

水星家纺（603365）

家纺迎新机遇，看好龙头份额进一步提升

买入（维持）

2025 年 06 月 03 日

证券分析师 汤军

执业证书：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书：S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	4,211	4,193	4,669	5,193	5,783
同比（%）	14.93	(0.42)	11.33	11.23	11.38
归母净利润（百万元）	379.08	366.65	399.13	448.26	497.35
同比（%）	36.23	(3.28)	8.86	12.31	10.95
EPS-最新摊薄（元/股）	1.44	1.40	1.52	1.71	1.89
P/E（现价&最新摊薄）	13.12	13.56	12.46	11.09	10.00

投资要点

■ **睡眠经济+悦己消费+内容平台共振，家纺迎来新机遇。**1) **睡眠问题对国民健康形成困扰：**据中国睡眠研究会，中国 18 岁及以上人群睡眠困扰率为 48.5%；据艾瑞咨询，睡眠问题位居国民健康困扰类型榜首，睡眠问题主要来源于自我认知焦虑、工作挑战、健康担忧等因素。2) **悦己消费成为国内新消费趋势：**参考日本，我们认为中国处在消费趋势快速变化阶段，部分人群对情绪价值、悦己消费的重视程度大幅提升。3) **内容平台加速床品市场教育：**抖音、小红书等内容平台崛起，让消费者更容易了解床品参数、功能、材质等信息，激发潜在需求。

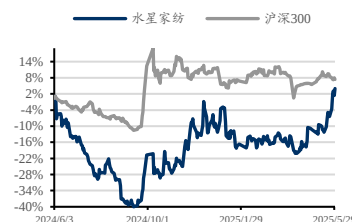
■ **枕头单品爆发市场潜力，“记忆枕”有望带来市场扩容。**1) **枕头单品爆发：**作为与睡眠质量高度相关的床上用品，枕头成为消费者青睐的单品品类，2024 年水星家纺、罗莱生活枕芯品类收入增速明显领先于其他品类，亚朵深睡记忆枕 PRO 销量达到 380 万个以上（同比+200%+），单品类销售额突破 10 亿元。2) **测算：**我们估计 2024 年国内枕头市场规模约在 250 亿元量级。近两年头部品牌在记忆枕品类上的发力，有望促进记忆枕渗透率提升。记忆枕价位显著高于普通枕头，因此枕头迭代有望带来国内家用枕头消费市场扩容，我们测算在中性情景下，到 2030 年记忆枕市场规模有望突破 400 亿元，CAGR 达到 50%。

■ **水星家纺：发挥龙头优势，研发+营销同时发力，有望进一步扩大市场份额。**1) **家纺市场集中度较低，龙头市占率有望保持提升。**2024 年国内家纺市场规模 3279 亿元，据我们估算前三大品牌水星家纺/罗莱生活/富安娜市占率分别约为 1.3%/1.1%/0.9%，行业集中度较低，但龙头市占率呈小幅提升趋势。2) **研发+营销同步发力，积极拥抱行业新机遇。**产品思路方面，2025 年上半年公司重点发力大单品雪糕被和人体工学枕，在深化大单品战略的同时，发挥龙头研发优势布局全品类，自主研发人体工学枕、智能枕等。市场推广方面，2025 年 4 月官宣两位新的品牌代言人，并同步宣传大单品雪糕被和人体工学枕，提升大单品曝光度。3) **公司在头部品牌中具有性价比定位特点。**水星在同行中毛利率相对较低，体现其具有一定性价比定位。我们认为定位性价比一方面在市场扩容期有望覆盖更多消费人群，另一方面也使得公司具有更大的产品优化空间，毛利率有望保持提升趋势。4) **近期业绩：**24 年及 25Q1 在宏观消费疲软环境下，公司业绩展现韧性。

■ **盈利预测与投资评级：**在睡眠经济+悦己消费+内容平台共振带动下，国内家纺行业迎来新的发展机遇，其中记忆枕品类作为典型代表已经爆发市场潜力，我们认为这也可能表明国内家纺市场存在较大的扩容空间。水星家纺作为行业头部公司持续深耕家纺主业，今年以来在研发、营销同步发力，结合性价比优势，有望进一步提升市场份额。结合前文针对记忆枕市场规模的测算，我们预计 2025-2027 年水星家纺记忆枕销售额有望从 1.14 亿元大幅提升至 6.44 亿元。我们将 2025/2026 年公司归母净利润预测值从 3.86/4.26 亿元分别上调至 3.99/4.48 亿元，增加 2027 年预测值 4.97 亿元，对应 2025-2027 年 PE 分别为 12/11/10X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**国内记忆枕市场空间及水星家纺记忆枕销售规模测算偏差，宏观经济波动，市场竞争加剧等风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.93
一年最低/最高价	10.73/19.90
市净率(倍)	1.62
流通 A 股市值(百万元)	4,885.14
总市值(百万元)	4,972.41

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.71
资产负债率(% ,LF)	18.29
总股本(百万股)	262.67
流通 A 股(百万股)	258.06

相关研究

《水星家纺(603365)：2024 年三季报点评：消费环境低迷致业绩承压，期待终端需求改善》

2024-10-31

《水星家纺(603365)：发布年内第二次回购计划，彰显发展信心》

2024-09-19

内容目录

- 1. 睡眠经济+悦己消费+内容平台共振，家纺迎来新机遇.....4
 - 1.1. 睡眠问题对国民健康形成困扰.....4
 - 1.2. 悦己消费成为国内新消费趋势.....5
 - 1.3. 内容平台崛起加速床品市场教育.....6
- 2. 枕头单品爆发市场潜力，“记忆枕”有望带来市场扩容.....7
 - 2.1. 枕头单品爆发市场潜力.....7
 - 2.2. 测算：2024 年国内枕头市场规模约 250 亿元，我们预计 2030 年记忆枕市场规模有望突破 400 亿元.....9
- 3. 水星家纺：发挥龙头优势，研发+营销同时发力，有望进一步扩大市场份额.....12
 - 3.1. 家纺市场集中度较低，龙头市占率呈提升趋势.....12
 - 3.2. 研发+营销同步发力，积极拥抱行业新机遇.....13
 - 3.3. 公司在头部品牌中具有性价比定位特点.....15
 - 3.4. 近期业绩：2024 年及 25Q1 业绩展现韧性.....15
- 4. 盈利预测与投资评级.....16
- 5. 风险提示.....18

图表目录

图 1: 中国 18 岁及以上人群睡眠困扰率为 48.5% 4

图 2: 睡眠困扰位居国民健康困扰类型榜首 4

图 3: 睡眠问题主要来源于自我认知焦虑等情绪压力 4

图 4: 2024 年泡泡玛特毛绒玩具收入同比+1289% 6

图 5: 泡泡玛特营收持续快速增长 6

图 6: 抖音平台床上用品视频数量大幅增加 6

图 7: 小红书平台床上用品相关笔记数量大幅增加 6

图 8: 消费者购买枕头时关注的因素多元化 7

图 9: 消费者对床品认知加强，不同材质枕头各有受众 7

图 10: 2024 年水星家纺枕芯收入增速高于其他品类 7

图 11: 2024 年罗莱生活枕芯收入增速高于其他品类 7

图 12: 2024 年亚朵深睡记忆枕 PRO 系列销量突破 380 万个 8

图 13: 深睡枕系列销量持续增长 8

图 14: 2024 年亚朵零售 GMV 翻倍以上增长 8

图 15: 25Q1 亚朵零售 GMV 同比+70.9% 8

图 16: 淘宝和京东平台枕头销量靠前产品中多数价格位于 100 元以下 10

图 17: 2024 年国内家纺市场规模为 3279 亿元 12

图 18: 家纺行业市场集中度较低（2024 年） 12

图 19: 2014-2024 年家纺龙头增长快于行业增速 13

图 20: 水星家纺枕芯品类收入占比近半 13

图 21: 大单品雪糕被持续迭代 13

图 22: 公司积极布局智能家纺产品 14

图 23: 2023 年以来公司研发费用率保持提升 14

图 24: 水星家纺电商渠道占比高于同行 14

图 25: 2025 年 4 月官宣两位品牌代言人 14

图 26: 水星家纺微信视频号持续更新新品推广视频 15

图 27: 公司销售费用率呈提升趋势 15

图 28: 水星家纺毛利率低于其他头部品牌 15

图 29: 公司营收规模保持扩张趋势 16

图 30: 25Q1 受短期费用增加影响归母净利润有所下滑 16

表 1: 日本社会研究专家三浦展将日本消费历史自 1912 年起分为四个阶段 5

表 2: 近两年头部家纺品牌纷纷在枕头品类上发力 9

表 3: 我们估算 2024 年国内枕头市场规模 200-300 亿元 10

表 4: 中性情景下未来国内记忆枕市场空间有望达到 400+亿元 11

表 5: 我们预计伴随记忆枕渗透率逐步提升，国内记忆枕市场规模有望快速扩张 12

表 6: 水星家纺记忆枕销售额测算 16

表 7: 2025-2027 年水星家纺营收（单位：百万元）及毛利率预测 17

表 8: 可比公司盈利预测与估值 18

1. 睡眠经济+悦己消费+内容平台共振，家纺迎来新机遇

1.1. 睡眠问题对国民健康形成困扰

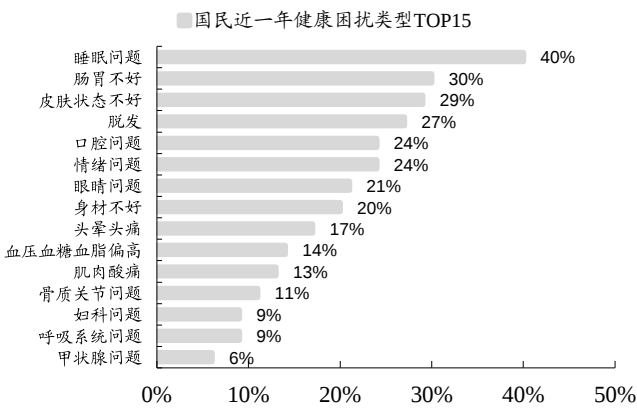
睡眠问题对国民健康形成困扰。据中国睡眠研究会发布的《2025 中国睡眠健康研究白皮书》，目前我国人群夜间平均睡眠时长为 6.85 小时，中国 18 岁及以上人群睡眠困扰率为 48.5%。据艾瑞咨询调研结果，睡眠问题位居国民健康困扰类型榜首，而睡眠问题主要来源于自我认知焦虑、工作挑战、健康担忧等因素。

图1：中国 18 岁及以上人群睡眠困扰率为 48.5%

人口学特征	无睡眠困扰（百分比，%）	睡眠困扰（百分比，%）
总体	51.5	48.5
性别		
男性	54.1	45.9
女性	48.9	51.1
年龄		
00 后	75.4	24.6
90 后	68.5	31.5
80 后	69.8	30.2
70 后	44.5	55.5
60 后	34.2	65.8
60 前	26.3	73.7
居住地		
城市	46.8	53.2
农村	55.5	44.5

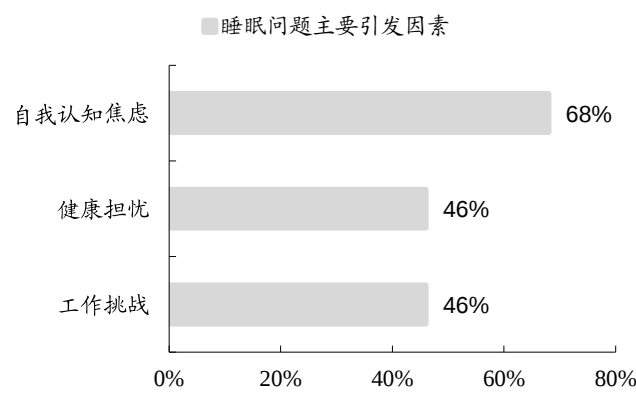
数据来源：中国睡眠研究会，问卷调查样本 N=46,452，东吴证券研究所

图2：睡眠困扰位居国民健康困扰类型榜首



数据来源：艾瑞咨询 2025 年 2 月线上用户调研，N=2500，东吴证券研究所

图3：睡眠问题主要来源于自我认知焦虑等情绪压力



数据来源：艾瑞咨询 2025 年 2 月线上用户调研，N=2500，东吴证券研究所

1.2. 悦己消费成为国内新消费趋势

日本社会研究专家三浦展将日本消费历史自 1912 年起分为四个阶段。随着经济发展、人口总数及年龄结构变化，三浦展认为日本经历了从个体消费→家庭消费→个性化消费→理性化消费的趋势变迁，当前日本社会消费观念注重回归简朴、回归本真。

表1：日本社会研究专家三浦展将日本消费历史自 1912 年起分为四个阶段

时代划分	第一消费社会 1912-1941	第二消费社会 1945-1974	第三消费社会 1975-2004	第四消费社会 2005-2034
社会背景	从日俄战争胜利开始至中日战争 以东京、大阪等大城市为中心的中等阶级诞生	从战败、复兴、经济高度增长期开始至石油危机 大量生产、大量消费 全国一亿人口 中产阶级化	从石油危机开始到低增长、泡沫经济、金融破产、小泉改革 差距拉大	雷曼危机、两次大地震、经济长期不景气、不稳定等导致收入减少 人口减少导致消费市场缩小
人口	人口增加	人口增加	人口微增	人口减少
出生率(每千人出生人数)	5	5→2	2→1.3~1.4	1.3~1.4
老年人比率	5%	5%-6%	6%-20%	20%-30%
国民价值观	National 消费属于私有主义,整体来讲重视国家	Family 消费属于私有主义,重视家庭、社会	Individual 私有主义、重视个人	Social 趋于共享、重视社会
消费取向	西洋化 大城市倾向	大量消费 大的就是好的 大城市倾向 美式倾向	个性化 多样化 差别化 品牌倾向 大城市倾向 欧式倾向	无品牌倾向 朴素倾向 休闲倾向 日本倾向 本土倾向
消费主体	文化时尚	每家一辆私家车 私人住宅 三大神器 3C	从量变到质变 每家数辆 每人一辆 每人数辆	联系 几人一辆 汽车分享 住宅分享
消费承担者	中等阶级家庭 时尚男女	小家庭 家庭主妇	单身者 啃老单身	所有年龄层里单一化的个人

数据来源：《第四消费时代》，东吴证券研究所

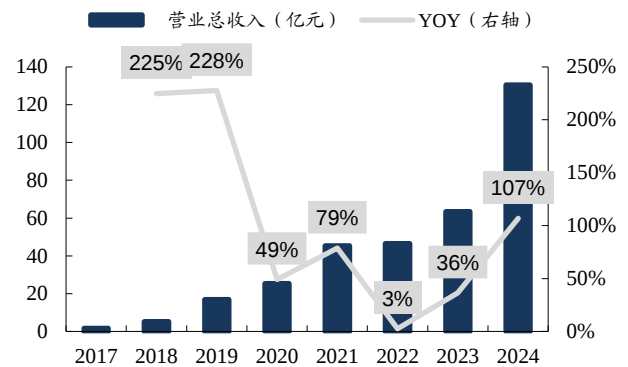
我们认为中国经济和人口结构相较日本更复杂，可能存在多种消费趋势并行重叠的情况，但同样处在消费趋势快速变化阶段，部分人群对情绪价值、悦己消费的重视程度大幅提升。典型的案例如泡泡玛特 2020-2024 年营收 CAGR 达 51%，其中 2024 年泡泡玛特新品毛绒玩具收入同比+1289%至 28.3 亿元，呈现爆发式增长。我们认为以泡泡玛特为代表的新消费需求方兴未艾，国内消费者越来越愿意为情绪价值、个人体验买单，这一现象正在主导当前国内消费趋势。

图4：2024年泡泡玛特毛绒玩具收入同比+1289%



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图5：泡泡玛特营收持续快速增长



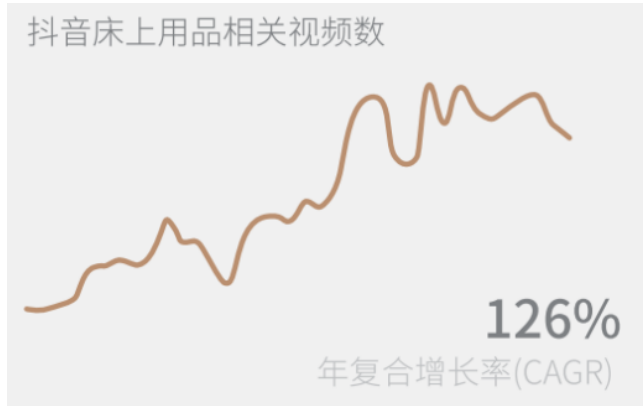
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 内容平台崛起加速床品市场教育

抖音、小红书等内容平台崛起，让消费者更容易了解床品参数、功能、材质等信息。

近年来抖音、小红书等内容平台上床上用品相关视频数量和笔记数量均呈快速增长趋势，通过持续的视频、直播输出，消费者对床上用品的认知和对健康睡眠的关注得到大幅提升，从而激发潜在需求。

图6：抖音平台床上用品视频数量大幅增加



数据来源：三十年国民床品进化史白皮书，蝉妈妈，东吴证券研究所

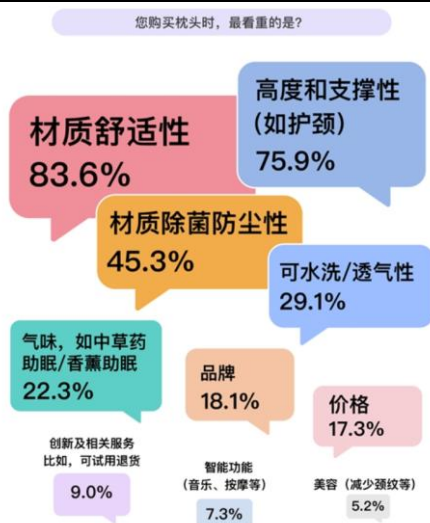
图7：小红书平台床上用品相关笔记数量大幅增加



数据来源：三十年国民床品进化史白皮书，蝉小红，东吴证券研究所

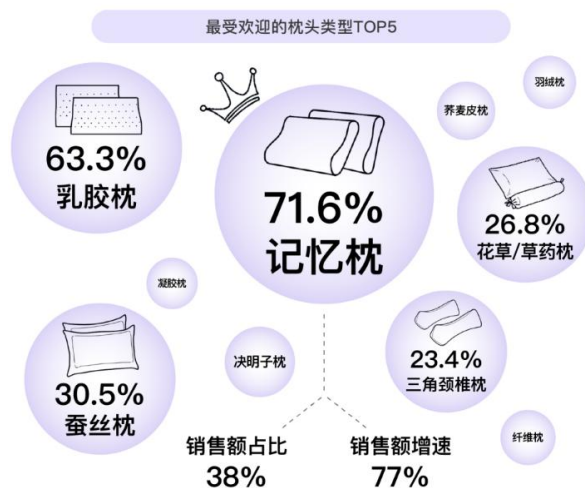
消费者对床品认知加强，关注因素多元化，不同材质枕头各有受众。以枕头为例，据京东研究院 2025 年 3 月的线上调查，针对枕头这一品类，不同消费者有各自偏好。购买枕头时，消费者最看重的因素包括材质舒适性、高度和支撑性、材质除菌防尘性等；而从枕头类型来看，记忆枕、乳胶枕、蚕丝枕、花草/草药枕、三角颈椎枕为最受欢迎的枕头类型 TOP5。其中，“记忆枕”因其具有慢回弹、贴合颈部、支撑性强、抗菌、透气等特性，位列最受欢迎的枕头类型 TOP1。该品类 2024 年在京东平台枕头品类销售额中占比达到 38%，同比增速 77%。

图8：消费者购买枕头时关注的因素多元化



数据来源：京东研究院，东吴证券研究所

图9：消费者对床品认知加强，不同材质枕头各有受众



数据来源：京东研究院，东吴证券研究所

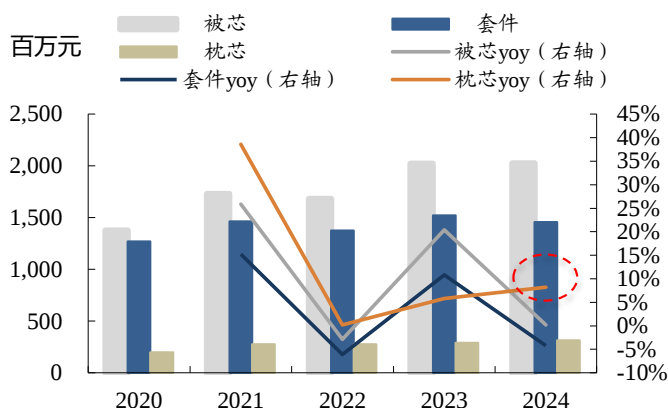
2. 枕头单品爆发市场潜力，“记忆枕”有望带来市场扩容

2.1. 枕头单品爆发市场潜力

睡眠经济+悦己消费+内容平台加速培育消费市场的三重因素共振下，家纺行业“枕头”消费爆发。京东消费及产业发展研究院的调研结果表明，有 67.7% 的人认为好枕头是睡眠的保障。在众多床品的重视度上，枕头以 71% 的得票率遥遥领先被子、床垫、四件套。作为与睡眠质量高度相关的床上用品，枕头成为消费者青睐的单品品类。

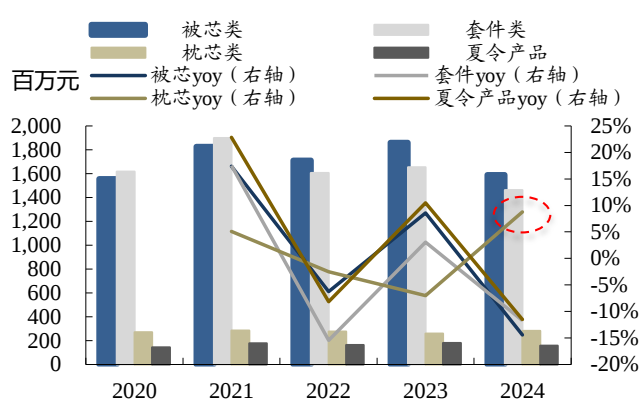
家纺龙头枕芯品类销售表现领先。2024 年水星家纺、罗莱生活枕芯品类收入分别同比+8.2%、+8.8%至 3.2 亿元、2.8 亿元，在整体消费承压背景下，枕头品类增速明显领先于其他品类。

图10：2024年水星家纺枕芯收入增速高于其他品类



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：2024年罗莱生活枕芯收入增速高于其他品类



数据来源：Wind，东吴证券研究所

新品牌亚朵深睡枕系列销量迅速爆发。亚朵作为酒店品牌，2023 年以深睡枕单品为切入点，进入床品零售领域，在抖音、短视频等新兴平台重点投放营销。2023/2024 年亚朵品牌深睡枕 PRO 系列床品销量分别达到 120 万/380 万个以上，2024 年同比增速高达 200%+，以零售单价 309-409 元/个估算 2024 年亚朵深睡枕 PRO 系列销售额 10 亿元+。截至 2025 年 4 月 8 日，亚朵深睡枕系列累计销售量突破 600 万个（含 2023 年以来的销售情况）。

图12：2024年亚朵深睡记忆枕PRO系列销量突破380万个



数据来源：亚朵公告，东吴证券研究所

图13：深睡枕系列销量持续增长



数据来源：亚朵公告，东吴证券研究所

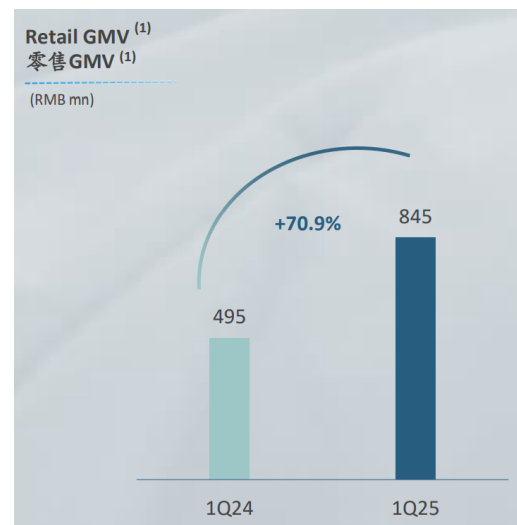
亚朵零售业务的爆发性增长可能表明国内家纺业务市场潜力超出市场预期。2024 年亚朵整体床上用品零售业务 GMV 同比增长 127.7%达到 25.9 亿元，25Q1 同比+71%至 8.45 亿元，高增长势头延续。我们认为亚朵零售业务的爆发性增长可能表明国内床上用品市场潜力超出此前市场预期，亟待进一步开发。

图14：2024年亚朵零售GMV翻倍以上增长



数据来源：亚朵公告，东吴证券研究所

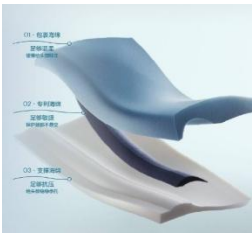
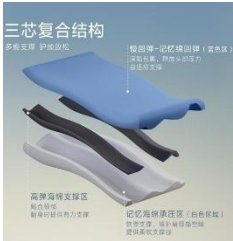
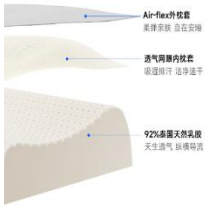
图15：25Q1亚朵零售GMV同比+70.9%



数据来源：亚朵公告，东吴证券研究所

近两年头部家纺品牌纷纷在枕头品类上发力。伴随枕头品类市场潜力初步显现，近两年国内家纺头部品牌纷纷在枕头品类上加大发力。例如，罗莱 2024 年 11 月推出零压深睡枕，水星家纺 2025 年春夏推出人体工学枕，趣睡科技 8H 品牌 2024 年 4 月推出微循环透气乳胶枕。

表2：近两年头部家纺品牌纷纷在枕头品类上发力

品牌	亚朵	水星家纺	罗莱生活	趣睡科技（8H 品牌）
产品名称	第 1 代深睡枕 PRO/ 第 2 代深睡枕 PRO	人体工学枕	零压深睡枕	8H 微循环透气乳胶枕
上市时间	2023 年 3 月/ 2024 年 7 月	2025 年春夏	2024 年 11 月	2024 年 4 月
产品图				
枕芯材质	57%硅橡胶/43%聚氨酯	弹力海绵（聚氨酯）	聚氨酯	泰国天然乳胶
枕套材质	90%聚酯纤维/10%氨纶	A 类抑菌内外枕套，锦 氨物理凉感层外枕套	A 类抑菌面料	Air-flex 柔弹面料
尺寸	70*42*10cm	70*40*10cm	女款：40*70*9/10cm 男款：40*70*10/12cm	60*40*10/12cm
重量	/	1.23kg	/	1.3kg
价格	300/400 元	299 元	399 元	109 元
形状特点	独创 R-4 分区内部结构	人体工学设计，头肩颈 区分支撑	人体工学九大分区设计	三曲线护颈
2024 年销 售规模	380 万个 （约 10 亿元+）	3.2 亿元 （含所有枕头产品）	2.8 亿元 （含所有枕头产品）	6117 万元 （含所有枕头产品）
YOY	200%+	8.2%	8.8%	47.7%

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2.2. 测算：2024 年国内枕头市场规模约 250 亿元，我们预计 2030 年记忆枕
市场规模有望突破 400 亿元

关于枕头市场规模的权威数据较少，我们从两个维度对当前国内枕头市场规模进行粗略匡算：1）方法一：上市公司枕头销售额/上市公司品牌在家纺行业的市占率，2）方法二：家纺行业市场规模*上市公司枕头收入占比。以上述数据计算均值，我们估计 2024 年国内枕头市场规模约在 250 亿元量级。

表3: 我们估算 2024 年国内枕头市场规模 200-300 亿元

	水星家纺	罗莱（家纺业务）	富安娜	均值
方法一				
a 品牌枕头收入（亿元）	3.16	2.80	2.17	
b 品牌在家纺行业市占率	1.3%	1.1%	0.9%	
a/b 国内枕头市场规模（亿元，估算）	247	246	236	243
方法二				
c 国内家纺行业规模（亿元）	3279	3279	3279	
d 品牌收入中枕头占比	7.5%	8.0%	7.2%	
c*d 国内枕头市场规模（亿元，估算）	246	262	236	248
平均值（亿元）				246

数据来源：Wind，公司公告，欧睿，东吴证券研究所测算（备注：上述数据均为 2024 年，其中品牌在家纺行业市占率，使用品牌公司报表收入除以欧睿统计的家纺行业市场规模进行估算，可能存在分子和分母统计口径不一致导致的偏差，此处计算结果仅作参考）

近两年头部品牌在记忆枕品类上的发力，有望促进记忆枕渗透率提升。2024 年以来头部家纺品牌先后推出“人体工学枕”、“零压深睡枕”等舒适度更高、对人体睡眠更有利的枕头新品（为方便测算和理解，后文用“记忆枕”来指代这类枕头），头部玩家的加入有助进一步提升消费者认知和市场培育。因此，我们认为当前可能正处于从普通材质枕头到记忆枕持续渗透的阶段。

我们认为国内枕头市场存在较大的扩容空间。普通枕头材质多为棉花、普通纤维等，价格偏低（参考淘宝平台枕头品类销量排序情况，销量最高的枕头价格集中在 100 元以下），而记忆枕价位多位于 150-300 元区间，因此在枕头迭代过程中，国内枕头消费市场存在较大的扩容空间。

图16: 淘宝和京东平台枕头销量靠前产品中多数价格位于 100 元以下



数据来源：淘宝 APP，京东 APP，东吴证券研究所

我们预计中性情景下，未来国内家用记忆枕市场空间有望达到 400+亿元。测算方法如下：

1) 年销量=国内枕头保有量*记忆枕渗透率/消费频次：

①枕头保有量：以“户”为单位，假设国内户均枕头数目略高于户均常住人口（考虑中国家庭除自用外，通常还会准备客房的床上用品），2024 年国内户均常住人口为 3 人，因此我们假设中性情景下，国内户均枕头保有量为 5 个；

②记忆枕渗透率：参考前文，国内近 50%的人存在睡眠困扰，这些人群均为记忆枕潜在消费人群，因此我们假设中性情景下记忆枕渗透率为 50%；

③消费频次：由于记忆枕使用时间过长会出现支撑回弹力减弱及滋生细菌等问题，结合国内医学专家建议枕头每两年更新一次，由于国内消费者记忆枕使用习惯处于市场培育期，以及考虑户均枕头保有量高于常用枕头数，我们假设记忆枕消费频次为每 4 年一次。

2) 价格：考虑亚朵酒店定位偏商务中高端，其受众相对集中在消费能力较强的消费者中，未来随记忆枕市场打开后，参与品牌大幅增加，我们预计记忆枕消费均价可能在 100-200 元区间，因此假设记忆枕单价 150 元/个。

在以上假设下进行测算，国内记忆枕潜在的市场空间为 439 亿元。

表4：中性情景下未来国内记忆枕市场空间有望达到 400+亿元

	谨慎情景	中性情景	乐观情景
国内枕头市场规模（亿元）	311		
户数（亿户）	4.68		
户均常住人口	3		
假设户均枕头保有量	3	5	6
假设记忆枕渗透率	20%	50%	100%
假设记忆枕消费频次（年/个）	4	4	4
记忆枕消费个数（亿个）	0.70	2.93	7.02
假设记忆枕单价（元/个）	150	150	150
记忆枕市场空间（亿元）	105	439	1053

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

我们预计伴随记忆枕渗透率逐步提升，到 2030 年国内记忆枕市场规模有望达到 439 亿元。当前国内枕头市场规模 200 亿元+，其中记忆枕在中国处于市场培育的起步阶段，我们估计目前国内记忆枕的渗透率不足 10%。假设记忆枕渗透率逐年提升，我们预计 2025-2030 年国内记忆枕市场规模 CAGR 有望达到 50%，到 2030 年国内记忆枕市场规模有望达到 439 亿元。

表5：我们预计伴随记忆枕渗透率逐步提升，国内记忆枕市场规模有望快速扩张

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
户数（亿户）	4.68	4.68	4.68	4.68	4.68	4.68
户均枕头保有量（个）	5	5	5	5	5	5
记忆枕换新频率（年/次）	3	3	3	4	4	4
记忆枕渗透率	5%	15%	25%	35%	45%	50%
记忆枕消费量（亿个）	0.39	1.17	1.95	2.05	2.63	2.93
记忆枕单价（元/个）	150	150	150	150	150	150
市场规模（亿元）	59	176	293	307	395	439
yoy		200%	67%	5%	29%	11%

数据来源：国家统计局，东吴证券研究所测算（考虑当前处于记忆枕市场培育期，我们假设 2025-2027 年更新频次为 3 年/次，2028 年以后更新频次降低至 4 年/次）

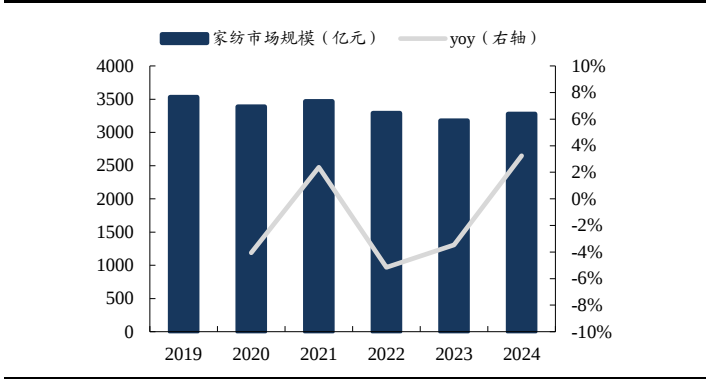
3. 水星家纺：发挥龙头优势，研发+营销同时发力，有望进一步扩大市场份额

我们认为记忆枕只是一个最具代表性的产品品类，而消费者对于自身睡眠问题、产品体验等的关注却是一个普遍的趋势，这种趋势下，其他家纺品类可能同样存在一定的扩容空间，这给头部家纺品牌带来了新的发展机遇。水星家纺覆盖全品类、全渠道，在中高端品牌中定位性价比，通过加强研发和营销投入，在产品品类和消费者触达两个维度上同时发力，有望进一步提升市场份额。

3.1. 家纺市场集中度较低，龙头市占率呈提升趋势

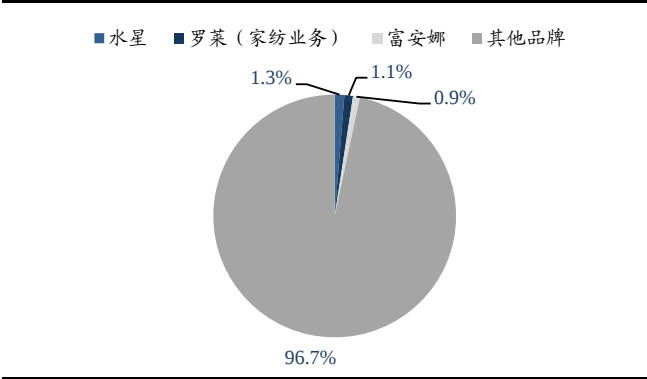
家纺市场集中度较低。据欧睿，2024 年国内家纺市场规模 3279 亿元/yoy+3.2%，结合行业头部上市公司水星家纺/罗莱生活/富安娜报表收入进行计算（注：以此计算可能存在分子和分母统计口径不一致导致的偏差，此处计算结果仅作为参考），我们估计 2024 年水星家纺/罗莱家纺业务/富安娜市场份额分别为 1.3%/1.1%/0.9%，行业集中度较低。

图17：2024 年国内家纺市场规模为 3279 亿元



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

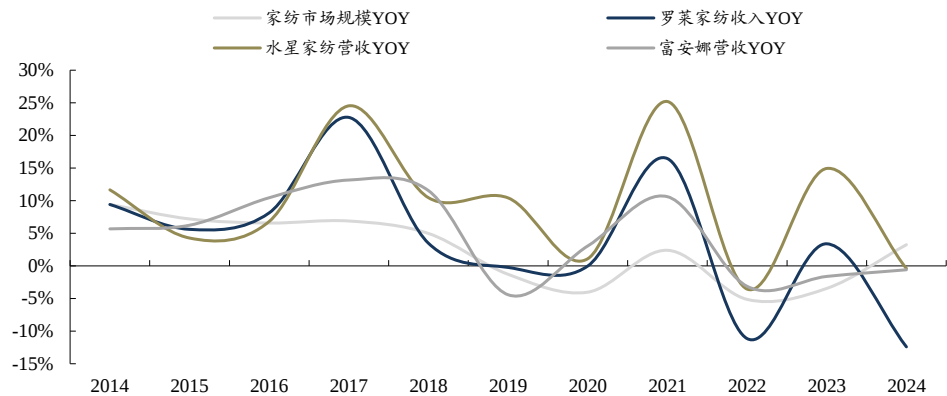
图18：家纺行业市场集中度较低（2024 年）



数据来源：欧睿，公司公告，东吴证券研究所（备注：市占率使用上市公司营收/国内家纺市场规模进行估算）

龙头市占率呈提升趋势。从趋势上看,2014-2024 年家纺行业市场规模 CAGR1.6%,水星家纺/罗莱家纺业务/富安娜营收 CAGR 分别为 9.0%/3.1%/4.3%,龙头企业收入增长快于行业增速,可见行业集中度呈小幅提升趋势。

图19: 2014-2024 年家纺龙头增长快于行业增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

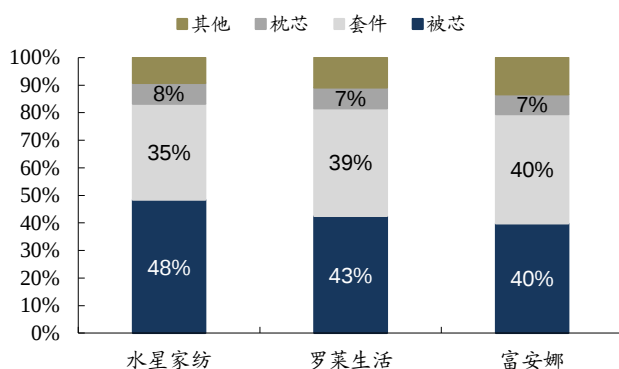
3.2. 研发+营销同步发力, 积极拥抱行业新机遇

面对家纺行业新的机遇和挑战,水星家纺有望发挥龙头优势,进一步提升市场份额。公司聚焦家纺主业,长期保持行业头部品牌市场地位。当前在睡眠经济兴起、悦己消费成风、家纺产品推陈出新等行业趋势下,公司有望发挥龙头品牌优势,通过加强研发和营销进一步提升市场份额。

➤ 产品思路方面, 全品类+大单品同步推进

大单品: 公司坚持“好被芯, 选水星”大单品战略, 2024 年被芯/套件/枕芯收入占比分别为 48%/35%/8%, 被芯收入占比较高。在被芯品类中, 2025 年夏季公司重点发力大单品雪糕被, 其经过材料、技术迭代, 已升级至雪糕被 5.0 和 5.0Pro 系列。

图20: 水星家纺枕芯品类收入占比近半



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

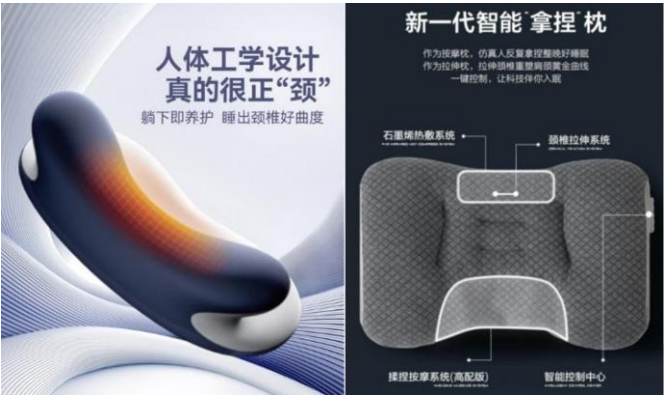
图21: 大单品雪糕被持续迭代



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

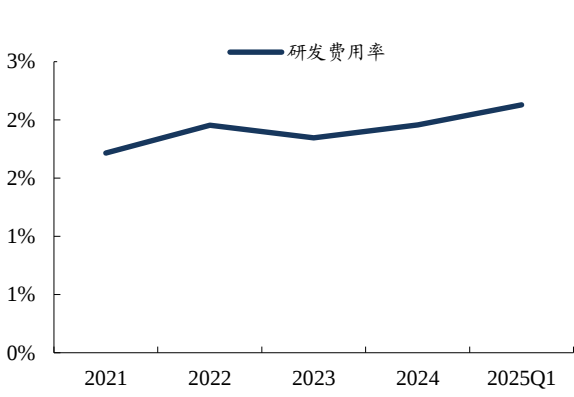
全品类：在深化大单品战略的同时，公司发挥龙头研发优势，布局家纺全品类，致力于在传统产品基础上功能升级，提升产品竞争力，2023/2024/2025 Q1 研发费用率分别为 1.85%/1.96%/2.13%，持续加强研发投入，其中包括打造智能化床品，自主研发人体工学枕、智能枕等。

图22：公司积极布局智能家纺产品



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图23：2023 年以来公司研发费用率保持提升



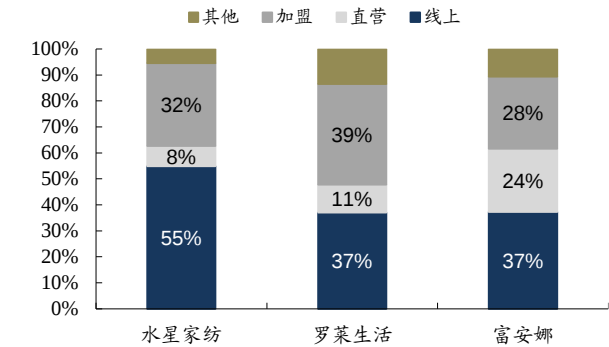
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

➤ 市场推广方面，更有针对性的进行营销投放，有助于提升转化率

公司电商渠道布局较早，电商运营能力行业领先。公司自 2008 年起布局电商业务，逐步实现网络销售渠道全覆盖，2024 年公司线上渠道收入占比 55%，明显高于同行（罗莱家纺业务线上占比 37%，富安娜线上渠道收入占比 37%），水星家纺在电商渠道具备行业领先的运营能力。

2025 年以来加大大单品营销投放。公司近年来设立直播中心，灵活运用社媒，与达人及 MCN 机构合作并不断优化营销投入。2025 年 4 月公司先后官宣年轻偶像杨超越、“最强大脑”知名选手水哥王昱珩作为品牌代言人，并同步宣传大单品雪糕被和人体工学枕，提升大单品曝光度。此外，公司线下 2000+门店，近年来保持净开店趋势。2020-2025Q1 公司销售费用率从 18.73%持续提升至 26.39%。

图24：水星家纺电商渠道占比高于同行



数据来源：微信，东吴证券研究所

图25：2025 年 4 月官宣两位品牌代言人



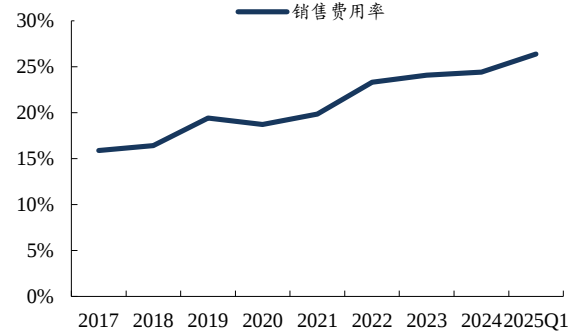
数据来源：水星家纺官方公众号，东吴证券研究所

图26: 水星家纺微信视频号持续更新新品推广视频



数据来源: 微信, 东吴证券研究所

图27: 公司销售费用率呈提升趋势

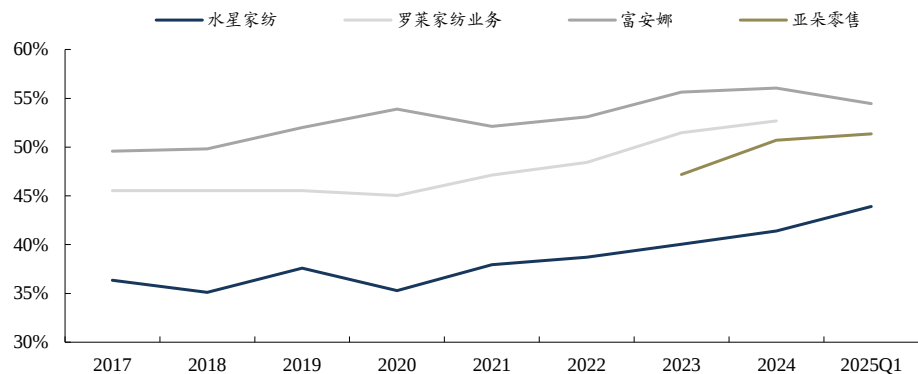


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.3. 公司在头部品牌中具有性价比定位特点

伴随消费者对于家纺产品品质的重视程度提升,近年来头部家纺企业毛利率普遍呈现提升趋势,其中水星家纺毛利率2020-2024年从35.27%提升至43.9%。2024年富安娜/罗莱家纺/亚朵零售毛利率分别为56.1%/52.7%/50.7%,水星在同行中毛利率相对较低,体现其具有一定性价比定位。我们认为公司定位性价比一方面在市场扩容期有望覆盖更多消费人群,另一方面也使得公司具有更大的产品优化空间,毛利率有望保持提升趋势。

图28: 水星家纺毛利率低于其他头部品牌



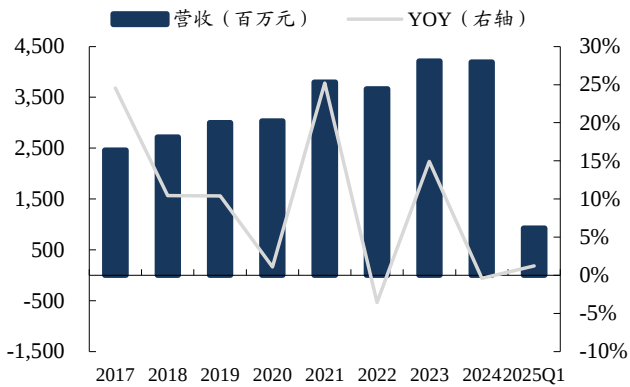
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.4. 近期业绩: 2024年及25Q1业绩展现韧性

24年及25Q1在宏观消费疲软环境下,公司业绩展现韧性。1)2024年:营收41.93亿元/(yoy-0.42%),归母净利润3.67亿元(yoy-3.28%),扣非归母净利润3.33亿元(yoy+1.77%),在消费偏弱环境下,24年扣非归母净利润保持正增长。分季度看,24Q1-Q4营收分别同比+11.8%/-8.9%/-8.4%/+14.7%,归母净利润分别同比+11.6%/-38.6%/-22.8%/+18.9%,Q4在政府家纺补贴及电商大促带动下业绩快速恢复。2)25Q1:营收9.26亿元(yoy+1.2%),在高基数下保持增长;归母净利润8978万元(yoy-3.79%),剔除股

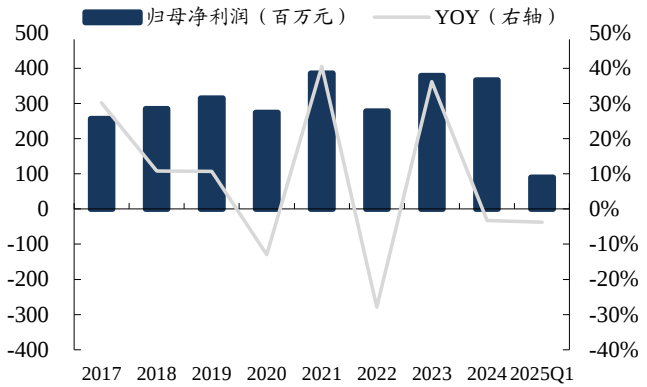
权激励费用后的净利润 9620 万元 (yoy+3.13%)，主业盈利质量逆势提升，充分体现公司经营韧性。

图29：公司营收规模保持扩张趋势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图30：25Q1 受短期费用增加影响归母净利润有所下滑



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

营收方面，1) 枕芯：结合前文我们针对记忆枕市场规模的测算，假设水星家纺市占率保持小幅提升趋势，我们预计 2025-2027 年水星家纺记忆枕销售额有望从 1.17 亿元大幅提升至 6.44 亿元，远期有望突破 10 亿元。**2) 其他品类：**结合被芯品类在大单品战略带动下较快增长（预计增速 10%）、套件品类保持稳健增长（预计增速 6%），我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 46.7/52.0/58.0 亿元，分别同比+11.3%/+11.4%/+11.5%。

净利润方面，当前公司采取增加研发和营销投放的策略扩大市场，我们预计毛利率和费用率均呈提升趋势，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 3.99/4.48/4.97 亿元，分别同比+8.9%/+12.3%/+11.0%。

表6：水星家纺记忆枕销售额测算

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
记忆枕市场规模（亿元）	59	176	293	307	395	439
yoy		200%	67%	5%	29%	11%
水星家纺记忆枕市占率	2.0%	2.1%	2.2%	2.3%	2.4%	2.5%
水星家纺记忆枕销量（万个）	78	246	429	471	632	731
水星家纺记忆枕销售额（亿元）	1.17	3.69	6.44	7.06	9.48	10.97
yoy		215%	75%	10%	34%	16%

数据来源：东吴证券研究所测算

表7: 2025-2027 年水星家纺营收（单位：百万元）及毛利率预测

	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,193.27	4,668.50	5,192.78	5,783.49
YOY	-0.42%	11.33%	11.23%	11.38%
毛利率	41.40%	42.41%	43.27%	43.99%
主营业务分产品				
被芯	2,028.51	2,231.36	2,432.18	2,626.76
yoy	0.18%	10.00%	9.00%	8.00%
占比	48.38%	47.80%	46.84%	45.42%
毛利率	41.57%	43.00%	44.00%	45.00%
套件	1,458.23	1,545.72	1,638.47	1,736.78
yoy	-4.21%	6.00%	6.00%	6.00%
占比	34.78%	33.11%	31.55%	30.03%
毛利率	43.35%	44.00%	45.00%	45.50%
枕芯	315.67	441.94	618.71	866.20
yoy	8.18%	40.00%	40.00%	40.00%
占比	7.53%	9.47%	11.91%	14.98%
毛利率	39.85%	42.00%	43.00%	44.00%
其中：原有枕头业务		324.94	250.16	222.70
记忆枕		117.00	368.55	643.50
yoy			215%	75%
其他主营业务	384.51	442.19	495.25	544.77
yoy	5.67%	15.00%	12.00%	10.00%
占比	9.17%	9.47%	9.54%	9.42%
毛利率	35.03%	35.00%	35.00%	35.00%
其他业务	6.34	7.29	8.17	8.98
yoy	-20.85%	15.00%	12.00%	10.00%
占比	0.15%	0.16%	0.16%	0.16%
毛利率	1.60%	2.00%	2.00%	2.00%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

在睡眠经济+悦己消费+内容平台共振带动下，国内家纺行业迎来新的发展机遇，其中记忆枕品类作为典型代表已经爆发市场潜力，我们认为这也可能表明国内家纺市场存在较大的扩容空间。水星家纺作为行业头部公司持续深耕家纺主业，有望发挥龙头优势，今年以来在研发、营销同步发力，结合性价比优势，有望进一步提升市场份额。我们将2025/2026 年公司归母净利润预测值从 3.86/4.26 亿元分别上调至 3.99/4.48 亿元，增加2027 年预测值 4.97 亿元，对应 2025-2027 年 PE 分别为 12/11/10X，以同行业的家纺头部公司罗莱生活、富安娜，以及积极布局记忆枕市场的酒店品牌亚朵，积极布局智能家纺业务的趣睡科技作为可比公司，公司估值较低，维持“买入”评级。

表8：可比公司盈利预测与估值

证券代码	公司名称	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE				股息率
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
002293.SZ	罗莱生活	76.15	4.33	5.15	5.75	6.43	17.59	14.79	13.24	11.84	6.57%
002327.SZ	富安娜	68.19	5.42	5.31	5.68	6.03	12.58	12.84	12.01	11.31	7.63%
ATAT.O	亚朵	310.86	12.75	15.99	20.51	24.87	24.38	19.44	15.16	12.50	1.44%
301336.SZ	趣睡科技	21.64	0.29	/	/	/	74.71	/	/	/	0.51%
	平均值						18.18	15.69	13.47	11.88	
603365.SH	水星家纺	49.72	3.67	3.99	4.48	4.97	13.56	12.46	11.09	10.00	4.75%

数据来源：Wind，东吴证券研究所。备注：水星家纺盈利预测为东吴证券研究所预测，其他公司为 Wind 一致预测，收盘价日期为 2025 年 5 月 30 日，亚朵货币类型为人民币（由 2025 年 6 月 2 日美元汇率 7.21 换算）。PE 均值采用罗莱生活、富安娜、亚朵三个公司数据计算。股息率以 2024 年分红政策及最新收盘价计算。

5. 风险提示

国内记忆枕市场空间及水星家纺记忆枕销售规模测算偏差：文中对国内记忆枕市场空间及水星家纺记忆枕销售额的测算基于一系列假设条件，若假设条件与实际情况存在偏差将导致测算结果误差，因此本文测算结果仅作为对行业发展趋势的判断参考。

宏观经济波动：国内消费结构复杂，若整体消费信心不足，可能影响记忆枕渗透率提升进程。

市场竞争加剧风险：家纺行业发展新机遇环境下，市场参与者增加，竞争激烈，可能导致公司短期内利润率有所受损。

水星家纺三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,061	3,100	3,309	3,551	营业总收入	4,193	4,669	5,193	5,783
货币资金及交易性金融资产	1,345	1,223	1,295	1,383	营业成本(含金融类)	2,457	2,688	2,946	3,239
经营性应收款项	355	470	521	579	税金及附加	30	33	36	40
存货	1,012	1,025	1,101	1,185	销售费用	1,025	1,190	1,340	1,515
合同资产	0	0	0	0	管理费用	187	215	244	278
其他流动资产	349	382	393	404	研发费用	82	93	114	139
非流动资产	743	779	791	797	财务费用	(7)	(14)	(12)	(13)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	15	19	21	23
固定资产及使用权资产	470	512	528	539	投资净收益	6	5	5	6
在建工程	27	27	27	27	公允价值变动	9	0	0	0
无形资产	137	132	128	122	减值损失	(23)	(20)	(25)	(30)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	2	3	3
长期待摊费用	25	25	25	25	营业利润	426	469	528	587
其他非流动资产	83	83	83	83	营业外净收支	16	12	12	12
资产总计	3,803	3,879	4,101	4,348	利润总额	443	481	540	599
流动负债	776	699	757	823	减:所得税	76	82	92	102
短期借款及一年内到期的非流动负债	78	74	74	74	净利润	367	399	448	497
经营性应付款项	324	299	327	360	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	30	23	26	29	归属母公司净利润	367	399	448	497
其他流动负债	344	303	330	360	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.40	1.52	1.71	1.89
非流动负债	50	50	50	50	EBIT	404	467	528	586
长期借款	9	9	9	9	EBITDA	503	542	622	686
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	41.40	42.41	43.27	43.99
租赁负债	23	23	23	23	归母净利率(%)	8.74	8.55	8.63	8.60
其他非流动负债	18	18	18	18	收入增长率(%)	(0.42)	11.33	11.23	11.38
负债合计	826	749	807	873	归母净利润增长率(%)	(3.28)	8.86	12.31	10.95
归属母公司股东权益	2,978	3,130	3,293	3,475					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	2,978	3,130	3,293	3,475					
负债和股东权益	3,803	3,879	4,101	4,348					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	516	224	447	493	每股净资产(元)	11.33	11.92	12.54	13.23
投资活动现金流	(441)	(93)	(86)	(85)	最新发行在外股份(百万股)	263	263	263	263
筹资活动现金流	(305)	(254)	(289)	(320)	ROIC(%)	10.95	12.25	13.21	13.94
现金净增加额	(230)	(123)	72	88	ROE-摊薄(%)	12.31	12.75	13.61	14.31
折旧和摊销	100	76	94	101	资产负债率(%)	21.71	19.31	19.68	20.08
资本开支	(157)	(98)	(91)	(91)	P/E(现价&最新股本摊薄)	13.56	12.46	11.09	10.00
营运资本变动	49	(254)	(104)	(118)	P/B(现价)	1.67	1.59	1.51	1.43

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>