

# 罗莱生活 (002293.SZ)

产品、渠道、供应链、营销齐发力带动公司新一轮成长

## 公司评级

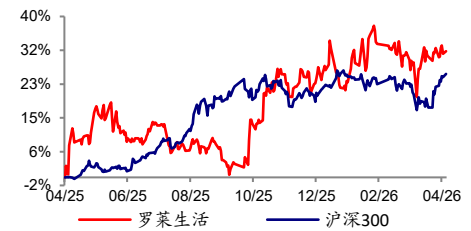
买入

当前价格	10.22 元
合理价值	12.79 元
报告日期	2026-04-21

## 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	833.84/826.58
总市值/流通市值 (亿元)	85.22/84.48
一年内最高/最低 (元)	10.71/7.83
30 日日均成交量/成交额 (亿)	0.07/0.72
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	1.29/17.34

## 相对市场表现



分析师:

糜韩杰



SAC 执证号: S0260516020001

SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

## 相关研究:

### 核心观点:

- 公司是国内家纺行业龙头。罗莱床上用品连续 20 年 (2005-2024) 荣列同类产品市场综合占有率第一。产品方面,以超柔为产品核心竞争力,多品牌分层覆盖,打造具备竞争力的爆品;渠道方面,线下以加盟为主并配合直营与团购,线上以电商直营为主。公司营收规模领先行业,毛利率保持上升趋势。公司先后五次发布股权激励计划,激发员工积极性,彰显公司增长信心。
- 家纺行业: 26 年行业预计稳健增长,长期看,龙头公司市占率有望不断提升。短期看,房地产销售企稳+婚庆回暖+睡眠经济快速发展,26 年家纺行业预计稳健增长。长期看, (1) 消费者品牌意识增强,消费习惯实现从杂牌向品牌产品的过渡,利好行业集中度提升; (2) 龙头企业全产业链生产要素提高,积极争取市场份额。
- 公司核心看点: (1) 产品: “以床品基本盘为底,靠“功能化+大单品”做结构升级与毛利韧性; (2) 渠道: 线上线下融合发力; (3) 供应链: 智慧产业园赋能供应链效率; (4) 品牌营销: 长期占据行业领先地位,布局多维度传播矩阵。
- 公司 2025 年前三季度业绩领跑行业,2026 年有望继续保持快速增长。公司 2025 年前三季度业绩领跑行业,主要得益于, (1) 爆品策略开始兑现,线上渠道明显提速; (2) 直营增长,国内主业经营质量明显改善。公司 2026 年业绩有望继续保持快速增长,主要得益于行业增长,龙头公司市占率提升,若美国降息,莱克星顿业绩有望转好。
- 盈利预测与投资建议。预计 25-27 年,公司每股收益分别为 0.61/0.71/0.83 元,参考可比公司 PE,且基于公司是行业龙头,地位稳固,给予公司 26 年 18 倍 PE,合理价值 12.79 元/股,给予“买入”评级。
- 风险提示。宏观经济波动风险,原材料价格波动和生产要素成本上涨风险,市场竞争加剧风险,存货管理及跌价风险。

### 盈利预测:

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,315	4,559	4,808	5,298	5,924
增长率 (%)	0.0%	-14.2%	5.5%	10.2%	11.8%
EBITDA	988	796	901	1,027	1,163
归母净利润	572	433	507	591	692
增长率 (%)	-0.2%	-24.4%	17.2%	16.4%	17.1%
EPS (元/股)	0.69	0.52	0.61	0.71	0.83
市盈率 (P/E)	13.5	15.0	16.7	14.4	12.3
ROE (%)	13.5%	10.3%	11.8%	13.3%	15.0%
EV/EBITDA	6.0	7.1	8.6	7.5	6.6

数据来源:公司财务报表,广发证券发展研究中心

## 目录索引

一、罗莱生活：国内家纺行业龙头 .....	5
(一) 业务概况：公司是国内家纺行业龙头 .....	5
(二) 财务分析：营收规模领先行业，毛利率保持上升趋势 .....	7
(三) 家族控股结构稳定，股权激励计划激发活力 .....	11
(四) 保持高分红政策，切实关注投资者利益 .....	14
二、家纺行业：26 年行业预计稳健增长，长期看，龙头公司市占率有望不断提升 .....	15
(一) 短期看，房地产销售企稳+婚庆回暖+睡眠经济快速发展，26 年家纺行业预计稳健增长 .....	15
(二) 长期看，龙头公司市占率有望不断提升 .....	19
三、核心看点：产品、渠道、供应链、营销齐发力，有望带动公司新一轮增长 .....	23
(一) 产品：以床品基本盘为底，靠“功能化+大单品”做结构升级与毛利韧性 ..	23
(二) 渠道：线上线下融合发力 .....	26
(三) 供应链：智慧产业园赋能供应链效率 .....	28
(四) 品牌营销：长期占据行业领先地位，布局多维度传播矩阵 .....	29
四、25 年前三季度业绩领跑行业，26 年有望继续保持快速增长 .....	30
(一) 2025 年前三季度公司业绩领跑行业 .....	30
(二) 2026 年有望继续保持快速增长 .....	31
五、盈利预测和投资建议 .....	32
(一) 盈利预测 .....	32
(二) 投资建议 .....	34
六、风险提示 .....	35
(一) 宏观经济波动风险 .....	35
(二) 原材料价格波动和生产要素成本上涨风险 .....	35
(三) 市场竞争加剧风险 .....	36
(四) 存货管理及跌价风险 .....	36

## 图表索引

图 1: 公司营业收入 (亿元) 及同比增速	9
图 2: 公司归母净利润 (亿元) 及同比增速	9
图 3: 主要家纺上市公司毛利率	10
图 4: 主要家纺上市公司净利率	10
图 5: 主要家纺上市公司期间费用率对比	11
图 6: 主要家纺上市公司销售费用率对比	11
图 7: 主要家纺上市公司管理研发费用率对比 (已补充)	11
图 8: 主要家纺上市公司财务费用率对比 (已补充)	11
图 9: 头部家纺公司及规上床上用品企业营收同比增速	16
图 10: 规上床上用品企业和头部家纺公司净利润增速	16
图 11: 我国家纺消费品各类需求占比统计 (2021)	17
图 12: 我国商品房销售面积及同比增速	17
图 13: 我国结婚登记数量 (万对) 及同比增速	17
图 14: 近年各主要家纺上市公司毛利率呈现提升趋势	19
图 15: 我国家纺行业市场规模及增速	20
图 16: 我国家纺品牌格局情况	21
图 17: 历年中国家纺 CR5 市占率变化	21
图 18: 2024 年各国家纺市占率 CR5 集中度对比	21
图 19: 天猫家纺家饰主要品牌市占率	22
图 20: 京东家纺家饰主要品牌市占率	22
图 21: 罗莱生活各品类产品营收占比	23
图 22: 罗莱生活枕芯类产品营收情况	23
图 23: 公司线上销售渠道毛利率持续增长	25
图 24: 家纺各品牌天猫床品套件均价 (元)	25
图 25: 家纺各品牌天猫羽绒被均价 (元)	25
图 26: 家纺各品牌天猫蚕丝被均价 (元)	26
图 27: 家纺各品牌天猫乳胶枕均价 (元)	26
图 28: 罗莱家纺门店各层级城市占比	27
图 29: 水星家纺生活门店各层级城市占比	27
图 30: 富安娜门店各层级城市占比	27
图 31: 梦洁门店各层级城市占比	27
图 32: 公司各渠道销售收入占比情况	28
图 33: 罗莱智慧产业园于 2024 年底完成一期建设	29
图 34: 公司与故宫文化联名婚庆套件	30
图 35: 各公司历年营业收入同比增速	30
图 36: 美国 30 年期固定抵押贷款利率及主要家具公司营收状况	32
表 1: 公司旗下自有品牌	5
表 2: 主要家纺上市公司商业模式特征对比 (2025H1)	6
表 3: 公司 2025H1 各渠道收入情况	7

表 4: 罗莱生活及莱克星顿归母净利润情况 .....	10
表 5: 公司前十大股东 (截至 2025 年三季报) .....	11
表 6: 公司高管介绍 (截至 2025 年三季报) .....	12
表 7: 2013 年、2017 年、2018 年、2021 年股权激励计划情况 .....	13
表 8: 2024 年股权激励计划各年度业绩考核目标 .....	13
表 9: 2024 年股权激励计划限制性股票首次授予情况 .....	14
表 10: 2024 年股权激励计划股票期权首次授予情况 .....	14
表 11: 公司历年分红率情况 .....	15
表 12: 主要家纺公司年度股息率 .....	15
表 13: 家纺及细分子行业行业运行情况 .....	16
表 14: 家纺行业及各公司主品牌的电商平台 (天猫+京东+抖音) 销售额同比增速 .....	16
表 15: 枕头及各细分品类的电商平台 (天猫+京东+抖音) 销量及均价 .....	18
表 16: 被芯及各细分品类的电商平台 (天猫+京东+抖音) 销量及均价 .....	18
表 17: 家纺行业及各公司主品牌的电商平台 (天猫+京东+抖音) 销售额 (百万元) 及同比增速 .....	19
表 18: 规模以上家用纺织品企业营业收入及利润增速 .....	20
表 19: 天猫枕头 2025 年销售额 TOP15 均为功能性产品 .....	23
表 20: 公司近年推出的超柔产品 .....	24
表 21: 罗莱生活自有品牌情况 .....	26
表 22: 各上市公司线上渠道毛利率情况 .....	28
表 23: 莱克星顿营收及归母净利润情况 .....	32
表 24: 公司收入关键假设 .....	34
表 25: 可比公司估值 (收盘价截至 2026.4.15) .....	35

## 一、罗莱生活：国内家纺行业龙头

### (一) 业务概况：公司是国内家纺行业龙头

罗莱生活是国内家纺行业龙头。根据公司官网，罗莱生活成立于 1992 年，于 2009 年登陆深交所，是中国率先上市的家纺企业之一。截至目前，公司拥有罗莱超柔床品、罗莱儿童、LOVO 乐蜗家纺、LAVIEHOME 廊湾家居、LEXINGTON 莱克星顿等自有品牌，合资品牌 UCHINO 内野、及代理 SHERIDAN 雪瑞丹、bassetti 芭赛迪、ZUCCHI 素绮、SCHLOSSBERG 雪堡、DURANCE 朵昂思、Millefiori 米兰菲丽、GRACCIOZA 格傲雅等国际知名家居品牌，终端销售网络超 2200 家，遍及全国多个省市。

根据公司财报，公司聚焦以床品为主的家用纺织品业务，集研发、设计、生产、销售于一体，通过购物中心、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）、团购等线上、线下各销售渠道，以覆盖超高端市场（廊湾、莱克星顿、内野）、高端市场（罗莱、罗莱儿童）和大众消费市场（LOVO 乐蜗）的多品牌产品，满足不同类型的消费需求，同时不断探索“大家纺小家居”的家居场景化模式。除公司 2017 年收购的家具品牌莱克星顿 Lexington 的销售市场主要在北美以外，公司其他品牌产品的销售均以国内市场为主。

根据公司官网，罗莱床上用品连续 20 年（2005-2024）荣列同类产品市场综合占有率第一，“罗莱儿童”儿童床上用品连续 5 年（2020-2024）荣列同类产品市场综合占有率第一，罗莱儿童荣获“2024 年中国国货消费品牌 500 强”。

表 1: 公司旗下自有品牌

品牌	罗莱超柔床品	罗莱儿童	LOVO 乐蜗家纺	LAVIEHOME 廊湾家居	LEXINGTON 莱克星顿	UCHINO 内野
风格和定位	致力于让人们享受健康、舒适、美的家居生活。通过高品质的超柔床品，创造当代人灵魂放松的柔软休憩氛围。	为 3-14 岁孩子提供“儿童安全床品”，创造健康、快乐、友好的家居空间，安全守护孩子睡眠	洞察时下新兴睡眠需求与场景，结合助眠轻科技、情绪疗愈与革新设计打造丰富的助眠体验	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。	跨世纪美式家具引领者，享有高知名度的进口家具品牌，以创新而屡屡获奖的产品设计、优异的产品品质和出色的生活方式呈现，映射着美国高档家具的精髓	产品对环境、人类和肌肤都温柔友善。通过以棉质材料为核心的高品质产品与服务，向世界各地的人们传递美丽、健康与放松，为实现无压力的社会做出贡献。
主要产品		套件、被芯、枕芯等		床品、卫浴、香氛、餐瓷等	各类家具	毛巾浴巾、家居服等
价格带	1000-8000		200-1500	5000-40000	40000-300000	200-3000
图片展示						
目标客群	25-39 岁新中产家庭		22-39 岁成长一族	25-45 岁富裕家庭	40-60 岁的高净值人群	35-30 岁讲究生活品质的中产女性与家庭

**主要销售  
区域**

全国线下、线上

全国线上

全国线下、线上

美国

全国线下、线上

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

**公司商业模式：**

**产品方面，以超柔为产品核心竞争力，多品牌分层覆盖，打造具备竞争力的爆品。**

(1) 根据公司财报，罗莱从 2017 年开始就始终坚持以超柔为产品核心竞争力，兼顾超柔与品质的最佳平衡，推出 Texsoft 核心超柔科技，通过原料、工艺与后整理技术三个层面，打造超柔行业技术壁垒，形成能贡献到超柔产品中的科技创新技术库，并基于消费者需求整合，推出超柔系列产品。(2) 公司采用多品牌运作策略，以满足消费者多元化个性需求和对高品质生活方式的追求，具有良好的品牌知名度和美誉度。目前公司品牌覆盖超高端市场（廊湾、莱克星顿、内野），高端市场（罗莱、罗莱儿童）和大众消费市场（LOVO 乐蜗）。(3) 公司以“超柔床品”作为核心产品基调，致力于为消费者提供极致的睡眠体验，以用户需求为出发点，匠心打造爆品“罗莱零压深睡枕”及“罗莱无痕安睡床笠”等爆品。

**表 2：主要家纺上市公司商业模式特征对比（2025H1）**

指标	罗莱生活	水星家纺	富安娜	梦洁股份
目标客户	一、二线城市的消费群为主	二、三线城市的高端消费群为主	一、二线城市的消费群为主	一、二线城市的消费群为主
品牌	中高端品牌：罗莱、莱克星顿； 大众化品牌：LOVO	中高端品牌：水星； 大众化品牌：百丽丝	中高端品牌：富安娜、维莎； 大众品牌：圣之花	中高端产品：梦洁、寐 大众化品牌：觅
部分产品价格 区间	鹅绒被芯 1000-4000 元 乳胶枕头 200-600 元 印花四件套 500-2000 元	鹅绒被芯 1000-3000 元 乳胶枕头 100-300 元 印花四件套 200-900 元	鹅绒被芯 1000-3000 元 乳胶枕头 100-300 元 印花四件套 200-1000 元	鹅绒被芯 2000-6000 元 乳胶枕头 200-400 元 印花四件套 400-800 元
经营模式	多品牌运作，广而深的渠道	广而深的渠道，搭配大众化的品 牌和产品共同驱动高周转	设计艺术化、创新化赋予产品高 价值，以特色鲜明的产品为核心， 重视利润率	多品牌运作，广而深的渠道
销售渠道收入 占比（2024）	线上：30.32% 直营：8.80% 加盟：31.76% 其他：11.08% 美国：18.03%	线上：54.82% 直营：7.76% 加盟：31.78% 其他：5.49%	线上：37.21% 直营：24.43% 加盟：27.75% 团购：5.73% 其他：4.87%	线上：18.47% 直营：39.76% 加盟：41.77%
门店数量 （2025， 单位：家）	2688	2954	1752	1483
优势地域	华东地区为主，海外（美国）	华东地区为主	华南、华东、西南较均匀	华中地区为主
渠道数量一线/ 新一线/二线/ 三线/四线/五 线城市占比	12.13%/16.56%/17.08%/ 23.77%/19.42%/11.05%	4.64%/12.66%/16.82%/ 26.84%/24.51%/14.52%	13.53%/21.35%/20.61%/ 19.12%/16.50%/8.90%	3.51%/20.30%/13.35%/ 27.44%/25.83%/9.58%

数据来源：公司财报，天猫，百度地图，广发证券发展研究中心

注：（1）价格带（四件套）选取 2026.3.23 天猫旗舰店销量前六的产品价格范围（2）水星家纺 2025 年半年报未披露各渠道收入明细，因此销售渠道收入占比部分使用 2024 年披露数据（3）门店数量为截至 2026.3.10 百度地图数据，可能存在部分已闭店店铺未在百度地图更新的情况

渠道方面，公司实行“线上线下融合”的复合营销模式，线下以加盟为主并配合直营与团购，线上以电商直营为主。（1）根据公司财报，截至 2025H1 期末，公司国内直营网点 381 家、加盟网点 2142 家，形成以加盟为主体、直营为补充的终端网络；直营端披露的老店（开业 12 个月以上）月均营业收入同比+14.93%，反映门店经营效率边际改善。（2）根据公司财报，2025H1 公司线上销售 7.38 亿元（+18.32%），毛利率 54.75%；直营 1.90 亿元（+5.14%），毛利率 67.77%；加盟 6.05 亿元（-8.65%），毛利率 45.09%；同时其他渠道实现 2.56 亿元（+20.00%）。海外方面，公司并表的莱克星顿以北美市场为主，2025H1 实现收入 3.92 亿元（-7.81%）、毛利率 31.41%，构成海外业务补充。

表 3：公司 2025H1 各渠道收入情况

渠道	营业收入（百万元）	同比增减	营业成本（亿元）	同比增减	毛利率	同比增减
线上	737.62	18.32%	333.75	14.90%	54.75%	1.35%
直营	190.20	5.14%	61.30	0.46%	67.77%	1.50%
加盟	604.79	-8.65%	332.08	-4.44%	45.09%	-2.42%
其他	256.33	20.00%	141.90	8.19%	44.64%	6.04%
美国	392.28	-7.81%	269.05	-7.62%	31.41%	-0.15%
合计	2181.23	3.60%	1138.09	1.49%	47.82%	1.08%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

## （二）财务分析：营收规模领先行业，毛利率保持上升趋势

### 1. 公司发展历程

**初创期：公司开始品牌建设，导入加盟体系模式，总部落沪（1992-2008 年）。**根据公司官网，公司 1992 年在南通创立（前身为南通华源绣品有限公司），随后完成品牌创立与形象体系建设，并在 1998 年前后导入特许加盟模式，逐步搭建起以品牌专卖为核心的渠道雏形。2000 年公司“总部落沪”，以上海作为运营与品牌中心，进入全国化扩张的准备阶段；2004 年，罗莱品牌床上用品荣列 2004 年度同类产品市场销量第一位。2008 年公司营业收入约 9.03 亿元、归母净利润约 1.10 亿元，显示业务已具备“十亿级”规模基础。

**上市扩张期：资本赋能+多品牌布局，开启规模化增长（2009-2014 年）。**根据公司官网，2009 年公司在深交所上市，借助资本平台加速渠道拓展与品牌投放，收入与利润进入快速增长通道，并在 2012-2014 年逐步过渡到更高基数下的稳态经营。2010 年，公司出资设立全资子公司上海罗孚电子商务有限公司（2010 年 2 月 25 日取得营业执照），电商业务纳入公司体系化运作。2014 年，公司提出推进线上线下融合（O2O）并加大电商投入；LOVO 在天猫“双十一”床品类销售额排名第一（1.88 亿元）。公司营业收入从 2009 年的 11.45 亿元增长为 2014 年的 27.61 亿元，CAGR 为 15.80%。

**大家居转型期：并购整合 + 战略升级，构建全品类家居生态（2015-2019年）。**根据官网和公司财报，2015-2019年，公司在家纺主业框架下持续推进多品牌分层与全渠道运营，品牌覆盖高端（廊湾、莱克星顿、内野）、中高端（罗莱、罗莱儿童）及大众（LOVO）等层级，线上电商与线下直营/加盟协同发展，经营规模稳步抬升。与此同时，公司将海外并购资产（LEXINGTON）纳入并持续整合，业务结构逐步呈现“国内家纺+海外家居/家具”并行特征。2015年12月，公司由“罗莱家纺股份有限公司”更名为“罗莱生活科技股份有限公司”，明确战略由家纺企业向“家居生活一站式”供应商积极转变。伴随规模平台扩大，公司经营重心更多转向渠道效率与品牌矩阵的精细化运营，以支撑在更高基数上的稳健增长。

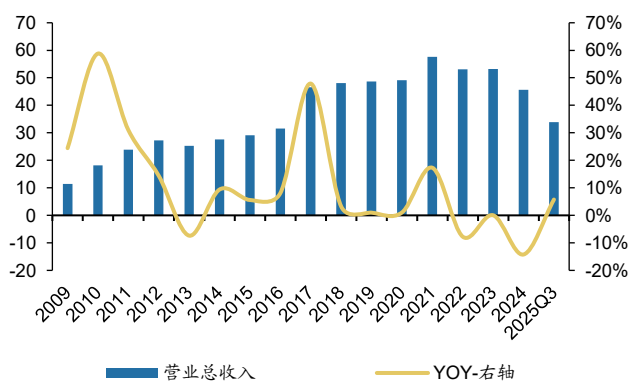
**产品升级期：聚焦超柔+大单品策略，巩固行业龙头地位（2020年至今）。**2020年以来，公司在外部环境波动下强化内生韧性：以多品牌矩阵覆盖不同客群与价格带，并持续推进全渠道运营与零售精细化。2020年，LOVO启用全新中文名“乐蜗”，更新视觉形象并强化“时尚床品”定位，品牌年轻化升级；2024年及2025年，相继成功孵化爆品“罗莱零压深睡枕”及“罗莱无痕安睡床笠”，并持续深耕罗莱超柔无边鹅绒被系列及罗莱超柔U易套套件系列等大单品。渠道层面，线下渠道公司采取直营和加盟相结合的经营模式，在巩固扩大一线、二线市场渠道优势的同时，积极向三、四线及以下市场渗透和辐射，在华东等地区占有绝对领先优势；线上业务维持较高权重并成为增长与效率改善的重要抓手；同时公司继续探索“大家纺小家居”等场景化方向以提升品牌与品类延展空间，通过AI技术驱动服务体验全面升级，加上完整丰富的产品结构，为提升品牌竞争力及扩大业务规模提供了强有力的保障。

## 2.成长能力分析

**结合公司发展历程。上市扩张期：**2009年、2010年、2011年、2012年、2013年、2014年，公司营收分别为11.45亿元、18.19亿元、23.82亿元、27.25亿元、25.24亿元、27.61亿元，同比变动+24.43%、+58.81%、+30.99%、+14.38%、-7.37%、+9.40%。公司归母净利润分别为1.44亿元、2.41亿元、3.74亿元、3.82亿元、3.32亿元、3.98亿元，同比变动+27.79%、+64.42%、+55.27%、+2.16%、-13.07%、+19.85%。上市后公司收入与利润高速增长，得益于家纺行业保持高速增长，同时公司持续推进多品牌和线下营销网络建设。2010年公司设立全资电商子公司上海罗孚电子商务有限公司。2013年公司收入与利润出现下降，主要系国内经济增速放缓，零售行业承压，公司主动调整和优化库存结构，消化渠道库存，同时推行线上线下同款同价政策，放缓了主品牌电商线上销售渠道的发展进度。2014年公司收入和利润恢复增长，主要得益于公司零售管理革新初现成效，电子商务投入增强。2014年公司进一步提出推进线上线下融合（O2O）并加大电商投入，而且LOVO在天猫“双十一”以1.88亿元销售额取得床品类销售额第一，反映线上经营能力在大促节点的兑现。**大家居转型期：**2015年、2016年、2017年、2018年、2019年，公司营收分别为29.16亿元、31.52亿元、46.62亿元、48.13亿元、48.60亿元，同比变动+5.59%、+8.11%、+47.89%、+3.24%、+0.98%，归母净利润分别为4.10亿元、3.17亿元、4.28亿元、5.35亿元、5.46亿元，同比变动+3.01%、-22.63%、+34.85%、+24.92%、+2.16%。其中，2016年虽然营收稳步增长，但是由于理财收益减少，及推进家居化业务和整合全球家具资源过程中管理费用增加，归母净利润有所下降。2017年营收和归母净利润大幅增长，主要得益于国内经济

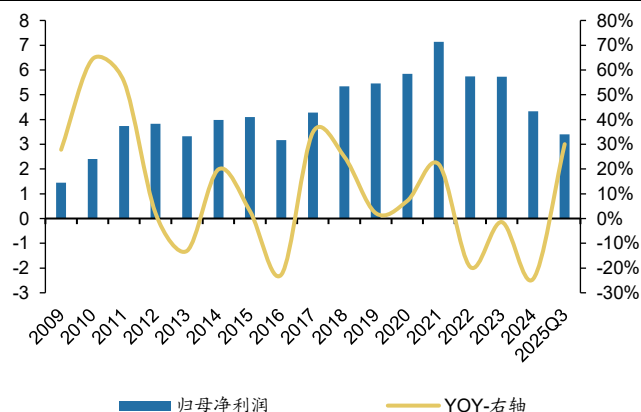
增速出现回升，推动家纺行业需求呈现回暖趋势，高度聚焦主业，加快市场拓展，加强费用管控力度，内生与并购（2017 年前后公司通过外延并购将海外家具品牌 Lexington 纳入合并范围）并举，积极探索全品类家居生活馆模式。2018 年营收增速放缓，归母净利润保持高增长，前者主要系 2018 年受金融去杠杆及下半年开始的中美贸易摩擦的影响，中国经济增长速度出现回落，家纺行业消费承压，后者主要系公司积极推动精细化管理，提升管理效益，加强成本管理及费用管控。2020 年以来，行业竞争重心加速向“线上效率与内容化运营”迁移，公司也在品牌与产品策略上做年轻化与场景化延展：例如 LOVO 启用中文名“乐蜗”并强化“时尚床品”定位，同时在公司层面逐步将“大家纺小家居/场景化模式”作为探索方向。**产品升级期：**2020 年、2021 年、2022 年、2023 年、2024 年、2025Q1-3 公司营收分别为 49.11 亿元、57.60 亿元、53.14 亿元、53.15 亿元、45.59 亿元、33.85 亿元，同比变动+1.04%、+17.30%、-7.75%、+0.03%、-14.22%、+5.75%，归母净利润分别为 5.85 亿元、7.13 亿元、5.74 亿元、5.72 亿元、4.33 亿元、3.40 亿元，同比变动+7.13%、+21.92%、-19.59%、-1.44%、-24.39%、+30.03%。其中，2020 年虽然面对新冠肺炎疫情的严重冲击，但是公司业绩保持稳健。2021 年，伴随国内经济稳中向好，消费潜力逐步释放，公司业绩实现较快增长。2022 年受经济整体下行、消费者出行减少影响，公司营收和归母净利润均有所下滑。2024 年公司营收和归母净利润出现较大幅度下降，主要系终端零售整体不及预期，消费信心弱于以往，且受美国贷款利率高企、新屋及成屋销售量大幅走低影响，莱克星顿营收同比下降，归母净利润出现亏损。2025 年前三季度业绩恢复增长，主要系线上渠道凭借爆品引领的产品驱动模式，结合罗莱品牌的头部影响力，有效拉动了公司整体营收增长，并带动了带动毛利率改善。

图 1：公司营业收入（亿元）及同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 2：公司归母净利润（亿元）及同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 4: 罗莱生活及莱克星顿归母净利润情况

		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
罗莱生活	归母净利润 (百万元)	534.52	546.08	584.99	713.21	573.51	572.44	432.85	185.49
	YOY (%)	24.92	2.16	7.13	21.92	-19.59	-1.44	-24.39	16.97
莱克星顿	归母净利润 (百万元)	53.86	45.76	64.91	103.51	97.28	39.39	-28.71	-28.75
	YOY (%)		-15.03	41.85	59.46	-6.02	-59.51	-172.89	-31.72
罗莱生活 (剔除莱克星顿)	归母净利润 (百万元)	480.66	500.32	520.08	609.70	476.23	533.05	461.56	214.24
	YOY (%)		4.09	3.95	17.23	-21.89	11.93	-13.41	18.76

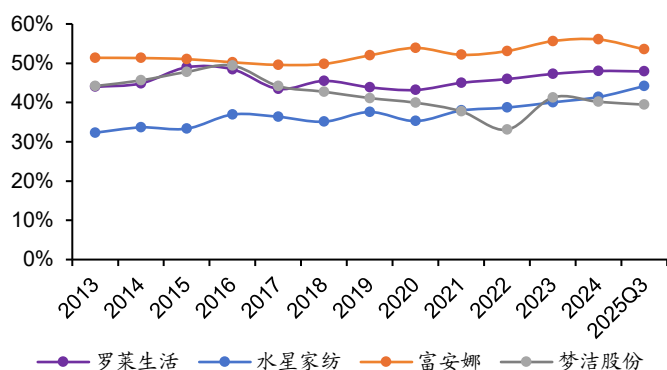
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

### 3. 盈利能力分析

公司毛利率对比同行业上市公司处于较高水平, 主要系 (1) 公司多品牌分层覆盖不同客群与价格带, 罗莱主品牌长期行业领先, 因此核心床品具备更强的定价能力; (2) 公司持续推进功能型与大单品的结构升级。 (3) 公司产品定位更加高端, 产品价格更高。公司近年毛利率稳步提升, 主要系公司通过产品创新和新品推出, 不断拉升自身的毛利率和品牌调性, 同时折扣控制及成本管理。

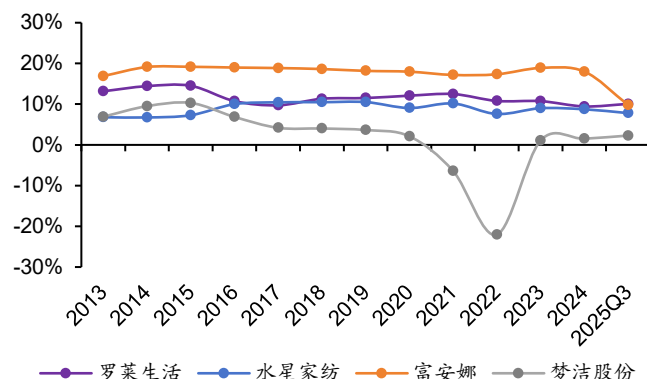
公司期间费用率对比同行业上市公司处于平均水平, 其中, 销售费用率处于较低水平, 管理研发费用率处于较高水平。公司销售费用率较低, 主要系加盟收入占比较高。公司今年销售费用率上升, 主要系加大品牌营销投入。公司近年管理费用率持续下降, 主要系公司降本增效。

图 3: 主要家纺上市公司毛利率



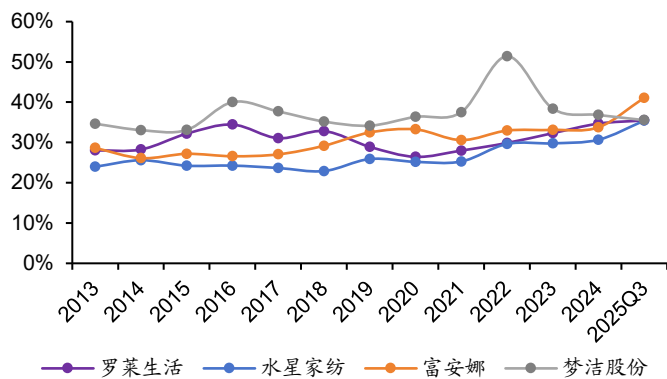
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 4: 主要家纺上市公司净利率



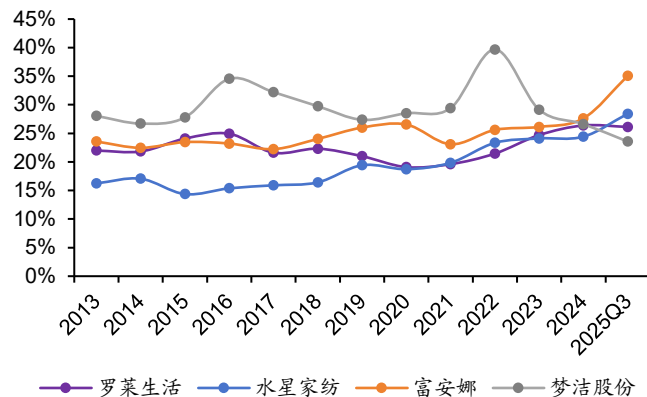
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 5: 主要家纺上市公司期间费用率对比



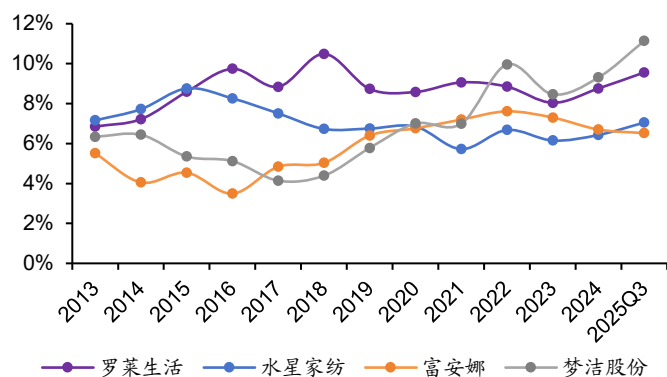
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 6: 主要家纺上市公司销售费用率对比



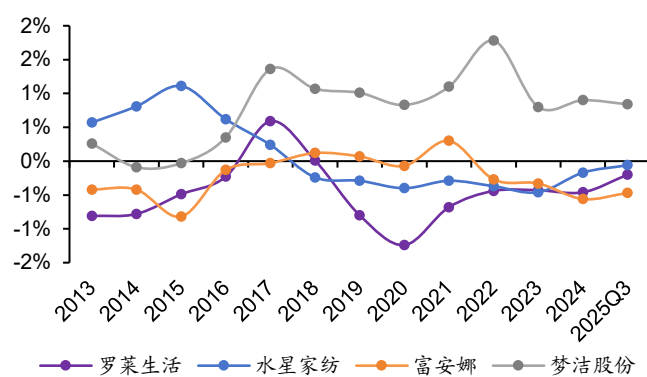
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 7: 主要家纺上市公司管理研发费用率对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 8: 主要家纺上市公司财务费用率对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### (三) 家族控股结构稳定, 股权激励计划激发活力

公司为家族控股企业, 股权结构稳定。根据 2025 年三季报, 当前公司董事长为薛伟成先生, 公司实际控制人为薛伟成。公司的控股股东为南通罗莱生活科技发展集团有限公司, 持有公司 15.37% 的股份, 伟佳国际企业有限公司持有公司 16.48% 的股份, 南通罗莱生活科技发展集团有限公司为伟佳国际企业有限公司唯一股东。薛伟成持有南通罗莱生活科技发展集团有限公司 55% 的股权, 薛伟成的弟弟薛伟斌持有南通罗莱生活科技发展集团有限公司 45% 的股权。薛骏腾先生系薛伟成的弟弟薛伟斌之子; 王辰女士系薛伟成长子之配偶; 薛晋琛先生系薛伟成之次子。薛伟成、薛伟斌、薛骏腾、王辰、薛晋琛五人共持有公司 47.08% 的股份。

公司管理层深耕家纺行业多年, 经验丰富。根据公司财报, 公司主要管理层均在公司任职多年, 行业经验和管理经验丰富。

表 5: 公司前十大股东 (截至 2025 年三季报)

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	佳伟国际企业有限公司	137,500,000	16.48

2	南通罗莱生活科技发展集团有限公司	128,202,869	15.37
3	薛骏腾	49,954,639	5.99
4	王辰	38,522,652	4.62
5	薛晋琛	38,522,652	4.62
6	香港中央结算有限公司	20,930,776	2.51
7	明河 2016 私募证券投资基金	13,360,000	1.6
8	北京本杰明投资顾问有限公司	8,600,000	1.03
9	明河成长 2 号私募证券投资基金	6,800,000	0.82
10	易方达基金安鑫 1 号集合资产管理计划	6,680,237	0.8
	合计	449,073,825	53.84

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

**表 6: 公司高管介绍 (截至 2025 年三季报)**

姓名	职务	学历	履历
薛嘉琛	总裁	本科	1982 年出生。2006 年起历任公司海外事业部经理, 品牌发展事业部总监, 采购中心总监。现任公司董事, 总裁。
王梁	副总裁	专科	1975 年出生。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	硕士	1979 年出生。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	本科	1978 年出生。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	硕士	1980 年出生。曾任职浙江梦娜袜业股份有限公司董事长助理, 副总经理, 浙江百达精工股份有限公司董事会秘书, 上海霖鹏资产管理有限公司副总经理。2017 年 6 月加入日出东方控股股份有限公司, 任职投资部部长, 总监, 2025 年 7 月任公司董事会秘书。

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

**公司先后五次发布股权激励计划, 激发员工积极性, 确保公司长远发展。**公司于 2013 年发布股票期权激励计划, 分别于 2017 年、2018 年、2021 年发布限制性股票激励计划, 于 2024 年发布限制性股票与股票期权激励计划。以最近一期为例, 根据公司 2024.11.28 发布的《罗莱生活科技股份有限公司 2024 年限制性股票与股票期权激励计划》公告, 此次激励包括限制性股票激励计划和股票期权激励计划两部分, 限制性股票和股票期权激励计划涉及的标的股票来源为公司向激励对象定向发行的本公司人民币 A 股普通股股票, 计划拟授予激励对象的权益总计 2337.5 万份, 约占截至 2024 年 11 月 9 日公司股本总额的 2.81%。其中限制性股票激励计划拟授予激励对象的限制性股票数量为 406 万股, 约占股本总额的 0.49%, 股票期权激励计划拟授予激励对象的股票期权为 1931.5 万份, 约占股本总额的 2.32%。激励计划涉及的授予激励对象共计 148 人, 包括公司公告本激励计划时在公司任职的高级管理人员、中层管理人员及核心骨干人员, 首次授予的限制性股票的授予价格为 3.66 元/股, 首次授予的股票期权的行权价格为 5.86 元/份。公司于 2024 年 12 月 31 日进行了本次激励计划的首次授予, 限制性股票授予数量为 311 万股, 授予价格为 3.66 元/股, 授予 15 人, 股票期权授予 1508.5 万份, 行权价格为 5.86 元/份, 授予 140 人。公司于 2025 年 9 月 26 日授予预留股票期权 252 万份, 行权价格 6.64 元/份, 授予 29 人。预留限制性股票 77.5 万股、股票期权 125 万份未进行

授予，相应作废。

**表 7：2013 年、2017 年、2018 年、2021 年股权激励计划情况**

年份	激励工具	规模	授予价格/行权价	业绩考核指标	激励对象范围/人数
2013	股票期权	拟授予 349 万份，其中首次 319 万份、预留 30 万份	首次授予的股票期权的首次授予价格为 43.49 元	营业总收入增长率	合计 209 人，包括公司核心中层管理、技术（业务）人员，占本计划公告之日公司员工总数 4104 人的 5.09% 首次激励对象总人数为 53 人，包括公司高级管理人员共 5 人、公司董事会认为需要进行激励的公司（含子公司）中层管理人员和核心技术（业务）人员共 48 人
2017	限制性股票	拟授予 414 万股，首次 334 万股、预留 80 万股	首次授予的限制性股票授予价格为 6.66 元	销售收入增长率	首次激励对象总人数为 114 人，包括公司高级管理人员共 6 人、公司董事会认为需要进行激励的公司（含子公司）中层管理人员和核心技术（业务）人员共 108 人
2018	限制性股票	拟授予 1405 万股，首次 1186 万股、预留 219 万股	首次授予的限制性股票授予价格为 6.44 元	归属于上市公司股东的净利润（扣除非经常性损益后）增长率	首次激励对象总人数为 151 人，包括公司高级管理人员共 4 人、公司董事会认为需要进行激励的公司（含子公司）中层管理人员和核心技术（业务）人员共 147 人
2021	限制性股票	拟授予 1505 万股；首次 1204 万股、预留 301 万股	首次授予的限制性股票授予价格为 5.76 元	净利润或销售收入增长率	

数据来源：《罗莱生活股票期权激励计划（草案）修订稿》20130504，《罗莱生活 2017 年限制性股票激励计划（草案）》20170401，《罗莱生活 2018 年限制性股票激励计划（草案）》20180816，《罗莱生活 2021 年限制性股票激励计划（草案）》20210820，广发证券发展研究中心

**表 8：2024 年股权激励计划各年度业绩考核目标**

解除限售/行权期	业绩考核指标
第一个解除限售/行权期	公司需满足下列条件之一： 1. 以公司 2024 年营业收入为基数，2025 年营业收入增长率不低于 5%； 2. 以公司 2024 年扣除非经常性损益的净利润为基数，2025 年扣除非经常性损益的净利润增长率不低于 5%。 公司需满足下列条件之一：
第二个解除限售/行权期	1. 以公司 2024 年营业收入为基数，2026 年营业收入增长率不低于 10.25%； 2. 以公司 2024 年扣除非经常性损益的净利润为基数，2026 年扣除非经常性损益的净利润增长率不低于 10.25%。 公司需满足下列条件之一：
第三个解除限售/行权期	1. 以公司 2024 年营业收入为基数，2027 年营业收入增长率不低于 15.76%； 2. 以公司 2024 年扣除非经常性损益的净利润为基数，2027 年扣除非经常性损益的净利润增长率不低于 15.76%。

数据来源：《罗莱生活科技股份有限公司 2024 年限制性股票与股票期权激励计划》20241129，广发证券发展研究中心

注：（1）上述“营业收入”、“扣除非经常性损益的净利润”指经审计的且不包含美国公司的销售收入、净利润（2）上述“扣除非经常性损益的净利润”指经审计的归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润，且剔除本次股权激励计划支付的费用

**表 9：2024 年股权激励计划限制性股票首次授予情况**

姓名	职务	获授的限制性股票数量（万股）	占首次授予限制性股票数量的比例	占本激励计划草案公告日总股本的比例
王梁	副总裁	60	19.30%	0.07%
冷志敏	副总裁	60	19.30%	0.07%
陈晓东	财务总监	15	4.80%	0.02%
薛霞	董事会秘书	15	4.80%	0.02%
中层管理及核心骨干人员（11 人）		161	51.80%	0.19%
合计		311	100.00%	0.37%

数据来源：《罗莱生活关于 2024 年限制性股票与股票期权激励计划限制性股票首次授予登记完成的公告》20250117，广发证券发展研究中心

**表 10：2024 年股权激励计划股票期权首次授予情况**

姓名	职务	获授的股票期权数量（万份）	占首次授予股票期权数量的比例	占本激励计划草案公告日总股本的比例
王梁	副总裁	120	7.95%	0.14%
冷志敏	副总裁	120	7.95%	0.14%
陈晓东	财务总监	30	1.99%	0.04%
薛霞	董事会秘书	30	1.99%	0.04%
中层管理及核心骨干人员（136 人）		1208.5	80.11%	1.45%
合计		1508.5	100.00%	1.81%

数据来源：《罗莱生活关于 2024 年限制性股票与股票期权激励计划股票期权首次授予登记完成的公告》20250117，广发证券发展研究中心

#### （四）保持高分红政策，切实关注投资者利益

公司保持高分红政策，切实关注投资者利益。公司近年保持高比例现金分红，2022 年至 2024 年三年平均股利支付率为 87.22%，具体来看，公司现金分红金额分别为 5.04 亿元、3.34 亿元、5.00 亿元，股利支付率分别为 87.87%、58.13%、115.48%，股息率分别为 5.35%、4.31%、7.69%。公司 2025 年半年度现金分红金额 1.67 亿元，股利支付率达 49.05%，股息率约 2.49%。公司股息率在行业中靠前，具备高股息属性。

**表 11: 公司历年分红率情况 (股息率=每股股利税前/每股市价, 年度为年末市价, 半年度为半年末市价)**

年度	归母净利润(亿元)	现金分红总额(亿元)	股利支付率(%)	每股股利(元)	股息率(%)
2009	1.44	0.98	68.01	0.70	1.70
2010	2.41	1.99	82.75	1.42	1.95
2011	3.74	1.40	37.53	1.00	1.33
2012	3.82	0.98	25.72	0.70	1.62
2013	3.32	0.98	29.58	0.35	1.47
2014	3.98	2.81	70.52	1.00	3.88
2015	4.1	1.40	34.23	0.20	1.10
2016	3.17	1.40	44.24	0.20	1.49
2017	4.28	2.61	60.92	0.35	2.36
2018	5.35	3.02	56.45	0.40	4.62
2019	5.46	4.15	76.05	0.50	5.51
2020	5.85	4.97	84.89	0.60	4.82
2021	7.13	10.06	141.11	1.20	8.37
2022	5.74	5.04	87.87	0.60	5.35
2023	5.72	3.34	58.31	0.40	4.31
2024	4.33	5.00	115.48	0.60	7.69
2025H1	3.40	1.67	49.05	0.20	2.49

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

**表 12: 主要家纺公司年度股息率 (股息率=每股股利税前/每股市价, 年度为年末市价, 半年度为半年末市价)**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
罗莱生活	2.36%	4.62%	5.51%	4.82%	8.37%	5.35%	4.31%	7.69%	2.49%
水星家纺	2.16%	3.35%	6.53%	3.00%	2.97%	5.34%	6.26%	5.56%	1.19%
富安娜	2.39%	6.66%	7.20%	6.53%	7.03%	8.49%	7.26%	7.01%	-
梦洁股份	0.89%	3.65%	4.08%	1.20%	-	-	-	-	-

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 二、家纺行业: 26 年行业预计稳健增长, 长期看, 龙头公司市占率有望不断提升

(一) 短期看, 房地产销售企稳+婚庆回暖+睡眠经济快速发展, 26 年家纺行业预计稳健增长

2025Q1-3, 各家纺主要上市公司表现有所分化, 2025Q3 以来, 业绩呈现加速向好趋势。

根据中家纺, 2025Q1-3, 规模以上家纺企业营业收入同比-2.92%。具体来看, 床上用品企业营业收入同比-0.22%; 规模以上毛巾和布艺企业营业收入同比分别-9.34%和-18.01%;

2025Q1-3, 规模以上家纺企业净利润同比下降4.16%, 进入三季度后累计降幅缓步收窄, 9月当月实现正增长, 同比增长8.75%; 具体来看, 规模以上床上用品企业净

利润同比+13.68%；规模以上毛巾和布艺企业净利润分别同比-4.56%和-33.88%。

具体公司来看，根据各公司财报，2025Q1-3，罗莱生活、水星家纺、富安娜、梦洁股份营收分别同比+5.8%、+10.9%、-13.8%、-8.0%；归母净利润分别同比+30.0%、+10.7%、-45.5%、+28.7%。

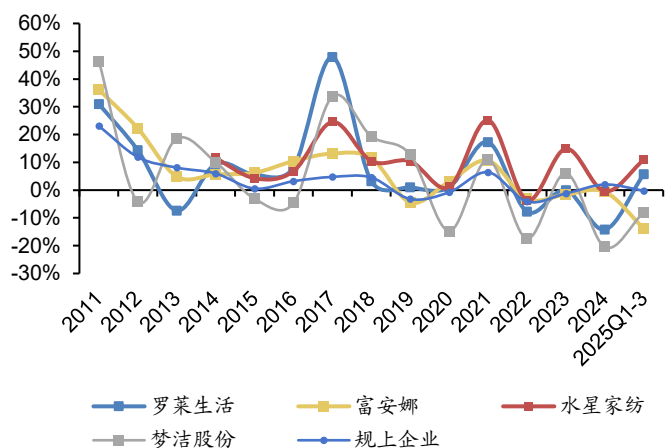
2025Q3，罗莱生活、水星家纺、富安娜、梦洁股份营收分别同比+9.9%、+20.2%、-7.6%、+9.7%；归母净利润分别同比+50.1%、+43.2%、-28.7%、+131.1%；罗莱生活和水星家纺跑赢行业，富安娜业绩略有波动（主要系加盟商去年末备货较多导致库存水平偏高，今年以来提货意愿不强，此外毛利率下滑主要受库存清理影响）。

表 13: 家纺及细分子行业运行运行情况

		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1	2025H1	2025Q1-3
收入 YOY	家纺整体	-3.19%	-0.76%	6.45%	-4.11%	-1.20%	2.02%	0.91%	-2.63%	-2.92%
	床上用品	-4.26%	-2.68%	-	-	-	3.72%	4.35%	1.34%	-0.22%
	毛巾	-	-8.35%	-	与上年基本持平	-	-6.83%	-7.90%	-	-9.34%
	布艺	4.17%	11.04%	-	-	-	-0.35%	-14.20%	-19.28%	-18.01%
净利润 YOY	家纺整体	-7.34%	14.73%	-12.83%	2.11%	-3.50%	-7.42%	-11.29%	-10.05%	-4.16%
	床上用品	-22.63%	-1.00%	-	1.26%	-	-12.04%	-	4.96%	13.68%
	毛巾	-	-10.03%	-	-8.68%	-	-6.54%	-	11.78%	-4.56%
	布艺	-	42.74%	-	-	-	-6.67%	-	-46.00%	-33.88%

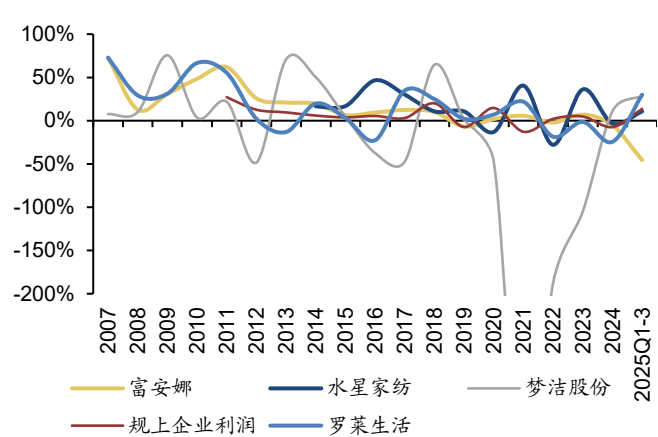
数据来源：中家纺，广发证券发展研究中心

图 9: 头部家纺公司及规上床上用品企业营收同比增速



数据来源：Wind，中家纺，广发证券发展研究中心

图 10: 规上床上用品企业和头部家纺公司净利润增速



数据来源：Wind，中家纺，广发证券发展研究中心

表 14: 家纺行业及各公司主品牌的电商平台（天猫+京东+抖音）销售额同比增速

		24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4
分品牌 (床上用品类)	床上用品行业整体	5.3%	12.8%	5.1%	16.9%	21.5%	12.2%	7.1%	-4.1%
	罗莱生活	15.1%	-0.5%	1.0%	14.6%	46.3%	33.3%	57.6%	19.3%
	水星家纺	-4.8%	-20.3%	-6.6%	21.4%	23.4%	48.8%	9.3%	-7.0%
	富安娜	3.6%	-12.7%	-1.8%	-1.1%	-0.2%	9.0%	-3.3%	-32.7%
	梦洁	-31.7%	-28.4%	-19.9%	-15.1%	15.3%	-5.6%	-28.0%	-20.8%

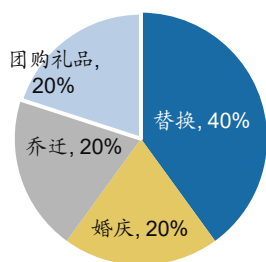
数据来源：久谦，广发证券发展研究中心

展望2026年，家纺行业预计有望保持稳健增长，主要基于房地产和婚庆需求企稳回暖利于家纺销售，睡眠经济景气度高。根据中商产业研究院，家纺需求中日常更新需求占比约40%，乔迁（房地产相关）、婚庆、团购礼品需求各占比约20%，房地产和婚庆需求企稳回暖利于家纺销售。

**房地产：整体环境稳定，未构成显著拖累。**据中国政府网，2024年9月26日，中央政治局召开会议，首次明确促进房地产市场“止跌回稳”，同时明确“调整住房限购政策，降低存量房贷利率”。据Wind，2025年以来，我国商品房销售面积呈现企稳态势。

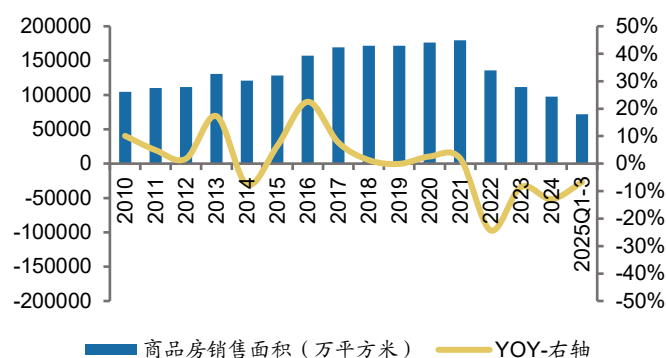
**婚庆需求：预计2026年回归正常水平。**根据Wind，2024年，我国结婚登记数量同比-20.5%，根据结婚产业观察数据，24年婚庆产业承压，或与2024年是民间所说“无春年”有关，依照习俗介意的新人往往会选择提前或者延后一年（2025年）再举办婚礼，25年婚庆相关家纺需求回暖，2025Q1-3，我国结婚登记数量为515.2万对，同比+8.5%。我们预计，2026年，婚庆相关家纺需求有望回归正常水平。

图 11：我国家纺消费品各类需求占比统计（2021）



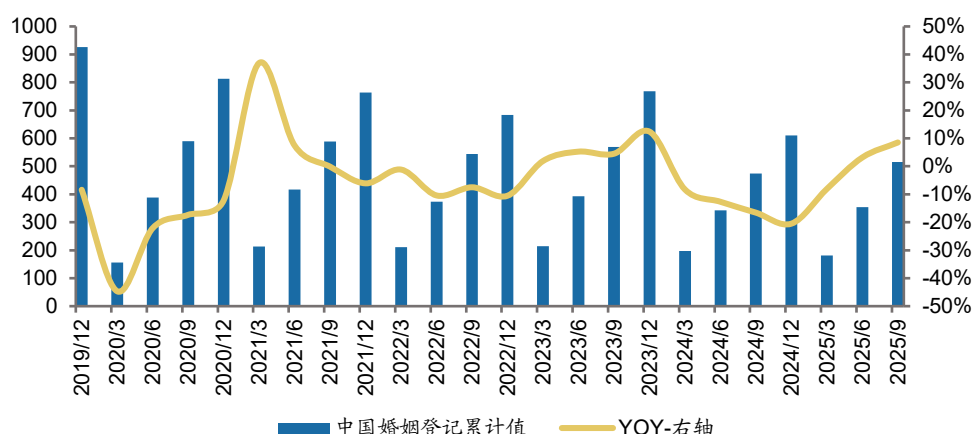
数据来源：中商产业研究院，广发证券发展研究中心

图 12：我国商品房销售面积及同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 13：我国结婚登记数量（万对）及同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

睡眠经济景气度高，以线上渠道为例，家纺销售近年呈现量价齐升趋势，消费升级趋势较为明显。根据久谦数据，2025年以来，线上渠道家纺（以枕芯和被芯为例）销售呈现量、价齐升趋势，此外，根据各公司财报，各家纺公司渠道毛利率也呈现

提升趋势，我们认为，伴随各家纺公司努力增强产品竞争力，以及消费者改善睡眠质量的需求日益增长，睡眠经济景气度高，消费者对家纺产品的消费频次和价格带提升，家纺消费升级趋势有望持续。

**表 15: 枕头及各细分品类的电商平台（天猫+京东+抖音）销量及均价**

		2022	2023	2024	2025	2026M1-3
销量	枕头整体	22%	45%	-6%	13%	7%
	其他枕头	18%	41%	-9%	17%	12%
	保健枕	137%	141%	8%	43%	3%
	乳胶枕	22%	26%	-18%	-22%	-22%
	U型枕	20%	92%	40%	9%	15%
均价	枕头整体	-9%	-7%	12%	12%	20%
	其他枕头	-3%	0%	15%	13%	27%
	保健枕	-32%	-24%	38%	20%	3%
	乳胶枕	-22%	-18%	0%	4%	4%
	U型枕	-7%	28%	0%	10%	12%

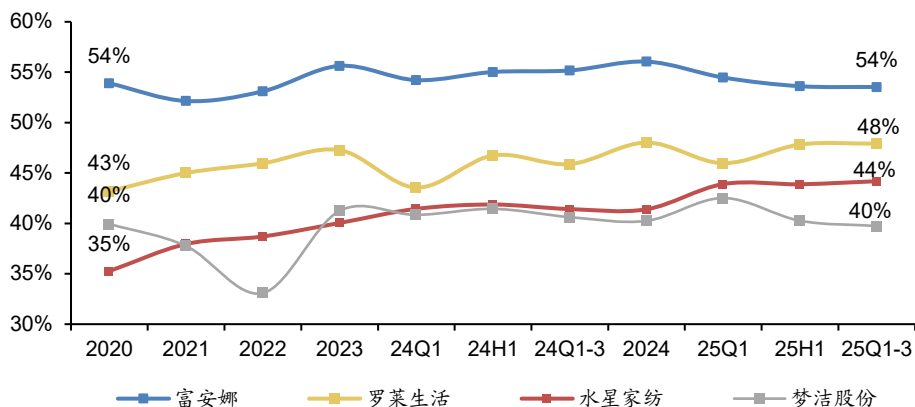
数据来源：久谦，广发证券发展研究中心

**表 16: 被芯及各细分品类的电商平台（天猫+京东+抖音）销量及均价**

		2022	2023	2024	2025	2026M1-3
销量	被芯整体	33%	69%	1%	2%	-12%
	化纤被	38%	74%	3%	-4%	-14%
	蚕丝被	48%	93%	-13%	17%	-24%
	棉花被	14%	73%	14%	48%	1%
	羽绒被	10%	81%	-26%	-27%	2%
	其他被子	-5%	-41%	-64%	-3%	0%
	乳胶被	64%	110%	-7%	-15%	-33%
均价	被芯整体	-11%	-12%	-1%	8%	38%
	化纤被	-6%	-8%	0%	0%	54%
	蚕丝被	-17%	-14%	11%	16%	11%
	棉花被	-3%	-7%	8%	-3%	-1%
	羽绒被	-17%	-30%	15%	54%	6%
	其他被子	-9%	6%	-2%	12%	27%
	乳胶被	-50%	-23%	26%	-31%	-16%

数据来源：久谦，广发证券发展研究中心

图 14: 近年各主要家纺上市公司毛利率呈现提升趋势



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

2026年, 服装家纺行业开局表现良好, 罗莱生活线上表现领跑行业。根据国家统计局, 2026年1-2月社会消费品零售总额同比增长2.8%, 其中, 限额以上企业服装鞋帽针纺织品零售额同比增长10.4%。根据久谦, 2026年1-2月, 床上用品行业整体电商销售额为71.23亿元, 同比小幅下降4.88%, 其中罗莱生活销售额为2.03亿元, 同比增长11.05%, 领跑行业。

表 17: 家纺行业及各公司主品牌的电商平台 (天猫+京东+抖音) 销售额 (百万元) 及同比增速

		25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26M1-M2
床上用品行业整体	销售额	11377.51	14502.14	12071.75	18154.44	7122.99
	YOY	21.47%	12.18%	7.14%	-4.06%	-4.88%
分品牌 (床上用品品类)	罗莱生活	325.86	448.67	334.94	661.52	202.78
	YOY	46.28%	33.33%	57.62%	19.35%	11.05%
	水星家纺	516.61	700.00	520.36	931.57	294.78
	YOY	23.40%	48.85%	9.30%	-7.01%	-9.75%
	富安娜	269.39	292.09	191.98	348.19	157.98
	YOY	-0.22%	9.05%	-3.28%	-32.73%	-15.43%
	梦洁	60.77	58.24	39.19	89.06	25.20
	YOY	15.33%	-5.64%	-27.98%	-20.76%	-34.41%

数据来源: 久谦, 广发证券发展研究中心

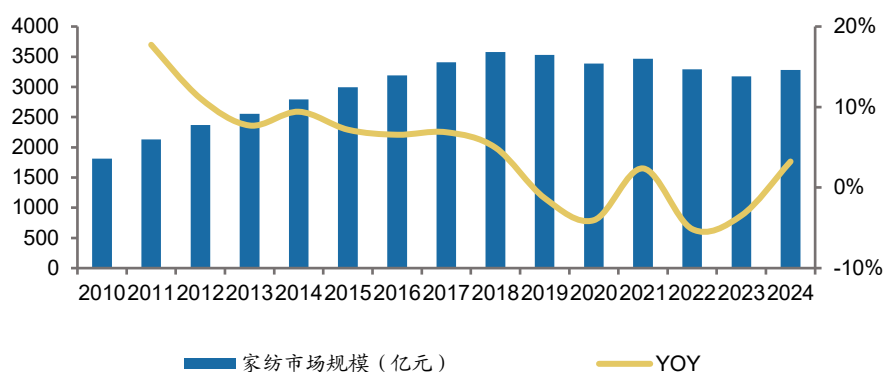
## (二) 长期看, 龙头公司市占率有望不断提升

家纺属于生活必需品, 家纺消费日益展现功能性、个性化特征。家纺用品消费频次一般以季度或年度为单位, 大致可以分为两类: 一是作为传统日常更替消费带来的刚性需求, 相比纺服其他细分赛道标品属性较强, 二是近年来消费者把家纺用品作为家庭“软装修”(区别于墙面/地面/顶面/木作/油漆工程等“硬装修”, “软装修”指家居中可移动、更换的装饰物, 如窗帘、家具、靠垫、地毯、装饰画、灯具、工艺品以及绿植等, 即“搬家时能够搬走的装饰物”), 家纺消费也日益展现功能性、个性化特征。

根据 statista, 2024 年我国家纺行业市场规模约为 3279 亿元。根据中家纺, 2025

年我国规模以上家用纺织品企业营业收入同比下降 4.33%，利润总额同比下降 4.04%。

图 15: 我国家纺行业市场规模及增速



数据来源: statista, 广发证券发展研究中心

表 18: 规模以上家用纺织品企业营业收入及利润增速

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
营业收入增速	8.10%	6.00%	0.54%	3.21%	4.76%	4.55%	-3.19%	-0.76%	6.45%	-4.11%	-1.20%	2.02%	-4.33%
利润增速	9.60%	5.90%	3.80%	5.48%	3.06%	20.13%	-7.34%	14.73%	-6.85%	2.11%	-	-7.42%	-4.04%

数据来源: 中家纺, 广发证券发展研究中心

从家纺行业竞争格局来看,

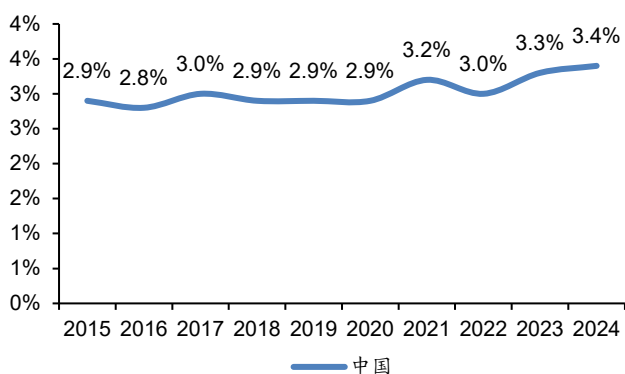
国内家纺行业竞争格局分散, 相比发达国家仍有提升空间。疫情三年令不少家纺品牌陆续出清, 品牌力、产品力突出的头部品牌市场份额有望继续提升。根据 statista 数据, 我国近年来家纺集中度缓慢提升, 市占率 CR5 从 2015 年 2.9% 到 2024 年的 3.4%, 和 2024 年法国/日本/英国/德国/美国 CR5 市占率相比, 仍有较大提升空间。

图 16: 我国家纺品牌格局情况



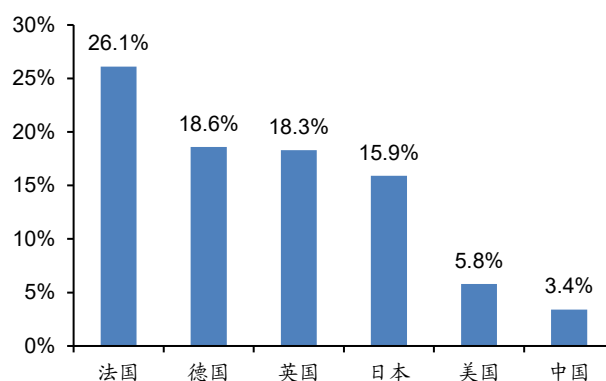
数据来源: 麦肯锡《2023 麦肯锡中国消费者报告》, 广发证券发展研究中心

图 17: 历年中国家纺 CR5 市占率变化



数据来源: statista, 广发证券发展研究中心

图 18: 2024 年各国家纺市占率 CR5 集中度对比



数据来源: statista, 广发证券发展研究中心

头部家纺企业市场份额有望逐步提升, 主要系:

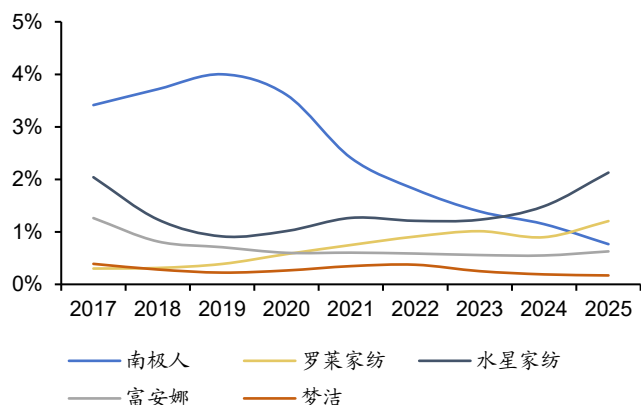
1. 消费者品牌意识增强, 消费习惯实现从杂牌向品牌产品的过渡, 利好行业集中度提升。

以线上市场为例, 罗莱家纺等注重质量和品牌的头部品牌品牌 19 年以来市占率提升, 以南极人为代表的贴牌白牌产品受欢迎度下降。

根据久谦数据, 在天猫平台, 罗莱家纺市占率逐渐上升, 从 2017 年的 0.30% 上升至 2025 年的 1.20%; 水星家纺经历了 2017-2019 年的下降之后, 2020 年从 1.02% 提升至 1.27%, 2025 年提升至 2.13%; 富安娜线上以性价比产品为主, 线上线下产品两条线, 市占率呈现下降趋势, 从 2017 年的 1.26% 下降到 2025 年的 0.63%; 梦洁市占率长期稳定在 0.3%-0.4%, 2025 年降至 0.17%; 与此同时, 2017 年市占率第一的南极人, 从 2017 年的 3.41% 下降到 2025 年的 0.77%。

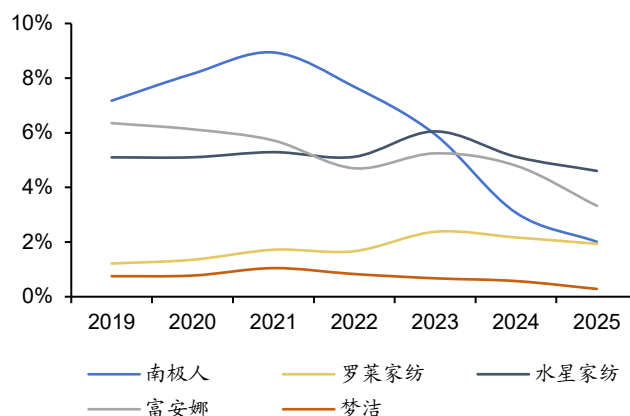
在京东平台, 罗莱家纺市占率同样逐渐上升, 从 2019 年的 1.21% 上升至 2025 年的 1.94%; 水星家纺 2019-2022 稳定在 5.1%-5.3%, 2025 年下降至 4.60%; 富安娜从 2019 年的 6.35% 下降至 2025 年的 3.33%; 梦洁小幅波动, 市占率长期维持在 0.7%-1.0%, 2025 年降至 0.29%; 2019 年市占率第一的南极人, 则从 2019 年的 7.17% 下降至 2025 年的 2.01%。

图 19: 天猫家纺家饰主要品牌市占率



数据来源: 久谦, 广发证券发展研究中心

图 20: 京东家纺家饰主要品牌市占率



数据来源: 久谦, 广发证券发展研究中心

## 2.龙头企业全产业链生产要素提高, 积极争取市场份额。

**(1) 各头部品牌线下采取策略性高质量拓店:** ①各头部品牌一二线市场主要布局直营门店, 同时重视三四线下沉市场, 逐渐抢占中小品牌份额, 并采取以点带面的形式, 在核心区域开设直营门店, 周边开设加盟门店; ②优先开设大店, 并进行门店翻新, 提升品牌形象; ③提高加盟商门槛和加强加盟管控, 筛选综合实力较强的加盟商; ④加速新零售布局, 线上线下融合趋势明显。**未来有望继续巩固强势区域, 同时加强向相对空白市场的渗透力度。** 头部品牌强势地区较为集中, 多为公司总部所在区域。罗莱创立于江苏南通, 公司线下华东地区销售收入占比较高; 水星创立于上海, 线下华东区域销售较为强势; 富安娜创立于深圳, 华南地区销售占比超过30%。品牌销售区域集中主要系各公司线下门店分布及营销投放策略所致, 头部品牌已达成全国知名, 但尚未做到在绝大部分地区形成强势品牌。从头部品牌线下布局策略来看, 未来有望继续巩固强势区域, 同时加强向相对空白市场的渗透力度。

**(2) 家纺电商销售高质量增长, 线上渠道积极布局。** 近年家纺企业纷纷加速线上布局, 以我国家纺龙头罗莱生活、水星家纺、富安娜、梦洁股份为例, 头部企业线上营收占比均有提升, 高基数下仍保持较高增速。

**(3) 各头部品牌加强供应链管理。** 水星家纺、罗莱生活等加快布局供应链及仓储物流系统, 实现从销售预测到成品发运全程端对端的打通, 提升快反与柔性交付能力。

**罗莱生活作为家纺行业龙头, 有望受益行业长期稳健增长和市占率提升。** 公司近年来大力推进零售革新, 通过终端零售数据系统的铺设和运维, 全面推进零售精细化和数据化管理变革; 通过产品设计研发创新, 深化超柔床品的可感知化; 大力推广家居场景化的营销模式, 不断巩固行业地位和消费者心目中的认知; 坚持以用户为中心, 为消费者提供最优质的产品和设计, 从使用场景、用户细分需求出发, 优化产品结构, 打造极致爆品, 陆续推出零压深睡枕、安睡无痕床笠, 在市场上获得消费者的诸多好评; 打造罗莱智慧产业园, 实现供应链跨越式升级。

### 三、核心看点：产品、渠道、供应链、营销齐发力， 有望带动公司新一轮增长

(一) 产品：以床品基本盘为底，靠“功能化+大单品”做结构升级与毛利韧性

#### 1. 床品核心品类占比高、需求韧性强，构成稳定基本盘

床品是公司收入的绝对主体，标准套件与被芯构成最稳定的“压舱石”。2025年上半年公司标准套件类收入6.55亿元，占比30.03%，被芯类收入7.02亿元，占比32.16%，两大类合计超过六成，公司产品盘主要来自需求稳定、复购与换新特征更强的核心品类。在行业需求波动时，拥有更大的核心品类份额意味着公司可以通过SKU优化、折扣节奏与供应链响应来平滑波动。

枕芯类产品收入近两年实现高增长。2024年公司整形类产品收入2.80亿元，同比增长8.77%，收入占比6.14%，2025年上半年公司枕芯类收入1.51亿元，同比增长56.30%，收入占比6.91%，在行业承压背景下仍实现增长，考虑到枕芯品类更容易承载睡眠、支撑、护颈、舒压等功能性卖点，也更适合线上展示和复购转化，其较快增长一定程度上反映公司在细分品类上的产品迭代和运营推进取得进展。

图 21：罗莱生活各品类产品营收占比

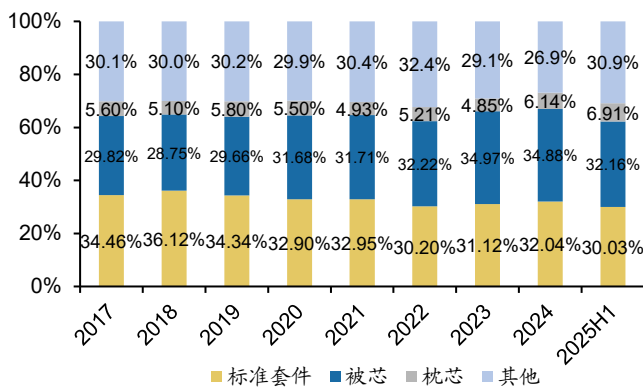
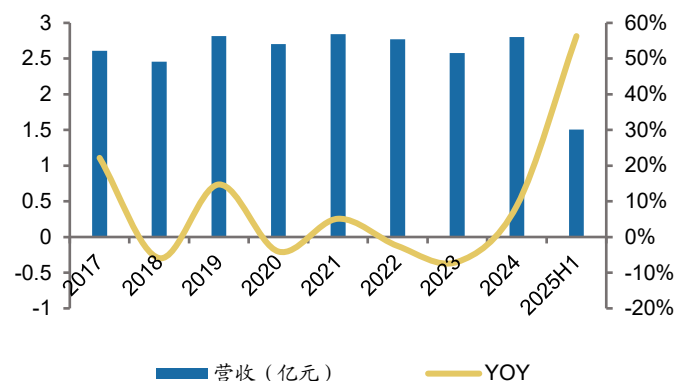


图 22：罗莱生活枕芯类产品营收情况



数据来源：久谦，广发证券发展研究中心

数据来源：久谦，广发证券发展研究中心

表 19：天猫枕头 2025 年销售额 TOP15 均为功能性产品

排名	商品
1	亚朵星球深睡枕 Pro3 枕头对枕护颈椎助睡眠记忆棉枕芯成人送礼礼盒
2	亚朵星球深睡枕 Pro3 枕头护颈椎助睡眠记忆棉枕芯枕头套成人送礼
3	亚朵星球记忆棉枕头酒店枕记忆枕护颈椎枕芯成人学生男女官方正品
4	亚朵星球深睡枕 PRO 记忆枕护颈枕成人枕头套和枕芯一套男女睡眠枕
5	亚朵星球深睡枕 PRO 记忆枕护颈枕成人通用枕头套和枕芯一套睡眠枕
6	蓝盒子 小蓝枕 N2 记忆绵成人枕头新年礼盒
7	水星家纺记忆棉枕头芯慢回弹枕 A 类成人学生宿舍呵护颈椎新年礼物
8	送礼梦百合 0 压深睡枕 pro 记忆棉枕头护颈椎专用助睡眠成人枕芯一对
9	新年礼物蓝盒子小蓝枕 N2 记忆棉枕头学生宿舍成人酒店深睡眠枕芯

10	亚朵星球深睡枕 PRO 记忆棉成人家用男女护颈枕头套和枕头芯一对
11	irisette 德国 95 鹅绒分区枕护颈椎助睡眠枕芯羽绒枕头可水洗护颈枕
12	睡洞 EVERYTHINK 旅行颈枕脖子枕头飞机睡觉 u 形枕护颈脖枕可携式 u 型枕
13	亚朵星球深睡儿童枕 2025 新款 3 岁以上宝宝儿童专用记忆棉枕头枕芯
14	一对装紫罗兰全棉羽丝绒可水洗枕头枕芯夏护颈椎助睡眠酒店家用
15	亚朵酒店专用白鹅绒枕五星级酒店枕枕芯成人睡觉羽绒枕头亲肤柔软

数据来源：久谦，广发证券发展研究中心

## 2. 以“超柔科技体系+爆品矩阵”推进功能化升级，强化产品差异化与复购

公司把产品升级从“花型/材质”推进到“功能卖点可感知化”，并形成体系化表达。

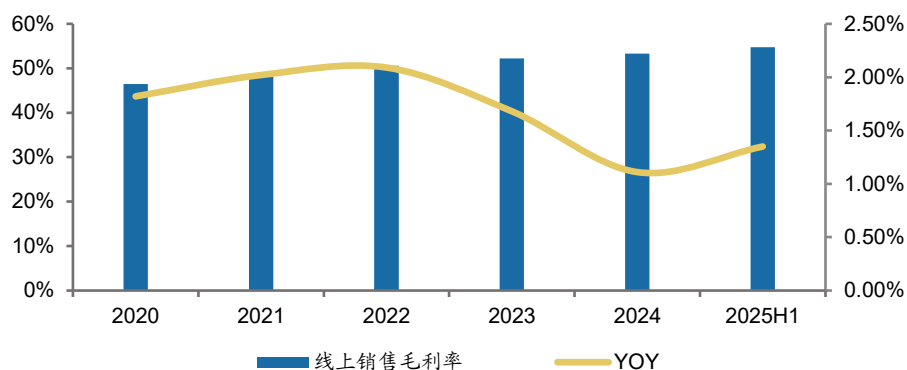
根据公司 2025 年半年报，公司从 2017 年开始就始终坚持以超柔为产品核心竞争力，兼顾超柔与品质的最佳平衡，推出 Texsoft 核心超柔科技，通过原料、工艺与后整理技术三个层面，打造超柔行业技术壁垒，形成能贡献到超柔产品中的科技创新技术库，并基于消费者需求整合，推出超柔系列产品。公司以“超柔床品”为核心主张并构建“Texsoft 超柔科技体系”，围绕“零压深睡枕、无痕安睡床笠”等打造爆品矩阵，这类“技术体系+爆品矩阵”的意义在于：一方面可以把品牌溢价落到明确的功能感知点（舒适、睡眠、健康、触感等），另一方面有利于在渠道端（尤其线上）形成更高的转化效率与复购逻辑，从而让“毛利优势”更具可持续性。

表 20: 公司近年推出的超柔产品

时间	产品名称	产品描述
2023	罗莱超柔无边羽绒被系列	打造“柔软不卡脖锁温不漏风”的产品超柔体验，无边系列零售额破亿，打破同质化壁垒，打造具有超柔属性的特殊产品印记
	超柔无边鹅绒被 2.0	以“不漏风才是真保暖”的特性，为消费者提供了卓越的睡眠体验。
	超柔无边羽绒枕	荣获全球工业设计领域的“奥斯卡”——德国红点奖
2024	罗莱零压深睡枕	专为追求高质量睡眠的消费者设计，采用先进的零压技术，能有效缓解颈部压力，提供全方位的支持，帮助消费者快速进入深度睡眠状态。
	可水洗蚕丝安睡被	首个可水洗的二合一蚕丝被，并通过德国海恩斯坦认证，让消费者睡得更安心，为消费者创造更多美好的家居体验
	Redheatti™热力绒羊毛被	为怕冷族群打造秋冬深夜的“睡眠暖宝宝”，收获消费者大量好评
2025	罗莱无痕安睡床笠	全国销量突破 90000 条

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 23: 公司线上销售渠道毛利率持续增长



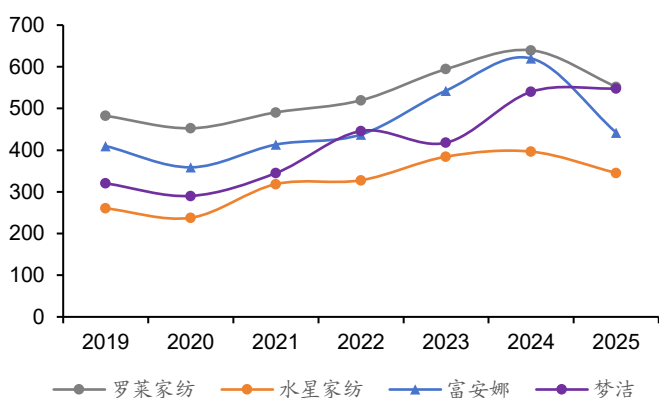
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

### 3. 品牌心智+多品牌矩阵, 支撑高端定价与价格带覆盖

公司产品端的溢价能力本质来自长期品牌心智领先带来的定价锚。根据公司财报, “罗莱”床上用品连续 20 年 (2005-2024) 荣列同类产品市场综合占有率第一位, 罗莱儿童床上用品连续 5 年 (2020-2024) 荣列同类产品市场综合占有率第一位, 具有良好的品牌知名度和美誉度。长期领先的份额与心智为主品牌的高端定价提供稳定锚点, 公司主品牌床品套件、蚕丝被等产品均价常年处于中上水平。

多品牌分层覆盖不同人群与价格带, 支撑“高端稳、年轻增”的结构成长。公司通过主品牌罗莱强化中高端与品质溢价, 罗莱儿童聚焦分龄化睡眠需求, 同时以 LOVO 等品牌覆盖更年轻与大众价格带, 形成分人群、分场景的产品矩阵, 使公司既能守住主品牌溢价与形象, 也能在大众、年轻客群端承接增量需求, 从而降低单一价格带波动风险、提升产品组合的抗周期能力。

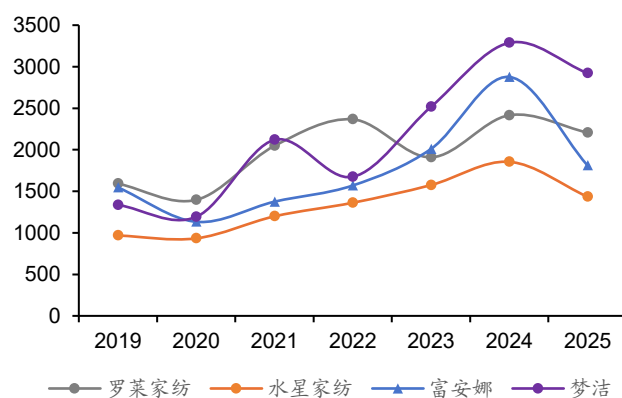
图 24: 家纺各品牌天猫床品套件均价 (元)



数据来源: 久谦, 广发证券发展研究中心

注: 此处为各公司主品牌数据

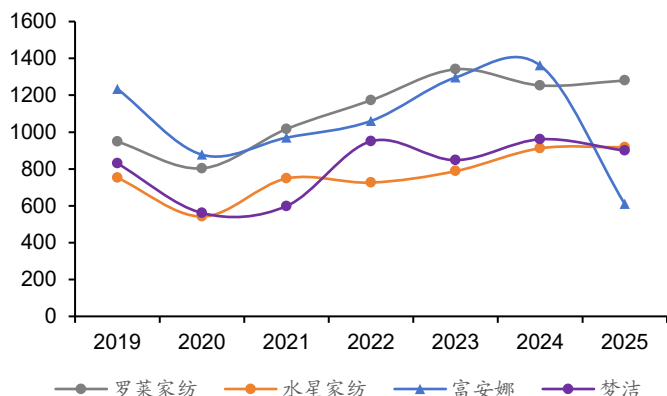
图 25: 家纺各品牌天猫羽绒被均价 (元)



数据来源: 久谦, 广发证券发展研究中心

注: 此处为各公司主品牌数据

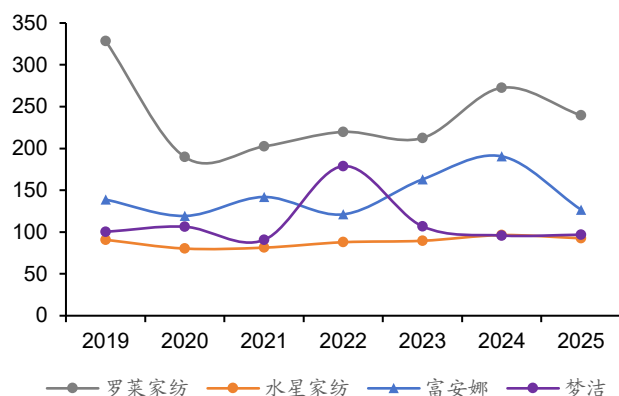
图 26: 家纺各品牌天猫蚕丝被均价 (元)



数据来源: 久谦, 广发证券发展研究中心

注: 此处为各公司主品牌数据

图 27: 家纺各品牌天猫乳胶枕均价 (元)



数据来源: 久谦, 广发证券发展研究中心

注: 此处为各公司主品牌数据

表 21: 罗莱生活自有品牌情况

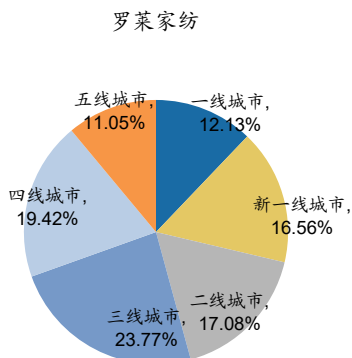
自有品牌	主要产品类型	特点	目标客户群	主要产品价格带	主要销售区域	城市级别
罗莱 罗莱儿童	套件、芯类	罗莱超柔床品, 连续 20 年市场综合占有率第一位, 罗莱儿童连续 5 年市场综合占有率第一位	25-39 岁新中产家庭	1000-8000	全国线上、线下	新一线、一~四线
廊湾家居 LAVIEHOME	床品、家居品等	全球家居精品	25-45 岁富裕家庭	5000-40000	全国线上、线下	新一线、一线、二线
LOVO 乐蜗家纺	套件、芯类	提供睡眠场景解决+情绪价值+可感知功能的差异化产品	在生活中追求新趋势 多元化睡眠方式的大众群体	200-1500	全国线上	新一线、一~四线
内野	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	200-3000	全国线下、线上	新一线、一~三线
莱克星顿	卧室、餐厅、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	40000-300000	美国	大、中型城市

数据来源: 久谦, 广发证券发展研究中心

## (二) 渠道: 线上线下融合发力

**线下渠道, 公司以高线市场为主, 门店网络覆盖深。**根据百度地图 (2026.3.10), 罗莱生活相比水星家纺和梦洁更加重视一、二线城市布局, 仅统计主品牌店铺数据 (截至 2026.3.10), 罗莱生活一线/新一线/二线/三线/四线/五线城市占比分别为 12.13%/16.56%/17.08%/23.77%/19.42%/11.05%, 水星家纺分别为 4.64%/12.66%/16.82%/26.84%/24.51%/14.52%, 富安娜分别为 13.53%/21.35%/20.61%/19.12%/16.50%/8.90%, 梦洁分别为 3.51%/20.30%/13.35%/27.44%/25.83%/9.58%。相对于同样侧重布局高线城市的富安娜, 罗莱生活在门店数量上具有明显优势。根据 2025H1 财报, 罗莱生活各品牌在国内拥有 2523 家终端门店, 富安娜线下门店共 1414 家。

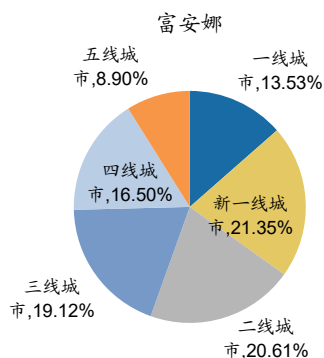
图 28: 罗莱家纺门店各层级城市占比



数据来源: 百度地图, 广发证券发展研究中心

注: 截至 2026.3.10 百度地图数据; 另外可能存在部分已闭店店铺未在百度地图更新的情况, 此处仅包含罗莱家纺

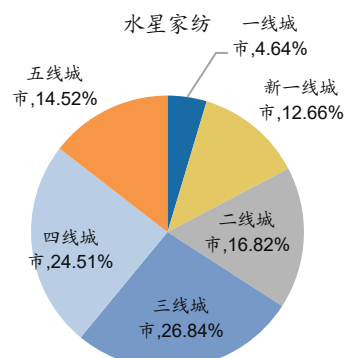
图 30: 富安娜门店各层级城市占比



数据来源: 百度地图, 广发证券发展研究中心

注: 截至 2026.3.10 百度地图数据; 另外可能存在部分已闭店店铺未在百度地图更新的情况, 此处仅包含富安娜主品牌

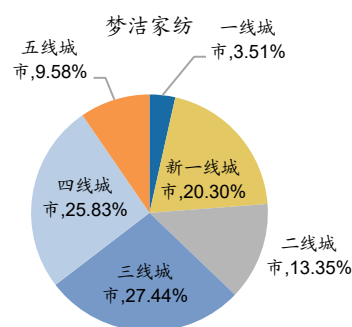
图 29: 水星家纺生活门店各层级城市占比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 截至 2026.3.10 百度地图数据; 另外可能存在部分已闭店店铺未在百度地图更新的情况; 此处仅包含水星家纺主品牌

图 31: 梦洁门店各层级城市占比

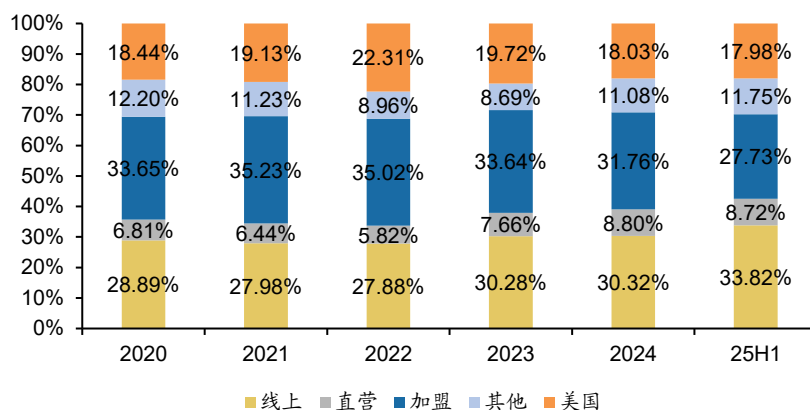


数据来源: 百度地图, 广发证券发展研究中心

注: 截至 2026.3.10 百度地图数据; 另外可能存在部分已闭店店铺未在百度地图更新的情况; 此处仅包含梦洁家纺

**线上渠道收入占比稳步提升, 盈利质量更优。**2024 年公司线上销售收入约 13.82 亿元, 占营业收入比重 30.32%; 2025 年上半年, 线上销售收入进一步达到 7.38 亿元、同比+18.32%, 收入占比提升至 33.82%, 已经明显高于直营渠道和加盟渠道占比。公司线上收入占比并不算行业最高, 参考同业我们预计公司线上收入占比有进一步提升空间。2025 年上半年, 公司线上销售毛利率达到 54.75%, 高于公司整体毛利率水平, 拉长周期看, 公司线上毛利率已从 2020 年的 46.43%持续提升至 2024 年的 53.32%, 呈现连续抬升趋势。公司线上不是低价跑量型电商, 而更接近高毛利、高转化、高质量的品牌型电商, 这也是其区别于部分同业的重要特征。

图 32: 公司各渠道销售收入占比情况



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 22: 各上市公司线上渠道毛利率情况

	2020	2021	2022	2023	2024	25H1
罗莱生活	46.43%	48.45%	50.54%	52.21%	53.32%	54.75%
水星家纺	36.10%	36.18%	38.53%	39.77%	42.96%	-
富安娜	43.88%	46.19%	46.31%	47.99%	50.26%	49.41%
梦洁	30.95%	31.41%	28.20%	30.68%	32.15%	35.26%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 富安娜 2020 年线上渠道毛利率为按 2021 年财报口径披露数据

### (三) 供应链: 智慧产业园赋能供应链效率

公司打造罗莱智慧产业园, 实现供应链跨越式升级。根据公司财报, 公司自 2022 年以自有资金投入, 规划建设罗莱智慧产业园, 产业园已顺利于 2024 年底完成一期建设, 并在 2025 年一季度逐步落地投产。设备层面, 新增 AI 智能验布设备、全自动进口套件生产设备、智能悬挂设备以及智能物流、仓储设备等智能化设备约 150 台套, 实现面料 AI 检测、柔性智能制造、智慧物流及仓储等全流程自动化, 设备整体自动化水平行业领先。数字化系统层面, 本项目以罗莱“一切业务数字化、一切数据流程化”为建设理念, 融合工业物联网、AI、云计算及大数据技术, 构建了以精益生产管理为核心的智能工厂信息化体系, 部署包括 SAP 系统、MES 系统、WMS 系统、QMS 系统、TMS 系统以及供应链协同平台在内的多套信息化工具, 实现了生产制造流程的全面优化和经营管理数智化转型升级。全套的物流自动化设备, 实现从产品生产下线, 到入库、分拣、出库、发货整个过程的自动化和无人化, 日处理订单量 15000 单, 峰值订单量可达 70000 单。

图 33: 罗莱智慧产业园于 2024 年底完成一期建设



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

#### (四) 品牌营销: 长期占据行业领先地位, 布局多维度传播矩阵

公司围绕“超柔”主品牌持续打造线下新品发布事件, 将新品发布与平台营销协同推进。根据公司财报, 公司在 2022 年举办“罗莱·丝路寻柔”30 周年超柔盛典发布会, 也是首次罗莱天猫超品发布会, 活动现场邀请罗莱品牌代言人易烱千玺现场发布罗莱超柔新品, 取得 17.6 亿的破圈曝光及引流; 2023 年邀请国民男神胡兵作为罗莱超柔床品超柔推荐官从消费者的维度为产品背书代言, 开启丝路寻柔溯源之旅, 从苏州音乐发布会启航, 远赴新疆赛里木湖探寻超柔净土源头寻源新品发布暨天猫超品发布会, 带来长效曝光及讨论; 2024 年秋冬发布超柔无边鹅绒被 2.0 Pro 和罗莱零压深睡枕, 并通过线下门店及线上抖音超品日、京东超品日等平台活动, 取得破圈曝光及引流。

公司与核心平台及 IP 资源的合作增加, 品牌传播的覆盖面进一步提升。根据公司财报, 2025 年公司在场景营销层面全年与小红书达成战略合作, 并通过线下明星新品发布大事件及线上抖音超品日、京东采销等平台活动实现多平台曝光及引流; 在 IP 联名方面, 携手故宫文化发布联名婚庆套件, 并联合航天基金会打造高品质被芯系列。站外投流方面, 以小红书为例, 截至 2026 年 3 月 18 日, 罗莱超柔床品账号粉丝数为 4.9 万, 亚朵星球账号粉丝数为 23.3 万, 水星家纺账号粉丝数为 7.1 万, 富安娜账号粉丝数为 2.6 万, 梦洁高端床上用品账号粉丝数为 2 万, 公司粉丝数在行业内靠前, 但与最高有一定差距, 我们预计 2026 年公司在站外投流上的投入会有所增加。

图 34: 公司与故宫文化联名婚庆套件



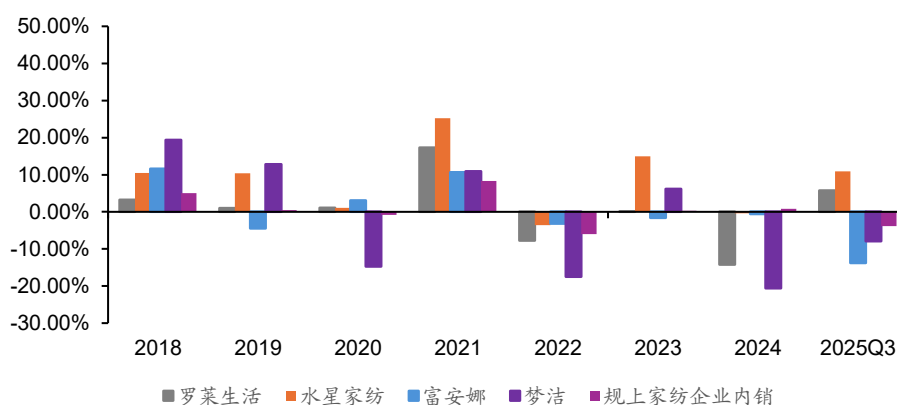
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

## 四、25 年前三季度业绩领跑行业，26 年有望继续保持快速增长

### (一) 2025 年前三季度公司业绩领跑行业

与同行业上市公司相比，2025年公司营收处于明显领先地位。根据Wind，2025Q1-3罗莱生活、水星家纺、富安娜、梦洁营业收入分别为33.83亿元、29.76亿、16.27亿元、11.03亿元；从营业收入增速情况来看，在营业收入基础规模较大的前提下，公司25Q1-3营业收入仍实现同比+5.75%，水星家纺、富安娜、梦洁分别为+10.91%、-13.80%、-7.93%。2025年前三季度公司业绩领跑行业，主要系公司坚持长期主义的战略定力，积极应对外部环境的变化。

图 35: 各公司历年营业收入同比增速



数据来源: 中家纺, 广发证券发展研究中心

注: (1) 2019 年、2021 年规上家纺企业内销增速为 1-11 月数据 (2) 中家纺未披露 2022 年规上家纺企业内销增速, 用规上床上用品企业内销增速代替

(1) 爆品策略开始兑现，线上渠道明显提速。公司营收增长核心驱动力来自线上渠

道，2024年及2025年，相继成功孵化爆品“罗莱零压深睡枕”及“罗莱无痕安睡床笠”，线上渠道凭借爆品引领的产品驱动模式，叠加毛利率提升策略，再结合罗莱品牌的头部影响力，有效拉动了公司整体营收增长。根据久谦，2025年全年公司零压深睡枕电商平台销售额（天猫+京东+抖音）为4470.56万元，无痕安睡床笠电商平台销售额（天猫+京东+抖音）为1281.33万元。根据公司财报，2025H1公司线上渠道营业收入7.38亿元，同比增长18.32%。

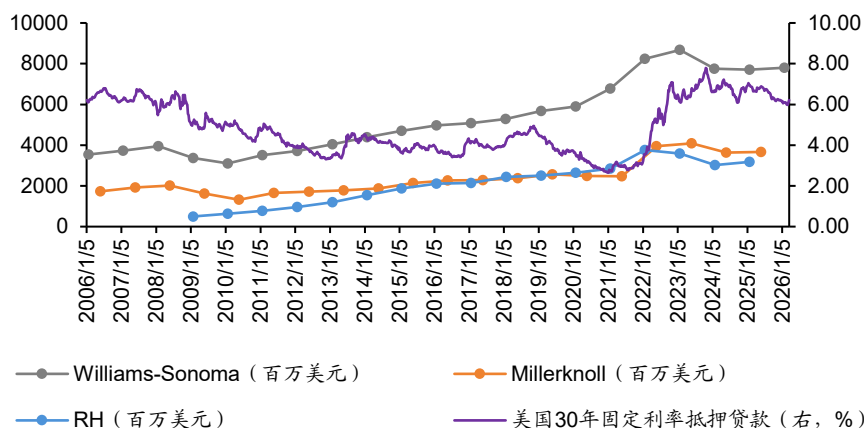
**（2）直营增长，国内主业经营质量明显改善。**根据公司财报，公司持续优化店铺结构，加大直营开店力度，关闭经营能力较差的加盟店铺，升级改造低效店铺，同时大力推进购物中心、奥特莱斯的渠道开拓，通过打造直营购物中心样板店，积累购物中心渠道的管理经验，同时为加盟市场拓展购物中心模式起到标杆作用；公司以长期的零售提升为导向，对加盟商持续进行各项零售支持，一方面通过供应链快速反应提升补货占比，保障供应效率，另一方面，更合理地调节新品季和折扣季的安排，提升整体零售毛利率，协助加盟商清理积压库存，以保持良好的现金流，实现多方共赢的合作模式，从而打造更有长期竞争力的渠道结构。2025H1公司直营渠道营业收入1.90亿元，同比增长5.14%，开业12个月以上直营店铺年均营业收入同比+14.93%；2023H1、2024H1、2025H1公司加盟渠道营业收入分别为8.65亿元、6.62亿元、6.05亿元，同比变动分别为+6.28%、-23.48%、-8.65%，下跌趋势有所缓解。

## （二）2026年有望继续保持快速增长

**行业增长，龙头市占率提升，2026年公司有望继续保持快速增长。**如前所述，根据中商产业研究院，家纺需求中日常更新需求占比约40%，乔迁（房地产相关）、婚庆、团购礼品需求各占比约20%，房地产和婚庆需求企稳回暖利于家纺销售，且睡眠经济景气度高，线上渠道家纺销售呈现量价齐升趋势，消费升级趋势较为明显；此外，头部家纺企业市场份额有望逐提升，系消费者品牌意识增强，消费习惯实现从杂牌向品牌产品的过渡，利好行业集中度提升，且龙头企业全产业链生产要素提高，积极争取市场份额。公司作为家纺行业龙头企业，有望受益行业长期稳健增长和市占率提升。

**若美国降息，莱克星顿业绩有望转好。**根据Freddie Mac报道，2026年3月12日至3月19日美国30年期固定利率抵押贷款利率平均值为6.22%，比去年同期低近0.5个百分点，由于购房申请和待售房屋数量均有所改善，潜在购房者有望迎来比去年更实惠的春季购房季。从美国家具企业历史营收情况来看，美国主要家具公司Williams-Sonoma、Millerknoll、RH的经营表现与抵押贷款利率关联度较高，低利率阶段业绩相对更好，高利率阶段行业整体承压。抵押贷款利率回落往往对应住房成交改善，进而带动家具需求修复，因此若2026年美国抵押贷款利率下降，莱克星顿的亏损有望收窄，提高公司整体业绩表现。

图 36: 美国 30 年期固定抵押贷款利率及主要家具公司营收状况



数据来源: Freddie Mac, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: (1) 此处利率为前一周四到本周四的平均利率; (2) 图中营收数据节点处为企业财报披露的年度营收统计截止日期。

表 23: 莱克星顿营收及归母净利润情况

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
营业收入 (亿元)	8.10	8.68	9.06	11.02	11.86	10.48	8.22	3.92
YOY (%)	-	7.10	4.38	21.64	7.61	-11.61	-21.54	-7.81
归母净利润 (百万元)	53.86	45.76	64.91	103.51	97.28	39.39	-28.71	-28.75
YOY (%)	-	-15.03	41.85	59.46	-6.02	-59.51	-172.89	-31.72

数据来源: Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

## 五、盈利预测和投资建议

### (一) 盈利预测

我们对公司的盈利做出如下假设:

**收入:** 2023-2024年, 公司营收分别为53.15/45.59亿元, 分别同比+0.0%/-14.2%, 2023年收入基本持平, 主要系疫后消费场景修复, 直营渠道恢复较快、线上保持增长, 但加盟补货与海外业务仍有拖累; 2024年收入承压, 主要系国内消费环境偏弱、加盟渠道继续去库存及美国业务下滑影响; 我们预计公司2025-2027年营业收入分别为48.08/52.98/59.24亿元, 同比增长5.5%/10.2%/11.8%, 主要系电商渠道受益于传统电商稳健增长和新平台放量, 继续保持较快增长; 直营渠道通过门店结构优化和单店店效提升实现稳步增长; 加盟渠道在去库存逐步结束后恢复至温和增长; 团购等其他渠道保持较好增势, 美国业务逐步企稳。

对收入进行拆分, 其中:

**电商渠道：**2023-2024 年，公司电商营收分别为 16.10/13.82 亿元，分别同比 +8.6%/-14.1%，2023 年电商渠道收入同比增长，主要系公司持续强化线上运营，传统电商平台份额稳步提升，同时积极布局新平台，线上销售保持韧性；2024 年略有承压，主要系宏观消费环境承压影响需求；2025-2027 年，预计收入分别为 16.59/19.91/23.89 亿元，分别同比增长 20.0%/ 20.0%/20.0%，主要基于传统电商（淘宝天猫、京东、唯品会）方面，预计公司有望通过货品调整、开设矩阵店、精细化运营实现持续稳健增长，直播电商方面，预计抖音、快手等新平台将保持较高增速。2025-2027 年电商业务毛利率预计为 54.8%/55.8%/56.3%（2023-2024 年分别为 52.2%/53.3%），预计电商渠道毛利率提升主要系预计产品结构持续优化，高毛利单品占比提升。

**直营渠道：**2023-2024 年，公司直营营收分别为 4.07/4.01 亿元，分别同比 +31.7%/-1.5%，2023 年直营渠道收入增速较高主要系疫情后消费复苏，老店经营改善及公司持续优化直营店铺运营质量；2024 年略有承压，主要系宏观消费环境承压影响需求；2025-2027 年，预计直营收入分别为 4.26/4.36/4.70 亿元，分别同比增长 6.2%/2.3%/7.7%，预计公司将持续优化店铺结构，加大直营开店力度，毛利率预计稳定在 69.0%（2023-2024 年分别为 67.2%/67.5%），2025 年毛利率预计相比 2024 年提升主要系产品创新和新产品推出。

**加盟渠道：**2023-2024 年，公司加盟营收分别为 17.88/14.48 亿元，分别同比 -3.9%/-19.0%，2023 年加盟收入略微下滑，主要系加盟商补货偏谨慎，但终端零售表现已有改善，公司也持续推进经销商管理、终端形象和招商优化；2024 年收入降幅增大，主要系加盟体系继续去库存、补货节奏偏慢，叠加消费需求承压；2025-2027 年，预计加盟收入分别为 13.29/13.80/14.69 亿元，分别同比 -8.2%/+3.8%/+6.5%，主要系预计 2026-2027 年加盟库存逐步恢复正常，终端经营改善，净开店恢复，毛利率预计稳定在 48.84%（2023-2024 年分别为 47.42%/48.84%），预计给予加盟商的折扣保持稳定。

**其他渠道（电视购物、国际贸易和团购等）：**2023-2024 年，公司其他渠道营收分别为 4.62/5.05 亿元，分别同比 -3.0%/+9.3%，2023 年其他渠道略有下滑，主要系部分传统渠道承压；2024 年实现增长，主要受团购业务带动；2025-2027 年，预计其他渠道（电视购物、国际贸易和团购等）收入分别为 5.56/6.11/6.73 亿元，分别同比增长 10.0%/10.0%/10.0%，主要系团购业务仍有望保持较快增长，毛利率预计稳定在 48.0%（2023-2024 年分别为 42.3%/48.0%），基本保持稳定。

**美国：**2023-2024 年，公司美国营收分别为 10.48/8.82 亿元，分别同比 -11.6%/-15.8%，2023 年美国业务下滑，主要受北美高利率环境下家具需求偏弱影响；2024 年降幅进一步扩大，主要系美国住房链条仍偏疲弱，终端需求及经销商补货均承压；2025-2027 年，预计美国收入分别为 8.38/8.80/9.24 亿元，分别同比 -5.0%/+5.0%/+5.0%，主要系美国抵押贷款利率有望降低，毛利率预计稳定在 31.37%（2023-2024 年分别为 33.83%/28.07%），其中 2025 年预计毛利率同比上升主要系预计库存去化顺利，折扣改善。

**期间费用率：**2023-2024 年，公司销售费用率分别为 24.70%/26.38%，2025-2027 年，预计销售费用率分别为 26.88%/26.88%/26.88%，主要系预计公司加大广告宣传投入；

2023-2024 年，公司管理费用率分别为 5.95%/6.58%；2025-2027 年，预计管理费用率分别为 6.56%/6.01%/5.80%，管理费用率预计有所下降，主要系公司股权激励费用摊销逐步减少，收入规模扩大带来一定摊薄效应；

2023-2024 年，公司研发费用率分别为 2.10%/2.18%；2025-2027 年，预计研发费用率稳定在 1.86%，主要系公司研发投入政策保持稳定。

所得税率：2023-2024 年，公司所得税率分别为 15.25%/9.84%；2025-2027 年，预计所得税率分别为 13.00%/15.25%/15.25%。

表 24：公司收入关键假设

亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>电商渠道</b>					
收入	16.10	13.82	16.59	19.91	23.89
YoY	8.65%	-14.12%	20.0%	20.0%	20.0%
成本	7.69	6.45	7.49	8.79	10.43
毛利率	52.21%	53.32%	54.82%	55.82%	56.32%
<b>直营渠道</b>					
收入	4.07	4.01	4.26	4.36	4.70
YoY	31.68%	-1.48%	6.17%	2.35%	7.72%
成本	1.33	1.30	1.32	1.35	1.45
毛利率	67.25%	67.55%	69.05%	69.05%	69.05%
<b>加盟渠道</b>					
收入	17.88	14.48	13.29	13.80	14.69
YoY	-3.91%	-19.03%	-8.20%	3.80%	6.46%
成本	9.40	7.41	6.80	7.06	7.51
毛利率	47.42%	48.84%	48.84%	48.84%	48.84%
<b>其他渠道（电视购物、国际贸易和团购等）</b>					
收入	4.62	5.05	5.56	6.11	6.73
YoY	-2.96%	9.35%	10.0%	10.0%	10.0%
成本	2.67	2.63	2.89	3.18	3.49
毛利率	42.29%	48.05%	48.05%	48.05%	48.05%
<b>美国</b>					
收入	10.48	8.82	8.38	8.80	9.24
YoY	-11.61%	-15.81%	-5.0%	5.0%	5.0%
成本	6.93	5.91	5.75	6.04	6.34
毛利率	33.83%	28.07%	31.37%	31.37%	31.37%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## （二）投资建议

综上，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 48.08/52.98/59.24 亿元，同比增长 5.5%/10.2%/11.8%，归母净利润分别为 5.07/5.91/6.92 亿元，同比增长 17.2%/16.4%/17.1%，每股收益分别为 0.61/0.71/0.83 元，参考可比公司估值，且

考虑到公司是家纺行业龙头，行业地位稳固，且股息率高，给予公司 2026 年 18 倍 PE，合理价值 12.79 元/股，给予“买入”评级。

（可比公司选择依据：选取 SW 分类服装家纺板块，沪深两市上市的服装家纺公司。从主业构成看，根据 Wind，水星家纺、富安娜的主业均为床上用品销售（自有品牌销售），与罗莱生活为同行业企业，地素时尚为高端女装龙头企业，海澜之家为男装龙头企业，森马服饰为休闲装与童装龙头企业；从 2024 年收入占比看，根据 Wind，水星家纺、富安娜的收入基本都为自有品牌床上用品销售贡献；从股息率来看，地素时尚、海澜之家、森马服饰与罗莱生活一样，股息率较高，2022 年-2024 年地素时尚股利支付率为 86.11%/77.14%/77.54%，股息率为 4.60%/6.10%/3.97%，海澜之家股利支付率为 86.18%/91.11%/91.22%，股息率为 8.11%/7.55%/5.47%，森马服饰股利支付率为 84.59%/72.07%/82.90%，股息率为 3.82%/5.20%/4.99%，罗莱生活股利支付率为 87.79%/58.31%/115.48%，股息率为 5.35%/4.31%/7.69%，股息率=每股股利税前/每股市价，年度为年末市价，半年度为半年末市价）

表 25：可比公司估值（收盘价截至 2026.4.20）

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
		2026/4/20	2023A	2024A	2025A/E	2026E	2023A	2024A	2025A/E	2026E
水星家纺	603365.SH	21.05	1.44	1.40	1.55	1.74	14.62	15.04	13.62	12.09
富安娜	002327.SZ	7.08	0.69	0.65	0.44	0.49	10.26	10.89	15.99	14.34
地素时尚	603587.SH	12.83	1.04	0.65	0.56	0.65	6.81	10.89	12.64	10.90
海澜之家	600398.SH	6.63	0.68	0.46	0.45	0.49	9.75	14.41	14.73	13.48
森马服饰	002563.SZ	5.22	0.42	0.42	0.33	0.39	12.43	12.43	15.82	13.44
	最大值						14.62	15.04	15.99	14.34
	最小值						6.81	10.89	12.64	10.90
	平均数						10.77	12.73	14.56	12.85
	调整后平均						10.81	12.58	14.72	13.00

资料来源：wind，广发证券发展研究中心

注：盈利预测来自 Wind 一致预期

## 六、风险提示

### （一）宏观经济波动风险

公司主要产品为家用纺织品及家居品，主要定位于大众消费市场及高端家居家纺市场，市场需求受宏观经济波动和居民消费水平的影响较大。若国内经济增速放缓，内需复苏动能不足，可能对公司主营业务产生不利影响。同时公司家具业务主要分布在北美市场，可能受到全球贸易不确定因素、地缘局势严峻复杂、海外地产低迷等不利因素影响。

### （二）原材料价格波动和生产要素成本上涨风险

公司生产所需的原材料（如棉花、羽绒、橡胶、化纤、丝绸等）受自然条件、贸易政策、市场价格波动等因素影响，可能导致供应短缺或成本波动。劳动力成本、能源成本、物流成本等生产要素如果持续上涨，也可能对公司正常生产经营活动造成

一定影响。

### （三）市场竞争加剧风险

随着家纺行业进入者增加，市场竞争日趋激烈，同时伴随科技不断更新，人工智能逐渐普及，家纺行业技术更新也日趋加快，若企业缺乏创新能力，不能确保产品竞争优势，可能面临市场被同业或跨行业竞争对手挤占、利润空间被压缩、市场份额下降等问题，将导致公司业绩承压。

### （四）存货管理及跌价风险

公司主营业务家纺产品销售依赖加盟、直营及电商渠道，需要储备一定的存货，用于营销和业务推广，且存货在流动资产占比相对较高，若产品销售市场发生异常变化会导致存货跌价或存货变现困难，将给公司经营业绩带来较大影响。

**资产负债表**

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产总额</b>	<b>4,262</b>	<b>3,393</b>	<b>3,467</b>	<b>3,593</b>	<b>3,770</b>
货币资金	2,122	1,143	1,104	1,082	1,068
应收及预付	544	389	477	524	586
存货	1,344	1,087	1,112	1,211	1,340
其他	251	775	775	775	775
<b>非流动资产总额</b>	<b>2,542</b>	<b>2,773</b>	<b>2,838</b>	<b>2,902</b>	<b>2,965</b>
长期股权投资	2	2	2	2	2
固定资产	899	894	887	879	870
在建工程	273	494	494	494	494
使用权资产	386	186	186	186	186
无形资产	309	381	453	525	597
其他	674	817	817	817	817
<b>资产总额</b>	<b>6,804</b>	<b>6,166</b>	<b>6,305</b>	<b>6,495</b>	<b>6,734</b>
<b>流动负债总额</b>	<b>2,171</b>	<b>1,670</b>	<b>1,696</b>	<b>1,754</b>	<b>1,839</b>
短期借款	261	250	250	225	203
应付及预收	878	876	902	985	1,092
其他	1,033	544	544	544	544
<b>非流动负债总额</b>	<b>374</b>	<b>291</b>	<b>291</b>	<b>291</b>	<b>291</b>
长期借款	0	86	86	86	86
应付债券	0	0	0	0	0
其他	374	205	205	205	205
<b>负债总额</b>	<b>2,546</b>	<b>1,961</b>	<b>1,987</b>	<b>2,044</b>	<b>2,129</b>
股本	835	831	831	831	831
其他	3,400	3,354	3,471	3,606	3,765
归母权益合计	4,234	4,185	4,302	4,437	4,596
少数股东权益	24	20	17	14	10
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,804</b>	<b>6,166</b>	<b>6,305</b>	<b>6,495</b>	<b>6,734</b>

**利润表**

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>5,315</b>	<b>4,559</b>	<b>4,808</b>	<b>5,298</b>	<b>5,924</b>
营业成本	2,803	2,370	2,425	2,642	2,924
营业税金及附加	50	33	35	38	43
销售费用	1,313	1,203	1,293	1,424	1,593
管理费用	316	300	315	318	344
研发费用	111	99	89	99	110
财务费用	-23	-21	-14	-14	-15
资产信用减值损失	-153	-144	-132	-144	-160
公允价值变动收益	-4	-1	-1	-1	-1
投资收益	17	11	11	11	11
<b>营业利润</b>	<b>662</b>	<b>490</b>	<b>593</b>	<b>706</b>	<b>824</b>
营业外收支	12	-13	-13	-13	-13
利润总额	674	477	580	693	811
所得税费用	103	47	75	106	124
<b>合并净利润</b>	<b>571</b>	<b>430</b>	<b>505</b>	<b>587</b>	<b>688</b>
少数股东损益	-2	-2	-3	-3	-4
<b>归母净利润</b>	<b>572</b>	<b>433</b>	<b>507</b>	<b>591</b>	<b>692</b>
EPS (元/股)	0.69	0.52	0.61	0.71	0.83

**现金流量表**

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>936</b>	<b>847</b>	<b>622</b>	<b>728</b>	<b>810</b>
合并净利润	571	430	505	587	688
折旧摊销	210	205	212	213	214
营运资金变动	70	86	-218	-208	-243
其他	0	0	0	0	0
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>544</b>	<b>-986</b>	<b>-246</b>	<b>-256</b>	<b>-256</b>
资本性开支	-241	-329	-227	-227	-227
投资	715	-750	0	0	0
其他	70	93	-19	-29	-29
<b>融资活动现金流净额</b>	<b>-595</b>	<b>-817</b>	<b>-405</b>	<b>-493</b>	<b>-568</b>
股本融资	0	0	0	0	0
债权融资	62	-388	0	-25	-23
股利分配与偿付利息	-521	-514	-405	-468	-545
其他	-136	85	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>897</b>	<b>-943</b>	<b>-29</b>	<b>-21</b>	<b>-14</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>1,179</b>	<b>2,076</b>	<b>1,133</b>	<b>1,104</b>	<b>1,082</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>2,076</b>	<b>1,133</b>	<b>1,104</b>	<b>1,082</b>	<b>1,068</b>

**主要财务比率**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率	0.0%	-14.2%	5.5%	10.2%	11.8%
营业利润增长率	-1.6%	-25.9%	20.9%	19.1%	16.8%
归母净利润增长率	-0.2%	-24.4%	17.2%	16.4%	17.1%
<b>获利能力</b>					
毛利率	47.3%	48.0%	49.6%	50.1%	50.6%
净利率	10.7%	9.4%	10.5%	11.1%	11.6%
ROE	13.5%	10.3%	11.8%	13.3%	15.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	37.4%	31.8%	31.5%	31.5%	31.6%
有息负债率	3.8%	5.5%	5.3%	4.8%	4.3%
流动比率	2.0	2.0	2.0	2.0	2.1
利息保障倍数	26.7	21.9	50.6	61.8	76.8
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	10.1	11.4	11.4	11.4	11.4
存货周转率	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2
应付账款周转率	4.7	5.6	5.6	5.6	5.6
<b>每股指标</b>					
每股收益	0.69	0.52	0.61	0.71	0.83
每股净资产	5.07	5.04	5.18	5.34	5.53
每股经营现金流	1.12	1.02	0.75	0.88	0.97
<b>估值比率</b>					
PE	13.5	15.0	16.7	14.4	12.3
PB	1.8	1.5	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	6.0	7.1	8.6	7.5	6.6

## 广发纺织服装行业研究小组

糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。  
 左琴琴：资深分析师，上海社会科学院经济学硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。  
 董建芳：高级分析师，对外经济贸易大学金融硕士，2023年进入广发证券发展研究中心。  
 钟泽宇：高级分析师，约翰霍普金斯大学金融硕士，2026年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。  
 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。  
 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。  
 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。