

## 罗莱生活 (002293.SZ) 渠道拓展叠加产能提升, 家纺龙头高质量增长可期

2023年02月23日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

吕明 (分析师)

周嘉乐 (分析师)

lvming@kysec.cn

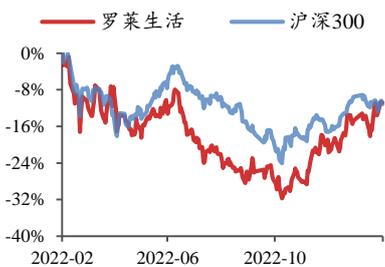
zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790522030002

日期	2023/2/22
当前股价(元)	12.29
一年最高最低(元)	14.78/9.19
总市值(亿元)	103.22
流通市值(亿元)	101.58
总股本(亿股)	8.40
流通股本(亿股)	8.27
近3个月换手率(%)	23.63

### 股价走势图



数据来源: 聚源

**● 渠道拓展叠加产能提升, 家纺龙头高质量增长可期, 首覆给予“买入”评级**  
罗莱生活是国内家纺行业的龙头, 我们认为随着家纺行业需求提升叠加头部集中加速, 公司作为行业龙头有望继续受益。另外, 公司全渠道拓展稳步推进, 产能布局有效支撑规模扩张, 公司未来3-5年有望保持稳健增长, 预计公司2022-2024年归母净利润分别为6.57/7.77/9.11亿元, 对应EPS为0.78/0.92/1.08元, 当前股价对应PE为15.7/13.3/11.3倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

### ● 家纺行业: 长短期需求驱动力强, 头部加速集中

家纺行业进入平稳发展期, 2021年家纺行业市场规模为2426.83亿元, 新零售渠道变革下行业增长有望提速, 预计2021-2026年CAGR为7.8%。我们认为, 短期来看, 婚庆需求集中释放; 中期来看, 房地产下行趋势或有所缓解, 乔迁需求或将回暖; 长期来看, 量价齐升推动行业持续向好, 特别是中高端家纺行业。目前家纺行业竞争格局分散, 2021年CR5为4.5%; 随着消费升级和渠道变革, 龙头品牌优势凸显, 叠加小作坊出清加速, 龙头市占率有望加速提升。

### ● 渠道拓展: 线下稳步扩张提效, 线上精细化运营赋能高质量增长

(1) **线下渠道:** 开店战略长期稳定推进, 2023年有望进一步实现400+家新开店目标; 长期来看, 门店总数有望达到4000家, 达到全国性品牌的覆盖率。公司陆续推广私享家洗护服务, 提升进店率和客户接触频率, 从而提升顾客满意度、复购率。随着线下客流恢复, 店效有望持续恢复。(2) **线上渠道:** 乐蜗和罗莱双品牌差异化定位抢占线上市场份额, 精细化运营赋能高质量增长。

### ● 产能提升: 供应链升级提升排单效率, 工厂落地解决产能瓶颈

(1) **供应链UDP升级:** 2022年公司将持续建设供应链UDP升级, 优化排产压缩黑单量, 快速反应安排急单, 更好满足加盟商和线上销售的需求。(2) **工厂落地:** 2019年开始, 产能利用率均接近110%。为解决产能瓶颈, 公司在南通规划建设智慧产业园区, 工厂落地有望释放高端产能支撑线下渠道拓展; 自动化产能有望增加快反并有效降低成本, 支撑线上快速发展。

**● 风险提示:** 门店拓展不及预期, 电商竞争加剧, 产能落地不及预期等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,911	5,760	5,594	6,356	7,126
YOY(%)	1.0	17.3	-2.9	13.6	12.1
归母净利润(百万元)	585	713	657	777	911
YOY(%)	7.1	21.9	-7.9	18.2	17.3
毛利率(%)	43.2	45.0	45.0	45.5	45.6
净利率(%)	11.9	12.4	11.7	12.2	12.8
ROE(%)	13.7	17.6	15.7	17.4	18.6
EPS(摊薄/元)	0.70	0.85	0.78	0.92	1.08
P/E(倍)	17.6	14.5	15.7	13.3	11.3
P/B(倍)	2.4	2.5	2.4	2.3	2.1

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 罗莱生活：品牌矩阵布局完善，家纺龙头稳健增长.....	4
1.1、 发展历程：持续深耕家纺行业，构建大家纺小家居品牌矩阵.....	4
1.2、 股权结构：股权结构稳定且集中，注重股东回报.....	5
1.3、 财务分析：公司业绩稳健增长，盈利能力处于行业中上水平.....	6
2、 家纺行业：长短期需求驱动力强，头部加速集中.....	8
2.1、 发展历程：行业进入平稳发展期，渠道变革下迎来新发展机会.....	8
2.2、 行业规模：短期需求利好，量价齐升推动行业长期向好.....	9
2.3、 竞争格局：竞争格局分散，头部加速集中.....	12
2.3.1、 竞争现状：竞争格局分散，龙头品牌占据中高端市场.....	12
2.3.2、 未来趋势：龙头品牌优势凸显，市占率有望加速提升.....	13
3、 未来看点：全渠道拓展稳步推进，产能提升支撑规模扩张.....	14
3.1、 渠道拓展：线下稳步扩张提效，线上精细化运营赋能高质量增长.....	14
3.1.1、 线下渠道：开店战略长期稳定推进，私享家洗护服务提升店效.....	14
3.1.2、 线上渠道：品牌定位清晰，精细化运营赋能高质量增长.....	14
3.2、 产能提升：供应链升级提升排单效率，工厂落地解决产能瓶颈.....	15
4、 盈利预测与投资建议.....	16
5、 风险提示.....	18
附：财务预测摘要.....	19

## 图表目录

图 1： 多品牌矩阵布局完善，满足多人群、多场景、多渠道的消费需求.....	4
图 2： 持续深耕家纺行业，构建大家纺小家居品牌矩阵.....	5
图 3： 股权结构稳定且集中，薛伟成先生间接控股 17.44%.....	5
图 4： 分红率保持较高水平，注重股东回报.....	5
图 5： 2017-2021 年营收保持稳健增长.....	6
图 6： 2017-2021 年归母净利润保持稳健增长.....	6
图 7： 各品类营收占比基本保持稳定.....	6
图 8： 公司以加盟渠道为主，线上渠道占比稳步提升.....	6
图 9： 罗莱生活毛利率长期处于行业中上水平.....	7
图 10： 2022H1 公司综合毛利率受标准套件和家具拖累.....	7
图 11： 2017-2021 年公司控费提效能力持续优化.....	7
图 12： 罗莱生活净利率连续 5 年稳定提升.....	7
图 13： 公司库存短期承压但总体可控.....	8
图 14： 2022Q1-3 公司存货周转处于行业中上水平.....	8
图 15： 渠道变革推动家纺行业发展步入新阶段.....	9
图 16： 家纺行业市场规模平稳增长.....	9
图 17： 2018 年家纺终端消费需求中日常换新占比较大.....	9
图 18： 2023 年热门节日婚礼预约咨询量大幅增长.....	10
图 19： 28 岁以上人群具备更高人均消费力.....	10
图 20： 商品房销售仍处于筑底阶段.....	10
图 21： 2022 年 11 月以来，竣工面积降幅收窄.....	10
图 22： 中产阶层人群及其消费不断扩大.....	11

图 23: 品牌家纺床上用品平均单价明显上涨.....	11
图 24: 品质和品类要求提升带动家纺产品量价齐升.....	12
图 25: 家纺行业品牌主要分为四个梯队, 龙头品牌占据中高端市场.....	12
图 26: 国内家纺行业竞争格局分散.....	13
图 27: 国内家纺行业 CR3、CR5 提升较慢.....	13
图 28: 开店战略稳步推进, 月店效短期承压.....	14
图 29: 线下毛利率总体保持稳定.....	14
图 30: 线上渠道收入占比维持在 25%~30%之间.....	15
图 31: 2019 年以来, 线上毛利率持续提升.....	15
表 1: 双品牌定位清晰, 差异化竞争抢占线上市场份额.....	15
表 2: 2019 年开始, 产能利用率均接近 110%.....	16
表 3: 预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 6.57/7.77/9.11 亿元.....	16
表 4: 相对于可比公司富安娜、水星家纺, 给予一定的估值溢价.....	18

## 1、罗莱生活：品牌矩阵布局完善，家纺龙头稳健增长

**多品牌矩阵布局完善，家纺龙头地位稳固。**罗莱生活于1992年成立，集研发、设计、生产、销售于一体，聚焦以床上用品为主的家用纺织品业务，是中国家纺行业龙头企业。罗莱生活拥有罗莱、罗莱儿童、乐蜗、廊湾等自有品牌；收购莱克星顿、内野、恐龙等品牌；并代理ZUCCHI、BASSETTI等全球知名品牌，逐步构建完善的品牌矩阵，实现对大众、中端、高端消费市场的全覆盖，满足多人群、多场景、多渠道的消费需求，连续十七年稳居国内床上用品行业市占率第一。

图1：多品牌矩阵布局完善，满足多人群、多场景、多渠道的消费需求

类型	品牌	品牌定位	销售市场	销售渠道	目标客群	价格带(元)	品牌特点	成立/收购时间	
自有品牌	 <b>LUOLAI 罗莱家纺</b>	罗莱	高端市场	国内	全渠道	25-39岁新中产家庭	1500-15000	超柔床品，连续17年市场综合占有率第一位	1992年
	 <b>罗莱儿童</b>	罗莱儿童	高端市场	国内	全渠道	25-39岁新中产家庭	200-10000	聚焦儿童的“健康、安全”	2008年
	 <b>乐蜗家纺 LOVO</b>	LOVO乐蜗	大众消费市场	国内	线上	22-35岁成长一族	300-1500	2019-2021年连续三年中国国互联网床上用品第一品牌	2009年
	 <b>LAVIE 廊湾</b>	廊湾	超高端市场	国内	全渠道	25-45岁富裕家庭	5000-50000	全球家居精品	2015年
收购品牌	 <b>LEXINGTON HOME BRANDS</b>	莱克星顿	超高端市场	美国	全渠道	25-55岁富裕家庭	5000-50000	历史悠久，品质尊贵	2017年
	 <b>UCHINO Lifestyle Designing</b>	内野	超高端市场	国内	全渠道	35-50岁讲究生活品质的中产女性与家庭	200-5000	日本超高端毛巾、家居服品牌	2015年
	 <b>DINOSAUR</b>	恐龙	大众消费市场	国内	全渠道	20-40岁精致乐活一族	500-3000	国际时尚家居品牌	2020年
合作品牌	 <b>HUAWEI HILink</b>	华为HILink	大众消费市场	国内	一线到三线	罗莱会员及新客	500-2000	智能化家居品牌	2020年
授权品牌	      								

资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

### 1.1、发展历程：持续深耕家纺行业，构建大家纺小家居品牌矩阵

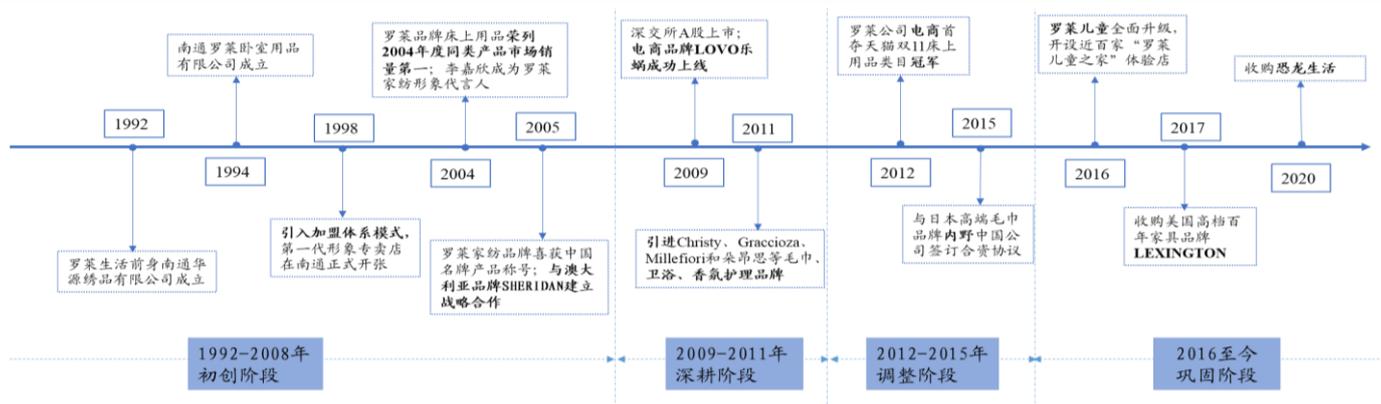
**初创阶段（1992-2008年）：率先采用加盟模式，蝉联家纺品类市占第一。**1992年，罗莱生活于江苏省南通市成立；1998年，率先引入加盟模式，开设罗莱家纺品牌第一代形象专卖店。凭借优质的面料和精良的设计，公司产品受到消费者的广泛认可，2004年获得同类产品市场销量第一，2005-2008年连续四年获得国内同类产品市场综合占有率第一。

**深耕阶段（2009-2011年）：上市后快速发展，开始布局品牌建设。**2009年，公司于深交所上市，同年电商品牌LOVO乐蜗成功上线；2011年，公司为拓宽产品品类，通过并购或参股方式引进Christy、Graccioza、Millefiori和朵昂思等毛巾、卫浴、香氛护理品牌。

**调整阶段（2012-2015年）：布局电商渠道，进一步完善品牌布局。**公司积极布局电商渠道，2012年，罗莱公司电商首夺天猫双11床上用品类目冠军；2015年，公司合资控股日本高端毛巾品牌内野；进一步完善品牌布局。

**巩固阶段（2016年至今）：持续巩固龙头地位，构造大家纺小家居品牌矩阵。**2016年，罗莱儿童采用全新品牌标识全面升级，开设近百家“罗莱儿童之家”体验店；2017年，公司收购美国高档百年家居品牌莱克星顿，开辟海外市场；2020年，公司收购恐龙生活，完善大众消费市场品牌定位。公司通过多品牌矩阵、全渠道发展，逐渐稳固行业龙头地位。

图2：持续深耕家纺行业，构建大家纺小家居品牌矩阵

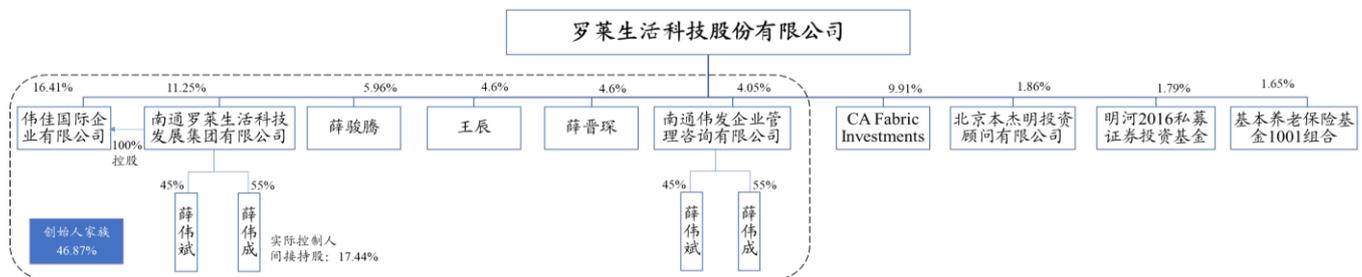


资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

## 1.2、股权结构：股权结构稳定且集中，注重股东回报

股权结构稳定且集中，薛伟成先生间接控股 17.44%。截止 2022Q3 末，公司第一大股东为伟佳国际企业有限公司，持股比例为 16.41%；第二大股东是南通罗莱生活科技发展集团有限公司，持股比例为 11.25%；目前前十大股东合计持股 62.08%，股权较为集中。创始人薛伟成先生持有南通伟发企业管理咨询有限公司 55% 股权和南通罗莱生活科技发展集团有限公司 55% 股权，为公司董事长兼实控人，间接持股比例为 17.44%，创始人薛氏家族合计持股 46.87%。

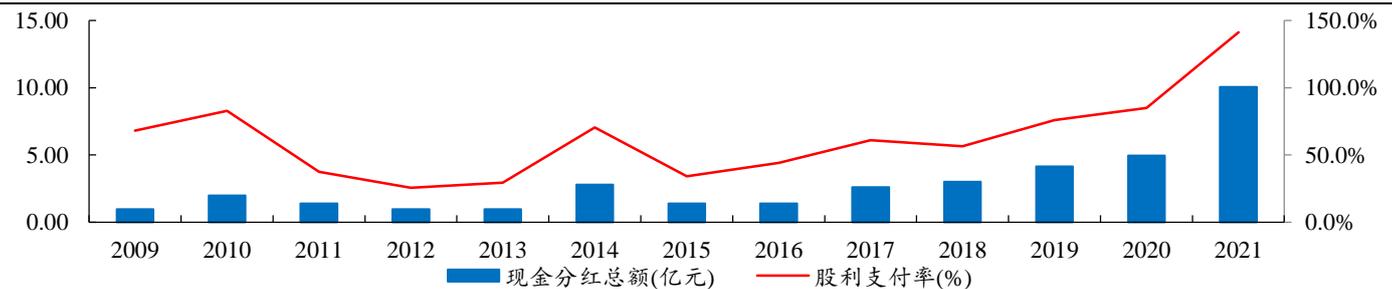
图3：股权结构稳定且集中，薛伟成先生间接控股 17.44%



资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

分红率保持较高水平，注重股东回报。现金分红总额逐年增长，2019-2021 年现金分红总额分别为 4.15/4.97/10.06 亿元，2016-2021CAGR 为 48.3%；分红比例常年保持较高水平，2019-2021 年分红率分别为 76.05%/84.89%/141.11%。

图4：分红率保持较高水平，注重股东回报



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.3、财务分析：公司业绩稳健增长，盈利能力处于行业中上水平

大家纺小家居品牌矩阵下，公司业绩稳健增长。公司营业收入从 2017 年的 46.62 亿元增长至 2021 年 57.60 亿元，2017-2021CAGR 达 5.43%；归母净利润从 2017 年的 4.28 亿元增长至 2021 年 7.13 亿元，2016-2021CAGR 达 13.63%；2022Q1-3 营收/归母净利润分别实现 37.18/3.92 亿元，分别同比下降 7.01%/20.18%，受疫情扰动，业绩短期承压，但仍体现出一定的经营韧性。

图5：2017-2021 年营收保持稳健增长

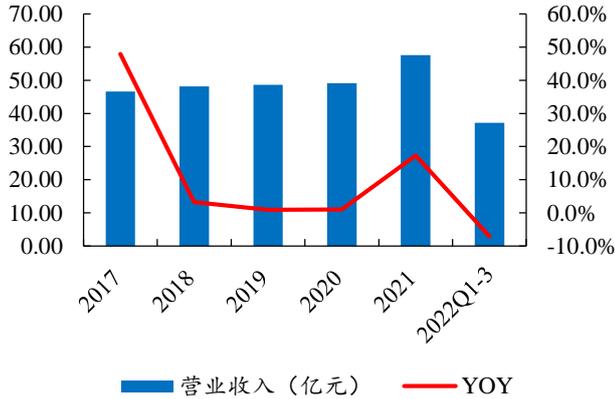
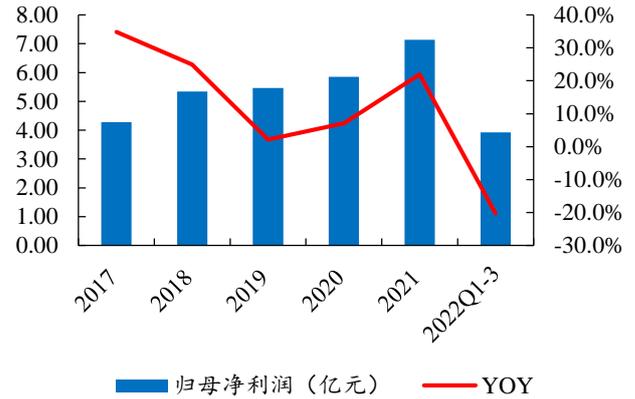


图6：2017-2021 年归母净利润保持稳健增长

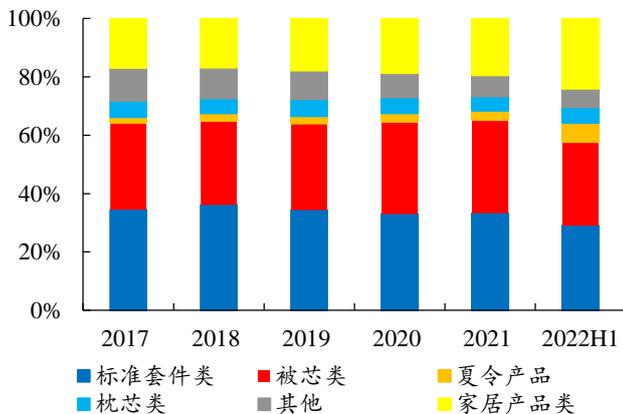


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

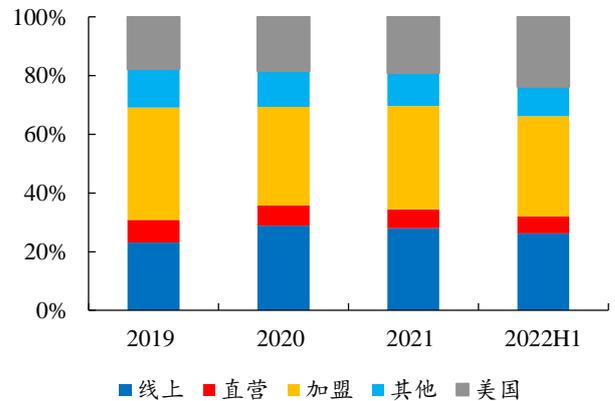
分品类看，2022H1 枕芯类和家具类产品营收增速明显。2022H1 标准套件类/枕芯类/夏令产品/枕芯类/家具产品类分别实现营收 6.92/6.83/1.56/1.28/1.51/5.74 亿元，分别同比变动-16.4%/-1.8%/-7.2%/+11.2%/+12.6%，家具产品类营收占比从 2017 年的 17.0%提升至 2022H1 的 24.1%。分渠道看，公司以加盟渠道为主，线上渠道占比持续提升。2022H1 线下直营/线下加盟/线上/美国渠道分别实现营收 1.36/8.14/6.27/5.67 亿元，同比变动-20.5%/-4.9%/-8.7%/+12.9%，线上渠道占比从 2019 年的 23%提升至 2022H1 的 26%。

图7：各品类营收占比基本保持稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：公司以加盟渠道为主，线上渠道占比稳步提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

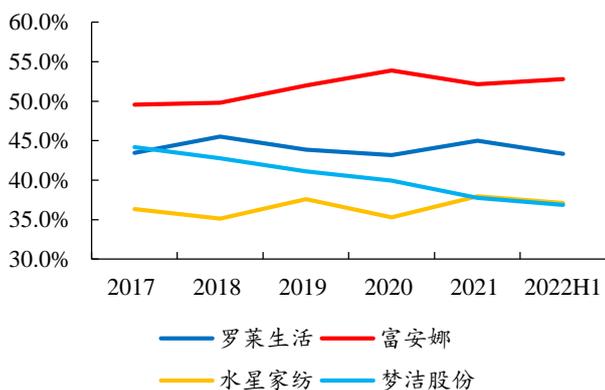
公司盈利能力处于行业中上水平，控费提效持续优化。

(1) **毛利率**: 公司毛利率长期处于行业中上水平, 2017-2021 年维持在 43%-45% 之间, 2022H1 毛利率下滑 0.6pct 至 43.3%, 为同行业四家龙头公司中毛利率降幅最小的公司。分品类来看, 2022H1 标准套件/被芯类/家具业务毛利率分别为 47.1%/48.7%/32.0%, 同比变动-2.2/+0.6/-2.1pct, 标准套件和家具毛利率下滑拖累综合毛利率。

(2) **费用率**: 公司控费提效能力持续优化, 2017-2021 年公司期间费用率稳中有降, 2021 年期间费用率为 28.0%, 较 2017 年下降 3.1pct, 其中管理/销售/财务/研发费用率分别同比+0.4/+0.5/-0.6/+0.1pct 至 6.9%/19.6%/-0.7%/2.2%; 疫情扰动下, 2022Q1-3 公司期间费用率为 29.0%, 同比提升 1.7pct。

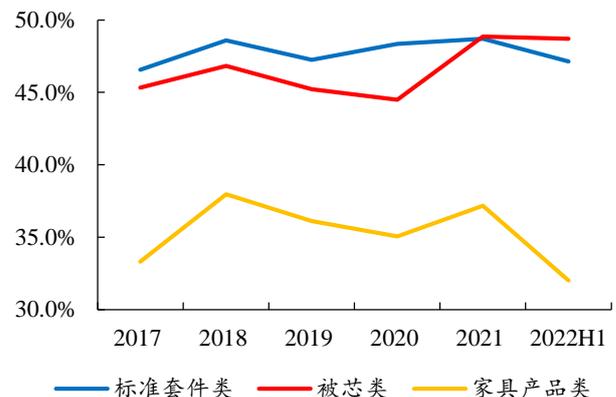
(3) **净利率**: 公司净利率连续 5 年稳定提升, 2017-2021 年净利率持续提升 2.8pct 至 12.5%, 2022H1 净利率下滑 1.9pct 至 9.4%, 疫情扰动下仍保持优于同行的净利率水平, 体现出公司稳健的经营策略。

图9: 罗莱生活毛利率长期处于行业中上水平



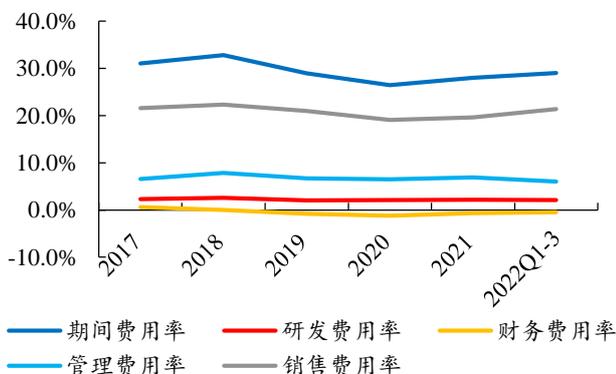
数据来源: Wind、开源证券研究所

图10: 2022H1 公司综合毛利率受标准套件和家具拖累



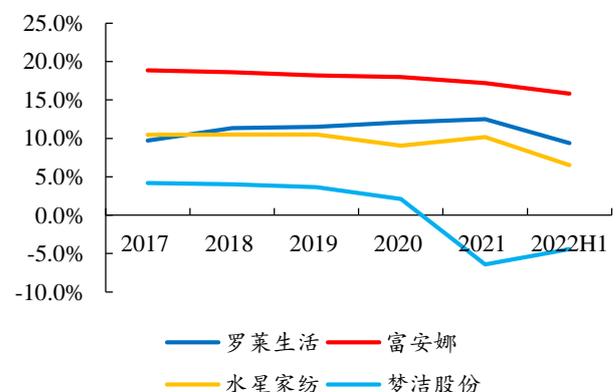
数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 2017-2021 年公司控费提效能力持续优化



数据来源: Wind、开源证券研究所

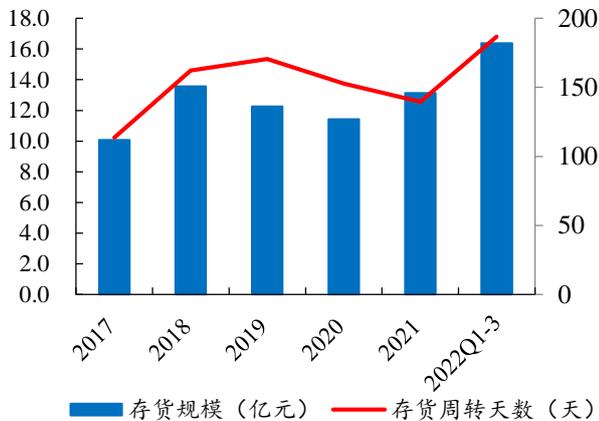
图12: 罗莱生活净利率连续 5 年稳定提升



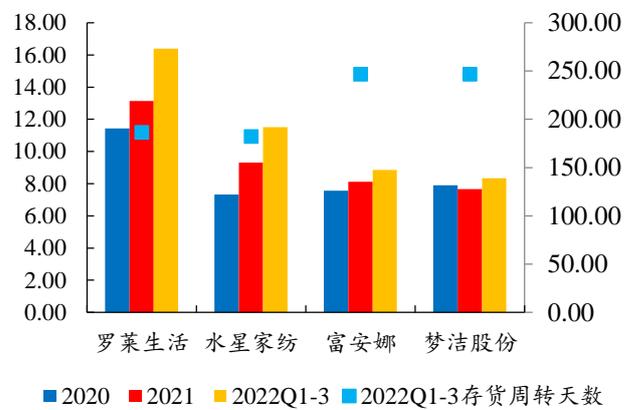
数据来源: Wind、开源证券研究所

公司营运能力良好, 存货周转处于行业中上水平。(1) **存货**: 疫情下公司库存短期承压处于行业较高水平, 2022Q1-3 存货规模为 16.38 亿元, 同比增加 23.4%,

但存在 Q4 大促备货影响，库存总体可控；（2）**存货周转天数**：2022H1 存货周转天数为 187 天，同比增加 40 天，与主要竞争对手相比，存货周转仍处于行业中上水平，这主要得益于公司持续优化库存管理和较为稳定的经销商。

**图13： 公司库存短期承压但总体可控**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图14： 2022Q1-3 公司存货周转处于行业中上水平**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、 家纺行业：长短期需求驱动力强，头部加速集中

### 2.1、 发展历程：行业进入平稳发展期，渠道变革下迎来新发展机会

渠道变革推动家纺行业发展步入新阶段，我国家纺行业发展主要经历了以下四个发展阶段：

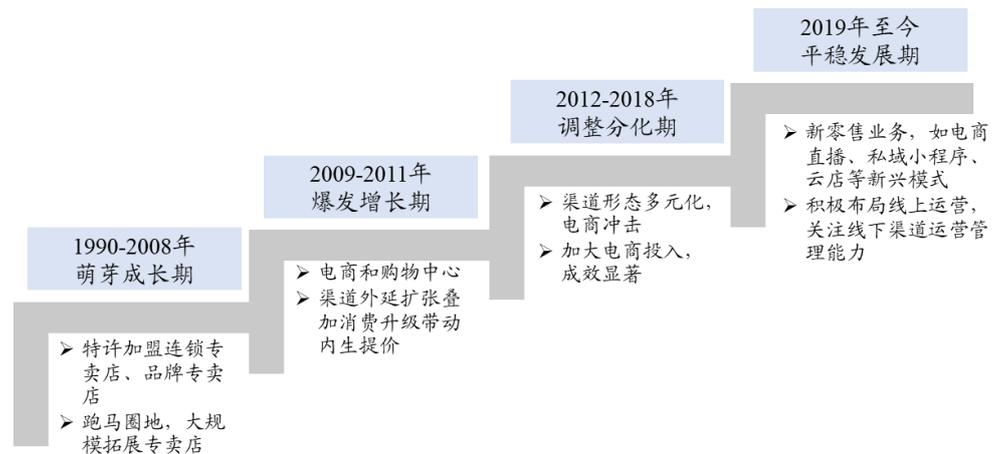
**萌芽成长期（1990-2008 年）**：20 世纪 90 年代开始，家纺企业陆续开始注册商标，逐步形成早期的家纺品牌，由单一的批发零售模式转变为特许加盟连锁专卖店、品牌专卖店等模式。渠道创新下，家纺品牌跑马圈地，大规模拓展专卖店，迎来快速增长。

**爆发增长期（2009-2011 年）**：随着电商和购物中心逐步成为主流渠道，家纺业开始布局电商和购物中心渠道，多渠道外延扩张叠加消费升级带动内生提价，促使行业规模爆发增长。

**调整分化期（2012-2018 年）**：2012-2015 年，渠道形态多元化导致线下渠道受到电商冲击，白牌、贴牌产品依靠低价和流量抢占市场；此外，成本上行叠加库存压力等因素，行业进入调整期。2016 年开始，消费需求回暖，各家纺企业加大电商投入，成效显著；加上环保整治推动中小企业出清，行业集中度显著提升。

**平稳发展期（2019 至今）**：2019 年以来，行业规模增速放缓；受疫情影响，线下客流承压，各龙头企业积极布局线上运营，发展新零售业务，如电商直播、私域小程序、云店等新兴模式，同时，关注线下渠道运营管理能力，疫后迎来新的发展机会。

图15：渠道变革推动家纺行业发展步入新阶段



资料来源：中国家纺产业网、中家纺、中国产业经济信息网、开源证券研究所

## 2.2、行业规模：短期需求利好，量价齐升推动行业长期向好

行业规模平稳增长，渠道变革下行业增长有望提速。2015年以来，家纺行业进入平稳发展期，根据欧睿国际和中家纺的数据统计，2021年家纺行业市场规模为2426.83亿元，2015-2021年CAGR为4.0%。2020年后受疫情影响，行业发展新零售业务，同时优化线下渠道，市场规模有望快速增长，根据欧睿国际统计，2026年市场规模预计达到3532.92亿元，2021-2026年CAGR为7.8%。

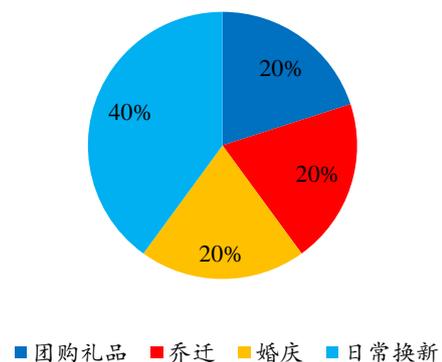
结婚、购房、日常更换，三大需求驱动家纺终端消费。家纺的终端消费需求主要分为婚庆、乔迁、日常换新、团购四大需求，其中日常换新占比较大，为40%；而剩余三类需求均占比20%，团购礼品主要用于乔迁和婚庆的送礼场合，故结婚、购房、日常更换为主要的的需求驱动因素。

图16：家纺行业市场规模平稳增长



数据来源：欧睿国际、中家纺、开源证券研究所

图17：2018年家纺终端消费需求中日常换新占比较大



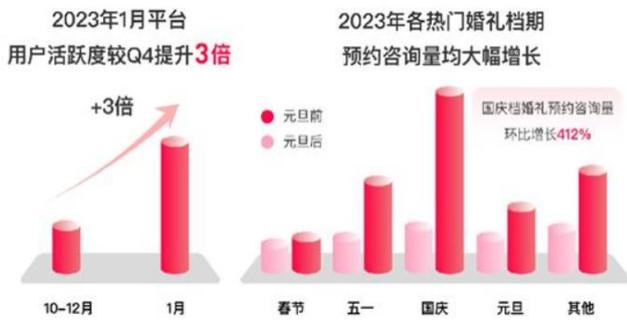
数据来源：中家纺、开源证券研究所

我们认为，短期婚庆需求集中释放，中期乔迁需求或将回暖，长期日常换新量价齐升，行业有望持续增长，特别是中高端家纺行业。

短期来看，婚庆需求集中释放利好家纺行业。随着防疫政策全面放开，多地开始恢复婚庆活动，过去受疫情影响累积的婚庆需求将于2023年集中释放，推动婚庆

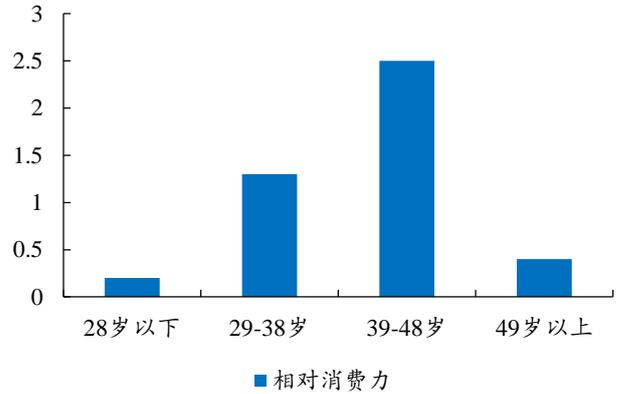
和团购礼品需求的家纺产品消费热情高涨。根据婚礼纪统计，2023年1月平台的用户活跃度较2022Q4提升3倍，2023年春节、五一、国庆、元旦等热门档期预约咨询量均呈现大幅增长，其中国庆档婚礼预约咨询量环比增长412%。同时，2020年我国平均初婚年龄由2010年的24.89岁推迟至28.67岁，30岁左右人群成为结婚主力，此类人群具备更高的消费力，对中高端家纺产品的需求提升。

图18：2023年热门节日婚礼预约咨询量大幅增长



资料来源：婚礼纪《2023结婚全品类消费趋势洞察报告》

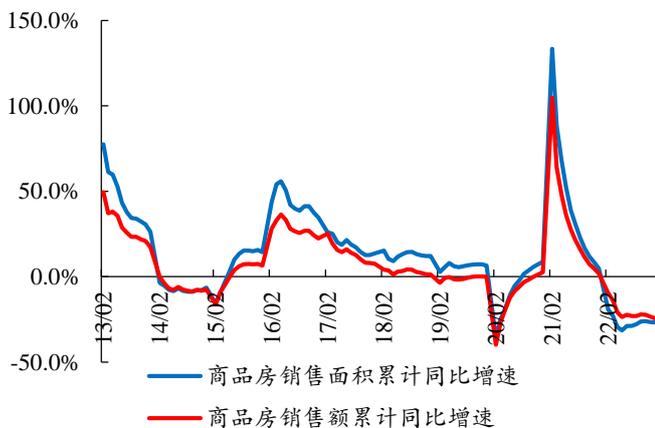
图19：28岁以上人群具备更高人均消费力



数据来源：产品遇上运营公众号、开源证券研究所

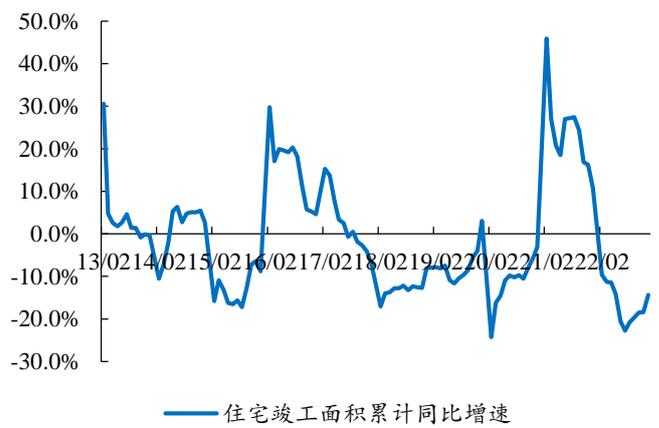
中期来看，房地产下行趋势或有所缓解，乔迁需求或将回暖。2022年全年商品房销售额为13.33万亿元，同比下降26.7%，商品房销售面积为13.58亿平，同比下降24.3%，从需求端看，购房资格和贷款利率等均得到优化改善，或对地产需求有一定修复；从供给端看，随着2022年11月以来地产政策三支箭陆续落地，保交楼项目持续交付，竣工面积降幅收窄，12月同比下降14.3%（+4pct），2023年将会是保交楼项目交付的高峰期；供需两端持续改善或有望缓解房地产下行趋势。而乔迁购买需求修复通常滞后商品房销售修复12个月，从中期来看，受房地产销售端恢复的拉动，乔迁带来的家纺产品购买需求或将随之回暖。

图20：商品房销售仍处于筑底阶段



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图21：2022年11月以来，竣工面积降幅收窄

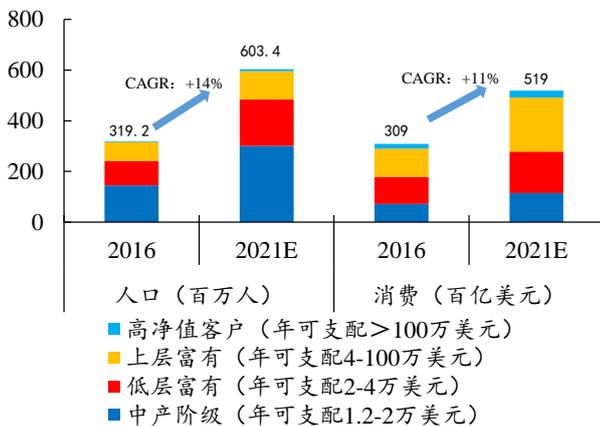


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

长期来看，疫情催化叠加消费升级，量价齐升推动行业持续向好。(1) 疫情促使消费者关注居家环境，催化量价提升。疫情以来，居民居家时间延长，开始关注睡眠质量和居家环境，对于家纺产品舒适度和品质家居生活的需求提升，即使在疫

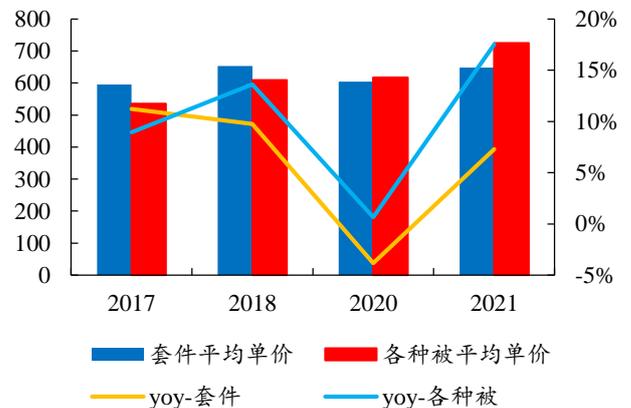
情放开后，也仍然愿意为了舒适、品质的居家体验买单，在家纺方面的支出和消费频次不断提升。(2) 消费升级下对品质和品类的要求提升，带动量价齐升。价方面，截至 2021 年，中国人均 GDP 以及居民人均可支配收入分别达到 80976 元、35128 元，连续 5 年保持增长；中产阶级的人口和消费增速可观，根据中为咨询数据，2021 年预计分别达 6.03 亿人次及 5.19 万亿美元，2016-2021 年复合增速分别为 14% 及 11%。我们认为随着中国中产阶层群体的不断增长，对家纺产品的品质追求以及不同细分功能的品类要求提升；同时，三四线居民消费升级下品牌意识崛起，中高端家纺产品需求提升明显。根据中华全国商业信息中心统计，品牌家纺的床上用品平均单价明显上涨，2021 年套件和各种被的平均单价分别为 648/725 元，2017-2021 年 CAGR 分别为 2.16%/7.84%。根据各大电商平台的统计数据，2022 年 200 元以下价格带的家纺产品增速明显放缓，中高端家纺增速明显提升。量方面，随着消费观念转变，居民对家纺产品从生活必需品转为对生活品质的追求，在不同季节和风格下需要匹配不同花色和品类的产品，如夏季适合真丝、天丝等材质，秋冬适合磨毛、暖绒等材质，消费频次随之提升。

图22：中产阶层人群及其消费不断扩大



数据来源：中为咨询、开源证券研究所

图23：品牌家纺床上用品平均单价明显上涨



数据来源：中华全国商业信息中心、开源证券研究所

**图24：品质和品类要求提升带动家纺产品量价齐升**

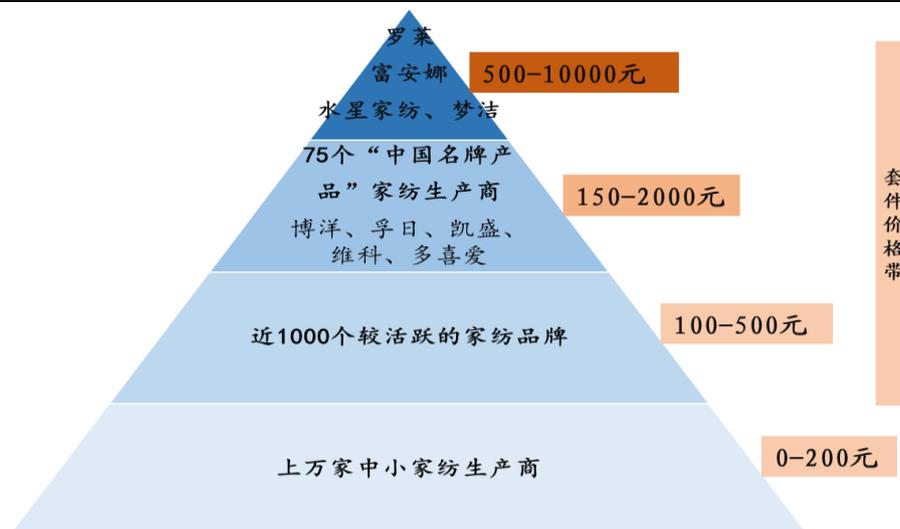
面料图片	面料类型	四件套价格（以罗莱为例）	工艺/原料特点	优势	手感	适宜季节
	普通全棉	300-600元	纤维23-31mm			四季
	长绒棉	600-1200元	纤维较长，33-39mm	保暖性	柔软舒适	四季
	贡缎	500-1800元	缎纹织造	耐磨性	平滑细腻	四季
	匹马棉	900-1800元	纤维超长，35-46mm	抗皱性	柔韧顺滑	四季
	水洗棉	300-800元	棉与化纤精致处理	耐洗性	略微皱纹	夏季
	天丝	500-2000元	木浆经溶剂纺丝生成纤维	强韧性	轻薄柔韧	夏季
	真丝	6000-10000元	蛋白纤维	耐热性	凉感丝滑	夏季
	磨毛	500-2000元	通过磨毛机和金刚砂皮磨擦出短绒毛层感觉	不起球	柔软厚实	冬季
	暖绒	400-800元	后整理工艺摩擦出绒毛	保暖性	柔软温暖	冬季

资料来源：淘宝罗莱&amp;水星&amp;野兽派官方旗舰店、中家纺、开源证券研究所

## 2.3、竞争格局：竞争格局分散，头部加速集中

### 2.3.1、竞争现状：竞争格局分散，龙头品牌占据中高端市场

目前家纺市场品牌主要分为四个梯队，龙头品牌占据中高端市场。第一梯队是四大龙头品牌，分别是罗莱、富安娜、水星家纺和梦洁，价格带在500-10000元，占据中高端市场的同时，也覆盖大众消费市场；第二梯队是75个“中国名牌产品”家纺生产商，如博洋、孚日、凯盛、维科、多喜爱，套件价格在150-2000元区间；第三梯队是近1000个较活跃的家纺品牌，套件价格在100-500元区间；第四梯队是上万家中小家纺生产商，套件价格在0-200元区间。

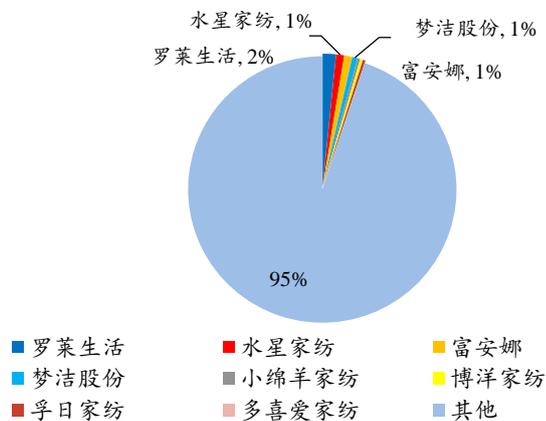
**图25：家纺行业品牌主要分为四个梯队，龙头品牌占据中高端市场**


资料来源：淘宝罗莱、凯盛官方旗舰店、中家纺、开源证券研究所

**国内家纺行业竞争格局分散，龙头具备发展空间。**根据欧睿国际和中家纺数据，市占率第一为罗莱生活，占比 1.6%，其他三家龙头品牌市占率均在 1% 左右，竞争格局分散；2021 年家纺行业 CR3、CR5 分别为 3.5%、4.5%，较 2015 年分别提升 0.4pct、0.1pct，提升速度较为缓慢，主要还是由于日本、美国的龙头企业经营模式多为一体化、一站式大家居模式，如日本 Nitori 主打家居和杂活，日本 2021 年市占率为 15.5%；IKEA 作为全球大家居品牌，在美国和日本 2021 年的市占率分别为 2.5%/1.8%；从一定程度上阻碍了专业家纺品牌的产生。而国内由于家纺品牌起步较早，且一站式大家居品牌尚未成熟，家纺龙头具备发展空间。

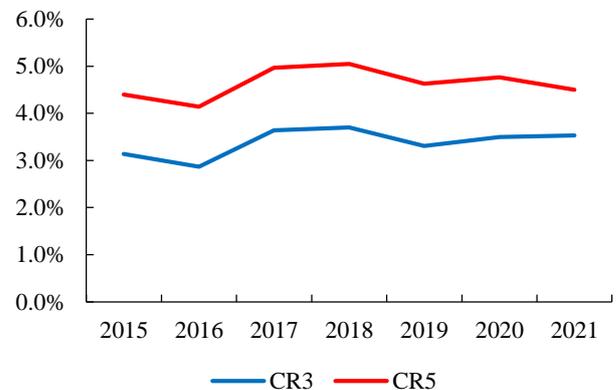
**分渠道来看，中高端品牌占据线下百货渠道，线上渠道头部品牌加速集中。**根据中华全国商业信息中心统计，截止 2021 年 10 月，线下重点大型零售企业的 CR10 为 45.21%，同比提升 0.26pct，其中前五名为罗莱、梦洁、水星、富安娜、博洋；根据久谦中台统计，截止 2022 年 12 月，线上天猫平台床上用品的 CR10 为 32.8%，同比提升 4.9pct，其中前五名为南极人、水星、无印良品、苏萱、罗莱。

图26：国内家纺行业竞争格局分散



数据来源：欧睿国际、中家纺、开源证券研究所

图27：国内家纺行业 CR3、CR5 提升较慢



数据来源：欧睿国际、中家纺、开源证券研究所

### 2.3.2、未来趋势：龙头品牌优势凸显，市占率有望加速提升

随着消费者对于家纺产品的品质、品类需求提升，家纺产品也逐步从同质化低价竞争转为品质化品牌竞争。龙头品牌在产品质量、渠道运营、抗风险能力方面，都具备明显的竞争优势。

**(1) 产品质量：**龙头品牌具备研发和资金能力，可以提供具备功能性和更高质量的产品。

**(2) 渠道运营：**线上渠道逐步成熟，抢占白牌、贴牌市场份额，电商渠道是白牌和贴牌商家的主要销售渠道，主要依靠低价和流量优势来抢占份额，盈利能力较差。然而，随着龙头品牌的线上渠道运营逐步成熟，品牌定位逐步布局完善，开始抢占线上市场份额。**疫情扰动下，线下渠道优势进一步凸显**，线下渠道是婚庆、乔迁、送礼需求的主要购买渠道，往往定位中高端，原先就是龙头品牌深耕多年的渠道。在客流承压的情况下，优质的加盟商资源和核心商业体开始向龙头品牌聚集，龙头基于成熟的运营能力，稳步扩张并发展新零售模式，融合线上线下渠道，竞争优势进一步凸显。

**(3) 抗风险能力：**海内外经营承压，加速小作坊出清。近年来海外订单需求承

压；同时，国内进入品牌战以来，小作坊变革前期需要充足的资本和时间投入用于产品研发和品牌建设，本身抗风险能力较差的小作坊在海内外经营承压的态势下，加速出清。

我们认为随着消费升级和渠道变革，龙头品牌优势凸显，叠加小作坊出清加速，龙头市占率有望加速提升。

### 3、未来看点：全渠道拓展稳步推进，产能提升支撑规模扩张

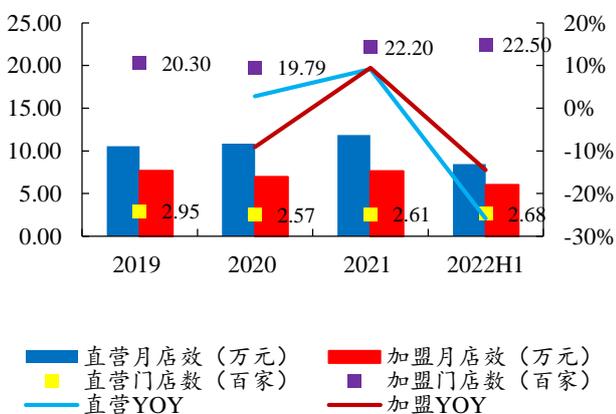
#### 3.1、渠道拓展：线下稳步扩张提效，线上精细化运营赋能高质量增长

##### 3.1.1、线下渠道：开店战略长期稳定推进，私享家洗护服务提升店效

开店战略长期稳定推进，疫情逆势开店提升品牌影响力。2021年开始，公司实行大家纺小家居开店战略，以加盟商开店为主打开空白下沉市场。截止2022H1，现有门店数为2518家，其中加盟和直营渠道分别新开店115、21家，净开店30、7家，由于装修设计、工期监督等均由公司自有人员推进，上半年受疫情封控影响，部分店铺无法如期推进开店流程，下半年恢复原定开店节奏，预计2022全年新开350家，净开接近100家门店。随着这两年疫情期间，公司大幅推进开店并稳定实行加盟商扶持政策，加盟商的思想转换和接受度明显提升，品牌知名度和市场占有率大幅提升，疫情影响消退后，竞争优势将逐步显现，2023年有望进一步实现400+家新开店目标；长期来看，门店总数有望达到4000家，达到全国性品牌的覆盖率。

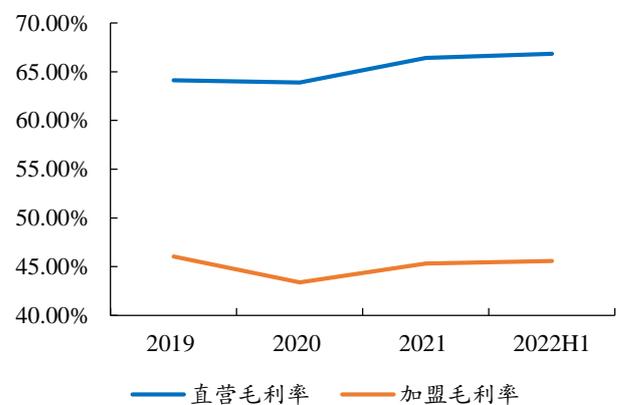
私享家洗护服务陆续推广，加深服务提升店效。2019年开始陆续推广私享家洗护服务，针对150平以上的新开门店，特别是购物中心门店，公司补贴配置烘干机、洗衣机、熨烫机、除螨仪等设备。在稳定的客群基础上，通过加深服务来提升进店率和客户接触频率；一方面，提升顾客满意度和复购率；另一方面，提升在购物中心的竞争力。2022H1疫情扰动下，加盟和直营的月店效分别为6.03/8.44万元，同比下降14.5%/25.9%，随着线下客流恢复，店效有望持续恢复。线下销售收入实现11.88亿元，同比下降11.2%；疫情期间公司升级调整门店，完善终端运营效率，直营和加盟毛利率总体保持稳定在66%和45%左右。

图28：开店战略稳步推进，月店效短期承压



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图29：线下毛利率总体保持稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

##### 3.1.2、线上渠道：品牌定位清晰，精细化运营赋能高质量增长

**双品牌定位清晰，差异化竞争抢占线上市场份额。**公司针对 22-35 岁成长一族喜欢网购且注重性价比的特点，推出线上专营品牌 LOVO 乐蜗，主打年轻化、时尚化，主要价格带在 300-1500 元，抢占年轻大众消费市场。针对 25-39 岁的新中产家庭日常换新需求倾向在线上购买的特点，与线下主打婚庆和乔迁场景的产品明显区分，定位轻奢时尚、高品质，主要价格带在 300-4000 元，抢占中高端消费市场。

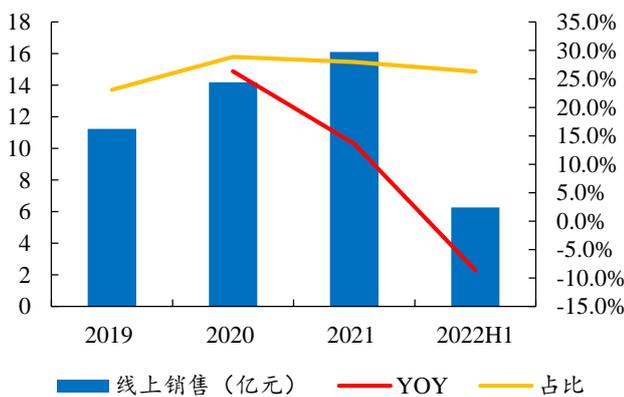
表1：双品牌定位清晰，差异化竞争抢占线上市场份额

品牌	渠道	客群	特点	产品风格	产品价格带（元）
LOVO 乐蜗	线上	22-35 岁成长一族	喜欢网购，注重性价比	年轻化、时尚化	300-1500
罗莱	线上	25-39 岁新中产家庭	日常换新需求	轻奢时尚、高品质	300-4000
	线下		婚庆、乔迁、送礼需求	高端奢华	1500-15000

资料来源：公司公告、淘宝罗莱&乐蜗官方旗舰店、开源证券研究所

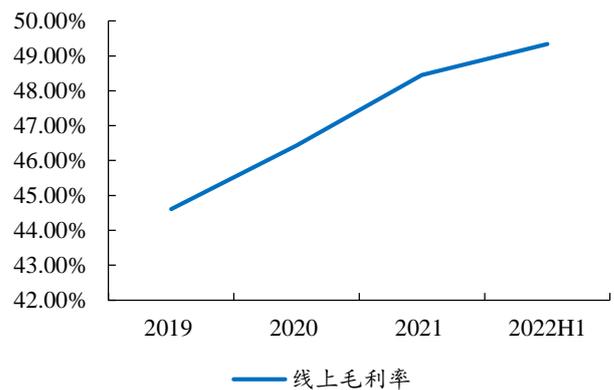
**精细化运营赋能高质量增长，新零售具备增长潜力。**公司在传统电商和新零售平台共同发力，一方面，公司与天猫、京东、唯品会等传统电商平台紧密合作，打造高品质龙头品牌；另一方面，加大新零售布局，通过在直播带货、社群、小程序等新兴渠道大力创新营销方式。2022H1 线上销售收入实现 6.27 亿元，占比由 2019 年的 23% 提升至 26.3%。公司线上渠道精细化运营，注重线上库存、折扣管理与产品结构调整，提升服务质量与发货效率；随着线上消费者的消费升级以及罗莱品牌力提升，线上客单价持续提升，根据久谦中台数据，截止 2023 年 1 月，天猫销售均价为 337 元，同比提升 7.4%；2022 年双十一天猫旗舰店客单价首次超过 1000 元，客单价连续三年显著提升；且高端产品线受到消费者认可，如鹅绒冬被价格高于行业内同类产品 50%+，带动线上毛利率持续提升，由 2019 年的 44.61% 提升至 2022H1 的 49.34%。

图30：线上渠道收入占比维持在 25%~30%之间



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图31：2019 年以来，线上毛利率持续提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 3.2、产能提升：供应链升级提升排单效率，工厂落地解决产能瓶颈

**供应链 UDP 升级，提升排单和快反效率。**2020 年为更好匹配终端需求，减少加盟商库存压力，公司调整为由加盟商确定发货批次对工厂排产提出新的要求，同时，新渠道、新销售模式的推广对供应链快反能力有了更高要求。2021 年公司完成了数据中台（UDP）一期的建设，实现会员、门店、商品等运营的数字化管理，2022 年公司将持续建设供应链 UDP 升级，优化排产压缩黑单量，快速反应安排急单，更

好满足加盟商和线上销售的需求。

**工厂落地有望解决产能瓶颈, 高端产能释放叠加中端实现自动化。**2019 年开始, 产能利用率均接近 110%。为解决产能瓶颈, 公司在南通规划建设智慧产业园区, 未来 3-5 年将会在园区内分批次建设智能工厂、智慧物流基地、办公大楼、研发中心等, 以智能生产、机器替代人工、数字化管理、快速反应为主方向。**(1) 仓储物流子项目:** 预计 2023 年 10 月落地, 提升物流和供应链运营能力, 提升消费者体验和满意度。**(2) 新工厂:** 将分车间生产线下高端产品和线上中端产品, 线下高端品工艺复杂且委外无法满足品控要求, 工厂落地有望释放高端产能, 支撑线下渠道拓展; 线上中端品工艺简单但是对于反应速度需求很高, 外部产能无法保证质量以及成本, 自动化产能有望增加快反并有效降低成本, 支撑线上快速发展。

**表2: 2019 年开始, 产能利用率均接近 110%**

	2019	2020	2021	2022H1
产能 (万件/套)	1210	1210	1416	506
YOY		0.0%	17.0%	5.4%
产量 (万件/套)	1295	1389	1537	465
YOY		7.2%	10.6%	-2.3%
产能利用率	107%	115%	109%	92%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

#### 4、盈利预测与投资建议

**收入端:** (1) 线下渠道: 假设 2022-2024 年每年分别净开 100/260/260 家门店, 2023 年直营/加盟店效分别增长 12.0%/8.0%, 直营/加盟收入分别增长 27.9%/18.3%。2022 年其他渠道受到上半年疫情封控影响无法正常开展, 预计 2023 年会同比恢复性增长 15%; (2) 线上渠道: 占比维持在 30%左右, 2022 年双十一表现靓丽, 线上品质家纺需求仍然存在, 公司更加注重高质量增长, 2022-2024 年收入预计分别增长 6.0%/8.0%/8.0%。(3) 美国家具业务: 莱克星顿定位高端定制家居, 公司有效扩充外协产能并挖掘新的合作伙伴, 预计产能可以进一步提升, 支撑订单实现稳健增长。

**成本端:** 即使受疫情扰动, 线下渠道的毛利率仍较为稳定; 线上随着品牌影响力的提升, 产品均价有望进一步提升带动毛利率持续提升; 预计 2022-2024 年公司综合毛利率稳中有增, 2024 年提升至 45.64%。

**费用端:** 2022-2024 年期间费用率分别为 28.63%/28.24%/28.11%。(1) 管理费用率: 公司将注重费用率的考核, 假设 2022-2024 年管理费用率下降至 6.35%; (2) 销售费用率: 作为慢消品, 公司将稳定广告宣传的投放比例, 假设 2022-2024 年销售费用率维持在 20%左右; (3) 研发费用率: 公司加大高端面料和工艺的研发投入, 研发费用率提升至 2.25%。

**表3: 预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 6.57/7.77/9.11 亿元**

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (亿元)	49.11	57.60	55.94	63.56	71.26
YOY	1.04%	17.30%	-2.88%	13.62%	12.11%
直营收入 (亿元)	3.34	3.71	3.19	4.09	5.06
YOY	-10.41%	10.88%	-13.87%	27.94%	23.71%
直营门店店数	257	261	281	321	361

直营净开店	-38	4	20	40	40
单店收入(万元)	130.13	142.08	113.67	127.31	140.04
YOY	2.84%	9.18%	-20.00%	12.00%	10.00%
毛利率(%)	63.90%	66.43%	66.63%	66.63%	66.63%
加盟收入(亿元)	16.53	20.29	18.50	21.89	25.23
YOY	-11.37%	22.78%	-8.83%	18.33%	15.25%
加盟门店数	1979	2220	2300	2520	2740
加盟净开店	-51	241	80	220	220
单店收入(万元)	83.51	91.40	80.43	86.87	92.08
YOY	-9.09%	9.45%	-12.00%	8.00%	6.00%
毛利率(%)	43.37%	45.31%	45.41%	45.41%	45.41%
其他渠道收入(亿元)	5.99	6.47	5.05	5.80	6.38
YOY	-5.13%	7.97%	-22.00%	15.00%	10.00%
毛利率(%)	35.77%	36.40%	33.40%	33.60%	33.60%
线上收入(亿元)	14.19	16.12	17.08	18.45	19.93
YOY	26.34%	13.59%	6.00%	8.00%	8.00%
毛利率(%)	46.43%	48.45%	51.45%	51.95%	52.15%
美国家具收入(亿元)	9.06	11.02	12.12	13.33	14.66
YOY	4.38%	21.64%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率(%)	35.00%	37.19%	34.19%	35.19%	35.19%
<b>毛利(亿元)</b>	<b>21.20</b>	<b>25.92</b>	<b>25.15</b>	<b>28.89</b>	<b>32.52</b>
YOY	-0.52%	22.22%	-2.98%	14.88%	12.57%
综合毛利率(%)	43.18%	45.00%	44.95%	45.45%	45.64%
YOY	-0.68%	1.81%	-0.04%	0.50%	0.19%
销售费用率	19.09%	19.61%	20.00%	19.80%	19.80%
管理费用率	6.51%	6.89%	6.50%	6.40%	6.35%
研发费用率	2.07%	2.17%	2.20%	2.25%	2.25%
<b>归母净利润</b>	<b>5.85</b>	<b>7.13</b>	<b>6.57</b>	<b>7.77</b>	<b>9.11</b>
YOY	7.13%	21.92%	-7.90%	18.24%	17.31%
归母净利率	11.91%	12.38%	11.74%	12.22%	12.79%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

根据以上假设,我们预计公司2022-2024年总营收分别为55.94/63.56/71.26亿元,同比变动-2.88%/+13.62%/+12.11%,归母净利润分别为6.57/7.77/9.11亿元,同比变动-7.90%/+18.24%/+17.31%,对应EPS为0.78/0.92/1.08元,当前股价对应PE为15.7/13.3/11.3倍。

罗莱生活是国内家纺行业的龙头公司,我们认为随着家纺行业需求提升叠加头部集中加速,公司作为行业龙头有望继续受益。另外,公司在线下渠道积极开店并通过加深服务有效提升店效,在线上渠道精细化运营赋能高质量增长;同时,积极布局供应链和产能建设有效支撑规模扩张,公司未来3-5年有望保持稳健增长。相对于可比公司富安娜、水星家纺在线上新零售和线下渠道拓展方面具有优势,给予一定的估值溢价。首次覆盖,给予“买入”评级。

**表4: 相对于可比公司富安娜、水星家纺, 给予一定的估值溢价**

公司名称	收盘价(元)		EPS			PE				归母净利润
	2023/02/22	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2022-2024CAGR
富安娜	7.90	0.66	0.70	0.80	0.91	12.98	11.30	9.91	8.66	14.24%
水星家纺	13.99	1.45	1.24	1.50	1.73	11.63	11.31	9.33	8.06	18.40%
平均						12.30	11.30	9.62	8.36	
罗莱生活	12.29	0.85	0.78	0.92	1.08	16.86	15.71	13.29	11.33	17.77%

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 富安娜、水星家纺盈利预测均来源于 Wind 一致预期, 罗莱生活盈利预测来自开源证券研究所)

## 5、风险提示

门店拓展不及预期, 电商竞争加剧, 产能落地不及预期等。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	3971	3813	3514	4386	4288
现金	1697	1133	1100	1250	1401
应收票据及应收账款	525	476	496	608	630
其他应收款	27	23	26	30	32
预付账款	43	89	39	106	57
存货	1143	1313	1074	1614	1389
其他流动资产	536	779	779	779	779
<b>非流动资产</b>	2292	2453	2429	2498	2559
长期投资	0	2	4	5	7
固定资产	868	982	923	974	1028
无形资产	269	251	292	302	300
其他非流动资产	1154	1218	1210	1217	1224
<b>资产总计</b>	6263	6266	5942	6885	6847
<b>流动负债</b>	1503	1703	1214	1872	1415
短期借款	92	203	555	1098	705
应付票据及应付账款	668	650	0	0	0
其他流动负债	743	851	659	774	709
<b>非流动负债</b>	447	475	475	475	475
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	447	475	475	475	475
<b>负债合计</b>	1950	2178	1689	2346	1889
少数股东权益	25	28	39	51	63
股本	828	838	840	840	840
资本公积	799	829	829	829	829
留存收益	2670	2403	2590	2781	3004
<b>归属母公司股东权益</b>	4288	4060	4215	4488	4895
<b>负债和股东权益</b>	6263	6266	5942	6885	6847

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	851	728	274	277	1205
净利润	593	719	667	789	923
折旧摊销	85	110	110	87	96
财务费用	-61	-39	2	18	11
投资损失	-2	-11	-10	-8	-10
营运资金变动	139	-257	-490	-603	193
其他经营现金流	98	206	-5	-7	-9
<b>投资活动现金流</b>	-612	-335	-75	-148	-146
资本支出	362	149	84	155	154
长期投资	-319	-283	-2	-2	-2
其他投资现金流	70	97	11	9	11
<b>筹资活动现金流</b>	-370	-952	-584	-522	-515
短期借款	68	111	352	544	-393
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-3	11	2	0	0
资本公积增加	-4	30	0	0	0
其他筹资现金流	-432	-1104	-937	-1065	-123
<b>现金净增加额</b>	-139	-565	-384	-394	544

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	4911	5760	5594	6356	7126
营业成本	2790	3168	3079	3467	3874
营业税金及附加	40	36	40	46	49
营业费用	938	1130	1119	1258	1411
管理费用	320	397	364	407	452
研发费用	101	125	123	143	160
财务费用	-61	-39	2	18	11
资产减值损失	-113	-124	113	116	118
其他收益	26	20	11	14	18
公允价值变动收益	0	3	1	1	1
投资净收益	2	11	10	8	10
资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	695	843	782	929	1087
营业外收入	23	24	23	24	23
营业外支出	13	13	10	11	12
<b>利润总额</b>	705	854	795	942	1099
所得税	112	135	128	154	176
<b>净利润</b>	593	719	667	789	923
少数股东损益	8	5	11	12	12
<b>归属母公司净利润</b>	585	713	657	777	911
EBITDA	752	948	911	1061	1228
EPS(元)	0.70	0.85	0.78	0.92	1.08

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	1.0	17.3	-2.9	13.6	12.1
营业利润(%)	15.4	21.3	-7.3	18.9	17.0
归属于母公司净利润(%)	7.1	21.9	-7.9	18.2	17.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	43.2	45.0	45.0	45.5	45.6
净利率(%)	11.9	12.4	11.7	12.2	12.8
ROE(%)	13.7	17.6	15.7	17.4	18.6
ROIC(%)	12.6	16.2	14.1	14.6	17.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	31.1	34.8	28.4	34.1	27.6
净负债比率(%)	-35.3	-20.6	-12.7	-3.2	-13.9
流动比率	2.6	2.2	2.9	2.3	3.0
速动比率	1.8	1.4	1.9	1.4	1.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	9.5	11.5	11.5	11.5	11.5
应付账款周转率	5.5	5.7	11.1	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.70	0.85	0.78	0.92	1.08
每股经营现金流(最新摊薄)	1.01	0.87	0.33	0.33	1.43
每股净资产(最新摊薄)	5.11	4.83	5.02	5.34	5.83
<b>估值比率</b>					
P/E	17.6	14.5	15.7	13.3	11.3
P/B	2.4	2.5	2.4	2.3	2.1
EV/EBITDA	11.2	9.3	10.0	9.0	7.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn