

家纺主业稳健，海外业务修复

——罗莱生活（002293.SZ）公司首次覆盖

2025 年 7 月 22 日

核心观点

- 家用纺织行业领先企业，稳健经营彰显韧性：**公司聚焦以床品为主的家纺用品业务，覆盖高端市场（廊湾、莱克星顿、内野）、中高端市场（罗莱、罗莱儿童）和大众消费市场（LOVO 乐蜗）。公司销售以加盟渠道为主，同时布局直营、线上等渠道。2024 年公司实现总营收 45.59 亿元，同比下降 14.22%，实现归母净利润 4.33 亿元，同比下降 24.39%。随着公司通过积极调整库存、家居业务改善，及经营费用优化推动 2025 年 Q1 盈利改善，实现营业收入 10.94 亿元，同比增长 0.57%，实现归母净利润 1.13 亿元，同比增长 26.31%，2025 全年业绩有望企稳修复，实现稳健增长。
- 多渠道协同发力，直营拓展与海外承压并存：**公司采取“线上+线下”融合发展的全渠道销售模式，构建覆盖广泛、协同高效的渠道体系。在线下，公司以“特许加盟连锁+直营连锁+集采团购”为核心，直营与加盟并行推进，在巩固一线、二线城市渠道优势的同时，加快向三、四线及以下市场渗透，华东地区优势显著。在线上，公司不断拓展达人直播、社交电商、自营平台等新兴渠道，借助 AI 技术优化消费者体验，提升精细化运营能力。2024 年，线上/直营/加盟/其他渠道分别实现营收 13.82/4.01/14.48/5.05 亿元，占比 30.32%/8.80%/31.76%/11.08%。公司加大直营门店拓展，关闭经营较弱的加盟门店，年底门店总数 2638 家，同比净减 92 家，其中直营/加盟门店为 411/2227 家。海外业务受美国新屋和成屋销售量下滑影响家具需求，收入同比降 21.54%至 8.22 亿元，预计 2025 年筑底修复。
- 智造赋能提效，补贴联动促销转化：**公司通过建设智慧产业园推动智能制造升级，引进先进设备与自动化系统，大幅提升产能与响应效率，支持中长期增长。产业园 2025 年初投产，日处理订单高达 7 万单。与此同时，公司积极参与地方家纺补贴政策，在上海、厦门等地联动线上线下展开促销，结合沉浸式场景体验与多渠道销售，提升品牌影响力与销售转化。
- 投资建议：**公司作为家纺龙头企业，2024 年以来积极推动零售转型，不断优化渠道布局，打造罗莱智慧产业园，实现供应链跨越式升级。预计 2025/2026/2027 年公司实现归母净利润分别为 5.29/5.80/6.34 亿元，对应 PE 分别 14.18/12.93/11.83 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**产品终端销售不及预期风险；海外家居业务改善不及预期风险；地产销售不及预期风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4559	4842	5222	5559
收入增长率%	-14.2	6.2	7.9	6.5
归母净利润(百万元)	433	529	580	634
利润增速%	-24.4	22.2	9.6	9.3
毛利率%	48.0	48.3	48.7	48.9
摊薄 EPS(元)	0.52	0.63	0.70	0.76
PE	17.32	14.18	12.93	11.83
PB	1.79	1.73	1.68	1.65
PS	1.64	1.55	1.44	1.35

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

罗莱生活（002293.SZ）

推荐 首次评级

分析师

郝帅

☎：010-8092-7622

✉：haoshuai@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524040001

研究助理

艾菲拉·迪力木拉提

✉：aifeila_yj@chinastock.com.cn

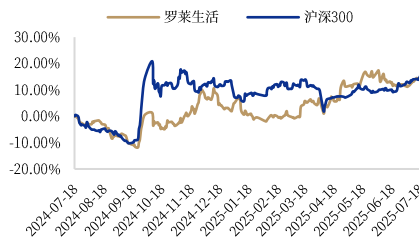
市场数据

2025-7-21

股票代码	002293.SZ
A 股收盘价(元)	8.99
上证指数	3559.79
总股本(亿股)	8.34
实际流通 A 股(亿股)	8.27
流通 A 股市值(亿元)	74.31

相对沪深 300 表现图

2025-7-21



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

目录

Catalog

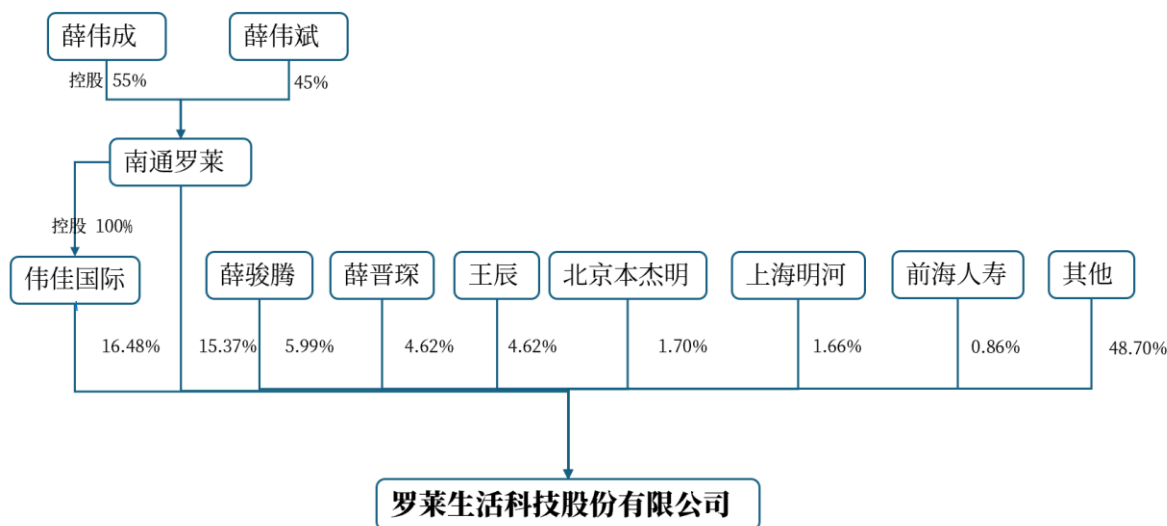
一、 家用纺织行业领先企业，稳健经营彰显韧性	3
二、 多品牌纵深覆盖，全渠道智造跃迁	6
（一） 多渠道协同推进，直营扩张提质增效	6
（二） 布局智慧产业园，启动智造新引擎	7
（三） 补贴政策落地，刺激终端消费.....	8
三、 盈利预测与估值分析.....	10
（一） 盈利预测	10
（二） 相对估值	10
四、 风险提示.....	11

一、家用纺织行业领先企业，稳健经营彰显韧性

公司是国内家用纺织品行业龙头企业。公司创建于 1992 年，聚焦以床品为主的家用纺织品业务，覆盖超高端市场（廊湾、莱克星顿、内野）、高端市场（罗莱、罗莱儿童）和大众消费市场（LOVO 乐蜗）。主要销售标准套件类、被芯类、枕芯类产品。除公司 2017 年收购的家具品牌莱克星顿 Lexington 的销售市场主要在北美以外，公司其他品牌产品的销售均以国内市场为主。经过多年的努力，罗莱超柔床品连续 20 年（2005-2024）荣获同类产品市场综合占有率第一位。

公司股权结构高度集中，大股东家族拥有绝对控制权。公司核心股东薛氏家族通过紧密的亲属关系和一致行动形成稳定的控制权，截至 2025 年第一季度末，实际控制人薛伟成和家族成员及重要关联方南通罗莱生活科技发展公司合计持股达 47.08%，前两大股东南通罗莱生活科技发展公司和伟佳国际企业有限公司合计持股 31.85%。

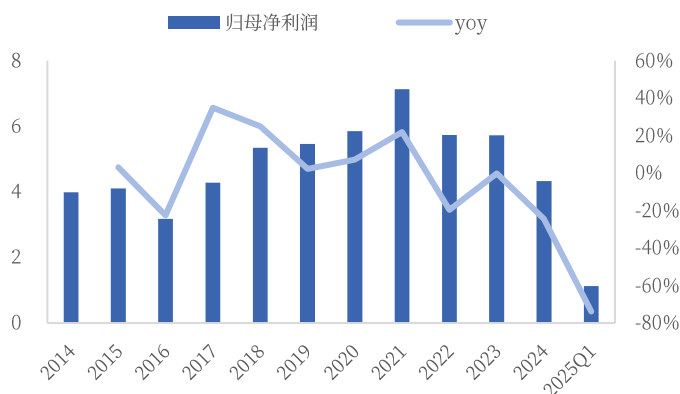
图1：公司股权结构



资料来源：IFinD，中国银河证券研究院

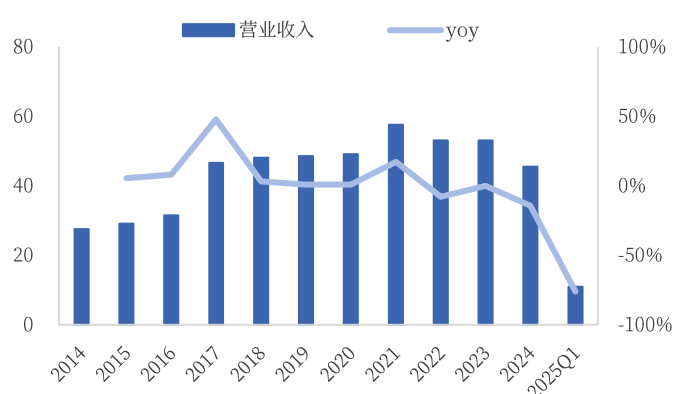
近年来公司业绩受海外拖累，25Q1 家居业务改善明显。2017 年 1 月公司并购美国高端家居品牌莱克星顿，对公司收入和利润贡献显著。虽然 2020 年后受公共卫生事件扰动，但公司业绩波动较小，业绩平稳。2024 年公司实现总营收 45.59 亿元，同比下降 14.22%，实现归母净利润 4.33 亿元，同比下降 24.39%。其中，由于海外地产周期下行莱克星顿业务实现营收 8.22 亿元，同比下降 21.54%。国内家纺业务实现营业收入 37.37 亿元，同比下降 12.42%，实现归母净利润 4.62 亿元，同比下降 13.32%，主要系终端零售整体不及预期，消费信心弱于以往。公司从 2024 年起积极调整存货，2024 年/2025Q1 期末存货分别为 10.87/9.81 亿元，同比减少 19.16%/24.34%，2025Q1 公司实现营业收入 10.94 亿元，同比增长 0.57%，实现归母净利润 1.13 亿元，同比增长 26.31%，盈利有所改善。

图2：公司营业收入及增速（亿元）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

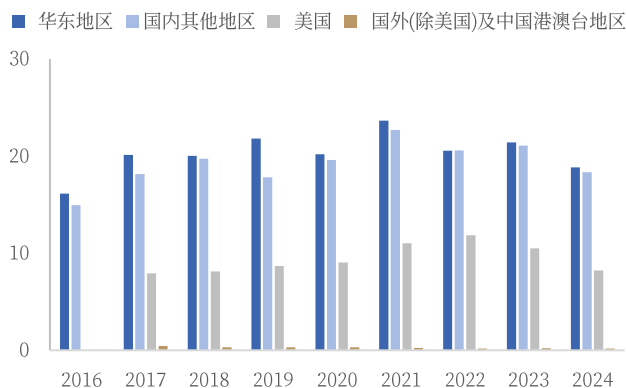
图3：公司归母净利润及增速（亿元）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

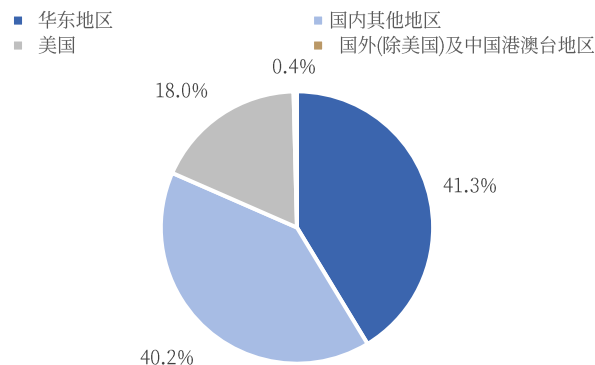
国内市场以华东为主，收购莱克星顿打开美国市场。在国内市场方面，公司由华东地区起家并深耕于该地区，2024年实现收入18.84亿元，占比41.3%；同时公司积极拓展国内其他市场，在保证一线城市门店渗透率的同时，下沉三四线城市市场；公司2024年华东地区/国内其他地区/美国/国外其他地区收入占比分别为41.3%/40.2%/18.0%/0.4%。在海外市场方面，公司于2017年1月收购美国高端家居品牌莱克星顿，打开美国市场，至22年营业收入及占比不断增长，24年营收占比为18%，对公司业绩贡献显著；22年至24年由于美国贷款利率高企、新屋及成屋销售量走低导致收入承压，25年在公司控本增效的措施下有望扭亏为盈。

图4：分地区营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

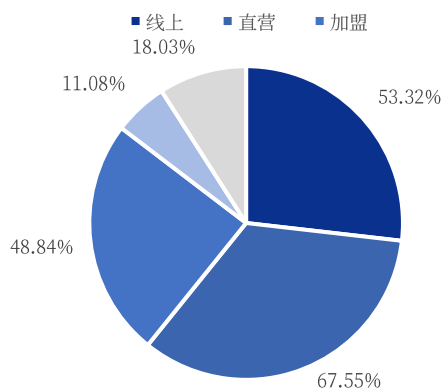
图5：2024年分地区收入占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

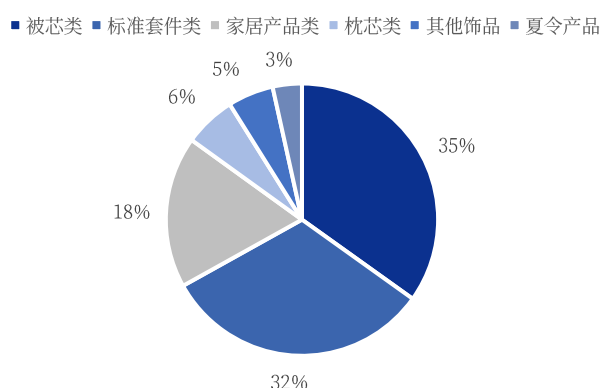
渠道端公司收入以加盟为主，套件和被芯占比贡献高。从销售结构来看，公司在线下实行专卖和团购，采用“特许加盟连锁+直营连锁+集采团购”的复合营销模式，其中特许加盟销售是主要模式。公司产品在线上的销售模式包括电商直营与电商代销，以电商直营为主。2024年公司线上/直营/加盟/其他模式分别实现收入13.82亿元/4.01亿元/14.48亿元/5.05亿元，同比-14.1%/-1.5%/-19%/+9.4%。从产品结构来看，2024年公司套件/被芯/枕芯/夏令产品实现收入14.6亿元/15.9亿元/2.8亿元/1.6亿元，同比-11.7%/-14.5%/+8.8%/-11.5%，以被芯类和标准套件为主要产品。

图6：公司 2024 年分渠道营收占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图7：公司 2024 年分产品营收占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

产品销售结构不断优化，电商控折扣，毛利率逐年提升。近年来公司毛利率整体呈现上升趋势，由 2020 年的 43.2% 提升至 2024 年的 48%。主要为国内家纺毛利率提升贡献，国内毛利率为 50.6%，同比增长 2.6 个百分点。产品方面，高附加值产品占比提升，如高端蚕丝被、抗菌床品系列等驱动产品结构优化。渠道方面，各渠道毛利率均有一定程度的提升，2024 年线上/直营/加盟毛利率分别提升 1.11/0.3/1.42pct，线上和加盟渠道毛利率提升明显。

表1：公司 2020 年-2024 年毛利率（%）

	2020	2021	2022	2023	2024
整体毛利率	43.20	45.00	46.00	47.40	48.00
线上	46.43	48.45	50.54	52.21	53.32
直营	63.90	66.34	66.54	67.25	67.55
加盟	43.37	45.31	46.7	47.42	48.84

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司加大销售费用投入，存货周转天数有所优化。公司通过 IP 联名、各类社媒推广、终端门店包装等营销策略深度传播产品，提升品牌影响力，放大品牌声量，公司销售费用投入持续增加，销售费用率从 2014 年 21.83% 提升至 2024 年 26.38%。公司存货周转天数自 2023 年以来持续下降，2025Q1 存货周转天数为 157 天，同比 2024Q1 减少 36 天。

图8：公司三项费用率的变化情况（%）

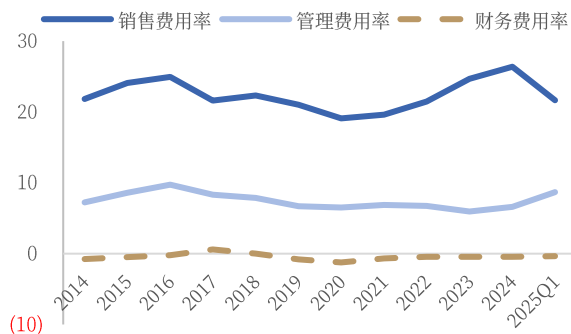
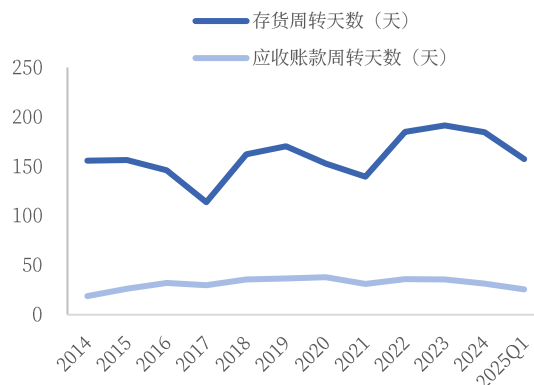


图9：公司存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

二、多品牌纵深覆盖，全渠道智造跃迁

公司依托多品牌战略覆盖市场，通过自有品牌矩阵与全球高端授权品牌的协同布局，全面渗透超高端、高端及大众消费客户群，精准满足多元化品质需求；同步推进全渠道体系的结构优化，以扩张直营渠道、淘汰低效加盟门店和拓展线上新兴场景强化运营韧性；更以智能制造为核心引擎，通过智慧产业园投产实现产能升级与供应链效能飞跃，结合莱克星顿全球并购深化家居一体化战略，系统性构建大家居生态竞争力，为中长期发展注入持续动力。

（一）多渠道协同推进，直营扩张提质增效

公司采取“线上+线下”融合发展的全渠道销售模式，构建覆盖广泛、协同高效的渠道体系。在线下，公司以“特许加盟连锁+直营连锁+集采团购”为核心，直营与加盟并行推进，在巩固一线、二线城市渠道优势的同时，加快向三、四级及以下市场渗透，华东地区优势显著。在线上，公司依托天猫、京东、唯品会、抖音等主流平台，不断拓展达人直播、社交电商、自营平台等新兴渠道，借助 AI 技术优化消费者体验，提升精细化运营能力。2024 年，受消费信心疲弱影响，终端市场需求不及往年，公司线上销售收入为 13.82 亿元，同比下降 14.12%，但其销售占比稳定在 30.32%。直营、加盟渠道销售收入也均有所下滑。公司为提升加盟商的长期经营能力，支持其削减库存并关闭经营不善的门店。同时，美国贷款利率持续高企，新屋和成屋销售量大幅下滑，直接影响家具需求，致使该业务收入同比下降 21.54%至 8.22 亿元。

表2：公司 2020-2024 年分渠道收入（单位：亿元）

销售渠道	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
线上销售	14.19	16.12	14.82	16.10	13.82
YOY	26.34%	13.59%	-8.06%	8.65%	-14.12%
占比	28.89%	27.98%	27.88%	30.28%	30.32%
直营销售	3.34	3.71	3.09	4.07	4.01
YOY	-10.41%	10.88%	-16.58%	31.68%	-1.48%
占比	6.81%	6.44%	5.82%	7.66%	8.80%
加盟销售	16.53	20.29	18.61	17.88	14.48
YOY	-11.37%	22.78%	-8.28%	-3.91%	-19.03%
占比	33.65%	35.23%	35.02%	33.64%	31.76%
其他渠道	5.99	6.47	4.76	4.62	5.05
YOY	-5.13%	7.97%	-26.37%	-2.96%	9.35%
占比	12.20%	11.23%	8.96%	8.69%	11.08%
美国	9.06	11.02	11.86	10.48	8.22
YOY	4.38%	21.64%	7.61%	-11.61%	-21.54%
占比	18.44%	19.13%	22.31%	19.72%	18.03%
合计	49.11	57.60	53.14	53.15	45.59

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司加大直营门店开店力度，实现门店数量稳步增长与质量的同步提升。公司加大对一线城市直营门店的投入，2024 全年新开直营门店 115 家，净增 76 家，显著增强直营渠道的市场覆盖力。同时，为应对终端运营压力，公司关闭经营能力较差的加盟门店，并对低效门店进行升级改造，使 2024 年加盟门店数下降至 2227 家，同比减少 168 家，以提升整体运营效率与品牌形象。此外，为拓展新兴渠道，公司积极布局购物中心与奥特莱斯场景，通过打造直营样板店，不仅积累了相关渠道管理经验，也为加盟市场推广购物中心模式提供了有力示范。

表3：公司门店数量变化情况（单位：家）

	2020	2021	2022	2023	2024
门店总数	2236	2481	2662	2730	2638
同比增减	-89	245	181	68	-92
其中：直营店	257	261	307	335	411
同比增减	-38	4	46	28	76
其中：加盟店	1979	2220	2355	2395	2227
同比增减	-51	241	135	40	-168

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）布局智慧产业园，启动智造新引擎

建设智慧产业园，推动自有产能升级与效率跃升。自 2022 年起，公司以自有资金启动罗莱智慧产业园建设，并于 2024 年底完成一期工程，2025 年一季度逐步投产，进一步完善产能布局与智能制造能力。产业园引进 8 套德国先进全自动工艺设备和 110 台自动绣花设备，有效缩短生产周期，提升响应速度。全套物流自动化系统实现从产品生产到出库发货的无人化操作，日处理订单量达 1.5 万单，峰值可达 7 万单。该产业园是公司制造环节向智能化、高效化转型的阶段性成果，将助力公司巩固行业领先地位，实现中长期增长目标。

图10：公司智慧产业园



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(三) 补贴政策落地，刺激终端消费

全面参与各地政府家纺补贴政策，积极布局线上线下全渠道销售。在电商和线下渠道方面，公司作为上海市新增家纺补贴名单中的代表品牌之一，同时亦参与厦门市住建局组织的床上用品补贴政策，消费者可享受最高 5000 元的单笔补贴与 30000 元的累计补贴额度。在电商平台方面，公司同步参与淘宝、京东补贴活动，分别配合上海、厦门两地政策推出 15%至 20%不等的折扣，部分活动需通过云闪付支付，补贴商品收货范围也由上海逐步扩展至全国，充分体现其对政策节奏与平台规则的精准响应。

表4：平台国补优惠政策不完全统计

	时间	京东	淘宝
厦门	2025 年 1 月 1 日起至 2025 年 12 月 31 日	剔除其他折扣后补贴 20%，支付方式需选择云闪付，收货地址范围为全国。	剔除其他折扣后补贴 15%，支付方式需选择云闪付，每个用户限补一件，最高 2000 元。
上海	2025 年 1 月 20 日起生效，至 2025 年 12 月 31 日	剔除其他折扣后补贴 15%，支付方式需选择京东支付或白条，收货地址范围为全国。	
浙江	2025 年 1 月 1 日起至 2025 年 12 月 31 日	剔除其他折扣后补贴 15%，支付方式需选择云闪付，收货地址范围为浙江省。	
广东佛山	即日起至 2025 年 12 月 31 日	个人消费者通过云闪付 APP 进入“粤焕新”小程序，填写个人信息(身份证号、姓名、手机号)完成实名认证注册。随后在粤焕新小程序主页定位到“佛山市”，选择“家装厨卫‘焕新’”进入活动，根据实际购买需求可领取含家纺品类在内的补贴资格券。领取资格券成功后，消费者可根据需求领取消费券，并到指定活动商家线下门店消费。	
江苏南京	2025 年 1 月 1 日起至 2025 年 12 月 31 日	活动期间，对个人消费者在我市公布的活动商家购买补贴范围内的产品，按照产品最终销售价格的 15%给予补贴；	
江苏苏州	2025 年 1 月 1 日起至 2025 年 12 月 31 日	登录参加活动的线上电商平台，在“苏州家装家居活动专区”购置指定含家纺类在内的补贴品类商品。	
四川	国家延续实施的 8 大类家电补贴政策自 2025 年 1 月 1 日起实施，数码产品补贴政策自 2025 年 1 月 20 日起实施。	符合条件的个人消费者，在参与活动商家购买补贴范围内的商品，按照最终实际销售含税价格的 15%享受补贴，最高不超过 1500 元。	

资料来源：各地政府网、中国银河证券研究院

补贴政策带动销售增长，持续释放终端消费潜力。公司借助本轮补贴窗口期，在多平台、多地区实现广覆盖与品类深度渗透，补贴产品涵盖床品套件、被芯、枕芯、毯类、床垫等居民高频刚需品类，未来有望进一步释放家庭更新换代需求，巩固品牌在中高端市场的领先地位。

表5：公司国补优惠产品

京东	淘宝
除夏季产品、部分婚庆系列以及少数其他产品外，均参与补贴活动，覆盖床上套件、被芯、枕芯、毯类及床垫多系列	部分单价较低的产品，如床单、被套、浴巾等，以及直播优惠产品未参与活动，各品类亦均有覆盖，整体比例略低于京东平台。

资料来源：淘宝、天猫等官方旗舰店、中国银河证券研究院

积极响应“以旧换新”政策号召，全面推动品牌焕新与市场活力释放。“2025 家纺品牌中国公益行上海站暨上海市家纺消费品补贴首发活动”在上海第一八佰伴开启，公司围绕 15%补贴政策打造沉浸式陈列空间，集中展示零压深睡枕、柔心而动套件系列、鸿运系列鹅绒被与蚕丝被等春夏新品，借助“视觉+触觉+场景化”的互动体验强化消费者感知。与此同时，公司联动第一百货、新世界、东方商厦等多个商圈分会场，实现政府补贴与企业让利的叠加覆盖，显著提升品牌辐射广度与销售转化率。

图11：线下活动现场



资料来源：中国纺织工业联合会、中国银河证券研究院

三、盈利预测与估值分析

(一) 盈利预测

公司作为国内较早涉足家用纺织品行业的龙头企业，公司集研发、设计、生产、销售和品牌推广于一体，以持续提升消费者的家居生活品质为己任，不断满足消费者需求，引领行业发展。近年来公司持续优化门店结构，加大直营开店力度，关闭经营能力较差的加盟门店，升级改造低效门店，同时大力推进购物中心、奥特莱斯的渠道开拓。随着公司智慧产业园的建成，产能大幅提升，生产周期显著缩短，大幅提升了公司整体供应链的规模和效率，进一步确立了公司在家纺行业的领先地位。预计 2025/2026/2027 年公司实现归母净利润分别为 5.29/5.80/6.34 亿元，分别同比增长 22.19%/9.64%/9.32%。当前市值（2025 年 7 月 21 日）对应 2025/2026/2027 年 PE 估值为 14.18/12.93/11.83 倍。

表6：公司盈利预测

时间	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	4559	4842	5222	5559
同比(%)	-14.2	6.2	7.9	6.5
归母净利润(百万元)	433	529	580	634
同比(%)	-24.4	22.2	9.6	9.3
EPS	0.52	0.63	0.70	0.76
PE	17.32	14.18	12.93	11.83

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

(二) 相对估值

公司 2024 年以来积极推动零售转型，不断优化渠道布局，打造罗莱智慧产业园，实现供应链跨越式升级，我们认为公司当前估值可维持，且中长期有进一步提升空间，首次覆盖给予推荐评级。

表7：可比公司 PE 估值表（截至 2025 年 7 月 21 日）

股票代码	股票名称	总市值（亿元）	股价	EPS			PE		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
002293.SZ	罗莱生活	74.98	8.99	0.52	0.63	0.70	17.32	14.18	12.93
002327.SZ	富安娜*	60.94	7.27	0.65	0.63	0.68	13.67	11.47	10.72
603365.SH	水星家纺*	47.54	18.10	1.40	1.49	1.62	11.61	12.14	11.18

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院（注：*表示采用 iFinD 一致预期）

四、风险提示

- 1、产品终端销售不及预期风险。
- 2、海外家居业务改善不及预期风险。
- 3、地产销售不及预期风险。

图表目录

图 1: 公司股权结构..... 3

图 2: 公司营业收入及增速（亿元） 4

图 3: 公司归母净利润及增速（亿元） 4

图 4: 分地区营业收入（亿元） 4

图 5: 2024 年分地区收入占比 4

图 6: 公司 2024 年分渠道营收占比 5

图 7: 公司 2024 年分产品营收占比、 5

图 8: 公司三项费用率的变化情况（%） 5

图 9: 公司存货周转天数及应收账款周转天数..... 5

图 10: 公司智慧产业园 7

图 11: 线下活动现场 9

表 1: 公司 2020 年-2024 年毛利率（%） 5

表 2: 公司 2020-2024 年分渠道收入（单位：亿元） 6

表 3: 公司门店数量变化情况（单位：家） 7

表 4: 平台国补优惠政策不完全统计 8

表 5: 公司国补优惠产品..... 9

表 6: 公司盈利预测..... 10

表 7: 可比公司 PE 估值表（截至 2025 年 7 月 21 日） 10

附录：

公司财务预测表

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,393	3,312	3,611	3,849
现金	1,143	1,080	1,239	1,344
应收账款	334	329	329	337
其它应收款	33	35	39	41
预付账款	53	65	69	71
存货	1,087	993	1,050	1,091
其他	744	811	885	966
非流动资产	2,773	2,993	2,954	2,902
长期投资	200	157	115	72
固定资产	894	1,439	1,503	1,462
无形资产	381	444	503	557
其他	1,298	953	833	810
资产总计	6,166	6,306	6,565	6,750
流动负债	1,670	1,664	1,806	1,922
短期借款	250	306	306	306
应付账款	420	452	510	519
其他	1,000	906	990	1,097
非流动负债	291	287	286	285
长期借款	86	86	86	86
其他	205	201	200	199
负债合计	1,961	1,951	2,092	2,207
少数股东权益	20	17	13	10
归属母公司股东权益	4,185	4,338	4,459	4,534
负债和股东权益	6,166	6,306	6,565	6,750

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	847	660	784	834
净利润	430	526	577	630
折旧摊销	205	129	150	162
财务费用	-25	18	18	18
投资损失	-11	-11	-11	-11
营运资金变动	86	-137	-80	-107
其它	161	136	129	141
投资活动现金流	-986	-382	-146	-150
资本支出	-329	-404	-159	-154
长期投资	-750	2	-2	-7
其他	93	21	16	11
筹资活动现金流	-817	-341	-479	-579
短期借款	-11	56	0	0
长期借款	86	0	0	0
其他	-892	-397	-479	-579
现金净增加额	-943	-63	159	105

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,559	4,842	5,222	5,559
营业成本	2,370	2,501	2,679	2,840
税金及附加	33	35	38	40
销售费用	1,203	1,210	1,321	1,407
管理费用	300	319	350	372
研发费用	99	106	114	121
财务费用	-21	5	-3	-7
资产减值损失	-95	-84	-89	-92
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资收益及其他	11	14	17	19
营业利润	490	596	652	712
营业外收入	15	15	15	15
营业外支出	28	28	28	28
利润总额	477	583	639	699
所得税	47	57	63	69
净利润	430	526	577	630
少数股东损益	-2	-3	-3	-4
归属母公司净利润	433	529	580	634
EBITDA	661	717	786	854
EPS（元）	0.52	0.63	0.70	0.76

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	-14.2%	6.2%	7.9%	6.5%
营业利润	-25.9%	21.6%	9.4%	9.1%
归属母公司净利润	-24.4%	22.2%	9.6%	9.3%
毛利率	48.0%	48.3%	48.7%	48.9%
净利率	9.4%	10.9%	11.0%	11.3%
ROE	10.3%	12.2%	13.0%	14.0%
ROIC	8.7%	10.8%	11.4%	12.2%
资产负债率	31.8%	30.9%	31.9%	32.7%
净资产负债率	46.6%	44.8%	46.8%	48.6%
流动比率	2.03	1.99	2.00	2.00
速动比率	1.15	1.14	1.16	1.18
总资产周转率	0.70	0.78	0.81	0.84
应收账款周转率	11.44	14.61	15.88	16.70
应付账款周转率	4.66	5.74	5.57	5.52
每股收益	0.52	0.63	0.70	0.76
每股经营现金	1.02	0.79	0.94	1.00
每股净资产	5.02	5.20	5.35	5.44
P/E	17.32	14.18	12.93	11.83
P/B	1.79	1.73	1.68	1.65
EV/EBITDA	10.41	9.75	8.69	7.87
P/S	1.64	1.55	1.44	1.35

资料来源：公司数据，中国银河证券研究

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

郝帅，纺织服饰行业分析师。加拿大温莎大学经济学硕士，2015 年起先后在中国银河证券、东吴证券、国泰君安证券、中银国际证券担任分析师、首席分析师。曾获得 2019-2020 年机构投资者 II 评选纺织零售行业第三名，2021-2023 水晶球评选纺织服装行业入围、第四名、第五名。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn