

# 罗莱生活 (002293.SZ)

## 大单品驱动新增长，高股息家纺龙头攻守兼备

优于大市

### 核心观点

**家纺行业：大行业小公司，2024年行业进入新增长周期。**中国家纺行业市场规模达2379亿元（2024年），其中床上用品规模2370亿元。行业呈现“大行业、小公司”格局，市场集中度低，2024年CR5仅为3.4%，远低于韩国（20.8%）、日本（15.9%）等成熟市场。2024年行业增速由负转正（同比+3.2%），线上化进程深化，2022-2025年线上三平台家纺品类销售额CAGR3为14%，渗透率从2019年的14.0%提升至2024年的34.4%；渠道结构改变，抖音在三大平台销售额占比从2021Q4的32.0%跃升至2025Q4的50.5%，成为核心增长引擎。睡眠经济兴起，以亚朵深睡枕为代表的爆品逻辑驱动行业增长逻辑变革，为具备产品创新与渠道运营能力的龙头公司带来集中度提升机遇。

**公司概况：国内家纺龙头，构建多元品牌矩阵。**罗莱生活作为行业龙头，核心品类床上用品市场综合占有率连续20年位列第一。公司构建了覆盖高端、大众市场的多元化品牌矩阵，2024年实现营收45.6亿元。分产品看，标准套件与被芯各占三成左右，枕芯类大单品25上半年以来带动收入和毛利率增长。渠道结构均衡，国内家纺业务线上/加盟/直营占比分别为43%/45%/12%。品牌方面，通过自有（罗莱、LOVO乐蜗）、收购（内野、莱克星顿）、授权（SHERIDAN、ZUCCHI等）方式，公司形成了完整的品牌梯队，满足多元化消费需求。

**财务分析：高分红高股息，业绩稳健，重启新增长周期。**公司财务稳健，盈利能力稳定。毛利率大约在48%，净利率基本维持在10%以上，ROE维持在12%-17%区间。现金流充裕，上市以来累计分红51.8亿元，分红率70.7%，2025年上半年分红率约90%，股息率长期高于5%。经历2022-2024年疫情反复、美国家具业务亏损、加盟去库影响的下行周期后，2025年重启增长：上半年营收同比+3.6%，归母净利率提升1个百分点至8.5%，归母净利润+17%。股权激励目标锚定2025-2027年国内家纺收入CAGR不低于5%，彰显公司稳健发展信心。

**竞争力与成长性分析：产品高端定位与经销渠道优势明显，大单品策略带动电商渠道高增。**公司核心壁垒在于高端差异化产品定位与强大的经销网络。其在高端床品市场份额达21%，排名第一；每年研发投入超1亿元，拥有授权专利286件。加盟渠道基本盘稳固，截至25年6月末，加盟店数2142家，24全年加盟单店收入约79万元，行业领先。成长性由“大单品+抖音渠道”双轮驱动：1)大单品放量：2025年零压深睡枕销售预计接近2亿；鹅绒被线上渠道市场份额从2023年8.1%快速提升至2025年15.4%，位列第一。2)抖音已成增长主阵地，大单品策略跑通，驱动电商收入高增。公司正通过产品与渠道创新，持续巩固龙头地位并打开增长空间。

**投资建议：看好公司中期成长性及长期现金回报。**罗莱作为我国家纺龙头，市场地位稳固、业绩规模与增速优于同行，营运稳健，盈利能力强，分红率高。我们看好公司产品高端差异化定位和线下渠道优势下稳固基本盘，以及通过大单品策略在线上渠道尤其是抖音渠道获得快速增长，同时大单品带动毛利率提升、加盟渠道恢复带动净利率提升。短期公司成长性高、且净利润增速有望超过收入增速；长期看好公司稳健增速下持续提供可观的现金回报。预计2025~2027年净利润分别为5.20亿元、5.92亿元、6.37亿元，同比增长20.1%、13.9%、7.5%。首次覆盖给予“优于大市”评级，根据相对估

### 公司研究·深度报告

#### 纺织服饰·服装家纺

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

liujiaqi@guosen.com.cn

S0980523070003

#### 基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	11.90 - 13.10元
收盘价	10.05元
总市值/流通市值	8380/8307百万元
52周最高价/最低价	10.85/7.53元
近3个月日均成交额	84.79百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

值和绝对估值方法给予合理估值区间 11.9~13.1 元，合理估值对应 2026 年 16.7~18.4x PE，1.0~1.1xPEG；若公司维持 80%以上分红率，2026 年股息率将达到 5.6%。

**风险提示：**市场竞争加剧；原材料价格波动；渠道拓展不及预期。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,315	4,559	4,855	5,353	5,695
(+/-%)	0.0%	-14.2%	6.5%	10.3%	6.4%
净利润(百万元)	572	433	520	592	637
(+/-%)	-0.2%	-24.4%	20.1%	13.9%	7.5%
每股收益(元)	0.69	0.52	0.62	0.71	0.76
EBIT Margin	13.6%	12.1%	12.6%	13.0%	13.1%
净资产收益率(ROE)	13.5%	10.3%	12.1%	13.4%	14.0%
市盈率(PE)	14.7	19.3	16.1	14.2	13.2
EV/EBITDA	13.8	16.5	13.8	12.2	11.4
市净率(PB)	1.98	2.00	1.95	1.90	1.85

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 内容目录

<b>家纺行业：大行业小公司，2024 年行业进入新增长周期</b>	<b>7</b>
市场规模：行业规模三千亿，2024 年增速回升	7
竞争格局：市场份额分散，龙头品牌地位相对稳固	9
行业趋势变革：家纺睡眠经济兴起，电商爆品逻辑奏效	15
<b>公司概况：国内家纺龙头，构建多元品牌矩阵</b>	<b>19</b>
业务概览：搭建多品牌矩阵，连续十八年市占率第一	19
发展历程：多品牌布局全渠道发力，三十年引领增长龙头地位稳固	22
股权结构和管理层：股权结构集中，管理层经验丰富	25
<b>财务分析：高分红高股息，业绩稳健，重启新增长周期</b>	<b>26</b>
<b>竞争力与成长性分析：产品高端定位与经销渠道优势明显，大单品策略带动电商渠道高增33</b>	
产品力：高端定位，研发赋能，大单品快速追赶	33
渠道力：经销渠道量质领跑，抖音驱动电商高增	38
品牌力：多品牌矩阵搭建，多元化品类布局	47
未来展望：基本盘稳固、加盟渠道库存拐点已现，大单品策略+抖音渠道带动增长	51
<b>盈利预测</b>	<b>52</b>
假设前提	52
未来 3 年业绩预测	54
盈利预测情景分析	54
<b>估值与投资建议</b>	<b>55</b>
绝对估值：11.1-13.1 元	55
相对估值：11.9-13.1 元	56
投资建议	56
<b>风险提示</b>	<b>57</b>
<b>附表：财务预测与估值</b>	<b>59</b>

## 图表目录

图 1: 中国家纺市场规模及增速 .....	7
图 2: 中国床上用品市场规模及增速 .....	7
图 3: 中国家纺线下/线上渠道占比 .....	8
图 4: 天猫京东抖音中国床上用品销售额及增长 (季度) .....	8
图 5: 中国床上用品线上销售额分渠道占比 (季度) .....	8
图 6: 中国家纺行业主要品牌公司市占率 .....	9
图 7: 中国/海外国家家纺行业 CR5 .....	9
图 8: 韩国家纺市场规模及增速 (单位: 十亿韩元) .....	11
图 9: 韩国家纺市场 CR5/CR10 .....	11
图 10: 全球纺织业五次迁移和各地区发展历程图 .....	11
图 11: Welcrown 集团概况 .....	12
图 12: 2015-2024 年 SESALIVING 销售额及增速 .....	12
图 13: Allerman 品牌概况 .....	13
图 14: 2015-2024 年 Allerman 销售额及增速 .....	13
图 15: Evezary 品牌概况 .....	13
图 16: 2015-2024 年 Evezary 销售额及增速 .....	13
图 17: Cozynest 品牌概况 .....	14
图 18: 2015-2024 年 Cozynest 销售额及增速 .....	14
图 19: 2010-2024 韩国家纺销售渠道占比 .....	14
图 20: 2010-2024 中国家纺销售渠道占比 .....	14
图 21: 电商三平台家纺品牌份额 .....	15
图 22: 电商三平台家纺品牌均价 .....	15
图 23: 电商三平台其他枕头品牌份额及排名 .....	17
图 24: 电商三平台化纤被品牌份额及排名 .....	18
图 25: 电商三平台家纺品牌枕头大单品销售额 (万元) .....	19
图 26: 电商三平台家纺品牌被子床笠大单品销售额 (万元) .....	19
图 27: 电商三平台家纺品牌枕头大单品均价 (元) .....	19
图 28: 电商三平台家纺品牌被子床笠大单品均价 (元) .....	19
图 30: 公司上市至今股价/收入 (亿元)/利润率/门店数 .....	24
图 32: 公司上市至今收入 (亿元)/净利润 (亿元)/利润率 .....	27
图 37: 公司上市至今分红率及股息率 .....	29
图 54: 家纺公司研发费用 .....	36
图 55: 家纺公司研发费用率 .....	36
图 56: 家纺公司研发人员数量 .....	36
图 57: 家纺公司研发人员占比 .....	36
图 58: 罗莱三平台零压深睡枕销售趋势 (单位: 千万元) .....	37
图 59: 三平台其他枕头销售份额分布 .....	37

图 60: 罗莱三平台床笠销售趋势 (单位: 千万元)	37
图 61: 三平台床笠销售份额分布	37
图 62: 罗莱三平台鹅绒被销售趋势 (单位: 千万元)	38
图 63: 三平台羽绒被销售份额分布	38
图 64: 罗莱三平台蚕丝被销售趋势 (单位: 千万元)	38
图 65: 三平台蚕丝被销售份额分布	38
图 66: 2024 年家纺上市公司渠道结构	39
图 67: 家纺上市公司门店数量	39
图 68: 家纺上市公司直营/加盟单店收入 (万元)	40
图 69: 家纺上市公司直营/加盟单坪收入 (元)	40
图 70: 罗莱分区域收入占比	42
图 71: 罗莱分区域毛利率	42
图 72: 2024 年家纺上市公司核心区域收入占比	42
图 73: 2024 年家纺上市公司分区域毛利率	42
图 74: 罗莱电商渠道收入/增速/占比	43
图 75: 罗莱天猫平台收入/增速/占比	43
图 76: 重点关注家纺品牌天猫+京东+抖音平台销售额/销量/均价	43
图 77: 头部家纺品牌电商三平台销售额增速	44
图 78: 头部家纺品牌电商三平台销售额占比	44
图 79: 罗莱产销量 (万件) 及产销率	46
图 80: 富安娜产销量 (万元) 及产销率	46
图 81: 罗莱物流管理网络	47
图 82: 公司旗下家纺品牌风格定位具有差异化	48
图 83: 公司国内家纺主业 (除内野) 收入规模及增速	49
图 88: 廊湾家居合作品牌	51
图 89: 家纺品牌加盟渠道收入增速	51
图 90: 家纺品牌抖音平台销售额增速	52
表 1: 韩国/日本/美国家纺前五品牌概况	10
表 2: 家纺品牌大单品矩阵	16
表 3: 罗莱旗下自有品牌	21
表 4: 罗莱旗下授权品牌	21
表 5: 罗莱生活业务拆分 (单位: 亿元)	28
表 6: 罗莱生活渠道拆分 (单位: 亿元)	28
表 7: 罗莱 2021-2024 主要研发项目	34
表 8: 罗莱官方旗舰店四件套主销款	34
表 9: 家纺上市公司渠道收入占比	39
表 10: 富安娜&罗莱生活店效/坪效测算	40
表 11: 2024 年公司前五大加盟商基本情况	41
表 12: 家纺上市公司渠道毛利率	45

表 13: 罗莱/富安娜产能及产能利用率 .....	46
表 14: 供应链体系优化建设项目进度 .....	47
表 15: 罗莱旗下自有家纺品牌 .....	48
表 16: 罗莱旗下授权品牌 .....	50
表 17: 公司盈利预测假设条件 .....	53
表 18: 盈利预测与市场重要数据 .....	54
表 19: 情景分析（乐观、中性、悲观） .....	54
表 20: 公司盈利预测假设条件（%） .....	55
表 21: 资本成本假设 .....	55
表 22: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元） .....	55
表 23: 可比公司估值表 .....	56

## 家纺行业：大行业小公司，2024 年行业进入新增长周期

### 市场规模：行业规模三千亿，2024 年增速回升

中国家纺行业三千亿市场规模增速较缓。家纺行业主要包括窗帘、布艺、靠垫、床品等家用纺织品。近年中国家用纺织品行业增长逐渐放缓，从 2010-2014 年 12.8% 复合增长，到 2015-2018 年的 6.4% 复合增长，再到受疫情影响增长停滞，2021 年同比增长恢复到 2.4%，市场规模达到 3469 亿元，2022 年受疫情影响行业规模下滑 5.2% 至 3290 亿元，2023 年行业规模降幅收窄至 -3.5%，2024 年增速由负转正，同比增长 3.2% 至 3279 亿元。床上用品行业主要包括被子、被套、枕头、抱枕等产品，中国床上用品行业近年来增速与家纺行业增速较为一致，2024 年市场规模为 2370 亿元。

图1：中国家纺市场规模及增速



资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

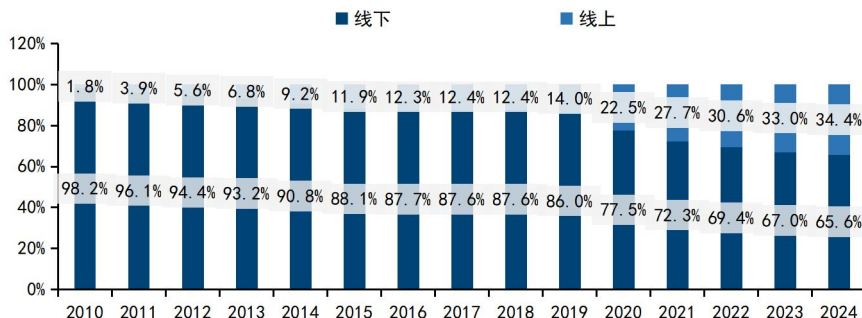
图2：中国床上用品市场规模及增速



资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

**中国家纺行业线上化进程早，近年来渗透率持续提升。**我国家纺行业一直以来上游制造端优势明显、供应链强，南通形成大规模的家纺制造产业集群；品牌端市场竞争格局分散，头部企业少、市场份额低，尾部企业数量多。在这样的产业格局下，在我国电商发展初期家纺行业便快速进入主打性价比和便捷的线上渠道，同时在 2010-2015 年随着电商平台交易量快速增长，家纺行业线上渠道渗透率也以年均 2 个百分点的增速提升，随后趋于稳定；2020 年以来主要受疫情影响，线下消费场景受限，线上渗透率进一步提升，从 2019 年的 14.0% 提升至 2022 年的 30.6%。2022 年至 2024 年，随着消费习惯的改变以及线上的性价比优势，家纺行业线上渗透率延续增长态势，进一步提升至 34.4%。

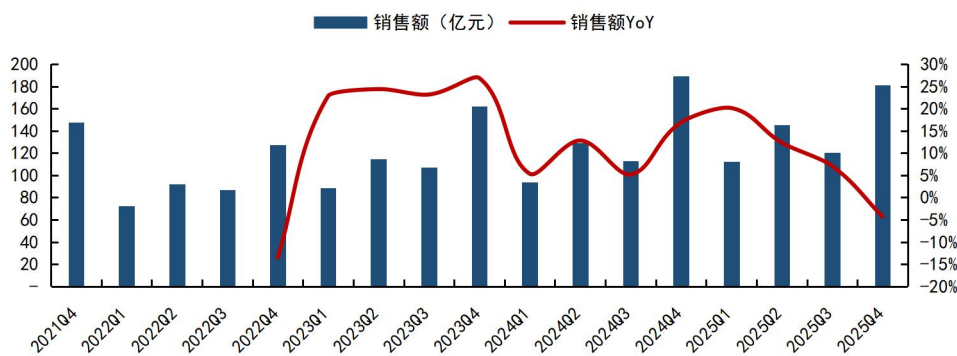
图3: 中国家纺线下/线上渠道占比



资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

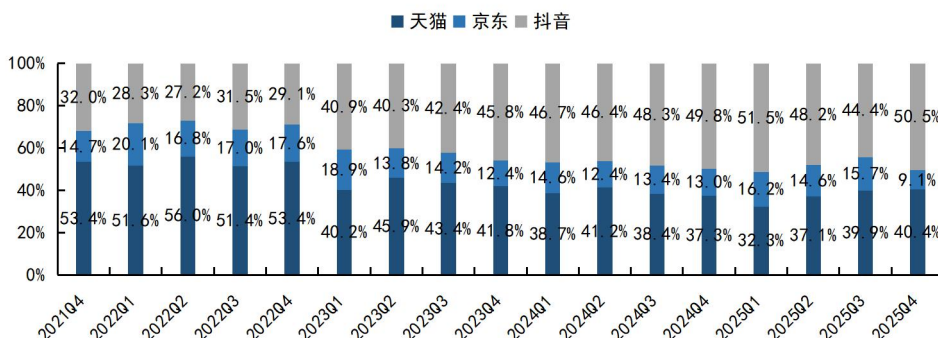
**线上销售额增速快, 新兴电商崛起, 电商平台出现分流。**天猫京东抖音平台床上用品销售额从 2022 年的 379 亿元, 增长至 2025 年的 560 亿元, CAGR3 为 13.8%, 快于行业整体增速。近年来抖音渠道在床上用品线上渠道销售额中的占比明显提升, 2021Q4 抖音占三平台销售额比例约 32.0%, 2025Q4 提升至 50.5%。

图4: 天猫京东抖音中国床上用品销售额及增长 (季度)



资料来源: 久谦, 国信证券经济研究所整理

图5: 中国床上用品线上销售额分渠道占比 (季度)



资料来源: 久谦, 国信证券经济研究所整理

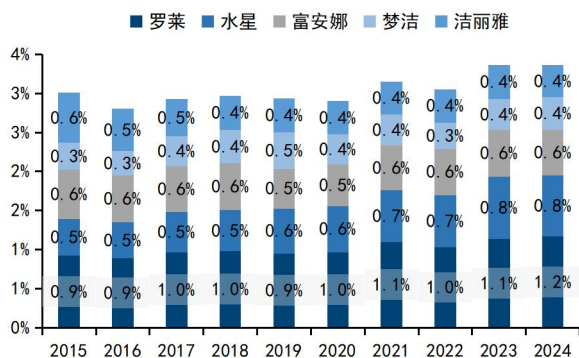
## 竞争格局：市场份额分散，龙头品牌地位相对稳固

### （一）全渠道格局：前五大龙头品牌地位稳固，但行业集中度较低

罗莱、水星、富安娜、梦洁、洁丽雅五大龙头品牌格局相对稳定。早年家纺企业多为区域性、地方性企业，竞争格局分散，加之消费者的家纺品牌意识较为薄弱，导致行业集中度相对较低。目前行业内比较知名、有一定规模的家纺品牌有罗莱、水星、富安娜、梦洁、洁丽雅等，前五大品牌已经形成比较稳固的市场份额，近10年CR5基本稳定在2.8%-3.4%之间。2024年罗莱、水星、富安娜、洁丽雅、梦洁市占率（集团口径）分别为1.2%/0.8%/0.6%/0.4%/0.4%。

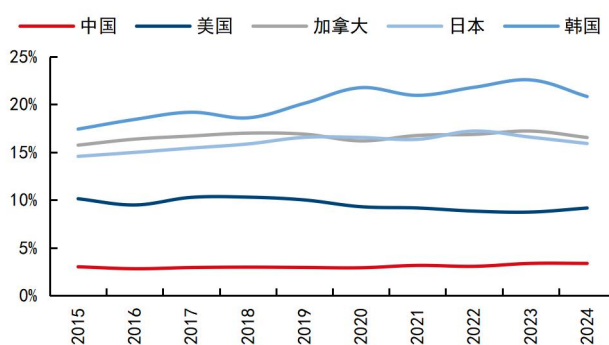
较海外国家家纺行业集中度仍有一定差距：各国家纺行业CR5近年来较为稳定，中国较其他发达国家行业集中度仍有一定差距，2024年中国、美国、加拿大、日本、韩国家纺行业CR5（集团口径）分别为3.4%/9.2%/16.5%/15.9%/20.8%。

图6：中国家纺行业主要品牌公司市占率



资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

图7：中国/海外国家家纺行业CR5



资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

**我国家纺消费与韩国市场类似，但集中度差距大。**1) 从各国家纺消费头部品牌来看，日本、美国以全品类家居品牌（如宜得利、宜家）和家居百货品牌（无印良品）为主；韩国与我国较为类似，前五大品牌中有四个品牌为专业床品品牌。2) 从家纺产品单价来看，日本、美国头部品牌家纺产品定价基本在百元人民币；韩国头部家纺品牌定价均在2000元以上。我国家纺市场的头部品牌端和消费端与韩国市场都十分类似，但集中度差异大。

表1: 韩国/日本/美国家纺前五品牌概况

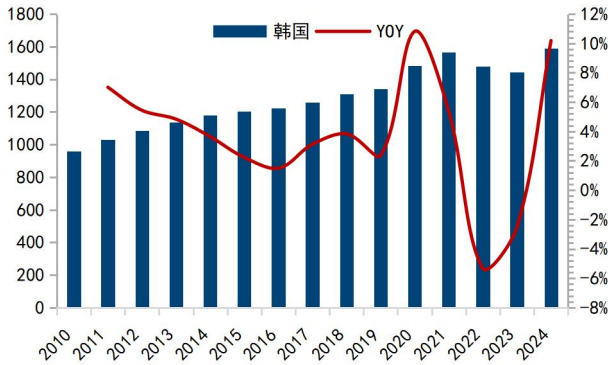
集团名	品牌名	主营业务	产品价格带 (人民币)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>韩国</b>										
Welcronic Co Ltd	SESALIVING	床品	四件套秋冬新品 3000-5000	5.0%	4.9%	5.3%	5.3%	5.9%	6.8%	6.7%
Iduk Inc	Allerman	床品	四件套秋冬新品 3000-5000	5.1%	4.4%	4.6%	4.6%	4.8%	4.9%	4.5%
Inter IKEA Systems BV	宜家	全品类家居	床单被套 100-1000	4.0%	3.9%	5.1%	4.1%	3.7%	3.9%	3.5%
Evezary Co Ltd	Evezary	床品	四件套 2000 左右	2.0%	3.9%	3.6%	3.4%	3.6%	3.5%	3.1%
Cozynest Co Ltd, The	Cozynest	床品 (被子为主)	鹅绒被 2000-3000 左右	2.6%	3.1%	3.1%	3.5%	3.7%	3.6%	3.1%
<b>CR5</b>				<b>18.6%</b>	<b>20.1%</b>	<b>21.8%</b>	<b>21.0%</b>	<b>21.8%</b>	<b>22.6%</b>	<b>20.8%</b>
<b>日本</b>										
Nitori Co Ltd	宜得利家居	全品类家居	四件套 400-800	9.6%	10.1%	10.6%	10.7%	11.5%	10.5%	9.7%
Ryohin Keikaku Co Ltd	无印良品	家居百货	四件套 500-700	1.5%	1.8%	1.4%	1.4%	1.5%	1.7%	2.1%
Seven & I Holdings Co Ltd	Francfranc	全品类家居	官网寝具 400-500	2.3%	2.3%	2.1%	1.9%	2.0%	2.0%	1.9%
Ichihiro Co Ltd	Ichihiro	毛巾等	-	1.3%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%
Inter IKEA Systems BV	宜家	全品类家居	床单被套 100-1000	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
<b>CR5</b>				<b>15.9%</b>	<b>16.6%</b>	<b>16.5%</b>	<b>16.3%</b>	<b>17.2%</b>	<b>16.6%</b>	<b>15.9%</b>
<b>美国</b>										
Mohawk Industries Inc	莫霍克	地毯	-	4.5%	4.4%	4.4%	4.2%	4.1%	3.9%	4.3%
Oriental Weavers Co	Sphinx	地毯	-	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%	1.9%
Inter IKEA Systems BV	宜家	全品类家居	床单被套 100-1000	1.6%	1.4%	1.2%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%
Icahn Enterprises LP	伊坎企业旗下 Martex	家纺	四件套 300-1800	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Springs Global Participações SA	斯普林斯全球 (美国) 公司旗下 Springmaid	家纺	四件套 800-2500	1.1%	1.1%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
<b>CR5</b>				<b>10.3%</b>	<b>10.0%</b>	<b>9.3%</b>	<b>9.2%</b>	<b>8.8%</b>	<b>8.7%</b>	<b>9.2%</b>

资料来源: 各公司官网, 国信证券经济研究所整理

## (二) 他山之石: 韩国家纺市场集中度高且持续提升, 渠道结构稳定

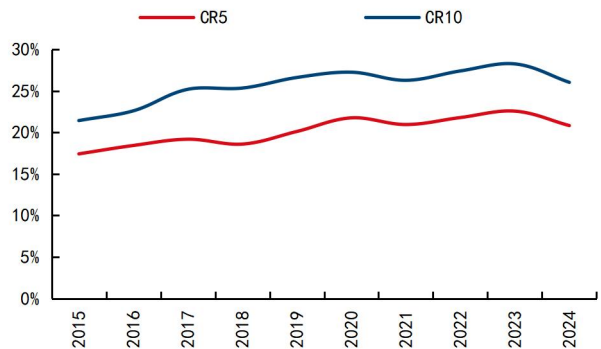
韩国家纺市场 2024 年市场规模为 15900 亿韩元 (约 83 亿人民币), 2014-2024 年复合增速为 3.0%, 增速与我国较为类似; 集中度较高且持续提升, 2015-2024 年, CR5 从 17% 提升至 21%, CR10 从 21% 提升至 26%。头部公司市场地位稳固 (我国龙头地位稳固但份额低), 当前 CR5 品牌中, 除了排名第三的全品类家居品牌宜家外, 排名前二的品牌 SESALIVING、Allerman 为后起之秀, 其中 SESALIVING 近年来市占率持续提升, 核心竞争实力在于原材料和面料技术, Allerman 市占率围绕 5% 上下窄幅波动, 表现稳定; 排名四、五的品牌 Evezary、Cozynest 创立时间悠久, 近年来市占率稳步增长。我们认为该趋势或与韩国睡眠经济兴起, 韩国平均睡眠时间少、失眠问题较严重, 进而对家纺床品质量要求提升相关; 据 KB 金融集团智库 2024 年报告, 韩国睡眠市场规模从 2011 年的约 4800 亿韩元增长至 2021 年的 3 万亿韩元, 十年间增长超 6 倍。

图8: 韩国家纺市场规模及增速 (单位: 十亿韩元)



资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

图9: 韩国家纺市场 CR5/CR10

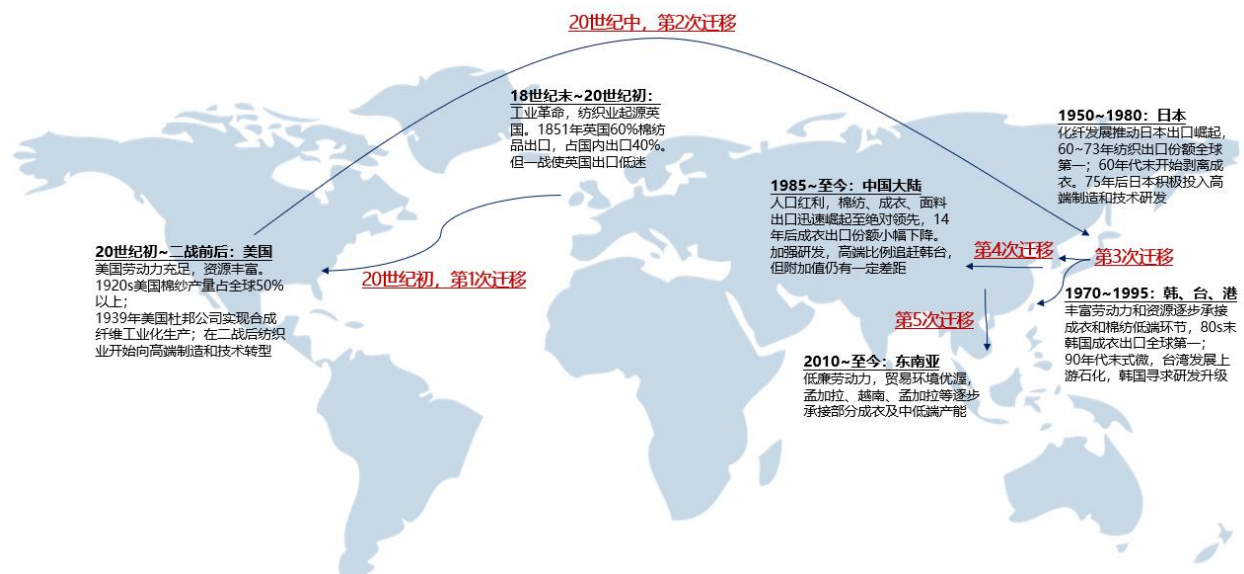


资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

此外生产端韩国纺织业发展和出口时间较早, 成熟度高; 渠道端结构稳定, 线上占比相对较低, 利于高质量头部品牌优势积累、份额提升。具体来看:

**从生产端来看, 韩国纺织业发展及出口时间较早。韩国:** 上世纪 60 年代, 韩国纺织业以其低成本优势快速发展满足内需, 80 年代末, 韩国成衣出口全球第一; 到 90 年代中期, 纺纱、织布、印染、设计、成衣制作以及纺织机械制造的技术水平已经为世界一流, 此时以出口为导向, 并寻求研发升级。**中国:** 我国纺织业快速成规模始于上世纪 70 年代, 发展主要靠传统纺织工业的内生增长; 1986 年之后, 服装行业高速发展, 首先是大大促进了各种面料生产的发展, 进而倒推各种布、纱, 特别是工业纺织原料化学纤维的大发展; 另外从 80 年代初期就开始进行生产企业自营进出口的试点, 进行纺织品配额管理改革, 使实力较强的纺织生产企业直接进入国际市场, 叠加我国人口、资源、成本红利, 我国开始快速成长为纺织品出口大国。

图10: 全球纺织业五次迁移和各地区发展历程图



资料来源: uncomtrade, WTO, 国信证券经济研究所整理

从品牌端来看，韩国头部家纺品牌或成立历史悠久，或拥有核心材料技术市占率持续提升。

- **SESALIVING：背靠横跨消费品和工业品的 Welcron 集团，拥有超细纤维的原材料技术。**是 Welcron 集团旗下的高端床上用品品牌。Welcron 集团成立于 1992 年，最初是一家产业用纺织品企业，经过 20 年的发展，将消费品和工业品结合在一起，覆盖领域包括产业用纺织品、功能性卫生用品、能源工厂和建筑业务。基于使用海外公认的超细纤维的原材料技术，Welcron 研发中心参与了从纱线的研发到床上用品生产和性能测试的整个过程。生产基地位于**韩国和越南**。SESALIVING 品牌第一家店于 2009 年 4 月开业；2012 年 5 月门店数突破 100 家；2013 年 3 月增至 150 家，12 月开出第一家中国门店；2022 年开设网店 Sesa Living Mall，2024 年 3 月，品牌拥有超过 200 家门店。公司 2024 年销售规模约 1070 亿韩元（约 5.6 亿人民币），2015-2024 年销售规模复合增速 8.7%，市占率从 4.2%提升至 6.7%。

图11: Welcron 集团概况



资料来源：Welcron 集团官网，国信证券经济研究所整理

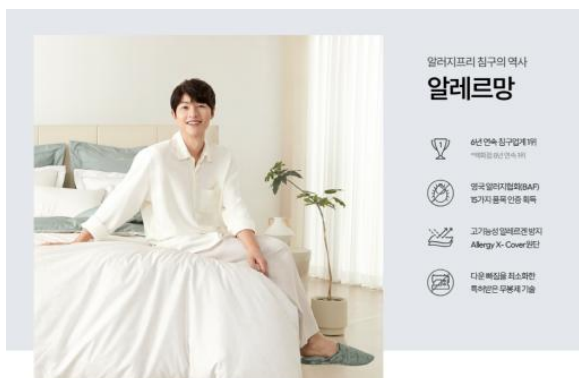
图12: 2015-2024 年 SESALIVING 销售额及增速



资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

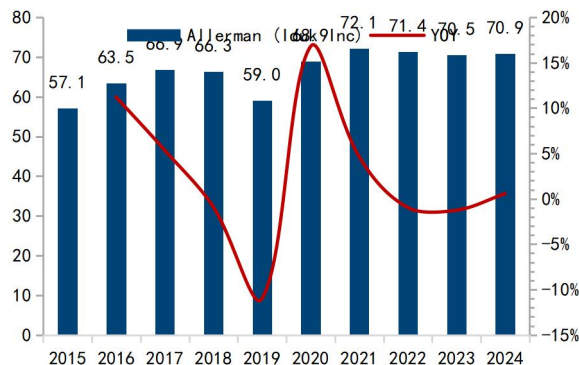
- **Allerman：创立之初始于防过敏面料开发，连续多年蝉联韩国床品销量第一。**1997 年创始人开始关于 X-COVER 防过敏面料的开发研究，1998 年成立私人公司，1999 年面料开发完成，2000 年成立 Lee Deok Trading 公司；2004 年进驻乐天百货，2013 年拥有超过 100 家经销商，2015 年线下网点达 260 家，韩国百货商店床上用品销售额排名第一；2016 年网点超 300 家，年销售额突破千亿韩元，2017 年床品行业排名第一；2023 年，维持超过 300 家线下网点，连续 7 年蝉联床上用品行业销量第一名，连续 9 年蝉联百货店床上用品销量第一名。2025 年 7 月正式进入日本市场，由东京 Bizvolante 公司代理，推出“极上冷感寝具”系列，主打美肌与快眠功能。公司 2024 年销售规模约 709 亿韩元（约 3.7 亿人民币），2015-2024 年销售规模复合增速 2.4%，2016 年后增速放缓，市占率从 4.7%下滑至 4.5%。

图13: Allerman 品牌概况



资料来源: Allerman 公司官网, 国信证券经济研究所整理

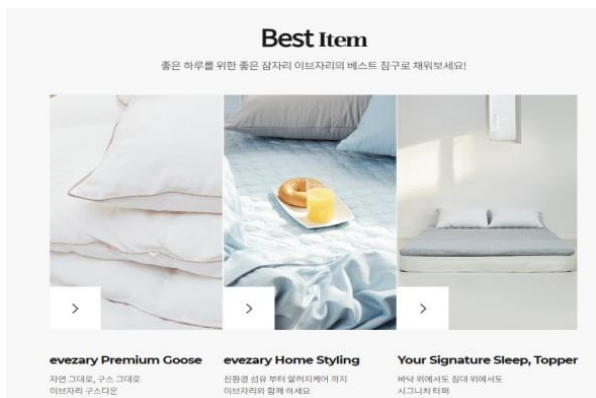
图14: 2015-2024 年 Allerman 销售额及增速



资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

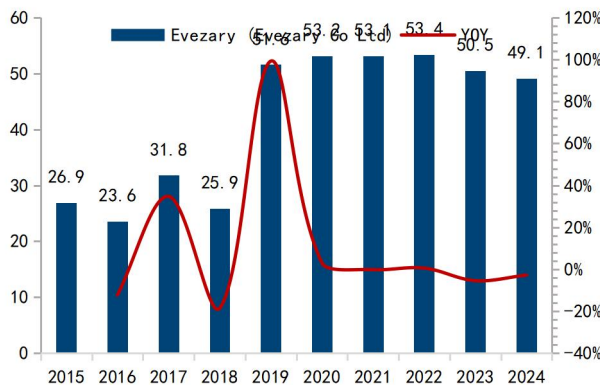
- **Evezary: 品牌历史悠久, 产品外销多国。**是韩国高品质床上用品和家用纺织品品牌, 创立于 1976 年。1986 年推出 Evezary 品牌, 1990 年拥有 500 家经销店; 2007 年在上海开设第一家分店, 2008 年年在在美国开设两家门店, 2009 年进入越南, 2024 年进入日本。当前销售市场除韩国外, 已扩展到中国、日本、印度尼西亚、越南、美国和欧洲市场。Evezary 成立了韩国第一家睡眠环境研究所, 在 高分子工程、纤维工程和一般工程领域拥有多项专利。2024 年, "슬립앤슬립" 体验店 10 周年, 全国门店达 328 家, 成为韩国最大睡眠体验网络。Evezary 品牌历史悠久, 2024 年销售规模约 491 亿韩元 (约 2.6 亿人民币), 近年来增速较快, 2015-2024 年销售规模复合增速 6.9%, 市占率从 2.2% 上升至 3.1%。

图15: Evezary 品牌概况



资料来源: Evezary 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图16: 2015-2024 年 Evezary 销售额及增速

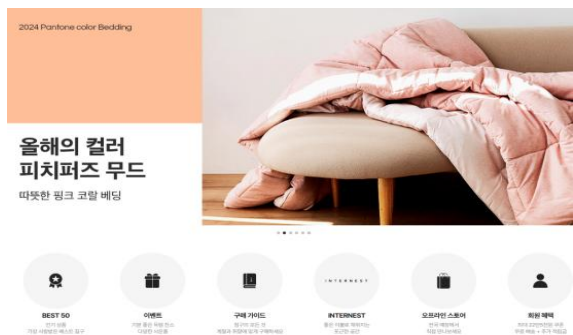


资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

- **Cozynest: 品牌历史悠久, 深耕被褥品类。**公司主营产品为被褥, 40 年来专注于被子的舒适度打造, 在产品 and 客户体验方面一直处于行业前沿。1982 年 Dongdaemun Yeongchang Suye 成立, 1991 年成立 Cozynest 公司, 1995 年法国品牌 Renoma 授权销售, 2005 年设立网上商城; 2015 年拥有 50 家百货公司店、50 家经销店、2 家直营店; 2019 年拥有 48 家百货公司店、13 家商店和直营店、49 家经销店、3 家直营店; 2022 年拥有 50 家百货公司店、11 家商店和直营店、50 家经销店、9 家直营店, 并在主要百货店专柜增设 "睡眠体验区", 提供个性化被褥定制服务, 强化 40 年专业被褥品牌形象; 2024 年 4

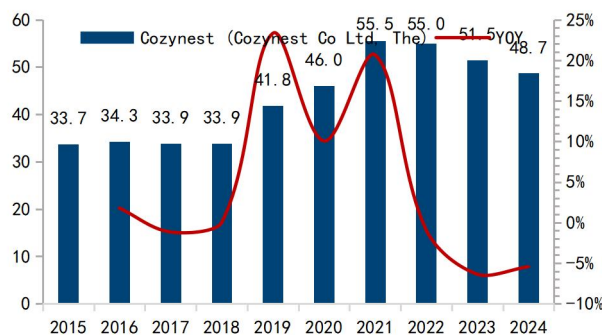
月正式入驻 GS Shop 线上商城，与原有官网、乐天 ON、新世界百货 APP 形成全渠道矩阵。公司 2024 年销售规模约 487 亿韩元（约 2.6 亿人民币），2015-2024 年销售规模复合增速 4.2%，市占率从 2.8% 提升至 3.1%。

图17: CozyneSt 品牌概况



资料来源: CozyneSt 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图18: 2015-2024 年 CozyneSt 销售额及增速



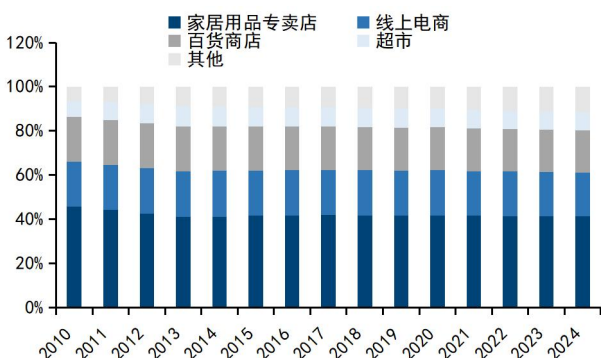
资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

从渠道端来看，韩国各渠道占比稳定，线上渠道占比较低。韩国家纺渠道结构与我国类似，均以线下家纺专卖店为主，其他渠道按占比依次为线上渠道、百货商店、超市。差异在于韩国家纺渠道结构稳定，各渠道占比变化较小，且线上渠道占比相对较低：1) 家纺专卖店为第一大渠道，2010-2024 年，占比从 45.8% 下降至 41.2%；2) 电商和百货商店占比分别稳定在 20% 左右。

相较而言，我国百货商店渠道占比大幅下降，电商渠道占比大幅提升：1) 同样以专卖店为第一大渠道，2010-2024 年，占比从 49.4% 下降至 44.0%；2) 百货商店占比从 2010 年的 29.2% 下降至 2024 年的 10.5%；3) 电商渠道占比从 2010 年的 1.8% 提升至 2024 年的 34.4%。

综上，我们认为我国家纺行业集中度与韩国的差距主要来自渠道稳定度，新渠道的兴起催化新增长机遇；当前我国家纺行业及龙头品牌的线上渠道占比基本都达到 30% 以上甚至更高，且龙头品牌线下门店和线上大单品模式均占优，未来预计行业渠道结构趋于稳定，龙头品牌份额有望进一步提升；此外需求端来看，我国睡眠经济发展时间与韩国有较大差距，当前以“睡眠经济”概念为核心的大单品，未来仍有较大增长空间。

图19: 2010-2024 韩国家纺销售渠道占比



资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

图20: 2010-2024 中国家纺销售渠道占比



资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

## 行业趋势变革：家纺睡眠经济兴起，电商爆品逻辑奏效

2024 年以来，家纺行业增长逻辑发生变革。此前行业增速长期较缓、销售主体以被子和套件为主，行业格局呈现大行业小公司，家纺龙头市占率低但地位稳定，销售基本盘主要依托线下渠道和高粘性老客复购。

2024 年后，亚朵为行业注入新增长动能，以亚朵深睡枕为起点，家纺大单品成为品牌重要增长引擎。本轮增长主要基于需求端消费者对于睡眠健康的重视、品牌营销端对消费者痛点的切中，以及亚朵作为新入局者依靠独特的资源禀赋通过“场景体验 x 流量转化 x 品牌信任”打造了行业爆品；随后传统家纺龙头积极应对，尤其罗莱和水星快速跟进枕头的潮流趋势，并推出床笠、被子等其他大单品，增量贡献明显。

从电商三平台品牌份额来看，亚朵迅速从 2021 年的 0.1% 提升至 5.7%，水星、罗莱位列第二第三，分别占 4.8%/3.2%，水星线上份额有小幅下滑，罗莱小幅提升。均价来看，行业整体均价稳定，部分品类如套件、枕头、羽绒被有明显的涨价趋势；分品牌看头部品牌均价持续向上，罗莱均价为行业最高。

图21: 电商三平台家纺品牌份额

品牌份额	2021	2022	2023	2024	2025
亚朵星球	0.1%	0.2%	1.7%	3.8%	5.7%
水星家纺	5.6%	5.7%	5.0%	4.5%	4.8%
罗莱家纺	2.5%	2.7%	2.6%	2.5%	3.2%
无印良品	0.3%	0.5%	0.8%	1.0%	2.4%
洁丽雅	0.6%	1.5%	2.1%	2.2%	2.2%
富安娜	3.6%	3.5%	2.7%	2.4%	2.0%
雅鹿	0.4%	0.6%	0.6%	1.4%	1.6%
维尼熊	0.0%	0.0%	0.3%	0.9%	1.6%
南极人	7.9%	5.6%	3.1%	1.9%	1.3%
博洋	2.4%	2.0%	1.5%	1.3%	1.2%
京东京造	0.7%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%

资料来源：久谦、国信证券经济研究所整理

图22: 电商三平台家纺品牌均价

均价（元）	2021	2022	2023	2024	2025
亚朵星球	197	211	311	350	362
水星家纺	280	259	300	296	301
罗莱家纺	394	392	470	537	601
无印良品	178	191	189	182	136
洁丽雅	71	80	82	76	71
富安娜	314	292	287	364	319
雅鹿	103	84	94	85	72
维尼熊	-	-	302	268	266
南极人	80	81	82	82	73
博洋	231	209	250	274	283
京东京造	187	191	174	172	153
总计	124	120	118	108	120

资料来源：久谦、国信证券经济研究所整理

大单品方面：

- **亚朵：**深睡枕 PRO 与“枕——被”年迭代的大单品体系已形成全国级爆品矩阵，规模和增速均领先同业：2024 年零售 GMV 约 25.9 亿元、线上占比超 90%，其中枕头销量 2024 年达 380 万+、单品 GMV10 亿元+，成为行业第一；2025 年深睡枕系列累计销量突破 800 万只（2025 年新增销量约 400 万只），零售 GMV2025 年预计同比+60%；控温被系列累计销量突破 200 万条，GMV 约 11 亿元。
- **罗莱生活：**大单品追赶势头明显，系家纺龙头中最先跟进于 24.9 月推出深睡枕，2025 年三季度又推出无痕床笠；25H1 深睡枕推动枕芯收入同比+56%至 1.51 亿元，单品销量与毛利率修复双改善；2025 年，床笠销售 8000 万（仅销售半年）；深睡枕 2025 全年销售接近 2 亿元。
- **水星家纺：**以“人体工学枕+雪糕被”构建大单品双引擎，2025 年上半年两款单品销售快速放量，销售额分别达到约 5000/8000 万元，销量分别是 27 万只/31 万条。验证“被芯心智+性价比+强电商”的打法，叠加记忆枕与夏被在三大平台的高增，成为爆品化进程最快的家纺龙头之一。
- **富安娜：**尚未形成规模级爆品，2024-25 年经营更注重稳健与利润率；已明确跟进“记忆棉枕/床笠”等单爆品思路，计划在 2026 年推出，但当前线上增速与枕芯品类表现仍偏弱，短期以渠道与现金回报为主。

表2: 家纺品牌大单品矩阵

品牌	当前爆品/大单品	产品思路/打法	销售体量	渠道与定位	产品图示
亚朵	深睡枕 PRO；深睡控温被/夏凉被 PR02.0	单一品牌-多品类-大枕头销量 2024 年 380 万+；枕单品年迭代；“酒店+头单品 GMV10 亿元+；2025 年零售”场景化，房型深睡枕系列累计销量突破 800 万条，沉浸式体验万只（2025 年新增销量约 400 万只）；零售 GMV2025 年预计同比增长 +60%；控温被 2024 年售罄。	2024 零售 GMV 约 25.9 亿元（同比+128%）；线上占比超 90%；线上重、内容强、体验深；抖音/小红书声量高、酒店试睡转化。	线上重、内容强、体验深；抖音/小红书声量高、酒店试睡转化。	
罗莱生活	零压深睡枕；无痕安睡床笠	大单品策略+控折扣贡献；深睡枕 24.9 月推出，截线上恢复与直营稳健毛利；线上制造声至 25.10 月累计销量 53.8 万条；线下提质扩张；只；床笠 25.6 月推出在三季度为抓手，产品力+超柔研究与产品矩阵销量 5.2 万条。	25H1 枕芯收入 1.51 亿元（+56%），增量基本由深睡枕贡献；深睡枕 24.9 月推出，截线上恢复与直营稳健毛利；线上制造声至 25.10 月累计销量 53.8 万条；线下提质扩张；只；床笠 25.6 月推出在三季度为抓手，产品力+超柔研究与产品矩阵销量 5.2 万条。	线上恢复与直营稳健毛利；线上制造声至 25.10 月累计销量 53.8 万条；线下提质扩张；只；床笠 25.6 月推出在三季度为抓手，产品力+超柔研究与产品矩阵销量 5.2 万条。	
水星家纺	人体工学枕；雪糕被 5.0/5.0Pro	“好被芯选水星”+ 2025 年推出人体工学枕和雪糕被线上收入占比 55% 大单品战略；科技功被，25H1 人体工学枕/雪糕被（2024）；性价比能+性价比；电商优先销售额分别约 5000/8000 万元，销量分别是 27 万只/31 万条。	“好被芯选水星”+ 2025 年推出人体工学枕和雪糕被线上收入占比 55% 大单品战略；科技功被，25H1 人体工学枕/雪糕被（2024）；性价比能+性价比；电商优先销售额分别约 5000/8000 万元，销量分别是 27 万只/31 万条。	定位、认证背书与兴趣电商种草并行。	
富安娜	尚未形成规模级爆品（跟进记忆棉枕/床笠/床垫等，拟于 2026 年对爆品模式保持跟踪、逐步尝试）	艺术家纺心智、注重利润率与稳健经营；上半年核心品类均出现下滑。套件、被芯、枕芯收入分别同比下降 21.6%/13.3%/14.7%。	上半年核心品类均出现下滑。套件、被芯、枕芯收入分别同比下降 21.6%/13.3%/14.7%。	渠道结构均衡、现金回报突出；短期更关注经营韧性与库存健康度。	

资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

2023 年以来亚朵凭借深睡枕爆品份额快速提升。此前枕头竞争格局分散，亚朵加入后快速将份额集中，根据天猫、京东、抖音三平台第三方数据，亚朵凭借深睡枕 PRO 带动枕头销售额快速提升，从 2021 年仅 0.7% 的份额（排名第 7），到 2023 年跃升到 12.7%（排名第 1），并连续三年位列第一，2024 年及 2025 年至今，份额维持在 24% 左右；水星家纺枕头份额近年来相对稳定，在 2.5%~3.5% 左右，排名位列前三；罗莱 2023 年枕头份额被明显稀释，但是随着 2024 年深睡枕的推出，份额重回 1.4% 以上；富安娜枕头份额 2023 年以来逐年下降。

图23: 电商三平台其他枕头品牌份额及排名

	份额					排名				
	2021	2022	2023	2024	2025	2021	2022	2023	2024	2025
亚朵星球	0.7%	1.5%	12.7%	24.2%	24.4%	7	5	1	1	1
水星家纺	2.8%	3.5%	2.5%	3.5%	3.5%	1	1	2	3	2
洁丽雅	0.9%	1.3%	2.1%	3.6%	3.3%	6	6	3	2	3
北极绒	0.5%	0.2%	0.1%	0.7%	1.8%	8	9	12	10	4
FlixSleeps	0.0%	0.2%	1.3%	2.1%	1.6%	13	10	7	4	5
海澜之家	0.0%	0.1%	0.3%	1.4%	1.5%	10	11	11	7	6
罗莱家纺	1.3%	1.8%	0.9%	1.4%	1.4%	4	4	8	6	7
梦百合	1.3%	0.9%	0.6%	0.7%	1.3%	5	7	10	11	8
棉蒲				0.4%	1.3%				12	9
富安娜	2.4%	2.6%	1.9%	1.5%	1.3%	2	2	4	5	10
零点记忆	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	11	13	13	15	12
优尼朵				0.0%	1.3%				14	11
康尔馨	2.0%	1.8%	1.4%	0.9%	1.1%	3	3	6	9	13
蓝盒子	0.1%	0.1%	0.7%	0.3%	1.0%	9	12	9	13	14
埃尔维卡	0.0%	0.4%	1.8%	1.3%	0.9%	12	8	5	8	15

资料来源：久谦、国信证券经济研究所整理

2024 年以来亚朵被子补强带动化纤被份额增长。除枕头外，亚朵进一步推出夏凉被大单品，2024-2025 年在电商平台化纤被品类又成为行业第一。化纤被同样此前份额较为分散，2023 年之前南极人、水星份额相对较高，亚朵的加入主要稀释了南极人品牌的份额，水星通过“雪糕被”的推出稳定住了份额。

图24: 电商三平台化纤被品牌份额及排名

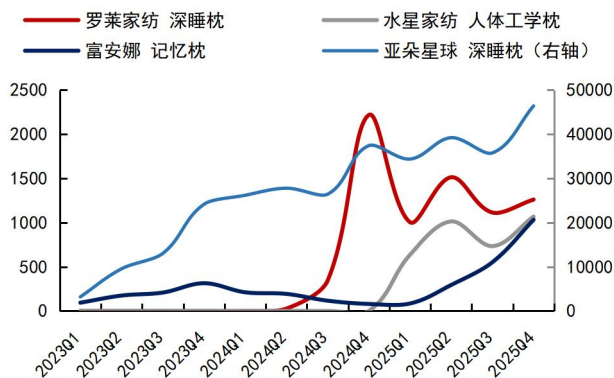
	份额					排名				
	2021	2022	2023	2024	2025	2021	2022	2023	2024	2025
亚朵星球	0.0%	0.0%	0.7%	5.6%	11.2%	13	14	11	1	1
水星家纺	7.7%	7.3%	4.3%	4.2%	4.0%	2	2	2	2	2
春秋故事		0.4%	4.6%	4.1%	3.4%		9	1	3	3
雅鹿	0.7%	1.2%	0.9%	1.7%	2.6%	7	7	10	9	4
洁丽雅	0.8%	1.7%	1.3%	2.3%	2.2%	6	6	7	5	5
浪莎	0.1%	0.3%	1.3%	2.2%	2.0%	9	10	6	7	6
南极人	12.5%	8.6%	4.1%	2.6%	1.8%	1	1	3	4	7
猫人	0.0%	0.1%	1.3%	2.3%	1.7%	12	12	8	6	8
海澜之家	0.1%	0.2%	0.5%	1.2%	1.3%	8	11	13	11	9
富安娜	2.0%	2.3%	1.9%	1.9%	1.2%	4	4	5	8	10
无印良品	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	1.1%	11	13	15	15	11
罗莱家纺	2.4%	2.6%	1.9%	1.6%	1.1%	3	3	4	10	12
网易严选	0.1%	0.6%	0.5%	0.7%	1.0%	10	8	12	13	13
维尼熊			0.2%	0.7%	0.9%			14	14	14
博洋	1.9%	1.7%	1.0%	1.0%	0.7%	5	5	9	12	15

资料来源: 久谦、国信证券经济研究所整理

**枕头品类品牌增长趋势:** 根据电商三平台第三方数据, 亚朵深睡枕销售额领先, 2023 年全年销售额 5.0 亿, 2024 年增加至 11.8 亿元 (同比+136%), 2025 年进一步提升至 15.6 亿元 (同比+32%)。罗莱深睡枕自 2024 年三季度起量, 实现销售额 342 万元, 2024 全年销售 2586 万元, 2025 年进一步提升至 4892 万元 (同比+89%)。水星人体工学枕于 2025 年推出, 全年销售额 3451 万元。富安娜记忆枕则在 2025 年二季度至四季度逐步放量, 季度销售额分别达 294 万元、552 万元和 1032 万元。从均价来看, 罗莱 (400+) > 亚朵 (400+) > 水星 (300 左右) > 富安娜 (200 左右)。

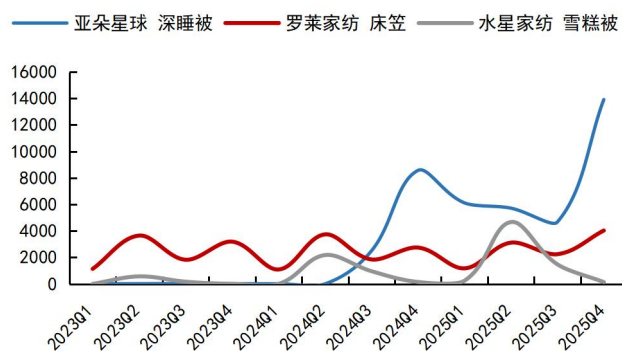
**被子/床笠品牌增长趋势:** 根据电商三平台第三方数据, 亚朵深睡被表现突出, 2023 年销售额为 67 万元, 2024 年增长迅速, 全年销售额 1.1 亿元 (同比+16509%), 其中第三季度起量明显, 单季贡献 2495 万元; 2025 年延续良好表现, 全年销售额达 3.04 亿元, 同比增长 175%。水星雪糕被也有较好表现, 2023 年销售额 739 万元, 2024 年增长至 3289 万元 (同比+345%), 2025 年达 6528 万元 (同比+98.5%)。罗莱无痕床笠于 2025 年第三季度推出, 全年累计销售约 8000 万元。从均价来看, 罗莱无痕床笠单价较高在 1000 元左右, 亚朵深睡被今年均价在 700+ 元, 水星雪糕被接近 300 元。

图25: 电商三平台家纺品牌枕头大单品销售额 (万元)



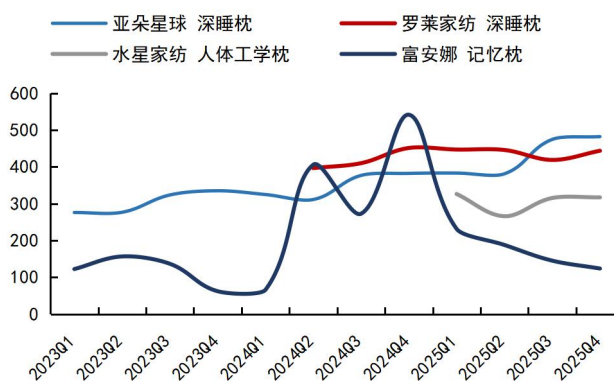
资料来源: 久谦、国信证券经济研究所整理

图26: 电商三平台家纺品牌被子床笠大单品销售额 (万元)



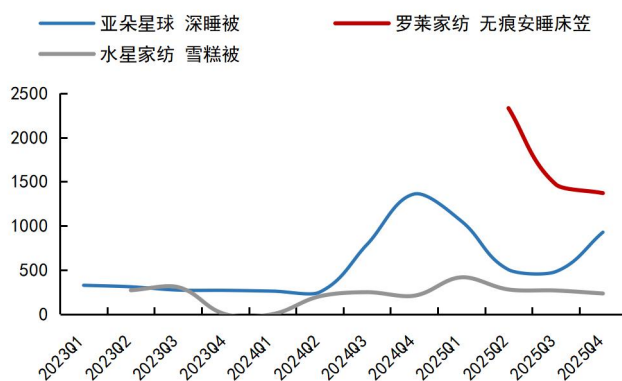
资料来源: 久谦、国信证券经济研究所整理

图27: 电商三平台家纺品牌枕头大单品均价 (元)



资料来源: 久谦、国信证券经济研究所整理

图28: 电商三平台家纺品牌被子床笠大单品均价 (元)



资料来源: 久谦、国信证券经济研究所整理

## 公司概况：国内家纺龙头，构建多元品牌矩阵

### 业务概览：搭建多品牌矩阵，连续十八年市占率第一

罗莱生活聚焦以床品为主的家用纺织品业务。罗莱生活 1992 年成立，集研发、设计、生产、销售于一体，主要定位大众消费市场和高端家居家纺市场，采用多品牌运作策略来满足消费者多元化个性需求，罗莱床上用品连续 20 年（2005-2024）市场综合占有率第一位，家纺行业龙头地位稳固。

**标准套件与被芯各占三成左右，枕芯类大单品带动收入和毛利率增长。**2024 年标准套件类产品收入 14.6 亿元（同比-11.7%），占比 32.0%，毛利率为 51.7%；被芯类产品收入 15.9 亿元（同比-14.5%），占比 34.9%，毛利率为 53.0%；枕芯类产品收入 2.8 亿元（同比+8.8%），占比 6.1%，毛利率为 58.0%，2025H1 受深睡枕带动枕芯品类收入同比+56.3%，毛利率同比提升 4.4 个百分点至 59.5%。

加盟渠道占比近四成，发力拓展线上渠道。2024 年线上渠道收入 13.8 亿元，占比 30.3%，毛利率为 53.3%。线下渠道总收入 31.8 亿，其中直营/加盟/其他渠道（包括团购）/美国收入分别占公司总收入 8.8%/31.8%/11.1%/18.0%，毛利率分别为 67.6%/48.8%/48.1%/28.1%。公司坚持线上线下相互融合的零售运营模式，持续拓展购物中心、百货、品牌旗舰店、奥特莱斯、社区专卖店、平台电商、直营电商（官网、小程序）、团购等销售渠道。

图29: 罗莱生活业务一览图（2024 年报）



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司通过自有、代理、收购构建了多元化的品牌矩阵。公司在罗莱、罗莱儿童、LOVO 乐蜗、廊湾等自有品牌的基础上，收购了莱克星顿、内野、恐龙等品牌，代理了 SHERIDAN、ZUCCHI、BASSETTI、SCHLOSSBERG、GRACCIOZA、MILLEFIORI、DURANCE、IITTALA 等全球知名品牌，构建了多元化品牌矩阵；品牌定位差异化，廊湾、莱克星顿、内野等品牌定位超高端市场，罗莱、罗莱儿童等品牌定位高端市场，LOVO 乐蜗、恐龙等品牌定位大众消费市场，能够满足不同类型的消费需求。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，其他品牌产品的销售市场主要在国内。

**表3: 罗莱旗下自有品牌**

品牌名称	商标名称	主要产品类型	特点	目标客户群	主要产品价格带	主要销售区域	城市级别
罗莱儿童	罗莱罗莱儿童	罗莱套件、芯类	罗莱超柔床品，连续 20 年市场综合占有率第一位，罗莱儿童连续 5 年市场综合占有率第一位	25-39 岁新中产家庭	1000~8,000	全国线下、线上	新一线、一~四线
LOVO 乐蜗家纺	LOVO 乐蜗	套件、芯类	年轻时尚床品品牌	22-39 岁成长一族	300~2,000	全国线上	新一线、一~四线
廊湾家居 LAVIE HOME	廊湾家居 LAVIE HOME	床品、家居品等	全球家居精品	25-45 岁富裕家庭	5,000~40,000	全国线下、线上	新一线、一线
内野	内野 UCHINO	毛浴巾、家居服	日本超高端毛巾、家居服品牌	35-50 岁讲究生活品质的中产女性与家庭	200~3,000	全国线下、线上	新一线、一~三线
莱克星顿	Lexington	卧室、客厅、书房及软体家具	经典美式，过渡美式，现代美式，休闲美式	40-60 岁的高净值人群	40,000~300,000	美国	大、中型城市

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**表4: 罗莱旗下授权品牌**

品牌名称	商标名称	主要产品类型	特点	目标客户群	主要产品价格带	主要销售区域	城市级别	授权方	授权期限	是否为独家授权
SHERIDAN	SHERIDAN 雪瑞丹	床品、毛浴巾	澳洲五星艺术床品	上层中产/富裕家庭	5,000~18,000	北上广深、江苏、大连、杭州、成都、武汉	新一线、一二线	SHERIDAN UK	2027/11/30	是
ZUCCHI	ZUCCHI 素琦	床品	意大利百年刻板传奇家纺	上层中产/富裕家庭	8,000~25,000	北上广深、大连、青岛、成都	新一线、一二线	ZUCCHI	2028/12/31	是
BASSETTI	BASSETTI 芭赛迪	床品、家居品	意大利床品色彩大师	上层中产/富裕家庭	5,000~25,000	北上广深、青岛、大连、河北、成都	新一线、一二线	BASSETTI	2028/12/31	是
SCHLOSSBERG	SCHLOSSBERG	床品、家居品	瑞士百年品牌，品质与艺术的结合	上层中产/富裕家庭	10,000~30,000	北上广深	一线	SCHLOSSBERG	每年自动延续	是
GRACCIOZA	格莱丝傲莎	毛浴巾，地毯	葡萄牙全进口，国际浴室地毯领导者	上层中产/富裕家庭	1500~3000	北上广深、线上天猫	新一线、一二线	SOREMA-TAPE TES E CORTINAS DE BANHO	每年自动延续	否
Millefiori	Millefiori 米兰菲丽	香氛	欧洲最大居室香氛生产商，欧洲高档居室香氛行业领导者	中产/富裕家庭	158~1,088	北上广深、线上天猫	新一线、一二线	Millefiori	2025/12/31	否
DURANCE	DURANCE 朵昂思	香氛	来自法国的香氛图书馆	中产/富裕家庭	158~1,488	北上广深、线上天猫	新一线、一二、三线	DURANCE	每年自动延续	是
IITTALA	IITTALA 伊塔拉	餐瓷	芬兰国粹手工玻璃品牌	上层中产/富裕家庭	158~15,000	北上广深	新一线、一二线	菲时卡	2025/12/31	否

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 发展历程：多品牌布局全渠道发力，三十年引领增长龙头地位稳固

### （一）1992-2008 年：创立品牌，率先引入特许加盟经营模式拓展销售网络

1992 年，薛伟成、薛伟斌兄弟成立南通华源绣品有限公司，生产床罩套件等系列产品。1994 年，成立南通罗莱卧室用品有限公司，投资 200 多万元，建成了占地 8 亩的生产基地，同年注册“罗莱”商标。

1998 年，以商场代销为主要营销手段的罗莱受到以郑州亚细亚为代表的传统百货商店的破产倒闭的打击，率先引入特许连锁加盟模式，拓展销售网络。2000 年至 2003 年，罗莱研发中心和营销系统相继迁至上海，市场拓展和研发水平大幅提升。

2004 年获得我国家纺品类产品市场销量第一，此后连续蝉联首位，至 2008 年毛利率水平实现了从 20%提升至 37%，净利率水平从 8%提升至 12%，收入和净利润复合增速分别达 39%和 58%。

### （二）2009-2011 年：上市快速发展期，布局多品牌矩阵，线下渠道快速扩张，利润率同步提升（PE 估值水平：21-44x）

2009 年，罗莱成功上市深交所，同年创立线上专营的新品牌 Lovo。2011 年，罗莱积极拓展产品品类、布局品牌建设，引进了欧洲最大专业毛巾厂商 Christy、葡萄牙高端卫浴品牌 Graccioza、欧洲家用芬芳领导品牌 Millefiori、高端香氛护理品牌朵昂思 Durance。

这一阶段国内消费市场向好，罗莱家纺上市后快速发展，凭借多年积淀扩展品牌矩阵、整合营销资源、加大研发投入、加强渠道建设，确立了行业龙头地位。主要受提价驱动，2008-2011 年毛利率水平持续提升至 42%，净利率水平提升至 16%，收入和净利润复合增速分别为 38%和 50%。

### （三）2012-2015 年：行业走弱线下渠道受损严重，重点发力电商渠道（2012-2014 年 PE 估值水平：10-21x；2015 年最高涨回 44x）

这一阶段国内宏观经济增长降速、消费环境走弱、行业库存危机，同时线下消费受电商冲击，罗莱家纺及时调整公司战略，积极发力布局电商渠道。

2012 年，罗莱关闭盈利状况不佳的 KA 渠道，进一步推进电商、团购等新渠道，首夺天猫双 11 床上用品类目销售冠军，完成 WMS 系统上线。2013 年，市场持续低迷，罗莱主动消化渠道库存，电商渠道主打 LOVO 品牌，弱化罗莱主品牌线上销售并推行线上线下同款同价政策。

2013 年之前线下门店快速扩张，截至 2013 年底达到 2849 家门店的历史峰值；2014-2016 年进入门店调整期，2016 年底收缩至 2442 家。这一阶段，罗莱继续将资源向电商倾斜，公司战略从家纺调整为家居一站式发展；打造新品牌 LACASA 乐优家，布局中低端市场；收购日本毛巾品牌内野，完成内野中国并购项目，持有 60%的股份，进一步完善品牌布局。

2011-2015 年受宏观环境和行业因素影响，公司业绩增长降速，收入和净利润复合增速分别为 5.2%和 2.3%；毛利率仍持续提升至 49%，主要系 2015 年批发向直营转型所致；进而导致销售和管理费用率的上漲，净利率同期小幅下滑至 14.5%。

这一阶段随着公司基本面增速放缓，2012-2014 年 PE 估值相较上一阶段也大幅回落；但 2015 年随着公司采取多项拥抱互联网、向智能家居转型的动作，估值一路高涨回到历史最高水平。

### （四）2016 年-2021 年：收购莱克星顿，外延内生同步增长稳固龙头地位

**（2016-2018H1 PE 估值水平：15-24x；2018H2 至 2021：10-18x）**

这一阶段行业整体增速进一步放缓，但公司通过“业务边界扩张+渠道迁移+结构优化”共同驱动收入与利润持续扩张。2016-2021 年公司营业收入从 31.52 亿元增长至 57.60 亿元，复合增长率约 12.8%；归母净利润从 3.17 亿元增至 7.13 亿元，复合增长率约 17.6%。

2016 年，罗莱加快推进家居业务，试点全能家居馆，加速向“大家纺小家居”转型；将 LOVO 与 LACASA 乐优家合并，定位为大众消费的高性价比产品。这一年公司收入增长但净利润下滑，主要系家居业务处于投入阶段，致毛利率下降、费用率提升。

2016 年底公司公告，收购美国百年家具品牌莱克星顿 100% 股权，并于 2017 年初完成交割和并表，这是公司第一次海外收购，促进了公司在家居产业领域的拓展，也是从中国家纺家居品牌向全球化家居企业转变的第一步。2017 年公司业绩大幅增长，收入和净利润分别同比+48%和+35%，一方面系莱克星顿并表贡献，同时由于莱克星顿毛利率较低，拉低整体利润率；另一方面公司家纺主业回归 23% 的快速增长。

2018-2019 年，在行业红利消退以及公司在经历外延并购快速成长期后，业绩增速放缓，2018 年公司营业收入 48.13 亿元，同比增长 3.24%；归母净利润 5.35 亿元，同比增长 24.92%。上半年增长势头明显好于全年，主因下半年业绩受公司渠道调整影响下滑所致。一方面线上主品牌与 LOVO 分拆运营；另一方面线下帮助经销商优化库存、减少提货致加盟渠道下滑。2019 年公司持续推进零售转型，收入增速放缓，仅依靠莱克星顿收入同比增长 7.1% 带动公司营业收入同比增长 0.98%，毛利率回落但公司通过精细化管理，管控费用，使公司归母净利润同比小幅增长 2.16%。

2020 年面临新冠疫情严重冲击，公司聚焦主业，加强品牌建设，继续深耕渠道，加速线上渠道发展，2020 年公司线上收入达到 14.19 亿元，同比增长 26.34%，占公司总收入比重 28.89%。同时，推动精细化管理提升管理效益，营业收入 49.11 亿元、同比+1.04%，归母净利润 5.85 亿元，同比+7.13%，实现逆势增长。2021 年受线下店数店效、线上、海外多维度同步增长，公司营业收入 57.60 亿元，同比增长 17.30%；归母净利润 7.13 亿元，同比增长 21.92%。

**（五）2022 年-2024 年：“外部逆风”、“美国业务下滑”叠加“主动去库”，收入和利润进入明显收缩阶段（PE 估值水平：9-15x）**

2022 年国内疫情反复叠加前期高增长基数，家纺主业收入下滑 7.8%、归母净利润下降 19.6%，直营/加盟门店全年分别净增 46/135 家，着眼长期发展。存货周转天数同比+45 天至 185 天，显著拉长，为后续去库存埋下压力。

2023 年营收同比均基本持平，归母净利润同比下降 1.44%，主因莱克星顿业务波动所致。2024 年在国内消费走弱、美国家具大幅亏损、加盟商库存偏高的背景下，公司主动压缩加盟发货与关店、加强莱克星顿费用与产能管控，导致营收与利润双双下滑，营收同比下降 14.2%，归母净利润同比下降 24.4%。但库存金额与周转效率显著优化，渠道结构与资产质量得到再平衡。

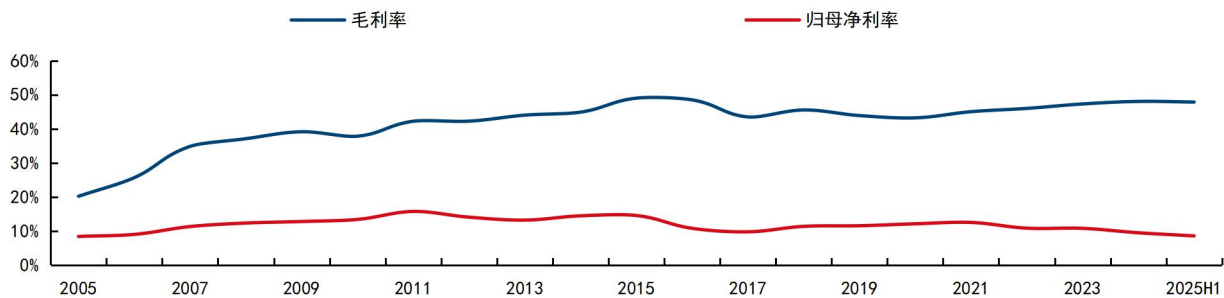
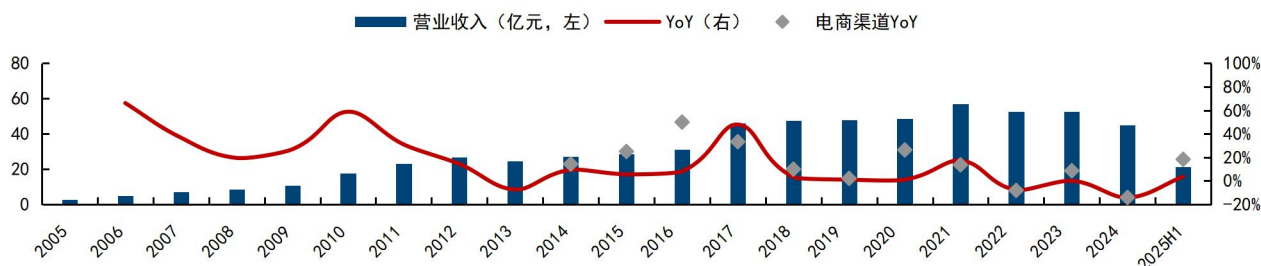
**（六）2025 年-至今：“大单品策略带动增长+库存逐渐回归健康水平+智慧产业园投产+股权激励”，公司重启增长周期（PE 估值水平：12-14x）**

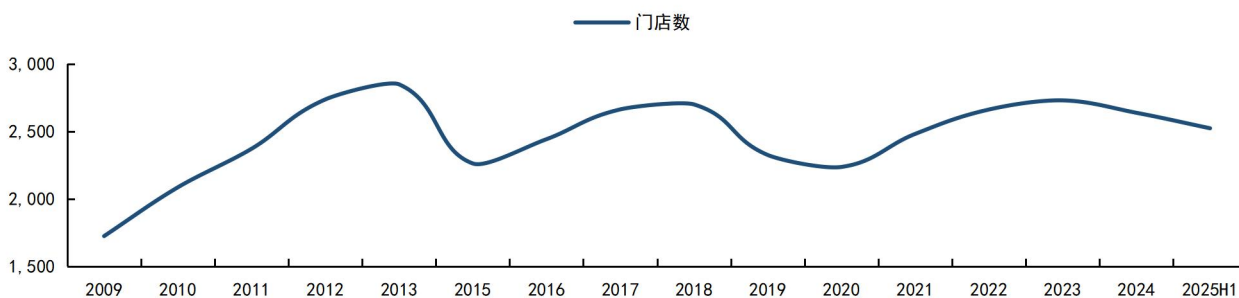
公司 2024 年末存货 10.9 亿元，同比-19.2%；2025H1 末存货 10.5 亿元，同比-17.9%，周转天数 169 天，同比-42 天，库存回归健康水平。同时，公司智慧产业园 2024 年底完成一期建设，2025 年一季度逐步落地投产，大幅提升公司整体供应链的规

模和效率。此外，2024年底公司推出覆盖管理层与核心骨干的股权激励，确立2025-2027年国内家纺收入CAGR3约5%（剔除美国业务），叠加2024Q4起零压深睡枕、2025年无痕安睡床笠等大单品表现较好，2025年收入恢复正增长、利润高弹性修复，美国家具亏损收窄，标志着在经历2-3年渠道出清与库存调整后，公司基本面进入新一轮经营上行周期起点。

图30: 公司上市至今股价/收入（亿元）/利润率/门店数

1992~2008	2009~2011	2012~2015	2016~2021	2022~2024	2025~至今
创立品牌，率先引入特许加盟经营模式拓展销售网络	上市快速发展期，布局多品牌矩阵，线下渠道快速扩张，利润率同步提升	行业走弱线下渠道受损严重，重点发力电商渠道	通过多品牌矩阵、多元化布局，巩固行业龙头地位	外部环境下行，莱克星顿业务下滑，公司主动去库，进入下滑周期	重启增长周期，库存健康，推出股权激励，智慧产业园投产





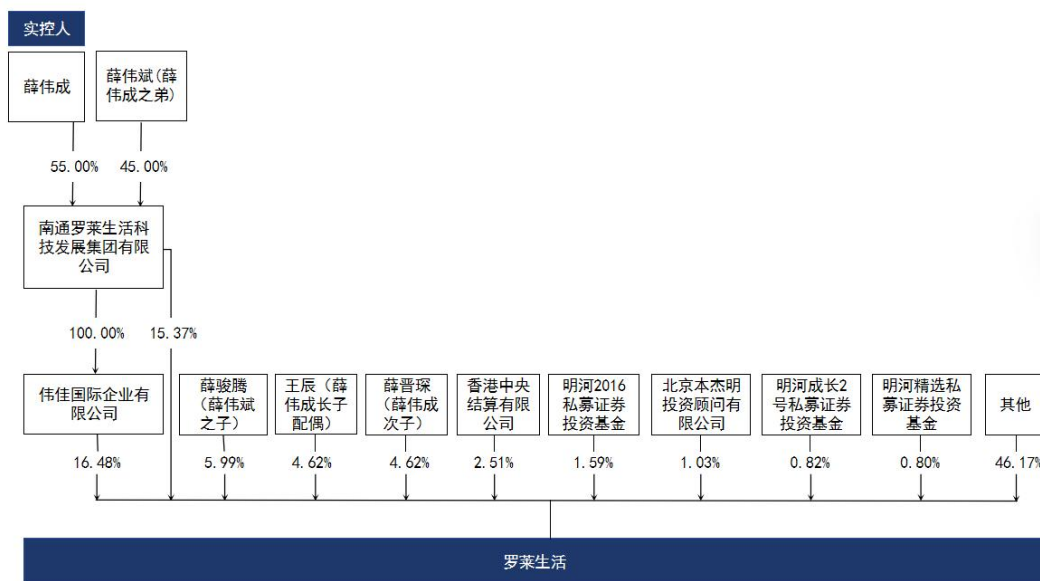
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：2019年前后，门店数存在统计口径差异

### 股权结构和管理层：股权结构集中，管理层经验丰富

实控人薛伟成间接持股 17.5%，家族持股 47.1%。截至 2025 第三季度末，公司创始人、实控人薛伟成先生，及其弟（共同创始人）薛伟斌先生，通过南通罗莱生活科技发展集团有限公司分别间接持有 17.52%和 14.33%的股权。薛氏家族其余成员，薛伟斌先生之子薛骏腾、薛伟成先生长子配偶王辰、次子薛晋琛合计持股 15.23%；薛氏家族合计持股 47.08%。家族成员以外的前十大股东均为机构投资者，合计持股 6.75%，股权结构清晰稳定、较为集中。

图31：罗莱生活股权结构图（截至 2025/9/30）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**管理架构稳定，二代接班人经验丰富。**罗莱由薛伟成、薛伟斌兄弟二人于 1992 年共同创立，三十余年深耕家纺行业；上市前便由薛伟成担任董事长，主管研发；薛伟斌担任总裁，主管营销和供应链。2018 年二代接班人、薛伟成长子薛嘉琛接任总裁，过渡平稳。薛嘉琛 2006 年大学毕业后，进入罗莱从基层做起，营销、采购、品牌、财务、人力资源及供应链等不同业务版块均有涉足，2018 年正式接任总裁。

**表 1：公司董事会及高管资料**

姓名	职务	出生年份	最新薪酬(万元)	简介
薛伟成	董事长, 董事	1958	48.17	男, 中国国籍, 无境外永久居留权, 高级经济师, 1976 年起历任江苏南通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。薛伟成先生是本公司创始人, 现任本公司董事长。
薛伟斌	副董事长, 董事	1964	48.17	男, 中国国籍, 无境外永久居留权, 硕士, 高级经济师, 中共党员, 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。现任本公司副董事长。
薛嘉琛	董事, 总裁	1982	141.36	男, 中国国籍, 无境外永久居留权, 本科, 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。现任本公司董事, 总裁。
陶永瑛	职工董事	1965	46.27	女, 中国国籍, 无境外永久居留权, 硕士, 1988 年起历任海门市人民医院妇产科医师、南通华源绣品有限公司事务部经理、南通罗莱家居用品有限公司办公室主任、外贸部经理、总经理助理、常务副总经理、公司董事。现任上海罗莱投资控股有限公司执行董事、南通罗莱生活科技发展集团有限公司执行董事、石河子众邦股权投资管理合伙企业(有限合伙)执行事务合伙人等职务, 现任本公司职工代表董事。
王梁	副总裁	1975	129.03	男, 中国国籍, 无境外永久居留权, 大专学历, 1995 年起历任南通爱德士鞋业报关员, 上海罗莱家用纺织品有限公司片区经理, 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, 现任公司副总裁。
冷志敏	副总裁	1979	126.11	男, 中国国籍, 无境外永久居留权, 本科学历, 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, 公司高端事业部总监, 现任公司副总裁。
陈晓东	财务总监	1978	41.82	男, 中国国籍, 中共党员, 本科学历, 曾任职于波司登国际控股集团, 担任波司登居家事业部副总经理兼财务总监、波司登事业部财务总监、波司登集团财务运营总监, 现任公司财务总监。
丁玮	董事会秘书	1980	-	男, 中国国籍, 中共党员, 硕士研究生学历, 2017 年-2025 年, 任职于日出东方控股股份有限公司, 担任投资部部长、总监、董事会秘书。现任公司董事会秘书。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 财务分析：高分红高股息，业绩稳健，重启新增长周期

**罗莱生活：2013 年之前规模快速增长，2013 年-2021 年增速稳健，2022-2024 年多因素影响导致下滑，2025 年重启增长**

公司业绩增长大致可以分为四个阶段：快速增长期、稳健增长期、调整下滑期和重启增长期。

1) **快速增长期：2013 年之前，公司规模快速扩张，业绩快速增长。**这一阶段，公司布局多品牌、多品类矩阵，同时叠加国内经济高速发展、房地产高速发展的红利期，公司家纺主业快速增长；线下渠道快速扩张门店，截至 2013 年底达到 2849 家门店的历史峰值；利润端主要受品牌力的提升带动价格提升，利润率水平持续走高。2005-2012 年收入复合增速为 35.1%，净利润复合增速为 45.4%；毛利率、净利率分别提升 22 和 6 百分点至 42%和 14%。

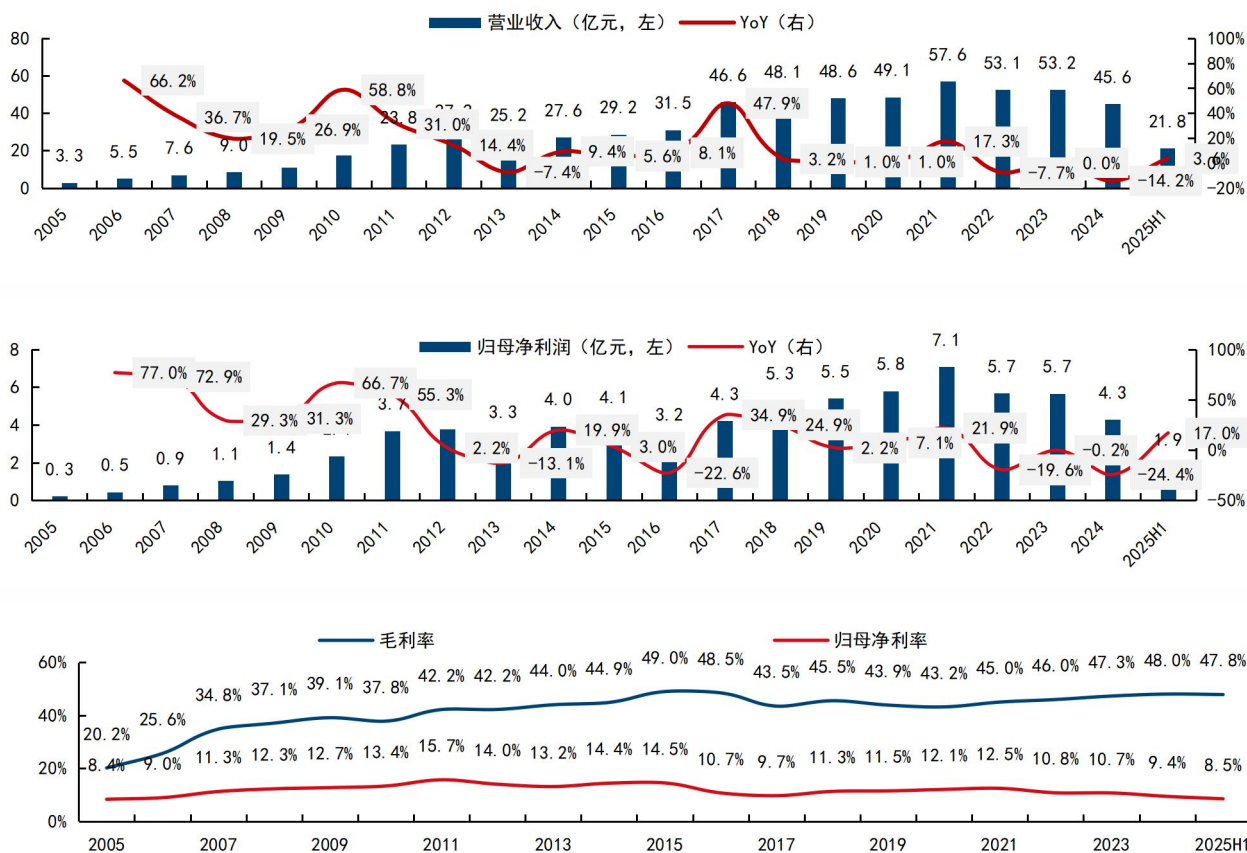
2) **稳健增长期：2013 年至 2021 年，行业红利逐渐消退，多渠道品类获得稳健超额增速，龙头地位稳固。**这一阶段，随行业红利消退，公司快速成长期已过，进入平稳发展期，公司更加注重多方位并行获取超额增长。①**电商渠道发力：**2012 年后行业线下渠道受电商冲击，公司随即快速布局电商渠道，2012 年首夺天猫双 11 床上用品类目销售冠军，并于 2013 年调整电商策略，主打定位大众价格带的 LOVO，罗莱主品牌推行线上线下同款同价政策。②**多品类拓展：**打造新品牌 LACASA 乐优家（2016 年与 LOVO 合并），布局中低端市场；收购日本毛巾品牌内野、美国家具品牌莱克星顿。③**线下渠道调整后重启开店：**线下门店数量经历 2013 年左右的电商冲击后首次开始下降，2015-2018 年重新增长；2018 年在库存压力下门店数再度减少，2021 年重启拓店计划。2012-2021 年收入复合增速为 8.7%，净利润复合增速为 7.2%；毛利率小幅提升 3 百分点至 45%，毛利率增长一定程度受电商渠道和美国家具业务毛利率较低影响；伴随管理、研发费用率的增长，净利率下滑 1.5 百分点至 12.5%。

3) **调整下滑期：2022 年至 2024 年，行业需求走弱叠加美国家具拖累，公司主动去库存与渠道出清，收入利润阶段性下滑但经营质量夯实。**这一阶段，一方面国内家纺主业终端零售承压、加盟门店库存偏高，公司主动压缩加盟发货、关闭经营能力较弱门店，收入端短

期承压；另一方面美国家具业务收入连续下滑拖累整体利润表现。①**收入利润下滑**：2021-2024年公司营业收入由57.6亿元下滑至45.6亿元，三年CAGR约-7.5%，归母净利润由7.1亿元下滑至4.3亿元，三年CAGR约-15.3%。②**毛利率表现亮眼**：公司通过加强成本管控和折扣管理、优化产品结构，整体毛利率从45.0%提升至48.0%；2024年家纺主业毛利率更是同比+1.8个百分点至52.4%。③**加盟渠道主动收缩**：主动收缩加盟渠道，2024年加盟收入14.48亿元，同比-19.03%，加盟门店净减少168家至2227家，以提升运营质量和加盟商现金流为目标，不再追求单纯的规模扩张。此外，公司保持线上与直营稳健运营，2024年线上收入13.82亿元、占比30.32%，直营收入4.01亿元基本持平。④**推动加盟去库并维持高分红率**：公司自2023年起全面推动加盟端去库存，2024年末存货较期初减少2.58亿元，同比下降19.16%，经营性现金流保持在较高水平，且在收入利润下滑情况下仍维持约115%的高分红率。

4) **重启增长期**：2024年底至今，股权激励锚定中速增长，大单品与数字化零售驱动主业恢复增长，美国莱克星顿家具亏损边际收窄。在前期去库存、渠道调整基本到位的背景下，这一阶段，公司进入“重启增长期”。①**股权激励刺激主业恢复**：2024年底公司发布股权激励计划，以2024年为基数，要求2025-2027年营业收入或扣非净利润增长率分别不低于5%/10.25%/15.76%，且考核口径剔除美国家具业务和激励费用影响，明确将国内家纺主业5%左右的中速稳健增长作为未来三年的核心目标。②**经营表现逐步好转**：2025年上半年，公司营业收入同比+3.6%，归母净利率同比提升1个百分点至8.5%。③**大单品与数字化零售驱动增长**：零压深睡枕等爆款带动枕芯等高毛利品类快速增长，同时公司坚持直营稳健拓展、加盟谨慎开店和库存管理，通过数据中台与AI工具提升终端零售效率和消费者运营效率，渠道库存回落至历史健康区间。④**美国莱克星顿降幅收窄**：美国家具业务仍承压，2025年上半年收入同比-7.8%，亏损较2024年有所收窄，公司通过压缩产能和严格控费，将其视为长期周期资产，并剔除在激励考核之外，避免对国内主业的成长激励形成干扰。

图32：公司上市至今收入（亿元）/净利润（亿元）/利润率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表5: 罗莱生活业务拆分 (单位: 亿元)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>国内家纺业务 (除内野)</b>											
收入	27.61	29.16	30.51	37.58	38.83	38.48	38.44	44.48	40.18		36.78
YOY	9%	6%	5%	23%	3%	-1%	0%	16%	-10%		
占比	100%	100%	97%	81%	81%	79%	78%	77%	76%		81%
净利润	3.98	4.23	3.31	4.31	4.84	5.04	5.16	6.02	4.76		4.65
净利率	14%	15%	11%	11%	12%	13%	13%	14%	12%		13%
<b>内野 (2015 收购 60% 股权, 2016 年并表)</b>											
收入		0.71	1.01	1.11	1.19	1.45	1.48	1.99	1.10		0.59
YOY			41%	10%	7%	21%	2%	35%	-45%		
占比			3%	2%	2%	3%	3%	4%	2%		1%
净利润		0.03	0.08	0.06	0.07	0.10	0.12	0.13	-0.00		-0.06
净利率		4%	8%	5%	6%	4%	4%	3%	0%		-10.2%
<b>莱克星顿 (2016 收购 100% 股权, 2017 并表)</b>											
收入				7.93	8.10	8.68	9.19	11.13	11.86	10.48	8.22
YOY					2%	7%	6%	21%	7%	-12%	-22%
占比				17%	17%	18%	19%	19%	22%	20%	18%
净利润				0.16	0.54	0.46	0.65	1.04	0.97	0.39	-0.29
净利率				2%	7%	5%	7%	9%	8%	4%	-3%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

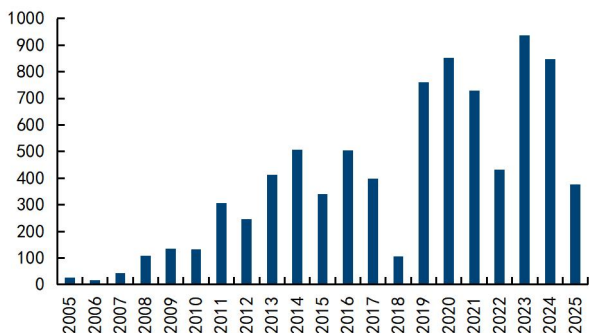
表6: 罗莱生活渠道拆分 (单位: 亿元)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
<b>规模</b>													
总收入	25.24	27.61	29.16	31.52	46.62	48.13	48.60	49.11	57.60	53.14	53.15	45.59	21.81
线上收入	3.50	4.00	5.00	7.50	10.00	11.00	11.23	14.19	16.12	14.82	16.10	13.83	7.38
线下收入	21.74	23.61	24.16	24.02	36.62	37.13	37.37	34.92	41.48	38.32	37.06	31.77	14.43
门店数	2,849	-	2,262	2,442	2,663	2,700	2,325	2,236	2,481	2,662	2,730	2,638	2,523
<b>YOY</b>													
总收入		9.4%	5.6%	8.1%	47.9%	3.2%	1.0%	1.0%	17.3%	-7.7%	0.0%	-14.2%	3.6%
线上收入		14.3%	25.0%	50.0%	33.3%	10.0%	2.1%	26.3%	13.6%	-8.1%	8.6%	-14.1%	18.3%
线下收入		8.6%	2.3%	-0.6%	52.4%	1.4%	0.7%	-6.6%	18.8%	-7.6%	-3.3%	-14.3%	-2.6%
门店数				8.0%	9.0%	1.4%	-13.9%	-3.8%	11.0%	7.3%	2.6%	-3.4%	-6.2%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

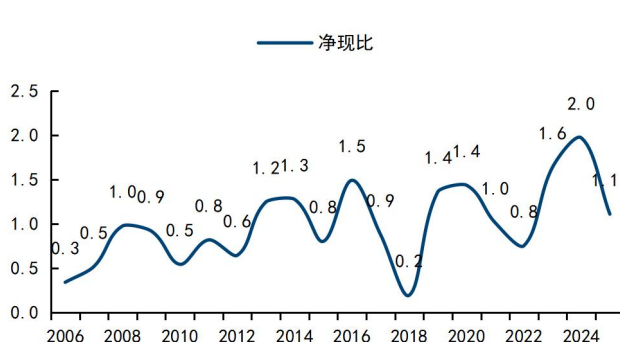
**2013 年之后盈利质量提升, 现金流充裕。**随公司业务规模扩大、盈利能力提升、现金创造能力增强, 同时资本支出占比减少, 公司自由现金流规模 2013 年后大幅提升。1) **从净现比来看**, 2009-2012 年在 0.5~0.7; 2013 年之后, 除 2018 年外, 净现比在 0.8~2.0, 盈利质量高、现金流创造能力提升。2) **从现金支出来看**, 公司现金支出以经营性支出为主, 2019 年以来资本性开支加大主要与新建产能、供应链系统建设相关; 此外外延并购方面, 两次投资较大并购活动包括: ①2015 年以 4800 万元收购内野 60% 股权; ②2016 年成立产业基金用于对外并购, 在同年 10 月对外投资 5.15 亿元并购莱克星顿 100% 股权。3) **从自由现金流来看**, 除 2018 年外, 2013 年以来基本维持在 2.2-6.9 亿元, 自由现金流充足; 2018 年现金流下滑主要受公司渠道调整影响, 一方面线上主品牌与 LOVO 分拆运营影响线上销售额; 另一方面线下通过订货及退换货政策宽松帮助经销商优化库存、减少提货; 同时当年库存、采购付款增加影响现金流。

图33: 罗莱生活经营性现金流净额 (百万元)



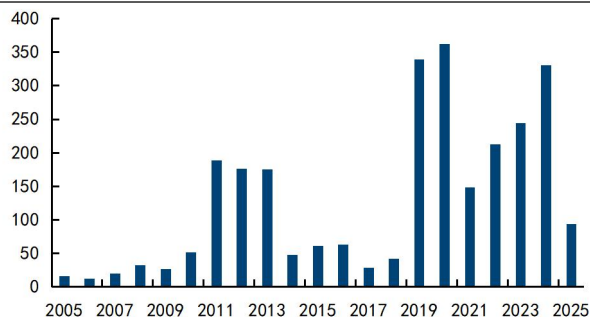
资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理, 注: 2025 均为 2025H1 数据, 下同

图34: 罗莱生活净现比



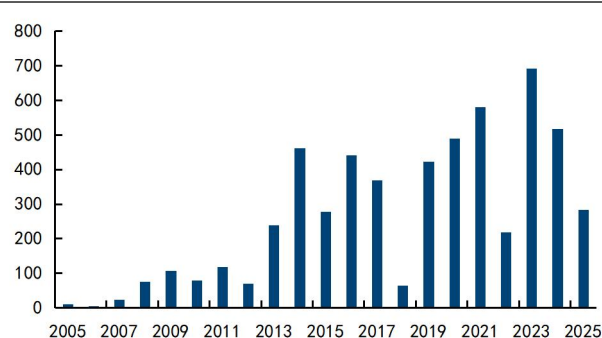
资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

图35: 罗莱生活资本支出 (百万元)



资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

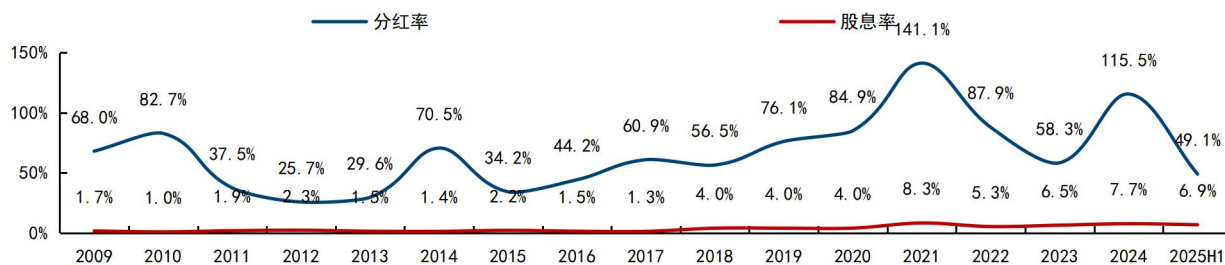
图36: 罗莱生活自由现金流 (百万元)



资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

**上市以来维持高分红高股息。**公司 2009 年上市以来始终维持较高分红派息比例, 上市以来累计现金分红 51.8 亿元, 累计分红率为 70.7%。尤其在 2013 年之后, 公司进入稳健增长期, 除 2015-2016 年期间公司设立多个产业投资基金, 并于 2016 年投资 5.15 亿元并购莱克星顿, 带来较大的投资现金流外, 每年分红率基本均在 55% 以上, 尤其在 2020 年自由现金流恢复稳定后, 除 2023 年美国家具利润大幅下滑叠加南通罗莱智慧产业园一期建设导致分红率下降外, 分红率均维持在 85% 以上。股息率自 2021 年以来保持在 5.0% 以上。

图37: 公司上市至今分红率及股息率

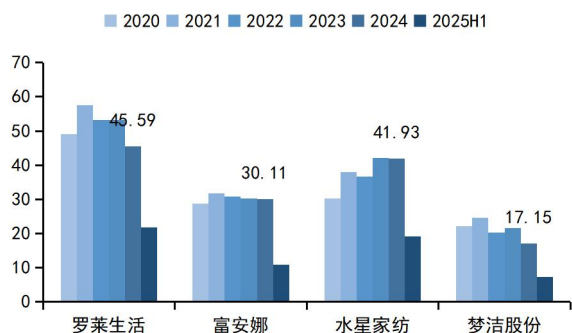


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 同业对比：罗莱业绩规模大，经营韧性强

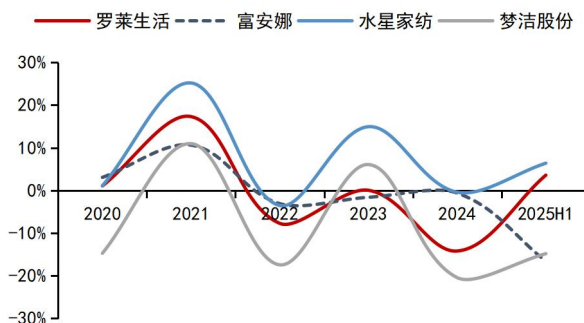
2024 年罗莱生活实现总营收 45.6 亿元，公司销售体量连续多年位列家纺行业第一，超越第二名水星家纺（41.9 亿）、第三名富安娜（30.1 亿）；全年实现净利润 4.3 亿元，位居第二；2025H1 净利润超越富安娜成为第一。

图38：各家纺公司营业收入（亿元）



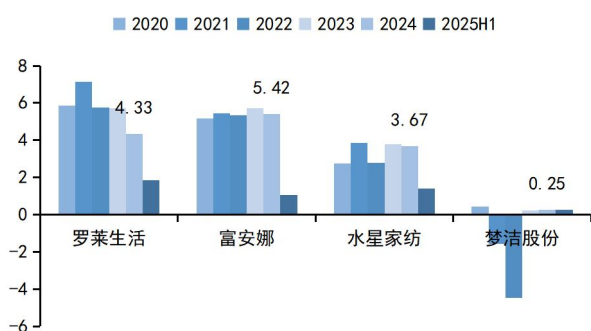
资料来源：ifind，国信证券经济研究所整理

图39：各家纺公司营收同比增速



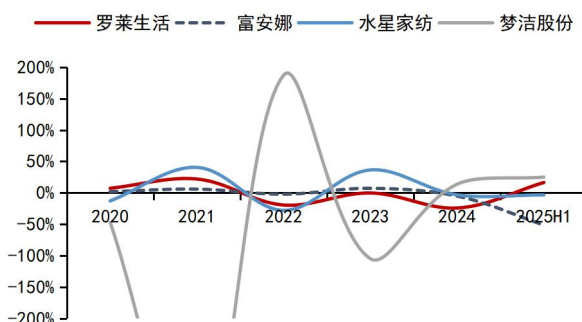
资料来源：ifind，国信证券经济研究所整理

图40：各家纺公司净利润（亿元）



资料来源：ifind，国信证券经济研究所整理

图41：各家纺公司净利润同比增速



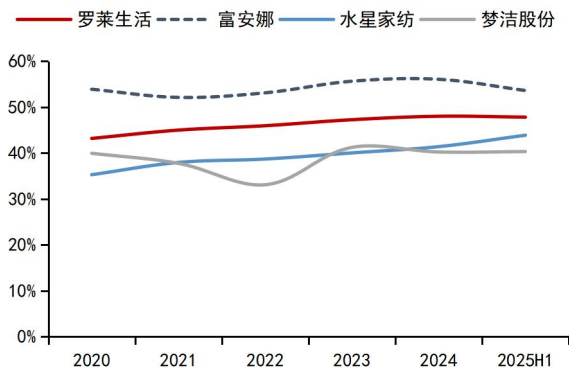
资料来源：ifind，国信证券经济研究所整理

### 盈利水平：利润率稳定，毛利率净利率仅次于富安娜，高分红持续兑现

- 1) 从毛利率看，2024 年罗莱生活/富安娜/水星家纺/梦洁股份毛利率分别为 48%/56%/41%/40%；2020-2024 年，罗莱毛利率始终处于 43%-48%，仅次于富安娜。一定程度上与二者渠道结构差异有关，富安娜毛利率较高的直营渠道占比较高。
- 2) 从净利率看，整体趋势与毛利率相同。2024 年罗莱生活/富安娜/水星家纺/梦洁股份净利率分别为 9%/18%/9%/1%。2020-2024 年，梦洁股份净利率从 2020 年的低单位数，快速下滑至 2021 年的负值，又在 2023 年回升至低单位数。其余公司均在较小区间内浮动。罗莱生活净利率水平稳定在 9%-12%。
- 3) 从 ROE 来看，2020-2024 年，除了 2022 年水星家纺下降 5pct 至 10%，2022 年罗莱生活下降 3pct 至 10%，罗莱生活、富安娜和水星家纺均在 12%-17% 的区间浮动，始终高于低单位数乃至负值的梦洁股份。
- 4) 从分红率来看，富安娜表现最为稳健，2021 年后基本维持在 90% 以上；罗莱生活除 2023 年外近年来也维持在 70% 以上，2025 年上半年分红率约 90%；水星家纺近年来整体保持在 60% 左右；而梦洁股份从 2020 年后开始降低，2022 年开始由于归母净利润亏损停止分红。

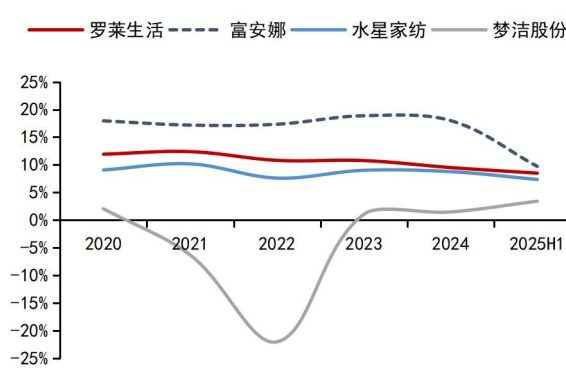
5) 从股息率来看, 自 2020 年起, 罗莱生活和富安娜的股息率整体保持在较高水平, 分别在 4.3%~8.4%和 7.0%~8.5%区间波动, 表明公司盈利能力和现金流状况稳健、注重回馈股东; 水星家纺股息率次之, 近年来在 3.0%~6.3%的区间; 而梦洁股份自 2021 年起股息率为 0, 主要受公司业绩持续承压和未分配利润为负影响。

图42: 各家纺公司毛利率



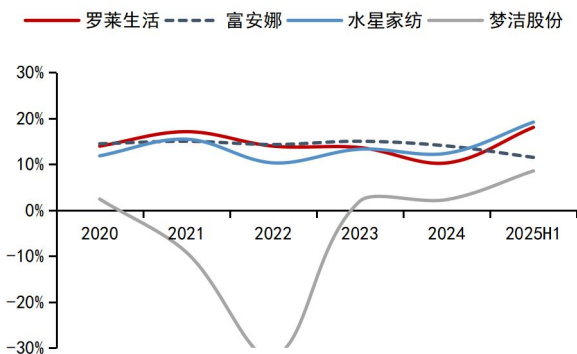
资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

图43: 各家纺公司净利率



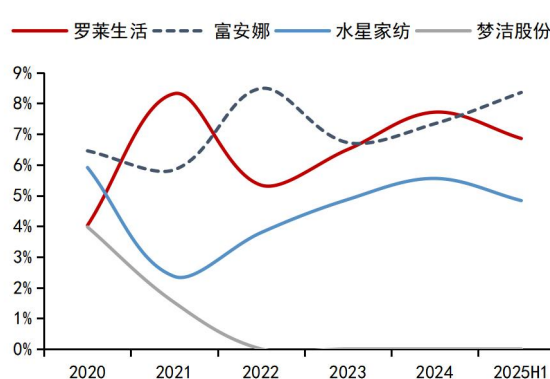
资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

图44: 各家纺公司 ROE



资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

图45: 各家纺公司的股息率



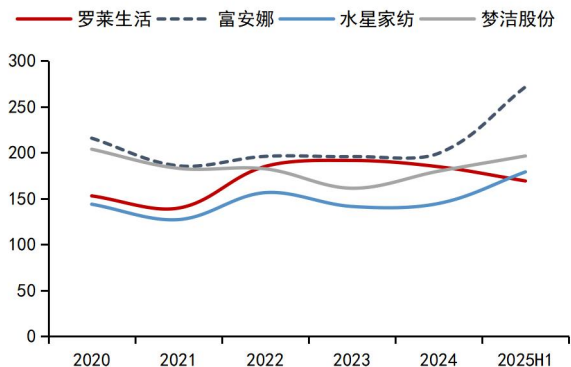
资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

**营运能力: 营运效率良好且保持稳定, 存货周转天数降至行业最低, 经营现金流较充足**

- 1) 从存货周转效率来看, 罗莱行业领先; 从库存情况看, 2024 年除罗莱生活外, 其余各公司存货周转天数均有所上升; 2024 年, 罗莱生活/富安娜/水星家纺/梦洁股份的存货周转天数分别为 185/199/145/180 天, 同比分别 -3.6%/+1.8%/+2.3%/+11.2%, 2025H1 罗莱存货周转天数降至最低。
- 2) 从应收、应付周转效率来看, 罗莱处于行业中等水平且保持稳定; 2024 年罗莱生活/富安娜/水星家纺/梦洁股份应收账款周转天数为 31/56/27/23 天; 应付周转天数为 77/77/45/122 天。2020-2024 年, 罗莱应收和应付周转天数稳定在 34 和 72 天左右, 经销商政策平稳、供应商账期稳定。罗莱应收周转效率相对较低, 主要因线下门店、经销商数量相对较多。
- 3) 从净现比来看, 2021-2022 年梦洁股份受净利率下滑至负数影响, 净现比为负数, 2024 年因经营活动现金流净额为负, 净现比再次出现负数; 富安娜/罗莱生

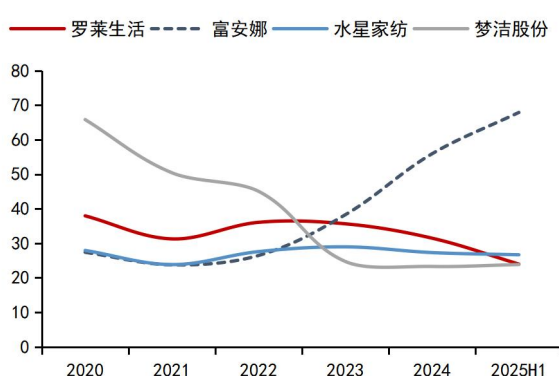
活/水星家纺在 2024 年净现比为 0.7/2.0/1.4；2020-2024 年，罗莱经营现金流充足，净利润质量较高。

图46: 各家纺公司存货周转天数



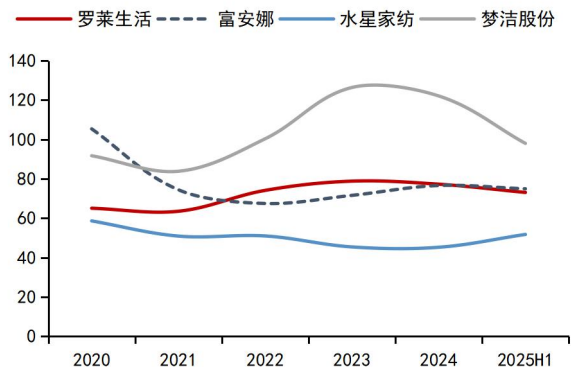
资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

图47: 各家纺公司应收账款周转天数



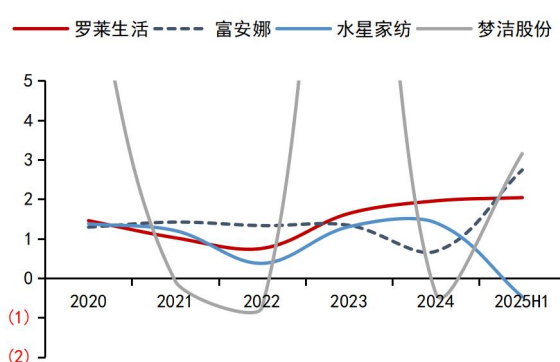
资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

图48: 各家纺公司应付账款周转天数



资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

图49: 各家纺公司净现比

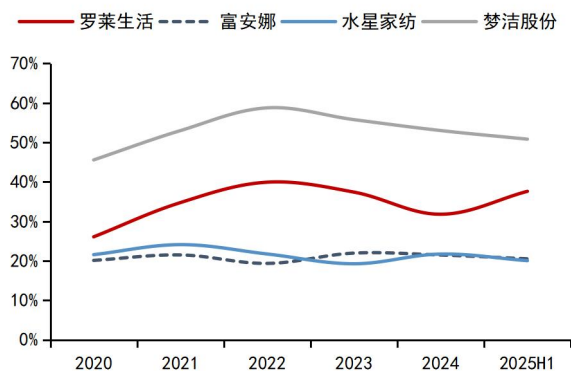


资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

**财务健康：负债率行业内相对较高，偿债能力强**

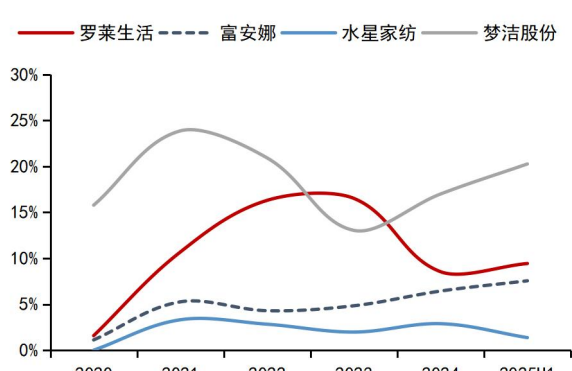
公司自由现金流充足，除 2018 年外，近年来基本维持在 2.2-6.9 亿元；从资产负债率和有息负债率看，公司负债率行业内相对较高，2024 年分别为 32%和 9%，仅次于梦洁股份，高于富安娜和水星家纺。同时基于充沛的资金，公司偿债能力较强，2020 年以来速动比率维持在 1.2 以上。

图50: 各家纺公司资产负债率



资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

图51: 各家纺公司有息负债率



资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

## 竞争力与成长性分析：产品高端定位与经销渠道优势明显，大单品策略带动电商渠道高增

### 产品力：高端定位，研发赋能，大单品快速追赶

罗莱通过产品差异化定位、对原材料、面料舒适度的极致追求，打造出长青产品系列——“超柔床品”，同时依赖强品牌力和产品力定位千元以上的中高端价格带，在我国高端床品市场拥有 21% 的市场份额，位列第一。

我们认为中高端定位是公司稳固龙头地位、业绩增长稳健、持续获得超额增速的关键：一方面，高端品牌价值更高，更加经受住长期考验，能够穿越行业周期，同时高端市场规模更加稳定、竞争格局更好；另一方面，高端定位为公司带来高客单价和高利润率，经营韧性与盈利能力并存。

#### ● 主打“超柔床品”，从原材料到制造端体现对产品品质高追求

罗莱以“超柔床品”作为产品特性，打破同质化竞争格局，打造具有超柔属性的特殊产品印记。公司于行业内首家设立“超柔床品研究院”，拥有一支高素质的研发团队，围绕基于超柔科技的应用研发，先后开发新材料及新功能 60 种以上。

**原材料端：设立万亩棉田基地自研棉种。**罗莱早在 2020 年就在新疆库尔勒设立了 2 万亩的棉田基地，并与中国农业科学院棉花研究所合作，通过反复实验，研发了蓬松、透气性好的超柔中长绒棉新棉种“中棉罗莱 1 号”。经过层层创新迭代，2022 年罗莱新疆棉种迎来了新成员“中棉罗莱 1 号双 38”长绒棉。该棉种经由科学的原料配比，独特的结构及织造工艺，核心专利打造的超柔后处理技术，从内而外提升面料的超柔体验，打造高品质超柔床品。此外，搭载神州 12 号飞船回地球的“中棉罗莱 1 号”太空种子已提取出符合罗莱超柔定位的基因，并培育至 M3 代，期待通过生物工程筛选育种，形成罗莱特有的超柔床品，满足消费者更高的需求。

**制造端：通过提升织造工艺，叠加原材料升级打造高柔软度床品。**罗莱生活科技研究院建立了柔软品质等级评价标准及产品柔软品质等级吊牌系统，以柔软度值（SF）对织物柔软品质进行评级。根据 SF 值的范围可划分为七个级别：一级、二级、三级、四级、五级、六级、七级。级别越高，材料柔软度越好。公司通过提升织造工艺，叠加原材料升级，不断追求床品柔软度的提升，2022 年主要研发项目的拟达到目标系 80% 产品达到超柔五星级，2024 年主要研发项目的拟达到柔软




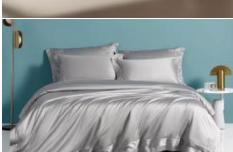

度在原产品基础上提升 10%。从罗莱天猫旗舰店的主销款来看，到手价在 725 元左右，60 支长绒棉四件套柔软度可达到六星；到手价 1200~2200 元，120~140 支匹马棉四件套，可达到七星级柔软度。此外公司对产品品质的高追求还体现在鹅绒被绒子含量均采用 95% 的最高标准。

**表7: 罗莱 2021-2024 主要研发项目**

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
超柔新材料、新工艺开发	打造罗莱商品的超柔科技	罗莱专属棉花品种材料投入使用	40%产品达到超柔五星	超柔材料技术形成研发技术壁垒优势
未来家纺行业流行趋势	引领家纺行业的流行趋势	国际化流行趋势机构立项开展	打造新的趋势产品线	打造罗莱商品的引领性的优势
PLM 产品研发周期管理	管控产品生命周期	完成主品牌上线使用，开启优化阶段；其他品牌完成 PLM 构建，2022 年投入新品使用	完成研发开发过程的 PLM 系统管理	构建透明化、数据化的研发体系，缩短研发周期
Texsoft 超柔原料、工艺、后处理技术研发	打造专属于罗莱的超柔科技版图	新疆棉花品种迭代升级，搭配科学的织造工艺，完成产品上市	80%产品达到超柔五星级	打造属于罗莱全方位、多维度、全链条的 Texsoft 超柔科技版图，形成科技壁垒。
罗莱 Texsolia 高端后整理技术	为罗莱超柔床品提供颠覆性的后整理超柔技术	独家定制意大利进口宽幅家纺超柔设备，搭载自研生物酶配方对面料进行从内到外的全方位抛光处理，实现自然柔软、细腻奢华的触感与高贵光泽。 持续联合中棉所、新疆农科院，通过种子、种植订制，优选超柔新品种-中棉罗莱 1 号品质棉种（包含双 29、双 32、双 38）及其配棉方案，并于 2025 年全面应用至各品类产品中。	柔软度在原产品基础上提升 10%	
中棉罗莱 1 号品质棉种项目	打造专属于罗莱的超柔棉花品种、种植方案及其配棉方案。		柔软度在原产品基础上等级提升。	中棉罗莱 1 号棉种，来源可溯，自主可控解决了罗莱依赖进口棉花的问题，将棉花种子研发、种植环节与罗莱“超柔”床品的需求精准匹配。

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

**表8: 罗莱官方旗舰店四件套主销款**

款式	棉种	产地	支数	柔软度	吊牌价	到手价
	长绒棉	新疆	60s	六星级	2580	725
	天丝棉	奥地利	60s	六星级	1999	496
	长绒棉	新疆	100s	六星级	2598	787
	匹马棉	美国	120s	七星级	3198	1258
	匹马棉	美国	140s	七星级	4598	2181

资料来源：罗莱官方旗舰店，国信证券经济研究所整理  
注：价格均以 1.5 米床为例

图52：罗莱生活科技研究院建立柔软品质等级评价标准

等级	柔软度 (SF)	
	超轻型织物	轻型织物
七星级	≥81.00	≥86.00
六星级	≥80.00	≥82.00
五星级	≥79.00	≥78.00
四星级	≥78.00	≥74.00
三星级	≥77.00	≥70.00
二星级	≥76.00	≥66.00
一星级	≥75.00	≥62.00

a. 经纱或纬纱为股线的产品柔软品质等级评定时增加1级进行评定；  
b. 提花组织产品柔软品质等级评定时增加1级进行评定。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图53：罗莱鹅绒被绒子含量均达到 95%

产品	智·享溯源系列 95鹅绒被	慕雪奇境 95白鹅绒被	智享控温立体 95白鹅绒被	A类防螨暖绒 95白鹅绒被
绒子含量	95%绒子含量			
鹅绒产地	新疆伊犁灰鹅绒	吉林白鹅绒	定制白鹅绒	吉林白鹅绒
清洁度 <sup>[1]</sup> 行标≥450mm	1200mm+ (6A清洁度)	1000mm+ (5A清洁度)	1000mm+ (5A清洁度)	1000mm+ (5A清洁度)
蓬松度 <sup>[2]</sup> 行标≥20.5cm	25cm+	22cm+	25cm+	22cm+
面料阻螨	√	√	√	√
防钻绒工艺	德国品牌GROZ-BECKERT缝纫针、英国品牌COATS缝纫线			
面料柔软度	七星级 <sup>[3]</sup> 柔软	六星级 <sup>[3]</sup> 柔软	PCM面料	/
成品标准	成人A类 <sup>[4]</sup>	/	/	儿童A类 <sup>[5]</sup>
独有特点	人体工程学分区 航空舱设计 时尚马卡龙配色	吉林溯源绒种 印花面料	PCM航天 动态控温 静音科技	儿童标准A类 科学分区锁温
款式	四季被、夏被 冬被、二合一被	四季被 冬被、二合一被	四季被、夏被 冬被、二合一被	四季被 冬被

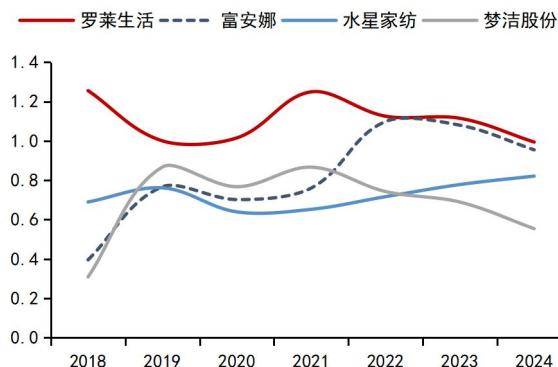
资料来源：罗莱官方旗舰店，国信证券经济研究所整理

● 重视创新研发，研发投入高，专利数量多

**研发人员数量多、占比高，研发费用投入高。**2018 年以来公司每年研发费用均接近或超过 1 亿元，相较于其他头部公司，研发投入最高；研发费用率维持在 2.1% 以上，处于行业平均水平。研发人员数量也处于行业领先水平，近年来维持在 276 人以上，2023 年达到 334 人；2024 年研发人员占比在 8.6% 以上，相较于其他头部公司，占比最高。

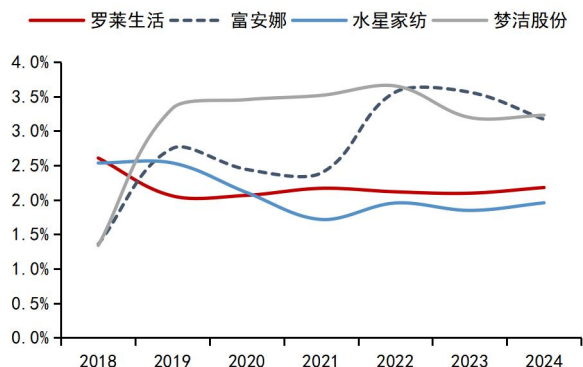
**专利数量多。**从专利数量来看，截至 2024 年末，罗莱累计获授权专利 286 件，获注册商标 1891 件，获登记著作权 2483 件；与此相比，富安娜拥有包括发明专利、实用新型专利、外观专利、软件著作权、版权共 1551 项；水星拥有授权有效专利 158 件；梦洁累计获得专利 800+ 项。

图54: 家纺公司研发费用



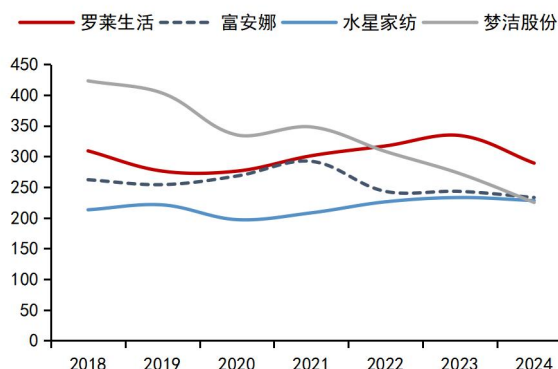
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图55: 家纺公司研发费用率



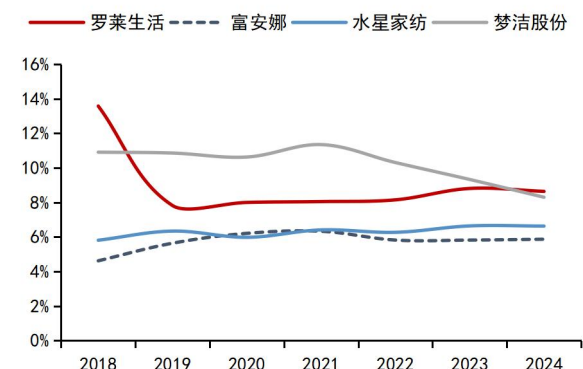
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图56: 家纺公司研发人员数量



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

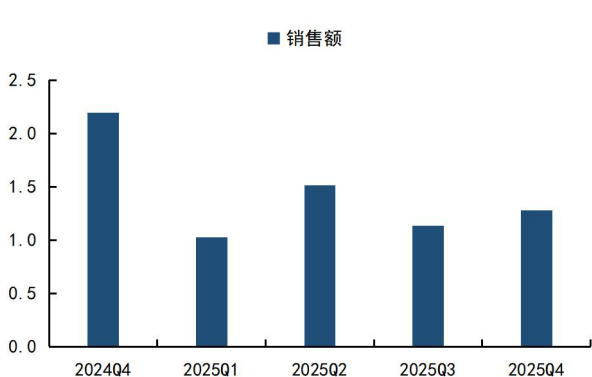
图57: 家纺公司研发人员占比



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

**大单品追赶势头明显。**在亚朵率先引领的深睡枕领域，罗莱生活系家纺龙头中最早跟进于2024年9月推出深睡枕，2025年线上三平台累计销售超11万件，销售额4950万元（全渠道接近2亿），占2025年公司枕头品类线上销售额的39%；罗莱无痕床笠于2025年第三季度推出，全年累计销售约8000万元。

图58: 罗莱三平台零压深睡枕销售趋势 (单位: 千万元)



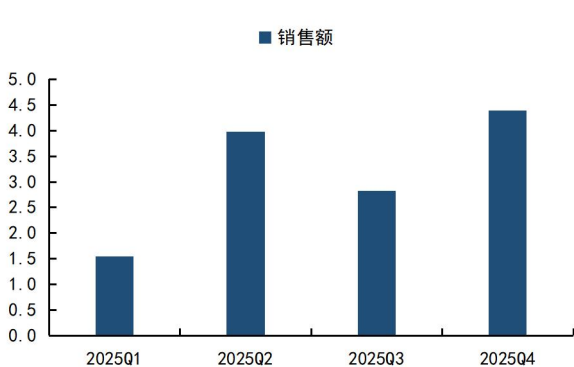
资料来源: 久谦, 国信证券经济研究所整理

图59: 三平台其他枕头销售份额分布

品牌	份额				
	2021	2022	2023	2024	2025
亚朵星球	0.8%	1.6%	14.0%	25.6%	25.5%
水星家纺	3.5%	3.9%	2.8%	3.7%	3.7%
洁丽雅	1.1%	1.5%	2.2%	3.7%	3.4%
北极绒	0.6%	0.2%	0.1%	0.7%	1.8%
FlixSleeps	0.0%	0.0%	0.7%	2.0%	1.7%
海澜之家	0.0%	0.1%	0.4%	1.5%	1.6%
罗莱家纺	1.5%	2.0%	1.0%	1.5%	1.5%
梦百合	1.4%	1.0%	0.6%	0.7%	1.4%
富安娜	3.5%	2.9%	2.1%	1.7%	1.4%
棉蒲	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	1.4%

资料来源: 久谦, 国信证券经济研究所整理

图60: 罗莱三平台床笠销售趋势 (单位: 千万元)



资料来源: 久谦, 国信证券经济研究所整理

图61: 三平台床笠销售份额分布

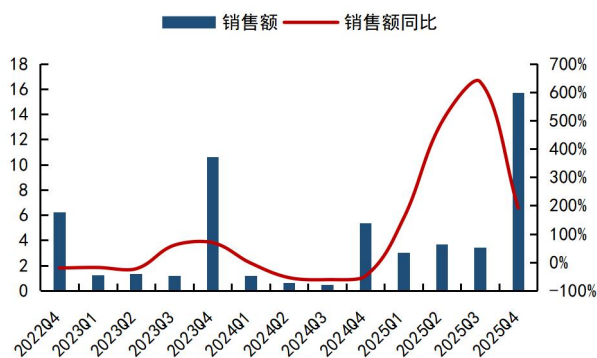
品牌	份额				
	2021	2022	2023	2024	2025
洁丽雅	0.5%	2.7%	5.4%	5.1%	5.0%
水星家纺	2.1%	1.6%	1.4%	2.6%	3.9%
Mido House	3.1%	2.0%	2.2%	2.2%	3.8%
无印良品	0.0%	0.0%	0.2%	0.4%	3.8%
亚朵星球	0.0%	0.0%	0.1%	0.5%	3.2%
雅鹿	0.7%	0.6%	0.5%	3.0%	3.1%
维尼熊	0.0%	0.0%	0.2%	1.2%	2.7%
罗莱家纺	1.1%	1.3%	2.2%	1.9%	2.2%
博洋	2.8%	2.6%	2.3%	2.1%	2.1%
水漾	1.5%	0.9%	1.2%	1.8%	2.0%

资料来源: 久谦, 国信证券经济研究所整理

此外, 鹅绒被表现亮眼, 自 2024 年下半年以来呈现快速增长态势, 月销售额从百万级提升至千万级, 2025 年第四季度峰值达到 1.57 亿元; 同比增速在 2025 年 Q1 至 Q4 连续维持在 100% 以上 (最高达 637.5%)。2025 年线上三平台累计销售超 9.4 万件, 销售额 2.59 亿元, 同比增长 237%; 其羽绒被市场份额也随之水涨船高, 从 2023 年的 8.1% 快速提升至 2025 年的 15.4%, 超越水星家纺, 达到行业第一。

蚕丝被产品同样表现优异。自 2021 年 Q1 起, 在绝大多数的季度中保持着较高的同比增速, 销售额从前期的每月百万到千万级规模波动到稳定在每月千万级, 2024 年 Q4 起每季销售额均在 5000 万以上, 2025 年 Q2 达到 1.18 亿元的历史峰值; 同比增速在 2025 年所有季度都超过 40%, 其中 Q2 和 Q3 连续维持 100% 以上的高增长, 显示出强劲的上升动能。2025 年线上三平台累计销售 29.76 万件, 销售额 3.75 亿元, 同比增长 80.6%; 市场份额同步实现提升, 从 2023 年的 6.2% 飙升至 2025 年的 11.1%, 超越竞争对手水星家纺, 达到行业第一。

图62: 罗莱三平台鹅绒被销售趋势 (单位: 千万元)



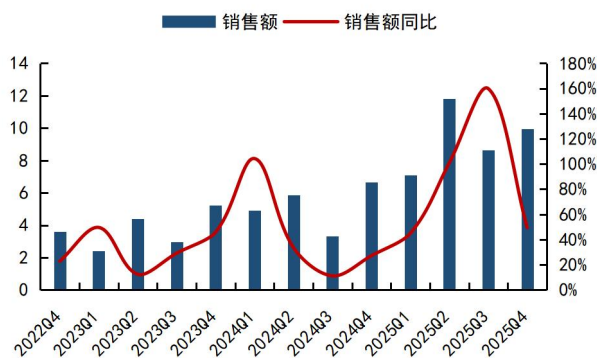
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图63: 三平台羽绒被销售份额分布

品牌	份额 (%)				
	2021	2022	2023	2024	2025
罗莱家纺	6.5%	7.4%	8.1%	7.1%	15.4%
水星家纺	11.0%	12.4%	11.5%	12.4%	12.6%
SIDANDA	4.1%	5.4%	4.8%	6.5%	8.0%
富安娜	9.4%	10.4%	7.3%	7.4%	5.3%
博洋	6.8%	3.5%	3.1%	3.6%	4.7%
百思寒	1.7%	0.5%	2.1%	3.1%	3.8%
京东京造	0.5%	0.8%	1.1%	2.2%	2.9%
宜庭	2.2%	1.1%	2.1%	1.4%	2.1%
乐蜗	2.8%	1.2%	1.0%	1.0%	1.9%
康尔馨	1.8%	2.2%	2.6%	2.7%	1.6%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图64: 罗莱三平台蚕丝被销售趋势 (单位: 千万元)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图65: 三平台蚕丝被销售份额分布

品牌	份额 (%)				
	2021	2022	2023	2024	2025
罗莱家纺	7.8%	7.5%	6.2%	8.2%	11.1%
水星家纺	9.8%	13.0%	13.6%	12.6%	10.3%
蚕花娘娘	8.5%	6.8%	9.3%	9.0%	7.3%
太湖雪	10.0%	6.8%	6.9%	6.0%	6.0%
富安娜	9.4%	7.7%	4.7%	5.6%	4.4%
邵氏家纺	4.4%	3.6%	9.3%	5.0%	3.6%
芸裕	0.0%	0.4%	1.9%	4.4%	3.2%
北极绒	0.4%	0.0%	0.0%	0.3%	2.7%
百丽丝家纺	0.1%	0.1%	0.7%	0.8%	1.6%
东方甄选	0.0%	0.0%	0.5%	0.5%	1.5%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

## 渠道力: 经销渠道量质领跑, 抖音驱动电商高增

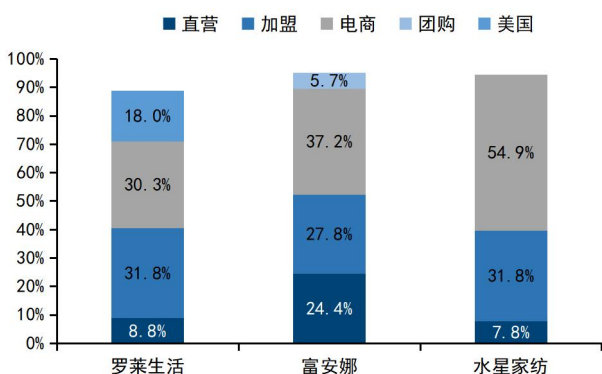
公司渠道力体现在: 1) 经销渠道强, 收入占比高、加盟店数多、店效高、坪效高, 全国网点达 2638 家; 擅长经销商拓展和管理, 头部加盟商合作时间久; 2) 定价中高端, 在经济较发达的华东地区优势显著; 3) 电商渠道调整期过后重回快速增长, 抖音平台成核心增长引擎; 4) 盈利能力方面, 直营、电商渠道毛利率较高, 经销渠道倾向于让利经销商; 5) 供应链近年来专注于扩建产能以提升自产比例和快反能力, 同时持续提升供应链数智化能力。

### ● 家纺企业渠道结构有差异, 罗莱线下经销渠道占优

直营、加盟、电商渠道系家纺行业三大主要渠道, 罗莱、富安娜、水星渠道结构差异较大, 分别以加盟、直营、电商为主要优势渠道。1) 罗莱经销渠道占比高, 加盟店数量多: 罗莱加盟渠道拓展能力强, 2019 年以来加盟渠道收入占比始终在 34% 以上, 是公司第一大渠道; 加盟门店数量在经历了 2020 年的 1979 家的低谷后, 开始持续逆势拓店, 截至 2023 年末, 加盟门店数量达 2395 家, 后行业内遥遥领先。

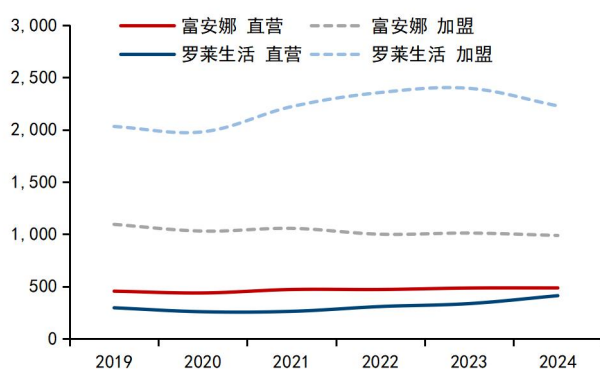
先。进入 2024 年，终端零售承压，加盟收入大幅下滑，公司主动关闭一批业绩较差门店，2024 年底，加盟门店数 2227 家。2) **富安娜直营渠道占优，收入占比高于同行**：富安娜渠道管理上更加重视公司对渠道的掌控力，加盟渠道的拓展速度相对较缓；故加盟渠道收入占比相比较罗莱、水星较低，且加盟门店数量仅在 1000 家左右；直营渠道收入历年来占比几乎均在 24% 以上，相比罗莱和水星直营占比仅有高单位数。3) **水星重视电商发展红利，电商渠道占比高**：2020 年以来，水星家纺电商渠道收入占比高达 50% 以上；富安娜占比约在 35% 以上；罗莱生活电商占国内家纺业务约 40%。

图66: 2024 年家纺上市公司渠道结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图67: 家纺上市公司门店数量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表9: 家纺上市公司渠道收入占比

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>罗莱生活</b> 直营		7.7%	6.8%	6.4%	5.8%	7.7%	8.8%
加盟		38.4%	33.7%	35.2%	35.0%	33.6%	31.8%
电商		23.1%	28.9%	28.0%	27.9%	30.3%	30.3%
美国		17.9%	18.4%	19.1%	22.3%	19.7%	18.0%
<b>富安娜</b> 直营	26.9%	26.9%	24.2%	24.1%	23.7%	23.86%	24.4%
加盟	35.2%	26.9%	27.0%	25.6%	26.9%	27.20%	27.8%
电商	28.5%	36.1%	39.5%	41.6%	41.6%	39.95%	37.2%
团购	6.5%	7.4%	6.8%	5.5%	4.5%	8.99%	5.7%
<b>水星家纺</b> 直营			7.0%	7.3%	7.6%	8.3%	7.8%
加盟			40.8%	39.1%	32.3%	31.3%	31.8%
电商			49.8%	51.7%	58.3%	56.8%	54.9%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

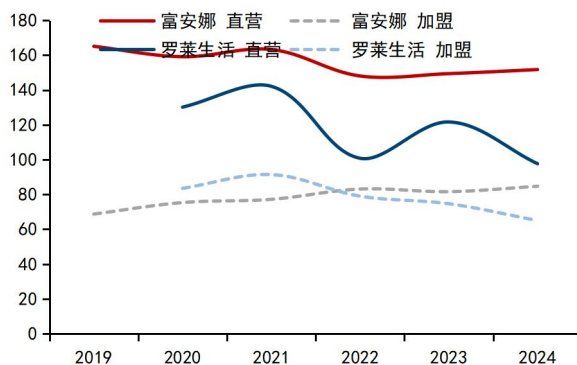
● **线下渠道：罗莱加盟店数多、店效高、坪效高**

1) **店数：罗莱加盟店数是富安娜两倍以上，直营店数略少于富安娜**：2024 年罗莱生活和富安娜门店数分别为 2638 和 1472 家；直营门店分别为 411/485 家；加盟门店分别为 2227/987 家。纵向来看，罗莱自 2018 年达到 2700 家门店后，经历了短期的调整，2020 年到 2236 家的低点，近年来逆势扩张，2024 年提升到 2638 家；富安娜近年来门店数维持平稳，2019 年以来维持在 1500 家左右。

2) **店效富安娜直营略高、加盟店效接近**：2020-2024 年罗莱/富安娜加盟店平均单店收入分别为 79/80 万元，还原流水后，约为 138/140 万元；直营店平均单店收入分别为 116/156 万元。

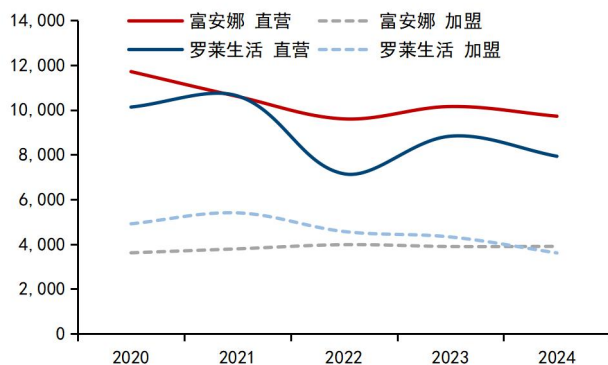
**3) 坪效：罗莱加盟坪效高，富安娜直营坪效高：**从门店面积来看，富安娜单店面积相对更大；从坪效看，2020-2022年罗莱/富安娜加盟店平均单坪收入分别为4540/3833元，还原流水后，约为8000/6700元；直营店平均单坪收入分别为8734/10414元。

图68: 家纺上市公司直营/加盟单店收入（万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图69: 家纺上市公司直营/加盟单坪收入（元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表10: 富安娜&amp;罗莱生活店效/坪效测算

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>罗莱生活</b>							
<b>金额</b>							
直营（百万元）		373.29	334.44	370.84	309.37	407.36	401.34
店数		295.00	257.00	261.00	307.00	335.00	411.00
单店收入（万元）			130.13	142.08	100.77	121.61	97.65
单平收入（元）			10,123.12	10,622.03	7,144.12	8,823.39	7,926.17
单店面积			128.55	133.76	141.06	137.83	123.20
加盟（百万元）	1,864.68	1,652.63	2,029.05	1,860.99	1,788.14	1,447.94	
店数	2,030.00	1,979.00	2,220.00	2,355.00	2,395.00	2,227.00	
单店收入（万元）			83.51	91.40	79.02	74.66	65.02
单平收入（元）			4,910.26	5,398.74	4,567.07	4,323.44	3,610.60
单店面积			170.07	169.30	173.03	172.69	180.07
<b>YOY</b>							
<b>直营</b>							
店数			-10.4%	10.9%	-16.6%	31.7%	-1.5%
单店收入			-12.9%	1.6%	17.6%	9.1%	22.7%
单平收入				9.2%	-29.1%	20.7%	-19.7%
单店面积				4.9%	-32.7%	23.5%	-10.2%
单店面积				4.1%	5.5%	-2.3%	-10.6%
<b>加盟</b>							
店数			-11.4%	22.8%	-8.3%	-3.9%	-19.0%
单店收入			-2.5%	12.2%	6.1%	1.7%	-7.0%
单平收入				9.4%	-13.5%	-5.5%	-12.9%
单店面积				9.9%	-15.4%	-5.3%	-16.5%
单店面积				-0.5%	2.2%	-0.2%	4.3%
<b>富安娜</b>							
<b>金额</b>							
直营（百万元）	784.30	749.35	695.13	767.09	731.21	722.89	735.75
店数		454.00	437.00	470.00	470.00	484.00	485.00
单店收入（万元）		165.06	159.07	163.21	148.02	149.36	151.70
单平收入（元）			11,707.32	10,598.74	9,595.13	10,148.27	9,715.20
单店面积			135.87	153.99	154.26	147.18	156.15
加盟（百万元）	1,026.36	751.38	775.21	814.33	827.73	824.19	835.75
店数		1,093.00	1,029.00	1,055.00	999.00	1010.00	987.00

单店收入 (万元)	68.74	75.34	77.19	83.10	81.60	84.68
单平收入 (元)		3,615.76	3,793.05	3,979.03	3,897.07	3,903.53
单店面积		208.35	203.50	208.84	209.40	216.92
<b>YOY</b>						
<b>直营</b>	-4.5%	-7.2%	10.4%	-4.7%	-1.1%	1.8%
店数		-3.7%	7.6%	0.0%	3.0%	0.2%
单店收入		-3.6%	2.6%	-9.3%	0.9%	1.6%
单平收入			-9.5%	-9.5%	5.8%	-4.3%
单店面积			13.3%	0.2%	-4.6%	6.1%
<b>加盟</b>	-26.8%	3.2%	5.0%	1.6%	-0.4%	1.4%
店数		-5.9%	2.5%	-5.3%	1.1%	-2.3%
单店收入		9.6%	2.5%	7.7%	-1.8%	3.8%
单平收入			4.9%	4.9%	-2.1%	0.2%
单店面积			-2.3%	2.6%	0.3%	3.6%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**头部加盟商合作时间久。**罗莱自 1998 年率先引入特许连锁加盟模式，从公司披露的 2024 年前五大加盟商来看，前两大均合作于 1998 年加盟模式创立之初，2024 年前两大销售额分别达 40.7/34.3 百万元，前两大加盟商销售额占比分别为 2.8%/2.4%；前五大加盟商合作时间均超过 14 年，合计销售总额占公司加盟渠道的 8.9%。

表11：2024 年公司前五大加盟商基本情况

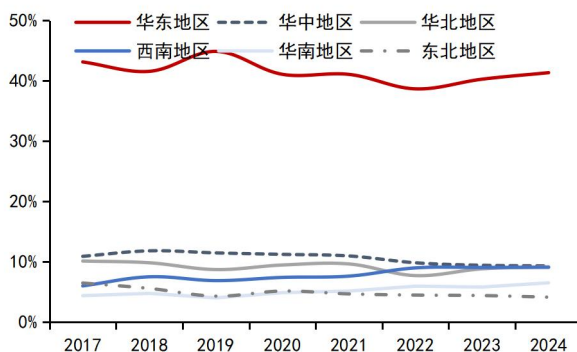
序号	加盟商名称	开始合作时间	是否为关联方	销售总额 (元)	销售占比	加盟商的层级
1	第一名	1998 年 11 月 25 日	否	40,687,439.36	2.8%	一级
2	第二名	1998 年 01 月 25 日	否	34,295,475.77	2.4%	一级
3	第三名	2011 年 02 月 21 日	否	18,794,814.71	1.3%	一级
4	第四名	2000 年 07 月 18 日	否	18,464,998.26	1.3%	一级
5	第五名	2011 年 02 月 22 日	否	16,353,092.01	1.1%	一级
合计	—	—	—	128,595,820.11	8.9%	—

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### ● 定价中高端，销售区域以经济较发达的华东地区为主

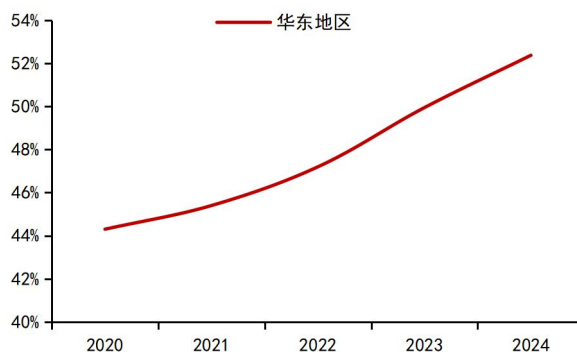
**四大龙头均以创始地为核心区域：**1) **罗莱生活：**创立于江苏省，核心区域始终为华东地区，历年占比均在 40%左右；其次为华中、华北区，占比在 10%左右，规模较大，收入体量高于富安娜；近年来华南区收入增速较快。从盈利能力来看，罗莱生活华东区的毛利率近年来逐年提升。2) **富安娜：**创立于深圳，核心区域为华南地区，2017 年华南区收入占比 40%，随华东、西南区收入快速增长，华南区占比有所下降，2024 年华南/华东/西南区占比分别为 28%/25%/21%；从盈利能力来看，华南区毛利率最高，华东和华中区次之，西南区毛利率略低。3) **水星家纺：**创立于上海，以电商渠道为主，收入占比 55%；线下以华东区为主，收入占比从 2017 年 27%下降至 2024 年 18%；各区域毛利率最低。4) **梦洁家纺：**创立于湖南的核心区域为华中地区且收入占比不断提升，2024 年华中区占比 58%；华东区次之，占比 20%。从盈利能力来看，梦洁各区域毛利率较低。

图70: 罗莱分区域收入占比



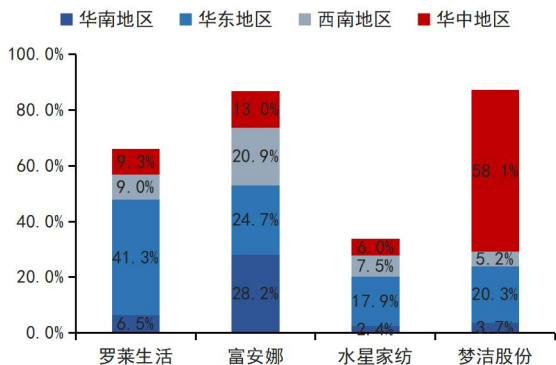
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图71: 罗莱分区域毛利率



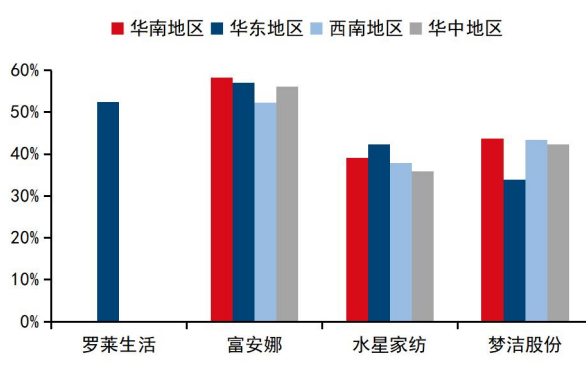
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图72: 2024 年家纺上市公司核心区域收入占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图73: 2024 年家纺上市公司分区域毛利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

● 线上渠道: 罗莱电商渠道调整期过后重回快速增长

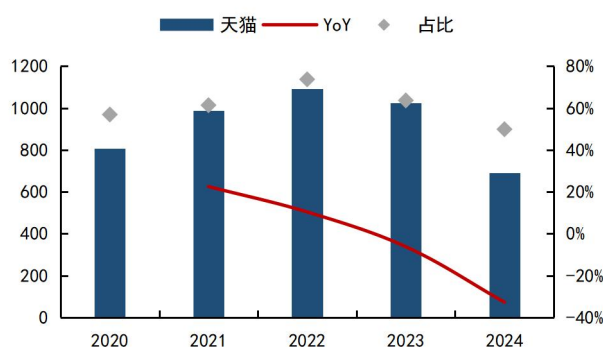
罗莱布局电商时间早, 发展大致分为三个阶段: 1) 2013-2016 年, 快速发展期: 2012 年开始推进电商渠道, 首夺天猫双 11 床上用品类目销售冠军; 2013 年主打 LOVO 品牌, 弱化罗莱主品牌线上销售并推行线上线下同款同价政策; 2014-2016 年随线下门店进入调整期, 以及电商渠道的快速增长, 电商收入占比快速提升, 从 2013 年的 14% 提升至 2016 年的 24%, CAGR3 为 29%。2) 2017-2019 年, 业务梳理期: 电商渠道占比维持在 23% 左右, 其中 2018 年, 线上罗莱主品牌与 LOVO 分拆运营, 更加明确两品牌的差异化定位, 同时对当年和次年电商销售造成短期影响, 收入增长降速。3) 2020 年至今, 线上占比进一步提升: 2020 年随着短期影响消除, 叠加疫情对线下消费的冲击, 消费者进一步向线上转移, 公司电商渠道收入回归快速增长, 电商渠道占比提升至 30% 左右。分平台看, 以天猫平台为主, 伴随抖音等新兴平台的快速发展, 2020 年以来天猫占电商整体呈现先上升再下降的趋势, 占比从 2020 年的 57% 提升至 2022 年的 74% 后连续两年下滑, 2024 年占比 49.9%。

图74: 罗莱电商渠道收入/增速/占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图75: 罗莱天猫平台收入/增速/占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

通过统计天猫、京东、抖音平台重点关注品牌的销售额和销量，1) 罗莱和 IOVO: 罗莱销售额和销售量近年来维持快速增长的趋势，销售额自 2024 年以来超越富安娜位列第二，LOVO 销售额震荡下滑，在 2021-2022 年短暂被梦洁超越；均价来看，两品牌定位差异化显现，罗莱均价高于其他品牌，LOVO 均价低于其他品牌但持续提升，目前均价已超过水星。2) 富安娜: 电商销量在 2017 年已初具规模，略低于水星和 LOVO，远高于其他头部品牌，销售额位列第二；2019 年增长迅速，随后增速趋于平缓，2022 年开始逐年下滑，同时在产品和定价策略上与线下区隔，均价处于线上中高价格段。3) 水星家纺销售额和销量始终保持领先，同时均价相对较低。

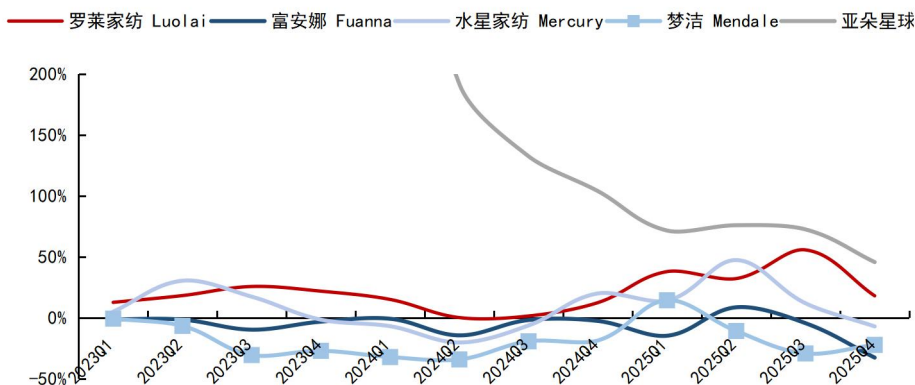
图76: 重点关注家纺品牌天猫+京东+抖音平台销售额/销量/均价

销售额(百万元)					销量(万件)					均价(元)											
年份	水星家纺	富安娜	罗莱家纺	LOVO/乐蜗	梦洁	年份	水星家纺	富安娜	罗莱家纺	LOVO/乐蜗	梦洁	年份	水星家纺	富安娜	罗莱家纺	LOVO/乐蜗	梦洁				
2017	825	515	125	468	161	276	117	17	208	37	299	441	737	225	442	2017	299	441	737	225	442
2018	626	418	158	318	145	276	113	32	181	43	227	370	499	176	338	2018	227	370	499	176	338
2019	1,008	997	353	496	210	400	276	84	181	60	252	361	422	274	347	2019	252	361	422	274	347
2020	1,295	1,130	562	409	279	566	349	173	181	93	229	324	325	226	299	2020	229	324	325	226	299
2021	1,977	1,350	878	387	437	721	419	231	139	121	274	322	380	279	361	2021	274	322	380	279	361
2022	2,252	1,453	1,058	334	464	902	475	275	111	118	250	306	385	301	394	2022	250	306	385	301	394
2023	2,482	1,402	1,265	379	366	892	470	274	117	105	278	298	461	324	349	2023	278	298	461	324	349
2024	2,459	1,332	1,362	317	285	855	354	258	91	62	288	377	528	349	463	2024	288	377	528	349	463
2025	2,743	1,125	1,796	280	249	956	350	306	88	57	287	322	588	317	433	2025	287	322	588	317	433
YOY	YOY	YOY	YOY	YOY	YOY	YOY	YOY	YOY	YOY	YOY	YOY	YOY	YOY	YOY	YOY	YOY	YOY	YOY	YOY	YOY	YOY
2018	-24.1%	-18.8%	26.5%	-32.1%	-10.5%	0.1%	-3.0%	86.8%	-13.1%	16.8%	24.2%	16.2%	32.3%	-21.9%	23.4%	2018	24.2%	16.2%	32.3%	-21.9%	23.4%
2019	61.1%	138.4%	123.1%	56.2%	45.1%	44.8%	143.9%	163.8%	0.2%	41.4%	1.2%	-2.2%	15.4%	55.8%	2.6%	2019	1.2%	-2.2%	15.4%	55.8%	2.6%
2020	28.4%	13.3%	58.9%	-17.6%	32.9%	41.6%	26.4%	106.1%	-0.5%	54.5%	-9.3%	10.4%	22.9%	-17.2%	14.0%	2020	-9.3%	10.4%	22.9%	-17.2%	14.0%
2021	52.7%	19.5%	56.3%	-5.4%	57.0%	27.3%	20.0%	33.9%	-23.2%	29.9%	20.0%	-0.4%	16.7%	23.2%	20.9%	2021	20.0%	-0.4%	16.7%	23.2%	20.9%
2022	13.9%	7.6%	20.5%	-13.8%	6.0%	25.1%	13.4%	19.0%	-20.1%	-2.8%	-8.9%	-5.1%	1.3%	7.8%	9.1%	2022	-8.9%	-5.1%	1.3%	7.8%	9.1%
2023	10.2%	-3.5%	19.6%	13.6%	-21.2%	-1.1%	-1.1%	-0.3%	5.5%	-11.1%	1.4%	-2.4%	13.9%	7.7%	11.3%	2023	1.4%	-2.4%	13.9%	7.7%	11.3%
2024	-0.9%	-5.0%	7.6%	-16.5%	-22.0%	-4.1%	-24.7%	-6.0%	-22.5%	-41.2%	3.3%	26.2%	14.5%	7.8%	32.5%	2024	3.3%	26.2%	14.5%	7.8%	32.5%
2025	11.5%	-15.5%	31.9%	-11.6%	-12.8%	11.8%	-1.1%	18.5%	-2.6%	-6.7%	-0.3%	14.6%	11.3%	-9.2%	-6.5%	2025	-0.3%	14.6%	11.3%	-9.2%	-6.5%
CAGR8	16.2%	10.3%	39.5%	-6.2%	5.5%	16.8%	14.7%	43.5%	-10.2%	5.8%	-0.5%	-3.9%	-2.8%	4.4%	-0.3%	CAGR8	-0.5%	-3.9%	-2.8%	4.4%	-0.3%

资料来源: 久谦, 国信证券经济研究所整理

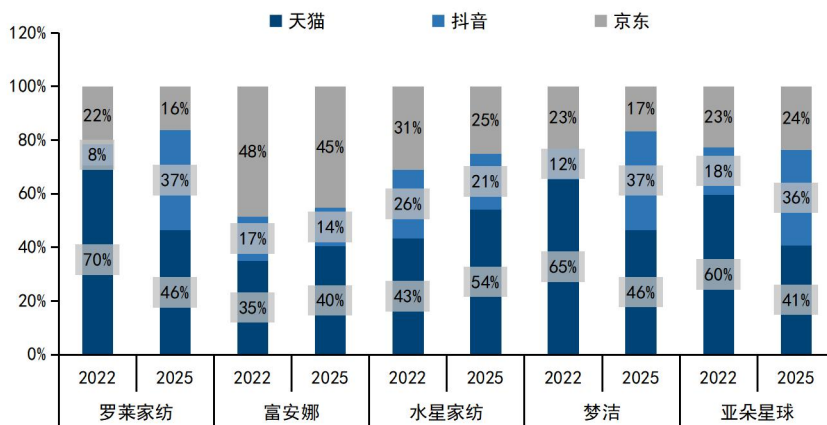
罗莱电商增长动能持续，把握抖音红利成核心增量渠道。2023 年以来电商渠道头部家纺品牌品牌增速分化，除后起之秀“亚朵”增速和份额快速提升外，传统家纺四大龙头品牌中，罗莱增速最快。分平台看，亚朵在天猫、京东、抖音平台均有较高增速；罗莱在抖音平台增速领先，京东、天猫也有稳定增长；水星主要在天猫平台表现较好；梦洁主要在抖音平台表现较好。

图77: 头部家纺品牌电商三平台销售额增速



资料来源: 久谦, 国信证券经济研究所整理

图78: 头部家纺品牌电商三平台销售额占比



资料来源: 久谦, 国信证券经济研究所整理

● 罗莱直营/电商渠道毛利率较高, 经销渠道倾向于让利经销商

从毛利率角度看: 1) 直营渠道: 罗莱与富安娜毛利率较高, 维持在 64%以上且逐年提升; 显著高于水星家纺。2) 电商渠道: 罗莱毛利率最高且近年来持续提升至 53%, 从线上价格带可以看出罗莱线上价格带相对较高, 罗莱主品牌采取线上线下同款同价的策略, 与富安娜线上线下采取两盘货的产品策略有差异。3) 加盟渠道: 罗莱加盟渠道毛利率在 43%~49%, 低于富安娜、高于水星。策略上由于公司近年来大力拓展线下加盟开店, 倾向于让利给经销商, 提货折扣上较为宽松, 故毛利率较低。4) 整体毛利率: 一定程度受渠道结构影响, 罗莱经销渠道占比高, 同时拥有毛利率较低的美国家居业务。

表12: 家纺上市公司渠道毛利率

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>罗莱生活</b>		<b>44%</b>	<b>43%</b>	<b>45%</b>	<b>46%</b>	<b>47%</b>	<b>48%</b>
直营		64%	64%	66%	67%	67%	68%
加盟		46%	43%	45%	47%	47%	49%
电商		45%	46%	48%	51%	52%	53%
美国		36%	35%	37%	37%	34%	28%
<b>富安娜</b>	<b>50%</b>	<b>52%</b>	<b>54%</b>	<b>52%</b>	<b>53%</b>	<b>56%</b>	<b>56%</b>
直营	64%	64%	66%	65%	67%	70%	68%
加盟	48%	50%	51%	50%	53%	56%	56%
电商	41%	45%	49%	46%	46%	48%	50%
团购	39%	42%	46%	42%	45%	44%	42%
<b>水星家纺</b>			<b>35%</b>	<b>38%</b>	<b>39%</b>	<b>40%</b>	<b>41%</b>
直营			57%	58%	52%	54%	53%
加盟			31%	37%	37%	38%	37%
电商			36%	36%	39%	40%	43%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### ● 供应链: 扩建产能提升自产比例, 持续提升供应链综合能力

**国内家纺业务稳步扩建产能, 提升自产比例。**罗莱国际工业园位于江苏南通, 建筑面积约 16 万平方米, 集研发、生产、物流管理等功能于一体。公司实行自主生产与外协生产相结合的模式, 产能利用率一直处于饱和状态。截至 2024 年底, 公司产能为 1235 万件, 2019-2024 年平均产能利用率为 100.8%。

**罗莱智慧产业园投产。**公司自 2022 年起以自有资金规划建设罗莱智慧产业园, 已于 2024 年底顺利完成一期工程, 并于 2025 年第一季度全面投产。2025 上半年产能扩张至 624.7 万件/套, 上年同期为 520.4 万件/套, 同时产能利用率从 90.27% 提升至 95.00%。

该园区引入了 8 套代表德国最新工艺的全自动进口设备及 110 台自动绣花设备, 使公司自制产能大幅提升, 同时显著缩短了生产周期。这不仅强化了供应链的规模与效率, 更打造了柔性快反能力, 降低了对经销商大规模提前订货的依赖, 有助于优化库存管理、降低经营风险。园区内配备的全套物流自动化设备, 实现了从产品生产下线到入库、分拣、出库、发货全流程的自动化与无人化运作, 截至 2024 年底, 日处理订单能力达 15,000 单, 峰值可达 70,000 单。

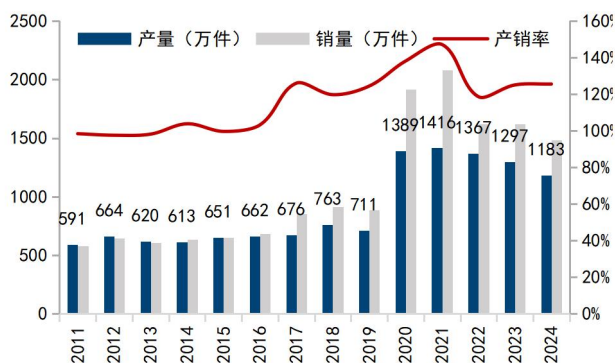
**受订单缩减影响, 海外产能及产能利用率恢复进度暂缓。**海外产能主要为子公司美国莱克星顿 Lexington 在海外的高端家具类产能。2024 年莱克星顿产能约为 1.8 万套; 且 2025 年无产能扩建计划。2020 年第二季度起, 美国莱克星顿受疫情影响无法正常生产、经营, 导致产能利用率同比下降, 2020 年产能利用率仅为 60%。2020 年四季度起, 受益于疫情恢复和美国房地产市场增长, 美国莱克星顿有效地恢复生产并增加员工, 2021-2022 年, 产能逐渐提升的同时产能利用率逐步恢复。2024 年, 受订单缩减影响, 莱克星顿缩减了部分产能, 产能利用率也有所下滑。

表13: 罗莱/富安娜产能及产能利用率

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	20251H
<b>罗莱</b>							
<b>国内</b>							
产能 (万套)	1210	1210	1416	1434	1375	1235	624.7
产能利用率	107.02%	114.77%	108.51%	95.33%	94.33%	85.00%	95.00%
在建工厂	报告期内,公司新投入建设被芯生产线一条,于第四季度投入使用,可增加被芯类产能约10万件/月。						罗莱智慧产业园一季度投产
<b>海外</b>							
产能 (万件)	2.52	2.05	2.08	2.33	2.43	1.80	0.93
产能利用率	75%	60%	61%	68%	71%	53%	55%
<b>富安娜</b>							
产能 (万套)	485	521	531	470	408	381	174.5
产能利用率	89%	93%	95%	90%	87%	89%	83%

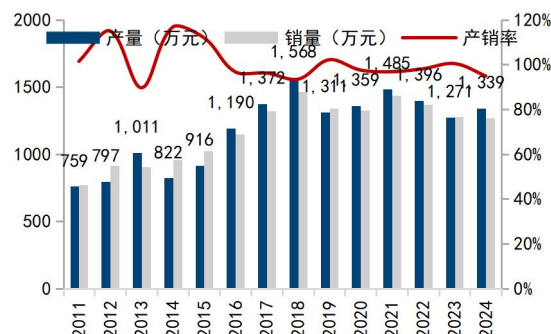
资料来源: 罗莱生活公告, 富安娜公告, 国信证券经济研究所整理

图79: 罗莱产销量 (万件) 及产销率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图80: 富安娜产销量 (万元) 及产销率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**从后端到前端搭建加强供应链数智化建设。**公司不断推进供应链计划运营能力的提升: 1) 2019年启动了罗莱供应链管理优化项目, 进一步建立和完善以零售为导向、以消费者和客户为中心、全价值链协同的广义供应链运营体系。2) 2020年启动了供应链管理优化项目二期, 在第一期项目输出方案的基础上, 以一体化计划能力打造为核心, 以降低库存为主要目标, 通过制定标准、流程、规则等方法推动方案落地, 进一步提升供应链运营能力。持续推行精益生产模式, 推进智能化工厂和仓库物流建设, 提升生产作业效率, 降低成本。通过供应链管理优化项目二期, 实现整体供应链从销售预测、商品计划到生产物料计划、成品发运计划全程端对端的打通, 完成计划信息系统的集成和计划管理体系的搭建。供应链围绕快速响应和柔性交付, 通过计划协调供应链各职能部门, 提升计划完成率, 缩短采购和生产周期, 均衡淡旺季产能, 保障供应并及时满足消费者需求。3) 2021年罗莱生活完成了数据中台 (UDP) 一期的建设, 基于此平台, 会员、门店、商品等运营基本实现数字化管理。4) 2022年继续建设数据中台二期, 着重于供应链可视化以及前中台自动化应用等领域。5) 2023年公司持续开展罗莱智慧产业园的建设, 同时达成了芯类工厂制造执行系统 MES、数据采集与监控系统 SCADA 的上线。SAP 系统中的物料需求计划 MRP 模块全面启用, 系统自动计算的比例超过

80%。在 2023 年全部上线了“供应链数据分析体系”，为决策提供了准确的数据依据。6) 2024 年公司持续开展罗莱智慧产业园的建设，同时达成了单套件工厂制造执行系统 MES 的上线，以及仓库管理系统 WMS、SAP 系统中的物料需求计划 MRP 模块、供应商关系管理系统 SRM 的优化升级，系统自动计算的比例超过 80%。7) 2025 年公司规划上线集成业务计划系统 IBP，强化供应链计划能力、提升产销协同效率。同时为提升采购协同效率，将对供应商关系管理系统 SRM 进行持续升级改造。最终打通端到端信息流，并探索供应链智能决策分析与智能预警。

表 14: 供应链体系优化建设项目进度

	2018	2019	2020	2021	2022
供应链体系优化建设项目	4%	16%	30%	51%	100%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**提升物流运营能力。**物流仓储方面，近年来公司分别建立了自动分拣机和智能立库，自动分拣机于 2020 年开始运营，可实现日均线上发 4 万单；智能立库于 2021 年建成并投入运营，可容纳近 3.2 万个存储货位，存放近 4 万立方米的货物，相较原有平库新增 40% 的存储量；同时智能立库和自动化分拣设备的投入，有助于作业效率和准确率提升，全面提升了仓储能力和全渠道发运能力。

图 81: 罗莱物流管理网络



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

## 品牌力：多品牌矩阵搭建，多元化品类布局

罗莱通过自建、并购、获取授权的方式，搭建运营家纺、家具多品牌多元化产品：

### 一、家纺多品牌纵深高中低价格带

公司自建的家纺品牌罗莱、罗莱儿童、LOVO 乐蜗，以及受托托管、随后以托管期间经营损益作为对价收购的恐龙纺织，和拥有全球高端床品品牌授权的廊湾家居，共同形成了公司差异化定位、纵深高中低端价格带的家纺品牌矩阵。其中廊湾代理床品品牌定位超高端，价格带在 5000~40000；罗莱、罗莱儿童定位中高端，价格带在 1000~8000；LOVO 乐蜗（线上专营品牌）、恐龙定位大众市场，价格带在 300~3000。

子品牌中，LOVO 乐蜗创立于 2009 年，2013 年开始在电商渠道主打 LOVO，弱化罗莱主品牌线上销售并推行线上线下同款同价政策；2016 年 LOVO 与 LACASA 乐优家

合并，定位为大众消费的高性价比产品；2018年线上主品牌与LOVO分拆运营，更加区分两品牌发展方向。

图82：公司旗下家纺品牌风格定位具有差异化

超高端	中高端	大众
 <p><b>廊湾：</b> 价格带：5000~40000 产品风格：高端精品，其中意大利品牌yolanna以真丝+蕾丝边为主打款式</p>	 <p><b>罗莱：</b> 价格带：1000~8000 产品风格：高端简约，超柔床品为主打款式</p>	 <p><b>LOVO乐蜗：</b> 价格带：300~2000 产品风格：年轻时尚</p> <p><b>恐龙：</b> 价格带：500~3000 产品风格：年轻时尚</p>

资料来源：天猫官方旗舰店，公司公告，国信证券经济研究所整理

表15：罗莱旗下自有家纺品牌

品牌名称	商标名称	主要产品类型	特点	目标客户群	主要产品价格带	主要销售区域	城市级别
罗莱儿童	罗莱罗莱儿童	套件、芯类	超柔床品，连续18年市场综合占有率第一位	25-39岁新中产家庭	1000~8,000	全国线下、线上	新一线、一~四线
LOVO乐蜗家纺	LOVO乐蜗	套件、芯类	互联网时尚床品品牌	22-35岁成长一族	300~2,000	全国线上	新一线、一~四线
廊湾家居	廊湾家居	床品、家居品等	全球家居精品	25-45岁富裕家庭	5,000~40,000	全国线下、线上	新一线、一~四线
LAVIE HOME	LAVIE HOME	床品、家居品等	国际时尚家居品牌	20-40岁精致乐活一族	500~3,000	全国线下、线上	新一线、一~三线

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

剔除2016年并表的内野以及2017年并表的莱克星顿，公司国内家纺主业收入占比从100%下降至2022年的68%，收入规模从2015年的29亿增至2021年的42亿元，复合增速为6.4%；2022年受疫情影响下滑至36亿元。

图83: 公司国内家纺主业（除内野）收入规模及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

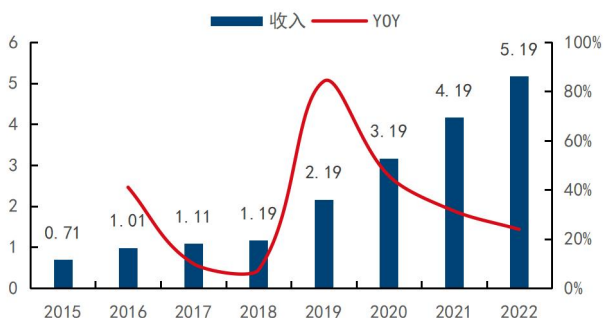
## 二、收购家具、毛巾头部品牌，横跨多品类

### 1) 2015 年收购日本毛巾品牌内野 60% 股权

2015 年公司以 4800 万元收购内野中国销售公司 60% 股权, 并于 2016 年 1 月并表。目标客户群体为讲究生活品质的中产女性与家庭, 产品价格带在 200~3000 元。内野系日本超高端毛浴巾、家居服品牌, 创建于 1937 年, 据统计占日本高档毛巾销售市场的 40%。

罗莱收购后与公司自身家纺业务形成良好的协同性, 通过整合双方的销售渠道资源等一系列投后管理措施, 2016 年内野中国销售公司业绩显著增长, 销售收入同比增长 41%, 税后净利润同比增长 201%。2015-2021 年, 内野收入、净利润同步快速增长, CAGR6 分别为 34.3% 和 32.1%; 2022 年收入继续保持 24% 的高增速, 但疫情影响下净利润首度出现亏损。2016 年并表以来至 2022 年, 累计净利润 0.56 亿元。

图84: 内野中国销售收入及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图85: 内野中国净利润及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 2) 2016 年全资收购美国百年家具品牌莱克星顿 (LEXINGTON)

2016 年成立产业基金用于对外并购, 在同年 10 月对外投资 5.15 亿元并购莱克星顿 100% 股权, 并于 2017 年 1 月并表。

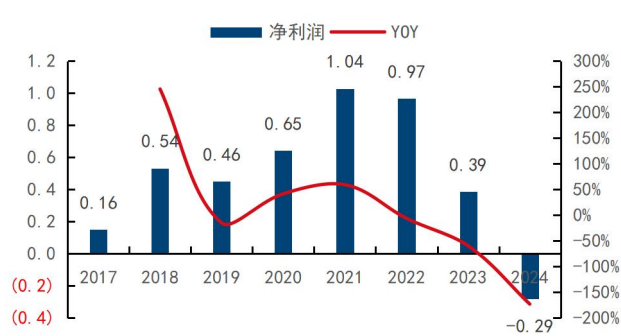
莱克星顿是公司唯一一个在海外销售的品牌, 是百年家居品牌, 定位高端。相较内野规模体量更大, 受美国楼市影响, 收入增速相对较缓, 但经公司收购后, 利润率大幅改善, 2018 年净利率同比提升 4.6 个百分点至 6.6%, 此后截至 2022 年, 每年净利率维持在 5.3%~9.3% 的水平。但 2022 年后, 由于美国房地产景气度转弱

与高按揭利率压制终端更新与置换需求，导致订单减少；叠加其需求转弱时加大折扣消化库存，收入和利润表现均下滑。2017-2024 年收入 CAGR7 为 0.5%。2017 年并表以来至 2024 年，累计贡献净利润 3.92 亿元；2024 年亏损接近 3000 万元，2025/2026 年预计亏损持续收窄。

图86: 莱克星顿销售收入及增速



图87: 莱克星顿净利润及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 三、代理全球知名品牌，丰富品类矩阵

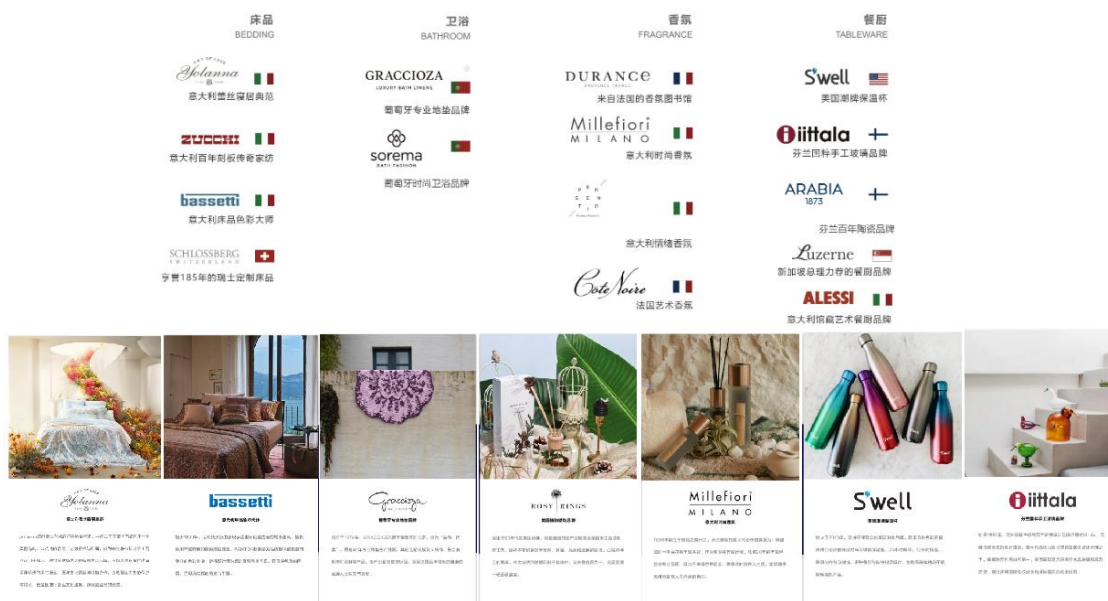
公司自建品牌廊湾家居，与全球高端床品、卫浴、香氛、餐厨具等家居生活方式品牌合作，以“将全球具有代表性的家居设计作品带入中国”为首要任务，主打高端精致的生活方式。通过多品牌多品类产品组合的方式，为消费者提供一站式精品家居购物体验。廊湾家居在线下拥有 40 余家专营门店，从区域划分来看以华东区为主，开店选址以高线城市核心商圈为主。

表16: 罗莱旗下授权品牌

品牌名称	商标名称	主要产品类型	特点	目标客户群	主要产品价格带	主要销售区域	城市级别	授权方	授权期限	是否为独家授权
SHERIDAN	SHERIDAN 雪瑞丹	床品、毛浴巾	澳洲五星艺术床品	上层中产/富裕家庭	5,000~18,000	北上广深、江苏、大连、杭州、成都、武汉	新一线、二线城市	SHERIDANUK	2027/11/30	是
ZUCCHI	ZUCCHI 素绮	床品	意大利百年刻板传奇家纺	上层中产/富裕家庭	8,000~25,000	北上广深、大连、河北、青岛、成都	新一线、二线城市	ZUCCHI	2028/12/31	是
BASSETTI	BASSETTI 芭赛迪	床品、家居用品	意大利床品色彩大师	上层中产/富裕家庭	5,000~25,000	北上广深、青岛、大连、河北、成都	新一线、二线城市	BASSETTI	2028/12/31	是
SCHLOSSBERG	SCHLOSSBERG	床品、家居品牌	瑞士百年品牌，品质与艺术的结合	上层中产/富裕家庭	10,000~30,000	北上广深	一线城市	SCHLOSSBERG	每年自动延续	是
GRACCIOZA	GRACCIOZA 格傲雅	毛浴巾、地垫	葡萄牙全进口，国际浴室地垫领导者	上层中产/富裕家庭	1500~3000	北上广深、线上天猫	新一线、二线城市	SOREMA-TAPE TESECORTINA SDEBANHO	每年自动延续	否
Millefiori	Millefiori 米兰菲丽	香氛	欧洲最大居室香氛生产商，欧洲高档居室香氛行业领导者	中产/富裕家庭	158~1088	北上广深、线上天猫	新一线、二线城市	Millefiori	2025/12/31	否
DURANCE	DURANCE 朵昂思	香氛	来自法国的香氛图书馆	中产/富裕家庭	158~1488	北上广深、线上天猫	新一线、二线城市	DURANCE	每年自动延续	是
IITTALA	IITTALA 伊塔拉	餐瓷	芬兰国粹手工玻璃品牌	上层中产/富裕家庭	158~15000	北上广深	新一线、二线城市	菲时卡	2025/12/31	否

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图88: 廊湾家居合作品牌



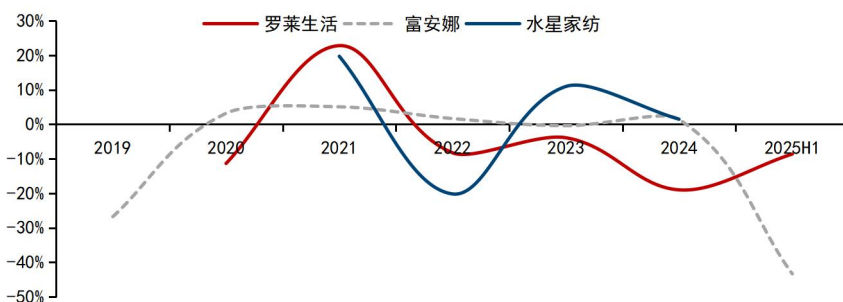
资料来源: 廊湾家居官网, 廊湾家居官方公众号, 国信证券经济研究所整理

### 未来展望: 基本盘稳固、加盟渠道库存拐点已现, 大单品策略+抖音渠道带动增长

我们认为罗莱未来可以保持长期领先增长的核心原因在于:

- 1、基本盘稳固: 家纺行业第一品牌+产品高端差异化定位+经销渠道量质领跑+线上天猫基本盘稳定
- 2、加盟渠道主动去库时间更早、节奏更彻底, 库存与加盟体系已处于“轻装上阵”状态, 为后续补库增长蓄势

图89: 家纺品牌加盟渠道收入增速



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

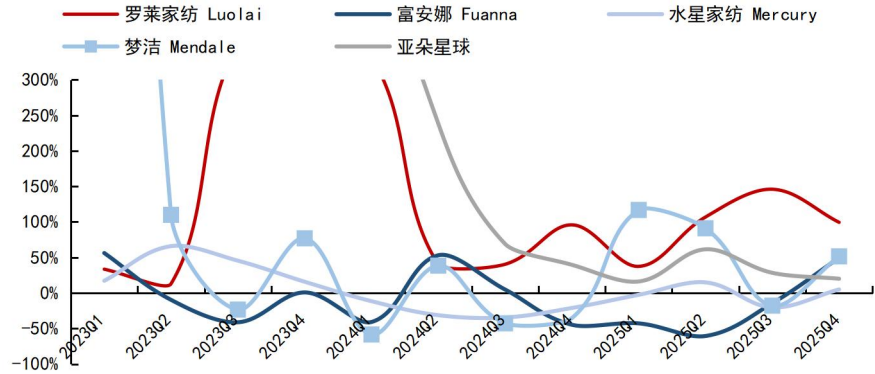
### 3、大单品策略跑通, 把握抖音红利成核心增量场

2025Q2 以来, 罗莱是抖音平台上增速最快的头部家纺品牌, 体量和亚朵仍有差距, 增长动力充足。

抖音平台投流费用较高, 若销售额增长的同时保证利润率稳定, 需通过大单品策

略提升单品销量、增厚利润率，显然罗莱的大单品策略已在抖音平台跑通并持续放量。

图90: 家纺品牌抖音平台销售额增速



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

大单品毛利率方面，根据我们测算，罗莱 24H1/25H1 枕芯收入分别为 0.96/1.51 亿元，25H1 增量基本由深睡枕大单品贡献；24H1/25H1 枕芯毛利率分别为 55.1%/59.5%，故传统枕芯品类毛利率大约为 55%，深睡枕毛利率大约为 67%，毛利率比传统品类高 12 个百分点。

## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

1、**收入**：预计 2025~2027 年总收入分别为 48.55 亿元、53.53 亿元、56.95 亿元，同比增长 6.5%、10.3%、6.4%。

1) **直营渠道**：预计 2025~2027 年收入分别增长 4.6%、5.7%、4.6%。2026 年门店有望重回净增长，直营渠道 2025~2027 年开店增速分别为-7.5%、+2.6%、+2.6%；店效（单店收入）预计增速为 13.2%、3.0%、2.0%，店效增长主要依靠店效较高的购物中心门店占比提升，2025 年店效增速较快主要得益于低基数及低效门店关闭。

2) **加盟渠道**：预计 2025~2027 年收入分别增长 1.3%、8.6%、4.5%。加盟渠道系公司核心优势渠道。2026 年门店有望重回净增长，加盟渠道 2025~2027 年开店增速分别为-5.7%、+1.4%、+1.4%，单店收入预计增速为 7.4%、7.1%、3.0%，公司加盟渠道库存健康，加盟商订货提货积极，预计 2026 年加盟渠道增速快于直营渠道。

3) **线上渠道**：预计 2025~2027 年收入分别增长 18.0%、25.0%、15.0%。公司 2025 年电商渠道增速领跑，尤其抖音平台为重要增长引擎，大单品策略已跑通且持续放量，2026 年趋势有望延续，电商渠道预计保持快速增长。

4) **美国家具**：预计 2025~2027 年收入分别增长-8.0%、-8.0%、-8.0%。莱克星顿家具业务受美国地产周期影响较大，我们预计未来收入将持续下滑，但亏损幅度

有望改善。

**5) 其他渠道：**预计 2025 年收入增长 15.0%，2026~2027 年收入保持平稳。其他渠道主要为团购，预计未来保持平稳。

**2、毛利率：**预计 2025~2027 年分别为 48.8%、49.6%、49.9%。一方面基于公司生产运营端效率提升，另一方面基于渠道结构变化、以及大单品带动下线上渠道毛利率提升；公司整体毛利率伴随渠道结构变化稳健提升。

**3、费用率：**1) 假设 2025~2027 年管理费用率和研发费用率基本保持稳定；2) 由于公司有息负债率低，现金流充沛，财务费用率预计维持在-0.5%的水平；3) 由于公司各渠道仍在扩张，同时线上渠道投放费用较高，我们预计公司销售费用率仍保持在历史较高水平，假设 2025~2027 年销售费用率分别为 26.4%、26.8%、27.0%。

**4、所得税率：**预计在 2025~2027 年所得税率维持在 10%。

**5、归母净利润：**预计 2025~2027 年分别为 5.20 亿元、5.92 亿元、6.37 亿元，增速分别为 20.1%、13.9%、7.5%。

表17: 公司盈利预测假设条件

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>收入 (百万元)</b>	<b>5760</b>	<b>5314</b>	<b>5315</b>	<b>4559</b>	<b>4855</b>	<b>5353</b>	<b>5695</b>
直营	370.84	309.37	407.36	401.34	419.90	443.96	464.45
店数	261	307	335	411	380	390	400
单店收入	142.08	100.77	121.60	97.65	110.50	113.84	116.11
加盟	2,029.05	1,860.99	1,788.14	1,447.94	1,466.46	1,593.02	1,664.24
店数	2,220	2,355	2,395	2,227	2,100	2,130	2,160
单店收入	91.40	79.02	74.66	65.02	69.83	74.79	77.05
线上销售	1,611.58	1,481.62	1,609.71	1,382.38	1,631.21	2,039.02	2,344.87
其他渠道	646.86	476.27	462.16	505.36	581.16	581.16	581.16
美国	1,101.68	1,185.56	1,047.91	822.22	756.44	695.93	640.25
<b>收入 YOY</b>	<b>17.3%</b>	<b>-7.7%</b>	<b>0.0%</b>	<b>-14.2%</b>	<b>6.5%</b>	<b>10.3%</b>	<b>6.4%</b>
直营	10.9%	-16.6%	31.7%	-1.5%	4.6%	5.7%	4.6%
店数	1.6%	17.6%	9.1%	22.7%	-7.5%	2.6%	2.6%
单店收入	9.2%	-29.1%	20.7%	-19.7%	13.2%	3.0%	2.0%
加盟	22.8%	-8.3%	-3.9%	-19.0%	1.3%	8.6%	4.5%
店数	12.2%	6.1%	1.7%	-7.0%	-5.7%	1.4%	1.4%
单店收入	9.4%	-13.5%	-5.5%	-12.9%	7.4%	7.1%	3.0%
线上销售	13.6%	-8.1%	8.6%	-14.1%	18.0%	25.0%	15.0%
其他渠道	8.0%	-26.4%	-3.0%	9.3%	15.0%	0.0%	0.0%
美国	21.6%	7.6%	-11.6%	-21.5%	-8.0%	-8.0%	-8.0%
<b>毛利率</b>	<b>45.0%</b>	<b>46.0%</b>	<b>47.3%</b>	<b>48.0%</b>	<b>48.8%</b>	<b>49.6%</b>	<b>49.9%</b>
直营	66.4%	66.5%	67.3%	67.6%	68.0%	68.0%	68.0%
加盟	45.3%	46.7%	47.4%	48.8%	48.0%	48.1%	48.2%
线上销售	48.5%	50.5%	52.2%	53.3%	54.4%	54.6%	54.0%
其他渠道	36.4%	37.1%	42.3%	48.1%	48.5%	48.0%	48.0%
美国	37.2%	37.2%	33.8%	28.1%	28.1%	28.2%	28.2%
<b>费用率</b>							
销售费用率	19.6%	21.5%	24.7%	26.4%	26.4%	26.8%	27.0%
管理费用率	6.9%	6.7%	5.9%	6.6%	7.0%	7.0%	7.0%
研发费用率	2.2%	2.1%	2.1%	2.2%	2.2%	2.1%	2.1%
财务费用率	-0.7%	-0.4%	-0.4%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
<b>所得税率</b>	<b>16%</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>
<b>归母净利润 (百万元)</b>	<b>713.21</b>	<b>573.51</b>	<b>572.44</b>	<b>432.85</b>	<b>519.77</b>	<b>591.92</b>	<b>636.53</b>
YOY	21.9%	-19.6%	-0.2%	-24.4%	20.1%	13.9%	7.5%
归母净利润率	12.4%	10.8%	10.8%	9.5%	10.7%	11.1%	11.2%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理预测

## 未来 3 年业绩预测

我们预计 2025~2027 年收入分别为 48.6/53.5/56.9 亿元，同增 6.5%/10.3%/6.4%；归母净利润分别为 5.2/5.9/6.4 亿元，同增 20.1%/13.9%/7.5%。每股收益分别为 0.62/0.71/0.76 元。

表18: 盈利预测与市场重要数据

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,315	4,559	4,855	5,353	5,695
(+/-%)	0.0%	-14.2%	6.5%	10.3%	6.4%
净利润(百万元)	572	433	520	592	637
(+/-%)	-0.2%	-24.4%	20.1%	13.9%	7.5%
每股收益(元)	0.69	0.52	0.62	0.71	0.76
EBIT Margin	13.6%	12.1%	12.6%	13.0%	13.1%
净资产收益率(ROE)	13.5%	10.3%	12.1%	13.4%	14.0%
市盈率(PE)	14.8	19.4	16.3	14.3	13.3
EV/EBITDA	13.9	16.6	14.2	12.4	11.5
市净率(PB)	2.00	2.01	1.97	1.92	1.86

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理预测

## 盈利预测情景分析

我们根据乐观、中性、悲观三种情景假设，得到以下盈利预测结果：1) 乐观假设下，公司 2025-2027 年净利润分别为 5.4/6.3/6.9 亿元；2) 中性假设下，公司 2025-2027 年净利润分别为 5.2/5.9/6.4 亿元；3) 悲观假设下，公司 2025-2027 年净利润分别为 5.0/5.4/5.7 亿元。

表19: 情景分析(乐观、中性、悲观)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	5,315	4,559	4,870	5,394	5,756
(+/-%)	0.0%	-14.2%	6.8%	10.8%	6.7%
净利润(百万元)	572	433	542	632	690
(+/-%)	-0.2%	-24.4%	25.2%	16.5%	9.3%
摊薄 EPS	0.69	0.52	0.65	0.76	0.83
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	5,315	4,559	4,855	5,353	5,695
(+/-%)	0.0%	-14.2%	6.5%	10.3%	6.4%
净利润(百万元)	572	433	520	592	637
(+/-%)	-0.2%	-24.4%	20.1%	13.9%	7.5%
摊薄 EPS(元)	0.69	0.52	0.62	0.71	0.76
<b>悲观的预测</b>					
营业收入(百万元)	5,315	4,559	4,833	5,205	5,454
(+/-%)	0.0%	-14.2%	6.0%	7.7%	4.8%
净利润(百万元)	572	433	496	537	568
(+/-%)	-0.2%	-24.4%	14.5%	8.2%	5.9%
摊薄 EPS	0.69	0.52	0.59	0.64	0.68
<b>总股本(百万股)</b>	835	831	834	834	834

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值：11.1-13.1 元

在多渠道共同推动下收入增长，以及从生产到运营端提效带来利润率提升，我们预计公司在未来几年收入和毛利率保持一定增速，费用率基本保持稳定，具体情况如下表所列示：

表20：公司盈利预测假设条件（%）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入增长率	-7.7%	0.0%	-14.2%	6.5%	10.3%	6.4%	6.6%	4.2%	4.0%
毛利率	46.0%	47.3%	48.0%	48.8%	49.6%	49.9%	50.4%	50.8%	51.0%
管理费用/营业收入	6.7%	5.9%	6.6%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
销售费用/销售收入	21.5%	24.7%	26.4%	26.4%	26.8%	27.0%	26.7%	26.7%	26.7%
营业税及附加/营业收入	0.7%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
所得税税率	14.0%	15.2%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%
股利分配比率	89.5%	91.0%	118.7%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表21：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.2	T	9.84%
无风险利率	2.00%	Ka	9.20%
股票风险溢价	6.00%	有杠杆 Beta	1.25
公司股价（元）	10.13	Ke	9.51%
发行在外股数（百万）	834	E/(D+E)	95.40%
股票市值(E, 百万元)	8447	D/(D+E)	4.60%
债务总额(D, 百万元)	407	WACC	9.32%
Kd	6.00%	永续增长率（10年后）	1.50%

资料来源：wind，国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 11.1-13.1 元。

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表22：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

11.98		WACC 变化				
		8.3%	8.8%	9.32%	9.8%	10.3%
永续 增长 率变 化	2.1%	14.73	13.56	12.55	11.68	10.91
	1.9%	14.44	13.32	12.35	11.51	10.77
	1.7%	14.16	13.09	12.16	11.35	10.63
	1.5%	13.90	12.87	11.98	11.19	10.50
	1.3%	13.66	12.67	11.80	11.05	10.37
	1.1%	13.42	12.47	11.64	10.91	10.25
	0.9%	13.20	12.29	11.48	10.77	10.14

资料来源：wind，国信证券经济研究所分析

## 相对估值：11.9-13.1 元

罗莱作为我国家纺龙头，市场地位稳固，床上用品市占率第一。业绩规模与增速优于同行，营运稳健，分红率高。我们看好公司产品高端差异化定位和线下渠道优势下稳固基本盘，以及通过大单品策略在线上渠道尤其是抖音渠道获得快速增长，同时大单品带动毛利率提升、加盟渠道恢复带动净利率提升，公司净利润增速有望超过收入增速，预计公司 2025~2027 年收入和净利润的复合增速分别为 7.7%和 13.7%。

家纺行业前三大龙头罗莱、水星、富安娜地位稳固且均为上市公司，我们主要参考这三家公司的估值。罗莱市占率最高、综合实力优秀，与富安娜相比未来预期增速较快，与水星家纺相比业绩稳健性更强、股息率更高；产品定位定价方面与富安娜均定位于中高端，中高端家纺市场成长性与竞争格局较好。罗莱当前股价对应 2026 年 PE 为 14.0x, 2026 年 PE 对应 2024~2026 年复合增速的 PEG 为 0.83x, 低于水星的 1.02x PEG（富安娜净利润下滑故 PEG 为负）。若给予罗莱 2026 年 1.0~1.1xPEG，即对应 2026 年 16.7~18.4x PE，对应目标价 11.9~13.1 元。

表23: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 人民币	EPS			PE			g 2024~2026	PEG 2026	总市值 (人民币 亿元)
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E			
002293.SZ	罗莱生活 家纺公司	优于大市	9.9	0.52	0.62	0.71	19.0	15.9	14.0	16.7%	0.83	84.5
002327.SZ	富安娜	优于大市	6.9	0.65	0.46	0.49	10.7	14.9	14.2	-13.2%	(1.07)	57.8
603365.SH	水星家纺	无评级	20.6	1.40	1.55	1.74	14.7	13.3	11.8	11.6%	1.02	54.1

资料来源: wind, 国信证券经济研究所

注: 无评级公司为 wind 一致预期

## 投资建议

**看好公司中期成长性及长期现金回报。**罗莱作为我国家纺龙头，市场地位稳固、业绩规模与增速优于同行，营运稳健，盈利能力强，分红率高。我们看好公司产品高端差异化定位和线下渠道优势下稳固基本盘，以及通过大单品策略在线上渠道尤其是抖音渠道获得快速增长，同时大单品带动毛利率提升、加盟渠道恢复带动净利率提升。短期公司成长性高、且净利润增速有望超过收入增速；长期看好公司稳健增速下持续提供可观的现金回报。预计 2025~2027 年净利润分别为 5.20 亿元、5.92 亿元、6.37 亿元，同比增长 20.1%、13.9%、7.5%。首次覆盖给予“优于大市”评级，根据相对估值和绝对估值方法给予合理估值区间 11.9~13.1 元，合理估值对应 2026 年 16.7~18.4x PE，1.0~1.1xPEG；若公司维持 80%以上分红率，2026 年股息率将达到 5.6%。

## 风险提示

### 估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 11.9~13.1 元之间,但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本(WACC)的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定,都加入了很多个人的判断:

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、加权资本成本(WACC)对公司估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.0%、风险溢价 6.0%,WACC 为 9.3%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低,从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.5%,公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较,选取了可比公司 2026 年 PEG 作为相对估值的参考,同时考虑公司成长性和股息率,对 PE 进行修正,最终给予公司 16.7~18.4x PE,可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

我们对公司的业绩预测基于对渠道拓展、财务比率的假设。其中涉及的公司店渠道拓展进度、店效、盈利水平等假设均带有一定主观性,可能和实际结果有所偏差,导致对公司的盈利预测高于实际情况。

### 经营风险

大单品增长可持续性风险:公司当前增长的核心动力来自于零压深睡枕、床笠、鹅绒被等“大单品”的成功推广。然而,家纺消费趋势变化较快,若未来消费者偏好转移、产品创新迭代不及预期或市场竞争加剧导致爆品热度消退,而公司未能持续打造出新的畅销单品,则可能面临大单品周期过后增长动能放缓的风险。

海外业务亏损及减值风险:公司的美国家具业务(莱克星顿 Lexington)正持续受到当地房地产市场景气度与高利率环境的压力。若美国市场需求进一步疲软,或公司运营调整不及预期,可能导致莱克星顿业务亏损幅度扩大。同时,持续的亏损和低迷的经营环境可能需要对相关长期资产进行减值测试,存在商誉等资产减值的风险,从而对公司整体利润造成额外冲击。

公司成本主要为多种原材料,其中一类或者多种原材料价格大幅上涨将对公司成本产生压力。若原材料价格上涨速度过快或幅度过大,销售端无法有效对冲,则可能会使公司利润率低于我们预期并产生大幅波动。

公司可能无法如我们预期那样持续有效提高管理运营效率,优化各类成本与费用,导致费用率高于我们预期,从而使得盈利预测和实际结果产生偏差。

### 财务风险

存货比重较大，存在存货跌价风险。

原材料价格波动致利润率下滑。

产能扩建导致资本开支加大、折旧摊销加大。

### 行业风险

家纺市场竞争激烈，消费者消费能力近年来受宏观经济环境冲击，亚朵作为新入局者抢占份额。

### 市场风险

若大盘因系统性风险导致下跌或投资者情绪、交易策略等发生变化，公司估值可能出现较大波动，导致股价阶段性背离基本面趋势。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2122	1143	987	1006	1077	营业收入	5315	4559	4855	5353	5695
应收款项	507	368	474	489	512	营业成本	2803	2370	2484	2697	2851
存货净额	1344	1087	1116	1204	1270	营业税金及附加	50	33	35	39	41
其他流动资产	203	318	338	373	397	销售费用	1313	1203	1281	1435	1538
<b>流动资产合计</b>	<b>4262</b>	<b>3393</b>	<b>3393</b>	<b>3550</b>	<b>3734</b>	管理费用	316	300	355	390	414
固定资产	1172	1388	1490	1600	1704	研发费用	111	99	105	114	120
无形资产及其他	309	381	366	352	338	财务费用	(23)	(21)	(23)	(25)	(26)
投资性房地产	1059	1003	1003	1003	1003	投资收益	17	11	11	13	13
长期股权投资	2	2	2	2	2	资产减值及公允价值变动	152	94	73	80	85
<b>资产总计</b>	<b>6804</b>	<b>6166</b>	<b>6254</b>	<b>6506</b>	<b>6780</b>	其他收入	(363)	(289)	(230)	(254)	(270)
短期借款及交易性金融负债	797	301	321	354	377	营业利润	662	490	576	657	706
应付款项	692	700	643	701	761	营业外净收支	12	(13)	0	0	0
其他流动负债	683	669	690	734	797	<b>利润总额</b>	<b>674</b>	<b>477</b>	<b>576</b>	<b>657</b>	<b>706</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2171</b>	<b>1670</b>	<b>1655</b>	<b>1788</b>	<b>1935</b>	所得税费用	103	47	57	65	69
长期借款及应付债券	0	86	86	86	86	少数股东损益	(2)	(2)	0	0	0
其他长期负债	374	205	205	205	205	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>572</b>	<b>433</b>	<b>520</b>	<b>592</b>	<b>637</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>374</b>	<b>291</b>	<b>291</b>	<b>291</b>	<b>291</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>					
<b>负债合计</b>	<b>2546</b>	<b>1961</b>	<b>1945</b>	<b>2079</b>	<b>2226</b>	净利润	572	433	520	592	637
少数股东权益	24	20	20	20	20	资产减值准备	(54)	(9)	46	19	16
股东权益	4234	4185	4289	4408	4535	折旧摊销	69	71	139	167	181
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6804</b>	<b>6166</b>	<b>6254</b>	<b>6506</b>	<b>6780</b>	公允价值变动损失	(152)	(94)	(73)	(80)	(85)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(23)	(21)	(23)	(25)	(26)
每股收益	0.69	0.52	0.62	0.71	0.76	营运资本变动	162	153	(144)	(17)	26
每股红利	0.62	0.62	0.50	0.57	0.61	其它	54	10	(46)	(19)	(16)
每股净资产	5.07	5.04	5.14	5.29	5.44	<b>经营活动现金流</b>	<b>651</b>	<b>563</b>	<b>442</b>	<b>661</b>	<b>759</b>
ROIC	16%	13%	16%	19%	20%	资本开支	(253)	(351)	(201)	(201)	(201)
ROE	14%	10%	12%	13%	14%	其它投资现金流	687	(392)	0	0	0
毛利率	47%	48%	49%	50%	50%	<b>投资活动现金流</b>	<b>434</b>	<b>(743)</b>	<b>(201)</b>	<b>(201)</b>	<b>(201)</b>
EBIT Margin	14%	12%	13%	13%	13%	权益性融资	12	0	0	0	0
EBITDA Margin	15%	14%	15%	16%	16%	负债净变化	(170)	86	0	0	0
收入增长	0%	-14%	6%	10%	6%	支付股利、利息	(521)	(514)	(416)	(474)	(509)
净利润增长率	-0%	-24%	20%	14%	8%	其它融资现金流	1202	56	20	33	23
资产负债率	38%	32%	31%	32%	33%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(167)</b>	<b>(800)</b>	<b>(396)</b>	<b>(441)</b>	<b>(487)</b>
息率	6.2%	6.2%	5.0%	5.7%	6.1%	<b>现金净变动</b>	<b>918</b>	<b>(980)</b>	<b>(156)</b>	<b>19</b>	<b>71</b>
P/E	14.7	19.3	16.1	14.2	13.2	货币资金的期初余额	1204	2122	1143	987	1006
P/B	2.0	2.0	2.0	1.9	1.8	货币资金的期末余额	2122	1143	987	1006	1077
EV/EBITDA	13.8	16.5	13.8	12.2	11.4	企业自由现金流	590	372	344	574	679
						权益自由现金流	1622	514	353	591	681

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032