

**家纺行业**

专题报告

# 稳健增长逻辑具备，估值处于历史大底部

## ——行业专题报告

行业研究——纺织服装行业一

证券研究报告

✍️ : 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002  
 ☎️ : 联系人: 林骥川、詹陆雨、陈腾曦、于健  
 ✉️ : mali@stocke.com.cn

**行业评级**

家纺行业

看好

**报告导读**

家纺行业稳健增长逻辑具备，家纺龙头估值处于历史大底部，重申“买入”投资评级！

**投资要点**
**□ 家纺三龙头中报靓丽**

1) **罗莱生活**: 中报收入 25.3 亿 (+33%)，归母净利 2.8 亿 (+69%)，单 Q2 收入 12.1 亿 (+19%)，归母净利 1.0 亿 (+4%); 2) **富安娜**: 中报收入 13.1 亿 (+19%)，归母净利 2.1 亿 (+25%)，单 Q2 收入 6.8 亿 (+16%)，归母净利 1.2 亿 (+29%); 3) **水星家纺**: 中报收入 16.2 亿 (+39%)，归母净利 1.64 亿 (+72%)，单 Q2 收入 9.0 亿 (+32%)，归母净利 0.9 亿 (+58%)。

**□ 稳健增长逻辑具备**

1) **线上高基数下仍保持高增，增长逻辑发生变化**。罗莱生活、富安娜、水星家纺 21H1 线上收入同比增长 22%/23%/46%，三家企业作为高知名度龙头品牌，依赖品质和供应链优势，线上业务进入提价、提毛利率阶段，和白牌、贴牌差距逐步拉开（单纯依赖低价流量优势、内卷化突出）。

2) **线下 21 年重启门店扩张周期**。20 年疫情后洗牌，21 年全国性龙头集体开始加速线下布局。21H1，罗莱生活线下渠道净增 38 家至 2274 家，全年目标新开门店 300 家；富安娜线下渠道净增 67 家至 1533 家；水星家纺计划全年新开门店 200 家+，上半年进度已基本完成。随着人们对美好生活追求带来的家纺消费升级，中高端家纺品牌仍有巨大扩张空间。

3) **盈利能力提升下的高质量增长**。19 年起富安娜为首龙头陆续启动 ERP 系统进行渠道精细化管理，带动盈利能力提升，净利率来看，21H1 富安娜 16.0%（相对 19H1+2pp），罗莱生活 11.2%（相对 19H1+1.5pp）。

**□ 估值处于历史大底部**

预计 2021 年富安娜归母净利 6.3 亿 (+22%)，对应 PE10X；罗莱生活归母净利 7.3 亿 (+25%)，对应 PE13X；水星家纺归母净利 3.6 亿 (+31%)，对应 PE11X。从过去三年估值水平来看，当前三家龙头家纺企业的估值均处于历史大底部。随着龙头家纺企业线上渠道逐步成熟、线下门店持续扩张，叠加行业消费升级趋势，龙头中高端家纺品牌市占率有望进一步提升，推荐把握低估值优质家纺标的。

**□ 风险提示**

终端零售不及预期；疫情持续出现反复；品牌间竞争加剧

**相关报告**

- 1、《罗莱生活：家纺增长稳健，家居反弹强劲，再推大范围股权激励》2021-08-19
- 2、《富安娜：电商增长靓丽，全渠道盈利能力提升》2021-08-22

报告撰写人：马莉

 数据联系人：林骥川、詹陆雨  
 陈腾曦、于健

## 正文目录

|                          |   |
|--------------------------|---|
| 1. 三大家纺龙头中报表现靓丽 .....    | 3 |
| 2. 线上高基数下仍保持高增长 .....    | 3 |
| 3. 线下 21 年重启门店扩张周期 ..... | 4 |
| 4. 利润率提升下的高质量增长 .....    | 6 |
| 5. 优质家纺标的估值处于底部 .....    | 6 |

## 图表目录

|                                  |   |
|----------------------------------|---|
| 图 1: 家纺标的近三年 PE 估值 .....         | 7 |
| 表 1: 家纺企业分季度业绩 (单位: 百万元) .....   | 3 |
| 表 2: 家纺龙头企业分渠道业绩 (单位: 百万元) ..... | 4 |
| 表 3: 三家龙头家纺在电商渠道建设上的重要举措 .....   | 4 |
| 表 4: 家纺龙头企业线下渠道收入拆分 .....        | 5 |
| 表 5: 三家龙头家纺产品研发创新 .....          | 6 |
| 表 6: 家纺龙头企业分季度盈利能力 .....         | 6 |
| 表 7: 家纺标的估值表 .....               | 7 |

## 1. 三大家纺龙头中报表现靓丽

国内三大家纺龙头中报披露完毕，业绩表现靓丽：

1) **罗莱生活**：上半年收入 25.3 亿 (+33%)，归母净利 2.8 亿 (+69%)，单 Q2 来看，收入 12.1 亿，相对 20/19 年同期增长 19%/16%，归母净利 1.0 亿，相对 20/19 年同期增长 4%/59%。

2) **富安娜**：上半年收入 13.1 亿 (+19%)，归母净利 2.1 亿 (+25%)，单 Q2 来看，收入 6.8 亿，相对 20/19 年同期增长 16%/17%，归母净利 1.2 亿，相对 20/19 年同期增长 29%/59%。

3) **水星家纺**：上半年收入 16.2 亿 (+39%)，归母净利 1.6 亿 (+72%)，单 Q2 来看，收入 9.0 亿，相对 20/19 年同期增长 32%/34%，归母净利 0.9 亿，相对 20/19 年同期增长 58%/45%。

表 1：家纺企业分季度业绩（单位：百万元）

|             | 2019Q1 | 2019Q2 | 2020Q1 | 2020Q2 | 2021Q1 | 2021Q2 | 21Q2 相对 19Q2 | 2020H1 | 2021H1 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|--------|--------|
| <b>罗莱生活</b> |        |        |        |        |        |        |              |        |        |
| 收入          | 1,144  | 1,043  | 893    | 1,013  | 1,319  | 1,207  |              | 1,906  | 2,526  |
| YOY         | -2.3%  | 1.7%   | -21.9% | -2.9%  | 47.7%  | 19.2%  | 15.7%        | -12.9% | 32.5%  |
| 归母净利        | 145    | 63     | 71     | 96     | 183    | 100    |              | 167    | 282    |
| YOY         | -7.6%  | 1.4%   | -50.7% | 52.8%  | 156.1% | 3.9%   | 58.7%        | -19.3% | 68.8%  |
| <b>富安娜</b>  |        |        |        |        |        |        |              |        |        |
| 收入          | 522    | 583    | 511    | 589    | 628    | 681    |              | 1,100  | 1,308  |
| YOY         | -5.5%  | -1.8%  | -2.0%  | 1.0%   | 22.8%  | 15.5%  | 16.7%        | -0.4%  | 18.9%  |
| 归母净利        | 81     | 74     | 76     | 91     | 93     | 117    |              | 167    | 210    |
| YOY         | -16.3% | -16.1% | -5.9%  | 23.6%  | 21.5%  | 28.6%  | 58.9%        | 8.1%   | 25.4%  |
| <b>水星家纺</b> |        |        |        |        |        |        |              |        |        |
| 收入          | 601    | 674    | 481    | 685    | 718    | 901    |              | 1,167  | 1,619  |
| YOY         | 0.8%   | 19.6%  | -20.0% | 1.7%   | 49.1%  | 31.5%  | 33.7%        | -8.5%  | 38.8%  |
| 归母净利        | 76     | 59     | 41     | 54     | 79     | 85     |              | 95     | 164    |
| YOY         | 4.2%   | 25.2%  | -45.4% | -8.6%  | 91.1%  | 58.2%  | 44.6%        | -29.2% | 72.4%  |

数据来源：Wind，浙商证券研究所

## 2. 线上高基数下仍保持高增长

上半年，三家头部家纺企业线上收入延续了去年高增长的趋势。其中，罗莱生活去年电商事业部组织架构理顺后电商业务曾获爆发性增长，21H1 尽管线上占比有所下滑，但收入规模在高基数上仍增长 22%至 6.9 亿元；富安娜线上渠道提速提效，21H1 线上收入 5.6 亿元（同比+23%），占比同比提升 1.4pp 至 43%，同时毛利率提升 3.5pp 至 50%；水星家纺 21H1 线上收入增长再次提速，同比高增 46%至 8.1 亿元，占比同比提升 2.6pp 至 50%，已达一半。

**表 2：家纺龙头企业分渠道业绩（单位：百万元）**

|             | 2019  | 2020  | 2020H1 | 2021H1 |
|-------------|-------|-------|--------|--------|
| <b>罗莱生活</b> |       |       |        |        |
| 线上收入        | 1,123 | 1,419 | 563    | 686    |
| YOY         |       | 26.3% |        | 21.8%  |
| 线上占比        | 23.1% | 28.9% | 29.6%  | 27.2%  |
| 毛利率         | 44.6% | 46.4% | 47.3%  | 45.3%  |
| <b>富安娜</b>  |       |       |        |        |
| 线上收入        | 1,008 | 1,135 | 456    | 561    |
| YOY         | 21.3% | 12.6% |        | 23.0%  |
| 线上占比        | 36.1% | 39.5% | 41.5%  | 42.9%  |
| 毛利率         | 45.5% | 49.1% | 46.5%  | 50.0%  |
| <b>水星家纺</b> |       |       |        |        |
| 线上收入        | 1,218 | 1,511 | 551    | 806    |
| YOY         | 19.2% | 24.0% |        | 46.3%  |
| 线上占比        | 40.6% | 49.8% | 47.2%  | 49.8%  |
| 毛利率         | 40.4% | 36.1% |        |        |

数据来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

**家纺龙头优势渐显，线上竞争格局正发生全面转变。**2020 年疫情之后，面对消费者购物习惯及零售生态变化，家纺企业接连发力线上渠道建设。罗莱生活、富安娜、水星家纺作为高知名度龙头品牌，本身具有突出的品质和供应链优势，19 年开始逐步由天猫等传统渠道向直播电商等新兴渠道拓展，引进顶流明星代言人并与头部主播深度合作，在年轻客群中快速提升品牌曝光量，叠加公司内部组织架构调整（罗莱拆分罗莱与 LOVO、水星更换京东负责人等），线上渠道提速提效显著。随着线上消费者在家纺用品上的消费升级，龙头品牌线上业务已进入提价、提毛利率阶段，与依赖低价竞争获取流量的白牌、贴牌差距逐渐拉开。

**表 3：三家龙头家纺在电商渠道建设上的重要举措**

| 公司   | 内容  |
|------|---|
| 罗莱生活 | 1) 20 年电商事业部管理架构理顺，罗莱和 LOVO 在独立前台运营的同时中后台统一管理、品牌统一考核，两品牌重新梳理各自定位：罗莱坚持超柔床品的中高端定位，易烊千玺加盟品牌代言人矩阵；LOVO 强调极致性价比，并与辛巴、薇娅、李佳琦等头部主播积极合作。2) 20 年疫情初期，公司紧急上线了基于微信的“好享购平台”，开辟全新的线上零售渠道，最大限度的减少疫情给加盟商带来的损失。 |
| 富安娜  | 1) 根据公司产品策略和评估，强化直播团队，开展与头部达人合作；2) 强化短视频运营团队，负责线上短视频内容创作、投放与运营工作；3) 深度调整产品结构，加大年轻化产品结构占比；4) 精细化品类及用户运营，打牢基础运营工作。  |
| 水星家纺 | 1) 通过跨界、与知名 IP、国际设计师等合作，联名打造专属产品等方式提升品牌的知名度（如跨界雪糕品牌钟薛高推出产品“雪糕被”，与敦煌博物馆联名合作，推出国风元素的家纺产品）；2) 充分利用数据分析，使产品设计、品牌宣传及营销方案等能够更好地满足年轻消费群体这一电商消费主力的需求。   |

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 3. 线下 21 年重启门店扩张周期

21 年上半年，家纺龙头企业集体开始加速线下布局，进一步加强渠道网络拓展，与区域性品牌争取当地市场份额。1) **罗莱生活**：上半年渠道净增 38 家至 2274 家，全年目标新开门店 300 家。2) **富安娜**：上半年渠道净增 67 家至 1533 家，今年整体处于积极的

渠道扩张周期，同时直营/加盟毛利率同比分别提升 2.1pp/2.2pp 至 66.6%/52.3%，毛利率提升主要受益于公司于 2019 年起启动 ERP 系统进行渠道精细化管理，促进了线下门店整体单店效率有效提升。3) **水星家纺**：计划全年新开直营和加盟店 200 家+，其中直营店以一二线城市的购物中心为主，加盟店以三四线城市或县级市的专卖店为主，目前来看上半年开店进度已完成。

**表 4：家纺龙头企业线下渠道收入拆分**

|             | 2019   | 2020   | 2020H1 | 2021H1 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>罗莱生活</b> |        |        |        |        |
| 直营收入 (百万元)  | 373    | 334    | 133    | 171    |
| YOY         |        | -10.4% |        | 28.0%  |
| 毛利率         | 64.1%  | 63.9%  | 66.5%  | 66.5%  |
| 直营门店数 (家)   | 295    | 257    |        | 250    |
| 直营店效 (万元)   | 127    | 130    |        | 68     |
| 加盟收入 (百万元)  | 1,865  | 1,653  | 655    | 856    |
| YOY         |        | -11.4% |        | 30.8%  |
| 毛利率         | 46.0%  | 43.4%  | 46.3%  | 45.5%  |
| 加盟门店数 (家)   | 2,030  | 1,979  |        | 2,024  |
| 加盟店效 (万元)   | 92     | 84     |        | 42     |
| <b>富安娜</b>  |        |        |        |        |
| 直营收入 (百万元)  | 749    | 695    | 297    | 332    |
| YOY         | -4.5%  | -7.2%  |        | 11.9%  |
| 毛利率         | 63.7%  | 66.4%  | 64.5%  | 66.6%  |
| 直营门店数 (家)   | 454    | 437    |        | 494    |
| 直营店效 (万元)   | 165    | 159    |        | 67     |
| 加盟收入 (百万元)  | 751    | 775    | 254    | 294    |
| YOY         | -26.8% | 3.2%   |        | 15.9%  |
| 毛利率         | 50.3%  | 51.1%  | 50.1%  | 52.3%  |
| 加盟门店数 (家)   | 1,093  | 1,029  |        | 1,039  |
| 加盟店效 (万元)   | 69     | 75     |        | 28     |

数据来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

**人们对美好生活的追求是家纺消费升级的动力，中高端家纺品牌仍有巨大扩张空间。**收入水平提高重塑了国内消费者的家纺消费观念，人们越来越注重高品质的家居生活和睡眠环境，比以往更愿意为兼具美观性、舒适性、安全性、功能性的中高端品牌付费。国内家纺企业接连推出负离子、抗菌防螨、藻土、蚕丝凉感等创新产品，在提供更多样选择的同时也在持续进行消费者教育。家纺行业门槛较低，行业参与者众多，随着中高端家纺品牌加快下沉市场渠道建设，其凭借高品质产品将逐步替代低端产品的市场份额，中小家纺厂商将面临一轮行业淘汰。

**表 5：三家龙头家纺产品研发创新**

| 公司   | 内容   |
|------|--|
| 罗莱生活 | 1) 疫情之初, 开发了主打“抗菌科技”主题的超柔系列产品; 2) 在新疆启用罗莱专属生产试验基地; 3) 以纤维新材料和助剂材料的自主研发为重点, 重点开展了凉感纤维、低致敏纤维、蛋白纤维、除臭纤维、吸湿发热纤维、草本天然抗菌、物理抗菌、A 类生态牛皮席、抗菌竹席等项目的技术研发和科技攻关。  |
| 富安娜  | 1) 功能型面料及填充材料的开发, 赋予面料永久抗菌防螨、美颜玻尿酸等功能, 加大高科技填充材料的研发, 将航天材料聚酰亚胺和聚酯纤维混合, 具有远红外发热功能等。2) 2021 年推出新国绣产品系列、莱赛尔夏被系列、绚彩印花夏被系列、舒柔清爽抗菌系列、炫彩抗菌系列、怡养玻尿酸系列等新产品系列。 |
| 水星家纺 | 开展了抗菌、防螨、智能家纺等项目的技术研发和科技攻关, 并将其运用到多种产品当中。  |

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 4. 利润率提升下的高质量增长

线上渠道占比提升及全渠道精细化管理带来整体利润率提升。

毛利率上, 21H1 水星家纺、富安娜毛利率分别同比提升 2.90pp/2.57pp 至 38.44%/56.22%, 罗莱生活毛利率同比微降 0.52pp 主要是由于会计准则将运费调节至营业成本所致, 剔除该影响后同比提升 1.67pp。毛利率提升一方面来自供应链管理提效带来的成本优化以及各渠道本身运营效率的提升, 另一方面代表着家纺龙头产品竞争力和品牌力的全方位提升。

费用率和净利率上, 21H1 罗莱生活、富安娜、水星家纺期间费用率分别为 28.74%/28.26%/36.76%, 同比下滑 2.09pp/1.23pp/0.76pp。净利率来看, 21H1 罗莱生活 11.2% (相对 19H1+1.5pp), 富安娜 16.0% (相对 19H1+2pp), 水星家纺 10.1% (相对 20H1+2.0pp, 相对 19 年微降, 与电商占比迅速提升有关)。

**表 6：家纺龙头企业分季度盈利能力**

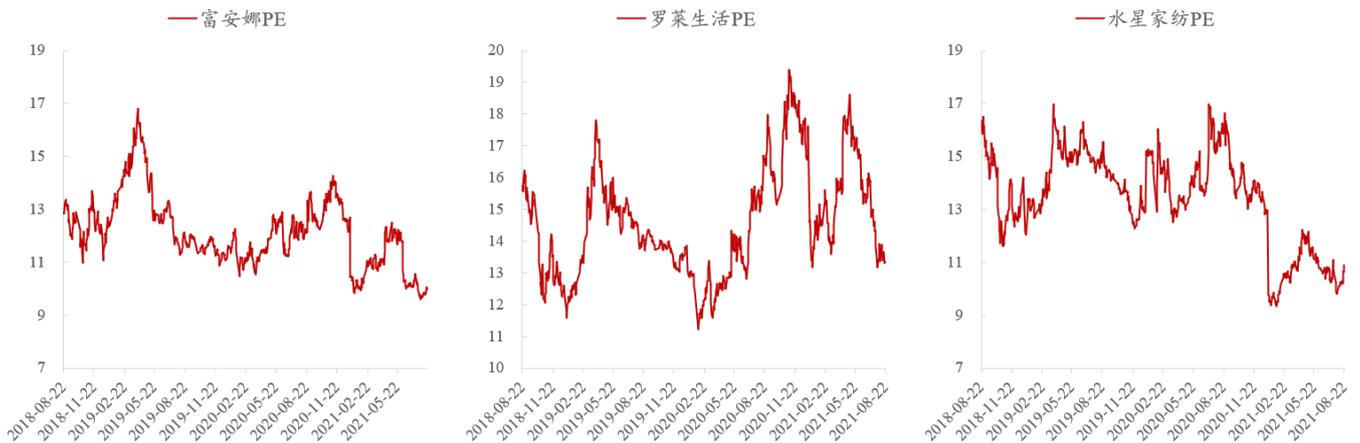
|             | 2019Q1 | 2019Q2 | 2020Q1 | 2020Q2 | 2020Q3 | 2020Q4 | 2021Q1 | 2021Q2 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>罗莱生活</b> |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 期间费用率       | 28.6%  | 34.4%  | 33.2%  | 28.7%  | 25.3%  | 22.3%  | 25.6%  | 32.2%  |
| 净利率         | 12.8%  | 6.4%   | 8.1%   | 9.9%   | 14.5%  | 13.6%  | 13.9%  | 8.3%   |
| <b>富安娜</b>  |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 期间费用率       | 34.2%  | 39.5%  | 37.8%  | 37.3%  | 36.8%  | 27.5%  | 39.0%  | 34.7%  |
| 净利率         | 15.5%  | 12.7%  | 14.9%  | 15.5%  | 17.9%  | 20.6%  | 14.8%  | 17.2%  |
| <b>水星家纺</b> |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 期间费用率       | 24.9%  | 28.9%  | 30.7%  | 24.7%  | 24.4%  | 23.6%  | 25.7%  | 26.9%  |
| 净利率         | 12.6%  | 8.8%   | 8.6%   | 7.9%   | 10.4%  | 9.1%   | 11.0%  | 9.5%   |

数据来源: Wind, 浙商证券研究所

## 5. 优质家纺标的估值处于底部

预计 2021 年富安娜归母净利 6.3 亿 (+22%), 对应 PE10X; 罗莱生活归母净利 7.3 亿 (+25%), 对应 PE13X; 水星家纺归母净利 3.6 亿 (+31%), 对应 PE11X。从过去三年估值水平来看, 当前三家龙头家纺企业的估值均处于历史大底部。随着龙头家纺企业线上渠道逐步成熟、线下门店持续扩张, 叠加行业消费升级趋势, 龙头中高端家纺品牌市占率有望进一步提升, 推荐把握低估值优质家纺标的。

图 1：家纺标的近三年 PE 估值



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 7：家纺标的估值表

|             | 2020   | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|
| <b>富安娜</b>  |        |       |       |       |
| 归母净利（百万元）   | 516.5  | 628.8 | 732.1 | 838.7 |
| YOY         | 1.9%   | 21.8% | 16.4% | 14.6% |
| PE          | 12.1   | 9.9   | 8.5   | 7.5   |
| <b>罗莱生活</b> |        |       |       |       |
| 归母净利（百万元）   | 585.0  | 731.2 | 852.3 | 986.0 |
| YOY         | 7.1%   | 25.0% | 16.6% | 15.7% |
| PE          | 16.0   | 12.8  | 11.0  | 9.5   |
| <b>水星家纺</b> |        |       |       |       |
| 归母净利（百万元）   | 274.5  | 359.7 | 419.0 | 477.0 |
| YOY         | -13.0% | 31.0% | 16.5% | 13.9% |
| PE          | 13.0   | 10.9  | 9.4   | 8.2   |

数据来源：Wind，浙商证券研究所，其中水星家纺来自 Wind 一致预期

## 6. 风险提示

- 1、终端销售不及预期：整体经济增速放缓，导致销售复苏不及预期
- 2、疫情持续出现反复：疫情持续反复下终端门店客流复苏持续低于预期
- 3、品牌间竞争加剧：消费者风格偏好、购物习惯变化导致市场风格变化、品牌间竞争加剧

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>