

水星家纺 (603365.SH)

线上增长提速，“深睡枕”及“雪糕被”持续放量

家纺龙头销售表现和地产销售逐渐弱化，消费者更注重产品功能升级，日常更换需求逐渐占据主导。水星家纺坚持爆品运营模式，营销打法升级，今年以来线上呈现较快增长，人体工学枕和雪糕被热销。当前市值对应 25PE13X，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

- 日常更换需求成为主流，家纺行业与地产相关度较弱。2019年后随着家纺电商渗透率提升，头部品牌推出线上专供款，日常更换需求占比提升，头部家纺品牌销售表现与地产销售之间的正相关关系开始弱化。
- 行业规模估算为 1500 亿，格局分散，龙头份额低个位数。从久谦数据看出，天猫&抖音&京东三大平台-家纺家饰-床上用品-GMV 在 2024 年达到了 522 亿元，按照线上占比 30%-35% 推测全行业（被子、枕头、四套件、凉席等床上用品纺织品）规模为 1500 亿元左右。2024 年罗莱、亚朵、水星、富安娜在三大平台 GMV 分别为 14 亿、20 亿、24 亿、12 亿，占比中低个位数。
- 亚朵星球的突围体现出年轻消费者愿意为健康睡眠买单。亚朵星球 2024 年家纺类销售额 20 亿（同比增长 120%），其中枕头 GMV 占比 70% 左右，成交均价持续提升至 350 元，卖点为软支撑、透气凉感、缓解颈部压力。化纤被 GMV 占比 30% 左右，成交均价 600 元以上，今年以来销售火爆的夏季深睡被的卖点为吸湿透气、凉爽。
- 水星家纺：坚持爆品运营模式，今年以来人体工学枕&雪糕被销售持续放量。主打“芯”类产品创新，产品具备性价比优势，线上收入占比超过 50%，与罗莱和富安娜差异化竞争。根据久谦数据，2025 年 1-5 月份，天猫&抖音&京东三大平台水星 GMV 合计 9.6 亿元，同比增长 33%。其中记忆棉枕（包含人体工学枕）销售额 3564 万（2024 年全年记忆棉枕销售额 3856 万）。雪糕被今年 1-5 月份销售额为 3377 万，2024 年销售额为 1759 万。
- 盈利预测及投资建议：预计公司 2025 年-2027 年净利润规模分别为 4.16 亿元、4.7 亿元、5.35 亿元，同比增速分别为 13%、13%、14%。当前市值对应 25PE 为 13X，估值较低，看好公司爆品运营模式以及营销年轻化升级，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。
- 风险提示：线上流量成本快速增长的风险，线上竞争格局变差的风险，线下客流减少经销商提货意愿下降的风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	4211	4193	4637	5146	5715
同比增长	15%	-0%	11%	11%	11%
营业利润(百万元)	407	426	485	551	630
同比增长	38%	5%	14%	14%	14%
归母净利润(百万元)	379	367	416	470	535
同比增长	36%	-3%	13%	13%	14%
每股收益(元)	1.44	1.40	1.58	1.79	2.04
PE	14.1	14.6	12.9	11.4	10.0
PB	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (首次)

消费品/轻工纺服
目标估值：NA
当前股价：20.37 元

基础数据

总股本(百万股)	263
已上市流通股(百万股)	258
总市值(十亿元)	5.4
流通市值(十亿元)	5.3
每股净资产(MRQ)	11.7
ROE(TTM)	11.8
资产负债率	18.3%
主要股东	水星控股集团有限公司
主要股东持股比例	41.04%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	30	19	26
相对表现	31	20	16



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

刘丽 S1090517080006
liuli14@cmschina.com.cn
唐圣扬 S1090523120001
tangshengyang@cmschina.com.cn

正文目录

一、 日用需求占主导，地产及婚庆影响弱化.....	4
1、 日常更换需求占主导地位，地产周期影响逐渐弱化.....	4
2、 行业规模大，但竞争格局分散.....	4
3、 消费者为与健康睡眠相关产品买单的意愿强烈.....	5
二、 水星家纺坚持大单品战略，运营提效，今年以来电商表现突出.....	6
1、 主打“芯类”产品，爆品思路运营，定位大众市场.....	6
2、 线上占比超五成，是收入增长的主要驱动力.....	7
3、 营销打法升级.....	9
4、 盈利能力稳定，分红比例高.....	9
三、 盈利预测及投资建议.....	10
四、 风险提示.....	10

图表目录

图 1: 商品房销售面积同比增速 VS 家纺销售增速.....	4
图 2: 天猫&京东&抖音三大平台 GMV 合计 (亿元).....	5
图 3: 亚朵三大平台 GMV 合计 (亿元) 以及占比.....	5
图 4: 水星三大平台 GMV 合计 (亿元) 以及占比.....	5
图 5: 富安娜品牌三大平台合计 (亿元) 以及占比.....	5
图 6: 罗莱品牌三大平台合计 (亿元) 以及占比.....	5
图 7: 洁丽雅品牌三大平台合计 (亿元) 以及占比.....	5
图 8: 亚朵星球枕头三大平台销售规模 (亿元) 及单价.....	6
图 9: 亚朵星球化纤被三大平台销售规模及单价.....	6
图 10: 亚朵星球的深睡枕&深睡温控被热销.....	6
图 11: 水星家纺今年以来的新品呈现年轻化&功能化升级.....	7
图 12: 水星家纺分品类收入规模 (万元).....	7
图 13: 水星家纺分品类收入占比.....	7
图 14: 水星家纺收入及 YOY.....	8
图 15: 水星家纺分渠道收入规模 (亿元).....	8
图 16: 水星家纺抖音平台 GMV 及同比增速.....	8

图 17: 水星家纺京东 GMV 及同比增速	8
图 18: 水星家纺天猫平台 GMV 及同比增速	8
图 19: 水星家纺线上 GMV 构成	8
图 20: 代言人杨超越通过社媒推广雪糕被和工学枕	9
图 21: 水星家纺毛利率及净利润率	10
图 22: 水星家纺存货及应收账款周转天数	10
表 1: 盈利预测简表	10
图 23: 水星家纺历史 PE Band	11
图 24: 水星家纺历史 PB Band	11
附: 财务预测表	12

一、日用需求占主导，地产及婚庆影响弱化

1、日常更换需求占主导地位，地产周期影响逐渐弱化

我们将家纺龙头富安娜、罗莱、水星同比增速取平均值，并与商品房（住宅）销售面积同比增幅数据进行拟合，发现历史上家纺销售表现滞后于商品房销售表现大约 12-18 个月。如商品房住宅在 2009 年-2010 年、2015 年-2017 年销售火爆，2020 年-2021 年小幅回暖。家纺头部品牌销售则在 2010 年-2011 年、2016 年-2018 年、2021 年实现了较快的增长。商品房住宅销售遇冷的 2012 年-2014 年、2018 年-2020 年，家纺头部品牌销售也在 2013 年-2015 年、2019 年-2020 年销售增速放缓。

2019 年后，随着家纺电商渗透率的提升，头部品牌线上销售专供款（价格低于同品牌线下，满足部分消费者品牌升级的需求），提升产品功能属性，消费者日常更换需求占比提升至主导地位，头部家纺品牌销售表现与地产销售之间的正相关关系开始弱化。

图 1：商品房销售面积同比增速 VS 家纺销售增速



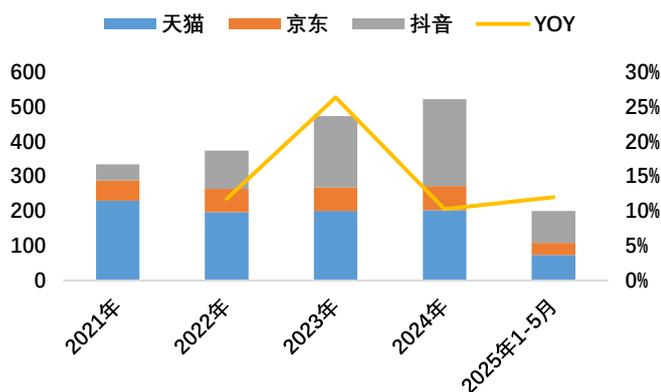
资料来源：wind、招商证券

2、行业规模大，但竞争格局分散

从久谦数据看出，天猫&抖音&京东三大平台-家纺家饰-床上用品 GMV 在 2024 年达到了 522 亿元，2021 年至今三大线上平台该品类的复合增速为双位数增长。按照线上占比 30%-35%推测全行业（被子、枕头、四套件、凉席等床上用纺织品）规模为 1500 亿元左右。线上增速快于线下。

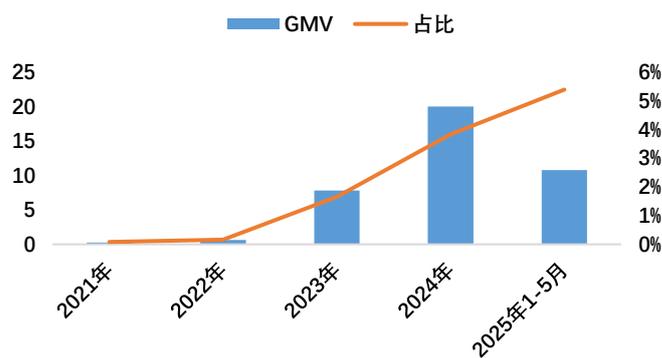
2024 年及 2025 年 1-5 月份，罗莱线上 GMV 分别为 14 亿元/5.84 亿元，在三大平台占比 2.5%-3%。亚朵品牌线上 GMV 分别为 20 亿元/10.79 亿元，在三大平台合计占比提升至 5%以上。水星线上 GMV 达到 23.77 亿元/9.66 亿元，三大平台占比合计 5%-6%，富安娜线上 GMV 达 12 亿/4.7 亿元，三大平台占比合计 2.3%+。

图 2: 天猫&京东&抖音三大平台 GMV 合计 (亿元)



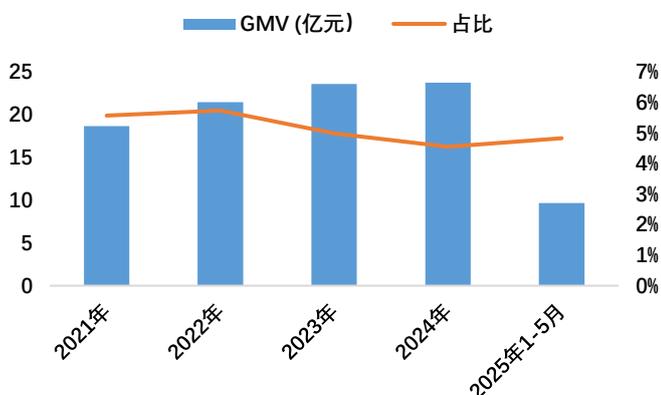
资料来源: 久谦、招商证券

图 3: 亚朵三大平台 GMV 合计 (亿元) 以及占比



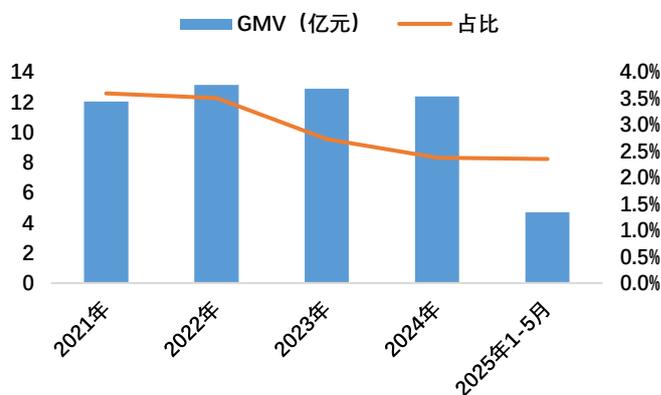
资料来源: 久谦、招商证券

图 4: 水星三大平台 GMV 合计 (亿元) 以及占比



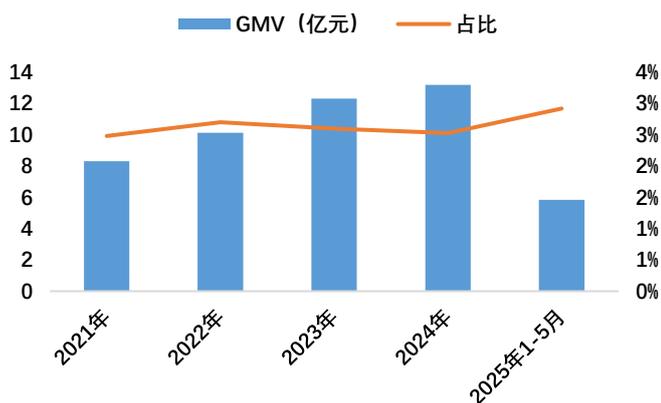
资料来源: 久谦、招商证券

图 5: 富安娜品牌三大平台合计 (亿元) 以及占比



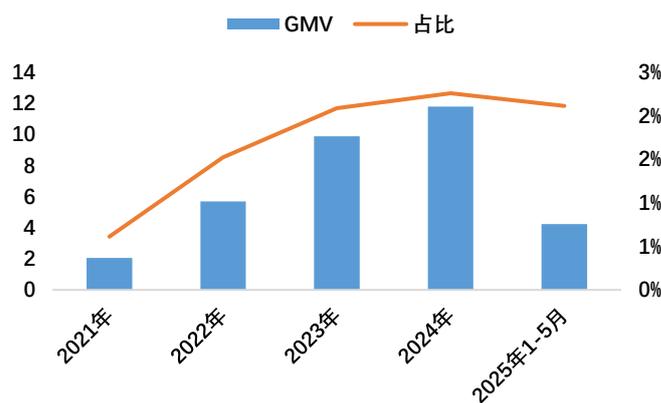
资料来源: 久谦、招商证券

图 6: 罗莱品牌三大平台合计 (亿元) 以及占比



资料来源: 久谦、招商证券

图 7: 洁丽雅品牌三大平台合计 (亿元) 以及占比



资料来源: 久谦、招商证券

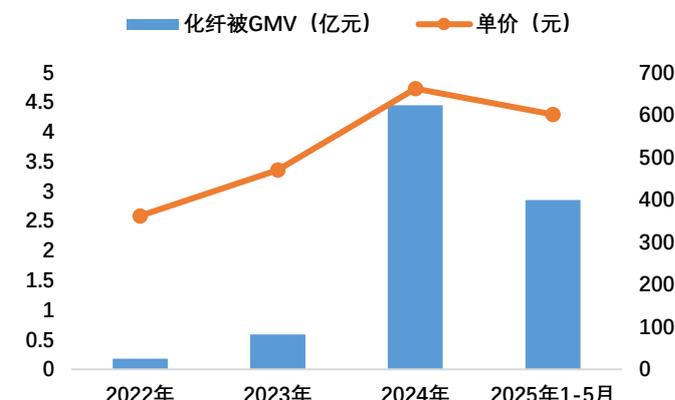
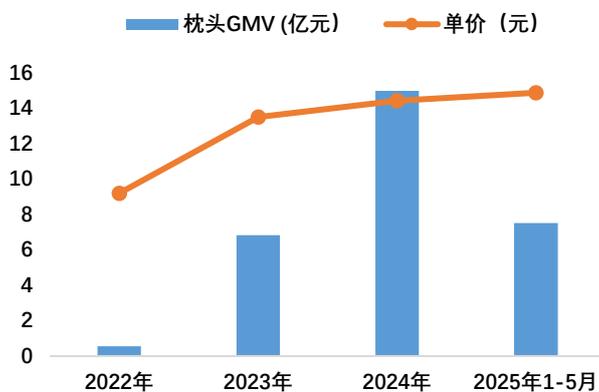
3、消费者为与健康睡眠相关产品买单的意愿强烈

从久谦数据来看, 亚朵星球在天猫&抖音&京东三大平台 GMV 规模从 2023 年的 7.83 亿元增长至 2024 年的 20 亿元, 今年 1-5 月份 GMV 达到了接近 11 亿元, 同比增长 67%。从品类来看, 化纤被的 GMV 占比接近 30%, 2024 年销售额 4.45

亿元，单价达到了 662 元。枕头占比接近 70%，2024 年销售额达到了 15 亿元，同比翻倍增长，枕头单价 300 元+。

图 8：亚朵星球枕头三大平台销售规模（亿元）及单价

图 9：亚朵星球化纤被三大平台销售规模及单价



资料来源：久谦、招商证券

资料来源：久谦、招商证券

图 10：亚朵星球的深睡枕&深睡温控被热销



资料来源：亚朵星球小红书、招商证券

二、水星家纺坚持大单品战略，运营提效，今年以来电商表现突出

公司成立于 2000 年，采取全品类、多品牌、全渠道的经营模式。打造了“水星家纺”、“水星 STARZ HOME”、“水星 kids”、“百丽丝”等覆盖不同消费群体偏好的品牌系列。坚持“好被芯选水星”战略主线，聚焦于以被芯为代表的功能性品类，已成为家用纺织品行业龙头企业之一。

1、主打“芯类”产品，爆品思路运营，定位大众市场

践行大单品战略，被芯类产品占比持续提升：公司收入规模从 2013 年的 15.9 亿元增长至 2024 年的 41.93 亿元，CAGR=9%。从产品布局方面，公司在“好被芯 选水星”品牌战略引领下，被芯品类收入规模从 2015 年的 7 亿增长至 2024 年的 20 亿元，CAGR=12.5%，收入占比从 38%提升到 48%。套件类产品收入

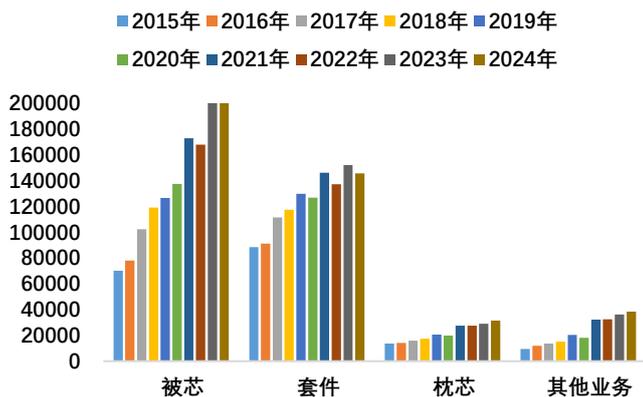
规模从 2015 年的 8.8 亿增长至 2024 年的 14.58 亿元，CAGR=5.7%，收入占比从 48%下降至 35%。目前枕芯类产品收入占比 7.5%，其他产品收入占比 9%。

图 11: 水星家纺今年以来的新品呈现年轻化&功能化升级



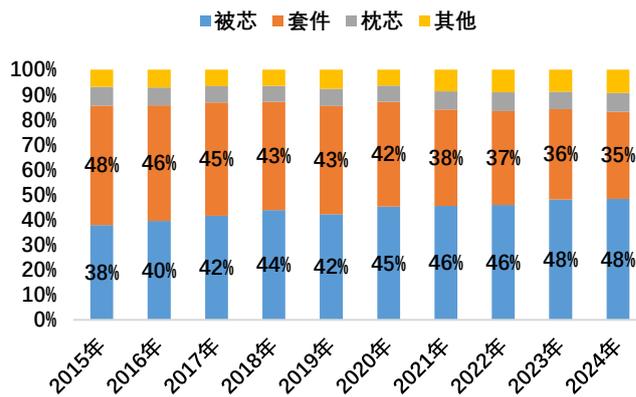
资料来源: 水星家纺小红书、招商证券

图 12: 水星家纺分品类收入规模 (万元)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 13: 水星家纺分品类收入占比



资料来源: 公司公告、招商证券

2、线上占比超五成，是收入增长的主要驱动力

线上是公司收入增长的主要驱动力:公司收入规模从 2013 年的 15.9 亿元增长至 2024 年的 41.93 亿元，CAGR=9%。其中线上收入规模从 2016 年的 6.41 亿元增长至 2024 年的 22.99 亿元，年复合增速达 17%，2024 年收入占比接近 55%。线下收入规模从 2016 年的 13.36 亿元增长至 2024 年的 18.94 亿元，年复合增长率为 4.5%，2024 年线下收入占比为 45%。线下以经销为主，门店数 2000 家左右，主要分布在二三四线城市。

图 14: 水星家纺收入及 YOY

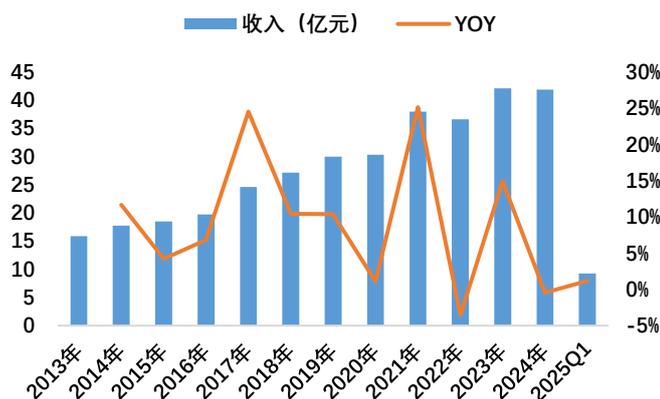
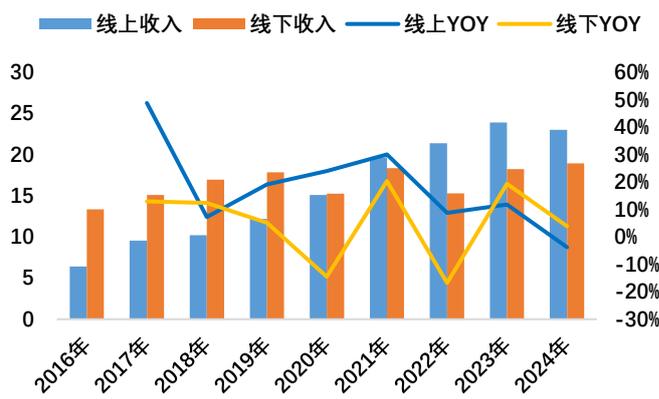


图 15: 水星家纺分渠道收入规模 (亿元)



资料来源: 公司公告、招商证券

资料来源: 公司公告、招商证券

根据久谦数据, 2024 年以来天猫占 45% 左右, 京东占 30-40%, 抖音占 15%-20%。公司 2021 年-2023 年在抖音增长较快, 实现了 GMV 从 2 亿+到接近 8 亿的规模, 但是 2024 年以来抖音的 GMV 有所下滑。2024 年前京东表现稳步增长, 2025 年 1-5 月份 GMV 有超过 50% 的增长。天猫平台在 2024 年以前表现平稳, 2025 年 1-5 月份 GMV 有超过 40% 增长。

图 16: 水星家纺抖音平台 GMV 及同比增速

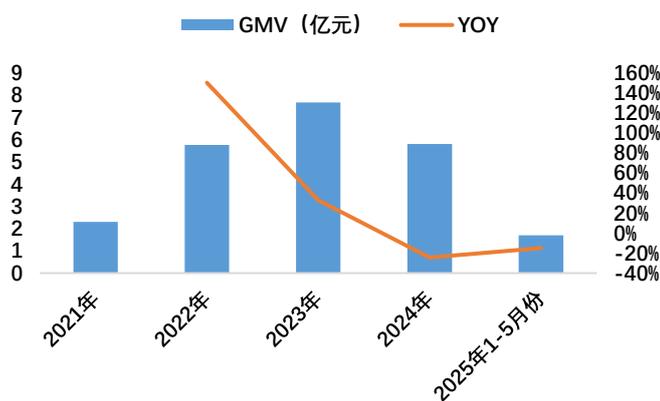
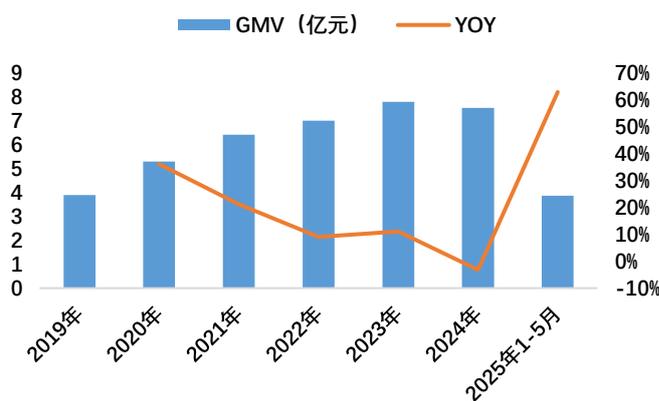


图 17: 水星家纺京东 GMV 及同比增速



资料来源: 久谦、招商证券

资料来源: 久谦、招商证券

图 18: 水星家纺天猫平台 GMV 及同比增速

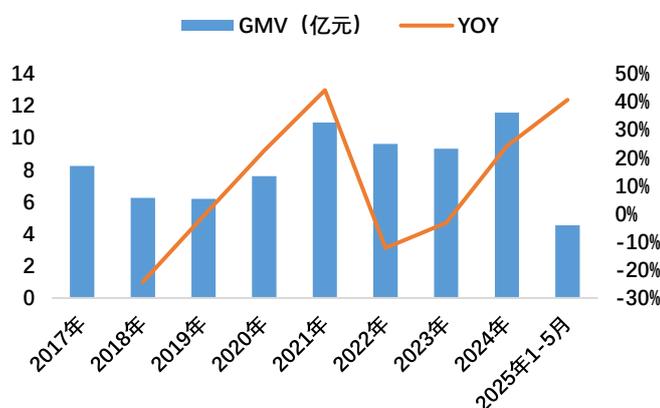
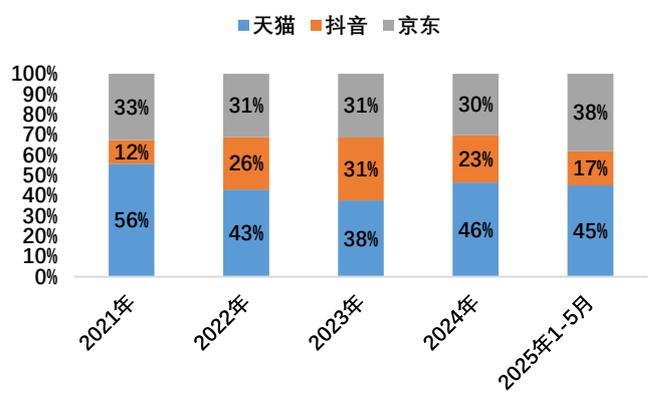


图 19: 水星家纺线上 GMV 构成



资料来源: 久谦、招商证券

资料来源: 久谦、招商证券

3、营销打法升级

随着越来越多的消费者愿意为睡眠买单，功能性枕头和被芯关注度提升。根据阿里妈妈经营蓝宝书披露，618 大促期间，水星锁定主推品 雪糕被 5.0，精准捕捉消费人群夏季睡眠需求，同时强调“凉感芯科技”，节能夏凉被等差异化卖点。人体工学枕采用三核内芯和颈线追踪科技，将复杂的参数描述成“深睡延长 35 分钟”便于理解。通过代言人杨超越与主推品雪糕被和工学枕互动场景进行全域种草。

从久谦线上数据可以看到，天猫平台 2025 年前五个月销售雪糕被 2111 万元，而 2024 年全年销售的雪糕被为 1244 万元。抖音平台今年前五个月销售雪糕被 766 万元，2024 年仅为 115 万元。京东平台 2025 年前五个月销售 500 万元，2024 年全年销售 400 万元。

图 20：代言人杨超越通过社媒推广雪糕被和工学枕



资料来源：水星家纺小红书、招商证券

4、盈利能力稳定，分红比例高

从过去 10 年维度看，公司毛利率缓慢提升，净利润率稳定在 8%-10%之间。营运能力稳定，近五年存货周转天数保持在 150-170 天之间，应收账款周转天数保持在 20-30 天，公司分红比例在 60%+。

图 21: 水星家纺毛利率及净利润率

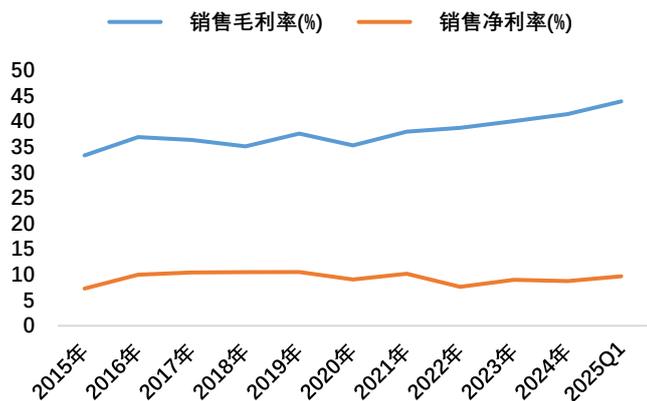
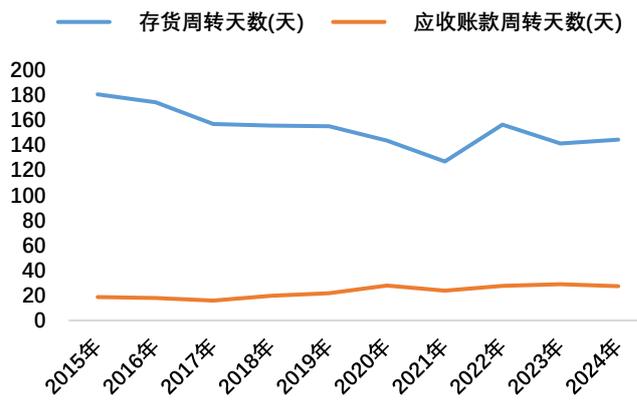


图 22: 水星家纺存货及应收账款周转天数



资料来源: 公司公告、招商证券

资料来源: 公司公告、招商证券

三、盈利预测及投资建议

预计公司 2025 年-2027 年收入规模分别为 46.37 亿元、51.46 亿元、57.15 亿元，同比增速分别为 10.6%、11%、11%。其中，考虑到线上打法升级、大单品持续发力，预计线上收入分别为 26.91 亿元、31.28 亿元、36.37 亿元，同比增长分别为 17%、16%、16%；线下门店数量与单店情况则假设平稳增长，预计收入分别为 19.46 亿元、20.18 亿元、20.77 亿元，同比增长分别为 3%、4%、3%，较为稳定。

预计公司 2025 年-2027 年毛利率分别为 41.8%、42.1%、42.5%，受益于产品功能提升。净利润率预计为 9%、9.1%、9.4%。

预计公司 2025 年-2027 年净利润规模分别为 4.16 亿元、4.7 亿元、5.35 亿元，同比增速分别为 13%、13%、14%。当前市值对应 25PE 为 13X，估值较低，看好公司爆品运营模式以及营销年轻化升级，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

表 1: 盈利预测简表

	2022 年	2023 年	2024 年	2025E	2026E	2027E
收入合计 (亿元)	36.64	42.11	41.93	46.37	51.46	57.15
YOY	-3.55%	14.93%	-0.43%	10.59%	10.98%	11.05%
线上收入 (亿元)	21.37	23.88	22.99	26.91	31.28	36.37
YOY	8.77%	11.74%	-3.75%	17.07%	16.24%	16.28%
线下收入 (亿元)	15.27	18.23	18.94	19.46	20.18	20.77
YOY	-16.76%	19.39%	3.93%	2.72%	3.70%	2.94%
毛利率	38.7%	40.0%	41.6%	41.8%	42.1%	42.5%
净利润率	7.6%	9.0%	8.7%	9.0%	9.1%	9.4%
净利润 (亿元)	2.78	3.79	3.67	4.16	4.70	5.35
YOY	-28%	36%	-3%	13%	13%	14%

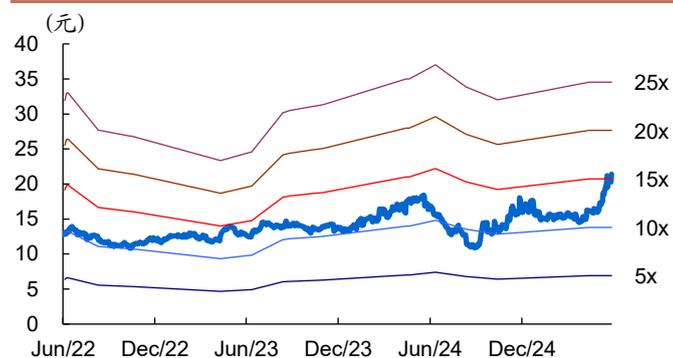
资料来源: 公司公告、招商证券

四、风险提示

1、线上竞争格局变差的风险

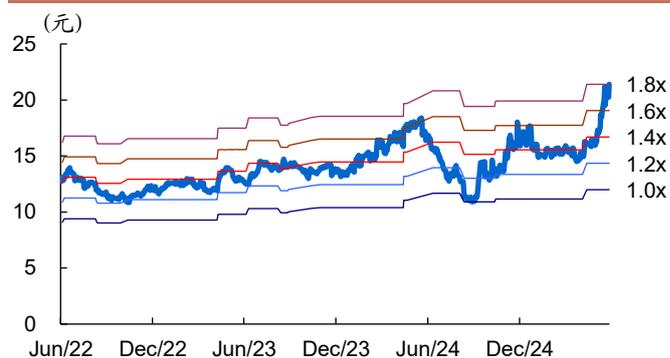
- 2、流量成本增加，侵蚀利润的风险
- 3、线下门店客流减少，店效下降导致经销商关店的风险

图 23: 水星家纺历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 24: 水星家纺历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3006	3061	3170	3387	3639
现金	1124	894	830	846	878
交易性投资	363	451	451	451	451
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	333	303	335	372	413
其它应收款	84	57	63	70	78
存货	962	1012	1111	1227	1352
其他	140	343	379	420	466
非流动资产	641	743	773	801	826
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	366	421	470	514	554
无形资产商誉	112	137	123	111	100
其他	163	185	180	176	172
资产总计	3647	3803	3943	4188	4466
流动负债	649	776	736	781	829
短期借款	6	50	0	0	0
应付账款	293	324	356	393	433
预收账款	34	30	33	36	40
其他	316	372	348	352	356
长期负债	53	50	50	50	50
长期借款	0	9	9	9	9
其他	53	41	41	41	41
负债合计	702	826	786	831	879
股本	263	263	263	263	263
资本公积金	843	746	746	746	746
留存收益	1839	1969	2148	2348	2578
少数股东权益	0	0	0	(0)	(0)
归属于母公司所有者权益	2945	2978	3157	3357	3586
负债及权益合计	3647	3803	3943	4188	4466

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	493	516	308	343	395
净利润	379	367	416	470	535
折旧摊销	70	67	62	65	68
财务费用	4	3	(5)	(6)	(7)
投资收益	(1)	(4)	(30)	(30)	(30)
营运资金变动	41	94	(135)	(156)	(172)
其它	1	(11)	0	0	0
投资活动现金流	(298)	(441)	(63)	(63)	(63)
资本支出	(32)	(157)	(93)	(93)	(93)
其他投资	(266)	(284)	30	30	30
筹资活动现金流	(236)	(305)	(309)	(264)	(299)
借款变动	(16)	34	(78)	0	0
普通股增加	(4)	0	0	0	0
资本公积增加	(14)	(97)	0	0	0
股利分配	(187)	(236)	(236)	(270)	(306)
其他	(15)	(5)	5	6	7
现金净增加额	(41)	(230)	(64)	16	33

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4211	4193	4637	5146	5715
营业成本	2525	2457	2698	2979	3283
营业税金及附加	27	30	34	37	41
营业费用	1015	1025	1136	1261	1400
管理费用	181	187	207	232	257
研发费用	78	82	91	101	114
财务费用	(19)	(7)	(5)	(6)	(7)
资产减值损失	(21)	(23)	(22)	(22)	(25)
公允价值变动收益	6	9	9	9	9
其他收益	16	15	15	15	15
投资收益	1	6	6	6	6
营业利润	407	426	485	551	630
营业外收入	51	18	18	18	18
营业外支出	7	1	1	1	1
利润总额	451	443	502	568	647
所得税	71	76	86	98	112
少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	379	367	416	470	535

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	15%	-0%	11%	11%	11%
营业利润	38%	5%	14%	14%	14%
归母净利润	36%	-3%	13%	13%	14%
获利能力					
毛利率	40.0%	41.4%	41.8%	42.1%	42.5%
净利率	9.0%	8.7%	9.0%	9.1%	9.4%
ROE	13.3%	12.4%	13.5%	14.4%	15.4%
ROIC	11.3%	11.4%	12.7%	13.8%	14.8%
偿债能力					
资产负债率	19.3%	21.7%	19.9%	19.8%	19.7%
净负债比率	1.1%	2.3%	0.2%	0.2%	0.2%
流动比率	4.6	3.9	4.3	4.3	4.4
速动比率	3.1	2.6	2.8	2.8	2.8
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.1	1.2	1.3	1.3
存货周转率	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
应收账款周转率	12.4	13.2	14.5	14.6	14.6
应付账款周转率	7.9	8.0	7.9	8.0	7.9
每股资料(元)					
EPS	1.44	1.40	1.58	1.79	2.04
每股经营净现金	1.88	1.96	1.17	1.30	1.50
每股净资产	11.21	11.34	12.02	12.78	13.65
每股股利	0.90	0.90	1.03	1.16	1.32
估值比率					
PE	14.1	14.6	12.9	11.4	10.0
PB	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	13.0	12.2	10.3	9.1	8.1

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

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

评级说明

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

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

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