

罗莱生活（002293.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

2027年9月22日

基本信息

所属行业	消费品
当前股价	10.86
总市值	90.95亿
PE-TTM	15.58
PB-MRQ	2.22

估值结果

	价值	140.55亿
DDM估值	上行空间	55%
	状态	低估
	价值	121.07亿
动态估值	上行空间	33%
	状态	偏低估

四维评级

成长空间	★ ★ ☆ ☆ ☆
盈利趋势	★ ★ ★ ☆ ☆
产业格局	★ ★ ★ ★ ☆
护城河	★ ★ ★ ★ ☆

核心评级结论

罗莱生活的主营业务是家纺用品。公司的成长能力星级较低，主要是由于家纺行业已进入存量竞争阶段，地产后周期需求疲软叠加线上价格战加剧，罗莱生活作为行业龙头主业增长平缓。盈利趋势星级中等偏上，主要是由于公司受益于高毛利爆品占比提升、线上渠道提质增效与供应链精细化降本，叠加前期一次性费用的低基数效应，毛利率与净利率持续修复，整体盈利趋势呈一定的改善态势。产业格局星级较高，主要是由于中高端家纺赛道具备较强的品牌认知与线下渠道壁垒，头部玩家格局清晰稳定。护城河星级较高，主要是由于公司凭借多年行业深耕建立了稳固的中高端品牌心智，叠加覆盖全国的线下终端网络、成熟的供应链管控与产品研发积淀，品牌与渠道壁垒深厚，形成了较难被快速复制的竞争护城河。

基于我们认为罗莱生活的床上用品业务的市占率能够保持稳定、中国家纺市场高端化趋势延续、公司的毛利率能够继续小幅提升的假设，根据壹评级的ddm估值和动态估值，当前公司处于低估的水平。

我们区别于市场的观点

我们认为罗莱生活当前处于低估状态。公司偏低估的原因主要是：一是国内家纺行业处于存量竞争阶段，地产后周期需求偏弱，行业集中度提升节奏缓慢，市场难以给予成长溢价。二是海外业务整合不及预期，美国业务持续亏损，线下门店调整尚未完全见效，叠加线上流量成本高企，盈利复苏确定性不足。三是行业产品同质化较强，品牌溢价能力受限，叠加消费复苏节奏偏缓，市场对其盈利修复的预期整体偏谨慎。但我们认为，公司盈利改善持续提速，分红率近100%，现金回报确定性强，当前公司处于低估状态。

风险提示

家纺属可选消费，需求与居民收入、消费信心高度相关，且兼具地产后周期属性，若宏观复苏不及预期、海外经济承压，将冲击公司内外销业务；家纺行业集中度偏低，跨界玩家入局，公司存在市场份额下滑压力。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 营销强度	5
3.2 客户集中度	5
3.3 供应商集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2026年收入占比	4
图2：预测2026年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

罗莱生活于1992年创立，2009年登陆深交所，是国内家纺行业龙头企业。公司集研发、设计、生产、销售于一体，拥有罗莱超柔床品、罗莱儿童、LOVO乐蜗等自有品牌及多个国际家居代理品牌，构建多元品牌矩阵。罗莱床上用品连续21年位居国内同类产品市场综合占有率第一位，终端网络覆盖全国。

2. 业务介绍

对于罗莱生活公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

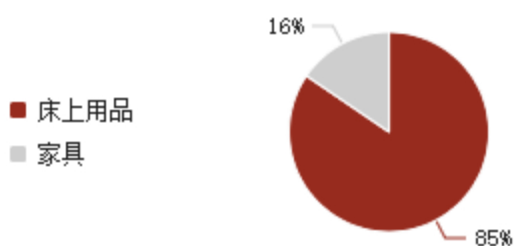
床上用品：

床上用品是罗莱生活核心主业，占营收比重超80%，产品涵盖床品套件、被芯、枕芯等核心品类。罗莱品牌床上用品连续21年（2005-2025）位居国内同类产品市场综合占有率第一。公司依托多品牌矩阵覆盖全价格带，线上线下全渠道布局，近年凭借零压深睡枕、鹅绒被等大单品拉动增长，高端床品细分市场占率稳居行业首位。我们对该业务的市场主要界定为国内市场。

家具：

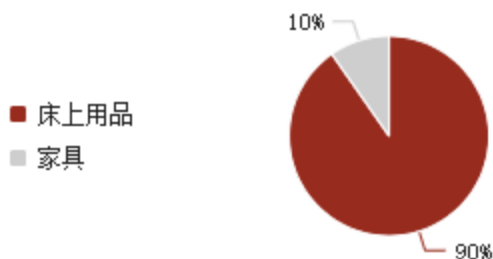
家具业务主要依托旗下美国百年高端家具品牌莱克星顿运营，集设计、生产与销售于一体，产品涵盖实木家具、软包家具、户外家居等品类，覆盖卧室、客厅、餐厅、户外等全居家场景。品牌深耕北美市场，拥有多个设计子品牌，同时布局国内高端家居渠道，是公司大家居战略的核心布局板块。我们对该业务的市场界定为北美市场。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

罗莱生活采用“多品牌矩阵 + 全渠道运营”的商业模式，以家纺为核心主业，同步布局高端家具赛道，线上线下协同触达客群。公司营销投入处于行业较高水平，重点投向品牌宣传与渠道运营；客户结构分散无单一依赖，供应商集中度中等，依托多元供应体系平抑成本波动风险。

3.1 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公司的营销投入处于家纺行业较高水平，2025年销售费用率为26.74%，同比小幅提升0.36个百分点。费用重点投向电商流量投放、品牌宣传与终端运营，近年加大抖音、小红书等平台内容种草，依托核心大单品开展精准营销，投放效率持续优化，2025年毛销差同比扩大2.18个百分点。

3.2 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司的客户集中度处于低水平，2025年前五大客户合计营收占比13.32%，第一大客户占比仅5.70%，不存在单一客户重大依赖。公司客户结构均衡，线下经销网络遍布全国，线上覆盖天猫、抖音等主流电商平台，同时布局团购等ToB渠道，分散化的客户结构有效降低了经营波动风险，整体抗风险能力较强。

3.3 供应商集中度

低 较低 中等 较高 高

公司的供应商集中度处于低水平，2025年前五大供应商采购额合计占总采购额29.39%，第一大供应商占比9.50%，无单一供应商重大依赖。公司上游供应商总数超370家，结构相对分散，核心原材料供应商合作稳定，通过长期协同、联合研发深化供应链绑定，同时搭建多元供应体系平抑成本波动风险。

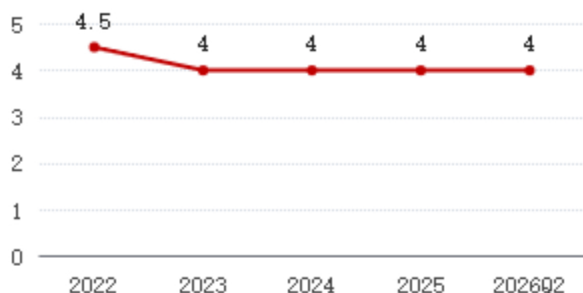
4. 历史经营绩效

公司的业务控制能力星级高，主要是由于上下游议价能力强，规模效应突出；历史上公司经营稳健，盈利能力和成长能力星级较为稳定。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司的历史盈利能力较好。2021年为阶段性盈利高点，2022-2023年整体保持平稳，2024年受消费需求疲软、海外家具业务拖累，盈利能力阶段性回落。2025年起盈利水平持续修复回升，毛利率与净利率逐季改善，主要得益于产品结构优化、高附加值大单品放量，以及线上高毛利渠道占比提升，2026年上半年盈利能力继续改善。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



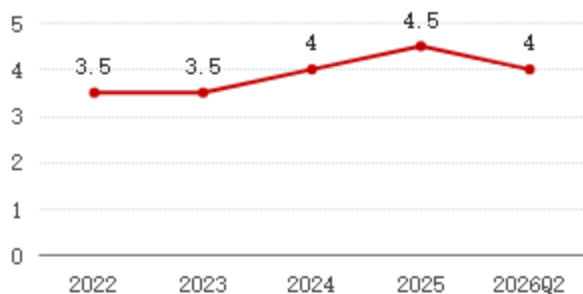
数据来源：公司财报，壹评级

公司的历史成长能力有一定的波动性。2021年公司营收实现较快增长，得益于疫情后消费复苏及线上渠道快速拓展。2022-2023年增长明显放缓，整体规模基本持平，受疫情反复、居民消费意愿偏弱及海外家具业务承压拖累。2024年营收阶段性下滑，2025年起重回增长轨道，2026年上半年延续稳健增长。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



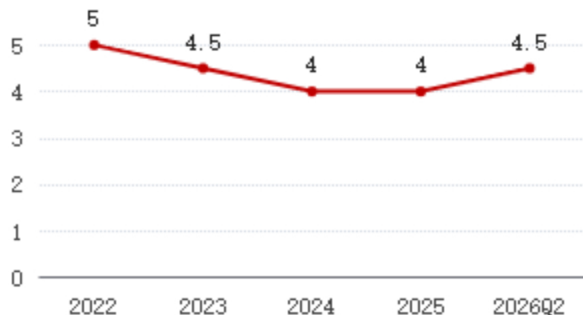
数据来源：公司财报，壹评级

公司的历史业务控制能力较强。2022-2023年终端消费疲软，下游议价力度略有减弱。2024年起随供应链数字化优化、规模化采购深化，上游议价能力稳步修复；2025至2026年上半年家纺主业复苏，下游品牌议价权进一步巩固，整体上下游议价能力处于行业领先水平。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司的历史股东回报星级较好。2021年公司盈利处于阶段性高位，净资产收益率与分红力度同步处于较高水平，股东回报能力较强。2022-2023年盈利整体平稳，叠加稳健的分红政策，股东回报维持在合理区间。2024年受盈利阶段性回落拖累，回报能力有所承压。2025年起盈利持续修复，结合稳定的分红基调，2026年上半年股东回报能力稳步回升。

5. 四维评级

公司在家纺领域深耕多年，具备较深的品牌+渠道护城河；中高端家纺市场具备一定的品牌壁垒，公司为中高端家纺的龙头，护城河较深。

5.1 成长空间

★★★★☆

家纺行业已进入存量竞争阶段，地产后周期需求疲软叠加线上价格战加剧，罗莱生活作为行业龙头主业增长平缓，大家居多元化拓展成效有限，海外业务贡献薄弱，缺乏清晰的第二增长曲线，长期成长空间与弹性相对有限。

床上用品(2星):

国内床上用品行业增长平缓，2024-2029年复合增速预计仅3.3%，已进入低速存量阶段。罗莱生活核心套件类业务2025年仅同比微增1.04%，叠加行业高度分散、线上价格战加剧与地产后周期需求疲软，床上用品主业成长空间有限。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

罗莱生活受益于高毛利爆品占比提升、线上渠道提质增效与供应链精细化降本，叠加前期一次性费用的低基数效应，毛利率与净利率持续修复，整体盈利趋势呈一定的改善态势。

床上用品(3.5星):

该业务的盈利能力有望改善。2025年标准套件类毛利率同比提升2.2个百分点至53.93%；依托产品结构优化、高毛利爆品占比提升，叠加供应链降本与渠道提质增效，盈利修复具备一定的可持续性。

5.3 产业格局

★★★★☆

中高端家纺赛道具备较强的品牌认知与线下渠道壁垒，头部玩家格局清晰稳定，价格竞争烈度显著低于大众市场，罗莱生活凭借多年品牌积淀稳居第一梯队，所处赛道竞争格局相对良性。

床上用品(4星):

床上用品中高端赛道具备品牌与渠道双重壁垒，头部竞争格局清晰稳定，价格战烈度显著低于大众市场，罗莱生活凭借多年品牌积淀稳居行业第一梯队，所处细分赛道竞争格局相对良性。

5.4 护城河

★★★★☆

罗莱生活凭借多年行业深耕建立了稳固的中高端品牌心智，叠加覆盖全国的线下终端网络、成熟的供应链管控与产品研发积淀，品牌与渠道壁垒深厚，形成了难以被快速复制的竞争护城河。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
床上用品	(3星) 该业务的护城河宽度较高。其经壹评级调整的ROE为25.4%，经壹评级调整的ROIC为23.4%。该业务的盈利能力较为优秀，业务控制能力较好。	(4.5星) 该业务的护城河可持续性较好，主要具备一定的品牌和线下渠道护城河。公司深耕家纺行业多年，中高端品牌心智积淀深厚，消费者忠诚度与复购率处于行业前列；线下拥有覆盖全国的成熟终端网络与稳定加盟体系，叠加线上渠道精细化运营持续推进，品牌与渠道护城河具备较强可持续性。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于我们认为罗莱生活的床上用品业务的市占率能够保持稳定、中国家纺市场高端化趋势延续、公司的毛利率能够继续小幅提升的假设，根据壹评级的ddm估值和动态估值，当前公司处于低估的水平。

6.1 核心假设及逻辑

公司的主营业务分为床上用品和家具，我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心逻辑及假设如下：

业务1. 床上用品

我们将该业务分渠道进行拆分，如下：

- 1) 直营渠道：预计2026-2030年的收入复合增速为5%。2026年门店有望重回净增长；店效（单店收入）2026-2030年的预计复合增速为5%，店效增长主要依靠店效较高的购物中心门店占比提升。
- 2) 加盟渠道：预计2026-2030年的收入复合增速为5%。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。
- 3) 线上渠道：预计2026-2030年的收入复合增速为7%。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。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。

盈利能力假设：

我们预计公司的毛利率将会继续提升。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。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，综上所述我们预计该业务的净利率水平伴随毛利率提升从而小幅提升。

业务2：家具

莱克星顿家具业务受美国地产周期影响较大，我们预计未来收入保持低个位数增长，但亏损幅度收窄。

盈利能力假设：

罗莱生活美国莱克星顿业务2025年下半年已实现单季扭亏为盈，全年同比减亏；伴随库存去化、产品结构优化与费用精细化管理，若后续美国家居消费需求边际修复，其盈利能力具备持续改善空间。

表2：公司整体业绩预测

罗莱生活	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	53.2	45.6	48.4	52.3	56.1	59.6	62.9	66.4
归母净利润(亿)	5.7	4.3	5.2	6.4	7.0	7.6	8.1	8.8
归母净利润增速(%)	-0.2	-24.3	19.9	22.3	9.8	8.5	7.5	7.5
经营性净利润(亿)	5.2	3.8	4.7	6.4	7.0	7.6	8.1	8.8
经营性净利润增速(%)	-0.4	-26.2	23.3	34.0	9.8	8.5	7.5	7.5
经营性归母净利润(亿)	5.2	3.9	4.7	6.4	7.0	7.6	8.1	8.8
经营性归母净利润增速(%)	-0.1	-25.9	22.6	34.0	9.8	8.5	7.5	7.5

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

床上用品	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	42.7	37.4	40.7	44.2	47.6	50.7	53.5	56.6
收入增速(%)	3.4	-12.5	8.9	8.6	7.8	6.5	5.6	5.6
经营性净利润(亿)	5.8	4.4	5.2	6.4	7.0	7.5	8.1	8.7
经营性净利率(%)	13.5	11.8	12.9	14.4	14.7	14.9	15.1	15.3
经营性净利润增速(%)	-0.9	-23.7	19.5	21.4	9.4	8.1	7.2	7.2
家具	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	10.5	8.2	7.7	8.1	8.5	8.9	9.4	9.8
收入增速(%)	-11.5	-21.7	-6.2	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
经营性净利润(亿)	-0.5	-0.5	-0.5	-0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
经营性净利率(%)	-5.2	-6.6	-6.6	-0.2	0.1	0.4	0.6	0.9
经营性净利润增速(%)	5.8	-0.4	6.9	96.5	134.3	429.8	89.3	51.7

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
床上用品	2.3%	中低	较好	强	8.3%	14.52	8.6
家具	3.0%	中低	一般	一般	8.3%	10.69	0.1
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
床上用品(亿)	24.6	90.6	115.1	4.6	-	-	119.7
家具(亿)	-0.2	0.7	0.5	0.9	-	-	1.3
公司整体测算(亿)	24.4	91.2	115.6	5.5	-	-	121.1

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
床上用品(亿)	72.8	59.0	131.7	4.6	-	-	136.3
家具(亿)	1.3	2.1	3.4	0.9	-	-	4.2
公司整体测算(亿)	74.0	61.0	135.1	5.5	-	-	140.6

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

☆☆☆☆☆

公司盈利受国内消费复苏力度、棉料等原材料价格、行业价格战多重变量干扰，线下渠道仍在持续调整；美国莱克星顿业务扭亏高度依赖海外地产与利率环境，叠加存货减值、商誉计提存在潜在扰动，业绩可预判性偏弱，进而拉低整体估值确定性。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。