

水星家纺（603365.SH）

高性价比功能性品牌家纺龙头，差异化竞争策略赋能发展

公司评级

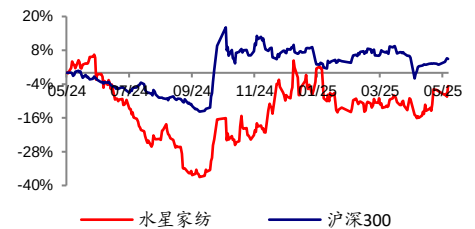
买入

当前价格	16.48 元
合理价值	23.07 元
报告日期	2025-05-09

基本数据

总股本/流通股本（亿股）	2.63/2.58
总市值/流通市值（亿元）	43.29/42.53
一年内最高/最低（元）	19.46/10.89
30 日日均成交量/成交额（亿）	0.02/0.25
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	4.97/17.30

相对市场表现



分析师：

糜韩杰



SAC 执证号：S0260516020001



SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

相关研究：

联系人：

董建芳

dongjianfang@gf.com.cn

核心观点：

- 公司为高性价比功能性品牌家纺龙头，2021-2024 年被芯全国销量排名持续第一。产品方面，公司采取“高性价比+功能性+大单品”策略；渠道方面，线上收入占比高/增速快，线下重点布局低线城市。公司 2013-2024 收入/归母净利润复合增速领先行业，毛利率保持上升趋势。公司发布限制性股票激励计划+员工持股计划，激发增长活力。
- 家纺行业：2025 年消费补贴加码+房地产销售企稳+婚庆回暖助力销售有望复苏，长期行业有望持续扩容。短期看，（1）2025 年多地家纺新一轮补贴重新开始；电商家纺补贴范围扩大至全国，水星家纺线上收入占比高，有望显著受益。（2）2025 年以来，房地产销售企稳，婚庆需求回暖，利好家纺需求；长期看，（1）消费者偏好向功能型产品转变；（2）年轻一代家纺产品更换频次提升，助力行业扩容；（3）头部家纺企业市场份额有望逐步提升。
- 核心看点：（1）产品：“聚焦被芯”品类策略+“极致大单品”产品策略，有望带动公司新一轮增长。公司基础款产品加价倍率较低，性价比较强；公司被芯类产品收入占比和毛利率持续走高；强化被芯品类核心优势，带动全品类发展；“极致大单品”产品策略，推动公司全品类产品的连带销售；以纺织纤维新材料和助剂材料研发为重点，科技赋能产品成果突出。（2）渠道：电商渠道优势突出，线下策略性拓店。（3）品牌营销：跨界联名/国潮/代言人合作等多种方式提升品牌知名度，数字化建设持续推进。
- 盈利预测与投资建议。预计 2025-2027 年，公司每股收益分别为 1.54/1.79/2.01 元，参考可比公司估值，给予公司 25 年 15 倍 PE，合理价值 23.07 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示。渠道管理风险，行业竞争的风险，极端气候风险。

盈利预测：

单位：人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4211	4193	4803	5467	6214
增长率（%）	14.9%	-0.4%	14.5%	13.8%	13.7%
EBITDA（百万元）	485	503	554	641	714
归母净利润（百万元）	379	367	404	471	529
增长率（%）	36.2%	-3.3%	10.2%	16.5%	12.4%
EPS（元/股）	1.44	1.40	1.54	1.79	2.01
市盈率（P/E）	9.99	11.57	10.71	9.20	8.18
ROE（%）	12.9%	12.3%	13.0%	14.3%	15.3%
EV/EBITDA	5.63	6.90	6.60	5.31	4.93

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

目录索引

一、水星家纺：高性价比功能性品牌家纺龙头	5
（一）业务概况：高性价比功能性品牌家纺龙头，重点布局低线城市	5
（二）财务分析：复合增速领先行业，毛利率保持上升趋势	6
（三）家族控股结构稳定，限制性股票激励计划+员工持股计划激发活力	9
（三）保持高分红政策，切实关注投资者利益	11
二、家纺行业：25 年消费补贴加码+房地产销售企稳+婚庆回暖助力销售有望复苏，长期行业有望持续扩容	12
（一）短期看，消费补贴政策+房地产销售企稳+婚庆回暖，25 年家纺销售有望回暖	12
（二）长期看，行业有望持续扩容，头部企业份额逐步提升	19
三、核心看点：产品驱动，有望带动公司新一轮增长	23
（一）产品：“聚焦被芯”品类策略+“极致大单品”产品策略，有望带动公司新一轮增长	23
（二）渠道：电商渠道优势突出，线下策略性拓店	29
（三）品牌营销：跨界/国潮合作提升品牌知名度，数字化建设持续推进	32
四、盈利预测和投资建议	33
（一）盈利预测	33
（二）投资建议	35
五、风险提示	35
（一）渠道管理风险	35
（二）行业竞争的风险	35
（三）极端气候风险	35

图表索引

图 1: 公司营业收入 (亿元) 及同比增速	8
图 2: 公司归母净利润 (亿元) 及同比增速	8
图 3: 主要家纺上市公司毛利率	8
图 4: 主要家纺上市公司净利率	8
图 5: 主要家纺上市公司期间费用率对比	9
图 6: 主要家纺上市公司销售费用率对比	9
图 7: 头部家纺公司及规上家纺企业营收同比增速	13
图 8: 规上家纺和头部企业净利润增速情况	13
图 9: 我国家纺消费品各类需求占比统计 (2022)	18
图 10: 我国商品房销售面积及同比增速	18
图 11: 我国结婚登记数量 (万对) 及同比增速	18
图 12: 喜糖电商合计 (天猫+京东+抖音口径) 销售额及同比增速	18
图 13: 我国家纺行业市场规模及增速	19
图 14: 国内家纺行业各品类销售额占比情况 (2021)	19
图 15: 我国家纺品牌格局情况	21
图 16: 历年中国家纺 CR5 市占率变化	21
图 17: 2024 年各国家纺市占率 CR5 集中度对比	21
图 18: 天猫家纺家饰主要品牌市占率	22
图 19: 京东家纺家饰主要品牌市占率	22
图 20: 家纺各品牌天猫羽绒被均价 (元)	24
图 21: 家纺各品牌天猫蚕丝被均价 (元)	24
图 22: 家纺各品牌天猫套件均价 (元)	24
图 23: 公司被芯收入占比呈现提升趋势	25
图 24: 公司分产品收入同比增速情况	25
图 25: 近年来公司被芯毛利率呈现提升趋势	25
图 26: 主要家纺公司天猫销售额 (亿元) 及增速	29
图 27: 主要家纺公司京东销售额 (亿元) 及增速	29
图 28: 主要家纺公司抖音销售额 (亿元) 及增速	29
图 29: 抖音关联达人数量 (个)	30
图 30: 抖音关联直播数量 (个)	30
图 31: 水星家纺门店各层级城市占比	30
图 32: 罗莱家纺生活门店各层级城市占比	30
图 33: 富安娜门店各层级城市占比	31
图 34: 梦洁门店各层级城市占比	31
图 35: “水星 STARZHOME” 形象升级发布	31
图 36: 水星 kids 库洛米联名四件套	32
图 37: 百丽丝苏州博物馆桑蚕丝被	32

表 1: 公司旗下主要品牌.....	5
表 2: 主要家纺上市公司商业模式特征对比（2024）.....	6
表 3: 公司前十大股东（截至 2025 年一季报）.....	9
表 4: 公司高管介绍（截至 2025 年一季报）.....	10
表 5: 公司历次员工持股计划.....	10
表 6: 限制性股票激励计划各年度业绩考核目标及解除限售比例.....	11
表 7: 激励对象获授的限制性股票分配情况.....	11
表 8: 公司历年分红率情况.....	12
表 9: 主要家纺公司年度股息率.....	12
表 10: 2024 年多地新发布家纺消费补贴政策.....	14
表 11: 电商平台（天猫+京东+抖音）各家纺品牌（家纺家饰品类）销售同比变化情况（月度）.....	15
表 12: 2025 年以来多地新发布家纺消费补贴政策.....	15
表 13: 主要家纺品牌端公司线上/直营/加盟收入占比情况.....	19
表 14: 天猫羽绒被 2024 年销售额 TOP15 均为功能性产品.....	20
表 15: 家纺各品牌 2022-2024 年天猫线上加价倍率对比.....	23
表 16: 公司 2022-2024 推出的部分大单品.....	26
表 17: 水星家纺 2022-2024 年线上销售额 TOP15 产品销售额情况（天猫+京东+抖音合并口径）.....	26
表 18: 水星家纺 2024 年天猫销售额 TOP15 中大部分为功能性产品.....	27
表 19: 家纺各品牌天猫功能性产品对比（2024 年）.....	27
表 20: 公司 2022-2024 推出多种功能性产品.....	28
表 21: 公司和可比公司的累计有效专利数量（截至 2025.4.17，单位：个）.....	28
表 22: 公司收入关键假设.....	34
表 23: 可比公司估值（收盘价截至 2025.5.9）.....	35

一、水星家纺：高性价比功能性品牌家纺龙头

（一）业务概况：高性价比功能性品牌家纺龙头，重点布局低线城市

水星家纺是高性价比功能性品牌家纺龙头。根据公司官网，公司以水星为主品牌，以“水星家纺”、“水星 STARZHOM”（高端）、“水星 kids”（婴童）为细分系列，以满足消费者多样化和个性化的需求。此外，公司旗下百丽丝品牌聚焦新中产消费群，凭借产品设计年轻化、渠道布局扁平化、定价定位亲民化的整体运营思路，不断提升品牌影响力和营收规模。

公司主营业务为以套件、被芯和枕芯等床上用品为主的家用纺织品研发、设计、生产和销售，产品涵盖床罩多件套、被子、枕芯、单件组合、靠坐垫、儿童用品、夏令用品、毛毯等八大系列 300 多个品种。

根据公司官网，水星家纺 2021-2024 年被芯全国销量排名持续第一、2022-2024 年连续两年全国健康睡眠床品销量第一、2022-2024 年连续两年全国结婚床品销量第一、2023-2024 年中国儿童床品销量第一。

表 1：公司旗下主要品牌

品牌	水星家纺	百丽丝
风格和定位	致力于为消费者提供超乎想象的品质睡眠享受，打造国内体验式家居服务领导品牌	聚焦新中产消费群，凭借产品设计年轻化、渠道布局扁平化、定价定位亲民化的整体运营思路，不断提升品牌影响力和规模
主要产品	套件、被芯、枕芯、毛毯、夏令产品等	
图片展示		

数据来源：公司官网；广发证券发展研究中心

公司商业模式：

产品方面，公司采取“聚焦被芯”+“极致大单品”策略，产品性价比较高。

（1）根据公司官网和公司财报，2020 年以来公司提出“好被芯，选水星”品类战略，水星家纺 2021-2024 年被芯全国销量排名持续第一。（2）从产品加价倍率来看（据年报对应品类毛利率和天猫折扣数据估算），相比同行，公司处于较低水平；从产品价格带来看，天猫平台，水星家纺的套件均价在 400 元以下，羽绒被/蚕丝被均价分别在 1900 元/1000 元以下，相比同行，均价较低，性价比较高。

渠道方面，公司线上渠道收入占比高/增速快，线下重点布局低线城市。（1）根据各公司财报，2024 年水星家纺线上收入规模达 22.99 亿元（占比 54.82%），领先于罗莱生活（13.82 亿元，占比 30.32%）及富安娜（11.21 亿元，占比 37.21%）；2019-2024 年水星家纺线上收入 CAGR 达 13.5%，高于罗莱生活（4.2%）及富安娜（2.2%）。（2）根据百度地图，截至 2025.4.15，水星家纺一线城市/新一线城市/二线城市/三线城市/四线城市/五线城市占比分别为 4.66%/12.74%/15.57%/ 25.32%/24.28%/17.44%，在线下，水星与主要以高线市场的罗莱、富安娜形成错位竞争，以加盟模式主攻品牌家纺渗透率仍较低、增量庞大的低线城市市场。

表2：主要家纺上市公司商业模式特征对比（2024）

指标	水星家纺	罗莱生活	富安娜	梦洁股份
目标客户	二、三线城市的高端消费群为主	一、二线城市的消费群为主	一、二线城市的消费群为主	一、二线城市的消费群为主
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； 大众品牌：圣之花	中高端产品：梦洁、寐 大众化品牌：觅
部分产品价格区间	鹅绒被芯 4000-16000 元 乳胶枕头 499-1000 元 印花四件套 1000-3000 元	鹅绒被芯 3000-5000 元 乳胶枕头 700-1100 元 印花四件套 500-4000 元	鹅绒被芯 4000-15000 元 乳胶枕头 400-600 元 印花四件套 1090-3000 元	鹅绒被芯 4000-10000 元 乳胶枕头 400-800 元 印花四件套 900-3000 元
经营模式	广而深的渠道，搭配大众化的品 牌和产品共同驱动高周转	多品牌运作，广而深的渠道	设计艺术化、创新化赋予产品 高价值，以特色鲜明的产品为 核心，重视利润率	多品牌运作，广而深的渠道
销售渠道收入占比（2024）	线上：54.82% 直营：7.76% 加盟：31.78% 其他：5.49%	线上：30.32% 直营：8.80% 加盟：31.76% 其他：11.08% 美国：18.03%	线上：37.21% 直营：24.43% 加盟：27.75% 团购：5.73% 其他：4.87%	线上：18.47% 直营：39.76% 加盟：41.77%
门店数量（2024，单位：家）	2474（注：截至 2025.4.15 百度地图数据；可能存在部分已闭店店铺未在百度地图更新的情况）	2638	1472	1363
优势地域	华东地区为主	华东地区为主，海外（美国）	华南、华东、西南较均匀	华中地区为主
渠道数量一线/新一线/二线/三线/四线/五线城市占比	4.66%/12.74%/15.57%/25.32%/24.28%/17.44%	13.01%/15.67%/17.10%/20.13%/22.42%/11.66%	13.50%/22.88%/18.02%/15.25%/20.51%/9.83%	3.14%/22.43%/10.73%/24.66%/24.33%/14.72%

数据来源：公司财报，天猫，百度地图，广发证券发展研究中心
注：价格带（四件套）选取 2025.4.15 天猫旗舰店销量前六的产品价格范围

（二）财务分析：复合增速领先行业，毛利率保持上升趋势

1.公司发展历程

初创期：公司开始品牌建设和电商渠道探索（2000-2015 年）。根据公司官网和招

股书，公司创始人李裕杰先生于 2000 年成立上海水星被服有限公司，2002 年百丽丝品牌成立，2004 年公司签约刘嘉玲担任水星品牌代言人，2006、2012 年先后聘请陈好、吴佩慈担任百丽丝品牌代言人，成为家纺行业第一家请明星代言的企业。公司敏锐洞察电商行业趋势，2008 年，水星成为最早一批入驻淘宝的家纺品牌，2009 年公司在业内率先成立电商业务部门，2010 年公司设立子公司水星电商，由时任董事长李裕杰之子李来斌负责管理。

渠道驱动期：公司依托电商渠道实现快速发展，数字化建设持续推进（2016-2019 年）。根据公司官网和公司财报，公司渠道转型，线上销售逐渐放量，2016-2019 年公司线上收入 CAGR 为 23.90%，公司于 2016 年成立专门的电商研发团队，开发线上专供产品。2017 年，公司建立信息化专业技术团队，初步实现一横（财务）三纵（商品，营销，供应链）的拉通。2018 年拼多多对传统电商造成冲击，中高端家纺品牌受挫，水星快速反应、积极入驻并加大新兴电商的资源投入。2019 年，公司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。面对直播电商新趋势，水星率先行业入驻抖音平台。

产品驱动期：公司明确“聚焦被芯”品类策略+“极致大单品”产品策略（2020 年至今）。根据公司官网和公司财报，2020 年，公司发布“好被芯，选水星”战略，“核心产品”和“极致大单品”策略，在以上策略带动下，水星家纺实现 2021-2024 年被芯全国销量排名持续第一、2022-2024 年连续三年全国健康睡眠床品销量第一、2022-2024 年连续三年全国结婚床品销量第一、2023-2024 年中国儿童床品销量第一。此外，2020 年公司设立直播中心，重点发展自播，同时灵活运用社媒，打造全平台、多渠道的营销模式，利用新零售工具赋能，打通线上线下营销链路，持续扩大品牌影响力。

2. 成长能力分析

2013 年以来，公司营收和归母净利润年复合增速领先行业。根据 wind，公司 2013-2024 年的营收和归母净利润 CAGR 分别达 9.22%/12.65%，相比罗莱生活的 5.52%/2.44%、富安娜的 4.46%/5.06%，梦洁股份的 1.71%/-11.77%，水星家纺增速维持较高水平。

根据公司招股书和公司财报，公司财务数据最早可以追溯至 2013 年。2013 年及之后，规上家纺企业营收增速逐年放缓，并在 2015 年触底（同比变化-38%），主要系受到后地产周期刺激行业高速增长的阶段，大量家纺企业经历了上轮线下跑马圈地，供给大幅提升，一定程度上透支需求，以及我国宏观经济增速放缓，需求端呈现出一定程度的疲软，行业库存压力增加，公司此阶段凭借优秀的产品以及领先的宣传，实现收入增长，2014-2015 年，公司收入同比+11.7%/+4.3%。2016-2019 年，公司同比+6.8%/+24.5%/+10.4%/+10.4%，主要系渠道转型，线上销售逐渐放量，2016-2019 年，公司线上收入 CAGR 为 23.90%。疫情期间，消费者居家时间变长，拉升家纺需求，以及家纺标品属性较强适合线上销售，公司持续以天猫、京东及唯品会为三大核心增长点，同时在抖音、快手等新兴平台销售额增速较快，2020-2022 年公司线上收入 CAGR 为 18.94%，疫后受益消费逐渐复苏，公司重启开店周期，线上销售景气度持续，公司 2023 年业绩复苏，收入同比增长 14.93%；2024 年收入同比下降 0.4%，主要系宏观消费环境承压影响家纺需求，

2025 年收入同比增长 1.2%。

图1：公司营业收入（亿元）及同比增速

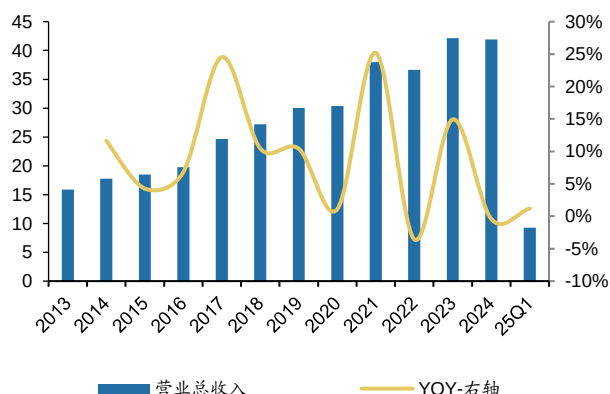
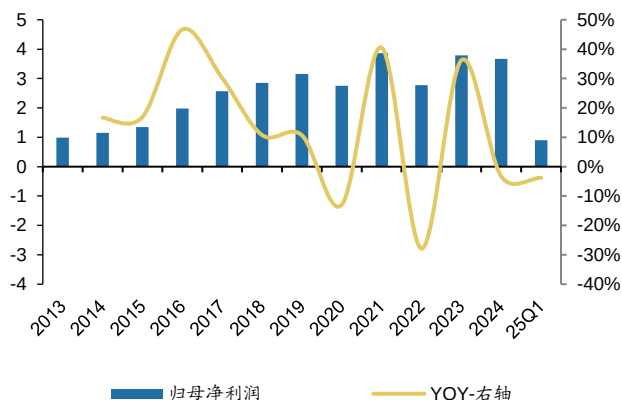


图2：公司归母净利润（亿元）及同比增速



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

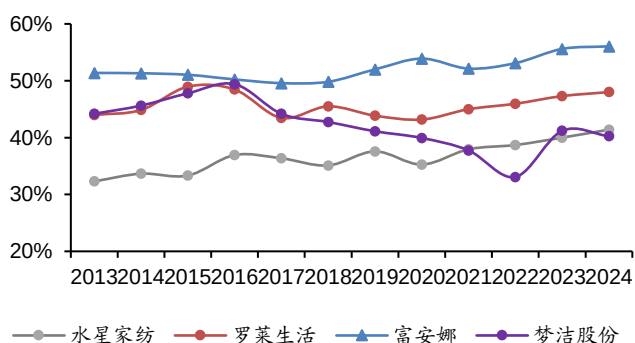
3.盈利能力分析

公司毛利率对比同行处于较低水平，主要系（1）公司始终坚持产品的“性价比”，且深耕二三四线城市消费群体，产品单价定价相对较低。（2）相比同行，公司加盟渠道占比更大，加盟渠道毛利率相比直营渠道更低。

公司过去数年毛利率保持上升趋势，主要系（1）电商渠道收入占比增加，电商渠道毛利率相比公司线下（加盟为主）的毛利率更高；（2）公司不断开发拥有较高附加值的功能性产品，产品升级迭代促进了公司综合毛利率的提升。

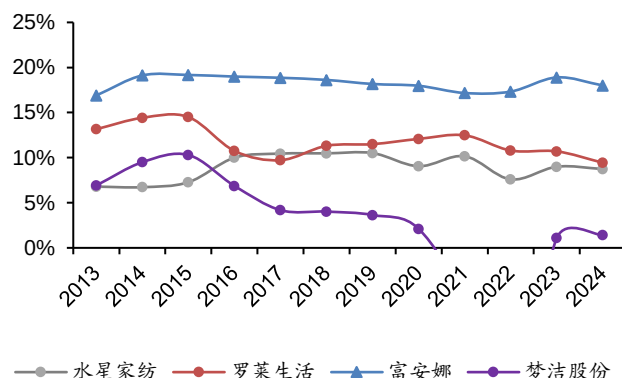
公司期间费用率对比同行处于较低水平，主要系销售费用率较低。公司期间费用率近年保持在 20%-25%之间的水平，在同行中属于最低水平，拆分来看主要因销售费用率较低，主要系（1）公司销售模式以线上渠道和加盟模式为主（2024 年收入分别占比 54.82%/31.78%），直营收入占比较低（2024 年为 7.76%），租金、人工成本较低；（2）公司对经销商的规范化管理能力较强，有利于控制费用水平。

图3：主要家纺上市公司毛利率



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

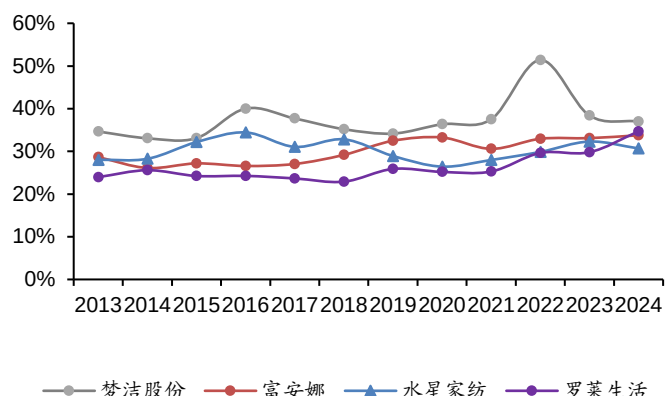
图4：主要家纺上市公司净利率



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

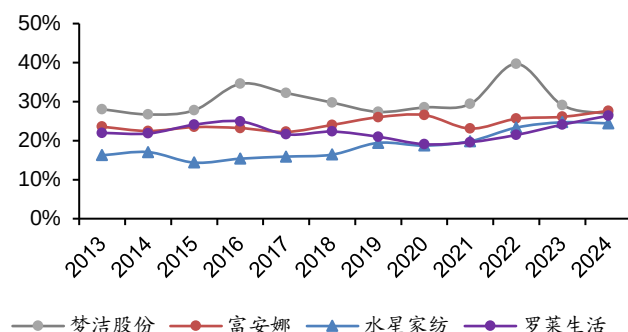
注：2021 与 2022 年梦洁股份净利率分别为-6.4%、-22.1%

图5：主要家纺上市公司期间费用率对比



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图6：主要家纺上市公司销售费用率对比



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

（三）家族控股结构稳定，限制性股票激励计划+员工持股计划激发活力

公司为家族控股企业，股权结构稳定。当前公司董事长为李裕陆先生，当前公司实际控制人为李裕陆、李裕高、李来斌、谢秋花（其中，谢秋花与李来斌系母子关系；李裕奖、李裕高、李裕陆系兄弟关系；李裕奖、李裕高、李裕陆与谢秋花系叔嫂关系，李来斌、谢秋花、李裕高、李裕陆为一致行动人）。截至 2025 一季报，四人直接持股 15.28%（其中李来斌持股 6.42%，谢秋花持股 3.87%，李裕陆持股 2.67%，李裕高持股 2.32%）；此外，四人通过水星控股集团有限公司间接持有公司股份，水星控股对上市公司的持股比例为 41.04%。

公司管理层深耕家纺行业多年，经验丰富。根据公司财报，公司主要管理层均在公司任职多年，行业经验和管理经验丰富。

表3：公司前十大股东（截至2025年一季度）

排名	股东名称	持股数量(万股)	占总股本比例(%)
1	水星控股集团有限公司	107,800,000	41.04
2	李来斌	16,867,520	6.42
3	谢秋花	10,167,520	3.87
4	中欧养老产业混合型证券投资基金	7,621,900	2.90
5	韩红昌	7,091,677	2.70
6	李裕陆	7,013,600	2.67
7	李丽君	6,100,000	2.32
8	李裕高	6,089,600	2.32
9	梁祥员	5,325,600	2.03
10	李裕奖	5,165,600	1.97
	合计	179,243,017	68.24

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

表4: 公司高管介绍（截至2025年一季度）

姓名	职务	学历	履历
李裕陆	董事长、总裁	本科	1974 年 7 月出生。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、董事兼总经理。现任上海水星家用纺织品股份有限公司董事长兼总裁，水星控股集团有限公司董事，上海水星家纺有限公司总经理。
李来斌	副董事长、常务副总裁	硕士	1986 年 5 月出生。历任水星电商副总经理、总经理，上海水星商务信息咨询有限公司执行董事兼总经理。现任上海水星家用纺织品股份有限公司副董事长兼常务副总裁，水星控股董事长，百丽丝执行董事，上海水星执行董事。
李裕高	董事、副总裁	硕士	1968 年 8 月出生。历任温州水星被服有限公司副总经理，上海水星被服有限公司副总经理，水星有限副总经理，水星有限董事兼副总经理。现任上海水星家用纺织品股份有限公司董事兼副总裁，水星控股董事。
李婕	副总裁	博士	中国服装协会专家委员，曾任国泰基金研究副总监、光大证券研究所副所长、东吴证券董事总经理暨研究所执行副所长等。
孙子刚	财务总监	本科	1969 年 3 月出生。历任江苏省洪泽县水泥厂总账会计，江苏科达电梯集团有限公司财务经理，苏州太湖企业有限公司财务总监兼董事，迪欧餐饮（中国）有限公司财务总监，水星有限财务总监。现任上海水星家用纺织品股份有限公司财务总监。
田怡	董事会秘书	本科	1987 年生，中级工程师。历任上海柘中集团股份有限公司董事会秘书兼副总经理，证券事务代表，曾任职于康达新材料（集团）股份有限公司，协鑫集成科技股份有限公司。

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

公司先后推出两期员工持股计划。公司先后于2019年10月29日、2020年3月4日推出两期员工持股计划，根据公司2024.6.29《关于第一期员工持股计划股票出售完毕暨终止的公告》《关于第二期员工持股计划股票出售完毕暨终止的公告》，截至2024年6月29日，公司第一/第二期员工持股计划持有的公司股票均已出售完毕。

从覆盖人员范围来看，第一期、第二期员工持股计划的覆盖人员分别为董监高2人和其他员工不超过50人、董监高0人和其他员工不超过75人，覆盖人员包括公司董监高和普通员工，涉及范围广，覆盖面逐渐扩大，调动员工的积极性，有利于公司长期持续健康发展。

表5: 公司历次员工持股计划

草案公告日期	计划名称	分配人员	购买股票金额（万元）	售出日不复权股价（元）	售出股份数量（万股）	收益率（购买公告日至售出公告日）
2019.10.29	第一期	董监高 2 人，其他员工不超过 50 人	2664.29	15.65	191.4	21.13%
2020.3.4	第二期	董监高 0 人，其他员工不超过 75 人	1162.32	15.65	83.5	32.74%

数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

注 1：员工持股计划完毕卖出均价按减持完毕公告日(2024.6.29)的前一日收盘价计算

注 2：股票来源于二级市场购买

公司发布限制性股票激励计划，激发公司成长动能。根据公司 2024.3.26《2024 年限制性股票激励计划（草案）》公告，公司 2024 年股权激励股份来源为公司回购的股票，约使用 471 万股，约占激励计划草案公告时公司总股本的 1.8%；参加员工包括公司董事王彦会，财务总监孙子刚，董事会秘书田怡，以及核心技术（业务）人员 68 人，授予价格为每股 8.16 元。

表6: 限制性股票激励计划各年度业绩考核目标及解除限售比例

解除限售期	对应考核时间区间	业绩考核指标	净利润增长率考核目标	
			目标值 (Am)	触发值(An)
第一个解除限售期	2024 年	以 2023 年净利润为基数, 2024 年实现的净利润增长率	6.00%	4.00%
第二个解除限售期	2024~2025 年	以 2023 年净利润为基数, 2024 年和 2025 年两年合计实现的净利润相对 2023 年的增长率	118.36%	112.16%
第三个解除限售期	2024~2026 年	以 2023 年净利润为基数, 2024 年、2025 年和 2026 年三年合计实现的净利润相对 2023 年的增长率	237.46%	224.65%
业绩考核实际完成情况			公司层面解除限售比例 (X)	
对应考核时间区间实现的净利润增长率 (Y)		$Y \geq A_m$	$X = 100\%$	
		$A_n \leq Y < A_m$	$X = 60\%$	
		$Y < A_n$	$X = 0\%$	

数据来源: 公司公告 (2024.3.26《上海水星家用纺织品股份有限公司 2024 年限制性股票激励计划(草案)》), 广发证券发展研究中心
注: 此处“净利润”指经审计的归属于上市公司股东扣除非经常性损益后的净利润, 并剔除公司全部在有效期内的股权激励计划和员工持股计划 (若有) 在对应考核时间区间所涉及的股份支付费用数值对净利润的影响作为计算依据。

表7: 激励对象获授的限制性股票分配情况

人员类型	姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的 比例	约占本激励计划草案公告时公 司股本总额的比例
一、董事、高级管理人员	王彦会	董事	30	6.37%	0.11%
	孙子刚	财务总监	8	1.70%	0.03%
	田怡	董事会秘书	6	1.27%	0.02%
二、核心技术 (业务) 人员 (68 人)			427	90.66%	1.63%
合计			471	100%	1.79%

数据来源: 公司公告 (2024.3.26), 广发证券发展研究中心

(三) 保持高分红政策, 切实关注投资者利益

公司保持高分红政策, 切实关注投资者利益。公司近年保持高比例现金分红, 2024 年, 公司现金分红金额达 2.33 亿元, 分红率达 63.58%; 2024 年股息率约 5.56% (此处股息率=Σ近 12 个月现金股利(税前)/年底股票市值)。

表8: 公司历年分红率情况

年度	归母净利润(亿元)	现金分红总额(亿元)	股利支付率(%)	每股股利(元)	股息率(%)
2017	2.57	1.33	51.81	0.50	2.16
2018	2.85	1.33	46.77	0.50	3.35
2019	3.16	2.63	83.46	1.00	6.53
2020	2.75	1.06	38.64	0.40	3.00
2021	3.86	1.33	34.36	0.50	2.97
2022	2.78	1.84	66.11	0.70	5.34
2023	3.79	2.36	62.38	0.90	6.26
2024	3.67	2.33	63.58	0.90	5.56

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

 注: 此处股息率 = Σ 近 12 个月现金股利(税前) / 年底股票市值,

表9: 主要家纺公司年度股息率

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
富安娜	0.96%	3.33%	7.29%	6.45%	5.84%	8.49%	7.35%	7.01%
水星家纺	-	3.35%	4.56%	5.91%	2.36%	3.79%	6.26%	5.56%
罗莱生活	1.35%	3.99%	4.00%	4.03%	8.32%	5.34%	4.30%	7.69%
梦洁股份	1.48%	1.46%	3.06%	3.97%	1.52%	-	-	-

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

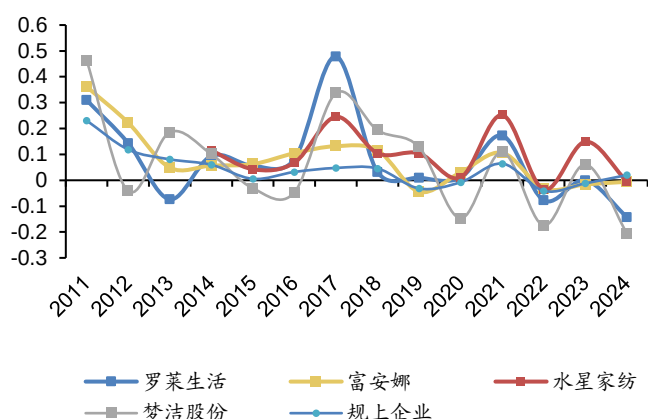
 注: 此处股息率 = Σ 近 12 个月现金股利(税前) / 年底股票市值; 按照 2023 年股息率降序排序

二、家纺行业: 25 年消费补贴加码+房地产销售企稳+婚庆回暖助力销售有望复苏, 长期行业有望持续扩容

(一) 短期看, 消费补贴政策+房地产销售企稳+婚庆回暖, 25 年家纺销售有望回暖

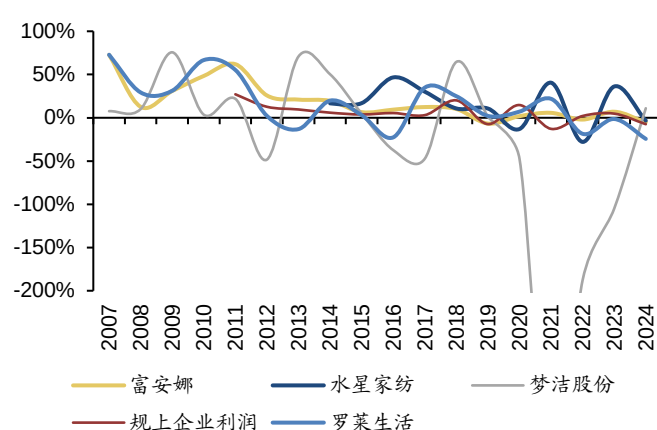
根据中家纺, 2024 年我国规模以上床上用品企业内销产值同比增长 2.27%, 主要为 2024 年 12 月当月的增长拉动; 受内需市场疲软影响, 家纺企业经营承压, 水星家纺、罗莱生活、富安娜、梦洁股份 2024 前三季度营业收入和净利润同比均下降, 但 2024 年四季度有所回暖, 主要系:

图7：头部家纺公司及规上家纺企业营收同比增速



数据来源：wind，中家纺，广发证券发展研究中心

图8：规上家纺和头部企业净利润增速情况



数据来源：wind，中家纺，广发证券发展研究中心

1.2024年10-12月，多地先后出台家纺补贴政策。根据上海市商务委员会官网，2024年10月22日，上海市商务委员会等三部门联合发布《关于新增家电家居消费补贴政策补贴品类和参与企业名单的公示》，根据上海市政府官网，本次家居类产品按照销售价格的15%予以补贴，消费者可通过银联云闪付、支付宝、微信支付三种移动支付方式各补贴1次，每次补贴不超过2000元。其中，本次补贴政策家纺类主要包括被子、床上套件、枕芯、毯类、软床垫、家居服等品类，参与品牌主要包括水星家纺、罗莱生活、富安娜、梦洁等。

家纺补贴政策对家纺销售带动效果明显。以上海为例，根据上海家纺行业协会数据，截至2024年11月16日，已有76家百货、超市、买场、专业店和17家企业的237家专卖店，从2024年11月2日开始连续上线运营，上海地区相关家纺企业销售明显得到促进。根据上海家纺行业协会数据，截至2024年11月16日，（1）水星家纺：本次积极参加消费补贴活动的同时叠加企业的促销活动，加大力度推出爆品，如匈牙利进口大朵鹅绒冬被、澳洲美利奴进口羊毛抗菌加厚冬被、应季磨毛套件、长绒棉四件套等，上海42家专卖店和商场店销售额同比增长35%+；（2）罗莱生活：已有77家专卖店和商场店参加，上海各门店上线以来，销售额同比增长39%+；（3）富安娜：召开2024年度冲刺会议，组织员工培训，强化门店内外宣传力度，上海16家专卖店从11月9日开始上线运营，销售额环比上升71%。

此外，根据吉林省商务厅/南通日报/厦门本地宝/闽西日报，吉林全省/江苏省南通市/福建省厦门市和龙岩市等，2024年也先后发布了家纺消费补贴政策。

表10： 2024年多地新发布家纺消费补贴政策

地区	推出时间	政策名称	主要内容
江苏省	南通市	《南通市商务局等6部门关于印发南通市家装家居改造补贴活动实施细则的通知》	在 2024 年 10 月 25 日起至 2024 年 12 月 31 日之间： 此次补贴范围涵盖智能家居类：智能门锁、智能床（含智能床垫）、智能椅（含智能按摩椅、智能沙发）、智能开关（含智能插座）、智能音响（箱）；旧房装修和厨卫改造类：成品门窗、涂料、瓷砖、石材、木质地板、板材、墙板、墙布、墙纸、家具（含床架、床垫、沙发、茶几、桌子、椅子、柜类、全屋定制类）、吊顶（含龙骨）、灯具、卫浴洁具、洗手槽、升降晾衣架；居家适老化改造类：暖风机； 家纺类 ：被子、床上套件、枕芯、毯类、软床垫、家居服、窗帘、毛浴巾、席类、坐垫椅垫。个人消费者在南通市公布的活动商家购买补贴范围内的产品，按照产品成交价的 15%给予补贴，每户享受补贴额度最高 30000 元。
		《厦门市旧房装修和厨卫等局部改造补贴活动对象放宽、范围扩大的通知》	在通知日至 12 月 31 日之间： 家装厨卫家具补贴范围增加“梳妆台、屏风、 床上用品 ”等 3 类产品。消费者单笔消费满 1000 元，按照产品销售价格（剔除所有折扣优惠后）的 20%予以补贴，单笔消费最高补贴 2000 元，每位消费者累计享受补贴不超过 20000 元。
福建省	厦门市	《龙岩市“品质生活焕新床品”床上用品品类以旧换新活动》	在 2024 年 10 月 12 日至 12 月 31 日之间： 此次补贴范围包含了床上用品（被套、枕套、床单）、被芯、枕芯等 家纺类 产品。消费者进店消费满 1000 元即可享受产品销售价 20%的补贴。每位消费者单笔消费最高补贴 2000 元，累计享受相应类目的补贴不超过 20000 元。
		《吉林市家装家居产品换新补贴活动增加支持品类及活动商户的公告》	在 2024 年 12 月 2 日 10 时至 12 月 31 日之间： 吉林市家装家居产品换新补贴活动新增窗帘、地毯、被褥、床单、被套、枕芯、枕套，床品套装等 家纺类 产品。在吉林市指定参与商家完成购买本公告补贴范围内产品的个人消费者，每位消费者每类产品只可享受补贴 1 件（次）。按购买商品实际成交价格的 15%给予补贴，每类产品补贴不超过 2000 元，每位消费者累计补贴最高 15000 元。
吉林省	全省	《2024 上海市家电家居消费补贴活动》	在通知日至 12 月 31 日之间： 此次补贴包括被子、床上套件、枕芯、毯类、软床垫、家居服共计 6 类 家纺类 产品。消费者购买本市补贴范围内家电类、家装建材类、家具类、适老化产品、家纺类、家用照明类及康复辅具类进行补贴。按照每单销售价格的 15%予以补贴，每单补贴金额不超过 2000 元。消费者购买本市补贴范围内家电类、家装建材类、家具类、适老化产品、家纺类、家用照明类及康复辅具类进行补贴时，可通过支付服务机构各享受一次立减补贴。如发生退货，当天撤销订单当日恢复补贴资格，次日以后退货不退补贴资格。线上平台购物，退货不退资格。

数据来源：吉林省商务厅/南通日报/厦门本地宝/闽西日报/上海发布，广发证券发展研究中心

2.2024年四季度，电商家纺补贴活动范围扩大至全国内陆地区。根据上海本地宝，2024年双十一活动期间，家纺补贴活动在淘宝平台上线，补贴额度为15%，但最初仅限上海地区收货；根据家纺产业研究院和淘宝APP，此后，淘宝平台的补贴活动收货地址扩大至全国多地；京东也上线面向全国多地的家纺国补活动，补贴力度高达20%，支付方式需选择云闪付支付。

表11: 电商平台（天猫+京东+抖音）各家纺品牌（家纺家饰品类）销售同比变化情况（月度）

品牌	24M4	24M5	24M6	24M7	24M8	24M9	24M10	24M11	24M12	25M1	25M2	25M3
水星家纺	-19.0%	-4.9%	-33.0%	6.9%	-14.0%	-5.0%	21.0%	11.0%	47.0%	19.0%	36.0%	20.0%
罗莱家纺	25.0%	22.0%	-28.0%	-10.0%	-4.1%	5.1%	33.0%	-22.0%	20.0%	32.0%	70.0%	-9.2%
富安娜	8.7%	-7.5%	-29.0%	-15.0%	4.4%	0.3%	17.0%	-13.0%	0.4%	1.2%	-26.0%	38.0%
梦洁	-20.0%	-44.0%	-36.0%	-47.0%	-9.0%	-22.0%	55.0%	-58.0%	15.0%	48.0%	-40.0%	2.1%

数据来源：久谦，广发证券发展研究中心

注：2024 年双十一提前至 10 月 14 日

看好2025年家纺销售回暖，主要系：

1.2025年家纺新一轮补贴重新开始，持续助力家纺销售。2025年以来，多地政府为提振家纺消费，相继推出了新一轮家纺消费补贴政策。上海、江苏、广东、四川、浙江、山东等地均已落地相关补贴活动，有望进一步带动家纺消费。

表12: 2025年以来多地新发布家纺消费补贴政策

地区	推出时间	政策名称	主要内容
上海市	2025 年 1 月 29 日	《上海市 2025 年加力支持家电家居家装消费品补贴政策实施细则》	在通知日至 2025 年 12 月 31 日之间： 消费者在本市购买 家纺类 （窗帘、毯类、软床垫、床上用品等 4 类产品）等 7 类产品，按产品销售价格的 15%给予补贴。家电类 1 级能效或水效的产品，按照每件销售价格的 20%给予补贴，2 级能效或水效及以下产品，按照每件销售价格的 15%给予补贴。居家适老化类产品按照每件销售价格的 30%给予补贴。参与活动的每个支付渠道，补贴金额不超过 2000 元。同时参与线上、线下活动的支付渠道，线上、线下的补贴限额分别计算。
苏州市	2025 年 1 月 26 日	《2025 年苏州市家装家居焕新补贴活动实施细则》	在通知日至 2025 年 12 月 31 日之间： 个人消费者在公布的活动商家购买纳入产品补贴名录的家装家居类、 家纺类 产品，补贴标准为最终销售价格的 15%，对购买 1 级能效或水效标准产品的为最终销售价格的 20%，每人补贴金额不超过 1 万元。补贴标准如有变化，后续按国家和省级政策要求进行调整。补贴资金实行总量控制，先到先得。
泰兴市	2025/3/13（实行：3 月 1 日）	《2025 年家装家居焕新补贴活动》	在 2025 年 3 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日之间： 对个人消费者购买 家纺类 （家居布艺、床上用品、厨房用品、卫浴用品和窗帘遮阳等）、智能家居类等产品的，补贴标准为最终销售价格的 15%，对购买 1 级能效或水效标准产品的为最终销售价格的 20%，每人补贴金额不超过 1 万元。已享受其他财政资金补贴的产品不能重复享受补贴，鼓励商家推荐消费者购买经过认证的绿色节能、节水产品。2024 年已享受家装家居焕新补贴活动的个人消费者，2025 年购买同类产品可继续享受补贴。
江苏省	2025 年 2 月 27 日	《关于开展 2025 年南通市家装家居焕新补贴活动的通知》	自公告发布之日起至 2025 年 12 月 31 日。补贴资金按批次投放，期间若活动资金使用完毕，则焕新补贴活动提前结束，消费者先到先得。 家纺类：家居布艺、床上用品、厨房用品、卫浴用品和窗帘遮阳等。 补贴标准为最终销售价格的 15%。在 2025 年 1 月 1 日-19 日期间享受过补贴且补贴金额满 1 万元的消费者，之后不再享受本年度补贴；未满 1 万元的，将已享受部分计入到 2025 年度补贴额中，个人年度累计补贴额不超过 1 万元。
南通市	2025 年 1 月 24 日（实行：1 月 1 日）	《省商务厅省发展改革委省财政厅关于 2025 年家装家居焕新补贴活动的通知》	在 2025 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日之间： 对个人消费者购买 家纺类 （家居布艺、床上用品、厨房用品、卫浴用品和窗帘遮阳等）、智能家居类等产品的，补贴标准为最终销售价格的 15%，对购买 1 级能效或水效标准产品的
宿迁市	2025 年 1 月 24 日（实行：1 月 1 日）	《省商务厅省发展改革委省财政厅关于 2025 年家装家居焕新补贴活动的通知》	在 2025 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日之间： 对个人消费者购买 家纺类 （家居布艺、床上用品、厨房用品、卫浴用品和窗帘遮阳等）、智能家居类等产品的，补贴标准为最终销售价格的 15%，对购买 1 级能效或水效标准产品的

		居焕新补贴活动的通知》	为最终销售价格的 20%，每人补贴金额不超过 1 万元。补贴标准如有变化，后续按国家政策要求进行调整。
			在通知日至 2025 年 12 月 31 日之间：
宜兴市	2025 年 2 月 19 日	《2025 年家装家居焕新有补贴》	此次补贴范围涵盖智能家居类，如智能门锁、智能床等；常用家居类，包括各类家具、灯具、卫浴洁具； 家纺类 ，如家居布艺、床上用品等。补贴标准依据产品类型有所不同，购买卫生洁具、家具等产品，补贴为最终销售价格的 15%，购买 1 级能效或水效标准产品，补贴为最终销售价格的 20%，每人补贴上限为 1 万元。
镇江市	2025 年 2 月 11 日	《家装家居焕新补贴活动启动》	在通知日至 2025 年 12 月 31 日之间： 我市开展家装家居焕新补贴活动，补贴范围涉及智能家居、常用家居、 家纺 三大类。个人消费者购买上述三大类范围内产品，补贴标准为最终销售价格的 15%；购买三大类范围内 1 级能效或水效标准产品，补贴标准为最终销售价格的 20%，每人补贴金额不超过 1 万元。补贴标准如有变化，后续按国家和省政策要求进行调整。
扬州市	2025 年 2 月 12 日	《2025 年扬州市家装家居、电动自行车焕新补贴活动启动》	自 2025 年 2 月 11 日起： 家装家居焕新补贴产品共分为 3 大类，分别为：智能家居类、常用家居类、家纺类（家居布艺、床上用品、厨房用品、卫浴用品和窗帘遮阳等）。支持智能化、绿色化家装家居产品消费，对个人消费者购买 3 大类补贴产品的，补贴标准为最终销售价格的 15%，对购买 1 级能效或水效标准产品的为最终销售价格的 20%，每人补贴金额不超过 10000 元。
四川省	2025 年 3 月 7 日（实行：3 月 5 日）	《2025 年四川省家装厨卫“焕新”实施细则》	在 2025 年 3 月 5 日至 2025 年 12 月 31 日之间： 对 家具家纺 （床、床垫、沙发、床上用品）、智能家居等 4 类产品，符合条件的个人消费者，在参与活动商家购买补贴范围内的商品，按照最终实际销售含税价格（剔除所有折扣和优惠，且不含安装、运输、配件、辅材等附加费用的含税成交价格，下同）的 15%享受补贴，补贴金额最高不超过 1500 元；对购买 1 级能效或水效标准商品的按照最终实际销售含税价格 20%享受补贴，补贴金额最高不超过 2000 元。活动期间，每位消费者最多可享受 2 次补贴，补贴金额合计不超过 4000 元。
	2025 年 1 月 26 日（实行：1 月 1 日）	《2025 年浙江省消费品以旧换新补贴实施细则》	在 2025 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日之间： 对个人消费者购买床架、 床垫 、桌椅、按摩椅、沙发、智能门锁、智能坐便器、智能马桶盖等标准化程度较高的家居产品，按照成交价格的 15%享受立购立减补贴，具有 1 级及以上能效、水效标识的补贴比例最高不超过 20%。在各设区市范围内，每位消费者每类产品在同一项目服务平台上可享受补贴金额不超过 2000 元。
浙江省	2025 年 3 月 17 日	《关于开展柯桥区 2025 年家居、电动车以旧换新消费补贴参与商家征集的公告》	对 家居家纺 8 大类（床架、床垫、桌椅、按摩椅、沙发等）与家居扩品类，个人消费者购买指定品类且标准化程度较高的家居产品，按照成交价格的 15%享受立购立减补贴，具有 1 级及以上能效、水效标识的补贴比例最高不超过 20%。在绍兴市范围内，每位消费者每类产品在同一项目服务平台上可享受补贴金额不超过 2000 元。
宁波市	2025 年 2 月 27 日	《2025 年宁波市消费品以旧换新补贴实施细则》	在 2025 年 1 月 26 日至 2025 年 12 月 31 日之间： 对个人消费者购买床架、床垫、桌椅、按摩椅、沙发、智能门锁、智能坐便器、智能马桶盖等标准化程度较高的 家居家纺产品 ，按照成交价格的 15%享受立购立减补贴，具有 1 级及以上能效（水效）标识的补贴比例最高不超过 20%。在宁波市范围内，每位消费者每类产品在同一项目服务平台上可享受补贴累计金额最高不超过 2000 元。
广东省	2025 年 2 月 25 日		在 2025 年 2 月 20 日至 2025 年 12 月 31 日之间： 家具、 家纺 （窗帘及配件、床上用品、地毯）等 12 个目类，活动补贴标准应不高于实际销

			售价格（剔除所有折扣和优惠后的价格）的 15%，对购买 1 级及以上能效水效标准产品的，应不高于 20%。补贴标准为每人累计最高补贴限额 20000 元。	
			在 2025 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日之间：	
			个人消费者在参与活动的家装厨卫销售商家购买“智能家居类产品”“旧房装修、厨卫等局部改造所需产品”及“居家适老化改造所需产品”可享受补贴。	
			其中，旧房装修、厨卫等局部改造所需产品：（1）装修材料。含地板、瓷砖、石材、涂料、壁纸壁布、墙板、脚线、吊顶、木（移）门、防盗门、成品窗、暖气、地热、橱柜、门锁、晾衣架、其他装修材料；（2）卫生洁具。含龙头、淋浴器（含淋浴柱、淋浴屏、花洒）、坐便器、面盆、毛巾架、淋浴房、浴室柜、浴缸（含浴桶）、浴霸（含风暖）、水槽、拖布池、其他卫生洁具；（3）家具照明。含衣柜、书柜、电视柜、边柜、酒柜、床头柜、鞋柜、餐桌、书桌、茶桌（茶几）、沙发、椅子（凳子）、 床垫 、床架、榻榻米、全屋定制、吸顶灯、吊灯、落地灯、筒灯（射灯）、轨道灯、灯带、台灯、开关插座、其他家具照明；（4）其他。含床上用品（ 家纺 ）、卫浴用品（ 家纺 ）、 窗帘窗纱 、 地毯挂毯 、其他 家纺用品 等。	
			个人消费者在参与活动的商家购买补贴范围内产品，按产品实际销售价格（剔除所有折扣和优惠后的价格）的 15%予以立减补贴；对于购买一级能效（水效）标准产品的，补贴比例提高至 20%。每人仅允许在同一平台申领补贴资格券，每位消费者累计享受补贴总额不超过 20000 元。	
山东省	全省	2025 年 2 月 28 日	《山东省 2025 年家装厨卫“焕新”实施方案》	对家具 家纺 类：智能照明、沙发、床架、床垫等 4 类家具照明产品进行补贴，个人消费者购买上述材料和物品的，按照不高于实际销售价格（剔除所有折扣和优惠后的价格，下同）的 15%（含，下同）进行补贴（不包含人工费，下同）；对购买 1 级及以上能效或水效标准的产品，按照不高于产品实际销售价格的 20%予以补贴；居家适老化改造产品补贴标准应不高于产品实际销售价格的 30%。
海南省	全省	2025 年 1 月 19 日	《2025 年海南省家电、手机等数码产品、家装家居焕新补贴政策》	自 2025 年 1 月 20 日起： 对全屋智能产品(含系统和产品)、家具(含床架、沙发、桌子、椅子、衣柜、 床垫)、木地板、瓷砖、洁具(含浴缸、马桶、面盆、水龙头、花洒、拖布池、淋浴房等)、定制整体橱柜、门窗、门锁(智能锁)、乳胶漆、灯具、 窗帘 、吊顶等 12 类家装家居产品，以及按摩椅、轮椅、淋浴椅、坐便凳等 4 类适老化产品给予一次性补贴，补贴标准为销售价格的 15%(销售价格以在我省开具的发票含税价为准)，每名消费者每类产品可补贴一次，每类补贴不超过 3000 元。

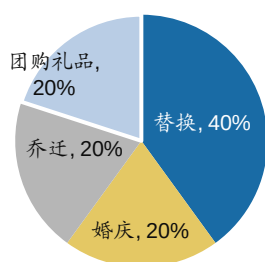
数据来源：各地政府官方公众号/官网，广发证券发展研究中心

2.电商平台家纺补贴范围扩大至全国多地，覆盖面更广。根据家纺产业研究院和淘宝APP，截至2025.4.25，淘系（天猫、淘宝）和京东等电商平台补贴范围从上海扩大至全国内陆地区各省，覆盖面更广，有望进一步提振家纺消费需求。

3.2025年以来，房地产销售企稳，叠加婚庆需求利好，看好家纺龙头2025年需求回暖。根据中商产业研究院，家纺需求中日常更新需求占比约40%，乔迁（房地产相关）、婚庆、团购礼品需求各占比约20%，房地产和婚庆需求企稳回暖利于家纺销售。（1）**房地产**：据中国政府网，2024年9月26日，中央政治局召开会议，首次明确促进房地产市场“止跌回稳”，同时明确“调整住房限购政策，降低存量房贷利率”。2024年9月24日央行、住建部宣布出台新一轮房地产放松政策，包括全国二套最低首付比由25%下调至15%，降准降息引导存量房贷利率降低50bp左右；保障房

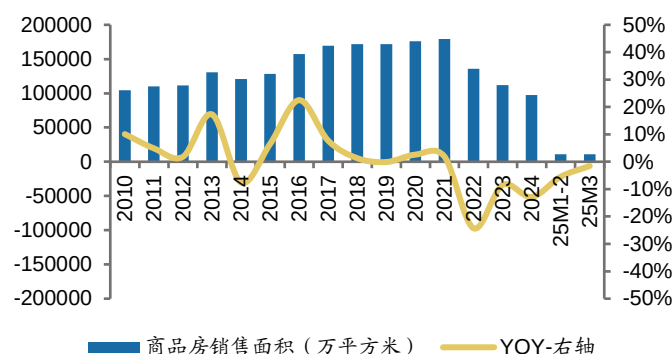
再贷款资金支持比例由60%提高至100%；多个重点城市跟进，广州全面取消居民家庭限购政策，北深首/二套商贷首付比例下调至15%/20%，上海首/二套商贷首付比例下调至15%/20%-25%。据wind，2024年10月以来，我国商品房销售面呈现企稳态势。（2）婚庆：根据wind，2024年，我国结婚登记数量同比-20.5%，根据结婚产业观察数据，24年婚庆产业承压，或与2024年是民间所说“无春年”有关，依照习俗介意的新人往往会选择提前或者延后一年（2025年）再举办婚礼，25年婚庆相关家纺需求有望回暖。根据久谦，2025年1-3月，喜糖销售额（天猫+京东+抖音口径）同比分别-11%、-7%、+22%，呈现明显回暖趋势。

图9：我国家纺消费品各类需求占比统计（2022）



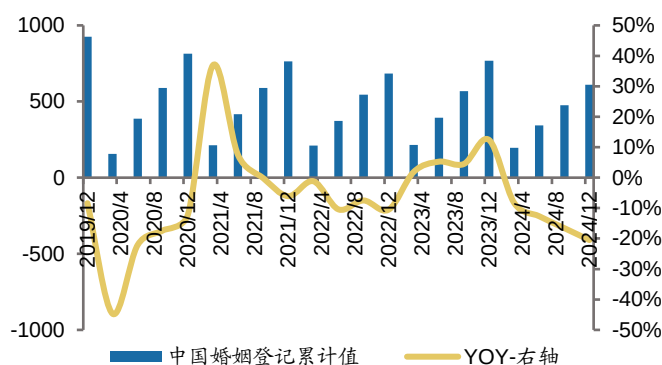
数据来源：中商产业研究院，广发证券发展研究中心

图10：我国商品房销售面积及同比增速



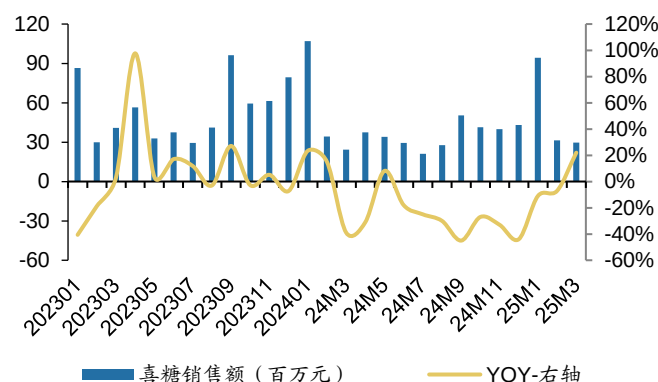
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图11：我国结婚登记数量（万对）及同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图12：喜糖电商合计（天猫+京东+抖音口径）销售额及同比增速



数据来源：久谦，广发证券发展研究中心

水星作为行业巨头，有望率先受益。（1）水星家纺电商收入占比高，2025年电商平台补贴范围扩大至全国，水星家纺有望在本轮补贴政策中显著受益。（2）公司2022-2023年连续两年全国结婚床品销量第一，婚庆需求回暖利好公司相关产品销售。（3）加盟模式下，公司不需要承担过多的固定成本和资本支出，这种轻资产模式便于公司以较低成本快速扩大市场覆盖范围，展望2025年，若家纺消费复苏，公司加盟收入占比较高，业绩弹性有望更大。

表13: 主要家纺品牌端公司线上/直营/加盟收入占比情况

	2021			2022			2023			2024		
	直营	加盟	线上	直营	加盟	线上	直营	加盟	线上	直营	加盟	线上
富安娜	24.1%	25.6%	41.6%	23.7%	26.9%	41.6%	23.9%	27.2%	40.0%	24.4%	27.8%	37.2%
罗莱生活	6.4%	35.2%	28.0%	5.8%	35.0%	27.9%	7.7%	33.6%	30.3%	8.8%	31.8%	30.3%
水星家纺	7.4%	39.1%	51.7%	7.7%	32.4%	58.5%	8.3%	31.3%	56.8%	7.8%	31.8%	54.8%
梦洁股份	33.1%	43.2%	23.7%	34.7%	37.5%	27.8%	32.7%	44.0%	23.3%	39.8%	41.8%	18.5%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

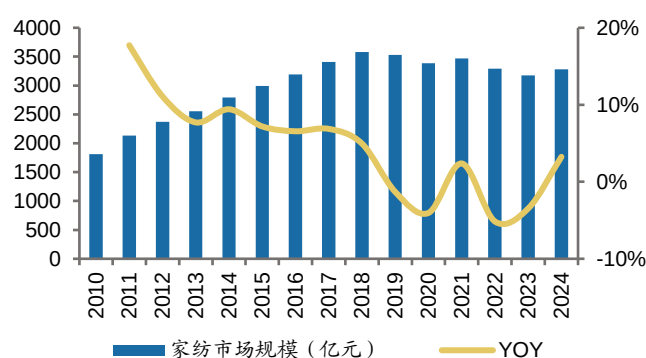
注: 富安娜包括团购与其他收入, 罗莱生活包括其他渠道与美国收入

(二) 长期看, 行业有望持续扩容, 头部企业份额逐步提升

家纺属于生活必需品, 家纺消费日益展现功能性、个性化特征。家纺用品消费频次一般以季度或年度为单位, 大致可以分为两类: 一是作为传统日常更替消费带来的刚性需求, 相比纺服其他细分赛道标品属性较强, 二是近年来消费者把家纺用品作为家庭“软装修”(区别于墙面/地面/顶面/木作/油漆工程等“硬装修”, “软装修”指家居中可移动、更换的装饰物, 如窗帘、家具、靠垫、地毯、装饰画、灯具、工艺品以及绿植等, 即“搬家时能够搬走的装饰物”), 家纺消费也日益展现功能性、个性化特征。

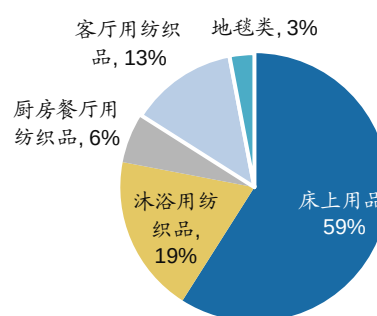
根据 statista, 2024 年我国家纺行业市场规模约为 3279 亿元, 根据中国家纺协会, 其中床上用品/沐浴用纺织品/厨房餐厅用纺织品/客厅用纺织品/地毯类分别占比 59%/19%/6%/13%/3%。

图13: 我国家纺行业市场规模及增速



数据来源: statista, 广发证券发展研究中心

图14: 国内家纺行业各品类销售额占比情况 (2021)



数据来源: 中国家纺协会, 中国产业研究报告网, 广发证券发展研究中心

家纺行业规模长期来看具备成长性, 主要系:

1. 消费者偏好向功能型产品转变, 利于提高行业收入及利润规模。

产品功能方面：抗菌、防螨、凉感、黑科技保暖等科技含量更高的附加功能受欢迎，科技融合方面，比如水星家纺答黄金搭档 STAR 玻尿酸抗菌蚕丝鲜羽绒被，使用公司自有国家专利技术蚕丝羽绒“1+1+1”叠加工艺、羽绒抗菌防臭专利技术、玻尿酸保湿技术等，融合蚕丝和羽绒两种高端天然纤维，在舒适、保暖性、健康性等多方面满足消费者的需求,此款产品多年来不断升级迭代，一直深受市场认可；梦百合开发的人体健康监测床垫，内衬高灵敏度感应传感器，可实时监控睡眠过程中的心率、呼吸、体动等多个生理指标参数，并整理生成数据报告。时尚融合。

在面料材质的选择上：棉、麻、丝、毛等天然纤维的市场将更加广阔，更亲肤、更舒适的产品将更受青睐。家纺企业的主要产品套件、芯类，近年来单价提升，除了设计、工艺水平提高之外，原材料升级也是因素之一。

从终端销售来看，健康性功能性的家纺产品客单价普遍较高，有望改善各公司销售结构。羽绒被和乳胶枕的销售量占被子品类和枕芯品类的 10%-20%左右，而其占各品类销售额的比重则达到 40%-50%，利润达到 50%左右，可见新品类产品能够给企业带来较大的收益。

表14: 天猫羽绒被2024年销售额TOP15均为功能性产品

商品	
1	SIDANDA4A 羽绒被 95 白鹅绒冬被加厚保暖春秋被子被芯 120 支全棉抗菌
2	罗莱家纺秋冬被子被芯双人床加厚保暖 A 类波兰进口 95 羽绒被冬被
3	水星家纺 A 类羽绒被 95 白鹅绒冬被加厚保暖春秋被芯抗菌高蓬松被子
4	希尔顿官方酒店羽绒被 95 白鹅绒 120S 羽绒冬被加厚保暖春秋被子被芯
5	SIDANDA 波兰进口 95 白鹅绒被
6	富安娜被子羽绒被二合一子母被四季被春秋被芯保暖 95 白鹅绒冬厚被
7	富安娜 95 白鹅绒冬厚被二合一子母被春秋冬季加厚保暖羽绒被子被芯
8	水星家纺匈牙利进口 95 白鹅绒冬被羽绒被春秋被芯加厚保暖鹅绒被子
9	水星 95 白鹅绒 A 类抑菌防螨面料加厚冬被
10	SIDANDA 可水洗 95 白鹅绒夏被轻薄空调被春秋被子被芯羽绒被冬被
11	南极人加厚保暖冬被芯非 95 白鹅绒羽绒被酒店单人鸭绒被春秋棉被子
12	罗莱家纺航天控温 95 鹅绒羽绒被子四季通用防钻绒双人床冬被芯春秋
13	SIDANDA 波兰 95 白鹅绒被羽绒被春秋被芯暖气被子加厚冬被全棉抗菌
14	水星家纺成人 A 类蚕丝法国进口白羽绒被
15	SIDANDA 波兰 95 白鹅绒冬被专利保暖羽绒被子 160 支全棉加厚锁温被芯

数据来源：久谦，广发证券发展研究中心

2.消费观念和生活方式转变，提升家纺日常消费频次。

伴随消费观念转变，家纺产品目前正在由低频消费向中高频消费转变，主要原因系：

（1）承载健康需求：根据中家纺报道，过去，国人对家纺产品的消费习惯较为传统，随着消费观念的逐渐转变，家纺由耐用品向快消品、由低频消费向高频消费转变，这种转变将进一步推动我国家纺市场渠道产生变革，例如，商场渠道由于渠道体验性不强，尽管品质家纺消费仍然存在，但是越来越多的人选择在网上购买，并保持较高的更换频率。

(2) 承载审美需求: 根据中家纺报道, 90 后和 00 后已经登上消费舞台, 主流消费群体的逐渐切换, 80、90、00 后所接受的教育与成长环境, 更加注重产品自身质量和更加在意生活方式, 家纺产品更多代表独特的生活方式, 承载审美需求、表达生活态度, 也使得家纺产品的更换频次有所提升。

从家纺行业竞争格局来看,

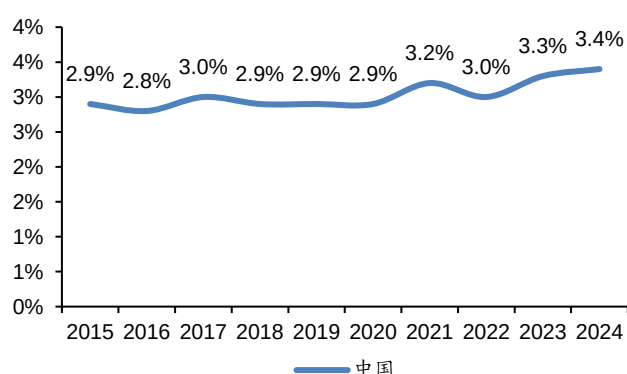
国内家纺行业竞争格局分散, 相比发达国家仍有提升空间。疫情三年令不少家纺品牌陆续出清, 品牌力、产品力突出的头部品牌市场份额有望继续提升。根据 statista 数据, 我国近年来家纺集中度缓慢提升, 市占率 CR5 从 2015 年 2.9% 到 2024 年的 3.4%, 和 2024 年法国/日本/英国/德国/美国 CR5 市占率相比, 仍有较大提升空间。

图15: 我国家纺品牌格局情况



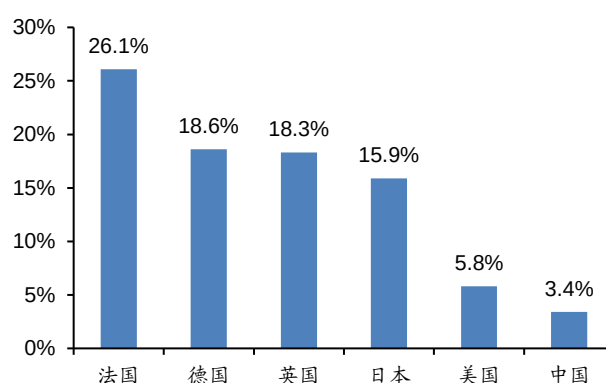
数据来源: 麦肯锡《2023 麦肯锡中国消费者报告》, 广发证券发展研究中心

图16: 历年中国家纺CR5市占率变化



数据来源: 水星家纺招股书, 广发证券发展研究中心

图17: 2024年各国家纺市占率CR5集中度对比



数据来源: statista, 广发证券发展研究中心

头部家纺企业市场份额有望逐步提升, 主要系:

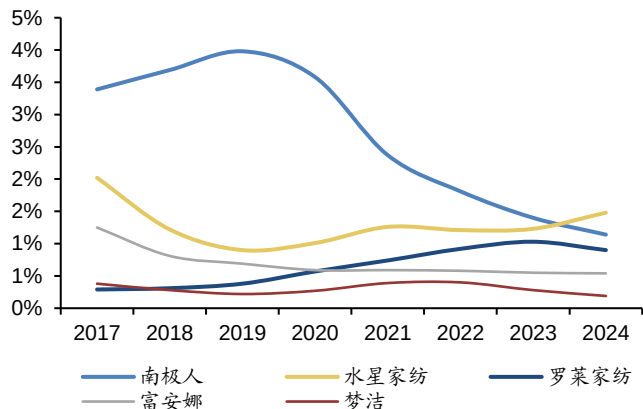
1. 消费者品牌意识增强, 消费习惯实现从杂牌向品牌产品的过渡, 利好行业集中度提升。

以线上市场为例，水星家纺等注重质量和品牌的头部品牌品牌 19 年以来市占率提升，以南极人为代表的贴牌白牌产品受欢迎度下降。

根据久谦数据，在天猫平台，水星家纺经历了 2017-2019 年的下降之后，2020 年从 1.01% 提升至 1.26%，2024 年提升至 1.48%；罗莱家纺市占率逐渐上升，从 2017 年的 0.29% 上升至 2024 年的 0.90%，富安娜线上以性价比产品为主，线上线下产品两条线，市占率呈现下降趋势，从 2017 年的 1.25% 下降到 2024 年的 0.54%；梦洁市占率长期稳定在 0.3%-0.4%，2024 年降至 0.19%；与此同时，2017 年市占率第一的南极人，从 2017 年的 3.39% 下降到 2024 年的 1.14%。

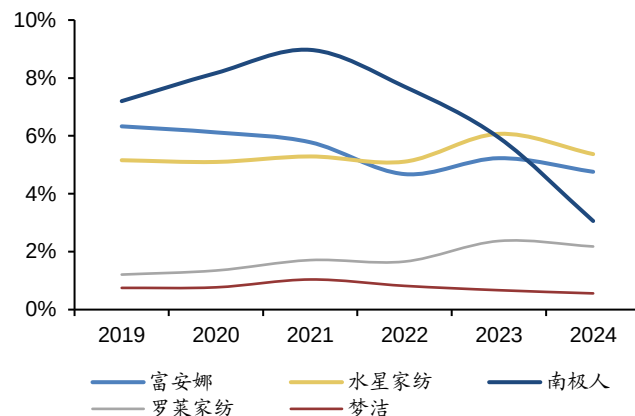
在京东平台，水星家纺 2019-2022 稳定在 5.0%-5.2%，2024 年提升至 5.37%，罗莱家纺市占率同样逐渐上升，从 2019 年的 1.21% 上升至 2024 年的 2.18%，富安娜从 2019 年的 6.33% 下降至 2024 年的 4.76%，梦洁小幅波动，市占率长期维持在 0.7%-1.0%，2024 年降至 0.56%；2019 年市占率第一的南极人，则从 2019 年的 7.20% 下降至 2024 年的 3.06%。

图18: 天猫家纺家饰主要品牌市占率



数据来源：久谦，广发证券发展研究中心

图19: 京东家纺家饰主要品牌市占率



数据来源：久谦，广发证券发展研究中心

2.龙头企业全产业链生产要素提高，积极争取市场份额。

（1）各头部品牌线下采取策略性高质量拓店：①各头部品牌一二线市场主要布局直营门店，同时重视三四线下沉市场，逐渐抢占中小品牌份额，并采取以点带面的形式，在核心区域开设直营门店，周边开设加盟门店；②优先开设大店，并进行门店翻新，提升品牌形象；③提高加盟商门槛和加强加盟管控，筛选综合实力较强的加盟商；④加速新零售布局，线上线下融合趋势明显。**未来有望继续巩固强势区域，同时加强向相对空白市场的渗透力度。**头部品牌强势地区较为集中，多为公司总部所在区域。水星创立于上海，线下华东区域销售较为强势；罗莱创立于江苏南通，公司线下华东地区销售收入占比最高（注：财报电商收入确认在华东分部，此处华东线下收入占比=财报华东收入占比-公司电商渠道收入占比）；富安娜创立于深圳，华南地区销售占比超过 30%。品牌销售区域集中主要系各公司线下门店分布及营销投放策略所致，头部品牌已达成全国知名，但尚未做到在绝大部分地区形成强势品牌。从头部品牌线下布局策略来看，未来有望继续巩固强势区域，同时加强向相对空白市场的渗透力度。

(2) 家纺电商销售高质量增长，线上渠道积极布局。近年家纺企业纷纷加速线上布局，以我国家纺龙头水星家纺、罗莱生活、富安娜、梦洁股份为例，头部企业线上营收占比均有提升，高基数下仍保持较高增速。

(3) 各头部品牌加强供应链管理。水星家纺、罗莱生活等加快布局供应链及仓储物流系统，实现从销售预测到成品发运全程端对端的打通，提升快反与柔性交付能力。

水星家纺作为家纺行业龙头，有望受益行业长期稳健增长和市占率提升。公司近年来聚焦精细化运营，对产品结构进行优化，调整产品结构，发力羽绒被、蚕丝被、高端功能性产品、联名款产品等产品，助推产品结构改善；线下，公司在三四线城市构筑“网格布局”，在一、二线城市构筑“重点布局”公司积极扩店，叠加终端门店经营质量升级；线上，公司积极发展直播、短视频等新零售渠道，重点布局自播；借助于 DRP 平台、ERP 系统整合供应链体系，努力提升公司运营效率、降低成本并增强市场适应性。

三、核心看点：产品驱动，有望带动公司新一轮增长

(一) 产品：“聚焦被芯”品类策略+“极致大单品”产品策略，有望带动公司新一轮增长

1. 公司产品加价倍率较低，性价比较高

公司主品牌水星家纺定位大众，性价比较高。(1) 从产品加价倍率来看(据加价倍率据各公司年报对应品类毛利率和天猫折扣数据估算)，2022-2024年公司主品牌产品线上(天猫)加价倍率和梦洁家纺、罗莱家纺、富安娜等品牌比较，处于较低水平；(2) 从产品价格带来看，天猫平台，水星家纺的基础款套件均价在400元以下，羽绒被/蚕丝被均价分别在1900元/1000元以下，和梦洁家纺、罗莱家纺、富安娜等品牌比较，均价较低。

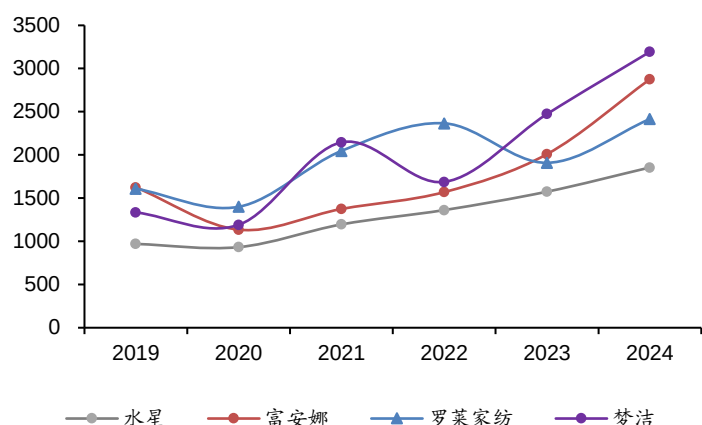
表15: 家纺各品牌2022-2024年天猫线上加价倍率对比

	2022			2023			2024		
	套件	被芯	枕芯	套件	被芯	枕芯	套件	被芯	枕芯
水星家纺	2.62	2.39	2.89	3.61	2.62	3.67	7.01	4.83	3.49
梦洁	3.32	2.84	2.39	3.89	3.4	3.74	11.30	5.04	10.58
罗莱生活	3.53	3.57	4.21	4.04	3.45	3.97	12.71	10.65	9.56
富安娜	3.74	3.31	-	4.85	4.70	4.85	15.68	17.59	11.12

数据来源：公司财报，久谦，广发证券发展研究中心

注：加价倍率据年报对应品类毛利率和天猫折扣数据估算；2022 年富安娜未披露枕芯毛利率

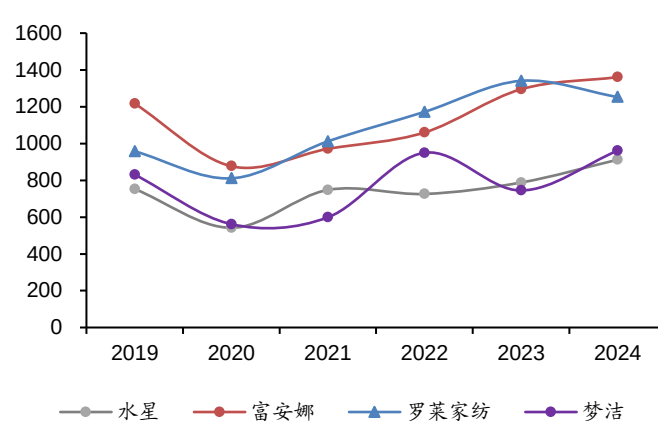
图20: 家纺各品牌天猫羽绒被均价(元)



数据来源: 久谦, 广发证券发展研究中心

注: 此处为各公司主品牌数据

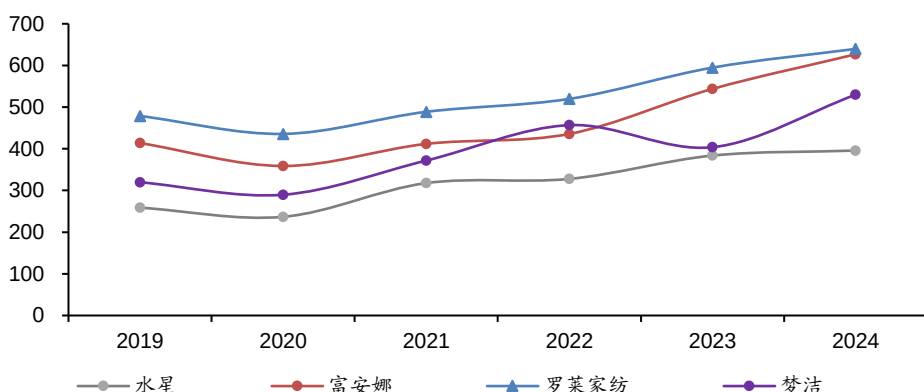
图21: 家纺各品牌天猫蚕丝被均价(元)



数据来源: 久谦, 广发证券发展研究中心

注: 此处为各公司主品牌数据

图22: 家纺各品牌天猫套件均价(元)



数据来源: 久谦, 广发证券发展研究中心

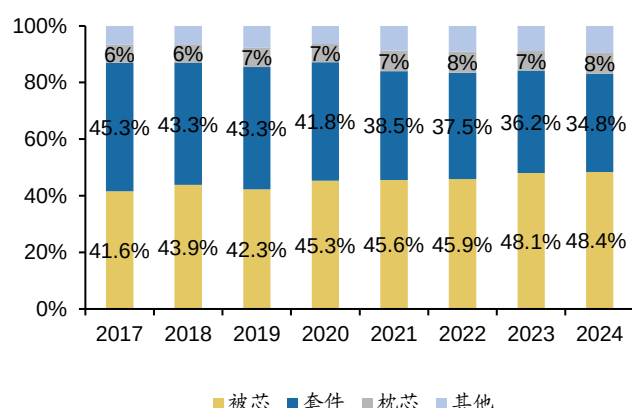
注: 此处为各公司主品牌数据

2. “聚焦被芯”品类策略, 强化被芯品类核心优势

“好被芯选水星”, 公司强化被芯品类核心优势, 提升品牌对外识别度。根据公司官网和公司财报, 2020年以来公司提出“聚焦被芯”品类战略, 公司深入研究、洞察消费痛点, 从舒适与健康、创新与科技、自然与环保等方面创新引领被芯品类, 提升品牌对外识别度, 强化被芯品类的品牌心智。根据公司官网, 水星家纺2021-2024年被芯全国销量排名持续第一, 2022-2024年全国蚕丝被销量第一。

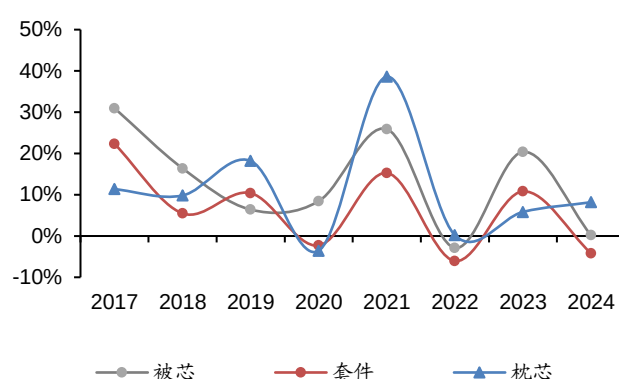
公司被芯类产品收入占比和毛利率持续提升。从产品结构来看, 被芯、枕芯类产品通常功能性强于传统套件, 公司的被芯类产品收入占比持续提升, 从2017年被芯占比41.6%, 到2024年占比48.4%。从分产品毛利率来看, 被芯毛利率也呈现提升趋势, 从2017年的34.1%到2024年的41.6%, 主要系公司加强产品研发, 产品结构优化, 以及强化品牌价值塑造。

图23：公司被芯收入占比呈现提升趋势



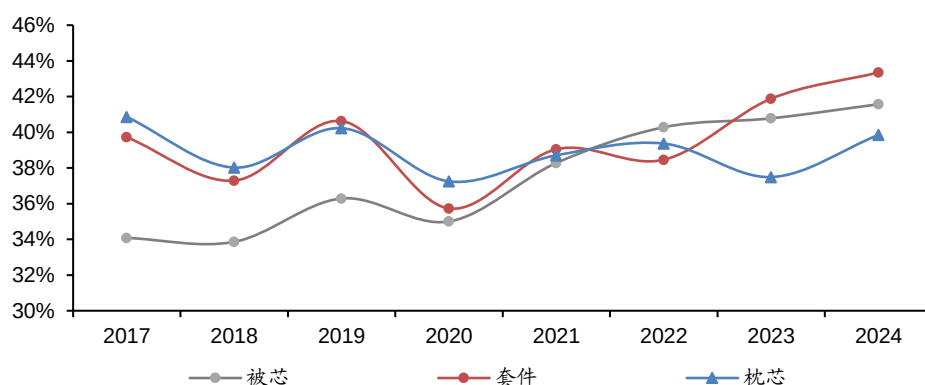
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图24：公司分产品收入同比增速情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图25：近年来公司被芯毛利率呈现提升趋势



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

3. “极致大单品”产品策略，爆品带动全品类销售

公司多方面发力，着力打造极致爆款大单品。根据公司财报，2023年，公司与数字100合作进行水星家纺品牌BHT与消费者U&A研究报告，提升品牌价值点、精进营销策略。2024年，公司持续深入探索市场需求和趋势变化，围绕品类与单品两个竞争维度持续深入地开展产品研发与创新，从产品的颜值、舒适、功能三个方面，提升产品性能，打造极致爆款单品；从产品设计、包装、卖点提炼、图片视频拍摄制作等全方位打造极致单品；公司敏锐洞察市场流行趋势，通过开展线上、线下联动宣传，形成全方位、立体化、多触点、多维度的传播方式，通过预售、爆破等形式吸引更多客流并取得显著成效，渠道营销合力为品牌带来更多热度，打造爆品。

公司有望通过爆品带动全品类销售。根据公司财报，公司近年来在打造“大单品”方面已积攒丰富的经验，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；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16: 公司2022-2024推出的部分大单品

时间	产品名称	产品描述
2022	黄金搭档·STAR 玻尿酸抗菌蚕丝鲜羽 绒被	使用了公司自有国家专利技术蚕丝羽绒“1+1+1”叠加工工艺、羽绒抗菌防臭专利技术、玻尿酸保湿技术等，融合蚕丝和羽绒两种高端天然纤维，在舒适、保暖性、健康性等多方面满足消费者的需求,此款产品多年来不断升级迭代，一直深受市场认可。
	莹·玻尿酸抗菌亲肤桑蚕丝被	利用了与上海应用技术大学联合研发的莹草花香氛缓释技术，及玻尿酸保湿技术、抗菌技术等先进科技，同时原材料为优质桑蚕丝，产品甫一推出就受到经销商和消费者的广泛好评。
2023	水星双净茶氨酸草本抗菌蚕丝被	添加公司自主研发茶氨酸因子，亲肤、高效抑菌，将绿色环保、功能性植入产品。
	轻奢养肤类新品新氧山茶花语系列夏 被	凭借时尚的山茶花刺绣设计及玻尿酸微胶囊导入技术，满足消费者对生活质量提升的要求。
2024	“水星1号”金桑蚕丝被	运用稀有的天然金蚕丝，蓬松度、透气、透湿、抗氧化、抗菌等功能性提升
	雪糕被 5.0 和 5.0Pro 系列	凉感纤维提升触感及透气性，经南通市纤维检验所检测报告，接触瞬间凉感性能高于国家标准最低值两倍以上，具备婴幼儿 A 类+双面凉感+可机洗性能。
	大豆纤维被	被获得 2024 年天猫 V 榜年度单品

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表17: 水星家纺2022-2024年线上销售额TOP15产品销售额情况（天猫+京东+抖音合并口径）

	商品	2024 销售额 (万元)	2023 销售额 (万 元)	2022 销售额 (万元)
1	水星家纺大豆冬被子保暖加厚被春秋四季被芯学生宿舍子母被空调被	6600.68	1775.80	2036.20
2	水星家纺 A 类有机蚕丝二合一子母被蚕丝被婚被透气春夏	4085.19	7769.09	190.37
3	水星家纺澳洲进口羊毛被抗菌被子宿舍春秋保暖被芯加厚冬被床品	3491.75	1887.59	2188.88
4	水星家纺 100%桑蚕丝被春秋被抗菌冬被子母被二合一蚕丝被空调被芯	2812.90	3068.61	1261.99
5	水星家纺 95 白鹅绒 A 类抗菌防螨加厚被羽绒被被芯精选	2528.00	1584.93	90.10
6	水星家纺 A 类抗菌蚕丝被羊毛被二合一子母被婚被智选	2520.40	2719.14	1134.26
7	水星家纺纯棉床单四件套 100%斜纹双股全棉被套春秋床品床上 4 件套	2071.79	1679.33	-
8	水星家纺黄金桑蚕丝被春秋被二合一子母被春夏婚被精选	2043.23	1451.85	13.41
9	水星家纺雪糕被 A 类抗菌夏被可水洗夏凉被薄被芯学生宿舍空调被子	2014.65	1325.94	388.76
10	水星家纺记忆棉枕头慢回弹深睡枕 A 类抑菌成人礼盒装呵护颈椎枕芯	1973.30	-	-
11	水星家纺床上四件套 100 支双股新疆长绒棉色织大提花轻奢被套床单枕套，粹蕴 花香适用 1.5 米床，建议搭配 200*230cm 被芯	1766.77	4.56	-
12	水星家纺纯棉四件套 100%全棉被套春秋高级感床品床单笠床上 4 件套	1708.88	1274.13	-
13	水星家纺床上用品四件套全棉纯棉 100 床单被套床笠被罩学生宿舍	1648.64	1959.10	2623.73
14	水星家纺 A 类羽绒被 95 白鹅绒冬被加厚保暖春秋被芯抗菌高蓬松被子	1645.19	2174.32	2101.61
15	水星家纺全棉磨毛四件套纯棉抗菌加厚保暖床上用品秋冬天床单被套	1383.91	1003.49	1323.82

数据来源：久谦，广发证券发展研究中心

4.科技赋能功能性产品研发，持续优化产品结构

公司秉承“科学守护睡眠”的理念，不断追求科技化、功能性、绿色环保的产品属性。公司建有技术研发中心，下辖研发中心和技术中心两个分中心，主要致力于品牌专属创新花色、款式研发设计和原材料、工艺技术的研究和开发。技术研发中心建立了以贴合用户爽点、市场需求为先导的产品研发设计和技术创新系统，通过大力引进和内部培养，建立了一支相当规模的、专业化的研发设计队伍。

公司以纺织纤维新材料和助剂材料研发为重点，科技赋能产品成果突出。根据公司财报，公司分别与东华大学纺织学院、苏州大学纺织服装工程学院、上海应用技术大学等高校专家合作开展了多项基础性纺织技术课题研究，同时公司继续以纺织纤维新材料和助剂材料的自主研发为重点，新开展了牛奶蛋白纤维、茶氨酸纤维、茶氨酸茶香纤维、无机抑螨纤维、草本天然抗菌助剂、物理抗菌技术、超薄超保暖纤维絮片、絮片叠加成效评测、羽绒保暖性测评、黄金搭档被测评、被芯温度梯度技术、吸光发热光暖助剂材料、香兰素和夜来香助剂材料、玻尿酸助剂材料等项目的技术研发、科技攻关和成果转化。

表18: 水星家纺2024年天猫销售额TOP15中大部分为功能性产品

	商品	2024 销售额品牌	24 年相比 23 年	24 销售额同比
		占比	销售额占比变化	增速
1	大豆纤维被子夏凉被空调被冬被春秋被芯学生宿舍子母被	5.7%	3.8%	272%
2	澳洲进口 100 纯羊毛被抗菌被子冬被加厚保暖被芯阳光卷毛	3.0%	1.0%	85%
3	100%桑蚕丝被空调被春秋被抗菌冬被芯子母被二合一蚕丝被	2.4%	-0.9%	-8%
4	抗菌凉感被夏凉被冰皮被空调被夏季宿舍可水洗夏被床品	1.7%	0.3%	52%
5	记忆棉枕头深睡枕呵护颈椎慢回弹辅助睡眠成人家用枕芯	1.7%	1.7%	
6	四件套全棉纯棉 100 床上用品宿舍床单被套春夏床品套件	1.4%	-0.7%	-16%
7	羽绒被 95 白鹅绒被子被芯春秋被抗菌冬被加厚保暖白绒吹雪	1.4%	-0.9%	-24%
8	全棉磨毛四件套纯棉抗菌加厚保暖床上用品秋冬天床单被套	1.2%	0.1%	38%
9	60 支长绒棉四件套全棉纯棉 100 床单被套轻奢套件床上用品	1.1%	-0.7%	-26%
10	李佳琦超级时尚节成人 A 类抑菌 100%蚕丝二合一被	1.0%	1.0%	
11	牛奶绒三/四件套珊瑚绒加绒被套法兰绒加厚双面绒秋冬季	0.9%	0.2%	58%
12	床笠单件防水床罩席梦思床垫保护罩防尘床套罩隔尿床单罩	0.9%	-0.5%	-21%
13	羽绒被春秋被芯匈牙利进口 95 白鹅绒冬被加厚保暖鹅绒被子	0.9%	-0.9%	-38%
14	乳胶枕头泰国进口正品成人呵护颈椎家用睡眠宿舍橡胶枕芯	0.9%	0.1%	35%
15	被子春秋被宿舍单人冬被棉被芯四季通用加厚保暖冬季	0.9%	-0.8%	-37%

数据来源：久谦，广发证券发展研究中心

表19: 家纺各品牌天猫功能性产品对比（2024年）

	销量 TOP15 功能性产品数量	TOP15 功能性产品的销售额占比
水星家纺	7	39.20%
罗莱生活	7	40.39%
富安娜	2	12.00%
梦洁股份	1	4.09%

数据来源：久谦，广发证券发展研究中心

表20: 公司2022-2024推出多种功能性产品

时间	产品名称	产品描述
2022	黄金搭档·STAR 玻尿酸抗菌蚕丝鲜羽绒被	使用了公司自有国家专利技术蚕丝羽绒“1+1+1”叠加工艺、羽绒抗菌防臭专利技术、玻尿酸保湿技术等，融合蚕丝和羽绒两种高端天然纤维，在舒适、保暖性、健康性等多方面满足消费者的需求,此款产品多年来不断升级迭代，一直深受市场认可
	莹·玻尿酸抗菌亲肤桑蚕丝被	利用了与上海应用技术大学联合研发的萱草花香氛缓释技术，及玻尿酸保湿技术、抗菌技术等先进科技，同时原材料为优质桑蚕丝，产品甫一推出就受到经销商和消费者的广泛好评
	“水星 1 号”金桑蚕丝被	运用稀有的天然金蚕丝，蓬松度、透气、透湿、抗氧化、抗菌等功能性提升，带给消费者高端体验，被评为 2022 年上海市创新产品
	低致敏夏被系列	2021 年开发成功的低致敏纤维 2022 年已广泛应用于水星 KIDS 系列产品中，其中低致敏夏被系列被评为“2022 年度十大纺织创新产品”
2023	“水星 X”系列被芯产品	创新性地运用了“三明治构型”，选用了优质蚕丝和鹅绒作为原材料，使得产品兼具极强保暖性和优质贴身感，同时在透气性能上达到均衡状态；在溯源考察原材料中优选蚕丝、鹅绒等原产地，确保原材料质量安全，提高供应链透明度
	3D 经纬登峰白鹅绒被	以创新前沿的设计理念、细节考究的工艺技术，荣获 2023 年国际先锋设计大奖、法国设计奖、美国 MUSE 设计奖银奖，获得广泛的关注度
2024	黑耀蓝鳍 WL 降温深睡护颈凝胶枕	秉持还原自然睡眠体验的理念。正面凉感面料与填充的凝胶表面双重降温，反面高克重提花空气层面料，冬夏两用。内部记忆材料贴合头部与颈椎，有效减轻头颈压力，促进安静入睡，畅享高效深睡，被中国国际家用纺织品及辅料（春夏）博览会评为“2024 优眠好品”
	黄金搭档柏特里克桑蚕丝白鹅绒冬厚被四季被	采用三层填充结构，上下层为桑蚕丝，中间层为羽绒，兼具蚕丝的舒适贴身、柔软顺滑以及羽绒的吸湿透气、保暖锁温的特点，轻盈睡感毫不压身，翻身自在没有负担。并添加静音工艺，翻身几乎没有摩擦声。被中国国际家用纺织品及辅料（春夏）博览会评为“2024 优眠好品”
	黄金搭档天然彩棉桑蚕丝西伯利亚鹅绒被	三层结构，上下层蚕丝贴身透气，中间层羽绒保暖吸湿，集轻盈、柔软、贴身、保暖于一体。凭借其创新的设计和可持续的发展理念，获得 2023 美国 IDA 国际设计大奖（银奖）、2023 法国双面神 GPDPAWARD 国际设计大奖（国际创新设计奖）、2023 纽约产品设计奖（银奖）三项国际性设计大奖。
	人体工学枕	2024 荣获德国 IGR 人体工学认证、深圳市人体工程学应用协会授予了人体工学产品证书、产品的三层复合结构获实用新型专利。枕头采用曲线切割三芯设计，具备颈线追踪科技，双面枕高及分区优势
	静谧抗菌 A 类白羽珍雁绒被	被获得中国纺织工业联合会 2024 年度十大类纺织创新产品
	智能枕、智能床垫等	拿捏枕的多模式按摩与石墨烯发热材料结合，突破新材料应用。正颈小热枕，增加肩部热敷及开肩辅助差异化卖点。智能恒温温暖床垫，手机控温技术增加可操控及交互性。

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表21: 公司和可比公司的累计有效专利数量（截至2025.4.17，单位：个）

品牌	公司主体	发明专利	实用新型	外观设计	合计
罗莱生活	罗莱生活科技股份有限公司	138	135	87	360
水星家纺	上海水星家用纺织品股份有限公司	128	49	54	231
梦洁股份	湖南梦洁家纺股份有限公司	26	17	129	172
富安娜	深圳市富安娜家居用品股份有限公司	18	33	0	51

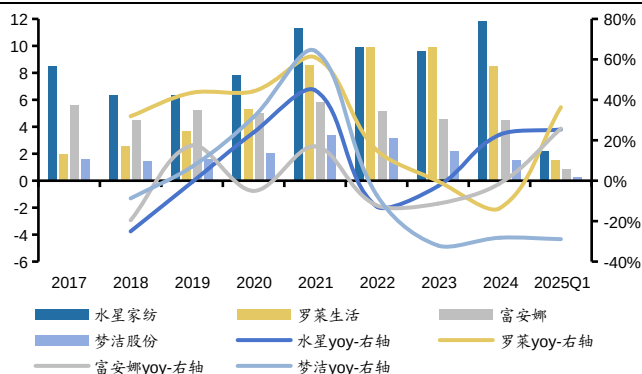
数据来源：企知道专利数据库，广发证券发展研究中心

注：统计口径为截至 2025.4.17 有效专利数量

(二) 渠道：电商渠道优势突出，线下策略性拓店

线上渠道，公司以天猫、京东和唯品会为基础盘，积极拓展抖音等新兴电商平台销售。根据公司财报，（1）公司在天猫、京东和唯品会三大平台深耕多年，凭借对平台规则的深入理解、对消费者喜好的精准把握和产品的不断推陈出新等，持续保持行业领先地位。（2）公司于2020年下半年入驻抖音平台，是行业内最早入驻的品牌之一。经过近年的培育，收入贡献逐步提升。

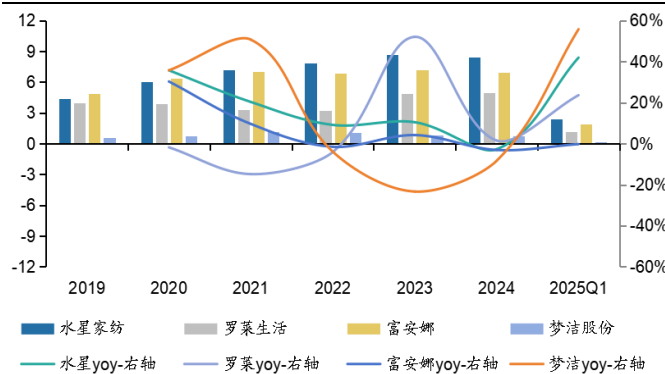
图26：主要家纺公司天猫销售额（亿元）及增速



数据来源：久谦，广发证券发展研究中心

注：此处富安娜包含富安娜、馨而乐，罗莱包含罗莱家纺、LOVO、内野，水星包含水星和百丽丝

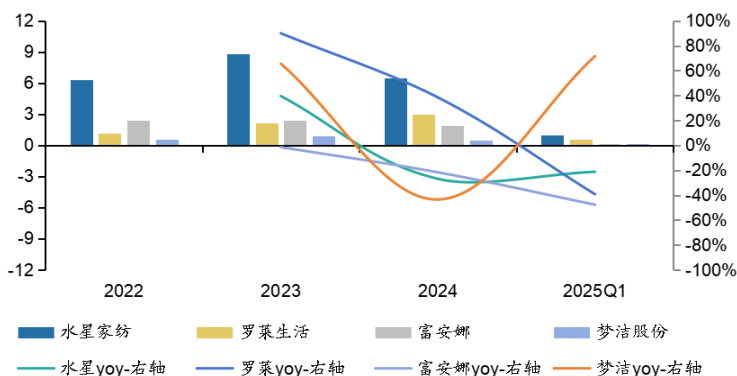
图27：主要家纺公司京东销售额（亿元）及增速



数据来源：久谦，广发证券发展研究中心

注：此处富安娜包含富安娜、馨而乐，罗莱包含罗莱家纺、LOVO、内野，水星包含水星和百丽丝

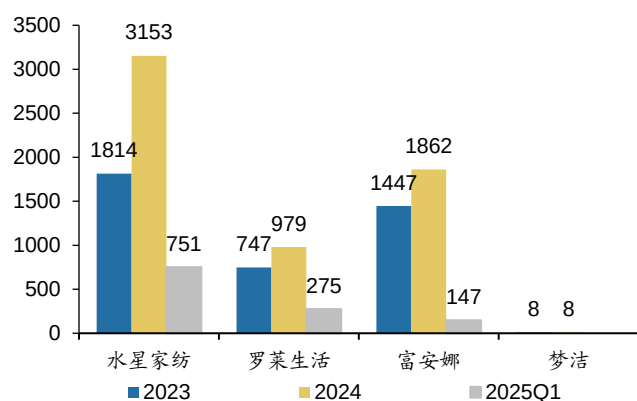
图28：主要家纺公司抖音销售额（亿元）及增速



数据来源：久谦，广发证券发展研究中心

注：此处富安娜包含富安娜、馨而乐，罗莱包含罗莱家纺、LOVO、内野，水星包含水星和百丽丝

图29：抖音关联达人数量（个）

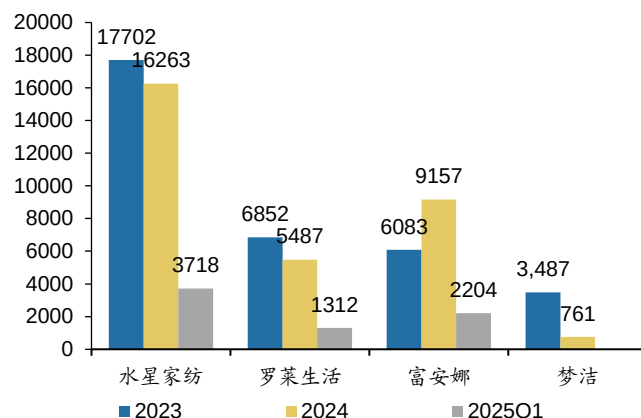


数据来源：蝉妈妈，广发证券发展研究中心

注：此处为报告期末数据

备注：对应抖音品牌根据关键词相关联的带货达人数量

图30：抖音关联直播数量（个）



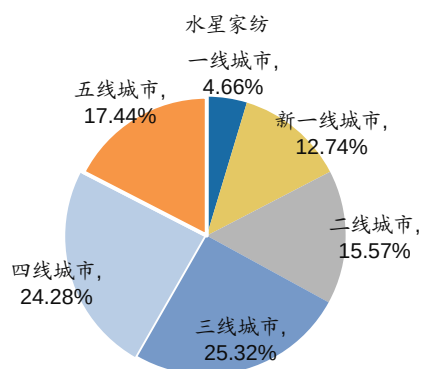
数据来源：蝉妈妈，广发证券发展研究中心

注：此处为报告期末数据

备注：对应抖音品牌根据关键词相关联的直播视频数量

线下渠道，公司重视三四线城市布局，渗透率提升空间较大。根据百度地图（2025.4.15），公司在三四线城市构筑“网格布局”，在一、二线城市构筑“重点布局”，水星生活相比罗莱生活和富安娜更加重视三、四线城市布局，仅统计主品牌店铺数据（截至2025.4.15），水星家纺一线/新一线/二线/三线/四线/五线城市占比分别为4.66%/12.74%/15.57%/25.32%/24.28%/17.44%，罗莱生活分别为13.01%/15.67%/17.10%/20.13%/22.42%/11.66%，富安娜分别为13.50%/22.88%/18.02%/15.25%/20.51%/9.83%，梦洁分别为3.14%/22.43%/10.73%/24.66%/24.33%/14.72%，在线下，水星与主要以高线市场的罗莱生活、富安娜形成错位竞争，以加盟模式主攻品牌家纺渗透率仍较低、边际增量庞大的低线城市市场。当前公司渠道于一至三线城市已经均有分布，在四/五线城市，仍有4.4%、21.7%的城市尚未布局，未来渗透率仍有提升空间。

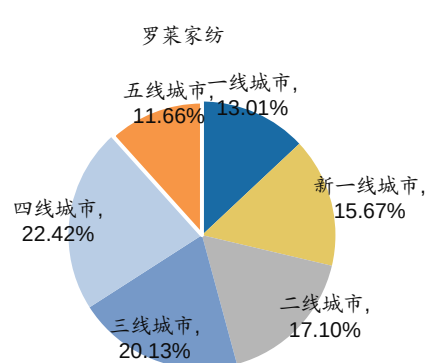
图31：水星家纺门店各层级城市占比



数据来源：百度地图，广发证券发展研究中心

注：截至2025.4.15百度地图数据；另外可能存在部分已闭店店铺未在百度地图更新的情况，此处仅包含水星家纺主品牌

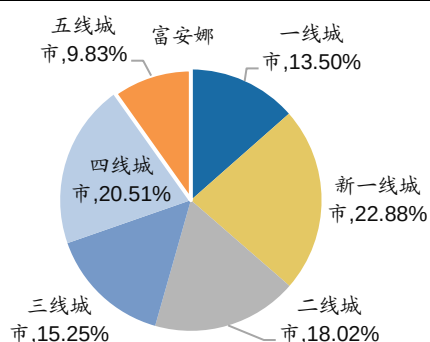
图32：罗莱家纺生活门店各层级城市占比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：截至2025.4.15百度地图数据；另外可能存在部分已闭店店铺未在百度地图更新的情况；此处仅包含罗莱家纺

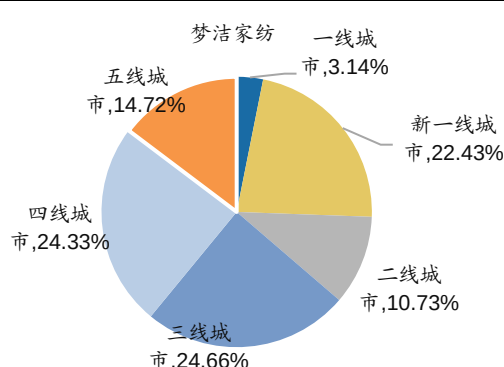
图33: 富安娜门店各层级城市占比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 截至 2025.4.15 百度地图数据; 另外可能存在部分已闭店店铺未在百度地图更新的情况, 此处仅包含富安娜主品牌

图34: 梦洁门店各层级城市占比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 截至 2025.4.15 百度地图数据; 另外可能存在部分已闭店店铺未在百度地图更新的情况; 此处仅包含梦洁家纺

公司持续推进门店形象/服务升级, 提升品牌形象。根据公司财报, 2024 年, 公司持续终端升级, “水星 STARZHOME”升级发布后, 线下门店形象不断优化, 品牌统一管理、服务标准化。在店面装修、产品陈列、平面设计等硬件上升级, 同时还在服务质量、店铺管理、顾客维护等软实力方面进行强化培训, 以实现门店形象的整体升级, 传递品牌形象和价值观。

图35: “水星STARZHOME”形象升级发布



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

公司积极运用新零售运营工具, 且提供多种附加服务, 赋能终端零售。公司加速数字化改造, 通过终端门店 POS 系统, 规范会员管理模式, 数字化精准洞察消费者的购买意向, 提升店铺运营效率; 公司设有新零售中心, 2024 年, 公司在开展线下营销活动的同时, 帮助经销商运用线上平台。通过公域流量分配、私域流量经营等, 增加线下门店获客率。将线上和线下的优势整合, 利用技术和数据驱动, 提升消费者的购物体验和公司的运营效率。

根据公司财报, 公司推进终端门店利用企业微信、视频号、抖音、小程序等与消费者进行精准互动, 提升入会率, 此外, 公司为消费者提供更多人性化的附加品牌服务, 如结婚铺床服务、洗护大管家服务(婚纱礼服服务、上门除螨服务)等, 提升产品附加值并巩固品牌的优良口碑。

（三）品牌营销：跨界/国潮合作提升品牌知名度，数字化建设持续推进

公司采取跨界联名、代言人宣传等方式，提升品牌知名度。公司通过与知名品牌、IP、设计师等合作，创造话题并改变受众观点，推动品牌年轻化升级，突破品牌原有受众圈，培养新客户，提升品牌溢价能力。2024 年，公司与 Hello Kitty、大耳狗、酷洛米和美乐蒂等 IP 合作，通过 IP 联名加持产品力，为品牌赋能。

公司将传统文化元素与现代家纺时尚结合，赋予产品“国潮”精髓。根据公司财报，2023 年 4 月，公司举办了“国风古韵，悦鉴东方”2023 高定设计发布会，与北京服装学院教授、中国最佳女装设计师、北京冬奥会颁奖礼仪服装设计师楚艳女士合作高定家居新品；与中国十佳时装设计师、中国服装设计师协会理事、2022-2023 年央视春晚主持人服饰设计师李响女士合作高定婚庆新品正式发布。楚艳女士、李响女士作品以国风为代表，与公司联名高定系列，2024 年，公司旗下品牌百丽丝家纺与苏州博物馆联名合作新品发售，深入挖掘苏州博物馆的非物质文化遗产，从苏绣、绘画、瓷器等经典元素中汲取灵感。

图36：水星kids库洛米联名四件套



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图37：百丽丝苏州博物馆桑蚕丝被



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

公司应用大数据技术进行消费者分析，改善营销效果。根据公司财报，公司积极探索潮流破圈，以大量原创短视频、文案等方式在社交电商平台持续种草，逐渐积累粉丝、持续沉淀用户，用品牌驱动逐步替代流量驱动。

根据公司财报，公司不断加强对数据的收集和分析能力，应用大数据技术分析消费者行为、购买习惯、偏好等信息，提供精准化产品和服务。公司以商品企划为中心，打通跨部门的数据流程，建立了一套完善的指标体系和数据应用体系，提升了商品的规划能力和效率。

四、盈利预测和投资建议

（一）盈利预测

我们对公司的盈利做出如下假设：

收入：2023-2024年，公司营收分别为42.11/41.93亿元，分别同比+14.9%/-0.4%，2023年收入增速较高主要系疫情后消费复苏，2024年略有承压，主要系宏观消费环境承压影响需求；我们预计公司2025-2027年营业收入分别为48.03/54.67/62.14亿元，同比增长14.5%/13.8%/13.7%，主要系预计电商渠道受益于传统电商稳健增长和积极布局新平台，维持较高增速，预计直营渠道重点打磨单店运营模型，通过单店店效驱动增长，预计加盟渠道持续加强对空白区域的覆盖深度，实现净开店，团购高增长等因素。

对收入进行拆分，其中：

电商渠道：2023-2024年，公司电商营收分别为23.88/22.99亿元，分别同比+11.7%/-3.8%，2023年电商渠道收入增速较高，主要系紧随市场变化，强化线上品牌宣传，并充分发挥电商团队极强的开拓能力、专业的运营能力及灵活的应变能力，不断提升公司在传统电商平台的市场占有率，同时积极尝试、布局新平台，发展新兴增长点，公司线上销售持续增长；2024年略有承压，主要系宏观消费环境承压影响需求；2025-2027年，预计收入分别为26.43/30.40/34.96亿元，分别同比增长15.0%/15.0%/15.0%，主要基于传统电商（淘宝天猫、京东、唯品会）方面，预计公司有望通过货品调整、开设矩阵店、精细化运营实现持续稳健增长，直播电商方面，预计抖音、快手等新平台将保持较高增速。2025-2027年电商业务毛利率预计为44.0%/45.0%/46.0%（2023-2024年分别为39.8%/43.0%），预计电商渠道毛利率提升主要系预计产品结构持续优化。

直营渠道：2023-2024年，公司直营营收分别为3.48/3.25亿元，分别同比+24.4%/-6.5%，2023年直营渠道收入增速较高主要系疫情后消费复苏，且公司提升直营店铺运营质量，加大新零售模式的转型探索；2024年略有承压，主要系宏观消费环境承压影响需求；2025-2027年，预计直营收入分别为3.42/3.59/3.77亿元，分别同比增长5.0%/5.0%/5.0%，预计公司将重点打磨单店运营模型，通过单店店效驱动增长，毛利率预计稳定在53.9%（2023-2024年分别为53.9%/52.9%），2025年毛利率预计相比2024年提升主要系产品结构优化和控制折扣。

加盟渠道：2023-2024年，公司加盟营收分别为13.13/13.33亿元，分别同比+10.9%/+1.5%，2023年加盟收入增速较高主要系持续加强对空白区域的覆盖深度，持续提升线下门店运营质量，通过经销商管理、营销策略、终端形象、产品、招商拓展等全面优化和升级；2024年略有承压，主要系宏观消费环境承压影响需求；2025-2027年，预计加盟收入分别为14.66/16.12/17.74亿元，分别同比增长10.0%/10.0%/10.0%，主要系预计2025-2027年恢复净开店，毛利率预计稳定在37.4%（2023-2024年分别为37.9%/37.4%），预计基本稳定。

其他渠道（电视购物、国际贸易和团购等）：2023-2024 年，公司其他渠道营收分别为 1.53/2.30 亿元，分别同比+178.1%/+50.4%，主要系团购渠道带动高增长，2023 年收入增速较高主要系疫情后消费复苏，2024 年略有承压，主要系宏观消费环境承压影响需求；2025-2027 年，预计其他渠道（电视购物、国际贸易和团购等）收入分别为 3.46/4.49/5.62 亿元，分别同比增长 50.0%/30.0%/25.0%，主要系团购业务有望带动，毛利率预计稳定在 34.0%（2023-2024 年分别为 33.0%/34.0%），预计基本稳定。

期间费用率：2023-2024 年，公司销售费用率分别为 24.11%/24.43%，2025-2027 年，预计销售费用率分别为 24.96%/25.66%/26.41%，主要系预计公司加大广告宣传投入；

2023-2024 年，公司管理费用率分别为 4.30%/4.47%；2025-2027 年，预计管理费用率分别为 4.47%/3.93%/3.80%，管理费用率预计有所下降，主要系预计公司股权激励费用摊销逐步减少；

2023-2024 年，公司研发费用率分别为 1.85%/1.96%；2025-2027 年，预计研发费用率稳定在 1.96%。

所得税率：预计保持平稳。

表22：公司收入关键假设

亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
电商渠道					
收入	23.88	22.99	26.43	30.40	34.96
YoY	11.7%	-3.8%	15.0%	15.0%	15.0%
成本	14.38	13.11	14.81	16.73	18.89
毛利率	39.8%	43.0%	44.0%	45.0%	46.0%
直营渠道					
收入	3.48	3.25	3.42	3.59	3.77
YoY	24.4%	-6.5%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	1.60	1.53	1.57	1.65	1.74
毛利率	53.9%	52.9%	53.9%	53.9%	53.9%
加盟渠道					
收入	13.13	13.33	14.66	16.12	17.74
YoY	10.9%	1.5%	10.0%	10.0%	10.0%
成本	8.15	8.34	9.18	10.09	11.10
毛利率	37.9%	37.4%	37.4%	37.4%	37.4%
其他渠道（电视购物、国际贸易和团购等）					
收入	1.53	2.30	3.46	4.49	5.62
YoY	178.1%	50.4%	50.0%	30.0%	25.0%
成本	1.03	1.52	2.28	2.97	3.71
毛利率	33.0%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）投资建议

综上，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 48.03/54.67/62.14 亿元，同比增长 14.5%/13.8%/13.7%，归母净利润分别为 4.04/4.71/5.29 亿元，同比增长 10.2%/16.5%/12.4%，每股收益分别为 1.54/1.79/2.01 元，参考可比公司估值，给予公司 25 年 15 倍 PE，合理价值 23.07 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

（可比公司选择依据：选取 SW 分类家纺板块，沪深两市上市的家纺公司。从主业构成看；根据 wind，水星家纺、罗莱生活、富安娜的主业均为床上用品销售（自有品牌销售），真爱美家的主业为毛毯销售（ODM、OEM 代工和自有品牌销售相结合的模式）；从 2024 年收入占比看，根据 wind，水星家纺、富安娜的收入基本都为自有品牌床上用品销售贡献；罗莱生活品牌自有品牌床上用品收入占比 76.5%，另有 18.0%的家具（美国）收入占比；真爱美家的毛毯/地毯/床上用品收入占比分别为 91.8%/6.2%/ 1.4%；从成长性来看，根据 wind 一致预期，2025-2027 年，罗莱生活收入增速分别为 6.7%/6.0%/5.8%，归母净利润增速分别为 18.1%/11.7%/12.4%，富安娜的收入增速分别为 1.3%/5.1%/5.0%，归母净利润增速分别为-1.2%/6.9%/5.6%）

表 23：可比公司估值（收盘价截至 2025.5.9）

股票简称	股票代码	货币单位	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE			PE(TTM)
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
罗莱生活	002293.SZ	CNY	9.11	0.61	0.68	0.77	14.93	13.40	11.83	16.65
富安娜	002327.SZ	CNY	7.93	0.64	0.68	0.72	12.39	11.66	11.01	13.97
真爱美家	003041.SZ	CNY	29.9	-	-	-	-	-	-	16.73

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：盈利预测来自 wind 一致预期

五、风险提示

（一）渠道管理风险

随着公司业务规模的扩大，门店数量的增长，公司的门店管理、供应链管理、品牌管理都将面临新的挑战。如果管理水平的提升、管理体系的完善不能支持持续发展的速度，则可能引发一系列风险，进而对公司的品牌形象和经营业绩造成不利影响。

（二）行业竞争的风险

随着市场竞争的激烈化，企业面临的市场竞争风险也越来越大。随着市场上同类型产品数量的增加，企业面临的同质化产品竞争风险增加，企业需要通过技术创新、服务升级等手段来提升产品差异化，以赢得市场竞争的优势。

（三）极端气候风险

服装销售与天气变化息息相关，目前公司的门店大部分仍是街边店，如未来极端气候、特别是节假日雨雪天气出现的频次增加，将对公司短期销售产生不利影响。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,006	3,061	3,321	3,596	3,924
货币资金	1,124	894	784	1,035	919
应收及预付	412	355	483	470	613
存货	962	1,012	1,206	1,269	1,520
其他流动资产	508	800	848	822	873
非流动资产	641	743	723	701	676
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	366	421	423	423	421
在建工程	0	27	27	27	27
无形资产	112	137	131	124	117
其他长期资产	163	158	142	127	111
资产总计	3,647	3,803	4,044	4,296	4,600
流动负债	649	776	875	963	1,082
短期借款	6	50	50	50	50
应付及预收	293	324	377	415	478
其他流动负债	350	401	448	498	554
非流动负债	53	50	50	50	50
长期借款	0	9	9	9	9
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	53	41	41	41	41
负债合计	702	826	925	1,013	1,132
股本	263	263	263	263	263
资本公积	843	830	830	830	830
留存收益	1,839	1,969	2,110	2,275	2,460
归属母公司股东权益	2,945	2,978	3,118	3,283	3,468
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	3,647	3,803	4,044	4,296	4,600

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4211	4193	4803	5467	6214
营业成本	2525	2457	2791	3151	3550
营业税金及附加	27	30	35	40	45
销售费用	1015	1025	1199	1402	1641
管理费用	181	187	215	215	236
研发费用	78	82	94	107	122
财务费用	-19	-7	-6	-5	-8
资产减值损失	-22	-26	-30	-33	-38
公允价值变动收益	6	9	0	0	0
投资净收益	1	6	7	8	9
营业利润	407	426	471	551	622
营业外收支	44	16	17	17	17
利润总额	451	443	488	568	639
所得税	71	76	84	98	110
净利润	379	367	404	471	529
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	379	367	404	471	529
EBITDA	485	503	554	641	714
EPS（元）	1.44	1.40	1.54	1.79	2.01

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	493	516	179	582	251
净利润	379	367	404	471	529
折旧摊销	107	100	67	69	71
营运资金变动	-11	49	-301	31	-363
其它	19	0	8	11	14
投资活动现金流	-298	-441	-23	-22	-21
资本支出	-31	-157	-30	-30	-29
投资变动	-212	-337	0	0	0
其他	-55	53	7	8	9
筹资活动现金流	-236	-305	-266	-309	-347
银行借款	6	53	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-242	-358	-266	-309	-347
现金净增加额	-41	-230	-110	251	-116
期初现金余额	1,163	1,122	892	781	1,033
期末现金余额	1,122	892	781	1,033	916

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	14.9%	-0.4%	14.5%	13.8%	13.7%
营业利润	37.5%	4.8%	10.5%	17.1%	12.8%
归母净利润	36.2%	-3.3%	10.2%	16.5%	12.4%
获利能力					
毛利率	40.0%	41.4%	41.9%	42.4%	42.9%
净利率	9.0%	8.7%	8.4%	8.6%	8.5%
ROE	12.9%	12.3%	13.0%	14.3%	15.3%
ROIC	10.5%	10.8%	12.5%	13.9%	14.9%
偿债能力					
资产负债率	19.3%	21.7%	22.9%	23.6%	24.6%
净负债比率	23.9%	27.7%	29.7%	30.9%	32.6%
流动比率	4.63	3.95	3.80	3.73	3.63
速动比率	2.93	2.20	2.02	2.05	1.88
营运能力					
总资产周转率	1.15	1.10	1.19	1.27	1.35
应收账款周转率	12.66	13.83	11.30	13.54	11.54
存货周转率	4.38	4.14	3.98	4.31	4.09
每股指标（元）					
每股收益	1.44	1.40	1.54	1.79	2.01
每股经营现金流	1.88	1.96	0.68	2.22	0.96
每股净资产	11.21	11.33	11.87	12.50	13.20
估值比率					
P/E	9.99	11.57	10.71	9.20	8.18
P/B	1.28	1.43	1.39	1.32	1.25
EV/EBITDA	5.63	6.90	6.60	5.31	4.93

广发纺织服装行业研究小组

糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

左琴琴：资深分析师，上海社会科学院经济学硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

李咏红：资深分析师，上海交通大学会计硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

董建芳：高级研究员，对外经济贸易大学金融硕士，2023年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 47楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81 号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。