

三季报高增 看好科技大单品策略的未来前景

核心观点

- 公司三季度盈利高增，超出之前市场预期。**25Q3 公司收入和归母净利润同比分别增长 20%和 43%，扣非归母净利润同比增长 54%，三季度业绩增长环比二季度进一步提速，也超出之前的市场估计。三季度公司毛利率为 44.74%，同比明显提升，环比也有进一步的提高。我们判断电商业务增长是公司收入提速的最重要动力，线下收入受加盟商心态普遍更谨慎及门店客流压力等影响预计不如线上，但环比预计也有所改善。毛利率的提升预计主要来自于线上、线下产品结构的优化、部分原材料成本的下降和采购策略的优化等。
- 聚焦高科技、强功能属性的大单品策略卓有成效。**我们认为公司三季度业绩高增的主要原因是今年以来持续强化高科技功能属性的大单品策略（比如人体工学枕和雪糕被等），同时辅以更大力度、更精准的费用投放所带来的效果。相比二季度收入增长、盈利同比小幅下降的情况，三季度收入提速后、叠加毛利率提升带来的盈利弹性更为明显。相比市场比较关注的亚朵，我们认为公司推行大单品的优势在于其拥有 SKU 更多，大单品除了能带来自身销售外，还能有更好的外溢效果，带动其他品类销售，因此大单品策略的投放见效也更快。
- 我们预计公司四季度及未来 2-3 年经营都有望保持稳健增长的态势。**尽管当下消费还比较疲弱，但我们看好公司在家纺这一相对标品的赛道选择的正确战略——强化和聚焦科技产品，同时加大品牌投放和形象焕新。另外公司相对于其他龙头同行更高性价比的定位也给与它更多的产品升级的空间。我们预计四季度、包括未来 2-3 年公司有望保持稳健增长的态势。若消费需求未来逐步复苏，公司有望呈现更好的业绩弹性。

盈利预测与投资建议

- 根据公司之前的中报和三季报，我们调整盈利预测（主要上调了未来 3 年电商业务的收入和毛利率、同时上调销售费用率），预计公司 2025-2027 年每股收益分别为 1.58、1.79 和 1.94 元（原预测为 1.47、1.57 和 1.68 元），参考可比公司，给予 2025 年 15 倍 PE 估值，对应目标价 23.70 元，维持公司“增持”评级。

风险提示：

终端消费复苏低于预期、新开店、新品拓展不及预期等

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,211	4,193	4,685	5,139	5,485
同比增长(%)	14.9%	-0.4%	11.7%	9.7%	6.7%
营业利润(百万元)	407	426	483	547	597
同比增长(%)	37.5%	4.8%	13.4%	13.2%	9.2%
归属母公司净利润(百万元)	379	367	416	469	510
同比增长(%)	36.2%	-3.3%	13.5%	12.7%	8.8%
每股收益（元）	1.44	1.40	1.58	1.79	1.94
毛利率(%)	40.0%	41.4%	43.2%	43.5%	43.8%
净利率(%)	9.0%	8.7%	8.9%	9.1%	9.3%
净资产收益率(%)	13.3%	12.4%	12.9%	13.1%	13.4%
市盈率	14.0	14.5	12.8	11.3	10.4
市净率	1.8	1.8	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

股价（2025 年 10 月 29 日）	20.2 元
目标价格	23.70 元
52 周最高价/最低价	20.86/12.52 元
总股本/流通 A 股（万股）	26,263/25,980
A 股市值（百万元）	5,305
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2025 年 10 月 30 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	11.17	20.24	13.74	57.33
相对表现%	7.79	17.47	-0.61	36.36
沪深 300%	3.38	2.77	14.35	20.97



证券分析师

施红梅
 执业证书编号：S0860511010001
 shihongmei@orientsec.com.cn
 021-63326320

相关报告

Q4 业绩明显改善，维持高分红率	2025-05-13
三季度业绩承压，回购彰显公司发展信心	2024-11-04
毛利率持续提升，24Q1 业绩超预期	2024-05-01

根据公司之前的中报和三季报，我们调整盈利预测（主要上调了未来 3 年电商业务的收入和毛利率、同时上调销售费用率），预计公司 2025-2027 年每股收益分别为 1.58、1.79 和 1.94 元（原预测为 1.47、1.57 和 1.68 元），参考可比公司，给予 2025 年 15 倍 PE 估值，对应目标价 23.70 元，维持公司“增持”评级。

表 1：行业可比公司估值（截至 2025 年 10 月 29 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
罗莱生活	002293	9.41	0.52	0.60	0.68	0.75	18	16	14	13
富安娜	002327	7.17	0.65	0.49	0.54	0.60	11	15	13	12
海澜之家	600398	6.21	0.45	0.51	0.57	0.64	14	12	11	10
太平鸟	603877	14.08	0.55	0.45	0.70	0.86	26	32	20	16
慕思股份	001323	27.45	1.92	1.78	1.92	2.09	14	15	14	13
调整后平均								15	14	13

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示：终端消费复苏低于预期、新开店、新品拓展不及预期等

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,124	894	1,066	1,095	1,169
应收票据、账款及款项融资	333	303	339	371	397
预付账款	79	51	57	63	67
存货	962	1,012	1,097	1,196	1,269
其他	508	800	807	813	818
流动资产合计	3,006	3,061	3,366	3,538	3,720
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	366	421	539	683	829
在建工程	0	27	114	157	178
无形资产	112	137	180	221	261
其他	163	158	135	133	133
非流动资产合计	641	743	968	1,194	1,401
资产总计	3,647	3,803	4,334	4,732	5,121
短期借款	6	50	50	194	328
应付票据及应付账款	293	324	351	383	406
其他	350	401	405	408	410
流动负债合计	649	776	806	985	1,145
长期借款	0	9	9	9	9
应付债券	0	0	0	0	0
其他	53	41	41	41	41
非流动负债合计	53	50	50	50	50
负债合计	702	826	856	1,035	1,195
少数股东权益	0	0	0	(0)	(0)
实收资本（或股本）	263	263	263	263	263
资本公积	843	746	830	830	830
留存收益	1,839	1,969	2,385	2,604	2,833
其他	0	0	0	0	0
股东权益合计	2,945	2,978	3,477	3,697	3,926
负债和股东权益总计	3,647	3,803	4,334	4,732	5,121

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	379	367	416	469	510
折旧摊销	66	63	75	74	93
财务费用	(19)	(7)	(7)	(6)	(4)
投资损失	(1)	(6)	(6)	(6)	(6)
营运资金变动	(74)	(64)	(103)	(108)	(82)
其它	143	163	(9)	(9)	(9)
经营活动现金流	493	516	366	413	503
资本支出	4	(140)	(300)	(300)	(300)
长期投资	0	0	0	0	0
其他	(301)	(301)	15	15	15
投资活动现金流	(298)	(441)	(285)	(285)	(285)
债权融资	(3)	4	0	0	0
股权融资	(18)	(97)	84	0	0
其他	(215)	(211)	7	(99)	(144)
筹资活动现金流	(236)	(305)	91	(99)	(144)
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0
现金净增加额	(41)	(230)	172	29	74

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,211	4,193	4,685	5,139	5,485
营业成本	2,525	2,457	2,664	2,902	3,081
销售费用	1,015	1,025	1,214	1,331	1,421
管理费用	181	187	211	231	247
研发费用	78	82	92	101	107
财务费用	(19)	(7)	(7)	(6)	(4)
资产、信用减值损失	23	23	23	23	23
公允价值变动收益	6	9	9	9	9
投资净收益	1	6	6	6	6
其他	(9)	(15)	(22)	(25)	(27)
营业利润	407	426	483	547	597
营业外收入	51	18	20	20	20
营业外支出	7	1	1	1	1
利润总额	451	443	502	566	616
所得税	71	76	86	97	106
净利润	379	367	416	469	510
少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	379	367	416	469	510
每股收益（元）	1.44	1.40	1.58	1.79	1.94

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	14.9%	-0.4%	11.7%	9.7%	6.7%
营业利润	37.5%	4.8%	13.4%	13.2%	9.2%
归属于母公司净利润	36.2%	-3.3%	13.5%	12.7%	8.8%
获利能力					
毛利率	40.0%	41.4%	43.2%	43.5%	43.8%
净利率	9.0%	8.7%	8.9%	9.1%	9.3%
ROE	13.3%	12.4%	12.9%	13.1%	13.4%
ROIC	11.3%	11.5%	11.9%	12.0%	12.0%
偿债能力					
资产负债率	19.3%	21.7%	19.8%	21.9%	23.3%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.63	3.95	4.18	3.59	3.25
速动比率	3.08	2.64	2.81	2.38	2.14
营运能力					
应收账款周转率	12.4	13.2	14.6	14.5	14.3
存货周转率	2.4	2.4	2.5	2.5	2.5
总资产周转率	1.2	1.1	1.2	1.1	1.1
每股指标（元）					
每股收益	1.44	1.40	1.58	1.79	1.94
每股经营现金流	1.88	1.96	1.39	1.57	1.92
每股净资产	11.21	11.34	13.24	14.08	14.95
估值比率					
市盈率	14.0	14.5	12.8	11.3	10.4
市净率	1.8	1.8	1.5	1.4	1.4
EV/EBITDA	9.1	8.6	7.5	6.7	6.0
EV/EBIT	10.7	9.9	8.7	7.7	7.0

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。