



公司研究 | 深度报告 | 罗莱生活 (002293.SZ)

# 观潮系列 3——罗莱生活：经营周期向上的家纺龙头

## 报告要点

罗莱生活持续深耕家纺行业，构建大家纺小家居品牌矩阵。近年来居家时间增长驱动消费者对于家纺需求的升级，家纺换新频率有所增加同时高单价品质产品消费占比显著提升，线上线下车家纺行业格局显著出清。公司过去几年持续优化渠道库存，新增南通供应链解决此前产能瓶颈逐步推进小单快反，进驻购物中心及奥莱优化渠道，后续精细化运营及补库下经营周期向上。后续政策补贴刺激下主业有望迎来加盟补库反弹，莱克星顿业务亦有望伴随美国降息逐渐企稳，为经营周期向上叠加高股息率优质标的。

## 分析师及联系人



于旭辉

SAC: S0490518020002

SFC: BUU942



柯睿

SAC: S0490524110001

罗莱生活 (002293.SZ)

## 观潮系列 3——罗莱生活：经营周期向上的家纺龙头

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

### 中国家纺龙头，多品牌全品类布局

罗莱生活持续深耕家纺行业，构建大家纺小家居品牌矩阵，品牌矩阵布局完善，步入稳健增长阶段。分品类看，公司 2024 年业务以套件、被芯及家具为核心业务，收入占约 85%，除家具业务外，毛利率近年整体呈现提升趋势。分渠道看，罗莱生活各渠道占比及毛利率表现稳定，2024 年线上/直营/加盟/美国销售分别占 30%/9%/32%/18%。公司近两年业绩短期承压，但持续重视股东回报，近 5 年平均分红比例为 92%，股息率 6.1%。

### 行业需求升级，线上线下格局优化

行业规模稳定，格局分散龙头市占率偏低。近几年家纺行业市场规模基本在 3200-3400 亿元之间，床上用品市场规模约 2400 亿元，整体波动较小，且家纺行业市占率较为分散，CR5 仅 3.1%远低于美国 6.0%与日本 16.7%。

需求升级催化换新频率，高品质产品消费占比提升。近年来家纺地产属性逐步减弱，换新为家纺第一大需求，居家时间增长驱动消费者对于家纺需求的升级，家纺换新频率有所增加同时高单价品质产品消费占比显著提升。此外线下格局加速出清，电商冲击线下商超百货等渠道零售额大幅下滑，预计部分中小品牌被加速出清，床上用品套件及被子集中度提升，同时带动线下优质渠道家纺产品整体均价上行，格局进一步优化。

### 渠道精细化管理，经营周期向上

多品牌矩阵，莱克星顿待修复。罗莱家纺行业龙头地位稳固。截至 2023 年，罗莱家纺连续 19 年成为床上用品市场综合市占率第一名。乐蜗目标客群为年轻群体，2020 年完成品牌升级，开展场景影响，高频推广加深消费印象。莱克星顿主打美式轻奢，受美国地产周期影响，近年收入和利润表现承压，静待订单回暖，未来利润率有望修复。

强加盟渠道，坪效优于同行。直营方面，逆境下强势开店，持续加大布局购物中心以及奥莱渠道门店，门店面积趋势向上，提升品牌形象并助力出清库存。加盟方面，2023 年以来加盟渠道出清库存，开店有所放缓，但门店结构仍延续改善。对比来看，加盟占比较高，毛利率稳中有升，且加盟坪效更优。

供应链解决产能瓶颈，补库经营周期向上，补贴政策助力销售。罗莱新增产能待落地，伴随终端零售数据打通以及南通智慧产业园解决产能瓶颈。此外经历近 2 年去库，2025Q1 库销比处于历史偏低水平，2025 年加盟商有望迎来补库，后续针对终端进行更精细化零售管理。此外家纺政策补贴亦进一步助力销售以及行业格局出清。

综合而言，预计公司 2025-2027 年实现净利润 5.3/5.8/6.3 亿元，当前对应 PE 分别为 14/13/12X，此外公司多年维持高比例分红，高股息率保障叠加经营周期向上，给予“买入”评级。

### 风险提示

1、终端零售需求疲软；2、开店不及预期；3、家纺政策落地不及预期；4、海外加征关税风险；5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

#### 公司基础数据

当前股价(元)	8.82
总股本(万股)	83,409
流通A股/B股(万股)	82,661/0
每股净资产(元)	5.16
近12月最高/最低价(元)	9.96/6.12

注：股价为 2025 年 7 月 9 日收盘价

#### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

#### 相关研究



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 目录

中国家纺龙头，多品牌全品类布局 .....	6
业绩短期承压，高毛利维持调性 .....	7
家族持股，高分红比例 .....	8
行业需求升级，线上线下格局优化 .....	10
规模稳定&市场分散，需求催化升级 .....	10
线上线下格局加速出清 .....	11
渠道精细化管理，经营周期向上 .....	13
多品牌矩阵，莱克星顿待修复 .....	13
强加盟渠道，坪效优于同行 .....	15
经营周期向上，补贴政策助力销售 .....	17
风险提示 .....	19

## 图表目录

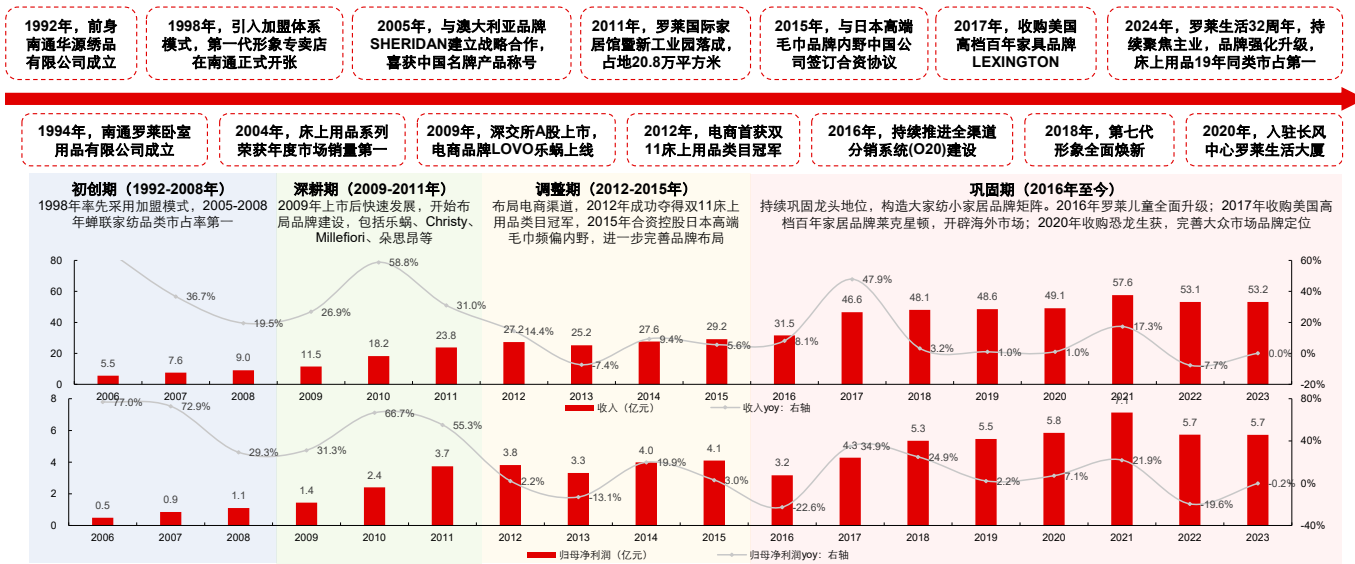
图 1：罗莱生活发展历程 .....	6
图 2：罗莱生活收入增速趋缓 .....	7
图 3：罗莱生活近两年业绩承压 .....	7
图 4：罗莱生活近两年费用率有所抬升 .....	7
图 5：费用率抬升下利润率相对稳健 .....	7
图 6：罗莱生活套件&被芯占比较高 .....	8
图 7：近年生活套件&被芯业务毛利率趋向提升 .....	8
图 8：罗莱生活渠道结构稳定 .....	8
图 9：不同渠道毛利率表现稳定 .....	8
图 10：罗莱生活股权结构 .....	8
图 11：罗莱生活近五年平均净利率约 11% .....	9
图 12：罗莱生活现金流保持稳定 .....	9
图 13：罗莱生活近五年平均分红率约 92% .....	9
图 14：罗莱生活近 5 年股息率 6.1% .....	9
图 15：2023 年家纺行业规模约 3300 亿元 .....	10
图 16：2023 年床上用品行业规模约 2400 亿元 .....	10
图 17：2016 年以来罗莱市占率维稳第一 .....	10
图 18：2016 年以国内家纺 CR5 不足 5%，远低于海外市场 .....	10
图 19：换新为家纺第一大需求 .....	11
图 20：2020 年后家纺地产属性减弱 .....	11
图 21：消费者被芯换新频率提高 .....	11
图 22：高单价品质产品消费占比显著增加 .....	11
图 23：家纺龙头近年来营收表现显著优于行业增速 .....	11
图 24：2019 年后大型零售企业床上用品套件及各种被均价整体上行 .....	11
图 25：大型零售企业床上用品套件集中度提升 .....	12

图 26: 大型零售企业床上用品各种被子集中度提升 .....	12
图 27 多数家纺公司营收规模体量偏小且体量收缩 .....	12
图 28: 多数家纺公司毛利率相对稳定 .....	12
图 29: 多数家纺公司盈利承压 .....	12
图 30: 多数家纺公司净利率普遍偏低 .....	12
图 31: 头部家纺公司电商占比提升 .....	13
图 32: 富安娜抖音等其他渠道近年来占比迅速提升 .....	13
图 33: 淘系床上用品电商均价提升 .....	13
图 34: 富安娜罗莱等品牌份额近几年持续提升 .....	13
图 35: 截至 2023 年, 罗莱家纺连续 19 年成为床上用品市场综合市占率第一名 .....	13
图 36: 2020 年罗莱家纺行业市占率第一 .....	13
图 37: 罗莱生活依托核心柔技术 Texsoft 打造超柔床品 .....	14
图 38: 罗莱生活通过合作打造产品差异化 .....	14
图 39: 场景营销 & 明星代言 & IP 联名 .....	14
图 40: 莱克星顿主打美式轻奢 .....	15
图 41: 近年来莱克星顿收入承压 .....	15
图 42: 2020 年莱克星顿毛利率大幅下滑 .....	15
图 43: 罗莱生活门店数量稳定增长 .....	15
图 44: 罗莱生活加大布局奥莱渠道 .....	15
图 45: 罗莱生活加盟渠道占比较高 .....	16
图 46: 罗莱生活直营占比较小 .....	16
图 47: 罗莱生活渠道毛利率和富安娜存在差距 .....	16
图 48: 罗莱生活加盟毛利率近年持续提升 .....	16
图 49: 罗莱生活直营店效弱于富安娜 .....	16
图 50: 2024 年罗莱生活直营坪效略有回落 .....	16
图 51: 罗莱生活近年加盟店效持续走低 .....	17
图 52: 2023 年签罗莱生活加盟坪效表现较优 .....	17
图 53: 罗莱生活产能利用率高 .....	17
图 54: 罗莱生活库销比处于低位 .....	17
图 55: 罗莱生活股价复盘 .....	18
表 1: 罗莱生活旗下品牌及特征 .....	6
表 2: 罗莱生活高管履历 .....	8
表 3: 主要家纺公司产能布局及规划 .....	17
表 4: 家纺政策梳理 (2025 年) .....	18

## 中国家纺龙头，多品牌全品类布局

多品牌战略，探索全品类家居业务模式。罗莱生活持续深耕家纺行业，构建大家纺小家居品牌矩阵，品牌矩阵布局完善，步入稳健增长阶段。

图 1：罗莱生活发展历程



资料来源：公司官网，Wind，长江证券研究所

品牌矩阵布局完善，经营趋稳健。公司采取多品牌经营策略，持续聚焦床品的研发、生产和销售积极探索“大家纺、小家居”的全品类家居业务模式，抓住未来市场趋势，针对不同档次、不同需求的消费者，形成品牌矩阵，推出不同定位的品牌产品。

表 1：罗莱生活旗下品牌及特征

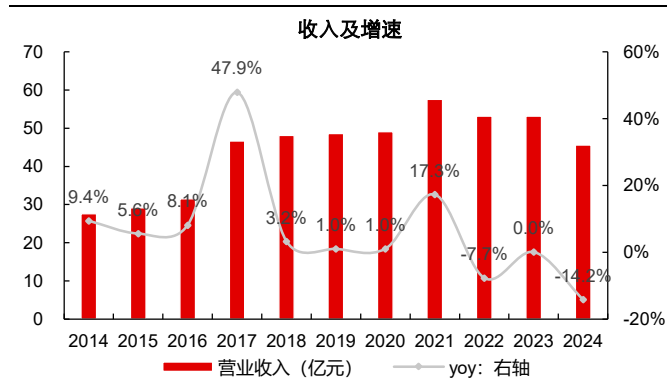
品牌	品类	客群	价格带 (元)	特点	销售区域	
罗莱	套件、芯类	25-39 岁新中产家庭	1000-8000	超柔床品，连续 19 年市场综合占有率第一	国内全渠道	
罗莱儿童	套件、芯类	25-39 岁新中产家庭	1000-8000	儿童安全床品，聚焦健康、快乐、友好	国内全渠道	
乐蜗家纺	套件、芯类	22-39 岁成长一族	300-2000	年轻时尚床品品牌	线上	
廊湾家居	床品、家居等	25-45 岁富裕家庭	5000-40000	全球家居精品	国内全渠道	
莱克星顿	家具	40-60 岁的高净值人群	40000-300000	经典美式，过渡美式，现代美式，休闲美式	中国、美国	
恐龙	床品、家居品等	20-40 岁精致乐活一族	500-3000	国际时尚家居品牌	国内全渠道	
合资品牌	内野	毛浴巾、家居服	35-50 岁生活品质注重者	200-3000	日本超高端毛巾、家居服品牌	国内全渠道
代理品牌	Bassetti、ZUCCHI、Millefiori、Durance、ALESSI、Luzerne、Schlossberg、littala 等品牌，涵盖家纺、香氛、餐厨、卫浴等领域					
智能生态品牌	主要品牌有罗莱软装、罗莱香氛、罗莱一品、罗莱礼品、玺月、阿法眠、LUOLAI CASA、Triomphe，覆盖家具、香氛、餐厨、礼品、婚庆领域					

资料来源：公司公告，公司官网，长江证券研究所

## 业绩短期承压，高毛利维持调性

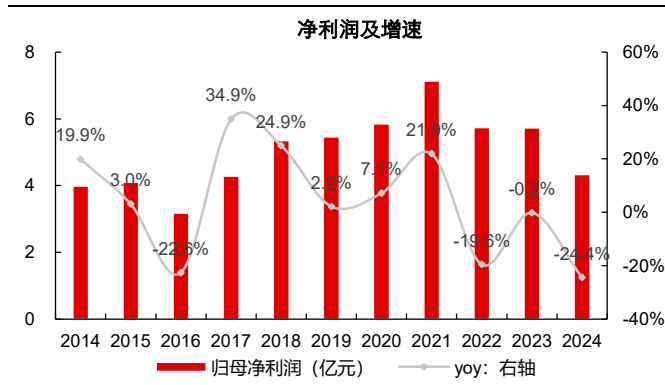
业绩短期承压，利润率保持韧性。罗莱生活 2022 年后收入和利润略下滑，在销售费用率抬升下利润率仍保持相对稳健水平。

图 2：罗莱生活收入增速趋缓



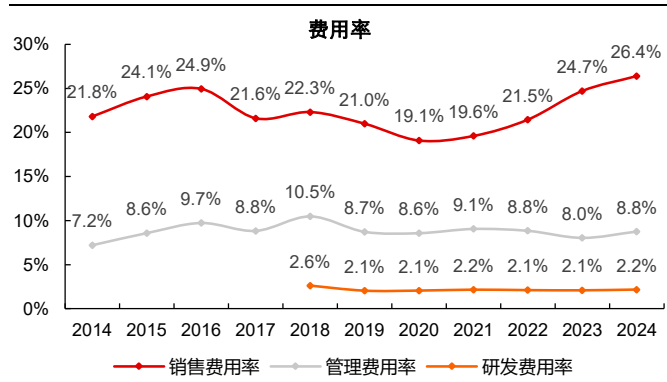
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：罗莱生活近两年业绩承压



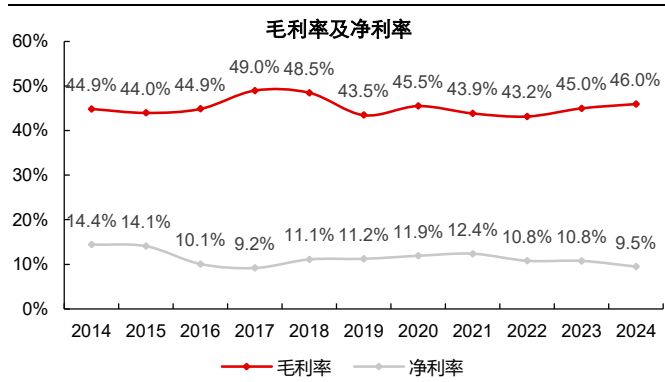
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：罗莱生活近两年费用率有所抬升



资料来源：Wind，长江证券研究所

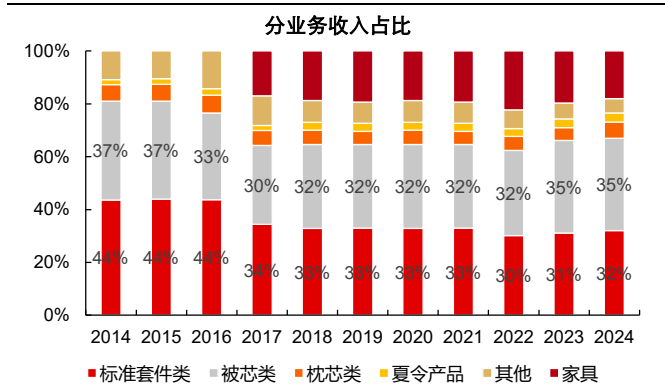
图 5：费用率抬升下利润率相对稳健



资料来源：Wind，长江证券研究所

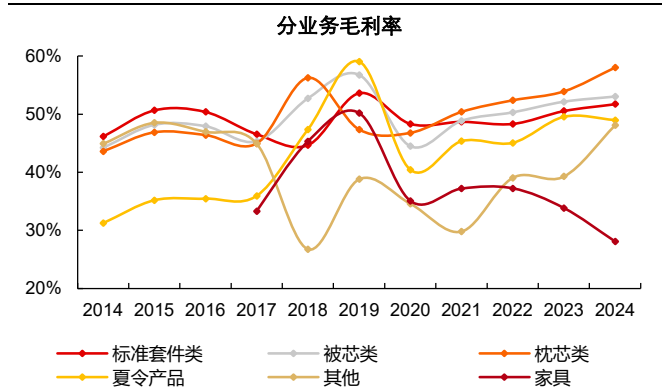
从业务结构来看，罗莱生活以套件、被芯和家具为主，毛利率稳定。分品类，罗莱生活套件、被芯及家具为核心业务，收入占约 85%，除家具业务外，毛利率近年整体呈现提升趋势。分渠道，罗莱生活各渠道占比及毛利率表现稳定，2024 年线上/直营/加盟/美国销售分别占 30%/9%/32%/18%。

图 6：罗莱生活套件&被芯占比高



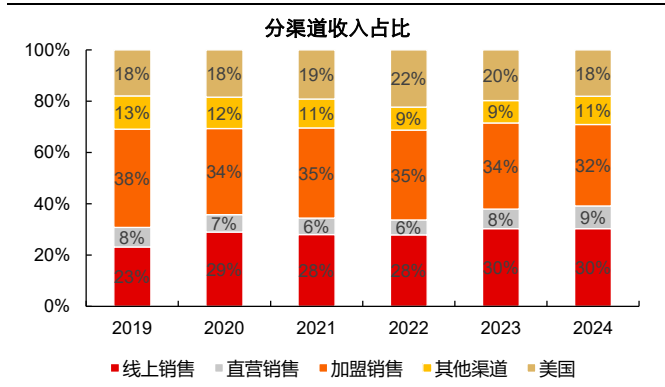
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 7：近年生活套件&被芯业务毛利率趋向提升



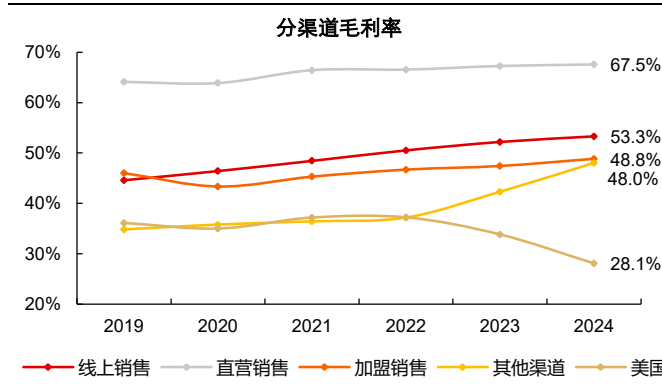
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 8：罗莱生活渠道结构稳定



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 9：不同渠道毛利率表现稳定

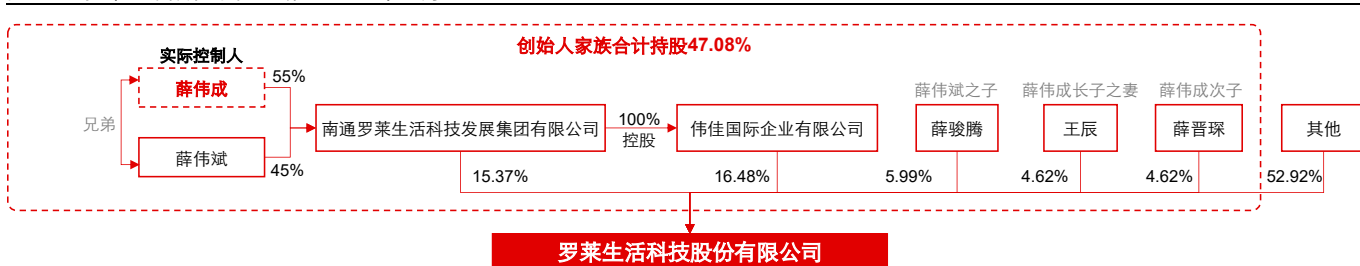


资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 家族持股，高分红比例

罗莱生活股权结构集中，管理团队稳定。截至 2025 年 4 月 14 日，公司创始人家族合计持股 47.08%，股权结构集中；管理团队多数任职 20 年以上，团队架构稳定。

图 10：罗莱生活股权结构（截至 2025 年 4 月 14 日）



资料来源：公司官网，长江证券研究所

表 2：罗莱生活高管履历

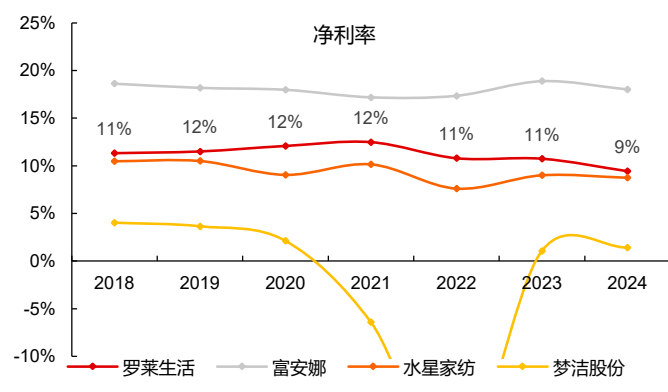
姓名	职位	履历
薛伟成	董事长	1976 年起历任江苏通州市川港工艺绣品厂科长、南通华源绣品有限公司总经理、南通罗莱家居用品有限公司董事长。

薛伟斌	副董事长	1986年起历任南通市郊区政府多种经营管理局科员、通州川港工艺服装厂销售科科长、南通华源绣品有限公司副总经理、南通罗莱家居用品有限公司总经理、总裁。
薛嘉琛	董事、总裁	2006年起历任本公司海外事业部经理，品牌发展事业部总监，采购中心总监。
陶永瑛	董事	1988年起历任华源绣品事务部经理、罗莱家居用品办公室主任、外贸部经理、总经理助理、常务副总经理。
王梁	副总裁	1998年起历任上海罗莱家用纺织品有限公司区域经理、市场部经理、销售服务经理、罗莱生活科技股份有限公司商务总监、渠道部总监。
冷志敏	副总裁	2002年起历任上海罗莱家用纺织品有限公司片区经理、市场部经理、市场总监、高端事业部总监。
薛霞	董秘	2005年起历任 IBM/联想大中华区财务中心财务管理；埃克森美孚（中国）亚太业务中心专家分析师等。

资料来源：公司公告，长江证券研究所

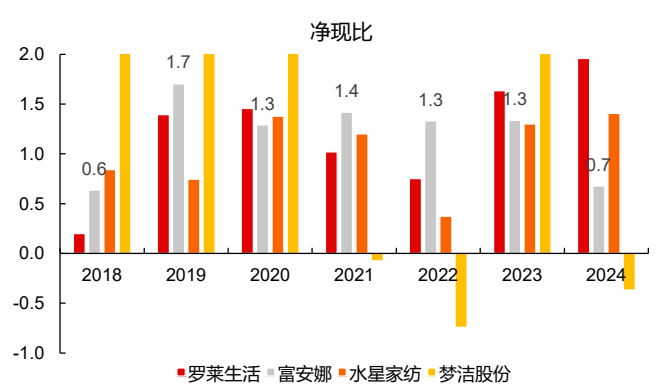
公司重视股东回报，分红随业绩持续增长。罗莱生活近5年平均净利率约11%，现金流保持良好，净现比多数年份均高于1，分红能力及意愿强，近5年平均分红约92%，股息率6.1%。

图 11：罗莱生活近五年平均净利率约 11%



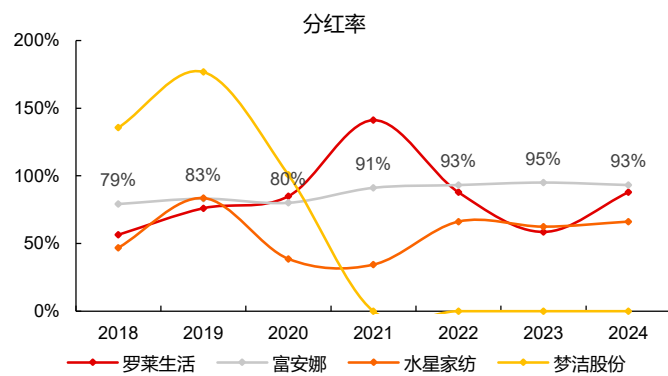
资料来源：Wind，长江证券研究所 注：梦洁股份 2022 年亏损较大图中未能完整显示

图 12：罗莱生活现金流保持稳定



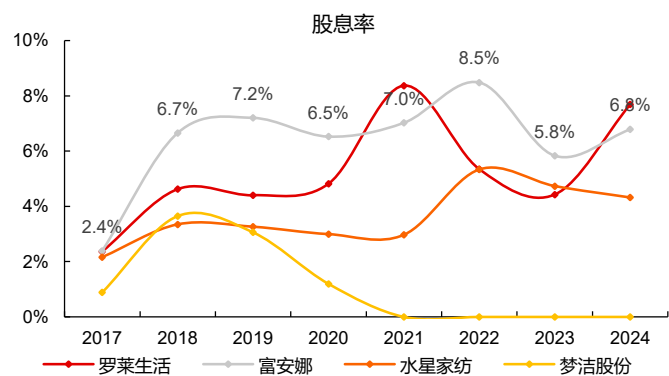
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 13：罗莱生活近五年平均分红率约 92%



资料来源：Wind，长江证券研究所 注：梦洁股份 2021-2024 年无分红

图 14：罗莱生活近 5 年股息率 6.1%



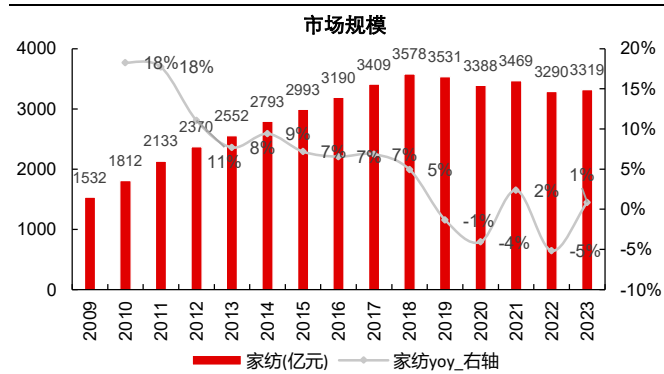
资料来源：Wind，长江证券研究所 注：梦洁股份 2021-2024 年无分红

## 行业需求升级，线上线下格局优化

### 规模稳定&市场分散，需求催化升级

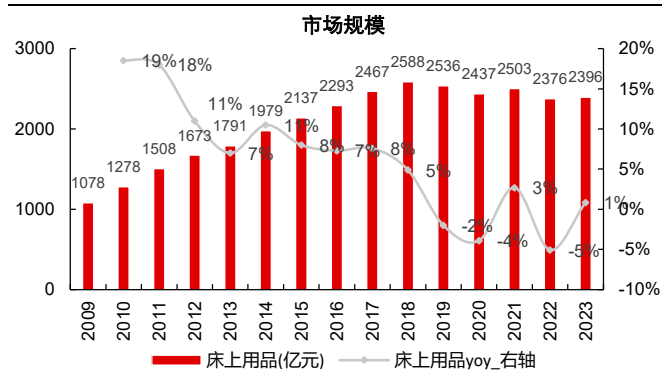
行业规模稳定，格局分散龙头市占率偏低。市场规模上，2020-2023 年家纺行业市场规模基本在 3200-3400 亿元之间，床上用品市场规模约 2400 亿元，整体波动较小。市场格局上，家纺行业市占率较为分散，2023 年行业龙头市占率仅 1.0%，富安娜市占率 0.6%，CR5 仅 3.1% 远低于美国 6.0% 与日本 16.7%，其中海外基本以家居品牌龙头（如：宜家）以及沃尔玛等渠道品牌为主。

图 15：2023 年家纺行业规模约 3300 亿元



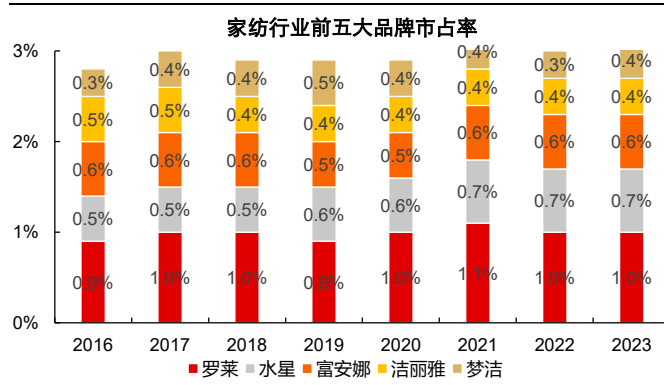
资料来源：欧睿，长江证券研究所

图 16：2023 年床上用品行业规模约 2400 亿元



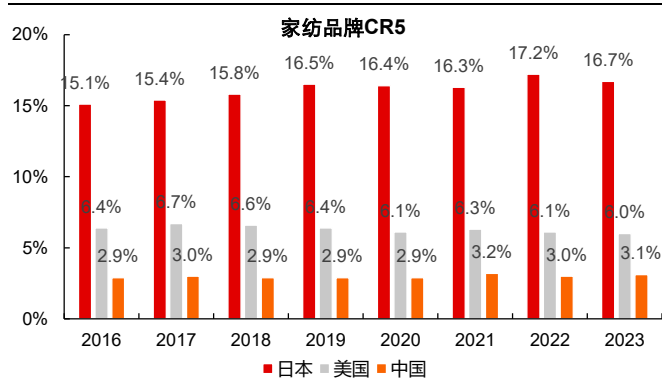
资料来源：欧睿，长江证券研究所

图 17：2016 年以来罗莱市占率维稳第一



资料来源：欧睿，长江证券研究所

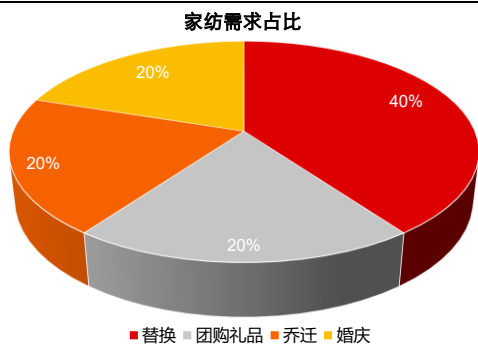
图 18：2016 年以国内家纺 CR5 不足 5%，远低于海外市场



资料来源：欧睿，长江证券研究所

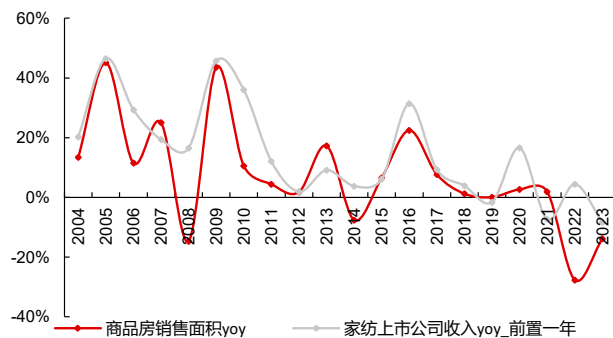
需求升级催化换新频率及高品质产品占比提升。需求端来看，换新为家纺第一大需求，近年来家纺地产属性逐步减弱，此外预计婚庆需求 2023 年反弹后逐步趋于正常，换新需求或将为催化行业规模增长及格局变迁的主要因素，近年来居家时间增长，驱动消费者对于家纺需求的升级，家纺换新频率有所增加同时高单品质产品消费占比显著提升。

图 19: 2022 年换新为家纺第一大需求



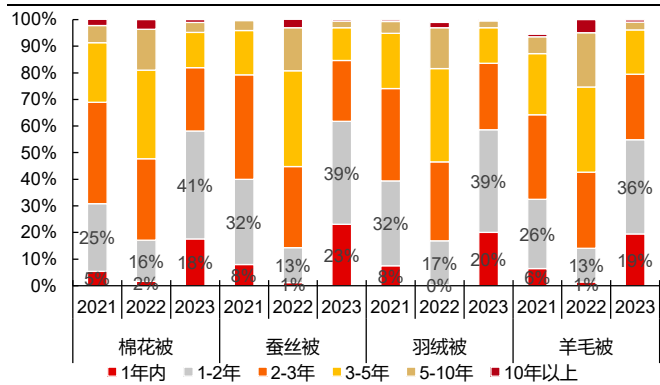
资料来源: 中商产业研究院, 长江证券研究所

图 20: 2020 年后家纺地产属性减弱



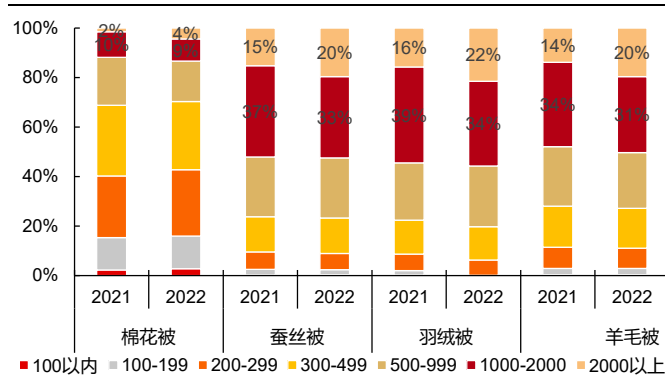
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 21: 消费者被芯换新频率提高



资料来源: 艾瑞咨询, 长江证券研究所

图 22: 高单价品质产品消费占比显著增加

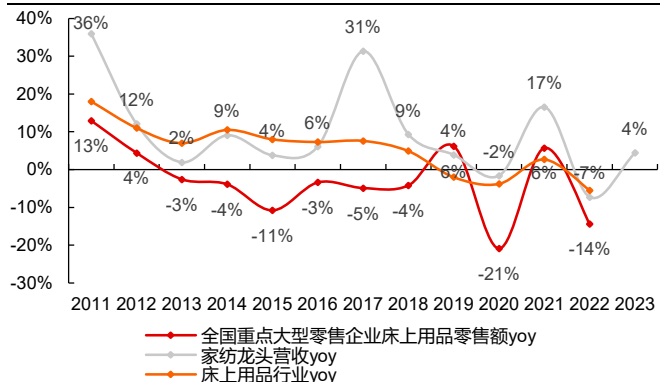


资料来源: 艾瑞咨询, 长江证券研究所

## 线上线格局加速出清

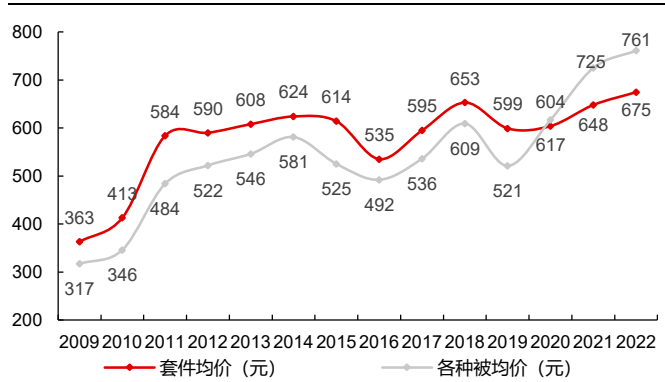
**线下渠道受冲击, 格局加速出清。**近几年家纺龙头营收弹性及韧性均优于行业增速, 在 2020 年及 2022 年线下商超百货等渠道受到冲击, 零售额大幅下滑 21%/14%, 预计部分中小品牌被加速出清, 床上用品套件及被子集中度提升, 同时带动线下优质渠道家纺产品整体均价上行。

图 23: 家纺龙头近年来营收表现显著优于行业增速



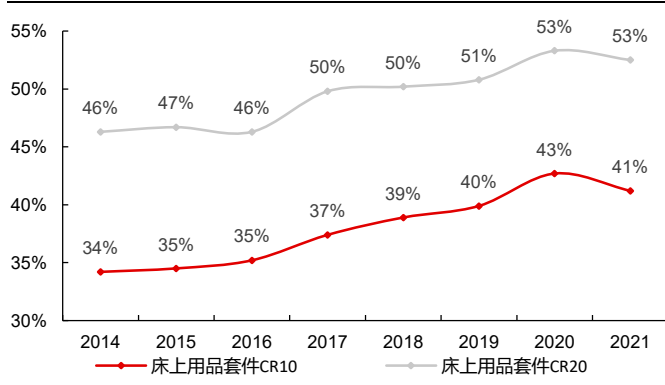
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 24: 2019 年后大型零售企业床上用品套件及各种被均价整体上行



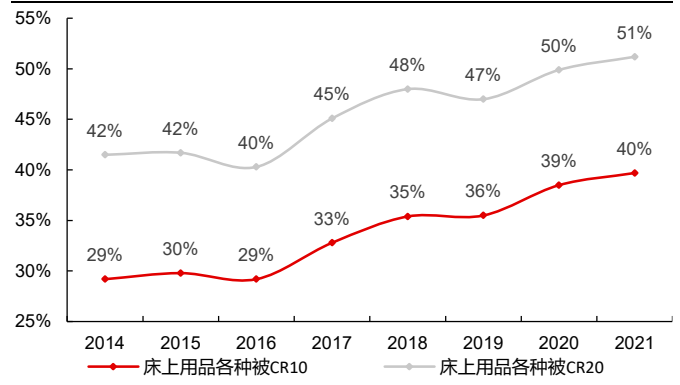
资料来源: 中华全国商业信息中心, 中家纺, 长江证券研究所

图 25: 大型零售企业床上用品套件集中度提升



资料来源: 中华全国商业信息中心, 长江证券研究所

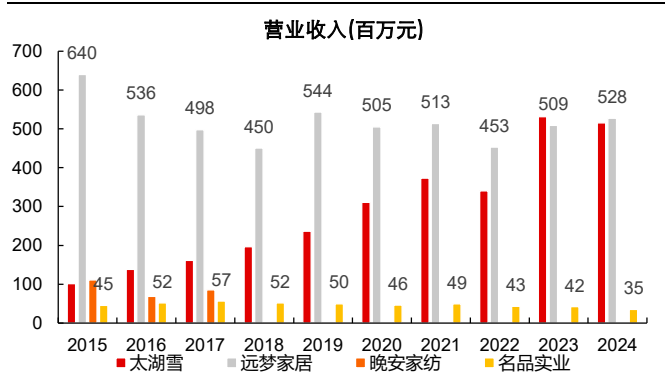
图 26: 大型零售企业床上用品各种被子集中度提升



资料来源: 中华全国商业信息中心, 长江证券研究所

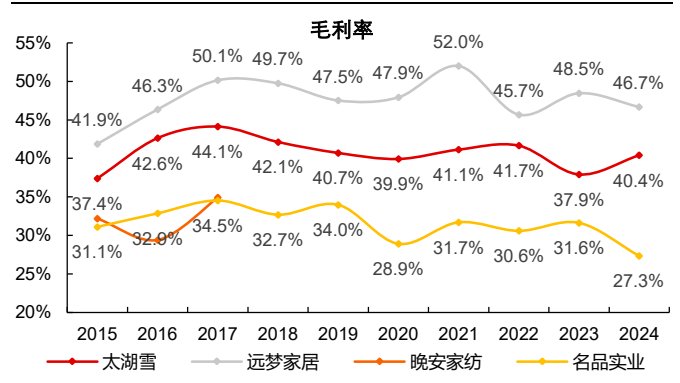
**线下渠道, 多数家纺公司规模偏小且盈利承压。**近几年来除头部几家外, 其余家纺公司多数营收有所下降, 且部分公司处于连年亏损状态, 预计持续盈利压力将导致部分公司逐步出清。

图 27 多数家纺公司营收规模体量偏小且体量收缩



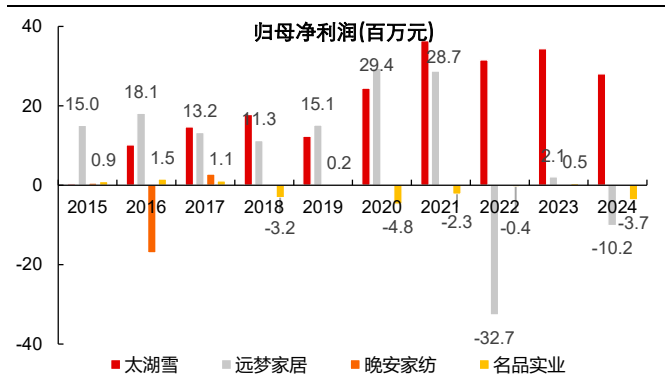
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 28: 多数家纺公司毛利率相对稳定



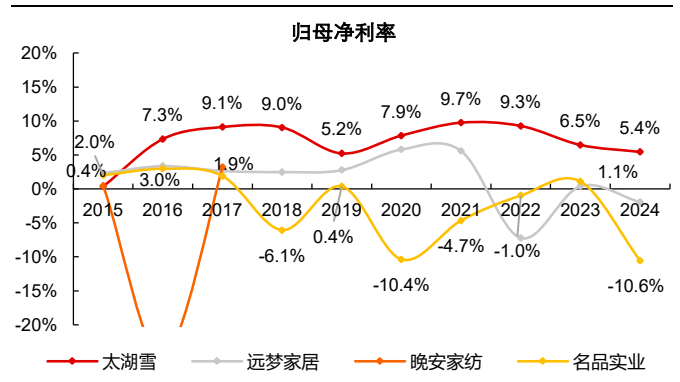
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 29: 多数家纺公司盈利承压



资料来源: Wind, 长江证券研究所

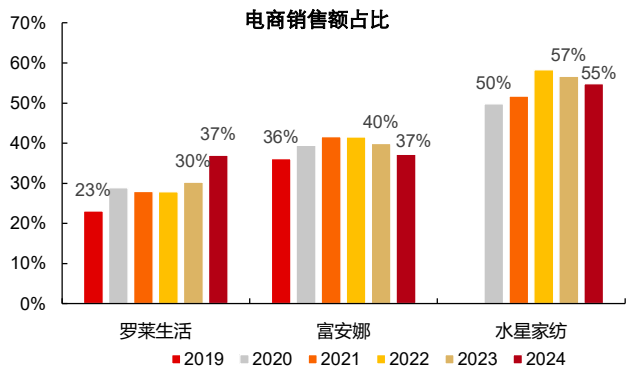
图 30: 多数家纺公司净利率普遍偏低



资料来源: Wind, 长江证券研究所 注: 晚安家纺 2016 年亏损较大图中未能完整显示

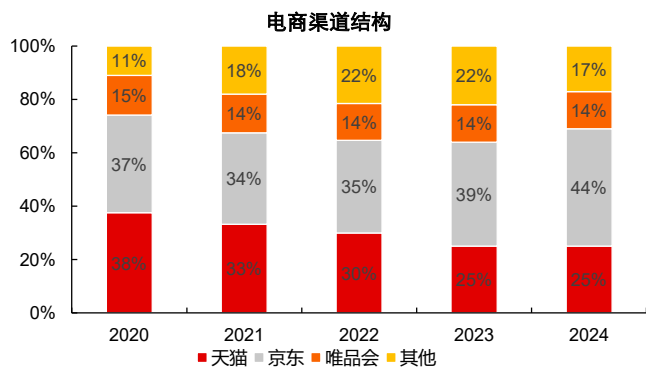
**电商渠道, 家纺龙头发力线上, 格局进一步优化。**家纺行业线上白牌众多, 伴随近几年各家纺龙头积极布局线上业务, 一方面驱动家纺行业电商均价有所提升, 另一方面电商渠道格局进一步优化。

图 31：头部家纺公司电商占比提升



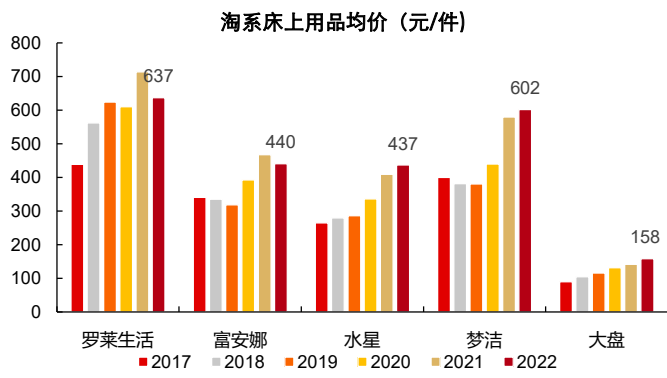
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 32：富安娜抖音等其他渠道近年来占比迅速提升



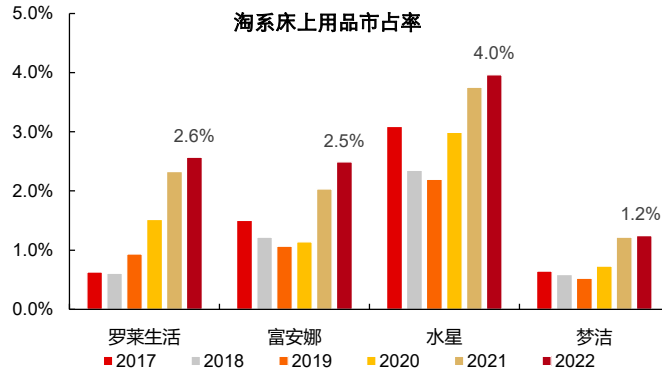
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 33：淘系床上用品电商均价提升



资料来源：魔镜数据，长江证券研究所

图 34：富安娜罗莱等品牌份额近几年持续提升



资料来源：魔镜数据，长江证券研究所

## 渠道精细化管理，经营周期向上

### 多品牌矩阵，莱克星顿待修复

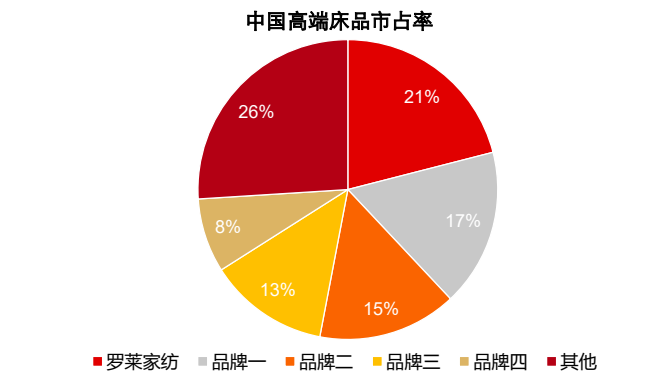
**蝉联市占第一，差异化产品壁垒高筑。**罗莱家纺行业龙头地位稳固，截至 2023 年已连续 19 年成为床上用品市场综合市占率第一名，根据欧睿国际，2020 年罗莱家纺以 21% 市占率成为中国高端床上用品市占第一。品牌依托核心柔技术 Texsoft 打造超柔床品，与各界合作研发共创差异化产品，实现产品品质升级与品类拓展。

图 35：截至 2023 年，罗莱家纺连续 19 年成为床上用品市场综合市占率第一名



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 36：2020 年罗莱家纺行业市占率第一



资料来源：欧睿国际，长江证券研究所

图 37：罗莱生活依托核心柔技术 Texsoft 打造超柔床品



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 38：罗莱生活通过合作打造产品差异化

合作方	合作时间	合作内容
慕思	2020年	开发床垫品类并渠道共享
史密斯	2020年	打造水暖床垫，拓宽优质品牌合作模式
故宫文化	2020年	合作“喜嫁”婚庆系列
潘通	2020年	合作发布喜嫁正统红色“罗莱红”
华为	2020年	携手打造新智能家居产品系列
中棉所	2020年	研发新疆优质中长绒棉新品种“中棉罗莱1号”
中国航天基金会	2021年	成为“中国航天事业合作伙伴”
金鹰集团	2022年	打造IP亲子房
中棉所	2023年	研发罗莱儿童专属宝宝棉

资料来源：公司公告，长江证券研究所

**乐蜗多途径推广增强消费粘性，通过场景化营销、明星代言、IP 联名凸显年轻时尚属性。**

LOVO 乐蜗目标客群为年轻群体，2020 年完成品牌升级，开展场景影响，高频推广加深消费印象。2021 年邀请明星作为代言人，首创签名款床品礼盒，收到消费者欢迎。同时依托 IP 跨界合作，宣导年轻、时尚的床品消费主张，增强客群消费粘性。

图 39：场景营销 & 明星代言 & IP 联名



资料来源：天猫，乐蜗官方微博，长江证券研究所

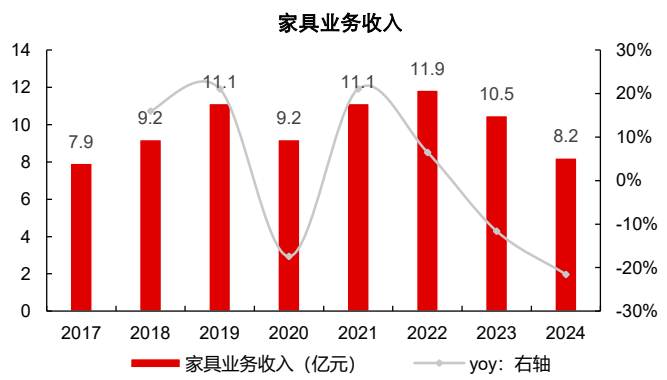
**莱克星顿短期业绩承压，静待订单回暖。**公司 2017 年收购莱克星顿，打造美式轻奢品牌。受美国地产周期影响，近年收入和利润表现承压，静待订单回暖，未来利润率有望修复。

图 40: 莱克星顿主打美式轻奢



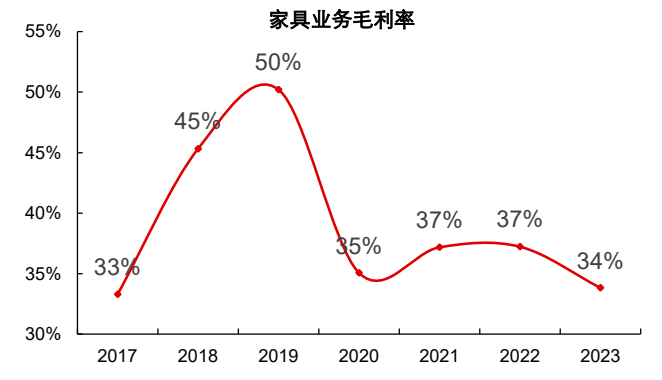
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 41: 近年来莱克星顿收入承压



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 42: 2020 年莱克星顿毛利率大幅下滑

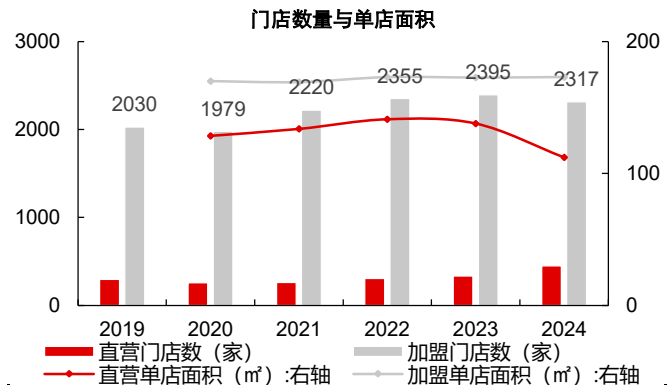


资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

## 强加盟渠道, 坪效优于同行

**直营加大布局 mall 及奥莱, 加盟开开放缓。直营, 逆境下强势开店, 近年来持续加大布局购物中心以及奥莱渠道门店, 门店面积趋势向上, 提升品牌形象并助力出清库存。加盟, 2023 年以来加盟渠道出清库存, 开店有所放缓, 但门店结构仍延续改善。**

图 43: 罗莱生活门店数量稳定增长



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 44: 罗莱生活加大布局奥莱渠道

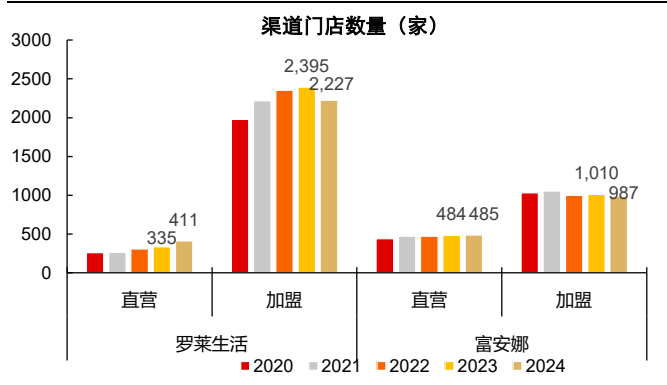


资料来源: 大众点评, 长江证券研究所

**加盟占比较高, 毛利率稳中有升。从各个家纺公司渠道结构对比来看, 2024 年罗莱生活加盟渠道营收占比 39%, 加盟店铺数占比 84% 远高于其他公司; 从毛利率水平来看,**

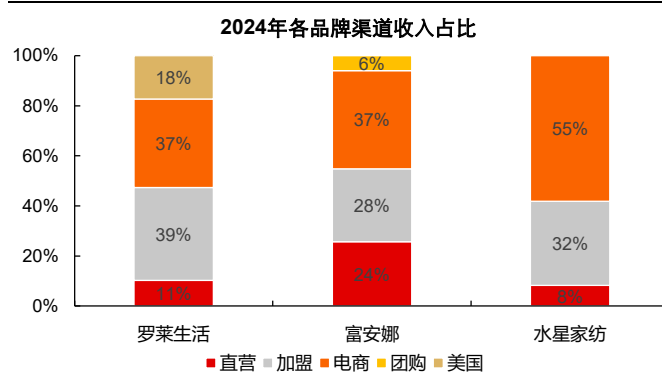
直营渠道毛利率和富安娜接近，加盟渠道更多让利经销商因而低于富安娜，但近几年来稳步提升，毛利率有所改善。

图 45: 罗莱生活加盟渠道占比较高



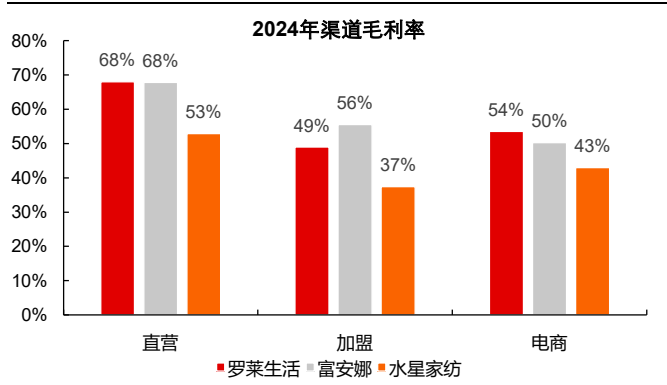
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 46: 罗莱生活直营占比较小



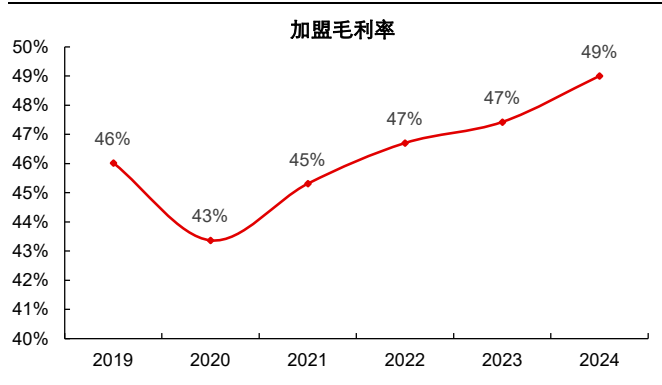
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 47: 罗莱生活渠道毛利率和富安娜存在差距



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

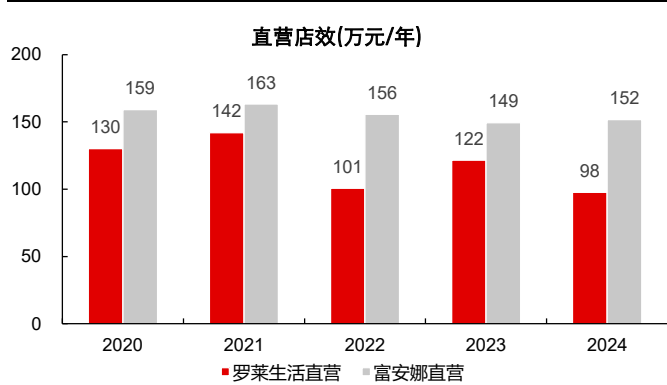
图 48: 罗莱生活加盟毛利率近年持续提升



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

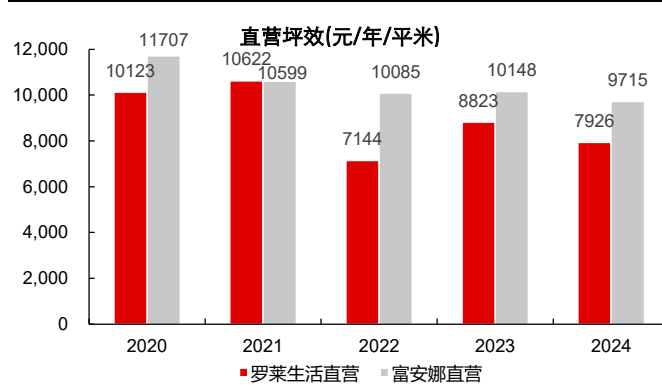
加盟坪效更优，直营店效爬坡。公司近年来加速开展直营门店店效爬坡，店效弱于富安娜但差异呈现缩小趋势，加盟坪效表现较优，但单店收入自 2022 年以来显著放缓，公司延续加盟商去库策略。

图 49: 罗莱生活直营店效弱于富安娜



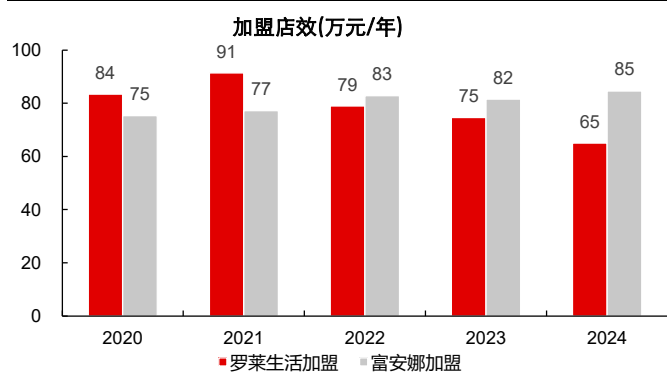
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 50: 2024 年罗莱生活直营坪效略有回落



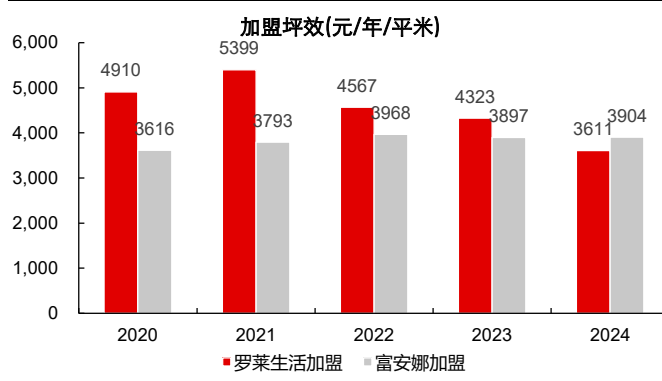
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 51: 罗莱生活近年加盟店效持续走低



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 52: 2023 年签罗莱生活加盟坪效表现较优



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

## 经营周期向上, 补贴政策助力销售

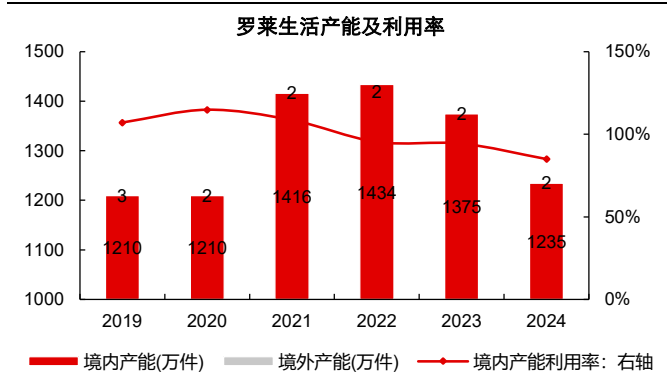
供应链端, 罗莱新增产能待落地, 补库经营周期向上。此前由于产能受限, 加盟商通常选择多备货以防止缺货, 伴随终端零售数据化打通以及南通智慧产业园 2024 年底一期基建竣工产能瓶颈解决。此外经历近 2 年去库, 2025Q1 库销比处于历史偏低水平, 2025 年加盟商有望迎来补库, 后续针对终端进行更精细化零售管理。

表 3: 主要家纺公司产能布局及规划

公司	产能	产能布局
富安娜	现有产能	公司分别在深圳龙华、江苏常熟、四川南充、广东惠东、江苏宝应建立五大生产物流基地。
罗莱生活	现有产能	境内产能占比 99.8%, 主要集中在上海和江苏南通; 海外产能主要为子公司美国莱克星顿在海外的高端家具类产能
	在建产能	在南通规划建设智慧产业园区, 以智能生产、机器替代人工、数字化管理、快速反应为主方向
水星家纺	现有产能	产能主要集中在上海和江苏南通

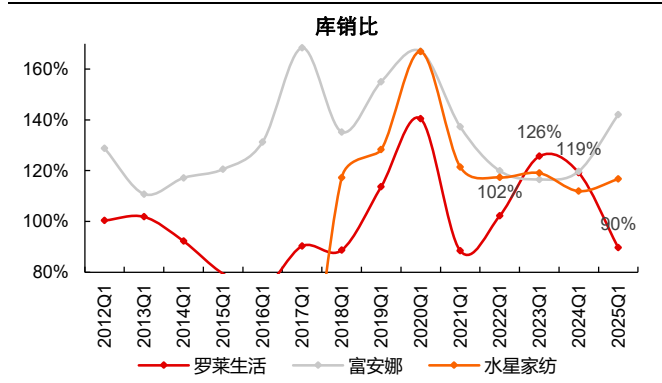
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 53: 罗莱生活产能利用率高



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 54: 罗莱生活库销比处于低位



资料来源: Wind, 长江证券研究所

政策端, 2025 年 1 月 1 日起部分地区率先开展补贴活动, 后续逐步拓展至其他地区 and 线上。补贴力度均为 15%, 全国性品牌罗莱、富安娜、水星覆盖地区较广。1) 线上渠道: 目前覆盖京东和天猫渠道, 全国补贴 15%。京东覆盖品牌较广, 包括罗莱、富安娜、水星、梦洁以及众多地区性家纺品牌; 天猫渠道覆盖罗莱、水星等少部分家纺品牌。2) 线下渠道: 均补贴 15%, 江苏、湖北、新疆率先开展政策补贴, 后续逐步扩大至陕西、

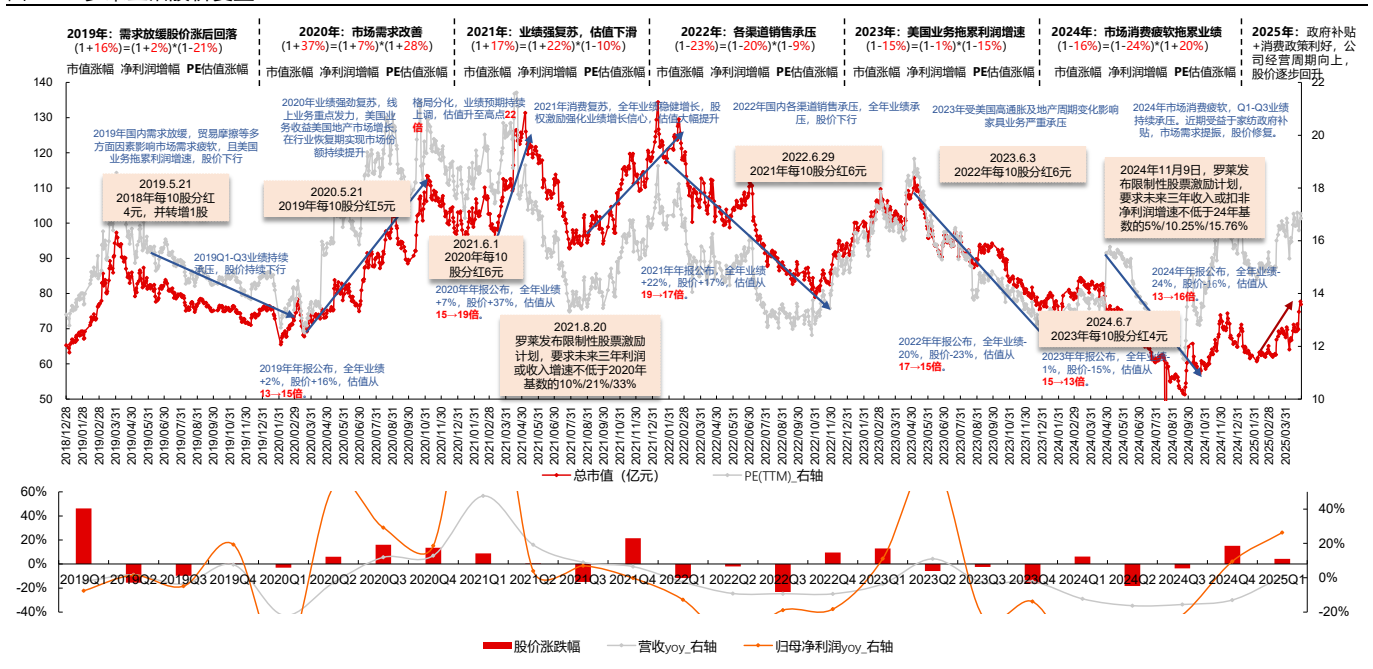
上海、湖南等地，预计后续有望进一步推广全国其他地区。补贴显著拉动家纺销售，此外仅补贴地区头部品牌，进一步促进行业格局优化。

表 4：家纺政策梳理（2025 年）

渠道	补贴	支持品牌
江苏	线下补贴 15%	罗莱、富安娜、水星、宝缦、紫罗兰、梦百合等（家纺类：被子、床上套件、枕头、枕芯等）
河北	线下补贴 15%	未注明具体品牌（家纺类）
新疆	线下补贴 15%	未注明具体品牌（床单、被套、枕套、床罩、被子、枕头、床垫、窗帘、浴巾、毛巾等 11 种商品）
陕西	线下补贴 15%	未注明具体品牌（床上用品：含床单、被褥、枕头、床笠）
上海	线下补贴 15%	未注明具体品牌（窗帘、毯类、软床垫、床上用品等 4 类商品）
湖南	线下补贴 15%	罗莱、富安娜、水星家纺、梦洁、梦百合等
京东	全国补贴 15%	罗莱、富安娜、水星家纺、梦洁、百丽丝、洁丽雅、梦百合、博洋、铭都、猫人、无印良品等
天猫	全国补贴 15%	罗莱、水星、乐蜗、康尔馨、sidanda、安敏诺、铭都、太湖雪、博洋等
拼多多	上海 15%	罗莱、水星、亚朵、诺伊曼、百丽丝、躺岛、林氏生活等
唯品会	全国 15%	罗莱、富安娜、水星、乐蜗、洁丽雅、博洋、梦百合、猫人等（不同地区品类有差异）

资料来源：各电商平台，各地区商务局，长江证券研究所，截至 2025/4/30

图 55：罗莱生活股价复盘



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所 注：箭头表示股价阶段性上涨或下跌，部分数据因波动过大不具参考性予以不显示

综合而言，预计公司 2025-2027 年实现净利润 5.3/5.8/6.3 亿元，当前对应 PE 分别为 14/13/12X，此外公司多年维持高比例分红，高股息率保障叠加经营周期向上，给予“买入”评级。

## 风险提示

- 1、终端零售需求疲软：若终端零售疲软，销售情况不及预期，或拖累公司收入端表现；
- 2、美国业务恢复不及预期：若美国家具业务订单不及预期，收入和利润表现持续承压，或影响公司整体业绩呈现；
- 3、家纺政策落地不及预期：若家纺补贴落地效果不及预期，政策影响面有限，或影响公司整体销售表现；
- 4、海外加征关税风险：若美国对东南亚持续加征关税，公司海外家具业务受到影响则可能影响公司业绩表现；
- 5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险：在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设，我们认为今年公司渠道库存逐步出清，后续加盟补库等，基于上述假设 2025-2026 年营业收入分别同比+7.8%/+6.3%，归母净利润分别同比+22.1%/+9.2%。

若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。悲观假设下今年国内服装行业需求偏弱，且海外品牌库存持续维持高位，则可能导致公司整体订单表现偏弱，悲观情况下公司 2025-2026 年营收分别同比 +6.4%/+5.4%，归母净利润分别同比 +15.4%/+7.9%。

表 5：公司收入及利润敏感性测算（百万元）

	基准情形			悲观情形		
	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
营业收入	4559	4915	5223	4559	4853	5114
yoy	-14.2%	7.8%	6.3%	-14.2%	6.4%	5.4%
毛利率	48.0%	49.0%	49.0%	48.0%	48.8%	48.9%
归母净利润	433	529	578	433	499	539
yoy	-24.4%	22.1%	9.2%	-24.4%	15.4%	7.9%

资料来源：Wind，长江证券研究所



## 投资评级说明

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

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

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

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

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

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

## 办公地址

### 上海

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

### 武汉

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

### 北京

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

### 深圳

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

## 分析师声明

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

## 法律主体声明

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

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

## 其他声明

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

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

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

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

本公司保留一切权利。