

公司深度报告

2022年09月30日

東亞前海證券有限責任公司
East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.家纺龙头线上线下齐发力，业绩坚韧未来可期
——水星家纺（603365.SH）深度报告

核心观点

后疫情时代家纺行业韧性强，行业龙头企业市场份额有望持续提振。从供给端看，由于原材料价格上行、品牌效应逐渐凸显等原因，家纺行业呈现出集中化的趋势，包括水星家纺在内的四家龙头企业的市占率持续提高。我们认为水星家纺等龙头企业尽管近期受疫情影响半年报业绩不及预期，但远期将受益于家纺行业稳定扩容利好，收入和利润有望稳步增长。

重视产品研发，坚持品牌推广，推进线上线下全渠道融合。高性价比是公司产品的“护城河”，水星家纺利用科技赋能，打造质优价廉的家纺爆品。公司作为最早开拓电商销售渠道的家纺企业之一，电商渠道收入占比持续提高，自2020年起成为第一大收入来源，2020\2021年收入占比分别为49.79%\51.72%，连续五年电商收入排名行业第一。为巩固线上优势，水星家纺推进线上线下融合的策略，将更多的门店纳入全渠道数字化链路，积极探索新零售业态。公司扩产能计划正在稳步推进，新的生产基地、仓储物流以及线上线下渠道融合项目正在建设，我们认为一旦水星家纺全渠道融合取得良好的进展，不仅将巩固公司线上销售地位，也会增加公司线下市场份额。

投资建议

伴随行业品牌化，纺织服装龙头企业集中度提升，我们预测公司2022-2024年归母净利润为3.40\4.38\4.75亿元，对应EPS 1.27\1.64\1.78元/股。基于2022年9月29日收盘价12.56元，对应P/E 9.86\7.65\7.05。结合公司打造大单品联名爆款及持续发力线上渠道的逻辑，我们看好公司未来发展，首次覆盖给与“推荐”评级。

风险提示

原材料成本大幅上升拉低毛利率；家纺行业复苏不及预期；联名爆款打造不及预期。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3799.31	4105.70	4568.06	5179.89
增长率(%)	25.19	8.06	11.26	13.39
归母净利润	385.87	339.60	438.10	475.06
增长率(%)	40.55	-11.99	29.01	8.44
EPS(元/股)	1.46	1.27	1.64	1.78
市盈率(P/E)	11.53	9.86	7.65	7.05
市净率(P/B)	1.70	1.18	1.02	0.89

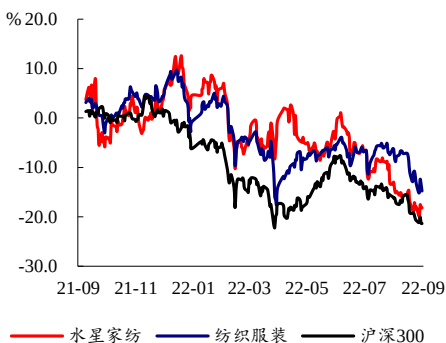
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所, 基于2022年9月29日收盘价12.56元

评级 推荐(首次覆盖)

报告作者

作者姓名 倪华
资格证书 S1710522020001
电子邮箱 nih835@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	266.67
流通A股/B股(百万股)	266.67/0.00
资产负债率(%)	25.30
每股净资产(元)	9.06
市净率(倍)	1.39
净资产收益率(加权)	6.78
12个月内最高/最低价	17.88/12.30

相关研究

正文目录

1. 家纺行业未来需求有望扩容，品牌呈现集中化趋势.....	3
1.1. 与上游原材料企业战略合作控制成本，得下游销售渠道者得家纺行业.....	3
1.2. 行业逐步迈向品牌化，未来具有品牌力的企业有概率突围.....	4
1.3. 家纺行业竞争格局较为分散，区域属性明显，未来走向集中化.....	6
1.4. 差异化发展带来错位化竞争.....	7
1.5. 传统制造行业采用存货周转率和应收账款评估其流动性.....	9
2. 水星家纺：显著低估，坚持产品为王.....	11
2.1. 发展历程：秉持“让家人睡个好觉”理念，三十六年发展不忘初心.....	11
2.2. 股权管理：家族控股企业，核心高管经验丰富.....	12
2.3. 营收分析：疫情后业绩回暖，线上线下齐发力.....	13
2.4. 渠道分析：线下与线上并重，构建全渠道营销.....	14
2.4.1. 线下渠道：低线渗透高线城市策略.....	15
2.4.2. 线上渠道：行业内首家卡位电商渠道，积极拥抱渠道革新.....	16
2.5. 成本分析：原料的采购控制为关键.....	17
2.6. 产品分析：坚持产品为王，以科技赋能新品.....	17
2.7. 品牌分析：注重品牌推广力度，跨界合作扩大品牌影响力.....	18
2.8. 实施数字化运营，降本增效利于公司长期发展.....	18
3. 盈利预测与投资建议.....	19
4. 风险提示.....	20

图表目录

图表 1. 家纺行业产业链.....	4
图表 2. 2007-2021 中国家纺行业零售额及 YoY.....	6
图表 3. 龙头家纺企业市占率持续攀升.....	6
图表 4. 国内家纺行业集中度 CR4 不断提升.....	6
图表 5. 电商渠道为家纺品牌的销售增量.....	7
图表 6. 各家主打差异化，竞争格局已初步形成.....	9
图表 7. 各家应收账款情况.....	10
图表 8. 各家年末存货情况.....	10
图表 9. 存货周转率对比.....	11
图表 10. 应收账款周转率对比.....	11
图表 11. 水星家纺发展历程.....	12
图表 12. 水星家纺股权结构（截至 2022 年 6 月 30 日）.....	13
图表 13. 公司管理层情况.....	13
图表 14. 营业收入和归母净利润情况.....	14
图表 15. 棉花价格指数自 2021 年起持续走高.....	14
图表 16. 主营业务分品类营收情况.....	14
图表 17. 主营业务分品类毛利情况.....	14
图表 18. 公司渠道细分.....	15
图表 19. 采购额和销售额总体保持稳步上升的趋势.....	17
图表 20. 公司被芯类单品.....	18
图表 21. 采用代言增加品牌影响力.....	18

1. 家纺行业未来需求有望扩容，品牌呈现集中化趋势

1.1. 与上游原材料企业战略合作控制成本，得下游销售渠道者得家纺行业

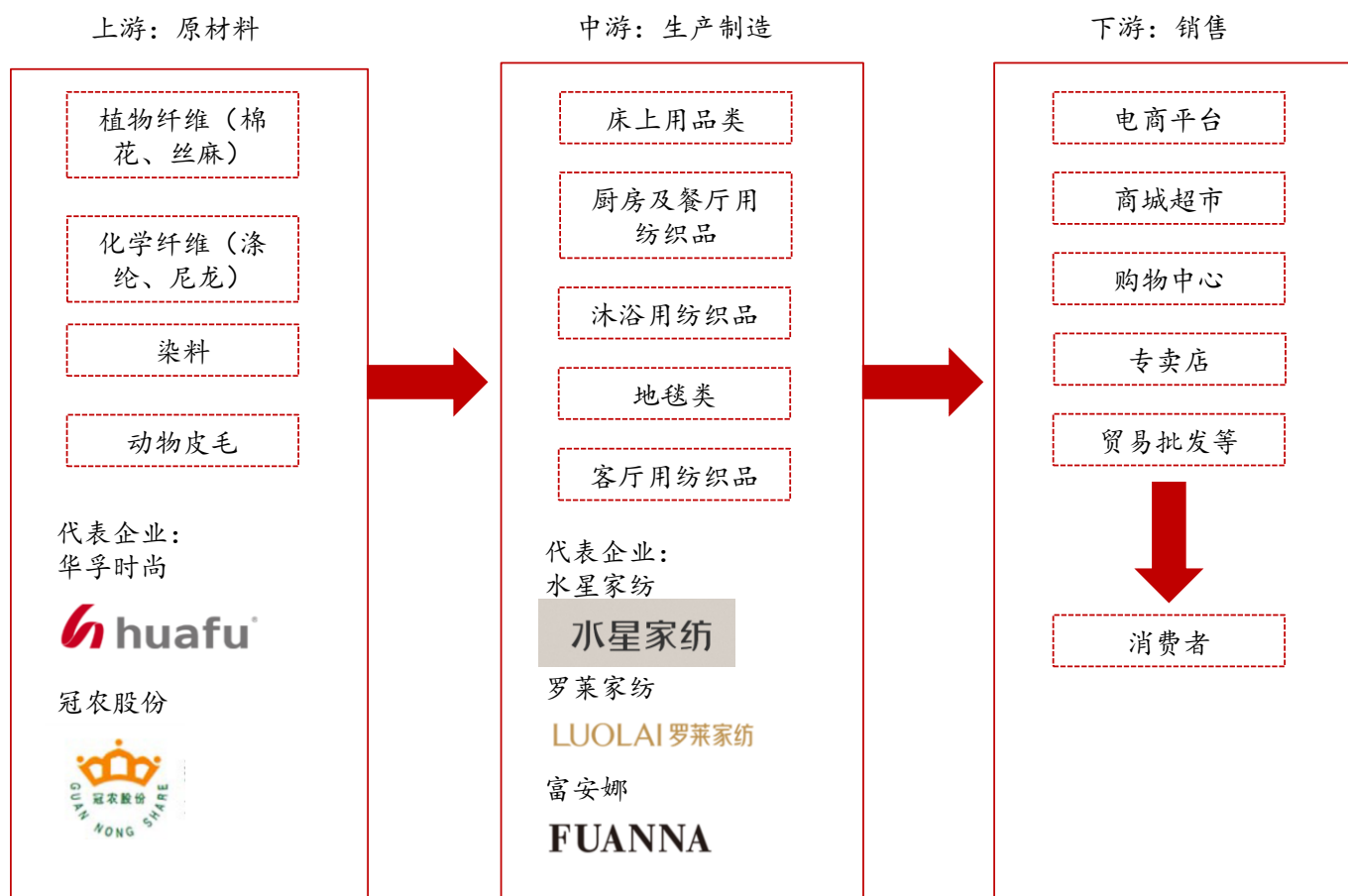
家纺行业产业链分为上游原材料、中游生产制造和下游销售三个环节。上游各种类型原材料主要包括植物纤维（棉花、丝麻）、化学纤维（涤纶、尼龙）、染料和动物皮毛，其中棉花类上市企业有华孚时尚和冠农股份等；中游企业生产制造各类家用纺织品，包括床上用品类、厨房和餐厅用纺织品类、地毯类等，主要标的公司包括水星家纺、罗莱家纺和富安娜等；下游为销售渠道，通过电商平台和线下商超等渠道将产品送达至终端消费者。

以水星家纺为代表的中游龙头家纺企业壁垒较高，兼具品牌壁垒、设计能力壁垒与渠道壁垒。就品牌壁垒而言，在消费升级的大背景下，居民消费能力与意愿不断提高，对家纺产品的要求从实用、便宜转变为舒适、高质量，家纺行业进入品牌竞争时代。知名家纺品牌不仅能在激烈的竞争中拥有较高的市场份额及较强的议价能力，同时也有能力获取超出同行业的平均利润水平。

设计能力壁垒方面，消费者对家纺产品提出了文化审美要求以及功能性需求，家纺产品的设计同时具备潮流、文化、艺术舒适、健康等功能，对家纺企业是严峻的考验，新进企业在短期内难以具备将设计成果产业化的能力，产品开发停留在简单的复制阶段，无法满足不同消费群体的多层次需求。

传统线下渠道则是下游销售的根基，龙头家纺企业深耕线下销售渠道数十年，积极拓展直营及加盟业态，积累丰富的客源，而新晋企业通常采用线上打法进行销售渠道的铺设，难以短时间内在线下建立高质量的渠道网络。

图表1. 家纺行业产业链



资料来源：中商产业研究院，华孚时尚官网，冠农股份官网，水星家纺官网，罗莱家纺官网，富安娜官网，东亚前海证券研究所

1.2. 行业逐步迈向品牌化，未来具有品牌力的企业有概率突围

家纺行业属于劳动密集型产业，行业的集中度较低。据 Euromonitor 数据显示，2021 年全球家纺行业零售额 7795.93 亿元，其中中国占比 31.13%，对应零售额为 2426 亿元。而根据国家统计局 2022 年 6 月披露全国纺织企业接近两万家，计算可得对应平均每家年度零售额为 1213 万元。

纵观家纺行业的发展历程，结合 2007-2021 年中国家纺行业零售额，大致可将家纺行业发展历程分为以下几个阶段：

1996 年以前：“恣意生长”阶段。1996 年以前的家纺产品生产目的多为保暖、实用为主，产品做工简单，功能单一，进入门槛较低，以小规模家纺企业为主。

1997-2010 年：品牌成长阶段。这一时期有两大特点，一是居民消费能力不断提高，家纺产品的消费频率逐渐增加，进而逐渐重视产品的功能和外观；二是原先小规模的家纺企业逐渐产生品牌意识，为满足消费者需求，家纺企业逐渐开展差异化的品牌建设。此时行业规模不断扩大，根据

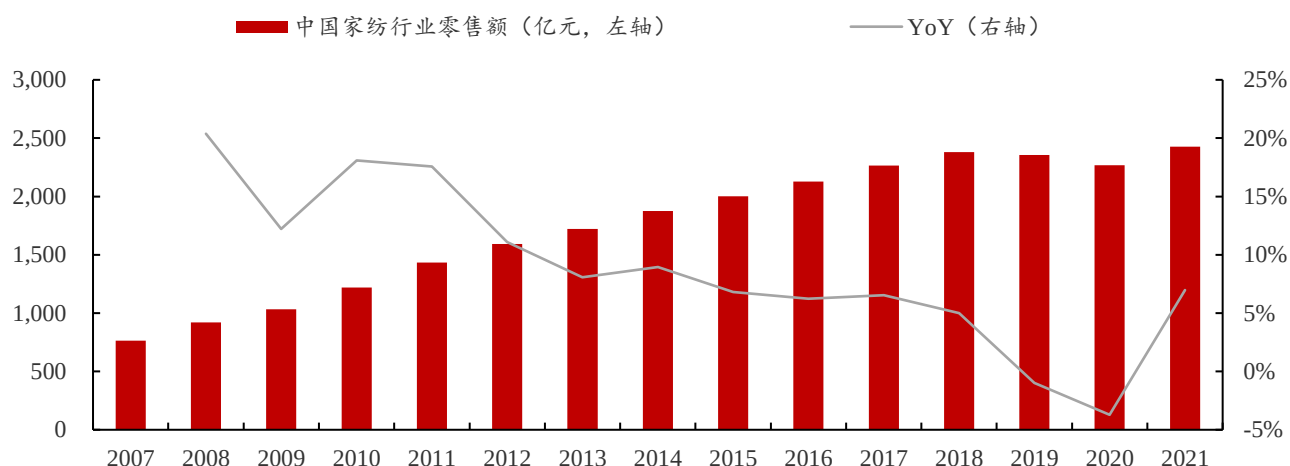
Euromonitor 统计数据，2007 年中国家纺行业零售额为 764.09 亿元，2010 年便达到 1218.96 亿元，2017-2010 对应 CAGR 为 16.85%。

2011-2015 年：行业低迷阶段。这一时期家纺行业零售增速骤降，我们认为主要原因有两点：一是我国经济增速放缓，内需与出口动力不足，进而影响到国内外对家纺产品的需求，行业发展陷入瓶颈；二是电商的出现冲击了线下加盟、直营门店销量，引导各大家纺品牌线上渠道转型，行业进入调整阶段。2011 年和 2015 年零售额分别为 1433.17 亿元/2002.62 亿元，对应 CAGR 为 8.72%。

2016-2019 年：行业稳定增长阶段。这一时期各大品牌注重在电商渠道上发力，线上渠道增速可观，成为家纺行业的增量市场；此外，中大型企业逐渐进行下沉渠道铺设，朝二三线城市扩张。我们认为 2016 年后家纺行业虽然已经步入发展中后期，但由于线上渠道的贡献以及家纺企业线下渠道下沉的策略，行业稳定增长，2016-2019 年零售额的 CAGR 为 3.47%。

2020 年至今：疫情后行业复苏阶段向高端化、数字化转型升级。新冠疫情冲击了国民经济，也严重影响了居民消费能力和意愿，下游消费需求不振；上游原材料尤其是棉花等大宗商品价格上涨，直接抬高了家纺企业的生产成本。供给端成本增加结合需求端低迷，家纺行业在 2020 年至今呈现出缓慢复苏的态势。家纺龙头企业也在不断寻找下一个增长点，调整发展策略，在短视频种草、直播带货等新兴社交电商领域布局，未来行业发展空间仍然可观。在“十四五”规划中明确提出，我国将率先在化妆品、服装、家纺、电子产品等消费品领域培育一批高端品牌。两部委也提出了加快纺织品高端化、数字化、绿色化、服务化转型升级的高质量发展要求，我们预计未来家纺行业将会迎来消费升级的趋势，市占率高的品牌将会有收入提振的空间。

图表2. 2007-2021 中国家纺行业零售额及 YoY

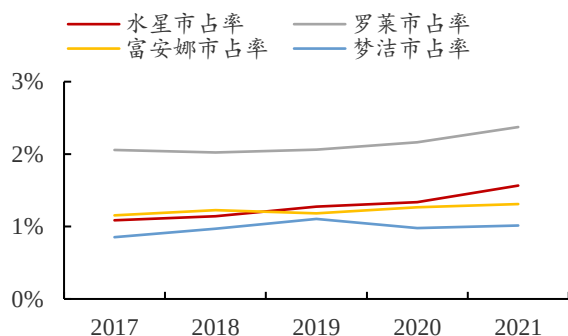


资料来源: Euromonitor, 东亚前海证券研究所

1.3. 家纺行业竞争格局较为分散，区域属性明显，未来走向集中化

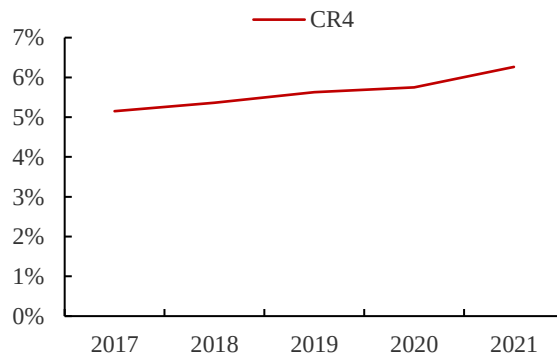
由于家纺行业准入门槛较低，尚未形成较为集中的竞争格局。根据华经研究院数据，截至 2020 年末全国共有上万家床上用品生产商，973 家规模以上企业，但是营收金额在 20 亿以上的企业仅有水星、罗莱、富安娜和梦洁四家。2017-2021 年期间，罗莱家纺的市占率保持首位，而水星家纺的市占率逐年提高，2019 年以来维持行业第二。四家龙头家纺企业合计市占率逐年提升，市场份额逐步扩大。我们预计未来家纺市场的集中度将不断提升，老牌家纺企业将持续受益，主要得益于消费者心智的占领、品牌的标准程度相对较高，且有机会通过兼并、收购或聚焦销售渠道端迎来市场份额的提升。

图表3. 龙头家纺企业市占率持续攀升



资料来源: 水星家纺年报, 罗莱生活年报, 富安娜年报, 梦洁年报, Euromonitor, 东亚前海证券研究所

图表4. 国内家纺行业集中度 CR4 不断提升



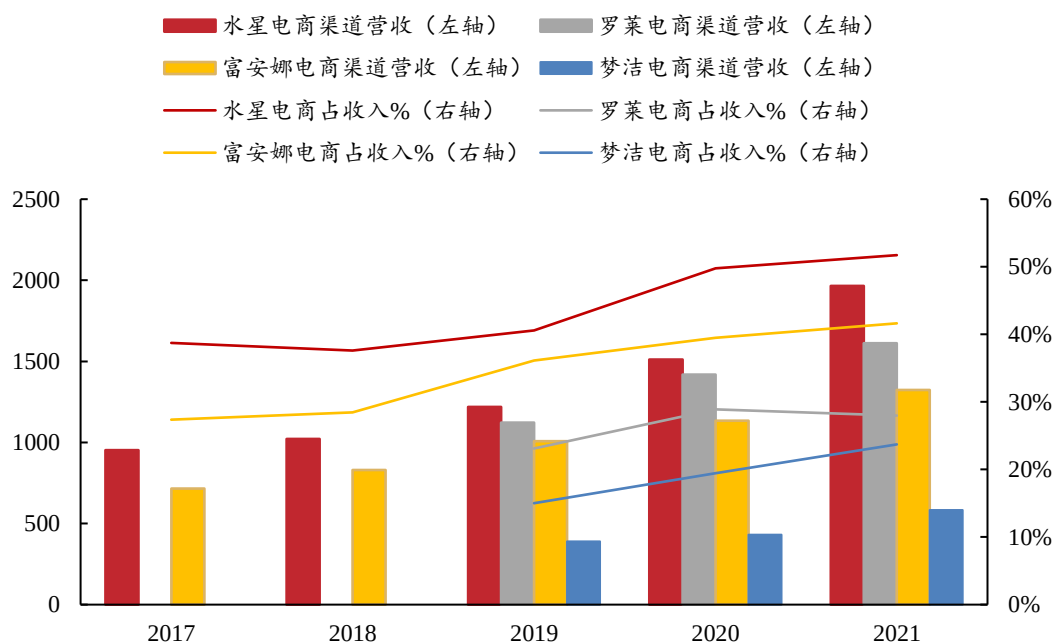
资料来源: 水星家纺年报, 罗莱生活年报, 富安娜年报, 梦洁年报, Euromonitor, 东亚前海证券研究所

电商渠道高速增长，线上渠道先发优势明显。通过比较家纺四家龙头企业 2017-2021 年的电商收入，水星家纺长期位于电商收入第一，且线上渠道的同比增速也位于前列，对应四年的 CAGR 为 19.83%，增长势头强劲。水

星家纺早期布局电商渠道，尽享行业发展红利。根据公司年报披露，水星家纺在 2016-2021 年天猫“双 11”活动中连续六年蝉联家纺类单品牌销售量第一，其中 2021 年水星在三大电商平台天猫、京东和唯品会销售收入占其线上收入的 90%。

当前头部家纺企业正在积极调整线上板块的直播策略。富安娜线上侧重于中高端产品的销售；罗莱生活线上分化为自主品牌罗莱和子品牌 LOVO，分别定位中高端和年轻化人群；水星线上销售策略仍以高性价比为主，受众群体广泛。以抖音为例，截至 2022 年 8 月 10 日，水星家纺已开设超 20 个官方账号，针对不同品类（例如家纺、家居、床上用品等）设立单独账号和单独直播间，主号粉丝量突破百万。而相比之下罗莱、富安娜和梦洁的官方主号粉丝量分别为 13 万、74.3 万、31.6 万，水星在粉丝群体和产品覆盖方面均领先同行，我们认为水星家纺在直播电商的布局将成为其线上收入的新增长点。

图表5. 电商渠道为家纺品牌的销售增量



资料来源：水星家纺、罗莱生活、富安娜、梦洁年报，东亚前海证券研究所

1.4. 差异化发展带来错位化竞争

我们认为四家头部家纺企业具有差异化的竞争格局，产品风格、区域布局 and 经营模式各不相同，由此目标消费群体逐渐分化。

- 水星家纺主要面向华东地区消费者，首先发力于三四线城市，再朝一二线城市扩张，我们总结为“低线包围高线客群”的策略。目前一方面重点布局一二线城市，稳步扩容中高端产品消费受众；一方面不断下

沉三四线城市，大力发展低线城市的线上渠道，主推高性价比产品，以低价格、高附加值的产品吸引目标客群，并通过品类品牌化的策略构建全品牌矩阵，以满足不同客群的需求。从设计风格来说，水星家纺的产品色彩丰富，图案偏现代化，主打功能类产品，利用科技赋能。

- 罗莱的典型客户画像为追求高品质，崇尚舒适、优雅生活的消费群体，优势客户群体为华东地区的一、二线城市高端消费者。产品色调清新淡雅，风格偏欧式。为扩大消费者人群，新设立大众化品牌 LOVO 覆盖高性价比市场，我们总结为采用“高线打低线、高价打低价”策略。研发风格上，罗莱与中棉所合作成立科技研究院深挖“柔软”技术，从育种开始定制专属于罗莱的柔软基因。
- 富安娜诞生于深圳，产品主要面向华南和西南地区消费者。产品风格雍容华贵，深受重视生活品质和产品艺术特征的消费群体的偏爱。研发风格也一脉相承，研发团队专注于产品设计的艺术创新，引领行业时尚。由于富安娜未披露具体的销售量，仅披露具体的销售额，故不参与讨论，仅能通过其年报中披露的自有品牌的主要产品价格带推测，主要产品价格区间为 2000-4000 元，品牌调性高端。
- 梦洁发迹于湖南，产品主要面向华中地区消费者，产品以中式艺术、欧式古典巴洛克等为主题，追求精致。由于产品线分为中式和欧式，在研发上注重整合国内外的高端设计资源，不断提升产品设计能力。与罗莱类似，为抢占下沉市场和高性价比市场，专门开辟新产品线，主推时尚人群。

图表6. 各家主打差异化，竞争格局已初步形成

	水星家纺	罗莱生活	富安娜	梦洁股份
目标客户消费特征	偏好高性价比高品质，追求产品附加值	追求高品质，崇尚舒适、豪华生活	重视生活品质，看重产品艺术特征	追求产品附加值，注重生活风格和品味
品牌	中高端品牌：水星 大众化品牌：百丽丝	中高端品牌：罗莱、莱克星顿 大众化品牌：LOVO	中高端品牌：富安娜、维莎	中高端产品：梦洁、寐 大众化品牌：觅
产品风格	亲和适用、现代时尚、色彩丰富	色调清新淡雅，风格偏欧式	风格雍容华贵，设计中艺术成分高	以中式艺术等为主题概念，追求精致
区域布局	华东地区为主	华东地区为主，海外开拓美国市场	华南、华东、西南地区均匀分布	华中地区为主
经营模式与研发	品类品牌化构建全品牌矩阵，以原创研发设计为主，与高校、研究机构合作研发为辅	多品牌运作，自建科技研究院进行新材料、新技术、新产品的研发	品牌坚持原创和自主，研发团队专注产品设计和工艺开发，设计艺术化、创新化赋予产品高价值	以高端品牌为主，设计研发方面对外整合国内外高端设计资源，对内不断提升设计能力
销售渠道	线上线下齐头并进、融合发展，线下以加盟为主，直营为辅	直营与加盟相结合，逐步发展线上	直营与加盟并重，线上渠道发展较快	线上线下融合发展，线下直营与加盟相结合

资料来源：东亚前海证券研究所

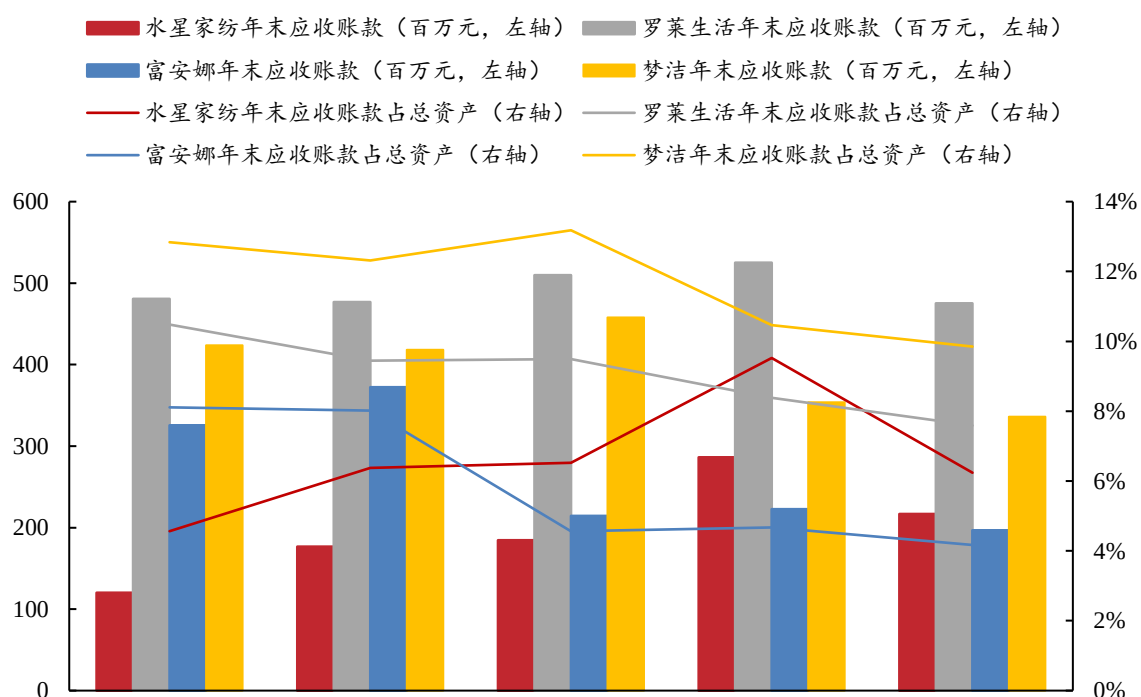
1.5. 传统制造行业采用存货周转率和应收账款评估其流动性

传统制造行业服务于商品的流转，其中存货周转率和应收账款代表了商品的流通速率和贷款的流通速率，为评价企业流动性的重要指标。

从应收账款的角度来看，水星家纺在供应链建设方面的成效显著，2017-2021 年应收账款周转率分别为 22.70\18.33\16.63\12.89\15.11 次，高于行业平均的 8.32\7.96\8.43\9.37\11.28 次，表明水星家纺的应收账款周转频率高。

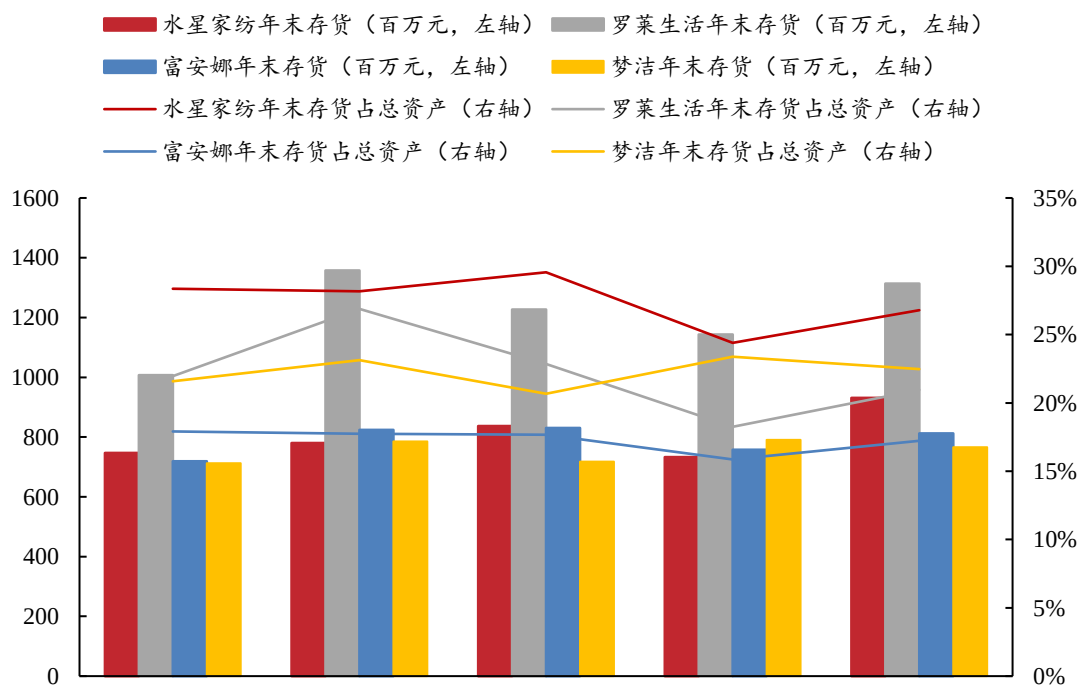
从存货周转率的角度来看，水星家纺的存货周转率在 2017-2021 年分别为 2.29\2.31\2.32\2.50\2.83 次，高于行业平均的 2.25\1.96\1.92\1.93\2.16 次。存货周转率的企稳提升代表了公司的产品销售较为顺畅，商品的流动性强。

图表7. 各家应收账款情况



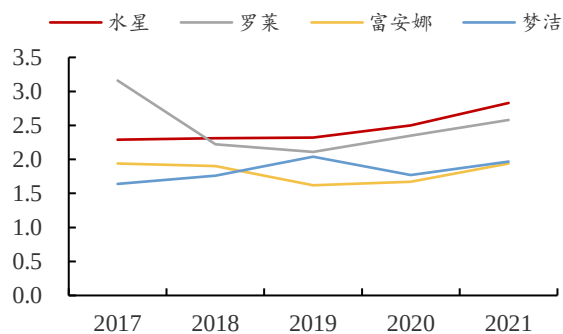
资料来源：水星家纺、罗莱生活、富安娜、梦洁年报，东亚前海证券研究所

图表8. 各家年末存货情况



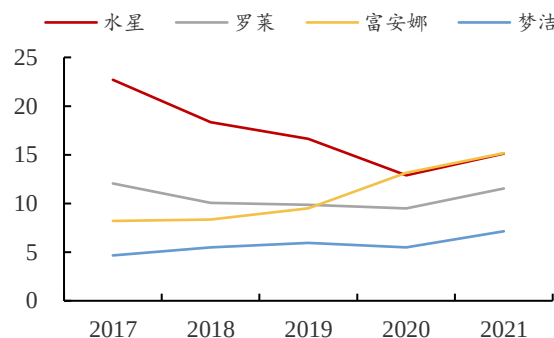
资料来源：水星家纺、罗莱生活、富安娜、梦洁年报，东亚前海证券研究所

图表9. 存货周转率对比



资料来源: ifind, 东亚前海证券研究所

图表10. 应收账款周转率对比



资料来源: ifind, 东亚前海证券研究所

2. 水星家纺：显著低估，坚持产品为王

在家纺行业整体回暖，发展进入中后期阶段，我们认为目前水星家纺的价值被显著低估。水星家纺的经营策略是以中高端的价格突出性价比，目标瞄准二三线城市消费群体，在渠道经营、产品研发、品牌建设等方面具有竞争优势。

2.1. 发展历程：秉持“让家人睡个好觉”理念，三十六年发展不忘初心

公司可追溯到 1987 年成立的江南被服厂，公司创始人提出的“科学守护睡眠，让家人睡个好觉”理念贯穿水星三十六年的发展。在此理念的指引下，水星专注于中高档家用纺织品的研发、设计、生产和销售，深耕套件、被芯和枕芯三大品类。水星家纺如今已形成“水星”品牌为主，“百丽丝”为辅，婴幼儿品牌“水星 KIDS”和婚庆品牌“水星家纺婚庆馆”等为细分品类的品牌矩阵。纵观水星家纺的发展历程，可分为以下三个阶段：

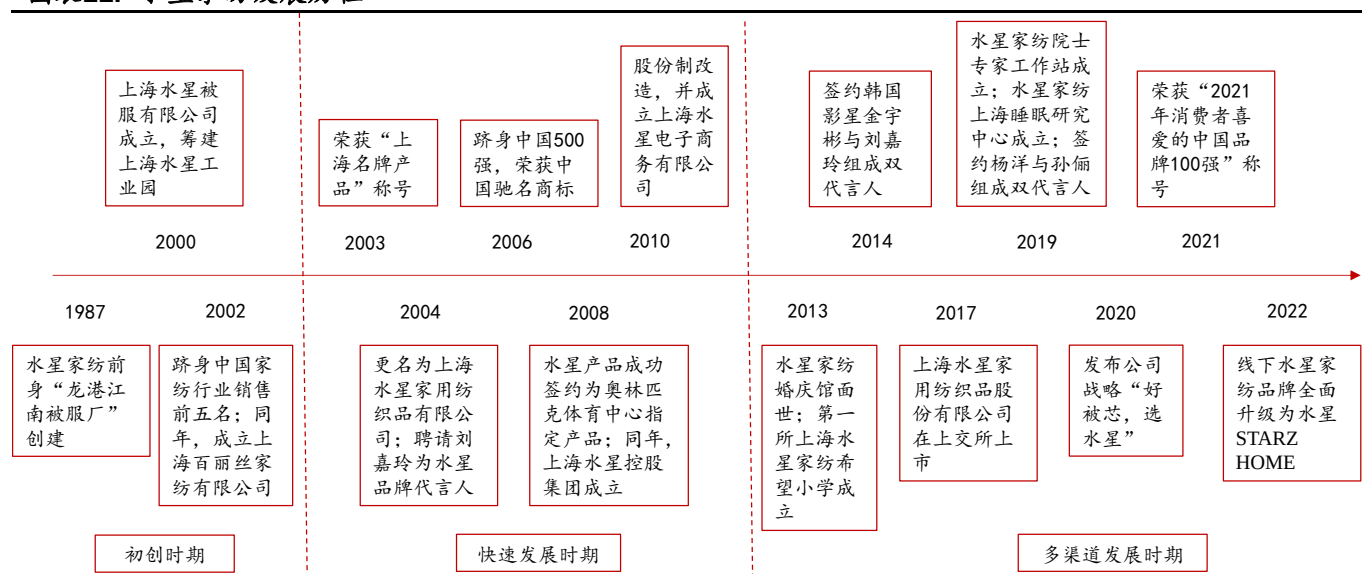
1987-2002：企业初创时期。1987 年，创始人李裕杰先生在温州苍南县成立龙港江南被服厂，主营床上用品的销售。2000 年迁往上海，成立上海水星被服有限公司，并筹建上海水星工业园。此时水星已初具规模。

2002-2010：快速发展时期。2002 年水星家纺跻身中国家纺行业前五，并在 2004 年通过聘请品牌代言人形式向全国宣传水星，属于国内家纺企业首例。此后，水星家纺凭借优秀的产品以及领先的品牌宣传观念，在家纺行业站稳脚跟，2006 年荣获中国驰名商标并入选中国 500 强，2008 年助力北京奥运，并在同年成立上海水星控股集团。

2010 年至今：多渠道发展时期。2010 年公司股份制改革更名为上海水星家用纺织品股份有限公司后，瞄准电商行业的风口，率先开拓电商渠道，成立电子商务公司。乘电商东风后的水星在线上投入逐年增加，2015 至 2021 年连续七年双十一天猫家纺类目单店、单品牌销售量第一。为避免电商与线下渠道的直接竞争，公司于 2016 年针对两条渠道产品及受众设定差异化的

定位策略，同时在电商渠道设立了专门的研发团队，开发线上专供产品。2017年提出电商与线下双线融合的总策略。2019年公司线上策略分化，一方面抢占中高端产品线上市占率，另一方面调整百丽丝品牌的定位，突出性价比。2020年公司设立直播中心，与知名主播合作引流，重点发展自播业务，尽享社交电商新红利。水星家纺线上渠道发展至今，形成了加盟、直营和线上等多渠道齐头并进、融合发展的格局。同时，公司的品牌推广力度和深度不断加大，2014年签约金宇彬和刘嘉玲，2019年签约杨洋和孙俪，在2021年荣获“消费者喜爱的中国品牌100强”。渠道多元化与品牌宣传对应着公司对研发、产品的深耕，2019年成立家纺行业第一家院士专家工作站——水星家纺院士专家工作站，并建立水星家纺上海睡眠研究中心，并于2020年提出“好被芯，选水星”的发展战略，通过被芯品类爆款单点带动家纺全品类发展。

图表11. 水星家纺发展历程

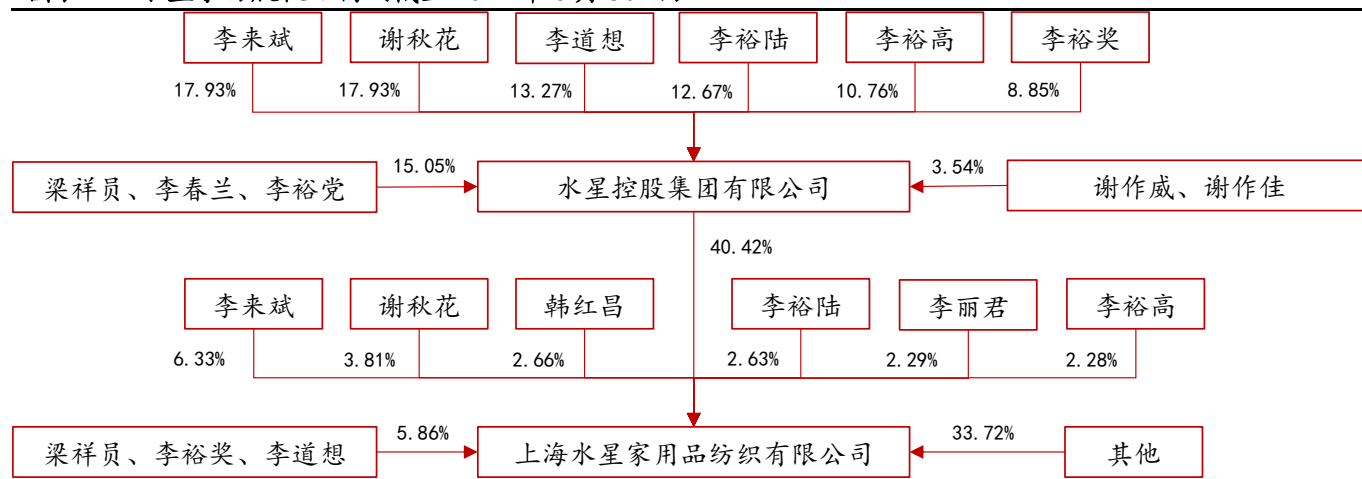


资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

2.2. 股权管理：家族控股企业，核心高管经验丰富

公司大股东为水星控股集团有限公司，背后实控人来自李氏家族。公司实际控制人为李来斌、谢秋花、李裕陆和李裕高，间、直持股比例分别为13.58%\11.06%\7.75%\6.63%，合计持股39.02%。其中李来斌和谢秋花为母子关系，李裕陆和李裕高为兄弟关系，二人和谢秋花系叔嫂关系。家族持股企业股权结构稳定，不仅有利于降低股东与管理层的代理成本，也有利于统一战略，谋划公司长远发展。

图表12. 水星家纺股权结构（截至 2022 年 6 月 30 日）



资料来源：ifind，东亚前海证券研究所

公司大部分高管早期跟随创始人筚路蓝缕，艰苦奋斗打下水星家纺基业。公司现任董事长兼总裁李裕陆历任水星被服营销部经理，与董事李裕高并肩作战参与了水星家纺早期建设与发展，逐步铺开水星家纺线下渠道，拥有丰富的运营、销售等经验。公司现任副董事长兼常务副总裁李来斌，拥有长远的眼光与领先行业的见解，瞄准电商渠道，早在 2004 年为水星家纺注册阿里巴巴店铺，成为家纺行业首位入驻天猫的品牌，随后水星家纺的电商之路乘风破浪，如今形成线上电商和线下加盟直营的双格局。

图表13. 公司管理层情况

姓名	职务	履历
李裕陆	董事长兼总裁	历任上海水星被服有限公司营销部经理，上海水星家用纺织品有限公司运营总监等，现任水星家纺董事长兼总裁。
李来斌	副董事长兼常务副总裁	历任上海水星电子商务有限公司副总经理、总经理等，现任水星家纺副董事长兼常务副总裁，水星控股集团有限公司董事长。
李裕高	董事兼副总裁	历任温州水星被服有限公司副总经理等，现任水星家纺董事兼副总裁。

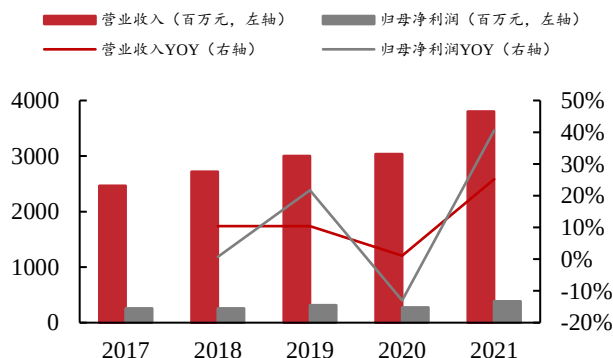
资料来源：ifind，东亚前海证券研究所

2.3. 营收分析：疫情后业绩回暖，线上线下齐发力

公司营收与归母净利润稳步增长，经历疫情寒冬后迅速恢复。2021 年实现收入\净利润 37.99 亿元\3.86 亿元，同比增长 25.19%\40.55%。而 2017-2021 年公司营业收入\净利润 CAGR 分别为 11.46%\10.66%，疫情期间收入增速高于疫情前。我们认为收入端的稳中有升得益于：①2020 年起加速发力线下门店与云店、天猫旗舰店等线上渠道的融合，线上与线下联动的形式增强消费者心智；②提前布局直播电商的增量渠道。而归母净利润的波动主要源于：①原材料棉花的上涨，自 2021 年 3 月以来棉花价格指数持续大幅攀升，但在今年有所回落；②2020 年积极拓展直播电商等新渠道带来销售费用率的持续攀升；③防疫措施的增量支出。目前随着新渠道开拓的逐步稳定，营销费用将有一定概率稳中有降，且原材料棉花价格有所回落，故我们

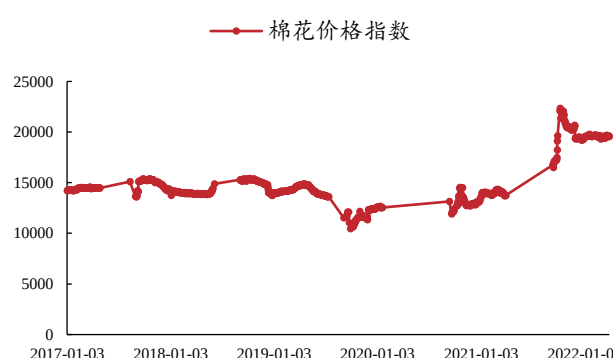
认为 2022 年公司的利润率有望稳步提升。

图表14. 营业收入和归母净利润情况



资料来源: ifind, 东亚前海证券研究所

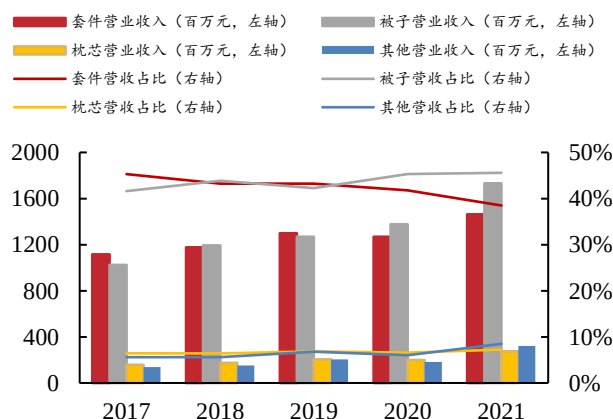
图表15. 棉花价格指数自 2021 年起持续走高



资料来源: ifind, 东亚前海证券研究所

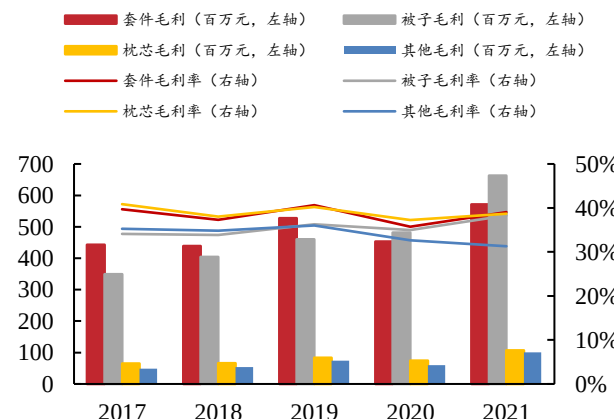
分品类而言, 被子、套件、枕芯产品为公司主要收入来源, 2017-2021 年营收占比合计分别为 93.36%\93.52%\92.36%\93.68%\91.32%。其中, 被子对营收和毛利的贡献逐年增加, 2021 年分别占营收和毛利的 45.58%\45.34%; 套件则与之相反, 2021 年分别占营收和毛利的 38.49%\23.46%。我们认为, 水星家纺采用被子单品打造爆款的策略起效, 体现在其毛利润和营收占比基本保持逐年稳定上升的趋势。

图表16. 主营业务分品类营收情况



资料来源: 公司年度报告, 东亚前海证券研究所

图表17. 主营业务分品类毛利情况



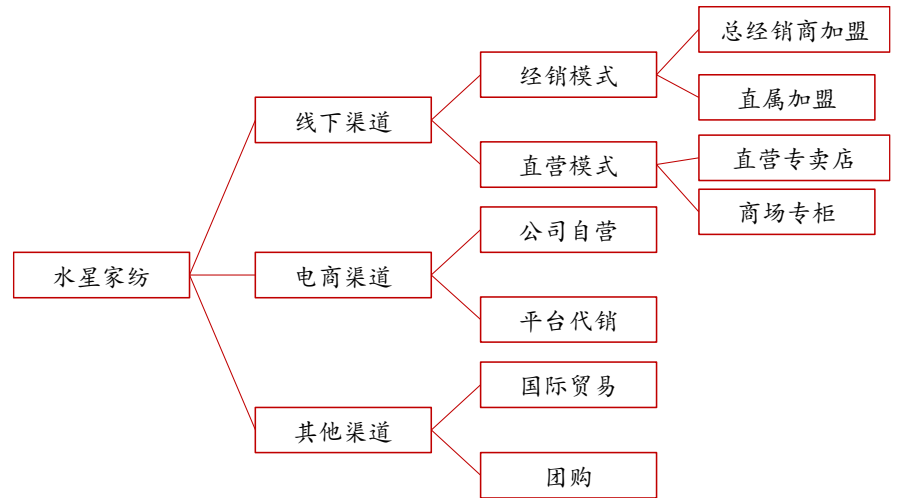
资料来源: 公司年度报告, 东亚前海证券研究所

2.4. 渠道分析: 线下与线上并重, 构建全渠道营销

提出全链路数字化改造战略, 积极探索新零售业态。为促进线上线下一相互融合, 提振线下门店销售业绩, 公司加速实施全链路数字化改造战略, 将更多的门店和区域纳入全渠道链路, 并尝试将经销商的数据纳入水星体系, 通过大数据精准洞察消费者的购买意向, 提升店铺运营效率。此外, 公司也通过直营门店积极探索新零售模式, 重构消费者、产品和经营门店的关系, 通过直播、云店、抖音等形式, 扩展公域流量, 培育私域流量, 将线上

消费者引流至线下，增加线下门店的获客率。

图表18. 公司渠道细分



资料来源：公司招股说明书，东亚前海证券研究所

2.4.1. 线下渠道：低线渗透高线城市策略

线下渠道：水星家纺的销售渠道管理能力强，线下销售渠道模式经销和直营并重，拥有业内领先的线下立体销售网络。公司以下沉城市起家，三、四线城市多采用经销商模式，现阶段重点布局一、二线城市，以直营为主。

- 三、四线城市“网格布局”加盟模式扩张资产较轻。水星加盟商采用“公司—总经销商—经销商”的二级经销模式进行市场开发，由于三、四线城市市场格局较为分散，且当地消费者对于床品款式的选择、营销手段的偏好不同，加盟模式能更好利用经销商在当地的资源，助力水星下沉并打入当地市场。公司 2016 年和 2021 年经销模式下收入分别为 11.62 亿元和 14.84 亿元，5 年的 CAGR 为 5%。在外部经济环境下行的大背景下，公司在三、四线城市的渠道扩张保持稳步推进。
- 一、二线城市重点布局直营门店。直营模式增强了公司对销售终端的控制，提升品牌形象的同时带动经销商渠道的铺设。公司 2016 年和 2021 年直营模式下的收入分别为 1.13 亿元和 2.79 亿元，对应 5 年的 CAGR 为 19.81%。直营模式下渠道扩张增速较快的原因主要为水星的战略转型的奏效。近年来水星不断向一二线城市渗透，开设门店并发力于高端产品，同时积极探索新零售模式，吸引线下会员观看线上直播，增强品牌与消费者的交互，同时线上直播将观众引流至线下门店，形成高效的线上、线下渠道营销闭环，为公司门店收入的增长贡献坚实力量。

2.4.2. 线上渠道：行业内首家卡位电商渠道，积极拥抱渠道革新

线上渠道：率先卡位电商渠道，布局直播电商新平台有望迎来新增长点。为避免电商与线下渠道的直接竞争，公司早在 2010 年设立了线上线下一条渠道，设立电商渠道专项研发团队，提供专供线上销售的产品。并在之后不断根据市场情况进行动态调整，2019 年起公司线上策略分化，一方面强化高端产品线上渠道，另一方面调整百丽丝品牌定位，突出性价比优势。2020 年起公司看准直播电商新渠道，设立直播中心，采用早期与知名主播合作引流，后期重点发展自播业务的模式，形成加盟、直营和线上等多渠道齐头并进、融合发展的销售策略。

以淘宝、京东、唯品会三大平台为核心，开拓直播新平台或成新增长点。公司目前线上渠道的策略是以天猫（旗舰店）、京东（旗舰店）、唯品会（代销）为核心，三大平台的销售收入约占线上渠道总收入的 90%，同时布局直播电商新渠道，配备专业化的团队，重点发展自播业务，推进线上全平台加速布局。

- **线上平台营销的相同点：**品类齐全，产品矩阵丰富，适合全年龄段消费者。品类覆盖家纺产品和家居产品，产品材质包括全棉、蚕丝、鹅绒、长绒棉等，满足儿童、学生、成人等不同年龄段消费者的需求。
- **不同平台的差异化：**根据各个平台用户画像的特点，产品品类和营销方式均采用差异化策略。其中，淘宝采用高性价比策略、京东主打中高端产品、唯品会主营儿童产品。

1) 淘宝（天猫）：天猫旗舰店粉丝数超千万，采用高性价比策略，商品单价明显向上的趋势，选品重在外观靓丽，舒适度和实用性。根据水星家纺 2021 年年度的董事会经营评述显示，在 2021 年 618 活动中，公司在天猫平台销售额位居家纺品牌排名第一，并且取得了 2016-2021 年天猫双 11 活动中连续蝉联家纺类单品牌销售的成绩五连冠。

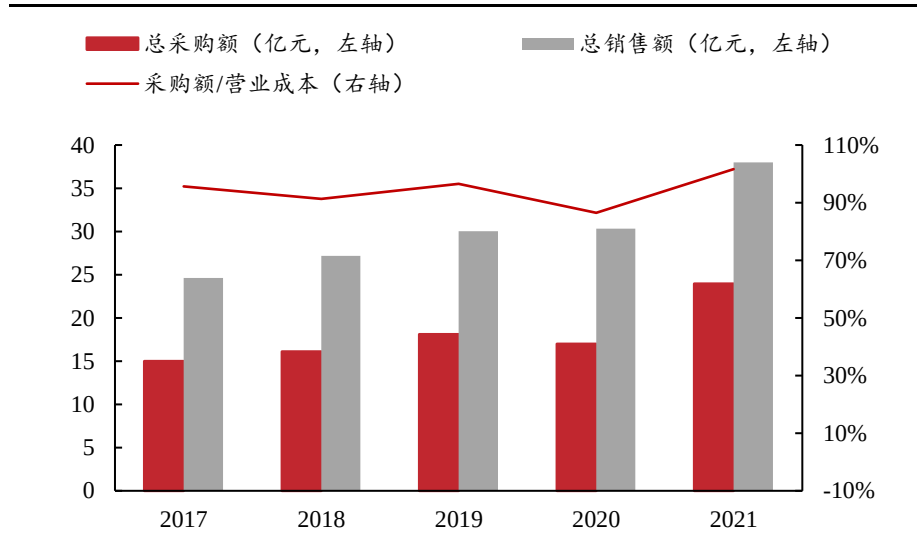
2) 京东：中高端产品为主流。京东旗舰店主打中高端产品；京东自营平台上，轻奢高端产品成主流，其中蚕丝套件、白鹅绒被、长绒棉被等单价 3000 元以上的产品销量过万。据 2021 年度披露的董事会经营评述显示，在 2021 年 6 月 18 日当天前 10 分钟，公司在京东居家的国货大牌细分品类中成交额同比增长 180%。

3) 唯品会：差异化策略。唯品会采用折扣电商的差异化策略，水星选品考虑到消费者对于品牌质优价廉的需求，以低价优惠吸引客户选购产品。

2.5. 成本分析：原料的采购控制为关键

为避免上游原材料的价格扰动，公司与主要原材料供应商建立起了长期战略合作关系，通过长期合作、提前锁定价格、集中采购等方式控制采购成本，公司 2017-2021 年的总采购额分别为 14.98\16.11\18.10\16.99\23.96 亿元，对应营业成本占比为 95.64%\91.30%\96.56%\86.48%\101.63%。我们认为上游原材料的成本控制是家纺中游生产制造企业的重点。

图表19. 采购额和销售额总体保持稳步上升的趋势



资料来源：公司招股说明书，东亚前海证券研究所

2.6. 产品分析：坚持产品为王，以科技赋能新品

公司深耕单品研发，强化品牌功能性特点。公司在 2020 年提出“好被芯，选水星”的发展战略，聚焦被芯单品的研发与创新，2020 年推出黄金搭档被、超长丝系列、匈牙利鹅绒系列、德国羽绒系列等主打被芯产品，2021 年自主研发纤维新材料和助剂材料，在凉感纤维、除臭纤维、草本天然抗菌等项目取得技术性突破，推出了大豆抗菌被等富有科技感的被芯单品。功能性被芯的推陈出新建立了消费者对于水星品牌价值的认知，占领消费者心智。

未来公司将不断优化产品结构，提升核心竞争力。核心竞争力的打造从三个方面：1) 精简 SKU，坚持精品开发的策略不动摇，增强超级单品打造力度，通过极致爆款单品，联动其他品类产品的销售；2) 加大科技创新力度，重点打造环保、健康的科技类产品，推进睡眠科技成果转化及应用，提升产品的功能属性；3) 持续推动数字化运营的布局，推进数字化建设，提升产品的品质及形象。

图表20. 公司被芯类单品

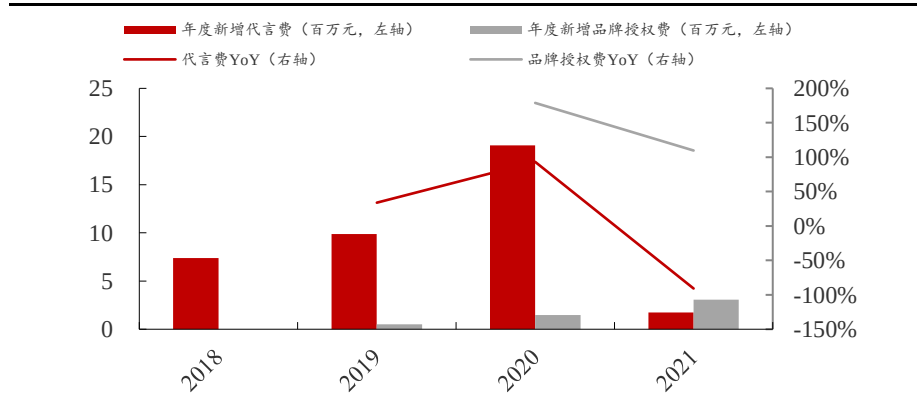


资料来源：水星淘宝旗舰店，东亚前海证券研究所

2.7. 品牌分析：注重品牌推广力度，跨界合作扩大品牌影响力

公司在品牌建设方面采用跨界联名、代言人宣传等方式，提升水星品牌知名度，扩大品牌影响力。早在 2004 年，水星家纺便成为中国家纺企业中第一家邀请明星代言的企业，随后水星延续代言人宣传的策略，先后邀请刘嘉玲、孙俪、杨洋等明星代言，吸引不同年龄段的消费者关注水星，2018-2020 年年度新增代言费用持续增加，2020 年年度新增代言费用达到 1909 万元。在整个家纺行业消费升级的大背景下，消费者的品牌概念持续增强，故水星采用知名品牌联动的策略迎合消费者需求：在 2021 年与钟薛糕联名推出“雪糕被”，聚焦两个品牌的“清凉”属性；也与敦煌联名，推出国风元素家纺产品，聚焦“Z 世代”的民族认同感。

图表21. 采用代言增加品牌影响力



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

2.8. 实施数字化运营，降本增效利于公司长期发展

公司按照业务在线化、运营数据化、决策智能化路径，推进数字化转型布局。2022 年公司主要在四个板块进行数字化转型：

1) 数字化技术底座。通过统一规划技术平台、开发与运维平台，打通

移动端与 PC 端，建立统一用户账号，有利于账户管理与用户运营，致力于提升用户体验。

2) 零售与分销渠道优化。全渠道多方位建立消费者触达，线上采用直播、小程序、私域流量、社交运营等手段多方位触达消费者；线下统一 POS 系统，赋能线下导购，线上线下双管齐下，实现全域营销。

3) 供应链业务在线化。供应链体系管理和库存管理为零售行业的重点，公司实行供应链业务在线化、生产进度可视化、库存与库容可视化的方针，为供应链的全局把握提供基础。此外，水星家纺尤其重视供应商的沟通交流，通过订货会等形式提前确定每年订单，并通过制定有效的采购计划，结合供应链看板管理系统，降低了供应商合作成本及公司存货储藏成本，提升了公司整体的运营效率。

4) 大数据分析体系。横向打通营销、供应链、质量、财务等板块，全流程数据化管理，通过数据解读背后的业务含义，增强各业务部门的沟通和合作，支撑后续的跨业务决策。

我们认为公司在打通“数字化供应链-营销展示-数据分析-动态调整”的链条，完成全方位数字化转型之后，将会迎来利润的拐点，原因在于：1) 跨部门合作高效；2) 供应链降本增效。之前营销、供应链、质量、财务等部门各自独立，业务之间缺乏交流沟通，如今建立了数字化分析平台，对内量化各部门的工作效率，对外可开展跨业务决策，方便公司管理层即时进行决策调整，降本增效。

3. 盈利预测与投资建议

我们对水星家纺 2022-2024 年盈利预测作以下假设：

1) 预计公司 2022 年开始将逐步摆脱新冠疫情对业绩的影响，公司大单品的爆款逻辑持续成立，营业收入持续攀升，预计 2022-2024 年同比增长 8.06%\11.26%\13.39%，对应营业收入分别为 41.06\45.68\51.80 亿元，其中套件收入为 16.42\16.90\18.13 亿元，占营收的 40%\37%\35%；被子收入为 19.30\21.56\24.60 亿元，占营收的 47.00%\47.20%\47.50%；枕芯收入为 2.96\3.29\3.88 亿元，占营收的 7.2%\7.2%\7.5%。

2) 原材料成本涨价对于成本的扰动明显，尽管公司已与重点供应商签订长期战略协议，保持长期合作，但我们认为主要原材料棉花、蚕丝等价格的变化将会对公司产品的毛利率产生扰动。预计公司 2022-2024 年的主营业

务毛利率分别为 38.50%\39.30%\39.50%，在现有毛利率的基础上存在着一定的上浮空间。

3) 费用率稳中有升，因受疫情影响，2022 年运输成本上行+人力成本提升，但我们认为公司将逐步收窄费用率，提升净利率。水星家纺的费用主要集中在销售费用，其中广告宣传费和推广费用占比较高，预计公司 2022-2024 年的销售费用率仍然维持较高水平，分别为 23.95%\22.28%\22.68%，管理费用率分别为 4.00%\4.20%\4.28%，研发费用率分别为 1.72%\1.83%\1.93%，财务费用率分别为-0.49%\-0.45%\-0.52%。

4) 家纺行业长期受行业品牌化及公司集中度提升，短期受疫情好转需求释放的逻辑，行业长期、短期的集中度均有所提升。我们认为行业龙头将会产生强者恒强的局面，并且看好水星家纺深耕三、四线城市，向上拓展至一、二线消费者，结合品牌联名策略，打造时尚、年轻的定位。伴随行业品牌化，纺织服装龙头企业集中度提升。我们预测公司 2022-2024 年归母净利润为 3.40\4.38\4.75 亿元，对应目标 EPS 1.27\1.64\1.78 元/股。基于 2022 年 9 月 29 日收盘价 12.56 元，对应 P/E 9.86\7.65\7.05。结合公司打造大单品联名爆款及持续发力线上渠道的逻辑，我们看好公司未来发展，首次覆盖给与“推荐”评级。

4. 风险提示

原材料成本大幅上升拉低毛利率：棉花价格在今年上半年震荡上行，考虑到公司主要购买的原材料是棉花制成的胚布，因此棉花价格上升的传导具有滞后性，可能会增加公司下半年生产成本，进而拉低毛利率。

家纺行业复苏不及预期：疫情反复抑制消费复苏，叠加经济下行压力的影响，将导致家纺行业零售端承压，行业复苏可能会不及预期。

联名爆款打造不及预期：联名爆款的打造需要经历规划、选品、研发、宣传等一系列准备工作，时间周期较长，消费者接受需要一定时间，存在着联名爆款打造的效果不及预期的风险。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3799.31	4105.70	4568.06	5179.89
%同比增速	25.19%	8.06%	11.26%	13.39%
营业成本	2357.34	2512.64	2778.97	3142.16
毛利	1441.97	1593.06	1789.09	2037.74
%营业收入	37.95%	38.80%	39.17%	39.34%
税金及附加	17.94	17.75	20.49	23.36
%营业收入	0.47%	0.43%	0.45%	0.45%
销售费用	754.02	983.31	1017.76	1174.80
%营业收入	19.85%	23.95%	22.28%	22.68%
管理费用	152.07	164.23	191.86	221.70
%营业收入	4.00%	4.00%	4.20%	4.28%
研发费用	65.21	70.62	83.60	99.97
%营业收入	1.72%	1.72%	1.83%	1.93%
财务费用	-11.00	-19.93	-21.86	-28.85
%营业收入	-0.29%	-0.49%	-0.48%	-0.56%
资产减值损失	-16.09	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	-1.47	0.00	0.00	0.00
其他收益	4.40	5.55	6.51	6.79
投资收益	0.81	0.41	0.46	0.52
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	5.71	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.01	0.00	0.00	0.00
营业利润	457.10	383.04	504.21	554.06
%营业收入	12.03%	9.33%	11.04%	10.70%
营业外收支	18.82	26.10	26.97	23.97
利润总额	475.93	409.14	531.18	578.03
%营业收入	12.53%	9.97%	11.63%	11.16%
所得税费用	90.05	69.54	93.08	102.97
净利润	385.87	339.60	438.10	475.06
%营业收入	10.16%	8.27%	9.59%	9.17%
归属于母公司的净利润	385.87	339.60	438.10	475.06
%同比增速	40.55%	-11.99%	29.01%	8.44%
少数股东损益	0	0	0	0
营业收入	1.46	1.27	1.64	1.78

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	1.46	1.27	1.64	1.78
BVPS	9.89	10.66	12.31	14.09
PE	11.53	9.86	7.65	7.05
PEG	0.28	—	0.26	0.84
PB	1.70	1.18	1.02	0.89
EV/EBITDA	6.25	5.29	3.41	2.35
ROE	15%	12%	13%	13%
ROIC	13%	10%	11%	11%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1171	1387	1745	2199
交易性金融资产	200	200	200	200
应收账款及应收票据	217	341	303	404
存货	931	1052	1073	1293
预付账款	31	66	73	69
其他流动资产	169	157	181	175
流动资产合计	2719	3203	3576	4341
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	423	430	435	432
无形资产	125	124	122	117
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	55	55	55	55
其他非流动资产	152	151	151	151
资产总计	3474	3964	4339	5096
短期借款	0	100	100	100
应付票据及应付账款	293	486	365	577
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	74	75	83	94
应交税费	159	131	146	166
其他流动负债	199	214	249	288
流动负债合计	724	1007	943	1225
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	113	113	113	113
负债合计	837	1120	1057	1338
归属于母公司的所有者权益	2637	2844	3282	3757
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	2637	2844	3282	3757
负债及股东权益	3474	3964	4339	5096

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	464	278	390	482
投资	-100	0	0	0
资本性支出	-62	-28	-28	-23
其他	7	0	0	1
投资活动现金流净额	-155	-27	-27	-23
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	0	100	0	0
筹资成本	-106	-135	-5	-5
其他	-47	0	0	0
筹资活动现金流净额	-153	-35	-5	-5
现金净流量	156	216	358	454

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

倪华，北京大学金融学、香港中文大学经济学双硕士，武汉大学理学学士。2014年-2016年新财富，批发零售行业前四（团队成员）；2017年水晶球公募榜单，批发零售行业第二；2017年金翼奖，商业贸易行业第三；2019年金麒麟新锐分析师，零售行业第一。专注消费领域研究，发布多篇广为流传的深度报告。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>