

**002293.SZ**
**买入**

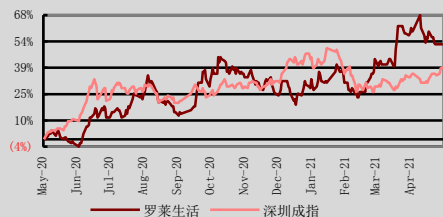
原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 14.14

板块评级: 强于大市

**本报告要点**

- 增长潜力较大的家纺龙头企业

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	15.5	(6.2)	7.7	52.8
相对深证成指	15.0	(10.6)	5.1	13.4

发行股数(百万)	828
流通股(%)	94
总市值(人民币 百万)	11,869
3个月日均交易额(人民币 百万)	79
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
伟佳国际企业有限公司	17

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
以 2021 年 5 月 31 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

纺织服装: 服装家纺

证券分析师: 郝帅

(8610)66229231

shuai.hao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521030002

# 罗莱生活

## 行业龙头变革图新, 新零售添翼成长可期

在疫情下公司持续升级品牌建设, 从而实现业绩逆势提升, 线上业务表现亮眼。目前国内家纺行业发展空间大, 同时消费升级利好龙头市占率提升, 作为家纺行业龙头企业, 公司将线上持续发力新零售业务, 线下致力于提升终端零售的规模和效率, 预计公司未来发展强劲。首次覆盖, 给予买入评级。

**支撑评级的要点**

- **品牌建设持续升级, 稳步发展领军行业。**公司是家纺行业龙头, 收入和利润长期保持稳健增长。2012-2020 年, 公司营业收入由 27.25 亿元增长至 49.11 亿元, 在疫情影响下收入同比增长 1.04%; 归母净利润为 5.85 亿元, 同比增长 7.13%。公司深耕家纺业务, 拥有良好品牌知名度。坚持产品研发创新, 持续不断提升综合管理能力, 连续 16 年床上用品市场综合占有率第一。疫情后展现出龙头品牌的优势, 预计未来龙头地位进一步巩固。
- **家纺行业发展空间大, 消费升级利好龙头市占率提升。**家纺行业发展迅速, 2019 年行业规模达到 2475 亿元, 仍有巨大发展空间。伴随消费潜力释放, 预计 2020-2024 年国内家纺业复合增速达到 4.36%。2019 年中国家纺业 CR5 仅为 4.20%, 国内家纺行业集中度低, 随着居民消费水平提升带动消费升级, 龙头企业有望取得更高市占率。
- **线上新零售强势发展, 线下运营升级增长可期。**公司进驻新兴电商平台并布局新零售业务, 积极运营线上品牌 LOVO, 渠道升级成效显著, 预计 2020-2022 年线上收入复合增速将达到 23.29%。线下方面, 由于疫情影响和统计口径改变, 2020 年公司门店数量减少至 2236 家。未来公司将加强对加盟店的扶持力度, 提升终端零售的规模和效率, 同时发力于私域流量打造和维护, 发挥线上线下全渠道联动优势。

**盈利预测和估值**

- 预计公司 2021-2023 年营收分别为 57.4/64.2/70.4 亿元, 净利润为 7.3/8.3/9.3 亿元, 对应 EPS 0.89/1.00/1.12 元/股, 当前股价对应 2021E-2023E 市盈率 16/14/13 倍。家纺行业目前已基本摆脱疫情影响迎发展良机, 公司作为龙头企业, 线上线下齐发力带动未来收入增长。首次覆盖给予**买入**评级。

**评级面临的主要风险**

- 疫情复苏不及预期、市场竞争加剧、门店拓展不及预期。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	4,860	4,911	5,739	6,417	7,044
变动(%)	1	1	17	12	10
净利润(人民币 百万)	546	585	734	826	925
全面摊薄每股收益(人民币)	0.660	0.707	0.886	0.998	1.118
变动(%)	(6.9)	7.1	25.4	12.6	12.0
全面摊薄市盈率(倍)	21.7	20.3	16.2	14.4	12.8
价格/每股现金流量(倍)	15.6	13.9	16.9	15.9	14.4
每股现金流量(人民币)	0.92	1.03	0.85	0.90	1.00
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.0	14.9	10.9	9.8	8.4
每股股息(人民币)	0.363	0.423	0.531	0.597	0.669
股息率(%)	2.5	2.9	3.7	4.2	4.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 目录

<b>公司长期发展稳健，领军家纺行业</b> .....	<b>5</b>
国内家纺龙头企业，品牌地位位居前列.....	5
不断强化品牌建设，实现稳步发展.....	6
股权结构集中稳定，近三年分红率逐年增长.....	8
<b>家纺发展空间大，新零售拉升业绩，投资时点来临</b> .....	<b>10</b>
行业整体稳健发展，龙头企业凸显竞争优势.....	10
行业增长平稳且空间较大，消费升级利好龙头企业集中.....	10
行业渠道调整，线下重点布局下沉市场，线上发展新零售.....	12
疫情下家纺行业实现较快恢复，迎来投资时点.....	14
<b>线上业务调整显效，新零售具备潜力</b> .....	<b>16</b>
线上业务品牌分拆调整完成，品牌盈利能力恢复.....	16
公司新零售蓬勃发展，线上业务潜力较大.....	17
<b>线下注重盈利能力提升，内生增长可期</b> .....	<b>19</b>
<b>财务分析</b> .....	<b>21</b>
收入利润稳定增长，盈利能力行业领先.....	21
控费能力良好，销售费用率保持稳定.....	21
周转情况行业前列，营运能力良好.....	22
<b>盈利预测与估值</b> .....	<b>23</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>24</b>

## 图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司品牌建设多元化发展.....	5
图表 2. 公司营收连续多年维持增长.....	6
图表 3. 公司产品销售结构稳定（单位：亿元）.....	6
图表 4. 公司发展可以分为四个阶段，当前处于龙头地位不断巩固的时期.....	7
图表 5. 2020 年公司启动供应链管理优化项目二期并大力推动数字化变革.....	7
图表 6. 2020 年公司持续研发创新，升级产品质量.....	8
图表 7. 易烊千玺成为品牌代言人.....	8
图表 8. 易烊千玺代言超柔系列.....	8
图表 9. 公司股权分布较为集中.....	9
图表 10. 公司分红可观（单位：亿元）.....	9
图表 11. 家纺行业规模稳步扩大.....	10
图表 12. 中国家纺市场人均消费潜力有待开发（单位：美元）.....	11
图表 13. 龙头企业市占率有较大提升空间.....	11
图表 14. 龙头企业品牌矩阵覆盖中高端市场.....	12
图表 15. 家纺头部品牌门店数量趋于平稳（单位：家）.....	12
图表 16. 龙头品牌单店收入总体提升（万元/家）.....	12
图表 17. 家纺头部品牌提升门店形象，重点布局三、四线城市.....	13
图表 18. 罗莱门店升级前.....	13
图表 19. 2020 罗莱私享家全新升级.....	13
图表 20. 龙头企业积极拓展新零售业务，直播销售成效显著.....	13
图表 21. 企业线上收入规模及占比保持增长（单位：亿元）.....	14
图表 22. 疫情下家纺行业凸显竞争优势.....	14
图表 23. 罗莱生活线上龙头地位巩固.....	15
图表 24. 家纺品牌 2020 年双十一全网销售额增长显著.....	15
图表 25. 线上业务历经波折，品牌分拆成效显著.....	16
图表 26. LOVO 借助周冬雨代言扩大影响力.....	16
图表 27. LOVO 借助杨洋代言增大知名度.....	16
图表 28. LOVO 产品端改善，营销力度持续加大.....	17
图表 29. LOVO 主打年轻化产品.....	18
图表 30. LOVO 以“快乐的蜗牛”作为品牌形象.....	18

图表 31. 公司门店数量受疫情影响减少, 加盟门店占比上升 .....	19
图表 32. 受疫情影响公司门店单店收入下降 .....	19
图表 33. 公司大店形象改造, 融入罗莱 KIDS 产品 .....	20
图表 34. LOVO 以“快乐的蜗牛”作为品牌形象 .....	20
图表 35. 公司收入规模稳步增长, 居行业上游 (单位: 亿元) .....	21
图表 36. 公司净利润持续提升, 居行业前列 (单位: 亿元) .....	21
图表 37. 2020 年毛利率略有下降, 净利率小幅上升 .....	21
图表 38. 公司销售费用率整体稳定 .....	22
图表 39. 公司运营质量稳定, 2020 年管理费用率下降 .....	22
图表 40. 公司存货周转天数有所下降 (单位: 天) .....	22
图表 41. 公司应收账款周转天数总体稳定 (单位: 天) .....	22
图表 42. 公司收入拆分表 .....	23
图表 43. 公司 PE 估值表 (单位: 亿元) .....	23
损益表(人民币 百万) .....	25
资产负债表(人民币 百万) .....	25
现金流量表(人民币 百万) .....	25
主要比率 (%) .....	25

## 公司长期发展稳健，领军家纺行业

### 国内家纺龙头企业，品牌地位位居前列

坚持多元化品牌建设，成为国内家纺行业龙头。罗莱生活创始于1992年6月，2009年9月在深圳证券交易所上市，聚焦以床上用品为主的家用纺织品业务，是国内家纺行业龙头。公司拥有自主品牌罗莱家纺、LOVO、LUOLAI KIDS、LAVIE HOME、YOLANNA，收购品牌LEXINGTON，代理多个国际品牌，拥有良好品牌知名度和美誉度。公司集研发、设计、生产、销售于一体，建设线上线下全渠道销售网络，旗下品牌覆盖多层次市场，连续16年床上用品市场综合占有率第一名。

图表 1. 公司品牌建设多元化发展

类别	品牌	品牌标识	品牌特点	品牌形象
自有品牌	LUOLAI		用优质的原材料，精心的做工，人性化的优美设计，贴心的服务，给消费者带来身心的超凡满足。	
	LOVO		LOVO 乐蜗家纺秉持顺应当代中国年轻、时尚消费者的生活方式及消费需求的理念，再持续进行产品和品牌的升级，不断创新、与时俱进，继续引领年轻时尚家纺家居行业前行。	
	LUOLAI KIDS		致力于为0-14岁婴幼儿童，为孩子营造全方位的灵感空间，通过欧式现代的风格，带来高质、童趣和场景化的体验。	
	LAVIE HOME		国际家居文化的领导者，致力于不断引进全球优质的生活用品、家居设计之作。精选全球的家居生活用品，提供丰富多元和优质的生活构想。	
	YOLANNA		坚持传统蕾丝工艺，傲视世界的手工蕾丝与现代设计结合，打造出极致、唯美、华贵的高端寝居品牌。	
全资收购品牌	LEXINGTON		以创新而屡屡获奖的产品设计、优异的产品品质和出色的生活方式呈现而闻名于世。涵盖定制软包和户外设计，处处映射着美国奢华家居的精髓。	
合资控股品牌	UCHINO		日本内野是毛巾行业国际知名品牌之一，提出了一人使用一条毛巾的家庭毛巾概念，在毛巾制作上导入时尚元素。	
	ZUCCHI		意大利百年家纺品牌，收藏56,000件文物级印花刻板，体现意式时尚家居格调。	
	Bassetti		Bassetti 是床品四件套组合销售概念的先驱者，产品花型灵感来源于意大利各城市的文化与风情，可谓“描绘出最美的意大利”。	
授权/代理品牌	Sheridan		坚持手绘图样和原创色彩，充满了设计师对生活的热爱和对品质生活的追求，在澳洲市场占有举足轻重的地位。	
	Schlossberg		以手工制作和独创设计闻名，每一件都是艺术精品。瑞士原厂手工定制，定制服务成为众多名人凸显尊贵身份象征。	

资料来源：公司公告，中银证券



在疫情影响下，公司业绩逆势增长。公司收入利润增长稳健，2012年-2020年，公司营业收入由27.25亿元增长至49.11亿元，2020年公司在疫情下收入同比增长1.04%；归母净利润为5.85亿元，同比增长7.13%。2020年上半年由于疫情严重，公司营业收入和净利润同比下降12.87%/19.34%，但随着疫情得到改善，同时公司持续聚焦主业，强化品牌建设、加强研发创新及零售转型，不断提升管理效益，公司2020年下半年营业收入同比增长12.42%，净利润同比增长23.30%。实现了逆境下的快速恢复。公司2021年第一季度收入同比增长47.69%，净利润同比增长156.15%，预计未来延续高水平增长。

图表 2. 公司营收连续多年维持增长

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2020H1	2020H2	2020Q1	2021Q1
收入 (亿元)	27.61	29.16	31.52	46.62	48.13	48.60	49.11	19.06	30.05	8.93	13.19
Yoy(%)	9.40	5.59	8.11	47.89	3.24	0.98	1.04	(12.87)	12.42	(21.94)	47.69
净利润 (亿元)	3.98	4.10	3.17	4.28	5.35	5.46	5.85	1.67	4.18	0.71	1.83
Yoy(%)	19.85	3.01	(22.63)	34.85	24.92	2.16	7.13	(19.34)	23.30	(50.66)	156.15

资料来源：万得，中银证券

公司产品多样，核心业务收入保持增长。公司聚焦以床上用品为主的家用纺织品业务，主要产品包括标准套件类、被芯类、枕芯类、夏令产品和其他饰品，2017年开始新增家具类产品。其中，标准套件类和被芯类是公司的核心产品。2020年标准套件类营业收入16.16亿，占比32.90%；2020年被芯类产品营业收入15.56亿，占比31.68%。

图表 3. 公司产品销售结构稳定 (单位: 亿元)

产品分类		2016	2017	2018	2019	2020
标准套件类	收入	13.77	16.06	17.38	16.69	16.16
	占比(%)	43.69	34.46	36.12	34.34	32.90
被芯类	收入	10.34	13.9	13.84	14.42	15.56
	占比(%)	32.80	29.82	28.75	29.66	31.68
枕芯类	收入	2.14	2.61	2.46	2.82	2.71
	占比(%)	6.78	5.60	5.10	5.80	5.50
夏令产品	收入	0.77	0.9	1.28	1.25	1.43
	占比(%)	2.45	1.93	2.66	2.58	2.92
其他饰品	收入	4.5	5.22	5.07	4.75	4.07
	占比(%)	14.28	11.19	10.54	9.77	8.28
家具	收入	/	7.93	8.10	8.68	9.19
	占比(%)	/	17.00	16.83	17.85	18.72

资料来源：万得，中银证券

### 不断强化品牌建设，实现稳步发展

公司发展分为四个阶段，目前处于龙头地位巩固期。第一阶段为上市前初步发展期，1992~2008年，公司成立，率先导入加盟模式，并取得销量行业销量第一。第二阶段为上市后快速发展期，2009~2011年，该阶段国内消费品市场向好，公司快速发展，确立行业龙头地位。第三阶段为调整升级期，2012~2015年，在宏观消费环境走弱的情况下，顺应电商发展趋势开拓线上市场；第四阶段为龙头巩固阶段，2015年至今，通过多品牌并购以及业务扩展，扩大龙头地位，使龙头地位不断巩固。

图表 4. 公司发展可以分为四个阶段，当前处于龙头地位不断巩固的时期

年份	发展阶段	重要事件
1992~2008 年	上市前 初步发展期	1992 年 成立南通罗莱家居用品有限公司 1998 年 特许加盟：行业率先导入特许连锁加盟经营模式 2004 年 家纺品类销量第一名 2005 年 同类产品市场综合占有率第一名
2009~2011 年	上市后 快速发展期	该阶段国内消费品市场向好 2009 年 开拓电商：成立 Lovo 品牌 2009 年 9 月 罗莱家纺股份有限公司上市（股票代码 002293）
2012~2015 年	调整升级期	在宏观消费环境走弱的情况下 2012 年 电商首冠：天猫双十一床上用品类销售冠军 2015 年 合资并购：完成内野中国并购项目，持有 60% 的股份；公司更名由“罗莱家纺股份有限公司”变更为“罗莱生活科技股份有限公司”
2015 年至今	多品牌并购 龙头地位巩固	宏观消费环境向好 2017 年 1 月，海外并购：收购了美国百年历史的家居品牌莱克星顿

资料来源：万得，中银证券

**持续提升供应链综合管理能力，完善供应链运营体系。**2020 年上半年公司启动了供应链管理优化项目二期，以降低库存为主要目标，进一步提升供应链运营能力；同时实现 PLM 产品管理系统上线，并不断投入 DRP 分销系统、ERP 运营系统和 SRM 供应商管理系统等系统的开发与应用。预计 2021 年将持续投入资源推进供应链数字化变革，其中包括迭代升级 SRM 供应商管理系统、将完成 APS 高级计划与排程系统的规划等。

图表 5. 2020 年公司启动供应链管理优化项目二期并大力推动数字化变革

年份	供应链优化措施
2016	持续推进全渠道分销系统（O2O）建设，初步实现库存共享，会员共享和权益共享已经完成系统底层构建。SAP 系统与曼哈顿（WMS）系统深度结合，实现多品牌多渠道库存资源和销售能力的横向整合。门店全面推进移动化，B2C 营销能力持续增强。
2017	公司持续推进全渠道分销系统（O2O）建设，报告期内罗莱旗下所有品牌门店零售系统已经全部覆盖与升级。公司与 OA 供应商合作全面升级，深度优化内部管理流程，并且全面与公司的 SAP 及 DRP 系统全面打通，实现管理即行动。电商信息系统管理深入优化电商的退换货服务体验，全面提升逆向物流的整体处理速度。
2018	利用自主开发的需求计划 GPM 系统，建立与各业务单元的对接；通过与 ERP 系统的对接，对整个需求的预测、计划以及供应链的交付能力进行量化管理，为进一步优化可靠性、及时性、柔性、成本、资产利用效率等各项供应链重要 KPI 奠定了扎实的数据基础。
2019	2019 年启动了罗莱供应链管理优化项目，通过 ISO9001 质量管理体系复评、CNAS 实验室体系复评、测量管理体系认证（AAA）、OEXO-TEX100 认证，积极推动质量管理前置化，通过制定供应商管理手册、星级供应商评定标准、供应商现场质量管理作业指导书，大幅提升供应商质量管理效率。
2020	公司启动了供应链管理优化项目二期，在第一期项目输出方案的基础上，以一体化计划能力打造为核心，以降低库存为主要目标，进一步提升供应链运营能力。持续推行精益生产模式，推进智能化工厂和仓库物流建设，提升生产作业效率，降低成本；积极推动与战略供应商的合作共赢；持续优化质量管理体系，提升客户和消费者质量满意度；大力推动供应链数字化变革，报告期内实现了 PLM 产品管理系统上线，同时持续不断投入 DRP 分销系统、ERP 运营系统和 SRM 供应商管理系统等系统的开发与应用，为打造可视化、数字化的智慧供应链奠定坚实基础

资料来源：公司公告，中银证券

**多层次研发创新，品牌不断升级。**目前公司拥有自主品牌、收购品牌及代理品牌共约 20 个，产品分别覆盖高端市场、中高端市场和大众消费市场，拥有良好的品牌知名度和美誉度。公司持续提升研发能力，打造国际化设计团队，截至 2020 年末，累计取得有效授权专利 168 件。公司 2020 年加大创新投入，比如与故宫文化合作“喜嫁”婚庆系列；与华为 HiLink 合作，携手打造智能生活场景下的新智能家居产品；与国家棉花产业联盟（简称“国棉联盟”）、中国农业科学院棉花研究所（简称“中棉所”）签署战略合作协议，研发培育罗莱专属新疆优质中长绒棉新品种“中棉罗莱 1 号”，进一步为罗莱“超柔床品”战略定位赋能。

图表 6. 2020 年公司持续研发创新，升级产品质量

产品系列	研发创新
超柔系列	开发“抗菌科技”主题的系列产品，覆盖全年龄段的消费群体，包括面对学生市场的抗菌三件套系列产品
LUOLAI KIDS	开发创新系列——“净”系列，全线产品符合婴幼儿全 A 质检标准，面料选材优质长绒棉、全棉纱布和超柔针织面料，全心全意打造安全柔软的儿童睡眠产品。
LOVO	推出“抑菌棉”系列产品，启动“净眠计划”，保障消费者的睡眠健康。
廊湾家居	2020 春夏新品研发中，引入国际新材质韩国进口珠光浆面料，同时给消费者带来高品质的舒适体验。

资料来源：公司公告，中银证券

**拥抱年轻消费者，提升品牌形象。**2020 年 10 月 15 日，公司官宣易烱千玺成为品牌代言人，为超柔系列注入年轻化元素，增加产品曝光度，进一步提升了品牌形象。2020 年公司更加聚焦年轻消费者，持续进行品牌力建设，LOVO 品牌作为互联网基因年轻品牌全面升级，推出全新中文名“乐蜗”、并启用全新“时尚床品”定位进行一系列的产品升级与营销推广，如：“乐蜗女孩卧室改造计划”、“蜗系青年暖芯不冻眠”等，从而实现互联网化、年轻化、潮流化的品牌力升级，增强品牌在年轻群体中的影响力。

图表 7. 易烱千玺成为品牌代言人



资料来源：公司公告，中银证券

图表 8. 易烱千玺代言超柔系列



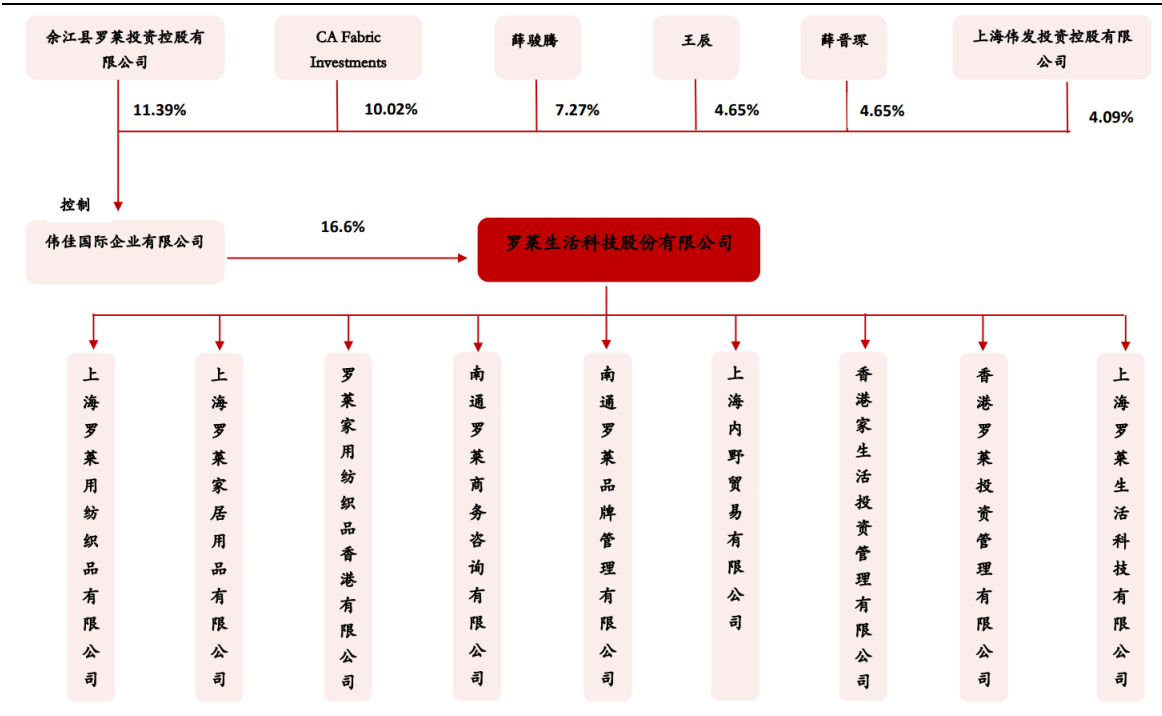
资料来源：公司公告，中银证券

## 股权结构集中稳定，近三年分红率逐年增长

公司股权分布较为集中，薛伟成先生为实际控制人。公司第一大股东为伟佳国际企业有限公司，持股比例 16.60%。第二大股东是余江县罗莱投资控股有限公司，持股比例 11.39%。前五大股东累计持股 50.47%，股权较为集中。薛伟成先生持有余江县罗莱投资控股有限公司 55% 股权，持有上海伟发投资控股有限公司 55% 股权，为公司的实际控制人，并担任现任董事长。前十大股东中，其余薛氏家族成员直接控股 17.11%。



图表 9. 公司股权分布较为集中



资料来源：公司公告，中银证券

**注重股东回报，近三年现金分红额逐年增长。**公司注重股东回报，分红比率较高。2018-2020 年公司每年现金分红总额分别为 3.02 亿/4.12 亿/4.97 亿，分红率分别为 56.45%，75.46%，84.89%，分红率常年保持稳定高水平。

图表 10. 公司分红可观 (单位：亿元)

年份	2018	2019	2020
现金分红总额 (亿元)	3.02	4.12	4.97
股利支付率(%)	56.45	75.46	84.89

资料来源：万得，中银证券

## 家纺发展空间大，新零售拉升业绩，投资时点来临

家纺行业现阶段发展重心在线上市场，疫情下优势凸显，迎来投资时点。家纺行业稳健发展至今，形成了较为稳定的竞争格局，龙头企业优势不断增强。行业目前发展的重心是聚焦线上市场，继续开拓线上空间，线下优化渠道，提升单店盈利，这在疫情下优势凸显，并在疫情后周期恢复迅速，家纺行业迎来投资时点。

### 行业整体稳健发展，龙头企业凸显竞争优势

家纺行业规模稳步扩大。我国家纺行业规模较大但增速较为缓慢，从 2011 年家纺行业规模为 1373 亿元，2019 年增长至 2475 亿元。预计未来继续保持稳步增长。

图表 11. 家纺行业规模稳步扩大

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
中国家纺行业规模 (亿元)	1,373	1,526	1,720	1,875	2,003	2,127	2,266	2,380	2,475
Yoy(%)	17.55	11.10	12.74	9.00	6.82	6.22	6.54	5.01	3.99

资料来源: Euromonitor, 中银证券

**家纺市场多阶段发展形成稳定格局。**我国家纺行业的发展主要经历了萌芽时期、品牌创建期、快速发展期、低速发展期、行业回暖期和平稳发展期。目前，家纺行业整体进入平稳发展阶段。

**萌芽期 (2011 年以前)：家纺品牌二十年快速发展，行业规模迅速扩大。**1994 年以前，各家纺企业开始注册商标，初步形成了早期自主家纺品牌。1995-2001 年，伴随市场发展，营销模式发生转变，各品牌创新应用加盟模式，并有家纺企业开始经营品牌专卖店，渠道创新推动全面发展。2002-2011 年，房地产行业的发展和消费升级带动家纺市场迅速成长，家纺细分门类增多，产品差异化有所增强，行业整体竞争力明显提高。同时家纺业开始涉足电子商务，积极投入线上运营，多渠道全面布局使家纺行业保持高速增长，2011 年行业规模达到 1373 亿元。

**低速发展期 (2012 年-2015 年)：增速降低，进入调整阶段。**2012-2015 年，行业进入低速发展期。由于经济增速减缓、电商发展冲击和库存压力等因素，家纺行业发展速度降低，行业进入调整期，截至 2015 年行业规模达到 2003 亿元。

**行业回暖期 (2016 年-2018 年)：发展回暖，行业集中度提升。**2016-2018 年，家纺行业发展进入回暖期。一方面消费升级使家纺行业的市场需求增长，各品牌加大电商运营投入力度，线上运营成效显著；另一方面龙头企业开始进行渠道下沉，占领三四线城市的消费市场。这一时期家纺行业集中度显著提升，形成稳定竞争格局，截至 2018 年市场规模达到 2380 亿元。

**平稳发展期 (2019 年以后)：目前家纺行业处于平稳发展阶段，疫情后出现新的增长点。**2019 年以后，家纺行业增速放缓，进入平稳发展阶段。疫情以来，各龙头企业积极布局线上电商运营，发展新零售业务，线上收入表现亮眼。在疫情后，家纺行业整体复苏较快，展示出成长潜力和发展空间。

### 行业增长平稳且空间较大，消费升级利好龙头企业集中

**市场消费潜力发展空间较大，行业规模提升动力足。**国内家纺行业虽然规模较大，但人均消费额仍较低。2019 年，中国家纺行业人均消费为 25.7 美元，与日本 61.2 美元、美国 75.9 美元有较大差距。现阶段，居民对家纺的消费意识仍待增强。随着城镇化推进，地产行业持续发展，住房面积扩大，消费者对家纺产品的需求将相应扩大。此外，人均可支配收入增长，消费者对家纺产品的消费观念逐渐从满足生活必需转变为生活品质追求，提升人均家纺消费额。消费升级已成大势所趋，行业规模未来提升动力足。

图表 12. 中国家纺市场人均消费潜力有待开发 (单位: 美元)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
中国	22.4	23.5	23.3	24.3	25.9	25.7
日本	58.0	51.8	58.6	57.7	59.5	61.2
美国	71.8	72.9	74.2	75.1	75.4	75.9

资料来源: Euromonitor, 中银证券

国内家纺行业集中度较低, 龙头企业市占率有较大提升空间。由于过去国内居民消费水平的限制, 以及家纺品牌在三、四线城市及农村地区下沉不足, 2019年中国家纺行业 CR5 仅为 4.20%, 与日本、美国 CR5 分 16.60% 和 7.70% 存在较大差距, 消费者倾向于购买中小型家纺企业产品, 国内家纺市场行业集中度低。但随着居民生活水平改善, 对家纺产品质量、设计的要求提高, 品牌消费意识提升, 龙头企业市占率有望得到较大提升。

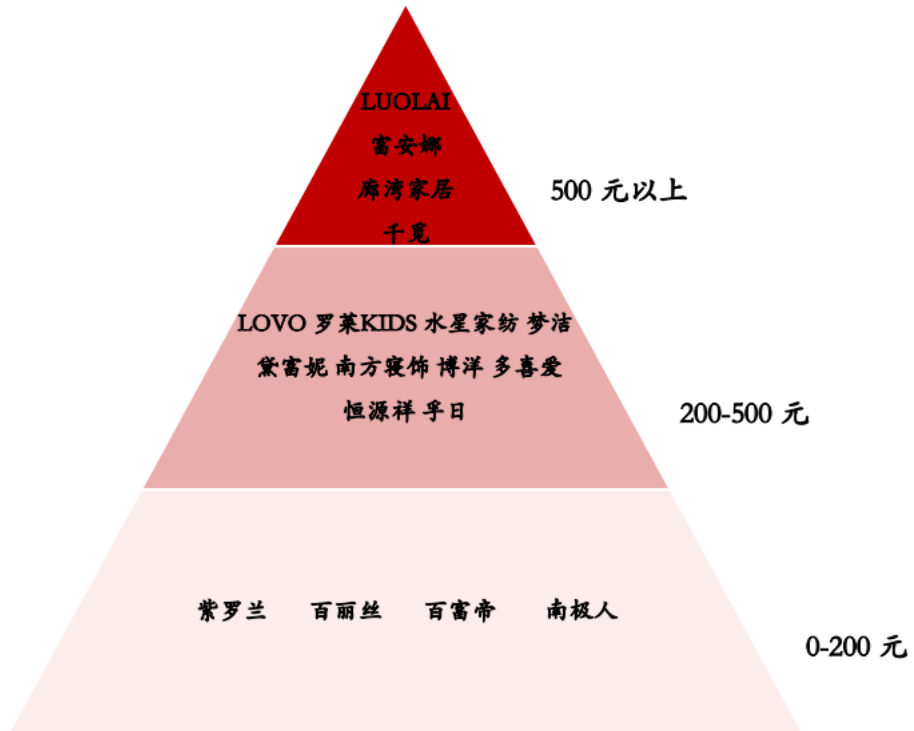
图表 13. 龙头企业市占率有较大提升空间

指标	国家	2015	2016	2017	2018	2019
CR3(%)	中国	5.40	5.40	5.60	3.20	3.00
	日本	12.30	12.70	13.30	13.60	14.40
	美国	6.00	6.40	6.40	6.50	6.40
CR5(%)	中国	7.30	7.10	7.40	4.40	4.20
	日本	14.60	14.80	15.40	15.70	16.60
	美国	7.40	7.80	7.80	7.90	7.70

资料来源: Euromonitor, 中银证券

消费升级下, 龙头企业马太效应显现, 行业集中度提升有望。随着家纺市场规模的扩大, 居民消费升级推进, 消费者对中高端家纺产品的需求越来越大, 而龙头品牌无论是在产品质量还是品牌宣传方面相比中小品牌都有一定的竞争优势。产品研发方面, 龙头企业拥有一流设计研发团队, 能满足消费者对产品质量的更高要求; 渠道营销方面, 大型企业有更充足的资金进行线下扩张, 更专业的电商运营团队进行线上销售; 品牌建设方面, 企业完整的品牌矩阵覆盖高端市场、中高端市场和大众消费市场, 满足消费者多元个性需求。

图表 14. 龙头企业品牌矩阵覆盖中高端市场



资料来源：淘宝网，公司年报，中银证券

## 行业渠道调整，线下重点布局下沉市场，线上发展新零售

线下方面，门店数量逐渐稳定，转向提升单店质量。近年来家纺品牌门店数量趋于平稳，罗莱着力提升门店形象，巩固品牌口碑。门店空间设计改造，家纺洗护等服务升级，各品牌单店收入总体提升。2019年和2020年分别受到行业调整和疫情影响冲击，线下门店有所调整，随着疫情逐步稳定，预计龙头品牌。未来开店会重回正增长。家纺品牌顺应消费市场对于装潢、服务的需求进行升级，未来单店收入有望进一步提高。

图表 15. 家纺头部品牌门店数量趋于平稳（单位：家）

	2016	2017	2018	2019	2020
罗莱生活	2,050	2,230	2,340	2,325	2,236
同比增速(%)	/	8.78	4.93	(0.64)	(3.83)
富安娜	1,770	1,780	1,310	1,383	1,466
同比增速(%)	/	0.56	(26.40)	5.57	6.00
水星家纺	2,606	2,755	2,835	2,750	2,550
同比增速(%)	/	5.72	2.90	(3.00)	(7.27)

资料来源：公司公告，中银证券

图表 16. 龙头品牌单店收入总体提升（万元/家）

时间	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
罗莱生活	90.62	78.87	83.42	90.46	118.64	128.66	125.38	120.11	115.04
同比增速(%)	(4.39)	(12.96)	5.76	8.44	31.14	8.45	(2.55)	(4.20)	(4.22)
富安娜	72.91	71.64	81.19	100.72	102.06	139.25	150.57	123.33	112.72
同比增速(%)	/	(1.74)	13.32	24.06	1.33	36.44	8.13	(18.09)	(8.60)
水星家纺	/	/	52.33	49.91	48.93	54.77	59.84	62.92	/
同比增速(%)	/	/	/	(4.62)	(1.96)	11.94	9.26	5.14	/

资料来源：万得，中银证券



各龙头品牌巩固一、二线城市门店形象，重点布局三、四线城市。随着消费者生活品质提升，下沉市场对中高端家纺产品需求逐渐扩大，各龙头品牌重点布局三、四线城市销售门店，关注下沉市场消费潜力，增加门店在当地曝光度。三、四线城市零售门店成为各家纺品牌新赛道。

图表 17. 家纺头部品牌提升门店形象，重点布局三、四线城市

品牌	市场布局	门店升级
罗莱生活	采取直营和加盟相结合的经营模式，在继续巩固一线、二线市场渠道优势的同时，积极向三、四线城市市场渗透和辐射。	升级“私享家”服务标准，截至报告期末，罗莱七代店面形象更新完成近 700 家，“私享家”开设近 400 家。
富安娜	挖掘市场空白，在“珠三角”和“长三角”下沉渠道，为三、四线城市的中高端消费者提供睡眠健康和家居美学享受。	布局“艺术家纺+艺术家居”的线上和线下的门店空间。
水星家纺	公司在广大三、四线城市构筑“网格布局”，在一、二线城市构筑“重点布局”。	公司对包括平面设计、包装、产品图片等形象设计都进行了改进与提升，通过宣讲、辅导、设立样板店等形式大力推进第八代门店建设。

资料来源：公司年报，中银证券

图表 18. 罗莱门店升级前



资料来源：罗莱家纺官方微博

图表 19. 2020 罗莱私享家全新升级



资料来源：罗莱家纺官方微博

线上方面，行业龙头积极探索零售新渠道，线上新兴模式发展势头良好。疫情期间家纺龙头公司加大线上新兴销售模式的投入力度，积极发展新零售业务，电商直播、微信营销、线上云店等新兴模式取得良好成效。例如，罗莱生活积极邀请明星合作直播，品牌直播、社交渠道、品牌小程序等新兴业务端初显成效。富安娜与国内头部电商建立长期合作战略，运用数字化管理实现精准营销。水星家纺董事长亲自带队朋友圈直播，疫情期间快速开展社交电商新零售模式。梦洁股份与主播薇娅在消费者反馈、产品销售等方面开展合作，带动新零售发展。

图表 20. 龙头企业积极拓展新零售业务，直播销售成效显著

公司名称	线上业务拓展措施&成果
罗莱生活	在传统电商渠道的领先优势基础上，积极布局新零售，在电商平台直播、社交渠道、品牌裂变小程序、品牌直播等新兴业务端已初显成效。2019 年起公司与薇娅、李佳琦、辛巴团队、罗永浩等头部主播保持了良好的合作关系，并在多平台开展直播业务，取得了一定成绩
富安娜	公司与国内的头部电商平台比如天猫、京东、唯品会、云集等建立了长期的战略合作，善于运用数字化管理对市场进行快速反应，执行力强。截至 2020 年上半年，公司电商渠道的销售收入占公司营业收入约 42%。
水星家纺	在疫情期间企业快速开展社交电商、直播电商等新零售模式。2020 年 3 月初水星家纺董事长李裕陆亲临直播间，直播超过 3 个小时，销售额超过 1200 万。2020 年 6 月 1 日 19:00 至 23:00，董事长李来斌亲自带队开启“老友聚”的朋友圈直播，多达 6.4 万人观看。2020 年 1-6 月，网络购物用户人数比上一年增长 1 亿人。

资料来源：搜狐财经，网易新闻，新浪财经，中银证券

**家纺行业电商新赛道竞速，线上收入增速亮眼。**自家纺品牌开展电商业务以来，电商收入持续呈现上升态势，2015-2017年行业电商飞速发展，2018-2019年增速有所放缓，传统电商业绩增长乏力，新零售模式将为家纺电商业务发展带来新动力。2020年，各家纺龙头企业电商收入在疫情影响下逆势增长，其中罗莱生活线上收入增速较快同比增长26.34%，富安娜线上收入同比增长12.61%，水星家纺线上业务规模同比增长24.03%。家纺产品新零售初步显现，未来有望带动电商收入进一步提升。

图表 21. 企业线上收入规模及占比保持增长 (单位: 亿元)

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
水星家纺	收入	/	3.59	4.64	6.41	9.53	10.22	12.18	15.11
	Yoy(%)	/	/	29.31	38.07	48.77	7.28	19.16	24.03
	占比(%)	/	20.21	25.06	32.40	38.71	37.60	40.58	49.93
罗莱生活	收入	2.56	3.85	5.00	7.00	10.00	10.69	12.00	14.19
	Yoy(%)	28.21	50.00	30.00	40.00	42.86	6.88	12.28	26.34
	占比(%)	10.16	14.03	17.15	22.21	25.85	26.70	30.06	28.89
富安娜	收入	2.81	3.34	3.76	5.05	7.30	8.46	10.04	11.35
	Yoy(%)	/	18.98	12.75	34.21	44.43	16.00	18.62	12.61
	占比(%)	15.05	16.95	17.99	21.85	27.89	29.00	36.00	39.49

资料来源: 万得, 中银证券

## 疫情下家纺行业实现较快恢复，迎来投资时点

**疫情期间调整迅速，家纺行业凸显竞争优势。**疫情下各家纺企业应对市场变化迅速调整，一方面深化品牌建设、加速产品研发创新，开发更高质量的产品满足客户的居家需求；另一方面积极拓展线上新零售渠道，加大线上销售的投入力度，取得较好成效。疫情造成居家时间的延长和消费者消费习惯的转变使家纺市场需求量上升，家纺行业凸显竞争优势，收入业绩稳步恢复。

图表 22. 疫情下家纺行业凸显竞争优势

### 疫情下家纺行业竞争优势

品牌建设	各家纺企业持续深化品牌建设，以充分的消费者调研为基础，针对疫情期间消费者居家需求推出不同系列产品，丰富居家产品种类。同时，各企业积极通过明星代言、影视作品植入、IP联名等方式进行系列产品推广，提高品牌美誉度。
产品质量	根据市场变化迅速调整，积极发力产品设计和研发创新。疫情背景下，不同企业纷纷推出“抑菌”、“防螨”等系列产品，以健康、安全、舒适为研发核心，根据不同年龄消费群体推出创新系列，满足消费者居家需求。
渠道	加大电商运营投入，积极拓展线上新零售渠道，实现线上线下融合发展，降低疫情冲击。各企业将线下实体终端与线上门店融合，并利用电商直播、微信营销、社交渠道等多种方式拓宽零售渠道，提升消费者流量，疫情期间内已取得良好成效。
消费者	疫情期间消费者居家时间延长，对居家产品产生新的消费需求，有利于降低疫情家纺行业的冲击。疫情后线下门店客流量降低，消费者的消费渠道转移线上，各家纺企业积极布局电商运营，线上销售表现亮眼。受到低温天气影响，消费者对秋冬系列产品需求提升，预计利好家纺产品销售。

资料来源: 中国行业信息网, 公司官网, 中银证券

**疫情后家纺市场较快复苏，龙头企业业绩保持增长趋势。**疫情后周期行业恢复期间，家纺行业整体稳步复苏，相比于其他子行业表现较好，Q3之后，伴随线下渠道人流量上升和线上收入的较快增长，家纺行业销售好转。2020年双十一天猫平台家纺榜单中，国内品牌占据全部10个席位，重点公司依旧保持排名靠前。其中水星家纺、罗莱生活全网销售额较2019年增幅较大。随着线下渠道的进一步开放，未来行业收入有望持续增长，家纺行业迎来投资时点。

图表 23. 罗莱生活线上龙头地位巩固

天猫平台家纺品类 TOP10 变化								
排序	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	富安娜	LOVO	罗莱	水星家纺	水星家纺	水星家纺	南极人	水星家纺
2	LOVO	水星家纺	水星家纺	富安娜	LOVO	南极人	水星家纺	南极人
3	水星家纺	富安娜	富安娜	LOVO	富安娜	富安娜	富安娜	富安娜
4	罗莱	博洋	梦洁	罗莱	罗莱	LOVO	罗莱	罗莱
5	博洋	梦洁	博洋	南极人	梦洁	罗莱	北极绒	博洋
6	梦洁	多喜爱	多喜爱	恒源祥	恒源祥	梦洁	博洋	梦洁
7	多喜爱	恒源祥	Nittaya	博洋	博洋	恒源祥	梦洁	北极绒
8	钱皇	罗莱	雅兰	梦洁	铜师傅	多喜爱	LOVO	恒源祥
9	恒源祥	北极绒	钱皇	多喜爱	多喜爱	博洋	多喜爱	多喜爱
10	花花公子	钱皇	金喜路	北极绒	康尔馨	北极绒	恒源祥	LOVO
本土品牌数量	9	10	9	10	10	10	10	10
国际品牌数量	1	0	1	0	0	0	0	0

资料来源：天下网商，亿邦动力，网商君，中银证券

图表 24. 家纺品牌 2020 年双十一全网销售额增长显著

单位：亿元	2016	2017	2018	2019	2020
水星家纺	1.87	2.29	2.38	2.66	3.51
Yoy(%)	18.35	22.46	3.93	11.76	31.95
罗莱生活（集团）	2.09	2.56	2.52	2.50	3.65
Yoy(%)	39.33	22.49	(1.56)	(0.79)	46

资料来源：亿邦动力，中银证券

## 线上业务调整显效，新零售具备潜力

### 线上业务品牌分拆调整完成，品牌盈利能力恢复

公司自 09 年起运营 LOVO 品牌，对标年轻消费群体，专注大众市场。LOVO 品牌创立于 2009 年，是电商、互联网直卖主力品牌，专注于大众消费市场，以 80、90 人群为主力受众，打造高性价比家居。LOVO 线上业务发展历程主要可分为 4 个阶段。

图表 25. 线上业务历经波折，品牌分拆成效显著

发展阶段	发展特征	经营策略
第一阶段 联合运营期 2018.6 前	发展稳定，但 LOVO 知名度不高	2009 年公司自创线上品牌 LOVO，线上罗莱旗舰店售卖产品以 LOVO 品牌为主
第二阶段 初步分拆期 2018.7-2019.3	LOVO 粉丝流失，线上销售受挫	将 LOVO 单独分拆并运营 LOVO 旗舰店
第三阶段 调整稳定期 2019.3-2020.6	粉丝关注度逐渐提升，知名度扩大	聘请著名营销公司奥美对 LOVO 改造，赋予中文名快乐的蜗牛，打造乐蜗家纺
第四阶段 稳步增长期 2020.6-至今	LOVO 成为公司仅次于罗莱的强劲驱动力	持续加大营销投入，布局传统与新兴电商，通过头部网红直播（薇娅、李佳琦）、小红书以及微信微博私域引流

资料来源：公司公告，中银证券

**1) 联合运营期 (2018.6 以前)：** LOVO 罗莱共享同一线上旗舰店。公司最初将 LOVO 产品放在罗莱旗舰店售卖，是线上业务的主打品牌，定位 20-30 岁习惯网购且重视性价比的年轻人。而罗莱品牌则主要通过线下加盟商借助线上渠道宣传并进行线下售卖，此时 LOVO 借助罗莱品牌的知名度迅速打开市场。

**2) 初步分拆期 (2018.7-2019.3)：** 为防罗莱主品牌线上流量浪费，初步分拆 LOVO 致销售产生波动。2018 年下半年，公司将 LOVO 单独分拆至 LOVO 旗舰店，形成罗莱旗舰店与 LOVO 旗舰店双线并行的模式。该调整主要系避免高知名度的罗莱主品牌线上流量被浪费，但分拆后 LOVO 粉丝流失，线上销售受挫，LOVO 自此进入调整期。

**3) 调整稳定期 (2019.3-2020.6)：** LOVO 加强整体品牌营销，改革措施效果显著。公司聘请奥美为 LOVO 进行整体品牌营销，对标终端销售品牌，主打性价比产品，赋予 LOVO “快乐的蜗牛”品牌标签，借此加深消费者印象。LOVO 借助杨洋、周冬雨代言扩大影响力，打造爆款。618 期间 LOVO 进行直播引流，线上收入实现翻倍增长。

图表 26. LOVO 借助周冬雨代言扩大影响力



资料来源：公司官网，中银证券

图表 27. LOVO 借助杨洋代言增大知名度



资料来源：公司官网，中银证券



4) 稳步增长期 (2020.6-至今) : LOVO 分拆完成, 品牌盈利能力恢复。2020 年上半年, 公司完成对品牌的调整, 下半年持续加大 LOVO 营销投入, 一方面与天猫、京东、唯品会等传统电商平台紧密合作, 另一方面加大布局新零售, 通过头部网红直播 (薇娅、李佳琦)、小红书以及在微信微博私域流量各个端口引流活动, 助力公司线上业务进一步增长。

图表 28. LOVO 产品端改善, 营销力度持续加大

品牌改革	具体措施	品牌形象
产品端	注重时尚颜值、创新小惊喜、极致性价比, 不断与 IP 形象跨界合作, 如宝可梦系列、小黄鸭、哆啦 A 梦、超级飞侠	
	拓展产品品类, 如黑科技小凉被、办公室午睡枕、办公室小睡毯	
	公司邀请来自 Cymé 的 4 位法国新锐设计师, 推出 2019 法国新锐设计师系列, 打造“欧洲新锐设计师设计”, 优选全球材料	
营销端	推出 LOVO 周边系列产品, 如手机壳、收纳袋、水杯、文具, 扩大品牌知名度	
	与头部网红如薇娅、李佳琦或抖音快手等合作进行直播, 产品重新定价, 直播间成交量高	
	公司加大对自播主播的培训, 培育大量忠实粉丝	
	微信推出 LOVO 家居小程序, 官方微博微博创造话题吸引评论转发, 加速品牌传播	

资料来源: 公司公告, 中银证券

## 公司新零售蓬勃发展, 线上业务潜力较大

**系统布局新零售, 线上业务展现增长潜力。**公司在多电商平台开辟业务, 逐步拓宽线上销售渠道, 改善运营质量, 受益于线上业务体量逐渐扩大, 公司收入获得更强增长动力。

**进驻新兴电商平台, 积极开拓新零售渠道。**在保持与京东、天猫、唯品会等传统电商紧密合作的同时, 公司于疫情期间发力开拓直播电商、社交电商及微信小程序等新零售渠道, 助力线上业务发展。家纺行业产品多数为标品, 利于消费者线上购买; 通过直播等方式, 产品高品质特性可以直接展现出来, 区别于其他品牌产品, 利好公司线上增长。

培育线上品牌，产品定位适应市场特点。公司始终大力发展线上品牌 LOVO，将客群定位于 20-30 岁、习惯网购并且重视性价比的青年人，主打年轻化、高性价比产品。公司给予品牌中文名“快乐的蜗牛”，加深消费者印象，并用 LOVO 产品做直播引流，打造爆款。同时，线下品牌罗莱主打用于婚庆乔迁等场景的高价位产品，与线上产品形成较为明显的区隔，对 LOVO 所占有的市场形成了一定的保护。

图表 29. LOVO 主打年轻化产品



资料来源：公司官网，中银证券

图表 30. LOVO 以“快乐的蜗牛”作为品牌形象



资料来源：公司官网，中银证券

加大投入新零售成效明显，线上收入增长亮眼。得益于疫情期间公司持续发力直播等新零售渠道、拓宽产品品类，2020 年公司全年线上收入同比增长 26.34%，公司实施品牌差异化的电商策略，罗莱、乐蜗 LOVO 品牌不断深化各自的产品风格和客群定位，提升运营精细化程度，形成差异化竞争的线上战略。公司在保持天猫、京东、唯品会等传统电商渠道的领先优势基础上，积极布局新零售，在电商平台直播、社交渠道、品牌裂变小程序、品牌直播等新业务端取得了显著增量。

## 线下注重盈利能力提升，内生增长可期

受疫情影响公司 2020 年门店数量下降，目前以加盟店模式为主。疫情导致一部分线下店铺被自然淘汰，同时 2020 年公司调整组织架构，通过统一前台经营，店铺数量与实体门店面积挂钩，统计口径发生变化，即消除以前年度同一店铺经营多个品牌统计为多个店铺的情况。因此截至到 2020 年末，公司的减少到约 2300 家。从销售渠道来看，目前以加盟店形式为主，加盟门店占比为 88.51%。公司 2021 年将线下开店作为关键任务，同时加大对加盟店的扶持力度，从而进一步提升终端零售的规模和效率。

图表 31. 公司门店数量受疫情影响减少，加盟门店占比上升

	2016	2017	2018	2019	2020
门店数量	2,050	2,230	2,340	2,325	2,236
净增加		180	110	(15)	(89)
直营门店数量	250	280	290	295	257
直营门店占比(%)	12.20	12.56	12.39	12.69	11.49
加盟门店数量	1,800	1,950	2,050	2,030	1,979
加盟门店占比(%)	87.80	87.44	87.61	87.31	88.51

资料来源：公司公告，中银证券

公司单店收入保持稳健，直营加盟门店协同发展。从 2010 年到 2019 年，公司单店平均收入整体稳定。公司以商品为核心，围绕消费者需求，链接前、中、后台，建立零售导向的职能协同机制，提升零售同店增长。2015 年至 2019 年公司直营单店收入基本保持稳定，2020 年公司平均单店收入达 115.04 万元，同比增速为-4.22%。

图表 32. 受疫情影响公司门店单店收入下降

	2016	2017	2018	2019	2020
单店收入(万元)	118.64	128.66	125.38	120.11	115.04
YOY(%)	/	8.45	(2.55)	(4.20)	(4.22)

资料来源：公司公告，中银证券

疫情促进公司升级调整，门店效率有望提升。随着疫情的发展，大量的中小的品牌可能无法持续的经营。大品牌有望抓住这一有利的时间点，在提升行业集中度的同时加大线下加盟店和直营店的精细化的管理和培训，把线下的整个体系打造得更加全面。目前，毛利率提升，价格稳定和线下加盟商库存下降体现公司线下门店效率的提升，公司拟在提升店铺效率的基础上增加店铺数量。

公司探索创新业务模式，加强零售能力建设。公司持续强化各品牌在优势地区的竞争力，打造更多具有绝对竞争力的地区。在大店内融入罗莱 KIDS 及廊湾品牌产品，丰富产品层次、优化陈列布局。在新渠道建设上，研究拓展购物中心商业模式。同时建设样板客户的零售精细化运营模型，打造加盟商精益零售的模式，完善终端服务；升级终端培训体系，提升零售成交率、连带率。

图表 33. 公司大店形象改造，融入罗莱 KIDS 产品



资料来源：罗莱 kids 官网，中银证券

图表 34. LOVO 以“快乐的蜗牛”作为品牌形象



资料来源：席湾家居官网，中银证券



## 财务分析

### 收入利润稳定增长，盈利能力行业领先

公司发展势头良好，收入利润居行业上游。2011-2020年，公司收入增长稳定，公司实现营业收入49.11亿元，较去年同比增加1.04%，归母净利润5.85亿元，较去年同比增加7.13%，主要系公司加强布局直播电商等新零售渠道，扭转疫情带来的不良影响。2021Q1公司收入同比增长47.69%，预计2021年随着公司持续提升门店质量，有望持续提升。

图表 35. 公司收入规模稳步增长，居行业上游（单位：亿元）

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2020Q1	2021Q1
罗莱生活	收入	23.82	27.25	25.24	27.61	29.16	31.52	46.62	48.13	48.60	49.11	8.93	13.19
	YOY(%)	30.99	14.38	(7.38)	9.40	5.61	8.11	47.91	3.24	0.98	1.04	(21.94)	47.69
富安娜	收入	14.53	17.77	18.64	19.70	20.93	23.12	26.16	29.18	27.89	28.74	5.11	6.28
	YOY(%)	36.18	22.26	4.89	5.68	6.24	10.46	13.18	11.55	(4.44)	3.06	(2.02)	22.80
水星家纺	收入	/	/	15.90	17.76	18.51	19.77	24.62	27.19	30.02	30.35	4.81	7.18
	YOY(%)	/	/	/	11.65	4.26	6.80	24.53	10.44	10.41	1.09	(19.95)	49.14

资料来源：公司公告，中银证券

图表 36. 公司净利润持续提升，居行业前列（单位：亿元）

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2020Q1	2021Q1
罗莱生活	净利润	3.82	3.32	3.98	4.10	3.17	4.28	5.35	5.46	5.85	0.73	1.83
	YOY(%)	2.16	(13.07)	19.85	3.01	(22.63)	34.85	24.92	2.16	7.13	(50.66)	156.15
富安娜	净利润	2.60	3.15	3.77	4.01	4.39	4.93	5.43	5.07	5.16	0.76	0.93
	YOY(%)	25.78	21.00	19.56	6.55	9.42	12.40	10.11	(6.72)	1.89	(5.95)	21.52
水星家纺	净利润	/	0.92	1.09	1.37	1.86	2.43	2.59	2.80	2.75	0.41	0.79
	YOY(%)	/	/	17.99	26.08	35.26	31.01	6.64	8.06	(12.99)	(45.38)	91.12

资料来源：公司公告，中银证券

公司毛利率在疫情影响下略有下降，净利率增速短期波动。公司2020销售年毛利率为43.18%，同比2019年同期基本持平。2021Q1毛利率下降主要系会计政策变动影响，剔除政策变动影响，公司实际毛利率水平相比2020年同期有所提升。在疫情下仍保持高毛利水平，显示出公司产品及品牌的竞争力。此外，公司维持稳定的经营策略，2020年净利率同比增加0.58%。

图表 37. 2020年毛利率略有下降，净利率小幅上升

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2020Q1	2021Q1
毛利率/%	42.18	42.22	43.98	44.86	48.96	48.46	43.46	45.50	43.86	43.18	43.11	42.45
净利率/%	15.70	14.02	13.16	14.42	14.51	10.75	9.72	11.32	11.50	12.08	8.15	13.87

资料来源：万得，中银证券

### 控费能力良好，销售费用率保持稳定

公司控费能力强化，销售费用率维持稳定。公司2011-2020年销售费用率维持在20%左右，2020年销售费用率为19.10%，同比下降1.90pct。公司自2016年加强费用投放与管控，从而不断提高效率，因此在疫情影响下，公司2020年销售费用率仍有1.90pct的优化，公司2021年第一季度的销售费用率继续降低，为15.88%，预计随着费用投放与管控的持续增强，公司2021年控费能力将继续优化。

图表 38. 公司销售费用率整体稳定

(%)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2020Q1	2021Q1
罗莱生活	18.53	20.80	21.99	21.83	24.08	24.94	21.61	22.32	21.00	19.1	24.14	15.88
富安娜	23.40	23.29	23.57	22.47	23.47	23.22	22.24	24.03	26.01	26.55	31.40	29.33
水星家纺	/	/	16.25	17.06	14.37	15.38	15.91	16.42	19.43	18.73	22.57	20.12

资料来源：公司公告，中银证券

**管理费用稳中有升，营运质量稳定。**2016年后公司管理费用率呈现逐年优化趋势，2020年管理费用率为8.58%，同比2019年同期下降0.15pct。在疫情影响下，通过提升内部管控效率，费用精准把控，管理费用率逆势优化，预计未来仍保持改善趋势。

图表 39. 公司运营质量稳定，2020 年管理费用率下降

(%)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2020Q1	2021Q1
罗莱生活	6.12	5.71	6.85	7.22	8.59	9.74	8.84	10.49	8.73	8.58	11.01	9.88
富安娜	4.62	4.64	5.51	4.05	4.54	3.49	4.84	5.03	6.40	6.76	6.53	9.42
水星家纺	/	/	7.16	7.72	8.76	8.26	7.51	6.73	6.75	6.85	8.79	6.02

资料来源：万得，公司公告，中银证券

### 周转情况行业前列，营运能力良好

**公司存货周转天数有望进一步下降，应收账款账期基本稳定。**公司并表家居莱克星顿业务后，存货周转天数上升至160天以上水平。2020年末公司存货周转天数153天，与2019年同期存货周转能力提升。预计公司未来在供应链优化以及大力推行数字化转型的基础上，将不断优化存货效率，未来向好；公司2020年应收账款周转天数为38天，相比2019年应收账款周转能力略有下降，总体上近三年公司应收账款账期基本稳定

图表 40. 公司存货周转天数有所下降（单位：天）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2020Q1	2021Q1
罗莱生活	128	130	166	156	156	146	114	162	170	153	265	171
富安娜	218	188	201	207	187	183	185	190	222	216	322	271
水星家纺	/	/	148	167	181	174	157	156	155	144	160	245

资料来源：公司公告，中银证券

图表 41. 公司应收账款周转天数总体稳定（单位：天）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2020Q1	2021Q1
罗莱生活	19	21	21	19	26	32	30	36	37	38	45	35
富安娜	10	12	13	13	23	39	44	43	38	27	30	26
水星家纺	/	/	21	19	19	18	16	20	22	28	30	32

资料来源：公司公告，中银证券

## 盈利预测与估值

预计公司 2021-2023 年营收分别为 57.4/64.2/70.4 亿元，归母净利润为 7.3/8.3/9.3 亿元，对应 EPS 0.89/1.00/1.12 元/股，当前股价对应 2021E-2023E 市盈率 16/14/13 倍。家纺行业目前已基本摆脱疫情影响迎发展良机，公司作为龙头企业，线上线下齐发力带动未来收入增长。首次覆盖，给予**买入**评级。

图表 42. 公司收入拆分表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>总收入 (单位: 亿元)</b>					
家纺: 线下	27.92	25.72	28.62	30.75	32.62
家纺: 线上 (电商)	12.00	14.19	17.74	21.28	24.47
门店数量 (家)	2325	2236	2346	2421	2471
平均单店收入 (万元)	120.11	115.04	122.00	127.00	132.00
家具	8.68	9.19	11.03	12.14	13.35
合计	48.60	49.11	57.39	64.17	70.44
<b>增速 (%)</b>					
家纺: 线下	(4.82)	(7.88)	11.26	7.43	6.08
家纺: 线上 (电商)	12.28	18.23	25.00	20.00	15.00
家具	7.10	5.96	20.00	10.00	10.00
合计	1	1.04	16.87	11.81	9.78
<b>毛利率 (%)</b>					
家纺	45.54	45.05	45.40	45.50	45.60
家具	36.12	35.06	35.50	35.80	36.00
合计	43.86	43.18	43.50	43.67	43.78

资料来源: 万得, 中银证券

预计 2021 年公司净利润为 7.34 亿元，当前市值对应 2021 年 PE 为 16 倍，与可比公司相比较，考虑到公司在新零售领域持续加大投入，产品力不断增强，未来成长性较高。首次覆盖，给予**买入**评级

图表 43. 公司 PE 估值表 (单位: 亿元)

公司名称	公司代码	净利润				净利润增速(%)				PE			PS				
		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
罗莱生活	002293.SZ	5.85	7.34	8.26	9.25	7	25	13	12	20	16	14	13	2.38	2.04	1.82	1.66
富安娜	002327.SZ	5.16	6.26	7.25	8.35	2	21	16	15	15	12	10	9	2.62	2.25	1.97	1.73
水星家纺	603365.SH	2.75	3.48	4.01	4.56	(13)	27	15	14	14	11	10	9	1.31	1.14	1.00	0.90
梦洁股份	002397.SZ	0.45	0.77	0.95	1.09	(47.39)	71.41	23.38	15	72	42	34	30	1.45	1.26	1.15	1.05
行业平均	/	/	/	/	/	/	/	/	/	30	20	17	15	1.94	1.67	1.49	1.34

资料来源: 万得, 中银证券, 水星家纺和富安娜的盈利预测来自万得一致预期

## 风险提示

- 1. 疫情后消费复苏不及预期：**受疫情影响消费下滑，若疫情后消费恢复情况不及预期，将导致社会消费品零售及服装销售承压，影响公司销售增长。
- 2. 电商领域竞争加剧：**各大家纺品牌纷纷发力线上电商渠道，增大营销推广，抢夺用户流量，行业市场竞争激烈。
- 3. 门店拓展不及预期：**受新冠疫情影响，公司的开店计划暂缓实施，且疫情导致一部分线下店铺被关闭淘汰，进而可能会导致公司门店拓展不及预期。



### 损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	4,860	4,911	5,739	6,417	7,044
销售成本	(2,762)	(2,831)	(3,290)	(3,668)	(4,018)
经营费用	(1,258)	(1,389)	(1,541)	(1,733)	(1,888)
息税折旧前利润	840	691	908	1,016	1,138
折旧及摊销	(77)	(85)	(136)	(133)	(148)
经营利润(息税前利润)	763	606	773	883	990
净利息收入/(费用)	85	130	162	161	187
其他收益/(损失)	95	38	31	33	35
税前利润	678	705	884	995	1,114
所得税	(119)	(112)	(140)	(158)	(177)
少数股东权益	13	8	10	11	13
净利润	546	585	734	826	925
核心净利润	559	587	735	827	927
每股收益(人民币)	0.660	0.707	0.886	0.998	1.118
核心每股收益(人民币)	0.676	0.709	0.888	1.000	1.120
每股股息(人民币)	0.363	0.423	0.531	0.597	0.669
收入增长(%)	1	1	17	12	10
息税前利润增长(%)	54	(21)	27	14	12
息税折旧前利润增长(%)	45	(18)	32	12	12
每股收益增长(%)	(7)	7	25	13	12
核心每股收益增长(%)	(6)	5	25	13	12

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	678	705	884	995	1,114
折旧与摊销	77	85	136	133	148
净利息费用	(39)	(61)	(78)	(77)	(88)
运营资本变动	(24)	207	240	82	(10)
税金	(106)	(104)	(140)	(158)	(177)
其他经营现金流	175	20	(342)	(229)	(160)
经营活动产生的现金流	761	851	700	747	827
购买固定资产净值	5	547	(50)	(27)	(35)
投资减少/增加	76	66	21	22	23
其他投资现金流	327	(1,225)	(155)	(78)	39
投资活动产生的现金流	408	(612)	(184)	(83)	27
净增权益	(300)	(350)	(439)	(494)	(554)
净增债务	(4)	68	0	0	0
支付股息	300	350	439	494	554
其他融资现金流	(300)	(439)	(1,240)	(828)	(1,151)
融资活动产生的现金流	(304)	(370)	(1,240)	(828)	(1,151)
现金变动	865	(131)	(723)	(164)	(297)
期初现金	979	1,836	1,697	2,053	2,051
公司自由现金流	1,169	240	517	664	854
权益自由现金流	1,127	247	439	587	766

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1,836	1,697	2,053	2,051	2,403
应收帐款	511	525	518	551	623
库存	1,227	1,143	1,253	1,385	1,465
其他流动资产	39	48	56	51	66
流动资产总计	3,761	3,977	4,207	4,465	4,985
固定资产	413	982	955	950	937
无形资产	292	269	247	225	203
其他长期资产	657	416	644	877	863
长期资产总计	1,362	1,668	1,846	2,052	2,003
总资产	5,371	5,835	6,247	6,714	7,188
应付帐款	524	668	742	830	892
短期债务	24	92	92	92	92
其他流动负债	551	675	711	745	773
流动负债总计	1,099	1,435	1,545	1,667	1,757
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	85	87	77	80	84
股本	831	828	828	828	828
储备	3,301	3,469	3,772	4,113	4,494
股东权益	4,104	4,288	4,600	4,941	5,322
少数股东权益	83	25	25	25	25
总负债及权益	5,371	5,835	6,247	6,714	7,188
每股帐面价值(人民币)	4.96	5.18	5.56	5.97	6.43
每股有形资产(人民币)	4.61	4.86	5.26	5.70	6.19
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.19)	(1.94)	(2.37)	(2.37)	(2.79)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	17.3	14.1	15.8	15.8	16.2
息税前利润率(%)	15.7	12.3	13.5	13.8	14.1
税前利润率(%)	14.0	14.4	15.4	15.5	15.8
净利率(%)	11.2	11.9	12.8	12.9	13.1
流动性					
流动比率(倍)	3.4	2.8	2.7	2.7	2.8
利息覆盖率(倍)	184.7	98.5	119.6	130.2	99.0
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.3	2.0	1.9	1.8	2.0
估值					
市盈率(倍)	21.7	20.3	16.2	14.4	12.8
核心业务市盈率(倍)	21.2	20.2	16.1	14.3	12.8
市净率(倍)	2.9	2.8	2.6	2.4	2.2
价格/现金流(倍)	15.6	13.9	16.9	15.9	14.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.0	14.9	10.9	9.8	8.4
周转率					
存货周转天数	170.8	152.8	132.9	131.3	129.4
应收帐款周转天数	37.1	38.5	33.2	30.4	30.4
应付帐款周转天数	39.3	44.3	44.8	44.7	44.6
回报率					
股息支付率(%)	55.0	59.9	59.9	59.9	59.9
净资产收益率(%)	13.8	13.9	16.5	17.3	18.0
资产收益率(%)	12.1	9.1	10.8	11.5	12.0
已运用资本收益率(%)	3.4	3.4	4.0	4.2	4.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371