以保证；社交电商及直播电商方面，尽管公司正加速布局，但目前收入占比较小，短时间难以形成快速拉动。由于公司近年来收入增长的主要驱动力来自电商渠道，若电商渠道增速放缓，可能导致公司整体收入增速不及预期。

**2、原材料价格波动导致利润率下滑：**公司产品的原材料主要为布料、填充料和辅料，约占总成本的80%以上，若棉花、化纤等原材料价格大幅上涨，公司可能无法及时、充分地向终端传导，可能对毛利率造成影响。

**3、电商利润率持续下行风险：**电商渠道低价竞争较为激烈，若公司未能持续品牌力及产品价格带，可能将面临低端品牌的持续冲击；此外新兴社交电商及直播电商多依赖持续的流量投放，若相应平台的销售规模未能快速增长，或平台支持力度有所下滑，盈利能力可能会大幅下降，进而进一步拉低整体电商的利润率。



## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>2,815</b>	<b>3,146</b>	<b>3,627</b>	<b>4,104</b>
现金	1,164	1,432	1,688	2,040
交易性金融资产	171	157	176	168
应收账款	345	327	362	399
其它应收款	33	35	35	35
预付账款	40	45	68	75
存货	1,021	1,101	1,251	1,341
其他	43	49	47	46
<b>非流动资产</b>	<b>720</b>	<b>597</b>	<b>576</b>	<b>556</b>
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	395	370	345	320
无形资产	119	114	109	105
在建工程	4	3	4	4
其他	203	110	118	128
<b>资产总计</b>	<b>3,536</b>	<b>3,743</b>	<b>4,203</b>	<b>4,660</b>
<b>流动负债</b>	<b>681</b>	<b>591</b>	<b>664</b>	<b>688</b>
短期借款	0	0	0	0
应付款项	344	354	419	432
预收账款	0	0	0	0
其他	337	238	245	256
<b>非流动负债</b>	<b>88</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
长期借款	0	0	0	0
其他	88	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>768</b>	<b>591</b>	<b>664</b>	<b>688</b>
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	2,767	3,152	3,539	3,971
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,536</b>	<b>3,743</b>	<b>4,203</b>	<b>4,660</b>

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>104</b>	<b>235</b>	<b>218</b>	<b>340</b>
净利润	278	373	419	469
折旧摊销	50	46	47	48
财务费用	5	(20)	(25)	(30)
投资损失	(1)	0	0	0
营运资金变动	(304)	(146)	(205)	(127)
其它	76	(17)	(19)	(19)
<b>投资活动现金流</b>	<b>82</b>	<b>59</b>	<b>70</b>	<b>49</b>
资本支出	47	2	3	3
长期投资	0	0	0	0
其他	35	57	67	46
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(194)</b>	<b>(27)</b>	<b>(32)</b>	<b>(36)</b>
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(194)	(27)	(32)	(36)
<b>现金净增加额</b>	<b>(7)</b>	<b>268</b>	<b>256</b>	<b>353</b>

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>3,664</b>	<b>4,028</b>	<b>4,477</b>	<b>4,944</b>
营业成本	2,246	2,440	2,705	2,981
营业税金及附加	29	23	27	33
营业费用	855	927	1,021	1,122
管理费用	173	189	210	232
研发费用	72	81	90	99
财务费用	(14)	(20)	(25)	(30)
资产减值损失	(27)	(10)	(10)	(10)
公允价值变动损益	9	6	7	7
投资净收益	1	0	0	0
其他经营收益	18	17	12	12
<b>营业利润</b>	<b>296</b>	<b>422</b>	<b>478</b>	<b>536</b>
营业外收支	36	29	30	28
<b>利润总额</b>	<b>331</b>	<b>450</b>	<b>507</b>	<b>564</b>
所得税	53	77	88	95
<b>净利润</b>	<b>278</b>	<b>373</b>	<b>419</b>	<b>469</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>278</b>	<b>373</b>	<b>419</b>	<b>469</b>
EBITDA	1,142	1,267	1,404	1,542
EPS (最新摊薄)	1.04	1.40	1.57	1.76

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-3.57%	9.95%	11.13%	10.44%
营业利润	-35.31%	42.63%	13.24%	12.18%
归属母公司净利润	-27.89%	33.98%	12.43%	11.85%
<b>获利能力</b>				
毛利率	38.70%	39.42%	39.58%	39.72%
净利率	7.59%	9.25%	9.36%	9.48%
ROE	10.30%	12.60%	12.53%	12.48%
ROIC	33.89%	32.07%	31.68%	31.28%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	21.73%	15.80%	15.80%	14.77%
净负债比率	27.77%	18.76%	18.76%	17.33%
流动比率	4.14	5.32	5.46	5.96
速动比率	2.58	3.38	3.48	3.91
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.05	1.11	1.13	1.12
应收账款周转率	13.05	12.00	13.00	13.00
应付账款周转率	7.06	7.00	7.00	7.00
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.04	1.40	1.57	1.76
每股经营现金	0.04	0.07	0.06	0.09
每股净资产	10.38	11.82	13.27	14.89
<b>估值比率</b>				
P/E	14.42	10.77	9.58	8.56
P/B	1.45	1.27	1.13	1.01
EV/EBITDA	2.50	2.04	1.66	1.28

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>