



公司研究 | 深度报告 | 水星家纺 (603365.SH)

观“潮”系列 5——水星家纺：被子大王，星辰璀璨

报告要点

家纺行业近年来规模保持稳定，但伴随大单品引爆市场，行业发展出现新机遇。水星家纺作为深耕家纺行业近 40 年的领军企业，凭借产品结构持续升级、电商渠道领先布局以及围绕大单品持续发力构建了差异化的竞争能力。本篇报告主要围绕水星家纺产品、渠道及营销策略，分析公司如何在行业出清与大单品重塑增长逻辑的交汇点上，把握结构性机会并持续稳健发展。

分析师及联系人



于旭辉

SAC: S0490518020002

SFC: BUU942



柯睿

SAC: S0490524110001



陈信志

水星家纺 (603365.SH)

2025-12-25

观“潮”系列5——水星家纺：被子大王，星辰璀璨

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 首次

深耕家纺近 40 年，收入规模稳健增长

深耕家纺近 40 年，成长路径清晰。水星家纺前身“龙港江南被服厂”成立于 1987 年，2000 年公司举迁上海并于 2002 年成立子品牌百丽丝，2008 年水星开展网络销售业务并于 2010 年成立电商公司强化线上渠道布局，2020 年发布“好被芯，选水星”品牌战略，成长路径清晰。公司收入规模稳健增长，2015-2024 年公司收入 CAGR 为 9.5%，在电商渠道占比提升及产品结构升级带动公司近年来毛利率自 2020 年 35.3%稳步提升至 2025 年前三季度 44.2%，提升趋势在同业中相对明显。

行业格局逐步优化，大单品创造新机遇

行业规模稳定，格局分散龙头市占率偏低。市场规模上，近五年家纺行业市场规模基本维持在约 3000-3500 亿元水平，行业规模保持稳定。市场格局上，家纺行业市占率较为分散，2024 年三大头部品牌行业市占率均在 1%左右，其中水星家纺位居行业第一。

亚朵深睡枕引爆市场，大单品重塑增长逻辑。居民睡眠时长不足、晚睡熬夜、睡眠困扰频发等现状，进一步刺激助眠产品市场增长。2023 年亚朵深睡枕后水星家纺等公司也陆续布局枕类大单品以寻求增长。一方面，家纺产品从场景驱动过渡至功能驱动，功能性大单品如人体工学枕、雪糕被等更加注重睡眠舒适体验，有效解决睡眠痛点，能够享受高速增长睡眠市场红利。另一方面，大单品作为流量入口发挥杠杆作用能够有效拉动相关品类增长。

产品结构逐步升级，渠道建设稳步推进

产品端，升级产品结构，重视科技单品。1) 性价比优势突出，均价稳步提升。水星家纺产品极致性价比特征突出，但近年来产品均价及高价格带产品销售占比稳步提升，产品结构升级趋势明显。2) 聚焦被芯销售，全国销量领先。公司 2020 年发布“好被芯，选水星”品牌战略，2023-2024 年连续两年全球被芯销量第一，被芯销售占比及毛利率稳定提升，成为公司发展压舱石。3) 大单品持续迭代，带动相关品类增长。大单品凭借规模化、高曝光和持续迭代占据消费者心智，此外大单品投放效应能够外溢到其他产品，从而带动相关品类增长。

渠道端，电商规模领先，加盟渠道下沉。水星家纺电商渠道收入规模及增速近年来保持行业领先，线上为公司重要增长引擎。线下则以加盟渠道为主，通过加盟渠道终端渗透满足低线城市消费升级需求，三线及以下城市门店占比超 60%，门店布局相对下沉，匹配产品性价比特征。

营销端，通过多方位营销，扩大品牌影响力。公司通过形象代言人助势造力，扩大品牌传播热度，抢占用户心智。通过联合小红书、抖音等多平台 KOL 种草展开长线营销，通过跨界联名、IP 联名的方式扩散品牌在不同圈层的影响力，实现小圈层突破、大圈层扩散的效果。

整体来看，水星家纺深耕家纺近 40 年，已构建出独特的竞争优势。公司产品性价比优势突出，产品结构升级带来毛利率优化；电商渠道规模领先，加盟渠道布局下沉；在大爆品带来新机遇时，水星家纺紧握潮流，布局雪糕被、人体工学枕等大单品以寻求增长，同时强化消费者心智，未来仍有望实现高质量增长。

风险提示

1、市场竞争加剧风险；2、新品开发风险；3、原材料价格波动风险；4、渠道经营风险；5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

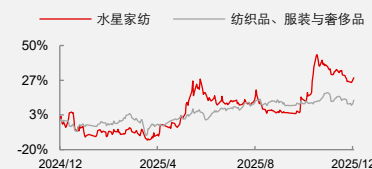
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	20.55
总股本(万股)	26,250
流通A股/B股(万股)	25,980/0
每股净资产(元)	11.45
近12月最高/最低价(元)	23.87/13.91

注：股价为 2025 年 12 月 19 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

深耕家纺近 40 年，收入规模稳健增长.....	6
行业格局逐步优化，大单品创造新机遇	10
行业规模稳定，需求催化升级	10
市场加速出清，行业格局优化	11
睡眠经济带枕头销售，大单品重塑增长逻辑.....	13
产品结构逐步升级，渠道建设稳步推进	15
产品端：升级产品结构，重视科技单品	15
渠道端：电商规模领先，加盟渠道下沉	18
营销端：通过多方位营销，提高消费者认知	20
风险提示.....	22

图表目录

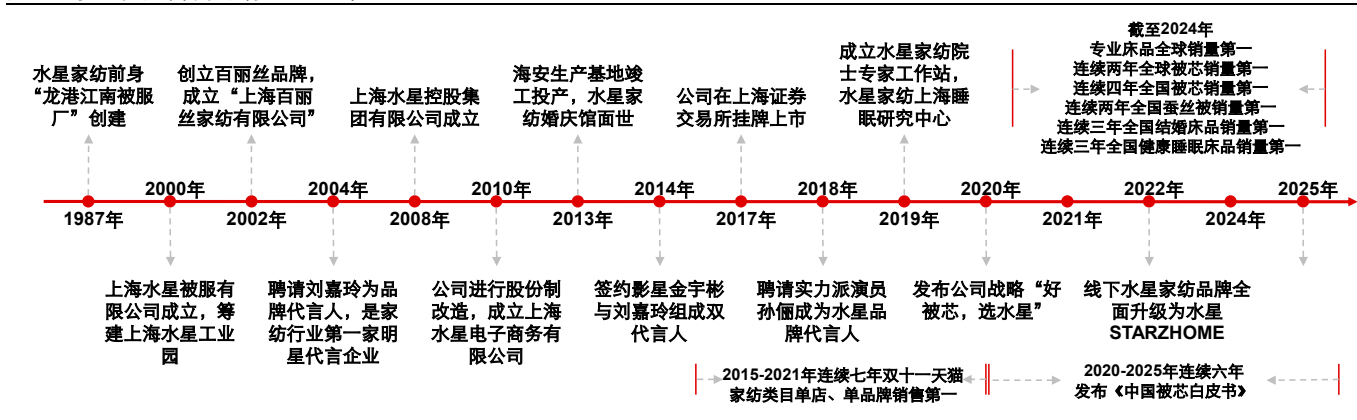
图 1：水星家纺深耕家纺行业近 40 年.....	6
图 2：水星家纺 2015-2024 年收入 CAGR 为 9.5%	7
图 3：近年来归母净利润有所波动，2025 年前三季度明显改善	7
图 4：水星家纺毛利率自 2020 年起逐年提升	7
图 5：近年来公司销售费用率有所提升，其余费用率相对稳定	7
图 6：水星家纺毛利率提升趋势显著	7
图 7：水星家纺费用率低于同行	7
图 8：公司业务以被芯和套件为主.....	8
图 9：近年来产品毛利率趋于提升，被芯类产品提升趋势较明显	8
图 10：电商渠道营收占比较高，线下以加盟为主	8
图 11：2021 年后电商渠道毛利率明显提升	8
图 12：水星家纺股权结构（截至 2025 年三季度）	8
图 13：水星家纺 2022-2024 年平均分红率为 64%.....	10
图 14：水星家纺 2022-2024 年平均股息率为 5.7%.....	10
图 15：近五年中国家纺行业规模维持 3000-3500 亿元区间	10
图 16：2024 年水星家纺家纺行业市占率排名第一	10
图 17：2022 年换新为家纺第一大需求	11
图 18：2020 年后家纺地产属性减弱.....	11
图 19：消费者被芯换新频率提高	11
图 20：高单价品质产品消费占比显著增加（单位：元）	11
图 21：家纺龙头近年来营收表现显著优于行业增速	11
图 22：2019 年后大型零售企业床上用品套件及各种被均价整体上行	11
图 23：大型零售企业床上用品套件集中度提升	12
图 24：大型零售企业床上用品各种被子集中度提升	12
图 25：新三板及北交所家纺品牌营收规模体量偏小且体量收缩	12
图 26：新三板及北交所家纺品牌毛利率有所波动.....	12

图 27: 新三板及北交所家纺品牌盈利承压.....	12
图 28: 新三板及北交所家纺品牌净利率普遍偏低.....	12
图 29: 头部家纺公司电商渠道销售占比提升.....	13
图 30: 水星家纺重视电商及加盟渠道.....	13
图 31: 淘系床上用品电商均价提升.....	13
图 32: 水星家纺等品牌份额近几年持续提升.....	13
图 33: 2025 年多数居民具有睡眠困扰.....	14
图 34: 绝大多数消费者重视寝具（床垫/被芯/枕头等）情况.....	14
图 35: 更多的居民认为枕头影响睡眠质量.....	14
图 36: 枕头/枕芯品类位居 2024 年睡眠相关品类销售榜首.....	14
图 37: 2023 年后亚朵深睡枕带动枕头 GMV 高增.....	14
图 38: 2024 年水星家纺和罗莱生活枕芯类营收仍保持增长.....	14
图 39: 水星家纺线上销售极致性价比特征突出.....	15
图 40: 水星家纺线上产品均价相对较低（2024 年）.....	15
图 41: 水星家纺线上高价格带产品销售占比明显提升.....	16
图 42: 2020 年后水星家纺线上销售均价稳步提升.....	16
图 43: 近年来被芯营收占比逐年提高.....	16
图 44: 被芯营收增速相对稳健.....	16
图 45: 2020 年以来被芯毛利率稳健提升.....	16
图 46: 水星家纺被芯销售全国领先.....	16
图 47: 水星家纺发明专利数量多于行业众多公司（截至 2025 年 9 月）.....	18
图 48: 水星产品获多项设计奖.....	18
图 49: 水星家纺由电商与加盟双轮驱动.....	18
图 50: 水星家纺电商渠道收入规模领先.....	18
图 51: 水星家纺电商渠道收入增速优于同行.....	19
图 52: 水星家纺在抖音平台投入明显高于同行.....	19
图 53: 水星家纺线下以加盟渠道为主.....	20
图 54: 水星家纺三线及以下城市门店占比超 60%.....	20
图 55: 2022 年以后直营毛利率修复，加盟毛利率稳健.....	20
图 56: 公司线下门店展示.....	20
图 57: 公司多方位营销以打造品牌影响力.....	21
表 1: 水星家纺品牌矩阵.....	6
表 2: 水星家纺主要管理层及履历.....	9
表 3: 水星家纺坚持对员工实行长效激励.....	9
表 4: 主要家纺公司相继打造枕头爆品.....	15
表 5: 公司通过大单品抢占消费者心智.....	17
表 6: 雪糕被单品持续迭代升级.....	17
表 7: 水星家纺重视产品研发与设计.....	17
表 8: 水星家纺在天猫平台双十一家纺家居品类销售排名位居 1/2 名.....	19
表 9: 公司收入及利润敏感性测算（百万元）.....	22

深耕家纺近 40 年，收入规模稳健增长

深耕家纺近 40 年，成长路径清晰。公司前身“龙港江南被服厂”成立于 1987 年，2000 年举迁上海并于 2002 年成立子品牌百丽丝，2008 年水星开展网络销售业务并于 2010 年成立电商公司强化线上渠道布局，2017 年上市，2020 年发布“好被芯，选水星”品牌战略，成长路径清晰。

图 1：水星家纺深耕家纺行业近 40 年



资料来源：公司公告，公司官网，长江证券研究所

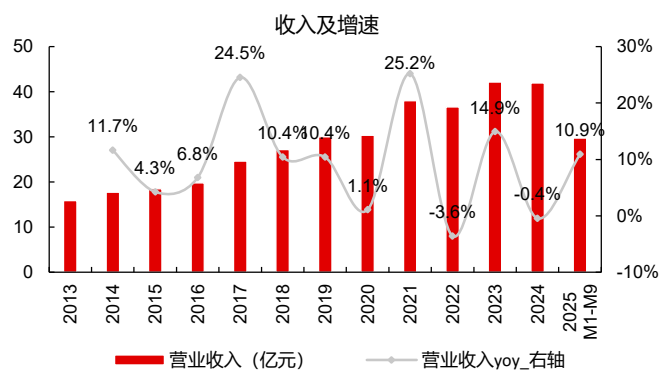
表 1：水星家纺品牌矩阵

品牌	定位
水星家纺	水星家纺专注于中高端市场，用简约而典雅的设计风格，注重细节和精致的工艺。致力于提供高品质、高舒适度及创新设计的产品，以满足消费者对品质生活的追求
水星 STARZ HOME	水星 STARZ HOME 专注于高端市场，坚持原材料“全球精选”的原则，持续推进环保和自然的理念，采用先进工艺为每一款产品注入独特的价值，致力于提供卓越的生活品质体验
水星 kids	水星 kids 聚焦于 0 至 14 岁的婴童群体，产品材料选择和制造工艺上注重品质与安全性，以“CLEAN-K”防敏系列作为研发的核心，构建 MOS 防敏生态系统
百丽丝	百丽丝品牌面向新中产消费群体，通过年轻化的产品设计和扁平化的渠道布局以及亲民化的定价策略，不断增强品牌的市场影响力，逐步扩大市场份额

资料来源：公司官网，长江证券研究所

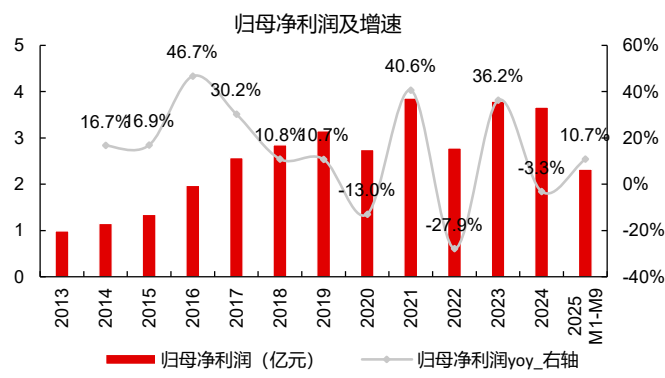
收入增速稳健，毛利率稳步提升。收入端，公司收入增速领跑行业，个别年份受消费疲软、消费场景受阻等因素影响有所承压外，其余年份保持稳健增长，2015-2024 年公司收入 CAGR 为 9.5%。费用端，受广宣费用、薪酬支出等费用增加影响，近年来销售费用率提升明显，其余费用率相对稳定，整体费用率处于行业较低水平。利润端，电商渠道占比提升及产品结构升级带动公司近年来毛利率自 2020 年 35.3% 稳步提升至 2025 年前三季度 44.2%，提升趋势在同业中相对明显。

图 2：水星家纺 2015-2024 年收入 CAGR 为 9.5%



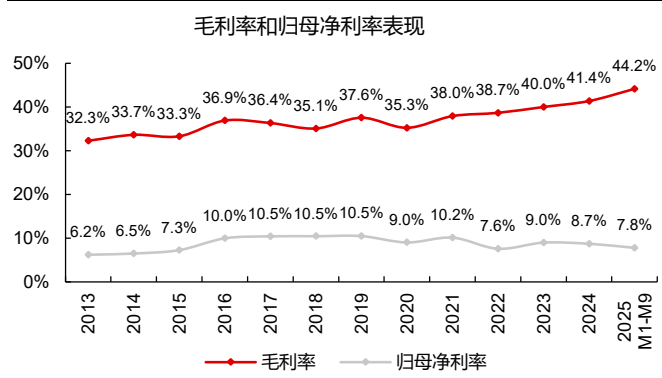
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：近年来归母净利润有所波动，2025 年前三季度明显改善



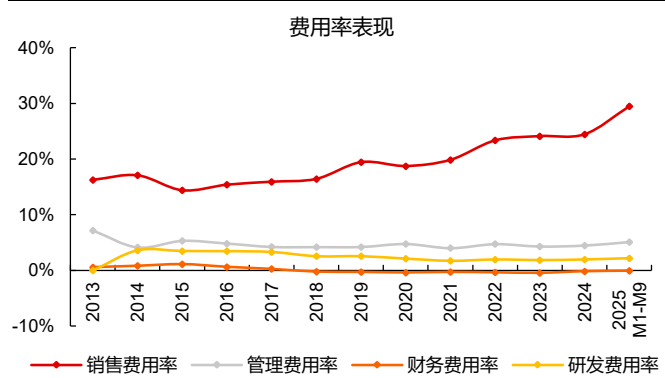
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：水星家纺毛利率自 2020 年起逐年提升



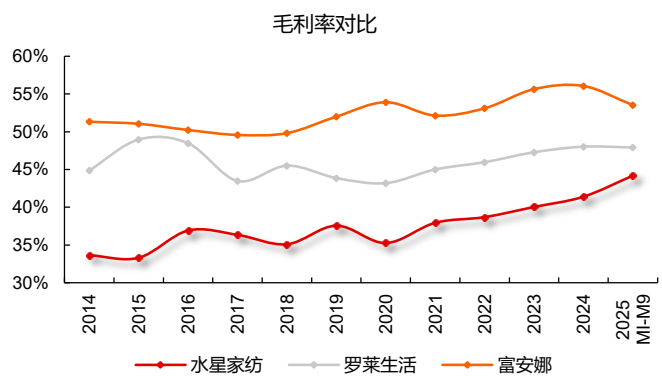
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：近年来公司销售费用率有所提升，其余费用率相对稳定



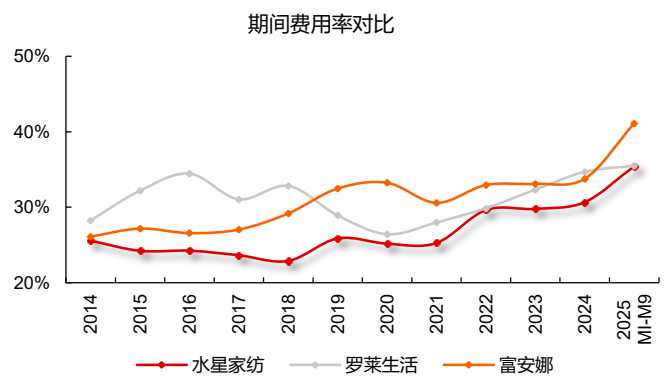
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：水星家纺毛利率提升趋势显著



资料来源：Wind，长江证券研究所

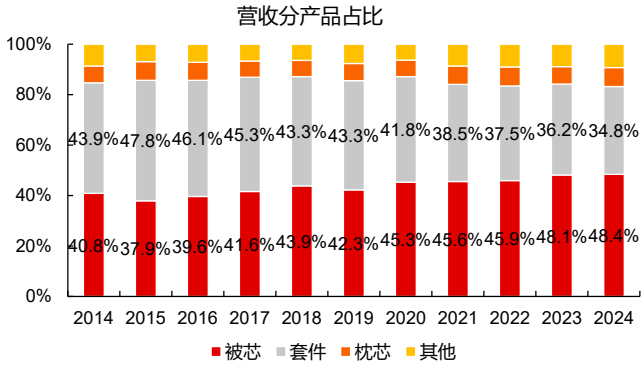
图 7：水星家纺费用率低于同行



资料来源：Wind，长江证券研究所

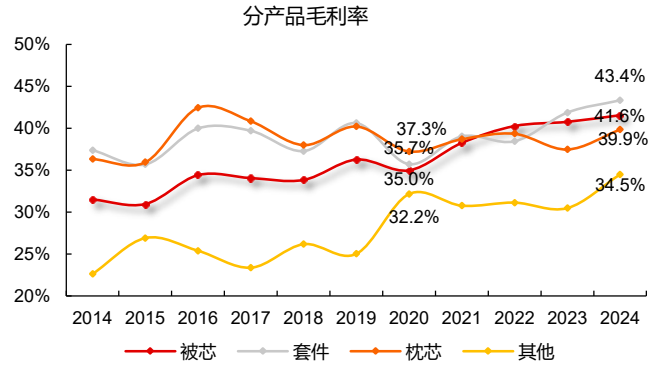
被芯品类及电商渠道为主，毛利率持续优化。分品类，水星家纺坚持“好被芯，选水星”品牌战略，被芯类产品占比持续提升，毛利率提升幅度相较于其他品类更明显。分渠道，2021 年以来水星家纺电商渠道营收占比超 50%，且毛利率持续优化，线下则以加盟为主，2021 年以来毛利率基本维稳。

图 8：公司业务以被芯和套件为主



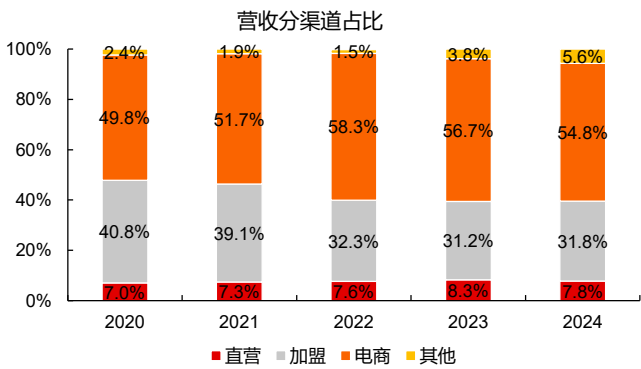
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 9：近年来产品毛利率趋于提升，被芯类产品提升趋势较明显



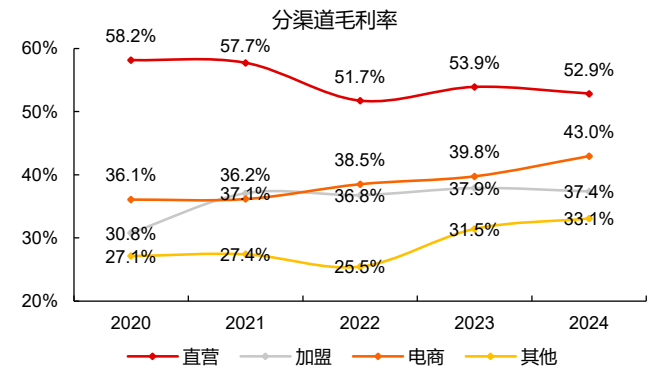
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 10：电商渠道营收占比较高，线下以加盟为主



资料来源：公司公告，长江证券研究所

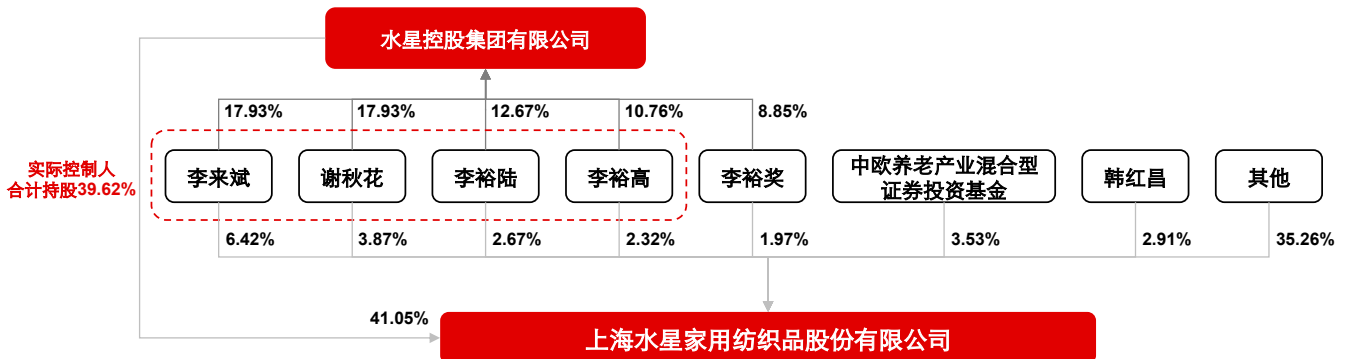
图 11：2021 年后电商渠道毛利率明显提升



资料来源：公司公告，长江证券研究所

股权结构集中，管理团队稳定。公司为李氏家族控股，截至 2025 年三季报，实际控制人谢秋花、李来斌、李裕陆和李裕高合计持股 39.62%，股权结构集中且稳定。管理团队稳定，行业经验丰富。公司核心高管大部分为家族成员，在公司均有长期任职经历，管理团队稳定，行业经验丰富。

图 12：水星家纺股权结构（截至 2025 年三季报）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

表 2：水星家纺主要管理层及履历

姓名	职位	任职日期	主要工作经历
李裕陆	董事长、总裁	2016 年	历任水星被服营销部经理，水星有限运营总监，水星有限董事兼总经理等职位，现任公司董事长兼总裁，水星控股董事，水星电商执行董事等职位
李来斌	副董事长 常务副总裁	2017 年	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。现任公司副董事长兼常务副总裁，水星控股董事长等职位
李裕高	董事 副总裁	2016 年	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等职位，任公司董事兼副总裁，水星控股董事，水星工具董事，江苏水星监事
李道想	董事	2016 年	历任温州平阳仪器厂主任，温州苍南仪器厂副厂长，浙江水星被服有限公司总经理等职位，现任公司董事，水星控股副董事长，水星工具董事长等职位
李丽君	董事	2019 年	历任公司外贸部副经理，公司电子商务部经理，水星电商经理。现任公司董事，水星电商副总经理，上海星泰柒电子商务有限公司执行董事等职位
王彦会	职工代表董事	2022 年	历任新泰商务咨询（上海）有限公司研究部经理，上海横智市场营销策划有限公司运营总监等职位，现任公司董事兼总裁助理，水星电商总经理
李 婕	副总裁	2024 年	历任国泰基金研究副总监、东吴证券董事总经理暨研究所执行副所长等，现任公司副总裁
孙子刚	财务总监	2016 年	历任苏州太湖企业有限公司财务总监兼董事，苏州柳新实业有限公司总裁助理，水星有限财务总监等。现任公司财务总监
田 怡	董秘	2023 年	历任协鑫集成科技股份有限公司证券事务主管、投资者关系部经理，上海柘中集团股份有限公司证券投资部经理、董事会秘书等。现任公司董事会秘书

资料来源：公司公告，长江证券研究所 注：2025 年半年报中无履历信息，因此上述履历摘自 2024 年年报

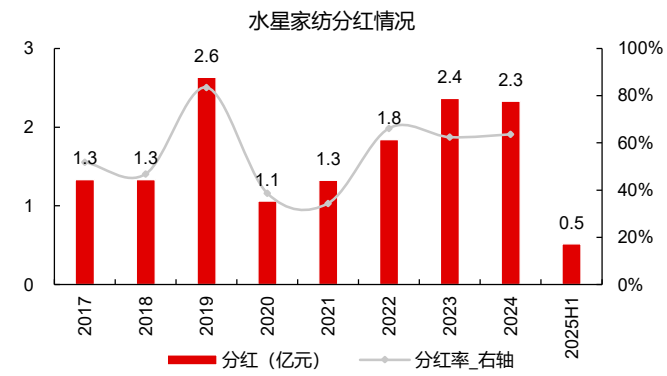
坚持长效激励，重视股东回报。多次实施员工持股及股权激励，彰显经营信心。公司于 2019 年与 2020 年分别发布员工持股计划，于 2024 年发布限制性股票激励计划，通过长效激励调动员工积极性，有利于公司长期可持续发展。保持高分红，近 3 年平均股息率 5.7%。公司近年保持较高分红比例，近三年平均分红率为 64%，平均股息率为 5.7%，切实注重投资者利益。

表 3：水星家纺坚持对员工实行长效激励

发布时间	计划名称	员工认购情况	认购规模	认购股数	
2019 年	第一期员工持股计划	共 46 人，其中监事 1 人，董秘 1 人，其余员工 44 人	2664.3 万元	191.4 万股	
2020 年	第二期员工持股计划	共 64 人	1162.3 万元	83.5 万股	
股权激励解锁期	解除限售比例	对应考核时间	业绩考核目标	目标值	触发值
第一个解锁期	40%	2024 年	2024 年净利润相对 2023 年增长率	6%	4%
第二个解锁期	30%	2024-2025 年	2024-2025 年合计净利润相对 2023 年增长率	118.36%	112.16%
第三个解锁期	30%	2024-2026 年	2024-2026 年合计净利润相对 2023 年增长率	237.46%	224.65%

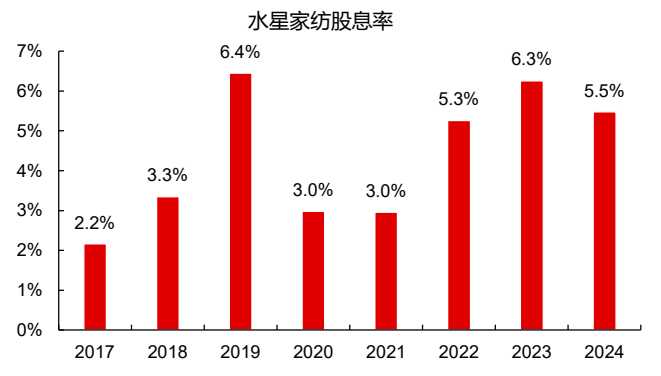
资料来源：公司公告，长江证券研究所 注：股权激励计划中净利润指扣非归母净利润

图 13: 水星家纺 2022-2024 年平均分红率为 64%



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 14: 水星家纺 2022-2024 年平均股息率为 5.7%



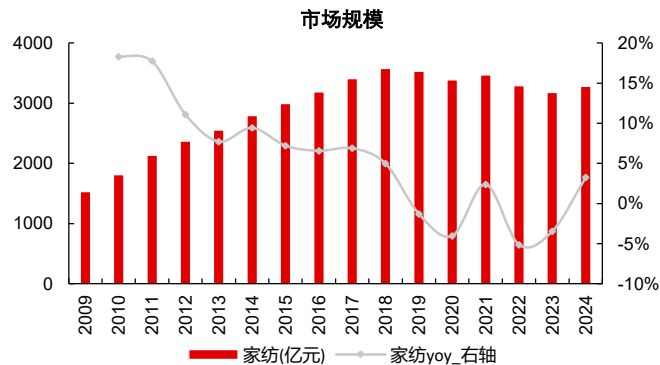
资料来源: Wind, 长江证券研究所

行业格局逐步优化, 大单品创造新机遇

行业规模稳定, 需求催化升级

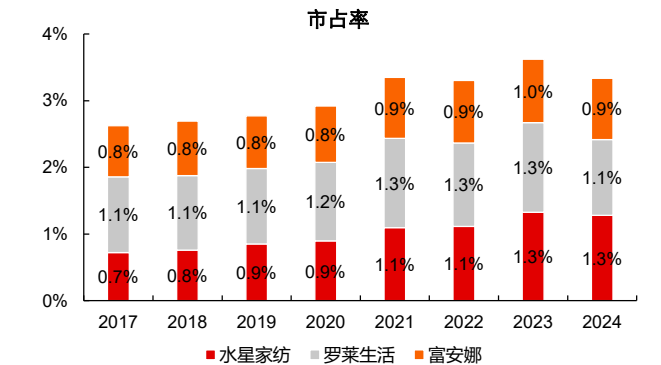
行业规模稳定, 格局分散龙头市占率偏低。市场规模上, 近五年家纺行业市场规模基本维持在 3000-3500 亿元水平, 行业规模保持稳定。市场格局上, 家纺行业市占率较为分散, 2024 年三大头部品牌行业市占率均在 1% 左右, 其中水星家纺位居行业第一。

图 15: 近五年中国家纺行业规模维持 3000-3500 亿元区间



资料来源: 欧睿, 长江证券研究所

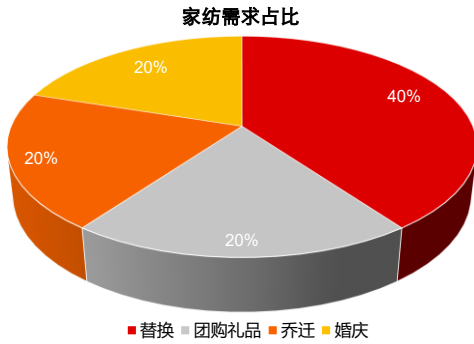
图 16: 2024 年水星家纺家纺行业市占率排名第一



资料来源: Wind, 欧睿, 公司公告, 长江证券研究所 注: 市占率=营业收入/中国家纺市场规模, 其中罗莱生活剔除美国家具业务

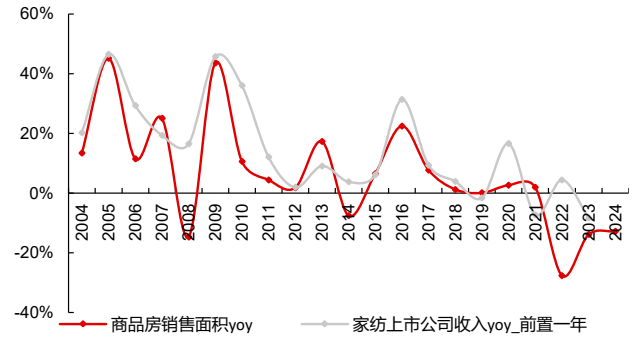
需求升级催化换新频率及高品质产品占比提升。需求端来看, 2022 年换新为家纺第一大需求, 近年来家纺地产属性逐步减弱, 婚庆需求趋于正常, 换新需求或将为催化行业规模增长及格局变迁的主要因素, 近年来居家时间增长, 驱动消费者对于家纺需求的升级, 家纺换新频率有所增加同时高单价品质产品消费占比显著提升, 而婚庆、乔迁等需求预计有所回落。

图 17: 2022 年换新为家纺第一大需求



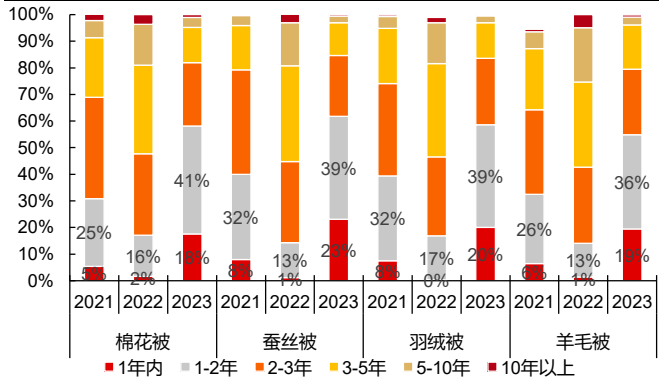
资料来源: 中商产业研究院, 长江证券研究所

图 18: 2020 年后家纺地产属性减弱



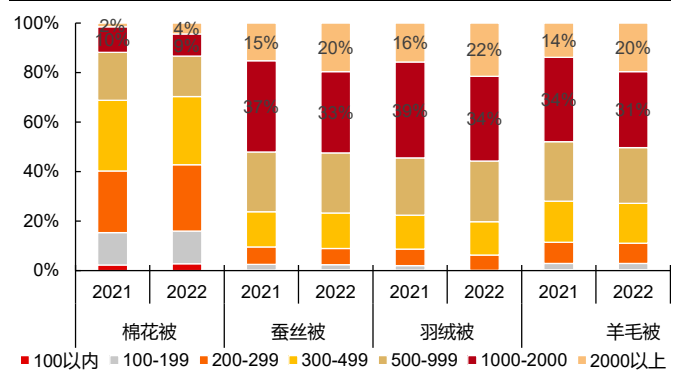
资料来源: Wind, 长江证券研究所 注: 家纺公司包括水星家纺、罗莱生活、富安娜和梦洁股份

图 19: 消费者被芯换新频率提高



资料来源: 艾瑞咨询, 长江证券研究所

图 20: 高价品质产品消费占比显著增加 (单位: 元)

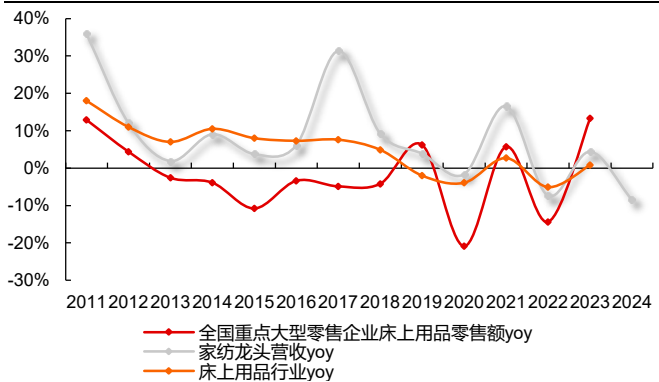


资料来源: 艾瑞咨询, 长江证券研究所

市场加速出清, 行业格局优化

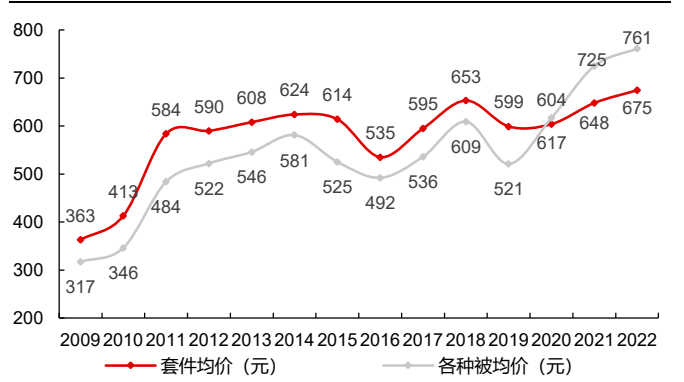
线下渠道格局加速出清。近几年家纺龙头营收弹性及韧性均优于行业增速, 在 2020 年及 2022 年线下商超百货等渠道受到冲击, 零售额大幅下滑 21%/14%, 预计部分中小品牌被加速出清, 床上用品套件及被子集中度提升, 同时带动线下优质渠道家纺产品整体均价上行。

图 21: 家纺龙头近年来营收表现显著优于行业增速



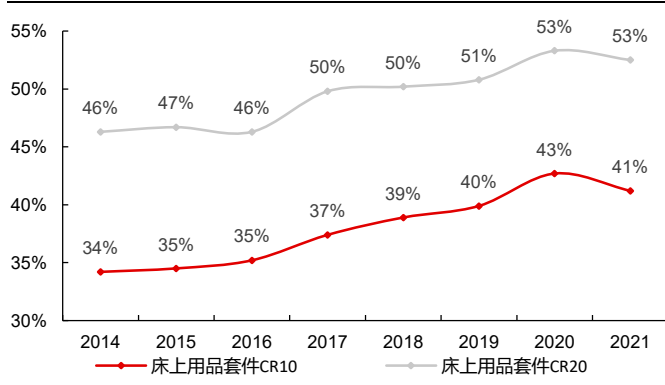
资料来源: Wind, 久谦, 长江证券研究所

图 22: 2019 年后大型零售企业床上用品套件及各种被均价整体上行



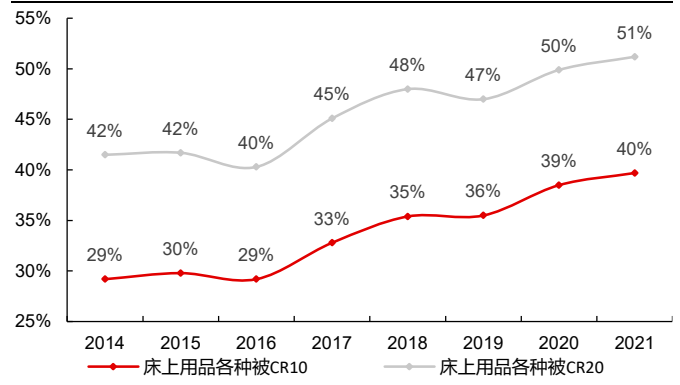
资料来源: 中华全国商业信息中心, 中家纺, 长江证券研究所

图 23: 大型零售企业床上用品套件集中度提升



资料来源: 中华全国商业信息中心, 长江证券研究所

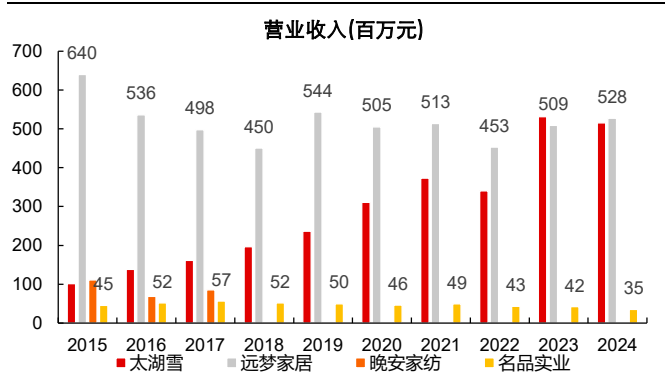
图 24: 大型零售企业床上用品各种被子集中度提升



资料来源: 中华全国商业信息中心, 长江证券研究所

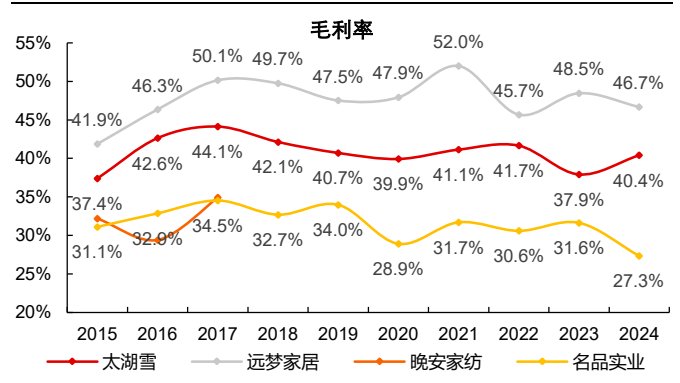
线下渠道, 新三板及北交所家纺品牌规模偏小且盈利承压。近几年, 除头部几家家纺公司外, 其余中小家纺公司营收多数有所下降, 且部分公司处于连年亏损状态, 预计盈利持续承压将导致部分中小家纺公司逐步出清。

图 25: 新三板及北交所家纺品牌营收规模体量偏小且体量收缩



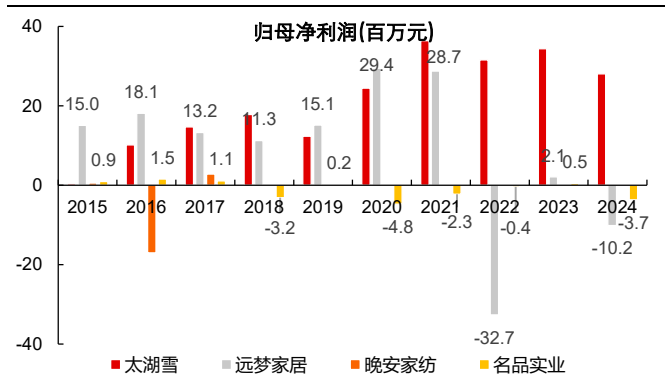
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 26: 新三板及北交所家纺品牌毛利率有所波动



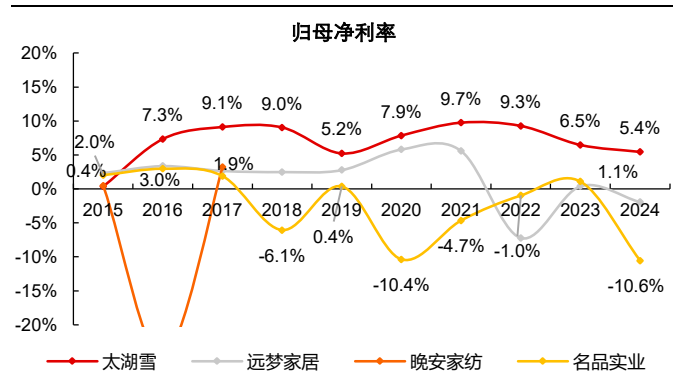
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 27: 新三板及北交所家纺品牌盈利承压



资料来源: Wind, 长江证券研究所

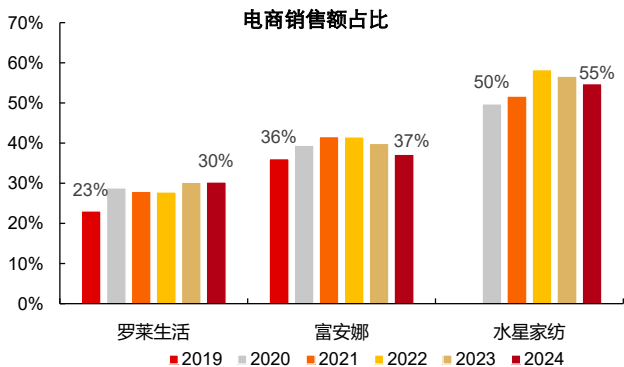
图 28: 新三板及北交所家纺品牌净利率普遍偏低



资料来源: Wind, 长江证券研究所 注: 部分年份增速过低未能完整显示

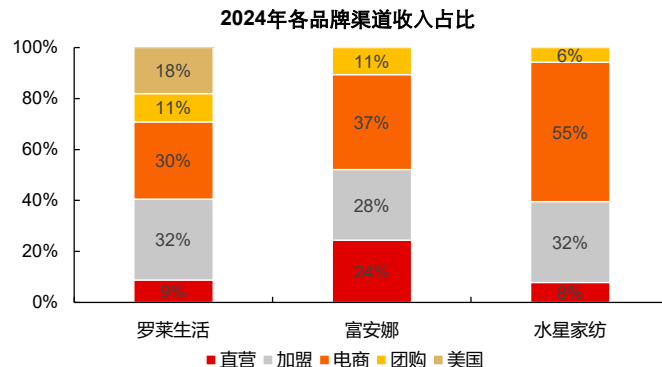
电商渠道, 家纺龙头发力线上, 格局进一步优化。家纺行业线上白牌众多, 伴随近几年各家纺龙头积极布局线上业务, 一方面驱动家纺行业电商均价有所提升, 另一方面电商渠道格局进一步优化。

图 29：头部家纺公司电商渠道销售占比提升



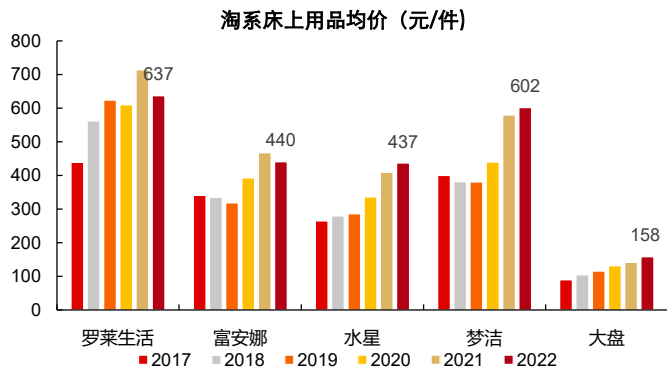
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 30：水星家纺重视电商及加盟渠道



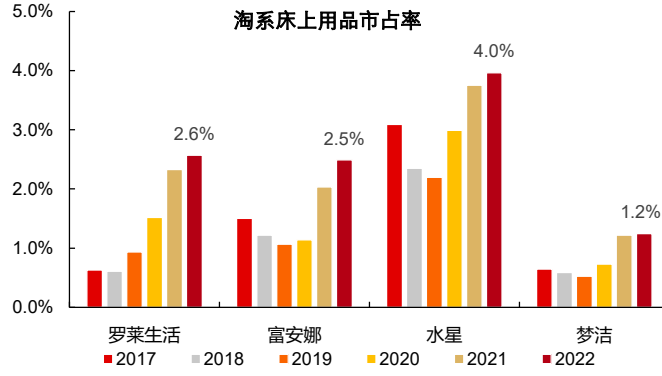
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 31：淘系床上用品电商均价提升



资料来源：魔镜数据，长江证券研究所

图 32：水星家纺等品牌份额近几年持续提升

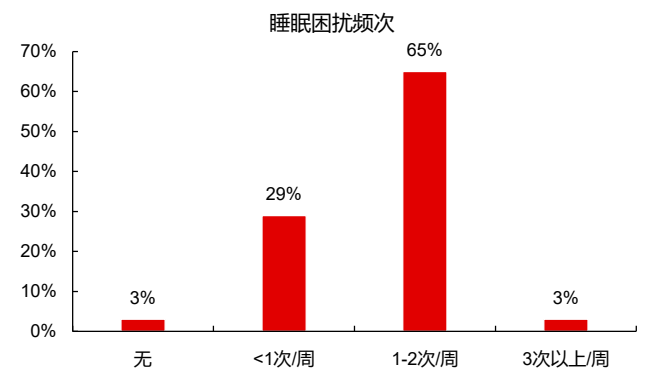


资料来源：魔镜数据，长江证券研究所

睡眠经济带动枕头销售，大单品重塑增长逻辑

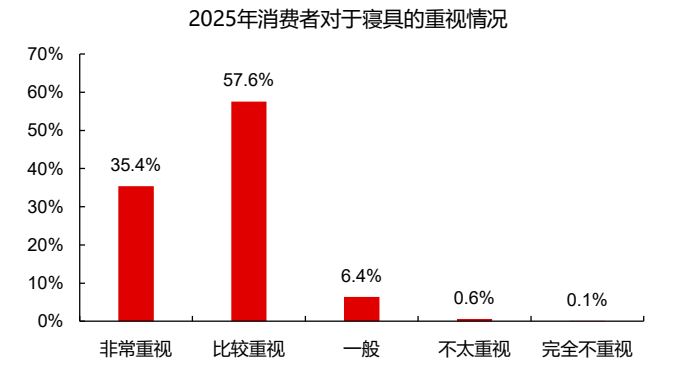
睡眠经济带动枕头销售。居民睡眠时长不足、晚睡熬夜、睡眠困扰频发等现状，进一步刺激助眠产品市场增长。伴随居民对睡眠质量重视程度不断提高，绝大多数消费者都重视自己寝具状况，且枕头又是寝具中被最多人认为影响睡眠质量的单品，因此人体工学枕的枕类大单品层出不穷。根据 Flywheel，2024 年枕头单品销售及声量表现均居助眠市场榜首。

图 33: 2025 年多数居民具有睡眠困扰



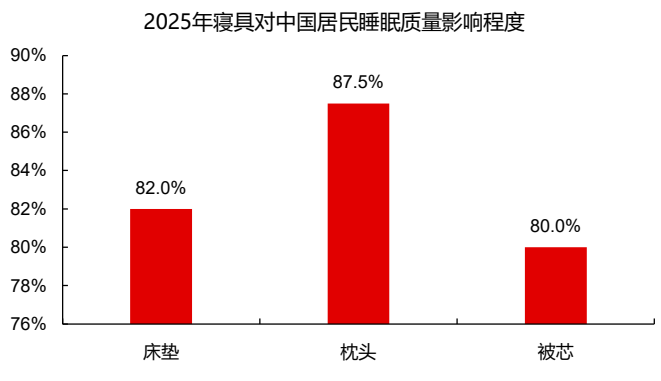
资料来源: 魔镜洞察, 中国睡眠研究协会《中国睡眠健康研究白皮书》, 长江证券研究所

图 34: 绝大多数消费者重视寝具(床垫/被芯/枕头等)情况



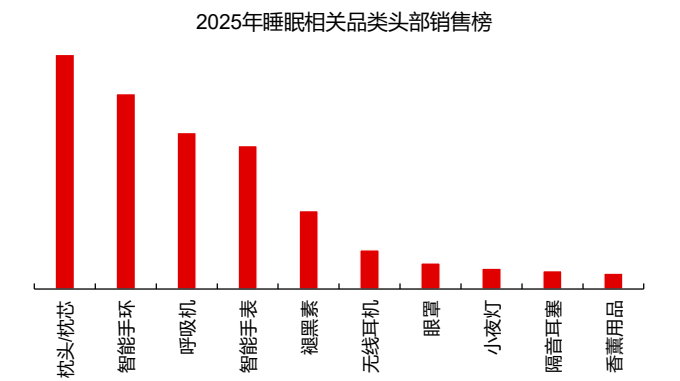
资料来源: 中国被芯白皮书, 弗若斯特沙利文, 长江证券研究所 注: N=20000

图 35: 更多的居民认为枕头影响睡眠质量



资料来源: 中国被芯白皮书, 弗若斯特沙利文, 长江证券研究所 注: N=20000

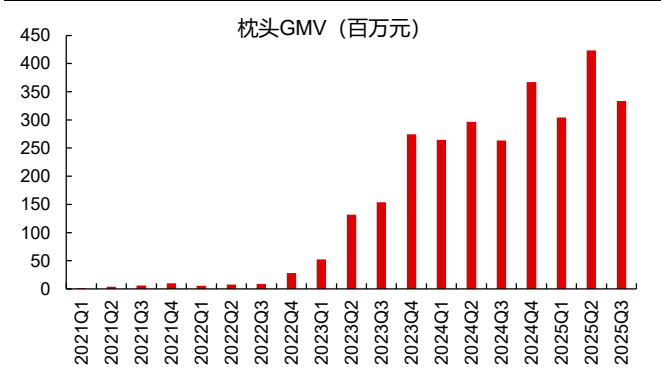
图 36: 枕头/枕芯品类位居 2024 年睡眠相关品类销售榜首



资料来源: 日化智云, Flywheel, 长江证券研究所 注: 图表无具体数据比较, 仅用于展示各品类销售表现排名

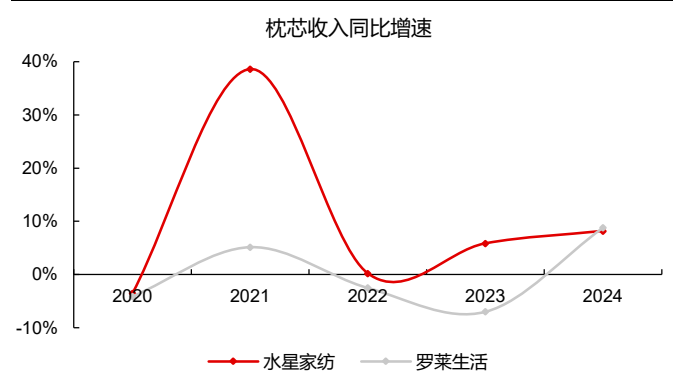
亚朵深睡枕引爆市场, 大单品重塑增长逻辑。2023 年亚朵推出深睡枕 Pro1.0 带动枕头品类收入高增, 水星家纺等也陆续布局枕类大单品以寻求增长。一方面, 家纺产品从场景驱动过渡至功能驱动, 功能性大单品如人体工学枕、雪糕被等更加注重睡眠舒适体验, 有效解决睡眠痛点, 能够享受高速增长的睡眠市场红利。另一方面, 大单品作为流量入口发挥杠杆作用能够有效拉动相关品类增长。

图 37: 2023 年后亚朵深睡枕带动枕头 GMV 高增



资料来源: 久谦, 长江证券研究所

图 38: 2024 年水星家纺和罗莱生活枕芯类营收仍保持增长



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

表 4：主要家纺公司相继打造枕头爆品

品牌	亚朵星球	水星家纺	罗莱生活	梦百合
产品名称	亚朵深睡枕 Pro3.0	人体工学枕	零压深睡枕	0 压深睡枕 Pro
上市时间	2025 年	2025 年	2024 年	2024 年
产品图				
枕芯工艺	3wchTEC®三阶释压系统 释压包裹绵+柔韧支撑绵+柔密抗压绵	三芯复合结构专利 记忆绵回弹+记忆海绵承压+高弹海绵支撑	双层复合结构 上层动态舒压+下层慢回弹支撑	双密度海绵 S 形拼合 0 压深睡层+0 压护颈层
枕套工艺	AirFlow®透气控温枕套	高弹瑜伽服材质枕套	热陶 TM 面料科技	双面亲肤气感枕套
售价	439	299	399	303

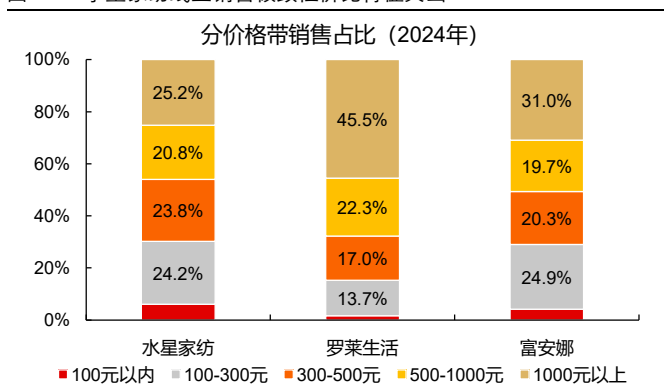
资料来源：各品牌官方小程序，各品牌天猫旗舰店，长江证券研究所 注：售价采用各品牌官方小程序数据，时间截止 2025 年 10 月

产品结构逐步升级，渠道建设稳步推进

产品端：升级产品结构，重视科技单品

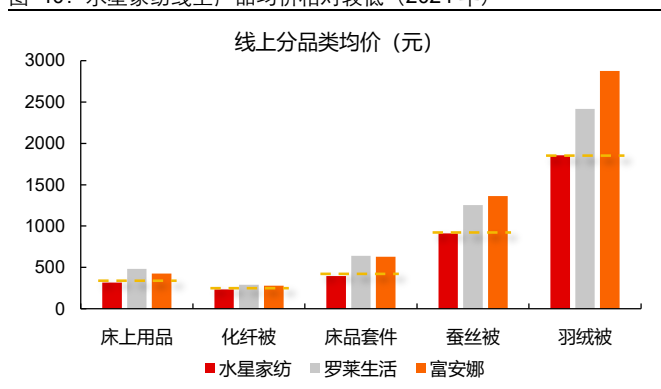
性价比优势突出，均价稳步提升。对比主要家纺公司来看，水星家纺线上低价格带产品销售占比较高，产品均价低于罗莱生活和富安娜，产品极致性价比特征突出。但是近年来产品均价及高价格带产品销售占比稳步提升，产品结构升级趋势明显。

图 39：水星家纺线上销售极致性价比特征突出



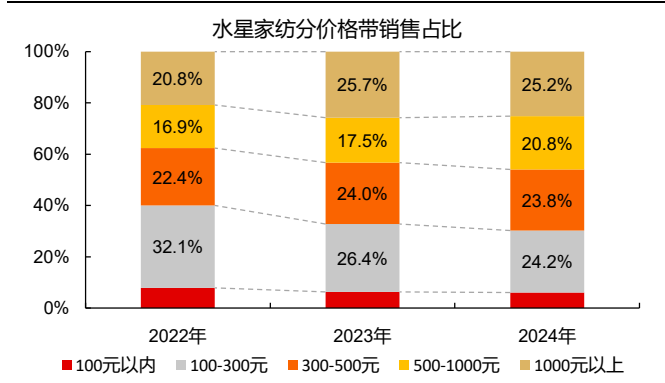
资料来源：久谦，长江证券研究所

图 40：水星家纺线上产品均价相对较低 (2024 年)



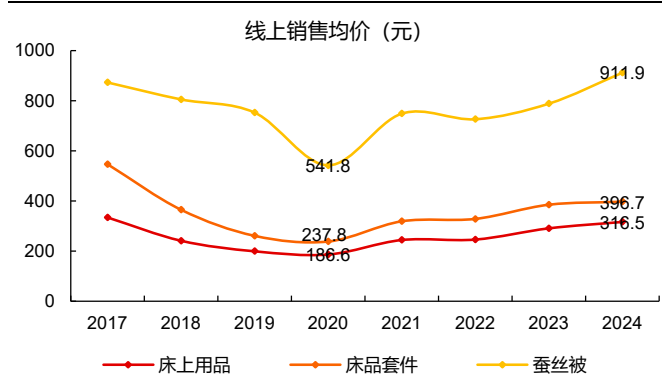
资料来源：久谦，长江证券研究所

图 41: 水星家纺线上高价格带产品销售占比明显提升



资料来源: 久谦, 长江证券研究所

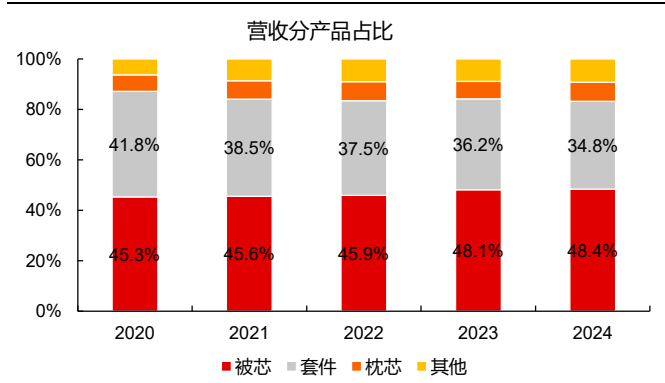
图 42: 2020 年后水星家纺线上销售均价稳步提升



资料来源: 久谦, 长江证券研究所

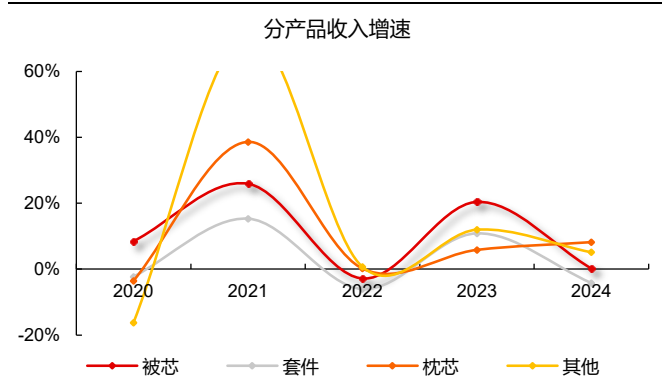
聚焦被芯销售, 全国销量领先。公司 2020 年发布“好被芯, 选水星”品牌战略, 2023-2024 年连续两年全球被芯销量第一, 被芯销售占比及毛利率稳定提升, 成为公司发展压舱石。

图 43: 近年来被芯营收占比逐年提高



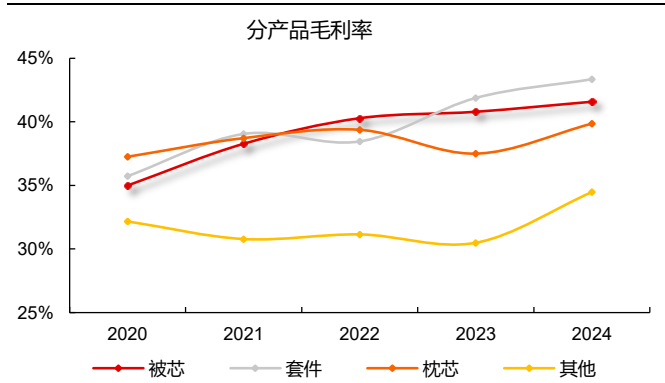
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 44: 被芯营收增速相对稳健



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所 注: 2021 年其他类增速过高未完整显示

图 45: 2020 年以来被芯毛利率稳健提升



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 46: 水星家纺被芯销售全国领先



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

大单品持续迭代, 带动相关品类增长。公司陆续推出雪糕被、人体工学枕等大单品, 凭借规模化、高曝光和持续迭代占据消费者心智, 除自身销售外, 大单品投放效应能够外溢到其他产品, 从而带动相关品类增长。

表 5: 公司通过大单品抢占消费者心智

产品名称	产品特征
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，在舒适度、保暖性、健康性等多方面满足消费者的需求
萱·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
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
“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
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程学产品证书、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
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
胶原蛋白蚕丝被	针对入睡困难、睡眠质量差、肌肤敏感、肌肤水分流失等痛点进行科技赋能，改善睡眠质量，提升睡眠力
泡芙鹅绒被	甄选高蓬松、高洁净、高绒子含量的白鹅绒进行填充，重量相较常规冬被、重量更轻、体感更舒适，几倍更快的升温速度和更高的保暖率
闪睡被	针对温度波动、高湿热、肌肤敏感、洁净、安全以及清洁问题分别进行了设计，通过动态控温、吸湿排汗、护肤、抑菌母婴级 A 类以及厚被水洗的六大核心痛点分别进行了改善设计

资料来源：公司公告，什么值得买，水星家纺官方小红书，长江证券研究所

表 6: 雪糕被单品持续迭代升级

产品名称	推出时间	面料	填充	冷感区间	检测标准	抑菌	控温/速干	消臭
雪糕被 5 代 Pro	2025	针织锦纶氨纶	含硅胶	特冷感 QMAX 值:0.35-0.4	GB 31701 A 类婴幼儿级别检测	✓	✓	✓
雪糕被 5 代	2025	针织双面锦纶	含莱赛尔凉感	强冷感 QMAX 值:0.3-0.35	GB 31701 A 类婴幼儿级别检测	✓	✓	
雪糕被 4 代	2024	针织单面锦纶	含莱赛尔凉感	强冷感 QMAX 值:0.3-0.35	GB 31701 A 类婴幼儿级别检测	✓		
雪糕被 3 代	2023			凉爽基础上新添加抑菌聚酯纤维				
雪糕被 2 代	2022			升级玉石凉感技术				
雪糕被 1 代	2021			首次提出雪糕被凉感概念				

资料来源：水星家纺天猫官方旗舰店，什么值得买，长江证券研究所

持续精进研发，产品设计较优。水星家纺不断加强产品价值、品牌价值塑造，以满足消费者对产品舒适性、健康性的需求为宗旨，重点研发高品质、高“含科量”产品，为门店引流，以此提升连带销售。

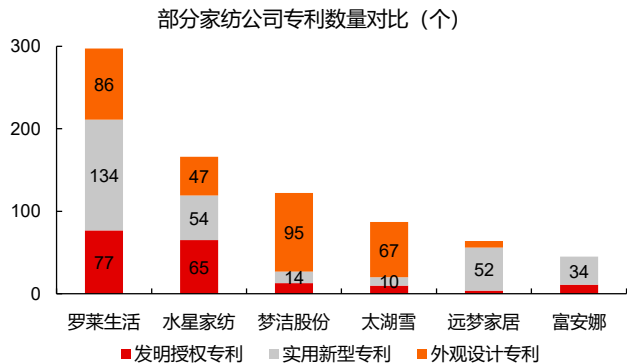
表 7: 水星家纺重视产品研发与设计

“四新”战略	具体内容
新材料	公司已研发出安全耐洗涤防螨材料、抗敏材料、护肤抗菌抗病毒复合材料、芳香抗菌抗病毒材料、智能凉感纤维材料等多种新材料，并转化成产品，如天然海藻凉席、无机抑螨被芯、天然香茅凉席、VC 抗菌被芯、茶香夏被及抗敏套件等已上市
新技术	2023-2024 年，水星家纺分别在核心期刊《针织工业》《上海纺织科技》上发表《被芯新材料的研发与应用》《絮片叠加组合方式对被芯保暖性影响测试分析》等 4 篇论文聚焦健康舒适睡眠科技，重点围绕被芯絮片研发核心专利技术及其他技术，例如被芯保暖性差异性测评及产品质量提升等
新功能	水星家纺通过系统研究睡眠环境中存在的微生物种类、数量分布及改善技术，分别从材料本身不容易引起过敏和材料可以去除环境中的过敏原物质入手，提出了低致敏、ANT 安泰抗敏原等家纺产品新功能，满足当前更多过敏人群的需要
新标准	水星家纺率先聚焦被芯舒适性评价领域的行业空白，通过深入研究与创新实践，从热湿舒适性、接触舒适性、压感舒适性

及感官舒适性四大关键维度入手，针对被类产品的舒适温度、透气度等核心指标，成功建立标准 T/HOMETEX42-2024《被类产品舒适性评价指南》

资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 47：水星家纺发明专利数量多于行业众多公司（截至 2025 年 9 月）



资料来源：企查查，长江证券研究所

图 48：水星产品获多项设计奖

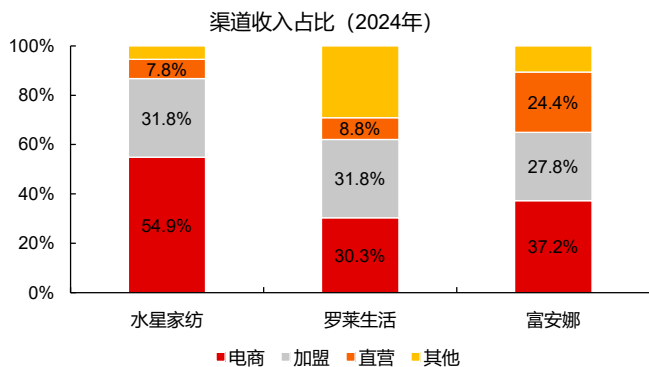


资料来源：公司官网，长江证券研究所

渠道端：电商规模领先，加盟渠道下沉

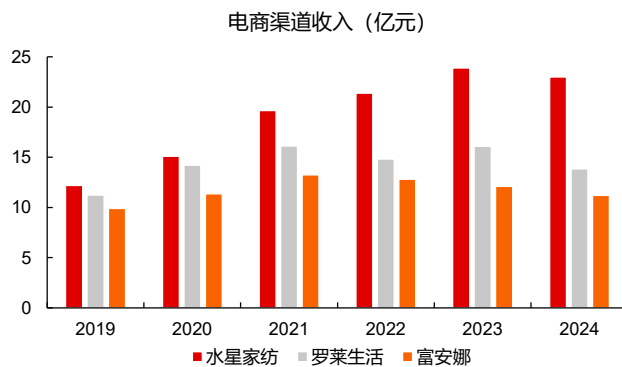
电商规模领先，增速优于同业。公司 2008 年起涉足电商业务，电商渠道收入规模及增速近年来保持行业领先，线上为公司重要增长引擎。

图 49：水星家纺由电商与加盟双轮驱动



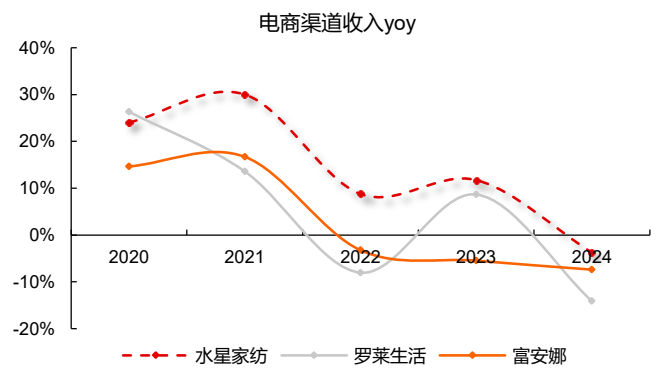
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 50：水星家纺电商渠道收入规模领先



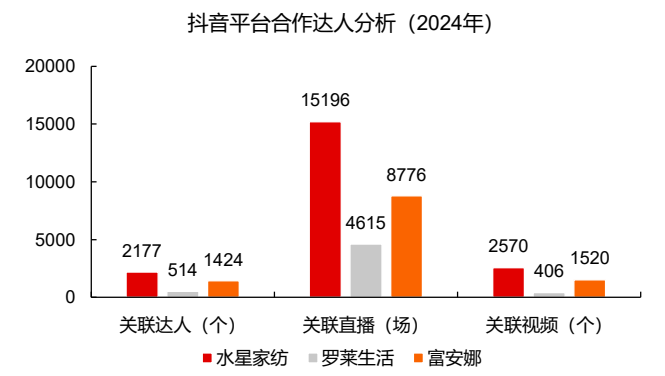
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 51: 水星家纺电商渠道收入增速优于同行



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 52: 水星家纺在抖音平台投入明显高于同行



资料来源: 蝉妈妈, 长江证券研究所

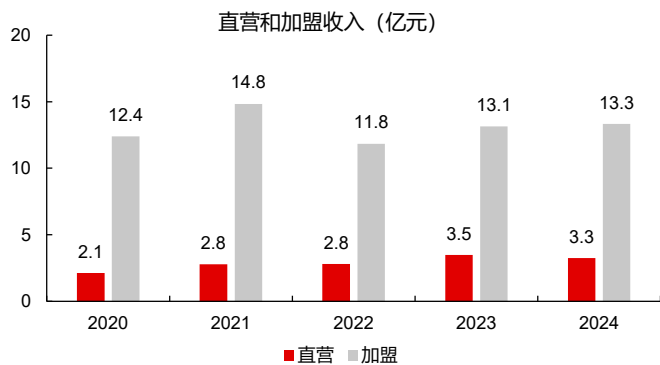
表 8: 水星家纺在天猫平台双十一家纺家居品类销售排名位居 1/2 名

年份	2019	2020	2021	2022	2023	2024
口径	成交金额	销售金额	销售金额	支付 GMV	支付 GMV	支付 GMV
排名						
1	水星家纺	水星家纺	水星家纺	罗莱生活	罗莱生活	水星家纺
2	苏泊尔	康巴赫	罗莱生活	水星家纺	水星家纺	罗莱生活
3	富安娜	罗莱生活	博洋家纺	博洋家纺	博洋家纺	亚朵星球
4	罗莱生活	博洋家纺	富安娜	富安娜	好太太	sidanda
5	好太太	富安娜	梦洁	好太太	sidanda	博洋家纺
6	膳魔师	好太太	好太太	梦洁	富安娜	好太太
7	双立人	梦洁	佳帮手	lovo 乐蜗	亚朵星球	富安娜
8	博洋家纺	双立人	lovo 乐蜗	sidanda	铭都家居	铭都家居
9	梦洁	膳魔师	多喜爱	双立人	佳帮手	佳帮手
10	lovo 乐蜗	珍视明	双立人	佳帮手	梦洁	Teenie weenie 家纺

资料来源: 天猫, 天下网商, 长江证券研究所

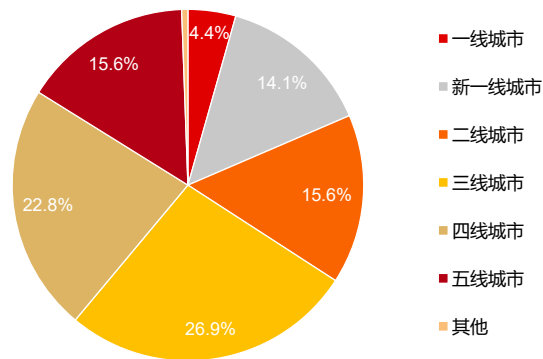
加盟渠道下沉, 匹配产品特征。水星家纺线下以加盟渠道为主, 通过加盟渠道终端渗透满足低线城市消费升级需求, 三线及以下城市门店占比超 60%, 门店布局相对下沉, 匹配产品性价比特征。

图 53: 水星家纺线下以加盟渠道为主



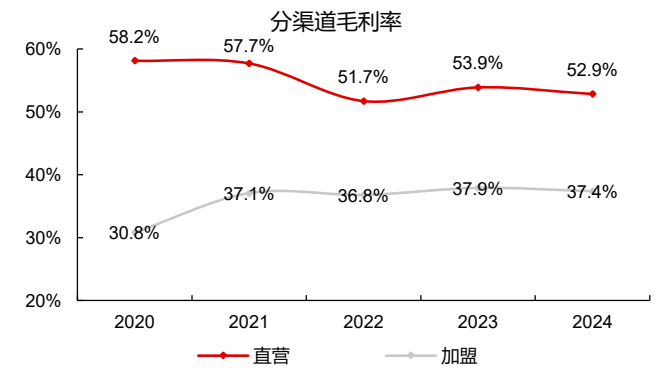
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 54: 水星家纺三线及以下城市门店占比超 60%



资料来源: 百度地图, 长江证券研究所 注: 门店数量根据百度地图中“水星家纺”搜索结果统计, 时间截止 2025 年 9 月

图 55: 2022 年以后直营毛利率修复, 加盟毛利率稳健



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 56: 公司线下门店展示



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

营销端: 通过多方位营销, 提高消费者认知

通过多方位营销, 提升品牌影响力。公司通过形象代言人助势造力, 扩大品牌传播热度, 不断提高粉丝群体对品牌的认知度并抢占用户心智。通过联合小红书、抖音等多平台 KOL 种草展开长线营销, 通过跨界联名、IP 联名的方式扩散品牌在不同圈层的影响力, 实现小圈层突破、大圈层扩散的效果。

图 57：公司多方位营销以打造品牌影响力



资料来源：公司公告，水星家纺天猫旗舰店，水星家纺官方小红书，长江证券研究所

整体来看，水星家纺深耕家纺近 40 年，已构建出独特的竞争优势。公司产品性价比优势突出，产品结构升级带来毛利率优化；电商渠道规模领先，加盟渠道布局下沉；在大爆品带来新机遇时，水星家纺紧握潮流，布局雪糕被、人体工学枕等大单品以寻求增长，同时强化消费者心智，未来仍有望实现高质量增长。

综合而言，水星家纺大单品策略带动的消费者引流效果显著，未来公司仍有望延续通过费用投放的大单品模式带动电商渠道高速增长，品牌形象强化后有望通过费用管控实现利润率修复，后续成长路径相对清晰。预计 2025-2027 年公司分别实现归母净利润 4.0/4.5/5.1 亿元，现价对应 PE 分别为 13/12/11X。

风险提示

- 1、市场竞争加剧风险：若行业其他企业采取廉价倾销、打价格战等营销方式，使得行业内市场竞争加剧，可能影响了行业整体水平提升及公司盈利能力表现；
- 2、新品开发风险：新产品开发计划或即将上市的新产品款式、用料等商业秘密泄露，可能对公司新产品上市造成较大的影响，此外床上用品市场需求变化快，研发的新产品可能偏离消费需求，相应造成新产品市场推广困难或销售不畅，可能影响公司效益；
- 3、原材料价格波动风险：公司生产用主要原材料包括布料、填充料和辅料，若主要原材料价格大幅上涨，将直接增加公司的成本压力，进而影响公司整体盈利能力；
- 4、渠道经营风险：公司具备线上、线下全渠道布局的营销体系，线上电商平台竞争导致流量成本攀升，线下渠道需求偏弱导致盈利承压；
- 5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险：在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设，我们认为今年公司渠道库存逐步出清，后续加盟补库等，基于上述假设 2025-2026 年营业收入分别同比+9.9%/+11.8%，归母净利润分别同比+9.7%/+12.4%。若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。悲观假设下今年国内家纺行业需求偏弱，公司整体表现偏弱，悲观情况下公司 2025-2026 年营收分别同比+6.8%/+9.3%，归母净利润分别同比+4.6%/+7.0%。

表 9：公司收入及利润敏感性测算（百万元）

	基准情形			悲观情形		
	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
营业收入	4193	4610	5156	4193	4479	4897
yoy	-0.4%	9.9%	11.8%	-0.4%	6.8%	9.3%
毛利率	41.4%	43.8%	44.2%	41.4%	43.6%	43.7%
归母净利润	367	402	452	367	383	410
yoy	-3.3%	9.7%	12.4%	-3.3%	4.6%	7.0%

资料来源：Wind，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。