

基本面逐步改善 高分红预期有望延续

核心观点

- **7-8月终端流水有所改善，8月底召开的26年春夏订货会情况良好，反映公司基本面正在逐步改善。**根据我们的草根观察，7-8月公司终端流水相比二季度有所改善，预计同比呈现接近两位数的增长，将为公司下半年收入环比小幅提速奠定基础。同时8月底公司召开的25年春夏订货会整体反馈良好，也从侧面反映了经销商信心的逐步恢复以及对公司产品新产品的认可。
- **公司是行业内较早进行渠道和库存优化的公司之一，近年经营质量呈现稳步提升态势。**在近年可选消费整体减速的大背景下，公司在行业内较早地主动进行渠道的调整和库存清理，近三年年存货周转率和应收账款周转率持续提升，保持了良好的态势。25年中报显示，公司经营活动净现金同比增长29%。我们认为，未来终端若持续复苏，公司也将具备相对更好的业绩弹性。
- **罗莱智慧产业园逐步投产，公司以供应链升级赋能业务增长和经营质量的提升。**从2022年开始，公司规划建设罗莱智慧产业园，目前一期已经完成建设并于今年4月投产。我们预计随着公司智慧产业园的建成和逐步投产，将有效满足公司未来几年规模成长的需求，更从源头上帮助公司提高库存周转水平和电商业务的反应速度。
- **公司近年来以持续的高分红回馈投资者，进一步提升了公司的投资吸引力。**2024年现金分红比率高达115%，近期披露的中报也推出了每股派息0.2元的分配方案，当期分红比率达到90%。站在目前时点，立足于公司良好的经营质量和相对充沛的资金储备，我们预计未来高分红政策有望延续。
- **我们预计公司未来三年盈利有望保持稳健可持续的增长，叠加高分红的预期，目前在纺织服装行业属于相对有吸引力的品种之一。**结合终端情况和公司的经营策略，我们预计国内电商和直营仍是公司家纺业务增长的重要引擎，加盟业务短期仍在调整之中，但也是后续终端复苏后的弹性来源。美国家具业务短期仍有压力，但25Q3开始边际有所好转，预计后续亏损有望逐步收窄，减少对公司整体报表的影响。

盈利预测与投资建议

- 根据中报和行业形势，我们小幅调整公司盈利预测，预计公司2025-2027年每股收益分别为0.60、0.67和0.77元（原预测分别0.62、0.69和0.77元），参考可比公司，给予2025年16倍PE估值，对应目标价9.60元，维持“增持”评级。

风险提示：国内家纺消费需求复苏缓慢、美国家居业务受行业影响持续低于预期等

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,315	4,559	4,764	5,063	5,443
同比增长(%)	0.0%	-14.2%	4.5%	6.3%	7.5%
营业利润(百万元)	662	490	591	660	751
同比增长(%)	-1.6%	-25.9%	20.6%	11.7%	13.7%
归属母公司净利润(百万元)	572	433	503	561	639
同比增长(%)	-1.4%	-24.4%	16.1%	11.7%	13.8%
每股收益(元)	0.69	0.52	0.60	0.67	0.77
毛利率(%)	47.3%	48.0%	49.1%	49.4%	49.7%
净利率(%)	10.8%	9.5%	10.6%	11.1%	11.7%
净资产收益率(%)	13.6%	10.3%	11.3%	11.7%	12.7%
市盈率	12.3	16.3	14.1	12.6	11.1
市净率	1.7	1.7	1.5	1.4	1.4

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

增持（维持）

股价（2025年09月10日）	8.47元
目标价格	9.6元
52周最高价/最低价	9.32/5.57元
总股本/流通A股（万股）	83,409/82,661
A股市值（百万元）	7,065
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2025年09月11日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	2.76	1.8	-4.38	37.55
相对表现%	3.08	-6.49	-19.38	-1.55
沪深300%	-0.32	8.29	15	39.1



证券分析师

施红梅 021-63325888*6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860511010001

相关报告

分红超预期，经营表现逐步向好	2025-04-28
经营短期承压，静待拐点到来	2024-11-01
国内业务稳健增长，美国业务拖累2023年业绩	2024-05-02

根据中报和行业形势，我们小幅调整公司盈利预测（主要下调了未来 3 年加盟业务收入，上调了线上业务收入，上调了管理费用比率），预计公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.60、0.67 和 0.77 元（原预测分别 0.62、0.69 和 0.77 元），参考可比公司，给予 2025 年 16 倍 PE 估值，对应目标价 9.60 元，维持“增持”评级。

表 1：行业可比公司估值（截至 2025 年 9 月 10 日）

公司名称	公司代码	股价 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
富安娜	002327	7.30	0.65	0.54	0.60	0.65	11	13	12	11
水星家纺	603365	16.99	1.40	1.47	1.62	1.76	12	12	10	10
尚品宅配	300616	13.03	-0.96	0.22	0.45	0.58	-14	59	29	23
比音勒芬	002832	16.68	1.37	1.30	1.47	1.66	12	13	11	10
九牧王	601566	8.88	0.31	0.43	0.50	0.58	29	21	18	15
调整后平均								16	14	12

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示：国内家纺消费需求复苏缓慢、公司美国家居业务受行业影响持续低于预期等

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,122	1,143	1,530	1,597	1,689	营业收入	5,315	4,559	4,764	5,063	5,443
应收票据、账款及款项融资	464	337	352	374	402	营业成本	2,803	2,370	2,427	2,563	2,740
预付账款	81	53	56	59	64	销售费用	1,313	1,203	1,215	1,281	1,361
存货	1,344	1,087	1,113	1,175	1,256	管理费用	316	300	348	370	392
其他	251	774	776	778	781	研发费用	111	99	100	106	114
流动资产合计	4,262	3,393	3,826	3,983	4,191	财务费用	(23)	(21)	2	0	(1)
长期股权投资	2	2	2	2	2	资产、信用减值损失	153	144	105	105	105
固定资产	899	894	941	983	1,020	公允价值变动收益	(4)	(1)	(1)	(1)	(1)
在建工程	273	494	494	494	494	投资净收益	17	11	18	18	18
无形资产	309	381	457	527	592	其他	7	16	7	4	2
其他	1,059	1,003	949	937	937	营业利润	662	490	591	660	751
非流动资产合计	2,542	2,773	2,843	2,943	3,045	营业外收入	20	15	15	15	15
资产总计	6,804	6,166	6,669	6,927	7,236	营业外支出	8	28	18	18	18
短期借款	261	250	250	250	250	利润总额	674	477	588	657	748
应付票据及应付账款	692	700	717	757	809	所得税	103	47	88	99	112
其他	1,219	720	728	739	754	净利润	571	430	500	558	635
流动负债合计	2,171	1,670	1,695	1,746	1,814	少数股东损益	(2)	(2)	(3)	(3)	(4)
长期借款	0	86	86	86	86	归属于母公司净利润	572	433	503	561	639
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.69	0.52	0.60	0.67	0.77
其他	374	205	183	183	183						
非流动负债合计	374	291	269	269	269						
负债合计	2,546	1,961	1,964	2,016	2,083						
少数股东权益	24	20	17	14	10	主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
实收资本(或股本)	835	831	834	834	834	成长能力					
资本公积	737	741	737	737	737	营业收入	0.0%	-14.2%	4.5%	6.3%	7.5%
留存收益	2,556	2,524	3,026	3,236	3,482	营业利润	-1.6%	-25.9%	20.6%	11.7%	13.7%
其他	106	90	90	90	90	归属于母公司净利润	-1.4%	-24.4%	16.1%	11.7%	13.8%
股东权益合计	4,259	4,205	4,705	4,911	5,154	获利能力					
负债和股东权益总计	6,804	6,166	6,669	6,927	7,236	毛利率	47.3%	48.0%	49.1%	49.4%	49.7%
						净利率	10.8%	9.5%	10.6%	11.1%	11.7%
						ROE	13.6%	10.3%	11.3%	11.7%	12.7%
						ROIC	10.8%	8.8%	10.4%	10.8%	11.8%
						偿债能力					
						资产负债率	37.4%	31.8%	29.4%	29.1%	28.8%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	1.96	2.03	2.26	2.28	2.31
						速动比率	1.29	1.38	1.60	1.61	1.62
						营运能力					
						应收账款周转率	10.1	11.4	13.9	14.1	14.1
						存货周转率	1.7	1.9	2.2	2.2	2.3
						总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8
						每股指标(元)					
						每股收益	0.69	0.52	0.60	0.67	0.77
						每股经营现金流	1.12	1.02	0.69	0.72	0.80
						每股净资产	5.08	5.02	5.62	5.87	6.17
						估值比率					
						市盈率	12.3	16.3	14.1	12.6	11.1
						市净率	1.7	1.7	1.5	1.4	1.4
						EV/EBITDA	7.8	10.2	8.2	7.8	7.0
						EV/EBIT	9.3	12.6	10.0	9.0	7.9

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	571	430	500	558	635
折旧摊销	116	113	130	100	99
财务费用	(23)	(21)	2	0	(1)
投资损失	(17)	(11)	(18)	(18)	(18)
营运资金变动	174	399	(20)	(38)	(50)
其它	114	(64)	(21)	1	1
经营活动现金流	936	847	572	602	666
资本支出	(126)	(315)	(200)	(200)	(200)
长期投资	(0)	(171)	0	0	0
其他	670	(501)	17	17	17
投资活动现金流	544	(986)	(183)	(183)	(183)
债权融资	278	(399)	0	0	0
股权融资	(9)	(0)	0	0	0
其他	(864)	(418)	(2)	(352)	(392)
筹资活动现金流	(595)	(817)	(2)	(352)	(392)
汇率变动影响	12	13	-0	-0	-0
现金净增加额	897	(943)	387	68	91

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或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（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。