

2024年07月08日

买入（首次覆盖）

水星家纺（603365）：家纺行业“优衣库”锐意求新

——公司深度报告

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

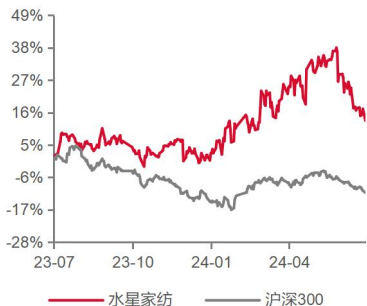
xjb@longone.com.cn

联系人

龚理

gongli@longone.com.cn

数据日期	2024/07/08
收盘价	15.08
总股本(万股)	26,273
流通A股/B股(万股)	25,806/0
资产负债率(%)	19.17%
市净率(倍)	1.32
净资产收益率(加权)	3.14
12个月内最高/最低价	19.90/13.61



相关研究

1、家纺行业深度报告：质价比浪潮下“内品牌”的觉醒与升级——20240401

投资要点：

➢ 公司定位高品质高性价比，凭借品牌和价格的双重优势卡位最大客群，电商优势突出，“水星家纺”已成为全国销售额第一的家纺品牌。历史上，前瞻布局电商、启用双代言人、推行被芯单品策略、引进资深专家等无不体现公司锐意求新的行业洞察力和业务执行力，未来有望以传统家纺行业“弄潮儿”姿态最大化受益质价比消费趋势。长期来看具备较高的业绩成长和盈利优化空间。

➢ 业绩表现：重拾增长态势，盈利性留有余地。2020-2022年受疫情影响业绩波动，2023年以来重拾增长，2024Q1实现营业收入/归母净利润9.15/0.93亿元（同比+12%/+12%）。2023年公司毛利率为40.04%，低于富安娜/罗莱生活15.59/7.23pct。2021-2023年毛利率提升2.09pct，毛利率优化趋势明确。基于品牌建设和电商投流，广告费支出增长保持在15%以上。未来伴随品牌资产积累、流量策略提效，费用端仍有较大优化空间，ROE有望进一步提升。

➢ 家纺行业：刚需向可选切换，头部企业在品牌力和线下渠道享有相对优势。1) 市场，2022年床品市场规模为1280亿元，2009-2022年CAGR为6%，长期平稳向上。2) 驱动，家纺消费分为结婚、搬家、日常更新和团购四大场景。经测算，床品市场规模（T+1）与住宅销售的相关系数为0.37，与结婚登记的相关系数为0.76。晚婚现象并未消灭、只是递延高客单消费场景且影响逐年递减。单身群体具备较强的健康、品质意识和消费能力，家纺消费频次和价格更高，由此可部分抵消结婚人数下行带来的负向拉动。“2015-2018年睡眠经济叠加消费升级”+“2020-2023年睡眠经济叠加疫情催化”浪潮下居家品质生活理念推动日常更换场景，品牌性凸显、消费提频、价格提升。3) 竞争，行业格局呈现金字塔，同时存在产业集聚、区域割据的特征。生产和销售低壁垒造就分散格局，2022年CR5仅为4.8%，未来行业集中度提升有赖于头部企业在品牌力和线下渠道的相对优势。

竞争力：

1) 强化场景和单品心智，提升品牌声量。公司形成了“水星”和“百丽丝”两大品牌，其中水星主品牌以“水星家纺”、“水星STARZ HOME”、“水星1987”、“水星kids”为细分系列，整体定位品牌高性价比。在家纺产品同质化竞争中，公司一方面占位被芯单品（功能性心智），一方面保持高频曝光，提升品牌声量（最早且唯一启用双代言人、系统化建设品牌），以此最终实现品牌驱动替代流量驱动。根据欧睿和弗若斯特沙利文调研，公司在全国婚庆床品、被芯和儿童床品销量中独占鳌头。

2) 领先布局电商，外埠市场培育较好。得益于战略性领先布局（2008年开设电商业务、2016年开始线上专供、2020年下半年设立直播中心）和团队精锐，电商成为主力优势渠道带动业绩高增，2019-2023年线上营收CAGR18%、2023年贡献57%。公司在二线城市实施“重点布局”，以直营模式打造多个标杆性终端门店，在三四线城市借助“公司—总经销商—经销商”的二级经销模式形成广泛的网格状销售网络。从市场分布看，华东为基地市场，西南、华北、华中中等外埠市场培育较好。

3) 2026年产能有望扩充30%+。自2009年起实施TIPTOPERP系统以来，公司持续推进信息化、数字化，实现总部与供应链上下游的信息交互。叠加智能化产线，人效持续改善，生产人员从2019年的1636人下降至2023年的1216人。2023年12月，公司再推可转债项目，拟用6.45亿元建设水星家纺（南通）产业基地、1.41亿元建设水星电子商务园区（智能仓

储基地)。水星家纺(南通)产业基地建成后可年产套件/被芯/枕芯40万套/175万条/85万只,产能有望扩充30%+,预计将于2026年下半年投产。

- **投资建议:** 公司定位品牌高性价比卡位最大客群,同时主打被芯功能单品,在品牌定位和产品策略上与优衣库具有相似的底层逻辑,业绩表现持续领跑。公司兼具低估值、高分红特征,长期来看具备较高的业绩成长和盈利优化空间。我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为4.09/4.59/5.20亿元,同比增速为7.86%/12.16%/13.46%,对应P/E为10/9/8倍。考虑成长性,PEG估值性价比突出,首次覆盖,给予“买入”评级。
- **风险提示:** 结婚和销售住宅下滑、消费需求疲软、原材料波动等。

盈利预测与估值简表

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	4,210.91	4,533.92	5,068.86	5,724.86
增长率(%)	14.93%	7.67%	11.80%	12.94%
归母净利润(百万元)	379.08	408.87	458.60	520.32
增长率(%)	36.23%	7.86%	12.16%	13.46%
EPS(元/股)	1.44	1.56	1.75	1.98
市盈率(P/E)	10.47	9.69	8.64	7.61
市净率(P/B)	1.35	1.28	1.23	1.20

资料来源:携宁,东海证券研究所(截至2024年7月8日收盘)

正文目录

1. 简介	6
1.1. 发展历程：前瞻布局电商，持续品牌投放	6
1.2. 股权结构：李氏家族持股，职权分配清晰	7
1.3. 业绩表现：重拾增长态势，盈利性留有余地	9
2. 行业	13
2.1. 刚需向可选切换，规模平稳向上	13
2.2. 头部企业在高价位带和线下渠道享有相对优势	17
3. 竞争力	19
3.1. 强化场景和单品心智，提升品牌声量	19
3.2. 领先布局电商，外埠市场培育较好	21
3.3. 2026 年产能有望扩充 30%+	23
4. 盈利预测与投资建议	26
5. 风险提示	28

图表目录

图 1 公司发展历程	7
图 2 公司股权结构	7
图 3 公司业绩情况	10
图 4 2023 年以来业绩	10
图 5 公司毛利率情况	10
图 6 可比公司 2024Q1 综合费率比较	11
图 7 公司费率变化	11
图 8 可比公司分红比例	11
图 9 家纺产品构成	13
图 10 家纺市场规模	13
图 11 床品市场规模	13
图 12 2023 年婚庆需求集中释放	14
图 13 家纺行业 2023 年景气度回升	14
图 14 床品市场规模 (T+1) 与住宅销售的相关性为 0.37	14
图 15 2018 年住宅销售负增	14
图 16 床品市场规模与结婚登记的相关性为 0.76	15
图 17 2014 年结婚登记数负增	15
图 18 睡眠相关百度搜索指数升温	15
图 19 价增成为驱动力	15
图 20 棉价走势	16
图 21 件成本涨幅	16
图 22 中国家纺渠道变迁 (%)	16
图 23 线上营收占比 (2023 年)	16
图 24 家纺店效和坪效较低	17
图 25 全国重点大型零售家纺 CR10	17
图 26 家纺行业格局	18
图 27 纺服各品类 CR5 (2022 年)	18
图 28 家纺 CR5 (%)	18
图 29 床品规上企业数量 (家)	18
图 30 可比公司淘天被子均价 (元/件)	19
图 31 公司营收结构分品类	20
图 32 品类增速情况	20
图 33 公司在全国婚庆床品、被芯和儿童床品销量中独占鳌头	20
图 34 可比公司广告费	21
图 35 可比公司电商营收变化 (亿元)	22
图 36 可比公司电商营收占比	22
图 37 公司营收结构分渠道	23
图 38 渠道增速情况	23
图 39 公司营收结构分市场	23
图 40 市场增速情况	23
图 41 信息化格局规划	24
图 42 产能利用率情况	25
图 43 产能扩充情况 (万)	25
图 44 生产人效提升 (人)	25
表 1 公司核心高管	8

表 2 公司激励	8
表 3 2024 限制性股票激励计划考核要求	9
表 4 2024 年限制性股票激励计划授予对象	9
表 5 可比公司 ROE 情况	12
表 6 产品舒适度和功能性提升	15
表 7 产业集聚	17
表 8 公司推新	20
表 9 公司研发体系	21
表 10 线上流量粉丝（万）	22
表 11 可转债建设项目	24
表 12 营收拆分（万元）	26
表 13 可比公司估值	27
附录：三大报表预测值	29

1.简介

1.1.发展历程：前瞻布局电商，持续品牌投放

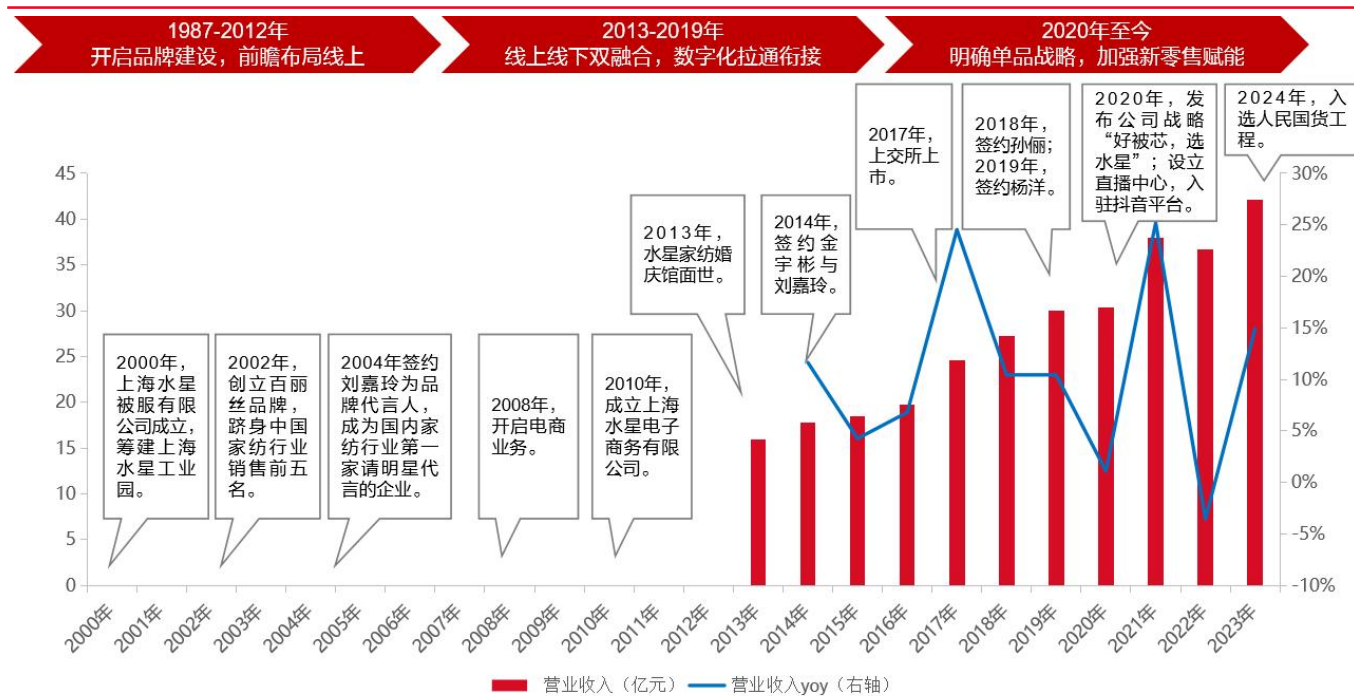
公司秉承“让家人睡个好觉”的企业使命，坚持“好被芯，选水星”的品牌主张，形成了“水星”和“百丽丝”两大品牌，其中水星主品牌以“水星家纺”、“水星 STARZ HOME”、“水星 1987”、“水星 kids”为细分系列，并在全国婚庆床品、被芯和儿童床品销量中独占鳌头。成立至今，公司大致经历了以下三个阶段：

1) 1987-2012 年，开启品牌建设，前瞻布局线上。①**品牌**，创始人李裕杰先生于 1987 年在温州创建公司前身“龙港江南被服厂”，后迁往上海，2000 年成立上海水星被服有限公司并筹建上海水星工业园。2002 年百丽丝品牌成立，定位年轻化、亲民化。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，成为业内第一家请明星代言的企业，开启了全面、系统化的品牌建设工作，并在 2006 年以 10.29 亿人民币的品牌价值跻身中国 500 强。②**渠道**，公司敏锐洞察电商行业趋势，2008 年开启电商业务，2010 年成立上海水星电子商务有限公司，由创始人长子李来斌全面负责管理，成为最早一批入驻淘宝的家纺品牌。

2) 2013-2019 年，线上线下双融合，数字化拉通衔接。①**品牌**，2013 年水星家纺婚庆馆面世，重在把握家纺高客单消费场景。随后在 2014-2019 年期间，公司签约金宇彬与刘嘉玲、孙俪与杨洋开启双代言人时代，加强品牌推广力度。②**产品**，随着对产品研发深入，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，期间公司还建设了一支规模化、专业化的研发设计队伍，每年推出上百款新品。③**渠道**，为避免电商与线下渠道的直接竞争，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，公司提出电商与线下双线融合的总策略并建立信息化专业技术团队对 ERP 系统进行建设和升级，初步实现了一横（财务）三纵（商品，营销，供应链）的业务领域数字指标体系拉通衔接。

3) 2020 年至今，明确单品战略，加强新零售赋能。①**品牌**，2020 年，公司发布“好被芯，选水星”战略，推进“核心产品”和“极致大单品”策略，在 2021-2023 年连续三年取得被芯全国销量第一的佳绩。②**渠道**，继前瞻布局线上渠道后，公司又紧跟直播热潮，2020 年设立直播中心，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。公司还利用新零售工具赋能，打通线上线下营销链路，扩大品牌影响力。反映在销售成绩上，公司自 2015 年起连续多年获得双十一天猫家纺类目单店、单品牌销售第一。

图 1 公司发展历程

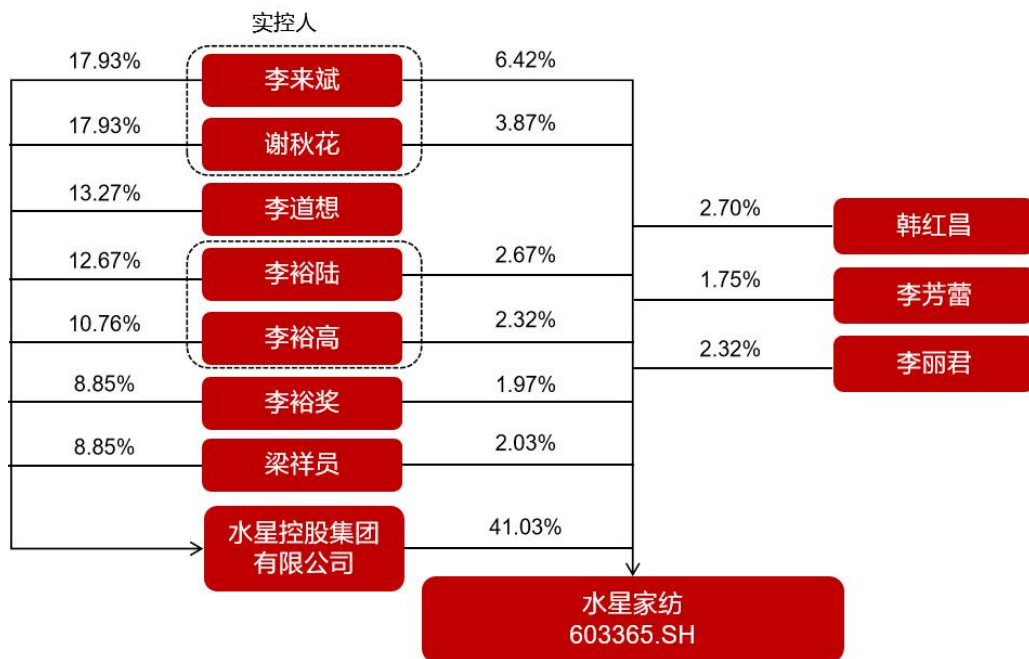


资料来源：公司官网，东海证券研究所

1.2. 股权结构：李氏家族持股，职权分配清晰

李氏家族持股，职权分配清晰。谢秋花（公司创始人李裕杰之妻）、李来斌（李裕杰之子）与李裕陆、李裕高（李裕杰兄弟）构成实控人，直接和间接合计持股 39.38%，股权结构集中稳定。李裕陆、李裕高分别担任董事长兼总裁、董事兼副总裁，加入公司以来完成早期渠道和市场建设。李来斌负责筹建电商业务，后担任电商公司副总经理、总经理，现任公司副董事长兼常务副总裁。2024 年，公司重磅引进副总裁李婕，李总曾多次上榜新财富最佳分析师，拥有深厚的纺服行业见解和人脉资源，有望为公司提供战略新思路。

图 2 公司股权结构



资料来源：ifind（截至 2024 年 6 月），东海证券研究所

表 1 公司核心高管

姓名	职务	简历
李裕陆	董事长, 总裁	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, 重庆水星总经理, 浙江水星家纺有限公司总经理。现任公司董事长兼总裁, 水星控股董事, 水星电商执行董事, 北京水星执行董事兼总经理, 浙江星贵执行董事兼总经理, 百丽丝总经理, 河北水星总经理, 海安水星总经理, 海门水星总经理, 上海水星总经理, 无锡水星执行董事兼总经理, 合肥莫克瑞执行董事兼总经理, 南京星贵执行董事兼总经理, 厦门水星执行董事兼总经理。
李来斌	副董事长, 常务副总裁	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, 百丽丝执行董事, 上海水星执行董事, 河北水星执行董事, 海安水星执行董事, 海门水星执行董事, 水星工具董事, 浙江水星执行董事兼总经理, 上海水星数智电子商务有限公司执行董事, 上海珏致信息科技有限公司执行董事兼总经理, 江苏水星家用纺织品有限公司执行董事, 水星纺织科技(上海)有限公司执行董事。
李道想	董事	历任温州平阳仪器厂主任, 温州苍南仪器厂副厂长, 苍南幕墙玻璃厂厂长, 浙江水星被服有限公司总经理, 上海水星被服有限公司总经理, 水星有限总经理、副董事长, 水星家纺副董事长。现任公司董事, 水星控股副董事长, 水星工具董事, 百丽丝监事, 河北水星监事, 海安水星监事, 海门水星监事, 上海水星监事, 广西德胜红兰酒业有限责任公司董事。
李裕高	董事、副总裁	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, 江苏叠商置业有限公司副董事长。现任公司董事兼副总裁, 水星控股董事, 水星工具董事, 江苏水星家用纺织品有限公司监事。
李婕	副总裁	博士研究生, 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。在新财富、水晶球、金牛奖、福布斯中国最佳分析师 50 强等资本市场各类评选中多次获奖, 包括在新财富最佳分析师评选中 10 次荣获“纺织服装行业”最佳分析师、其中 4 次获得第一名。
王彦会	董事	历任新秦商务咨询(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, 上海吉婚坊贸易有限公司网络销售部总监, 国际商业机器(中国)投资有限公司(IBM)电子商务咨询顾问, 水星电商运营总监。现任公司董事兼总裁助理, 水星电商总经理。
孙子刚	财务总监	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, 苏州太湖电动工具集团有限公司财务总监, 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, 迪欧餐饮(中国)有限公司财务总监, 水星有限财务总监。
田怡	董事会秘书	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, 上海康达化工新材料股份有限公司证券事务代表, 上海柘中集团股份有限公司证券投资部经理、证券事务代表、副总经理、董事会秘书, 公司董事会秘书办公室主任。

资料来源: ifind, 东海证券研究所

健全长效激励约束机制, 加深人才绑定。自 2017 年上市以来, 公司实施了两次员工持股计划与一次限制性股票激励。为健全长效激励约束机制、加深人才绑定, 2024 年公司发布限制性股票激励计划, 以 8.16 元/股的授予价格向 70 名激励对象授予 467 万股限制性股票(占公司股本总额的 1.78%)。业绩解锁条件同时设置公司和个人层面考核, 公司层面考核以 2023 年为基准, 2024/2024-2025/2024-2026 年净利润相对 2023 年增长率分别不低于 6.00%/118.36%/237.46%, 有助于调动员工积极性和创造性。

表 2 公司激励

二期员工持股计划					
激励计划	公告时间	持有人	授予价格(元/股)	筹集资金总额 上限(万元)	状态

第一期员工持股计划	2019	不超过 50 人	13.92	2784	出售完毕暨终止	
第二期员工持股计划	2020	不超过 75 人	13.92	1392	出售完毕暨终止	
一期限制性股票激励计划						
激励计划	公告时间	激励对象	授予价格 (元/股)	授予数量 (万股)	占公告日股本比例	业绩是否达成
第一期限限制性股票激励计划	2024	董事和高管 3 人、核心技术 67 人, 共计 70 人	8.16	467	1.78%	进行中

资料来源: ifind, 东海证券研究所

表 3 2024 限制性股票激励计划考核要求

解除限售期	对应考核区间时间	公司层面考核要求		
		业绩考核指标	净利润增长率考核指标 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%
个人层面考核要求				
		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)		$Y \geq Am$	$X = 100\%$	
		$An \leq Y < Am$	$X = 60\%$	
		$Y < An$	$X = 0\%$	

资料来源: ifind, 东海证券研究所

表 4 2024 年限制性股票激励计划授予对象

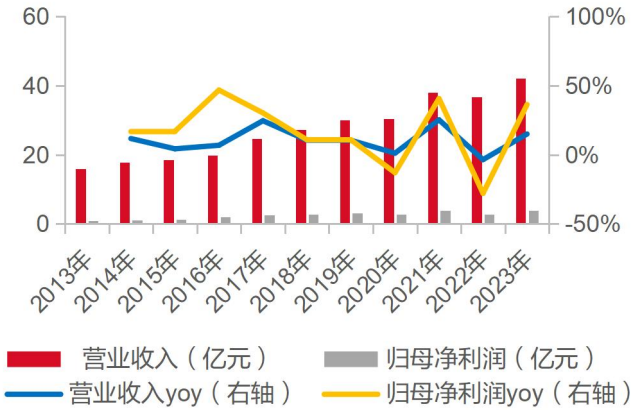
序号	姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例	约占授予时公司股本总额的比例
一、董事、高级管理人员	王彦会	董事	30	6.42%	0.11%
	孙子刚	财务总监	8	1.71%	0.03%
	田怡	董事会秘书	6	1.28%	0.02%
二、核心技术 (业务) 人员 (67 人)			423	90.58%	1.61%
合计			467	100.00%	1.78%

资料来源: ifind, 东海证券研究所

1.3. 业绩表现: 重拾增长态势, 盈利性留有余地

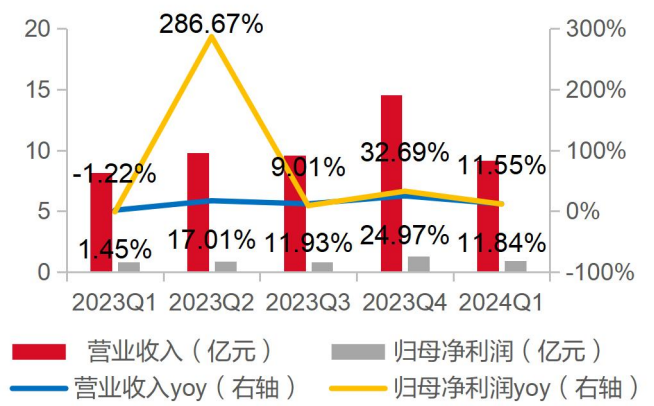
电商驱动高增，2023 年以来重拾增长。2013-2019 年期间，家纺行业先后经历库存去化、结婚登记和住宅销售下滑，家纺企业增长降档，罗莱生活营业收入/归母净利润 CAGR 为 12%/9%，富安娜为 7%/8%，水星家纺得益于线上高增仍保持双位数增长，营业收入/归母净利润 CAGR 为 11%/21%。2020-2022 年受疫情影响业绩波动，其中 2021 年居家品质生活理念助推家纺热销，公司充分把握电商红利带动业绩反弹。2023 年以来重拾增长，2024Q1 实现营业收入/归母净利润 9.15/0.93 亿元（同比+12%/+12%）。

图 3 公司业绩情况



资料来源: ifind, 东海证券研究所

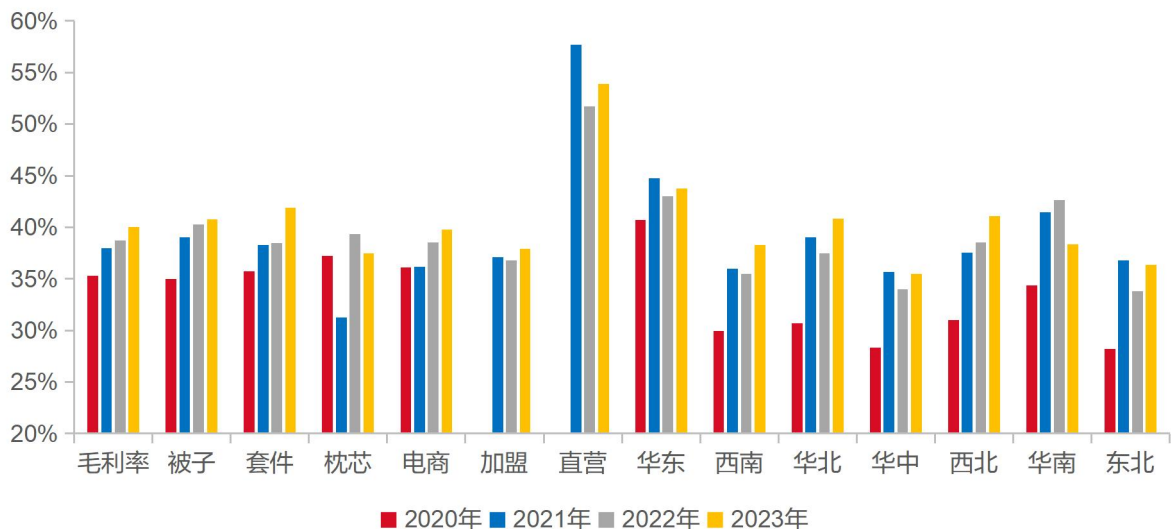
图 4 2023 年以来业绩



资料来源: ifind, 东海证券研究所

电商折扣改善和线下修复，毛利率上行。2023/2024Q1 毛利率为 40.04%/41.44%，同比+1.34/+1.73pct，得益于电商折扣改善和线下修复，毛利率持续提升。**1) 分产品**，2023 年被子/套件/枕芯毛利率分别为 40.78%/41.88%/37.49%，被子毛利率稳健提升，套件毛利率在 2023 年快速拉升超过被子，枕芯毛利率有所滑落。**2) 分渠道**，2023 年电商/直营/加盟毛利率分别为 39.77%/53.91%/37.92%，近两年电商盈利显著改善，线下 2023 年盈利修复。**3) 分市场**，华东/西南/华北/华中/西北/华南/东北/国外地区毛利率分别为 43.77%/38.30%/40.83%/35.51%/41.06%/38.37%/36.38%/35.88%，华东地区毛利率最高，华南地区毛利率有所下滑，西南、华北和西北外埠偏远地区的毛利率提升较快。

图 5 公司毛利率情况



资料来源: ifind, 东海证券研究所

盈利性留有余地，ROE 有望进一步提升。

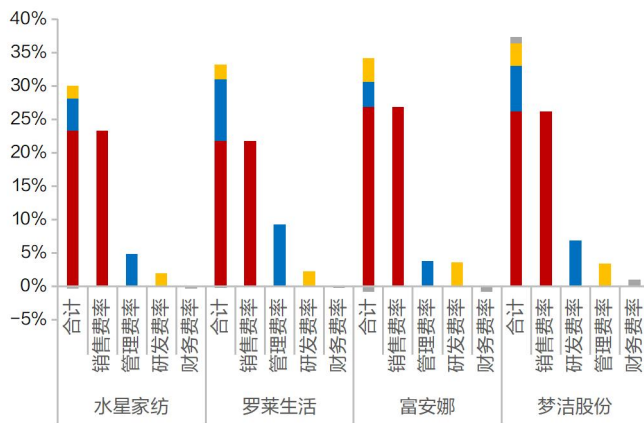
1) 毛利率优化趋势明确。公司定位高性价比，产品均价在品牌家纺中相对较低，因此毛利率低于同行。品牌化为毛利率提升提供支撑，公司以成本转嫁、产品结构升级等实现产品提价，同时线上明确避免低价恶性竞争。2021-2023 年毛利率已提升 2.09pct，毛利率优化趋势明确。

2) 费用端仍有较大优化空间。公司 2024Q1 年综合费率为 29.65%，相较罗莱生活/富安娜/梦洁股份分别低 3.28/3.63/7.63pct。综合费用中销售费用占比约 85%，2022 年销售费用增速高于收入增速带动综合费率提升 3.47pct。基于品牌建设和电商投流，广告费支出增长保持在 15%以上，未来伴随品牌资产积累、流量策略提效，费用端仍有较大优化空间。

3) ROE 有望进一步提升。较低的毛利率使得公司的销售净利率和 ROE 低于同行。考虑到毛利改善、费用管控仍有较大优化空间，ROE 有望进一步提升。

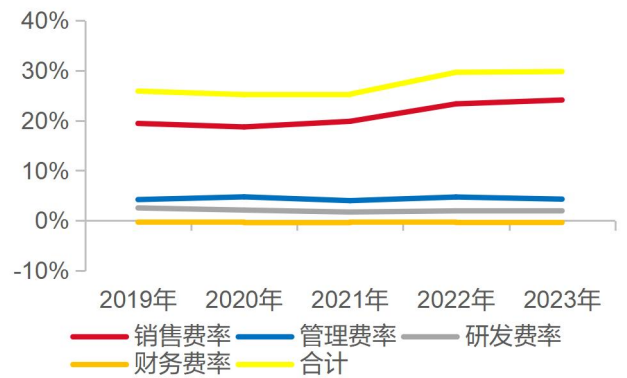
明确分红机制，积极回馈股东。公司采用高分红政策积极回馈股东、共享企业成长红利，近两年的分红比率均在 60%以上，2023 年分红比率为 62%，对应 2023 年底股息率 4.87%。2023 年 12 月，公司在《未来三年（2023-2025 年）股东分红回报规划》中细化分红回报规划，建立对投资者持续、稳定、科学的回报机制，发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的/发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排的/发展阶段属成长期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在利润分配中所占比例最低应达到 80%/40%/20%。

图 6 可比公司 2024Q1 综合费率比较



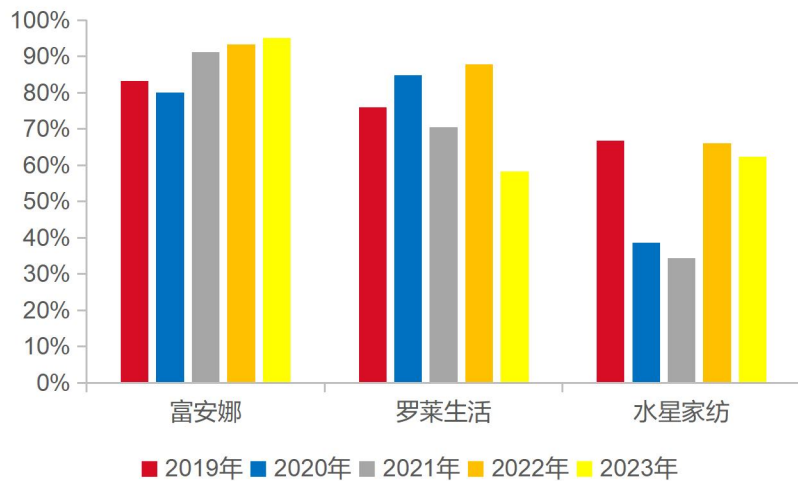
资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 7 公司费率变化



资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 8 可比公司分红比例



资料来源: ifind, 东海证券研究所

表 5 可比公司 ROE 情况

富安娜					
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
ROE(%)	14.23	14.46	15.00	14.30	15.00
销售净利率(%)	18.17	17.97	17.17	17.33	18.88
权益乘数	1.30	1.29	1.26	1.26	1.26
总资产周转率(次)	0.60	0.63	0.69	0.66	0.63
罗莱生活					
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
ROE(%)	13.84	13.94	17.09	13.94	13.63
销售净利率(%)	11.50	12.08	12.48	10.79	10.74
权益乘数	1.32	1.34	1.45	1.61	1.64
总资产周转率(次)	0.94	0.88	0.95	0.80	0.77
水星家纺					
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
ROE(%)	14.11	11.83	15.45	10.30	13.27
销售净利率(%)	10.51	9.05	10.16	7.59	9.00
权益乘数	1.25	1.26	1.30	1.30	1.26
总资产周转率(次)	1.07	1.04	1.17	1.05	1.17

资料来源：ifind，东海证券研究所

2.行业

2.1.刚需向可选切换，规模平稳向上

市场规模平稳向上，短期景气度回升。家纺产品包括床上用品（套件、枕芯、被芯等）、盥洗用品（毛巾等）、客厅用品（墙布、桌布等）、餐厅用品（围裙等）、地面装饰品（地毯等）等，其中床上用品占比达 50%+，床品市场规模和家纺市场规模趋势一致。根据欧睿数据，2022 年床品市场规模为 1280 亿元，2009-2022 年 CAGR 为 6%，长期平稳向上。其中 2009-2012 年处于快速成长期，产能提升和专卖店兴起、结婚登记和住宅销售带来的供需动能推动行业增幅达 16%；2013-2018 年行业增长放缓，一方面结婚登记见顶、住宅销售放缓，另一方面供给过剩和电商冲击导致存货高企，行业增速回落至 8%；2019-2022 年受疫情扰动，市场规模呈现波动停摆。2023 年疫情放开后，婚庆需求集中释放以及政策催化地产频出，叠石桥家纺旺季景气指数已超过 2022 年历史低值，接近 2020 年水平，表现出较强的修复趋势。

图 9 家纺产品构成



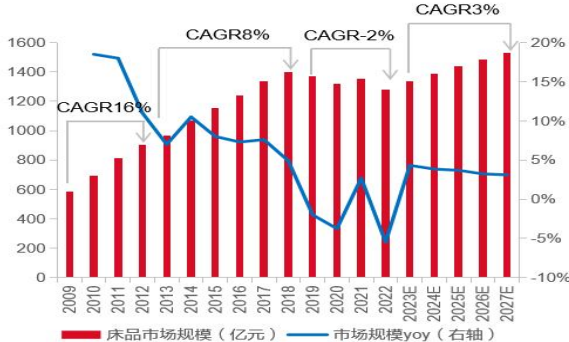
资料来源：头豹，东海证券研究所

图 10 家纺市场规模



资料来源：欧睿，东海证券研究所

图 11 床品市场规模



资料来源：欧睿，东海证券研究所

图 12 2023 年婚庆需求集中释放



资料来源：婚礼纪，东海证券研究所

图 13 家纺行业 2023 年景气度回升



资料来源：ifind，东海证券研究所

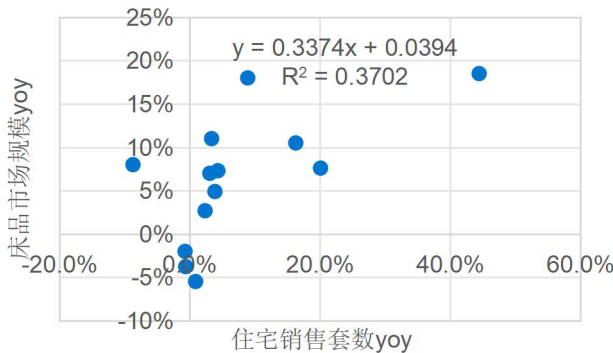
刚需向可选切换，单身群体部分抵消结婚下行负向影响。

1) **结婚和搬家消费场景受挤压。**根据头豹数据，家纺消费主要分为结婚、搬家、日常更新和团购四大场景，分别占比 40%/30%/20%/10%，且与结婚和住宅有密切联系。经测算，2009-2022 年期间床品市场规模 (T+1) 与住宅销售套数的相关性为 0.37，床品市场规模与结婚登记人数的相关性为 0.76。结婚登记人数和住宅销售套数分别自 2014 年和 2018 年负增长，结婚和搬家的家纺消费场景受到明显挤压。

2) **居家品质生活理念推动日常更换场景，消费频次和价格提升。**睡眠问题成为长期困扰，《2022 中国国民健康睡眠白皮书》显示 3/4 的受访者有不同程度的睡眠问题。2015-2018 年睡眠经济叠加消费升级、2020-2023 年睡眠经济叠加疫情催化，消费者更加注重居家品质生活，在床品方面主要有两大体现：第一，家纺更换频次提升，例如中家纺和艾媒咨询显示“我认为盖久了就应该更换”是消费者更换被芯的第二大原因；第二，价增成为驱动力，套件价格自 2019 年的 599 元提升至 2022 年的 675 元，CAGR 为 4%，各种被价格自 2019 年的 521 元提升至 2022 年的 761 元，CAGR 为 13%。

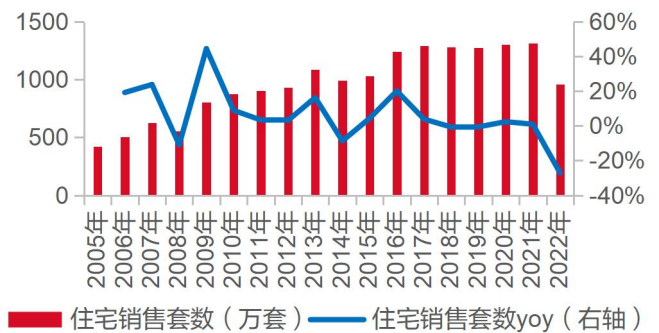
3) **单身群体部分抵消结婚下行负向影响。**2020 年全国平均初婚年龄为 28.67 岁，相较 2010 年推迟近 4 年。晚婚现象并未消灭、只是递延高客单家纺消费场景，而且影响逐年递减。此外，单身群体约 2.4 亿人，远超结婚登记 700 万对。单身群体往往具备较强的健康、品质意识和消费能力，家纺消费频次和价格更高，由此可部分抵消结婚人数下行带来的负向拉动。

图 14 床品市场规模 (T+1) 与住宅销售的相关性为 0.37



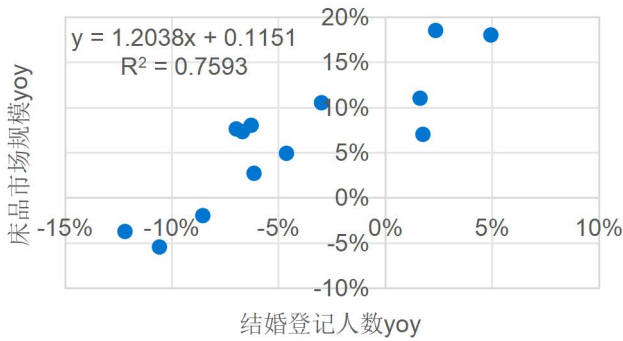
资料来源：中国房地产统计年鉴，欧睿，东海证券研究所

图 15 2018 年住宅销售负增



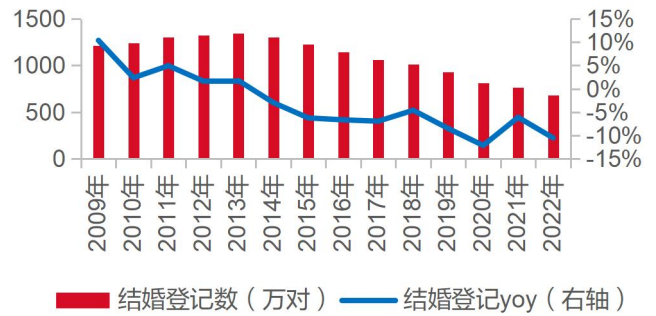
资料来源：中国房地产统计年鉴，东海证券研究所

图 16 床品市场规模与结婚登记的相关性为 0.76



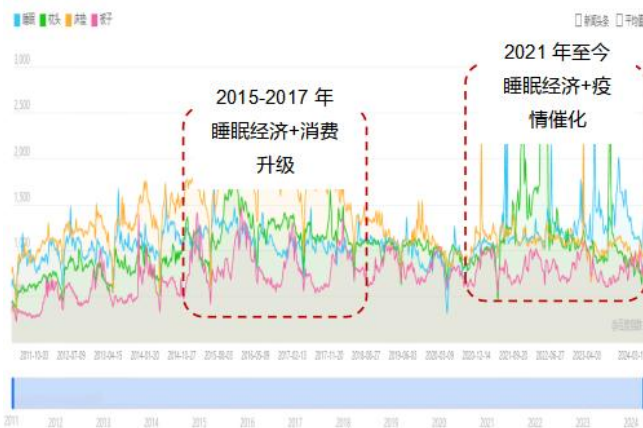
资料来源：中国统计年鉴，欧睿，东海证券研究所

图 17 2014 年结婚登记数负增



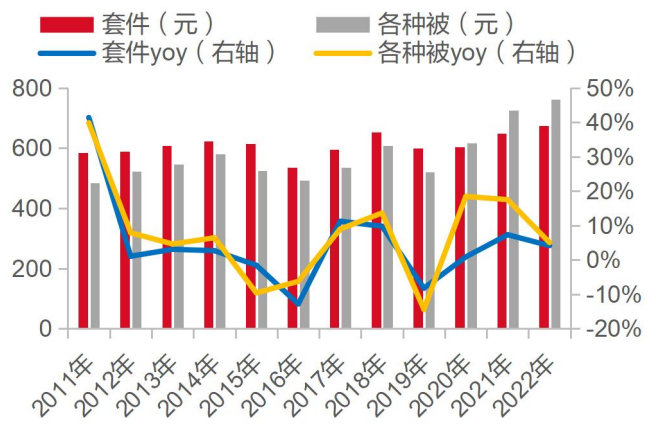
资料来源：中国统计年鉴，东海证券研究所

图 18 睡眠相关百度搜索指数升温



资料来源：百度搜索指数，东海证券研究所

图 19 价增成为驱动力



资料来源：中华全国商业信息中心，东海证券研究所

集齐时尚、舒适和功能，三位一体促产品升级。相比鞋服外品牌，消费者对于床品内品牌的品牌意识较为薄弱，品牌溢价相对有限，产品升级成为同质化突围的有效路径。富安娜主打艺术家纺；罗莱生活主推超柔产品；水星家纺占位被芯单品心智。家纺企业同时也在制造工艺和材质上提升产品的舒适性和功能性，100S 高支高密提供柔软贴身的体感；相比普通棉花，长绒棉、羽绒和蚕丝更为轻盈蓬松，保温锁热功能突出。除了基础功能提升以外，部分产品还提供抗菌、热敷等科技功能。

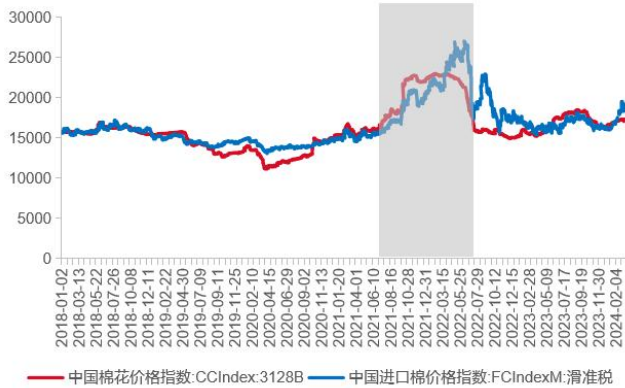
表 6 产品舒适度和功能性提升

枕头		面料/填充物			
乳胶枕	按摩枕	长绒棉	莱赛尔	羽绒	蚕丝
贴合颈部曲线，回弹和支撑性好	颈椎拉伸、红外线外热敷	棉纤维达 33mm，更具柔韧性	吸湿透气、触感清凉	轻盈蓬松、保温锁热	舒适抗皱、光滑柔软

资料来源：淘宝，东海证券研究所

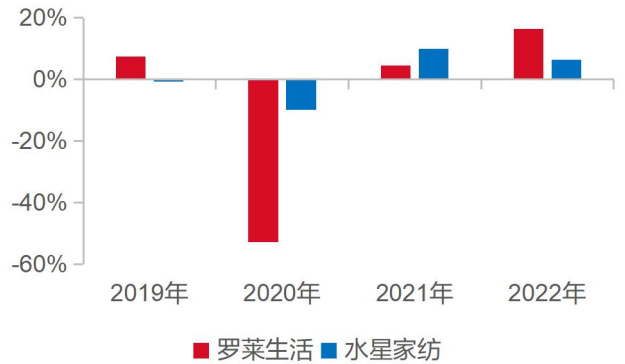
棉价走弱，成本改善。家纺的成本结构中原材料占比近 80%，包括棉麻丝等天然纤维和粘胶纤维、涤纶等化学纤维，其中棉花占比过半。2021 年下半年至 2022 年上半年受供给紧张影响，棉价涨幅高达 60%，罗莱生活、水星家纺等件成本价承压。截至 2024 年 5 月 31 日，国内棉花价格指数 16515 元/吨，进口棉价格指数 15261 元/吨，棉价弱势波动、家纺原材料成本改善。

图 20 棉价走势



资料来源: ifind, 东海证券研究所

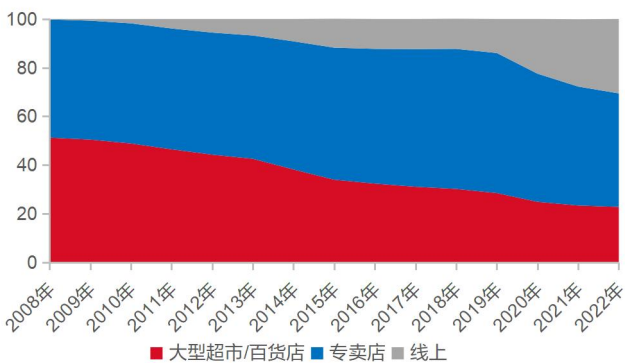
图 21 件成本涨幅



资料来源: ifind, 东海证券研究所

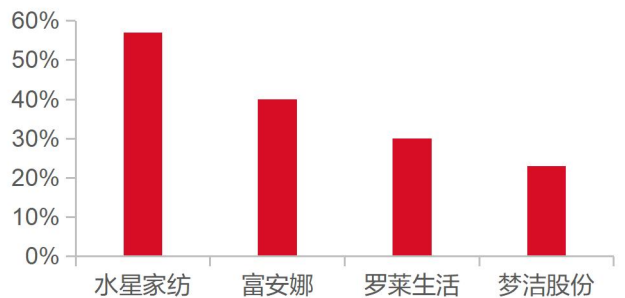
社交电商成为增长新高地，门店运营难度较大。因标准化、体积大、线上线下价差显著等属性，家纺的线上化率较高，2023 年水星家纺/富安娜/罗莱生活/梦洁股份四家上市公司的线上营收占比分别为 57%/40%/30%/23%。伴随流量转向，淘天等传统电商平台流量增长放缓，抖音等社交电商成为增长新高地。预计第三方电商平台的货币化率持续提升，而线下租金水平受资产价格下行和空置率影响呈现下降趋势，线上线下费率剪刀差收敛，叠加线下具备展示和体验的差异化功能，线下门店经济性凸显，有望重回增长通道。家纺店线下渠道以专卖店为主，基于场景和客群协同，常位于家居家具商圈。家纺因低频、中客单、陈列面积大等消费特征，店效和坪效较低，门店运营难度更大。根据中华全国商业信息中心，2023 年全国重点大型零售家纺 CR10 为 40%+，线下中高端百货中心、购物中心集中度较高，街边店分散。

图 22 中国家纺渠道变迁 (%)



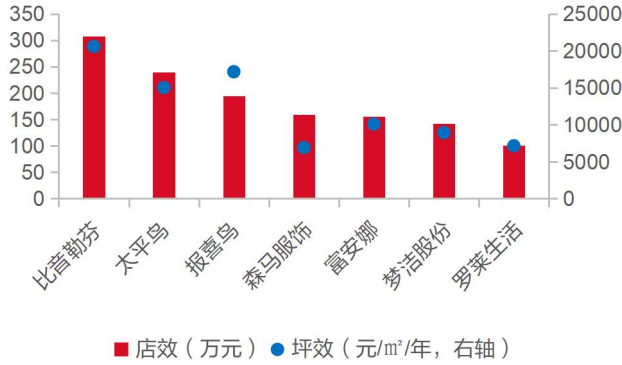
资料来源: 欧睿, 东海证券研究所

图 23 线上营收占比 (2023 年)



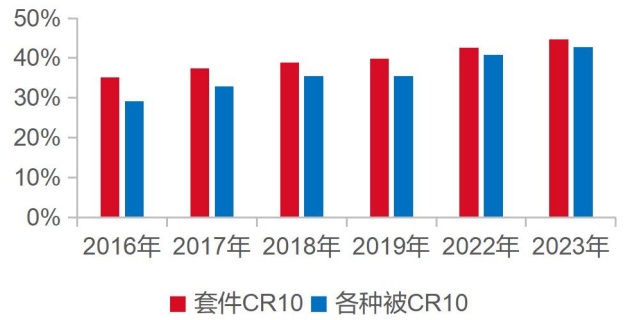
资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 24 家纺店效和坪效较低



资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 25 全国重点大型零售家纺 CR10



资料来源: 中华全国商业信息中心, 东海证券研究所

2.2. 头部企业在高价位带和线下渠道享有相对优势

产业集聚, 区域割据。历史原因、资源协同和政策扶持等因素造就了家纺产业集聚现象, 华东地区江苏、浙江、山东等省份汇集了家纺产业集群, 其中江苏拥有叠石桥、通州两大集群, 产业链体系完整, 产品销售占比全国 52%; 浙江印染优势突出, 以布艺家纺为主要产品; 山东面料优势突出, 主打创新和高端化。家纺的坪效和招商相对较弱, 使得跨区域扩张进程较缓, 呈现区域割据。梦洁股份/罗莱生活/富安娜分别以华中/华东/华南为基地市场, 当地的营收占比分别为 62%/40%/27%。

表 7 产业集聚

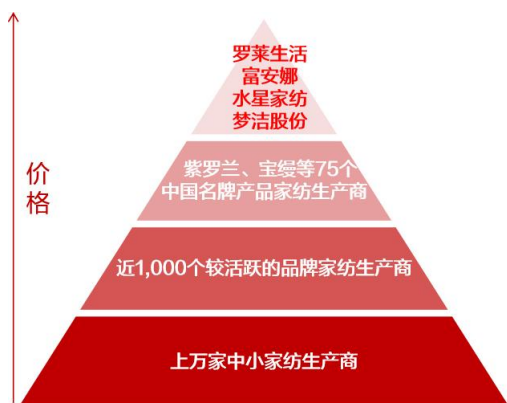
地区	江苏	浙江	山东	广东	上海
集群特点	拥有叠石桥、通州两大集群, 规模大, 产业链体系完整	印染优势突出, 将绸缎与家纺相结合, 发展布艺家纺产品	面料优势突出, 多元化经营、主打创新和高端化	产品设计时尚、品牌意识强	设备先进、产业链升级
代表企业	罗莱生活、紫罗兰家纺	博洋家纺、维科家纺	愉悦家纺	富安娜	水星家纺

资料来源: 淘宝, 东海证券研究所

生产和销售低壁垒造就分散格局。行业格局呈现金字塔, 底部价位带存在上万家白牌小企业。2022 年 CR5 仅为 4.8%, 与女装几乎持平, 整体与 2017 年相比未见明显提升趋势, 罗莱生活和水星家纺分别得益于门店扩张和线上化市占率略有提升。格局分散主因生产和销售壁垒较低: 一方面, 相较于其他服装品类, 家纺的设计和生环节更为简化和标准化, 低门槛和同质化使得行业陷入低价低质的无序竞争; 另一方面, 家纺适配电商渠道, 货架电商、社交电商低门槛销货渠道催生了大量中小企业。

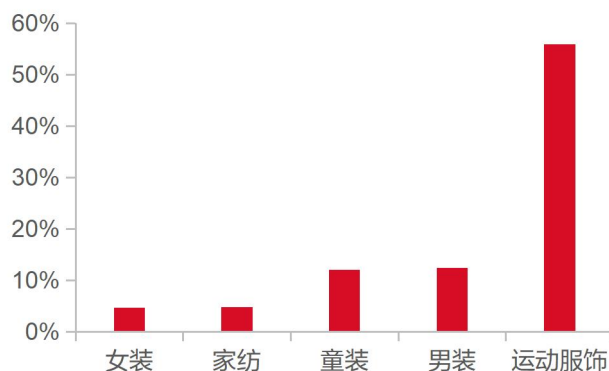
未来行业集中度提升有赖于头部企业在高价位带和线下渠道的相对优势。历史上, 供给过剩、环保成本加大都曾使大量中小白牌企业出清。疫情期间, 供需转弱导致规上企业数量从 2017 年的 1041 家降低至 2022 年的 973 家。预计未来行业集中度提升主要基于头部企业在高价位带和线下渠道的相对优势。罗莱生活、水星家纺、富安娜、洁丽雅、梦洁股份以品牌、产品、渠道优势占据头部价位带。头部企业依托更强的资金实力、品牌影响力和门店管理能力, 优先享受连锁化红利。

图 26 家纺行业格局



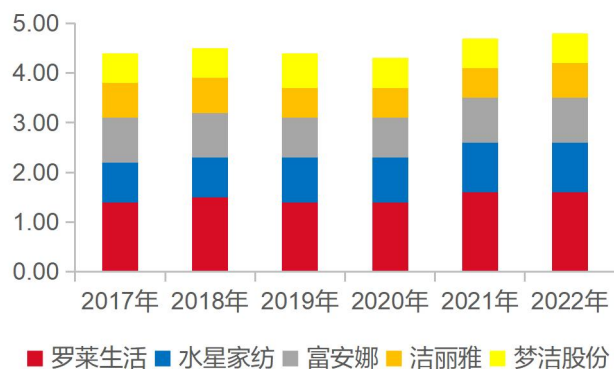
资料来源：头豹，东海证券研究所

图 27 纺服各品类 CR5 (2022 年)



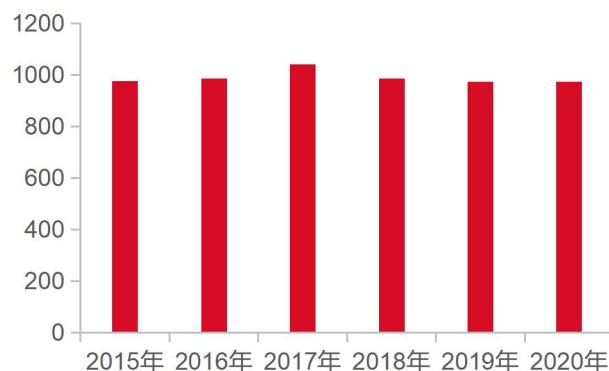
资料来源：欧睿，东海证券研究所

图 28 家纺 CR5 (%)



资料来源：欧睿，东海证券研究所

图 29 床品规上企业数量 (家)



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

3.竞争力

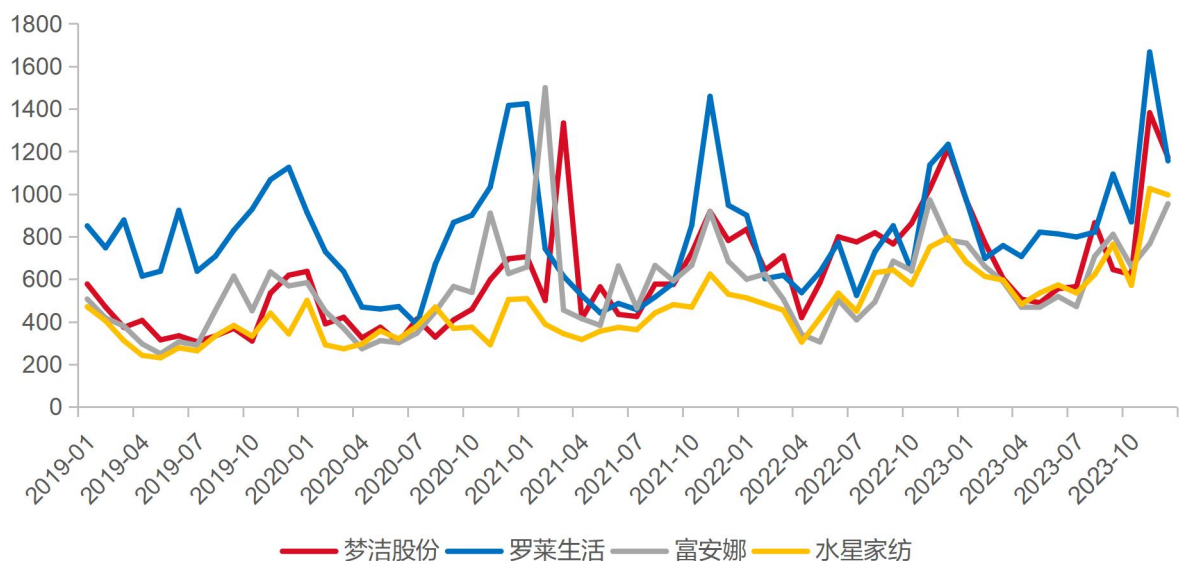
3.1.强化场景和单品心智，提升品牌声量

定位品牌高性价比家纺，单一品牌全国销售额第一。公司形成了“水星”和“百丽丝”两大品牌，其中水星主品牌以“水星家纺”、“水星 STARZ HOME”、“水星 1987”、“水星 kids”为细分系列，整体定位品牌高性价比。根据萝卜投资，2023 年水星家纺均价位于 400-800 元，梦洁股份均价位于 400-1200 元，罗莱家纺均价位于 600-1600 元，水星家纺的均价低于梦洁股份和罗莱家纺约二三成。公司凭借品牌和价格的双重优势实现更广的客群触达和销售转化，既能向下抢夺低价格带份额，又能向上承接品质升级红利。若剔除罗莱生活的海外和非主品牌业务，“水星家纺”已成为全国销售额第一的家纺品牌。

主打功能化，强化场景和单品心智。在家纺产品同质化竞争中，各家通过产品定位标签化突围，例如罗莱生活主打超柔产品（触觉）、富安娜以艺术家纺品牌调性卡位中高端（视觉），公司则占位被芯单品（心智）。2020 年，公司发布“好被芯，选水星”战略，并推进“核心产品”和“极致大单品”策略，功能性卖点更契合消费者的刚性需求并带动其他品类发展。公司自 2020 年起连续四年与中国家用纺织品协会、中国睡眠研究会联合发布《中国被芯白皮书》，抢占被芯专家高地。被芯作为心智产品增长提速，2019-2023 年 CAGR 为 12%，2023 年营收贡献 48% 高于罗莱生活的 35% 和富安娜的 40%。此外，公司深入洞察消费者需求，重点把握儿童使用人群和婚庆高客单消费场景。根据欧睿和弗若斯特沙利文调研，公司在全国婚庆床品、被芯和儿童床品销量中独占鳌头。

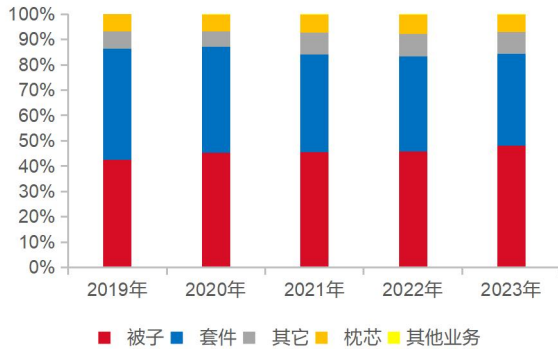
对标优衣库，受益质价比消费趋势。1984 年，创始人柳井正在日本山口县开出第一家优衣库门店，为消费者提供高性价比大众服饰，并通过主打基础款、周度管理、店长制等有效解决库存难题，在日本“失去的二十年”中跑出超额增长。水星家纺和优衣库在底层逻辑上具有两大鲜明的共性，未来有望最大化受益质价比消费趋势。第一，品牌定位上，秉承“品质/价格=价值”定位高性价比，面向大众人群；第二，产品策略上，主打被芯，突出基础性和功能性。

图 30 可比公司海天被子均价（元/件）



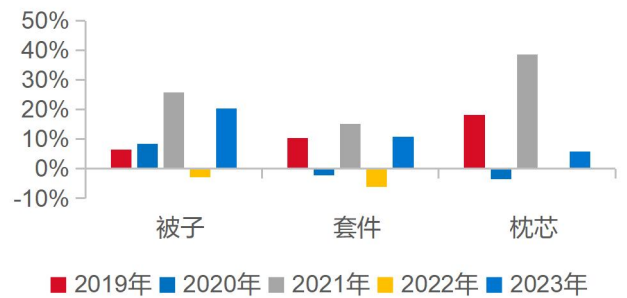
资料来源：萝卜投资，东海证券研究所

图 31 公司营收结构分品类



资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 32 品类增速情况



资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 33 公司在全国婚庆床品、被芯和儿童床品销量中独占鳌头



资料来源: ifind, 东海证券研究所

致力于提升颜值、舒适性和功能性。公司形成了以原创研发设计为主，以与国内外纺织领域知名高校、专业研究机构、知名设计师合作研发为辅的设计研发运作模式，以纤维新材料和助剂新材料为研发重点，致力于提升产品的颜值、舒适性和功能性。自主研发的天然草本抗菌茶氨酸纤维、低致敏纤维、植物蛋白纤维、玉润凉感纤维等材料满足了消费者对环保性能、舒适感、防螨抗菌性、助眠、低致敏等个性化需求。2023年9月，“水星X”系列被芯亮相“芯盖念战略升级暨新品发布会”，新品运用了“三明治构型”，采用优质蚕丝和鹅绒，产品兼具保暖性、优质贴身感和透气性能。截至2023年底，公司拥有专利168件，包括发明专利55件和实用新型专利43件。

表 8 公司推新

时间	被芯	套件
2020年	黄金搭档(升级款)、超长丝系列、匈牙利鹅绒系列、德国羽绒系列等	
2021年	雪糕被、7效全能被、串串绒纤维被等	与敦煌博物馆联名合作国风元素系列等
2022年	雪糕被升级版、黄金搭档·STAR玻尿酸抗菌蚕丝鲜羽绒被、萱·玻尿酸抗菌亲肤桑蚕丝被、“水星1号”金蚕丝被等	果味系列床品、喵铃铛系列等

2023 年

“水星 X”系列、“3D 经纬登峰白鹅绒被”等

“GD·雀予君聆”匹马棉刺绣婚嫁床品套件、俚·戏韵惊鸿系列等

资料来源：ifind，东海证券研究所

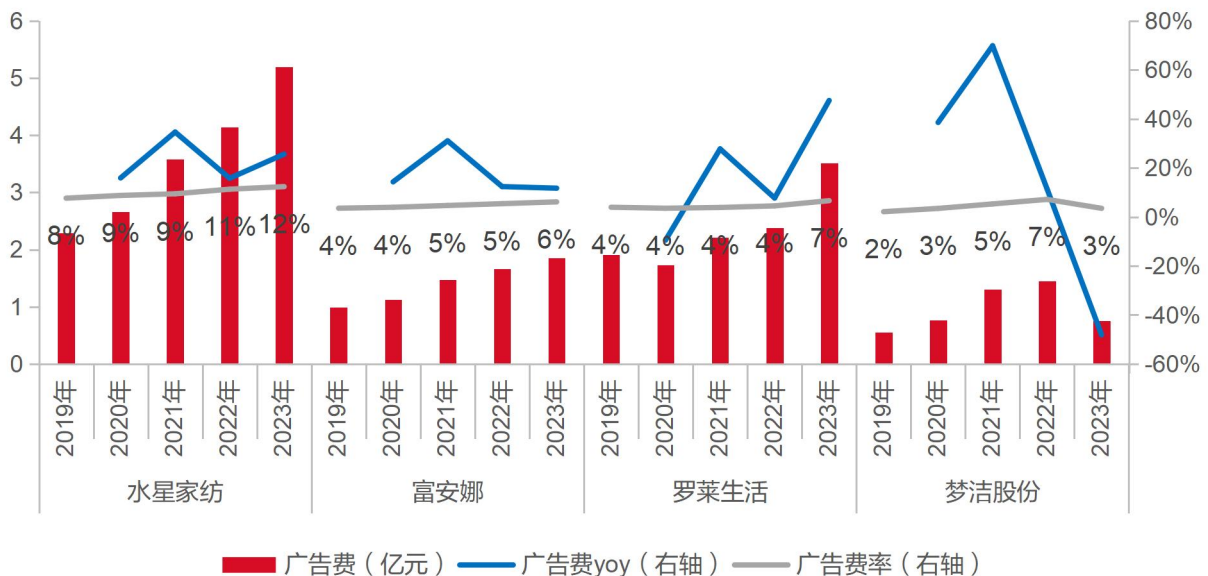
表 9 公司研发体系

机构	举例
国内外纺织领域知名高校	上海应用技术大学、东华大学纺织学院及材料学院、苏州大学纺织服装工程学院
专业研究机构	自设技术研发中心，包括研发中心和技术中心两个分支，专注于品牌专属的花色、款式设计及原材料和工艺技术的研究开发
知名设计师	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，中国十佳时装设计师、中国服装设计师协会理事、2022-2023 央视春晚主持人服饰设计师李呐女士等

资料来源：ifind，东海证券研究所

高频曝光，提升品牌声量。公司最早且唯一启用双代言人、系统化建设品牌，近年来持续保持高频曝光，提升品牌声量，主要营销方式表现在：**1）跨圈拓客。**公司先后携手钟薛高/RIO/敦煌博物馆/喵铃铛等，推出雪糕被/果味系列床品/国风元素家纺产品/喵铃铛系列，跨界传播有助于突破品牌受众圈，推动品牌年轻化升级。**2）拥抱新媒体流量。**公司借助抖音、视频号、快手、小红书、微博等助力品牌宣传，例如打造婚俗文化 100 城新娘专业号，与湖南卫视《中国婚礼 2》、高级婚尚生活杂志《时尚新娘》和《岛 iSLAND》合作，为水星家纺婚庆系列产品推广助力。**3）门店引流。**公司设立线下快闪店和被芯概念店，进行被芯材质的溯源和网红打卡传播，不断塑造其被芯的专业性和科学性。公司广告费用较高主要受电商属性和品牌建设投入影响，在产品同质化的情形下，有助于积累粉丝、沉淀用户，最终实现品牌驱动替代流量驱动。未来伴随品牌资产积累、流量策略提效，费用端仍有较大优化空间。

图 34 可比公司广告费

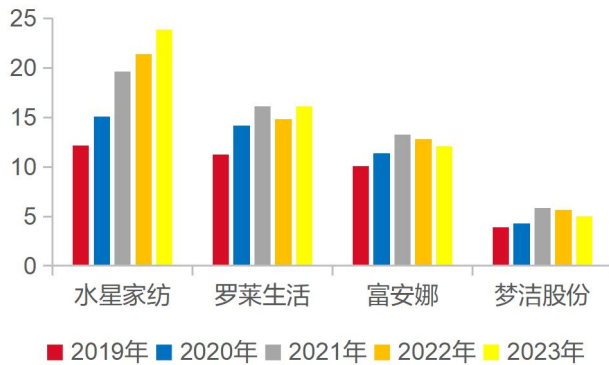


资料来源：ifind，东海证券研究所

3.2. 领先布局电商，外埠市场培育较好

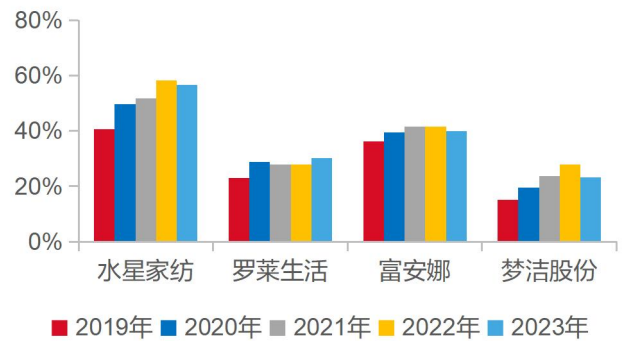
战略性领先布局，电商高速发展。2019-2023 年水星家纺/罗莱生活/富安娜/梦洁股份电商 CAGR 为 18%/9%/5%/6%，2023 年电商营收为 23.88/16.10/12.10/5.03 亿元，营收贡献占比 57%/30%/40%/23%，电商成为公司主力优势渠道，线上营收增速、贡献领跑同行。电商的高速发展得益于：**1) 战略性领先布局。**2008 年开设电商业务、2016 年开始线上专供、2020 年下半年设立直播中心，公司紧抓电商增长趋势，步步领跑并迅速积累了先发优势，在各大主流电商平台积累百万级粉丝基础并长期占据销售排名中的头部地位。**2) 团队精锐。**电商业务由副董事长李来斌组建，通过培养和引进人才建立了一支高度专业化的电商业务团队，成立了直播中心以承接自播和第三方直播业务。电商团队具有较强的开拓能力、专业的运营能力及灵活的应变能力。

图 35 可比公司电商营收变化（亿元）



资料来源：ifind，东海证券研究所

图 36 可比公司电商营收占比



资料来源：ifind，东海证券研究所

表 10 线上流量粉丝（万）

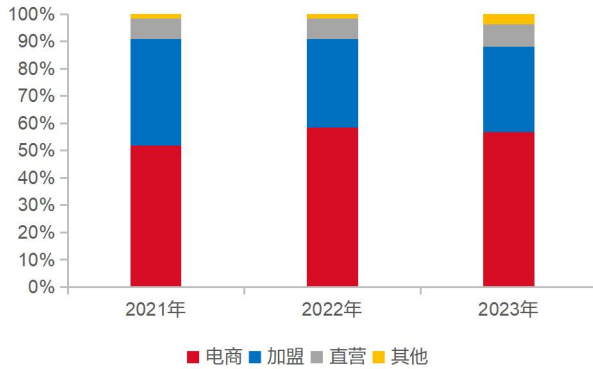
	富安娜	罗莱生活	水星家纺	梦洁股份
天猫旗舰店	539	735	1,117	322
京东旗舰店	181	495	177	115
唯品会旗舰店	100	85	148	53
抖音旗舰店	112	61	186	36

资料来源：淘宝（2024 年 3 月 29 日，多店铺情形下参考 Top1 店铺），东海证券研究所

渠道下沉，外埠市场培育较好。1) 从城市等级看，公司在一二线城市实施“重点布局”，以直营模式打造多个标杆性终端门店，扩大对高线城市消费群体的覆盖；在三四线城市借助“公司—总经销商—经销商”的二级经销模式，充分利用各级经销商的市场资源、人力资源和资金资源，形成广泛的网格状销售网络。公司有将近 2200 家门店（百度地图），以三四线城市加盟为主，未来将拓展线下自营渠道加大对核心商圈的进驻力度。2) 从市场分布看，华东为基地市场，西南、华北、华中等外埠市场培育较好，2023 年华东/西南/华北/华中营收占比分别为 17%/7%/7%/5%，2019-2023 年 CAGR 为 +3%/-1%/+2%/-4%。

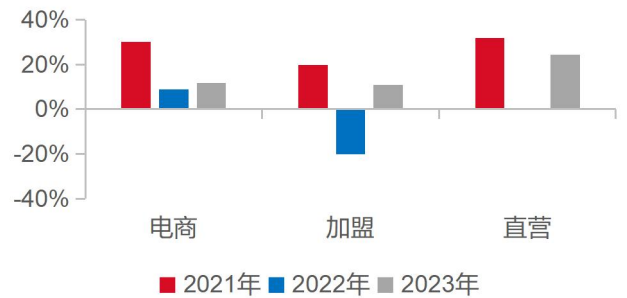
新零售赋能，线上线下融合创新。为实现“线上线下融合，全链路数字化”的长期发展战略，公司加速实施数字化改造，一方面设立新零售中心，通过线下营销活动支持经销商运用云店小程序、直播、短视频、公域流量分配、私域流量经营等新零售模式，增加线下门店获客率；另一方面，通过终端门店 POS 系统，规范会员管理模式，数字化精准洞察消费者的购买意向。

图 37 公司营收结构分渠道



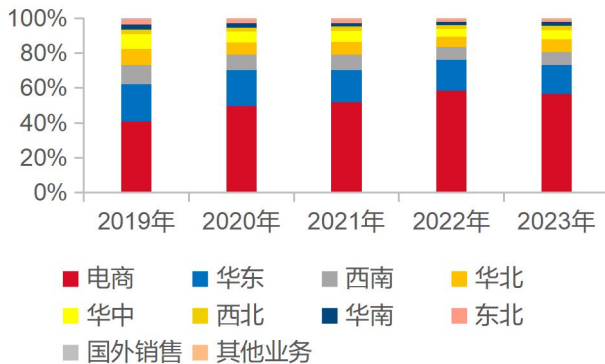
资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 38 渠道增速情况



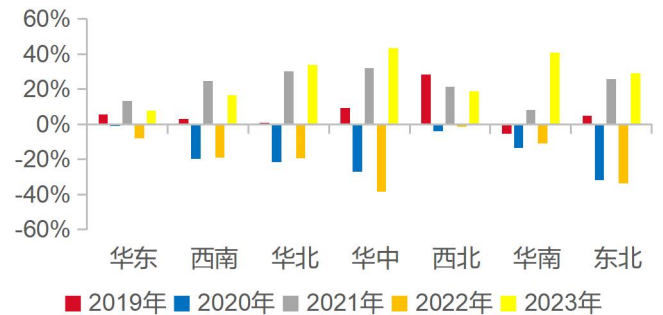
资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 39 公司营收结构分市场



资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 40 市场增速情况



资料来源: ifind, 东海证券研究所

3.3.2026 年产能有望扩充 30%+

集采优化供应链, 合作生产基地保障核心原料。2023 年公司向前五大供应商采购 3.59 亿元, 占总采购金额的 16.04%, 通过大宗集采有效降低生产成本。此外, 对于核心稀缺原料, 公司通过战略合作方式控制供应链前端。例如, 2019 年公司与浙江大学、湖州农科院蚕桑专家合作成功培育了金色丝的蚕桑新品种“水星 1 号”, 并与国内大型桑蚕基地建立了长期的合作关系, 在蚕丝涨价、蚕丝被热销的情形下, 有利于保障产品推广需求和成本优化。

加强信息化、数字化建设, 提升供应链效率。自 2009 年起实施 TIPTOPERP 系统以来, 公司陆续上线 ERP、DRP、POS、OMS、BPM、WMS 等。完善的信息化系统有助于实现公司总部与供应链上下游(总经销商、经销商、店柜终端、供应商及外协工厂)的信息交互, 提高运营效率, 为渠道扩张和供应链能力的提升提供有力支持。同时, 公司强化数字化供应链体系建设, 搭建供应链数据分析模型及应用, 提升供应链响应速度及分析决策管理能力。

图 41 信息化格局规划



资料来源：招股书，东海证券研究所

2026 年产能有望扩充 30%+。2016 年套件/被芯/枕芯自有产能利用率为 137.50%/116.72%/119.91%，公司销售旺盛，产能超负荷运转，通过外协、扩产缓解产能偏紧的问题。1) **上市之初**，公司募集 3.77 亿资金拟用于生产基地及仓储物流信息化建设项目，新建建筑面积 18,180 平方米的芯被生产车间，将原有被芯和枕芯生产线搬迁至新车间，新增被芯产能 70 万条/年。2) **2023 年 12 月**，公司再推可转债项目，拟用 6.45 亿元建设水星家纺（南通）产业基地、1.41 亿元建设水星电子商务园区（智能仓储基地）。水星家纺（南通）产业基地建成生产线可年产套件/被芯/枕芯 40 万套/175 万条/85 万只，产能有望扩充 30%+，预计将于 2026 年下半年投产。3) **智能化产线**，公司在生产基地引进尖端智能化设备，如意大利枕芯生产线、德国大象多针机等，精选生产与机械工艺，提升运转效率、制成率及单产水平。信息化、数字化系统建设，叠加智能化产线，人效持续改善，生产人员从 2019 年的 1636 人下降至 2023 年的 1216 人。

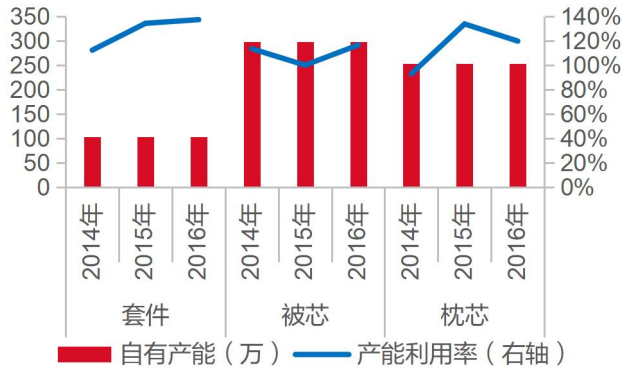
表 11 可转债建设项目

建设项目	投资金额(万元)	建设地点	建设内容	建设期	投资收益
水星家纺（南通）产业基地	64458.3	江苏省南通市通州区川姜镇	建成生产线可年产套件产品 40 万套、被芯产品 175 万条、枕芯产品 85 万只，同时建成现代化仓储物流中心	30 个月，已于 2023 年 10 月完成立项备案手续	预计将新增年销售收入 55,325.00 万元，年均净利润 4,848.22 万元，税后内部收益率 13.30%

水星电子商务园区（智能仓储基地）项目	14,105.35	上海市奉贤区奉金路 99 号	引进自动化仓储设备及相关系统建设智能仓储基地	18 个月，已于 2023 年 8 月完成立项备案手续
--------------------	-----------	----------------	------------------------	-----------------------------

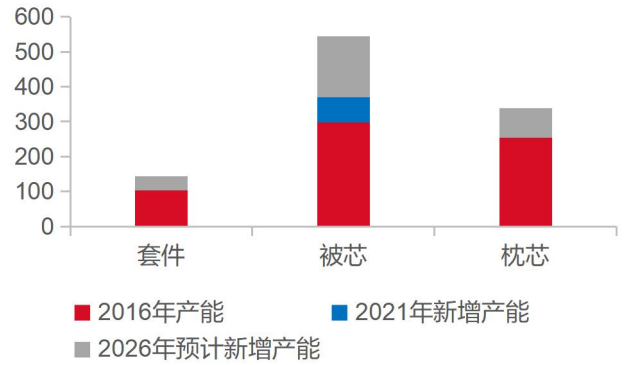
资料来源：ifind，东海证券研究所

图 42 产能利用率情况



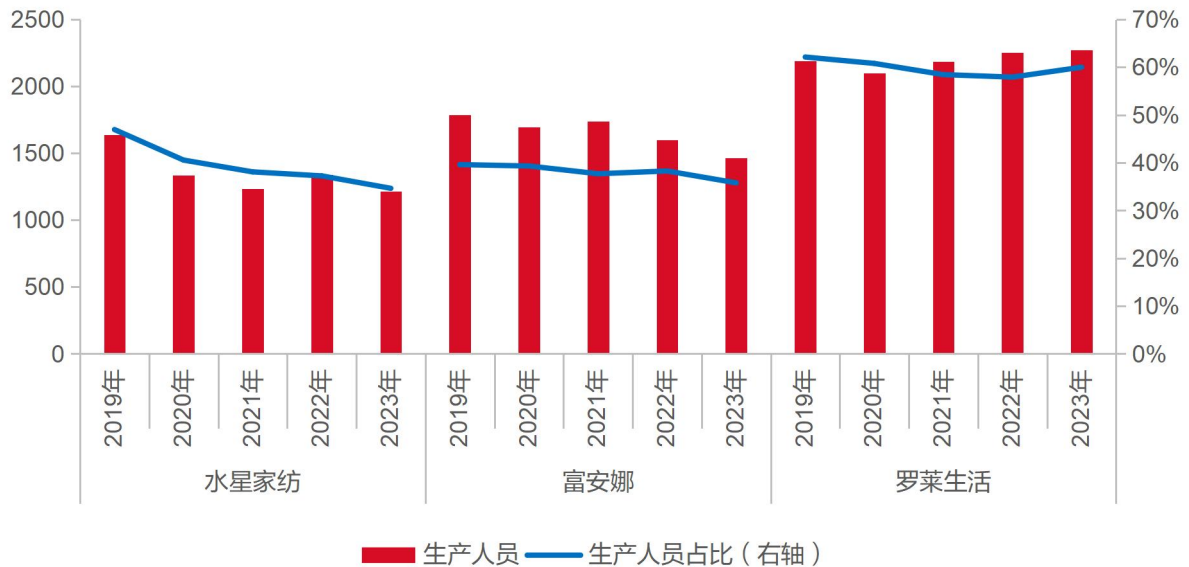
资料来源：ifind，东海证券研究所

图 43 产能扩充情况 (万)



资料来源：ifind，东海证券研究所

图 44 生产人效提升 (人)



资料来源：ifind，东海证券研究所

4.盈利预测与投资建议

收入：公司电商优势突出，伴随电商格局趋稳、竞争良性，线上业务有望稳健增长。线下增长得益于恢复性增长和空白市场门店数加密，预计线下消费伴随消费复苏逐渐进入上升通道。预计 2024-2026 年线上营收增速为 8.26%/11.86%/12.75%，加盟营收增速为 7.17%/12.24%/13.69%，直营营收增速为 7.68%/12.73%/13.91%。

毛利率：毛利率提升趋势明确，电商格局逐渐明朗，叠加产品结构升级、供应链优化，毛利率有望逐年递增。预计 2024-2026 年线上毛利率为 41.02%/41.87%/42.57%，加盟毛利率为 38.82%/39.57%/40.22%，直营毛利率为 54.81%/55.56%/56.21%。

表 12 营收拆分（万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
线上	213,727	238,825	258,552	289,216	326,091
yoy	8.77%	11.74%	8.26%	11.86%	12.75%
毛利率	38.53%	39.77%	41.02%	41.87%	42.57%
营收占比	58.46%	56.82%	57.13%	57.16%	57.05%
加盟	118,393	131,342	140,760	157,989	179,617
yoy	-20.21%	10.94%	7.17%	12.24%	13.69%
毛利率	36.80%	37.92%	38.82%	39.57%	40.22%
营收占比	32.38%	31.25%	31.10%	31.22%	31.43%
直营	27,966	34,801	37,473	42,244	48,120
yoy	0.18%	24.44%	7.68%	12.73%	13.91%
毛利率	51.73%	53.91%	54.81%	55.56%	56.21%
营收占比	7.65%	8.28%	8.28%	8.35%	8.42%
其他	5,509	15,322	15,782	16,571	17,731
yoy	-13.93%	178.15%	3.00%	5.00%	7.00%
毛利率	27.15%	32.98%	33.00%	35.00%	35.00%
营收占比	1.51%	3.65%	3.49%	3.27%	3.10%
主营营业收入	365,594	420,290	452,567	506,019	571,559
yoy	-3.58%	14.96%	7.68%	11.81%	12.95%
毛利率	38.81%	40.12%	41.20%	42.07%	42.75%
其他营业收入	781	801	825	867	927
yoy	3.83%	2.55%	3.00%	5.00%	7.00%
毛利率	-12.77%	-1.92%	0.00%	0.00%	0.00%
总营业收入	366,375	421,091	453,392	506,886	572,486
yoy	-3.57%	14.93%	7.67%	11.80%	12.94%
毛利率	38.70%	40.04%	41.12%	42.00%	42.68%

资料来源：东海证券研究所

投资建议：公司定位品牌高性价比卡位最大客群，同时主打被芯功能单品，在品牌定位和产品策略上与优衣库具有相似的底层逻辑，业绩表现持续领跑。公司兼具低估值、高分红特征，长期来看具备较高的业绩成长和盈利优化空间。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 4.09/4.59/5.20 亿元，同比增速为 7.86%/12.16%/13.46%，对应 P/E 为 10/9/8 倍。考虑成长性，PEG 估值性价比突出，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 13 可比公司估值

公司名称	时间	水星家纺	富安娜	罗莱生活
营收增速	2023A	14.93%	-1.62%	0.03%
	2024E	7.67%	7.09%	4.59%
	2025E	11.80%	6.33%	8.89%
归母净利润增速	2023A	36.23%	7.02%	-1.44%
	2024E	7.86%	8.76%	3.47%
	2025E	12.16%	8.75%	14.32%
归母净利润（亿元）	2023A	3.79	5.72	5.73
	2024E	4.09	6.22	5.93
	2025E	4.59	6.77	6.78
PE	2023A	10.47	14.78	11.51
	2024E	9.69	13.59	11.12
	2025E	8.64	12.48	9.73
PEG	2023A	0.29	2.10	-8.06
	2024E	1.23	1.55	3.22
	2025E	0.71	1.43	0.68

资料来源：除富安娜和水星家纺以外使用 ifind 一致性预测（截至 2024 年 7 月 8 日收盘），东海证券研究所

5.风险提示

1) **结婚和销售住宅下滑**。当前结婚登记人数和房产销售持续下滑，家纺市场规模与结婚登记人数和销售住宅套数紧密相关，结婚和销售住宅持续下滑可能抵消消费提频和价增影响，导致整体市场规模负增长。

2) **消费需求疲软**。家纺消费的价格弹性较大，国民经济不景气、居民收入增长放缓等都可能影响家纺产品的市场需求。整体消费复苏强度偏弱，呈现质价比趋势，中产阶级购买能力受损。经济弱势恢复可能会影响居家品质生活的进程，产业竞争难以摆脱低质低价的恶性竞争，中高端家纺企业市场份额被蚕食。

3) **原材料波动**。原材料包括布料、填充料和辅料，其中，布料主要用于生产套件产品、填充料主要用于生产被芯、枕芯产品，辅料主要为拉链、花边等。原材料在公司的产品成本构成中占比较高，约占产品总成本的80%以上，其价格容易受到棉花、化纤等大宗原材料价格波动的影响。

附录：三大报表预测值

利润表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,211	4,534	5,069	5,725
%同比增速	15%	8%	12%	13%
营业成本	2,525	2,669	2,940	3,282
毛利	1,686	1,864	2,129	2,443
%营业收入	40%	41%	42%	43%
税金及附加	27	29	33	37
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	1,015	1,119	1,283	1,467
%营业收入	24%	25%	25%	26%
管理费用	181	202	236	272
%营业收入	4%	4%	5%	5%
研发费用	78	85	96	112
%营业收入	2%	2%	2%	2%
财务费用	-19	-22	-23	-21
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	-22	-24	-24	-24
信用减值损失	-1	-4	-4	-4
其他收益	16	19	22	25
投资收益	1	1	2	2
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	6	0	0	0
资产处置收益	2	1	1	2
营业利润	407	444	500	575
%营业收入	10%	10%	10%	10%
营业外收支	44	42	46	44
利润总额	451	486	546	619
%营业收入	11%	11%	11%	11%
所得税费用	71	78	87	99
净利润	379	409	459	520
%营业收入	9%	9%	9%	9%
归属于母公司的净利润	379	409	459	520
%同比增速	36%	8%	12%	13%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	1.44	1.56	1.75	1.98

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	1.44	1.56	1.75	1.98
BVPS	11.21	11.75	12.24	12.58
PE	10.47	9.69	8.64	7.61
PEG	0.29	1.23	0.71	0.57
PB	1.35	1.28	1.23	1.20
EV/EBITDA	6.00	5.27	4.86	4.51
ROE	13%	13%	14%	16%
ROIC	11%	12%	13%	15%

资产负债表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,124	1,212	1,072	864
交易性金融资产	363	451	539	626
应收账款及应收票据	333	344	380	426
存货	962	991	1,029	1,112
预付账款	79	55	61	68
其他流动资产	144	119	127	136
流动资产合计	3,006	3,173	3,208	3,233
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	366	434	531	640
无形资产	112	105	98	91
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	72	82	82	82
其他非流动资产	92	81	128	150
资产总计	3,647	3,875	4,047	4,197
短期借款	6	80	80	80
应付票据及应付账款	293	310	342	381
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	84	88	97	108
应交税费	56	60	68	76
其他流动负债	209	222	243	267
流动负债合计	649	761	829	912
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	53	28	4	-20
负债合计	702	789	832	892
归属于母公司的所有者权益	2,945	3,086	3,215	3,305
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	2,945	3,086	3,215	3,305
负债及股东权益	3,647	3,875	4,047	4,197

现金流量表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	493	509	525	559
投资	-212	-88	-88	-88
资本性支出	-31	-113	-226	-227
其他	-55	2	4	4
投资活动现金流净额	-298	-198	-310	-311
债权融资	6	47	-24	-24
股权融资	0	-31	0	0
支付股利及利息	-184	-238	-332	-431
其他	-58	-1	0	0
筹资活动现金流净额	-236	-223	-356	-455
现金净流量	-41	88	-141	-207

资料来源：携宁，东海证券研究所（截至2024年7月8日收盘）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089