



质价比浪潮下“内品牌”的觉醒与升级

家纺行业深度报告

证券分析师：谢建斌 执业证书编号：S0630522020001

联系人：龚理 联系方式：gongli@longone.com.cn

2024年04月01日



投资要点

- **复盘2023年：**1) **家纺跑出超额收益。**2023年富安娜和水星家纺分别涨幅38.3%/15.7%，显著跑赢沪深300的-11.3%。2) **景气回升。**疫情放开后，婚庆需求集中释放以及地产催化政策频出，叠石桥家纺景气指数显示2023年行业旺季景气程度超过2022年低值，表现出较强的修复趋势。富安娜、罗莱生活和水星家纺2023年前三季度对2019年同期归母净利润CAGR分别为9%、4%和4%。3) **高股息维护估值。**富安娜和罗莱生活股息率稳定在7%，水星家纺股息率稳步提升至5%。富安娜和水星家纺近三年的PE分位数分别为75%和20%，高于沪深300的14%。
- **家纺行业：刚需向可选切换，头部企业在品牌力和线下渠道享有相对优势。**1) **市场，**2022年床品市场规模为1280亿元，2009-2022年CAGR为6%，长期平稳向上。2) **驱动，**家纺消费分为为结婚、搬家、日常更新和团购四大场景，与结婚和住宅有密切联系。经测算，床品市场规模（T+1）与住宅销售的相关系数为0.37，床品市场规模与住宅销售的相关系数为0.76，当前结婚和搬家消费场景受挤压。“2015-2018年睡眠经济叠加消费升级”+“2020-2023年睡眠经济叠加疫情催化”浪潮下居家品质生活理念推动日常更换场景，消费提频、价格提升。3) **产业链，**棉花成本占比约40%，棉价影响下游盈利水平，当前弱势波动；家纺品牌溢价相对有限，比拼时尚、舒适和功能三位一体的产品升级；社交电商成为增长新高地，专卖店为主的线下门店店效、坪效低于其他纺服品类，门店运营难度大、集中度30%高于整体的7%。4) **竞争，**行业格局呈现金字塔，同时存在产业集聚、区域割据的特征。生产和销售低壁垒造就分散格局，2022年CR5仅为4.8%，未来行业集中度提升有赖于头部企业在品牌力和线下渠道的相对优势。
- **投资建议：**1) **富安娜：**以艺术家纺品牌调性卡位中高端，渠道均衡、盈利显著，五大生产物流基地+智慧门店支撑全国化扎实推进、高潜市场占优。2) **罗莱生活：**中等店型、丰厚渠道利润保障加盟扩张，依托头部品牌力、超柔产品力发力全国化征程，复苏向上、王者归来。3) **水星家纺：**占位性价比和被芯单品心智，乘势电商快速增长，仍可深挖社交电商、三四线城市成长潜力。4) **梦洁股份：**店效提升、费用收缩，2023Q1起逐季扭亏为盈，期待顶层架构趋稳后激发组织活力。
- **风险提示：**结婚和销售住宅下滑、消费需求疲软、原材料波动等。

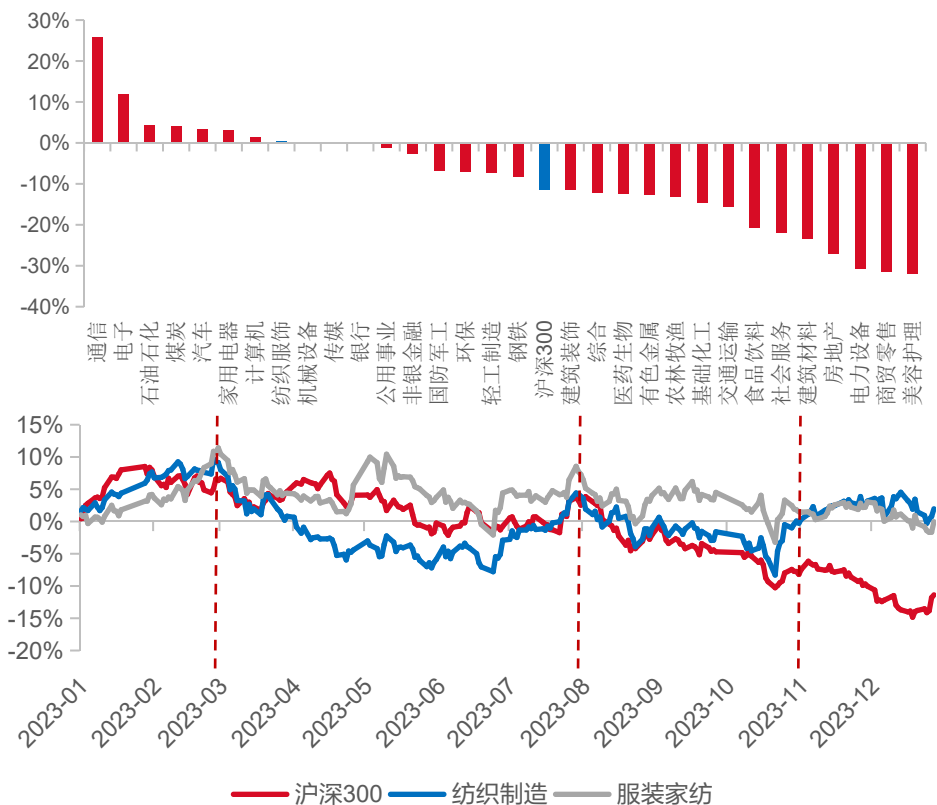
录 目

- 一、复盘**2023**年：景气回升，高股息维护估值，家纺跑出超额收益
- 二、家纺行业：质价比浪潮下“内品牌”的觉醒与升级
- 三、公司比较：产品与市场并重，各显神通
- 四、投资建议
- 五、风险提示

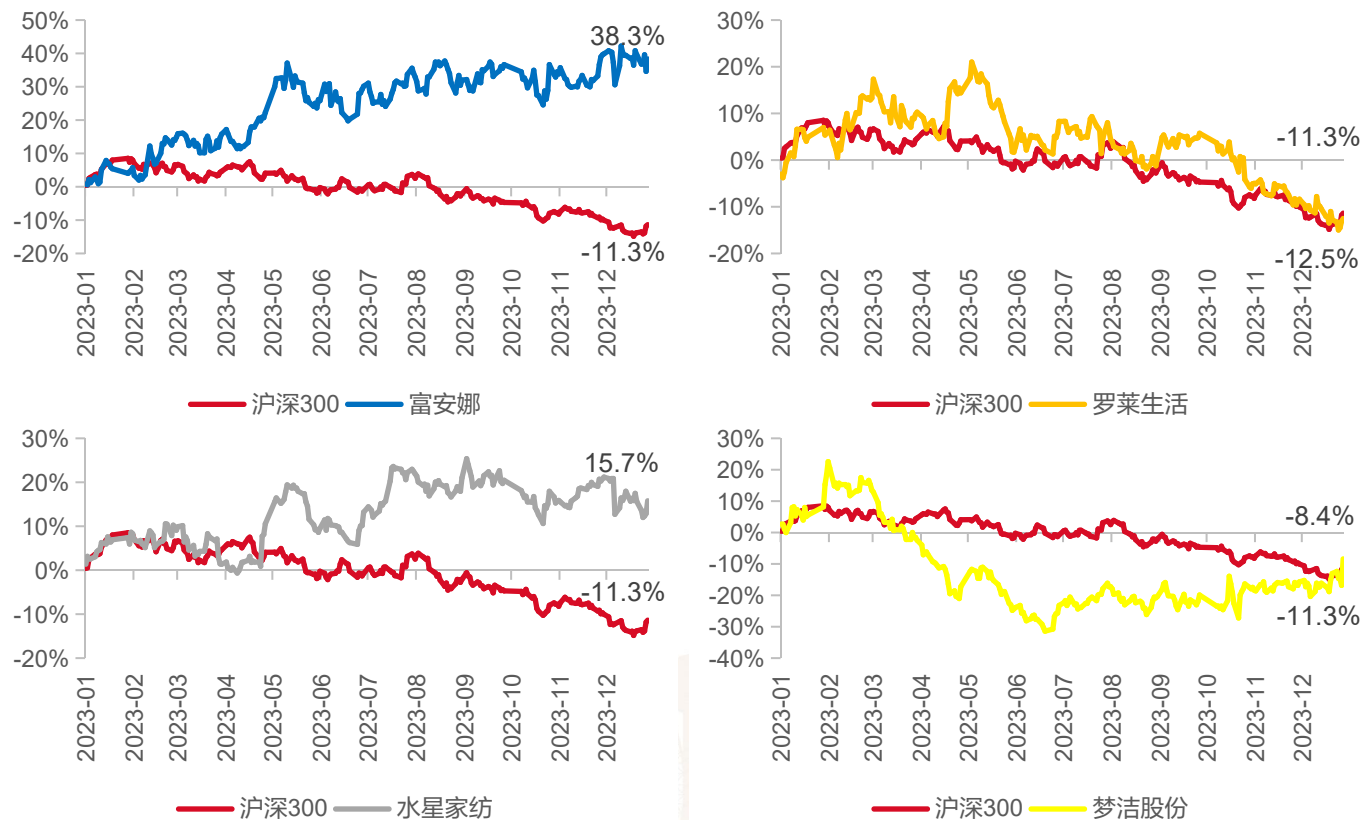
家纺行业跑出超额收益

- **纺织服饰年涨幅靠前**: 2023年沪深300指数年涨跌幅-11.4%，纺织服饰+0.3%，行业跑赢沪深300指数11.7个百分点，在申万一级行业中位列第8位。
- **服装家纺全年稳定发挥**: 得益于购物场景放开和低基数，服装家纺自2023年3月稳步跑赢沪深300；纺织制造受传导滞后和外销改善于8月跑赢沪深300，于11月跑赢服装家纺。
- **个股涨幅分化**: 富安娜和水星家纺显著跑赢沪深300；罗莱生活全年大部分跑输指数，年末加速下跌；梦洁股份全年大部分跑输指数，年末反弹向上。

纺织服饰年涨幅靠前



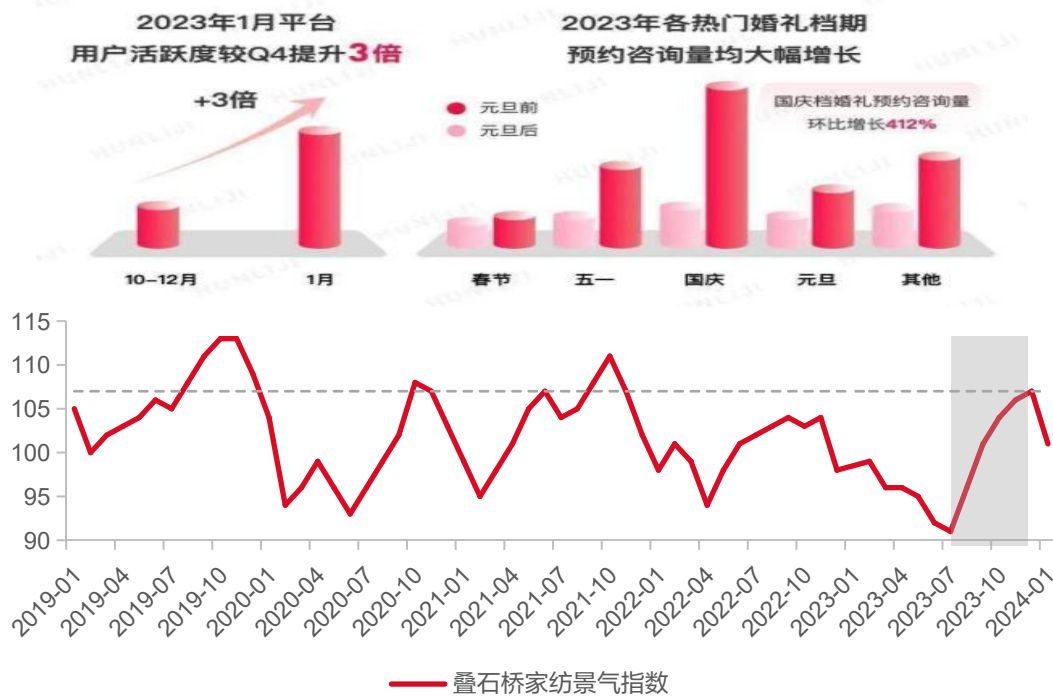
个股涨幅表现分化



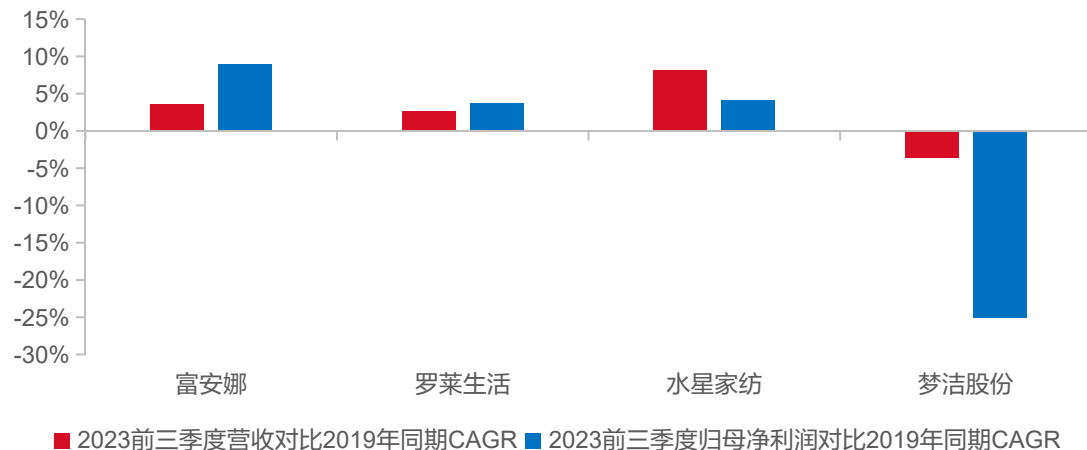
景气回升，业绩修复

- **景气回升**：疫情放开后，婚庆需求集中释放以及地产催化政策频出。根据叠石桥家纺景气指数，2023年行业旺季景气程度已超过2022年低值，接近2020年水平。
- **业绩修复**：对比2019年同期，2023年前三季度富安娜、罗莱生活和水星家纺的归母净利润CAGR分别为9%、4%和4%，明显修复；2023年前三季度，富安娜和水星家纺稳步改善，梦洁股份扭亏为盈。

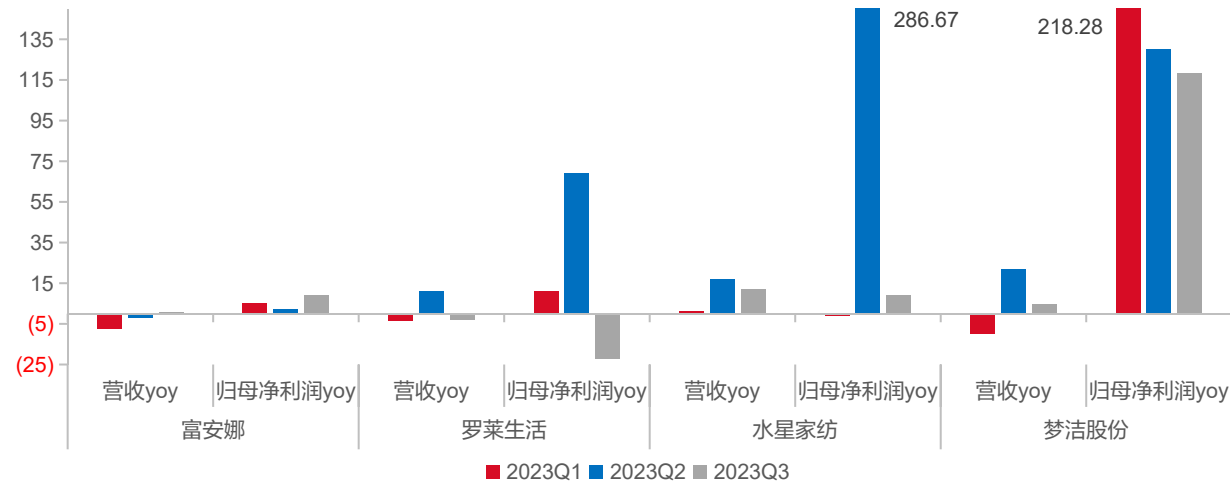
景气回升



对比2019年同期业绩大多修复



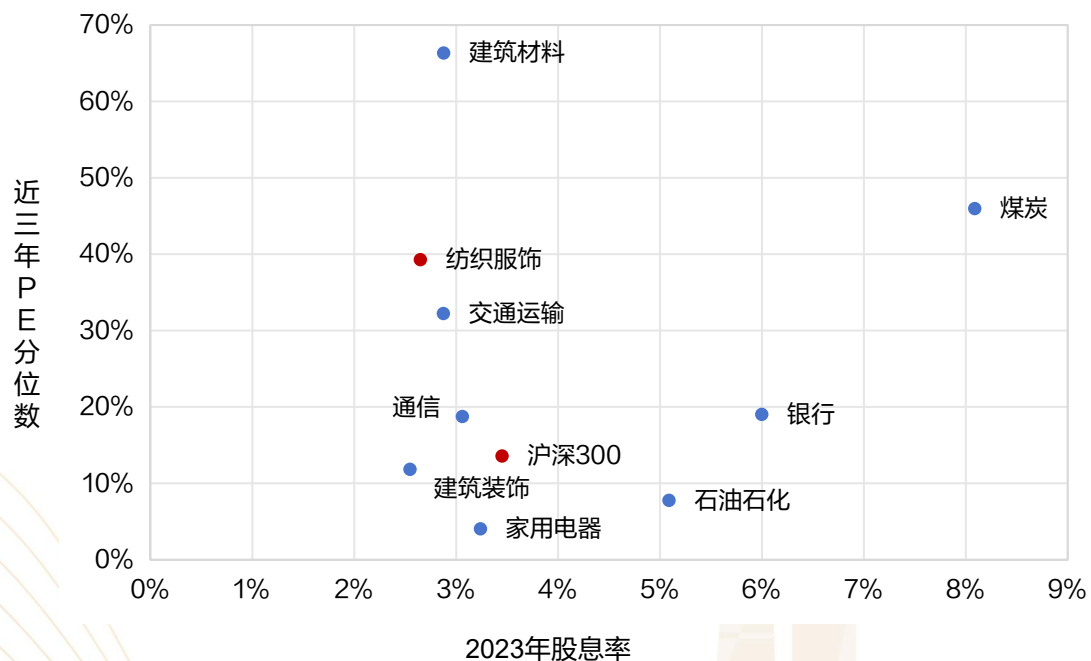
2023年前三季度业绩大多同比改善 (%)



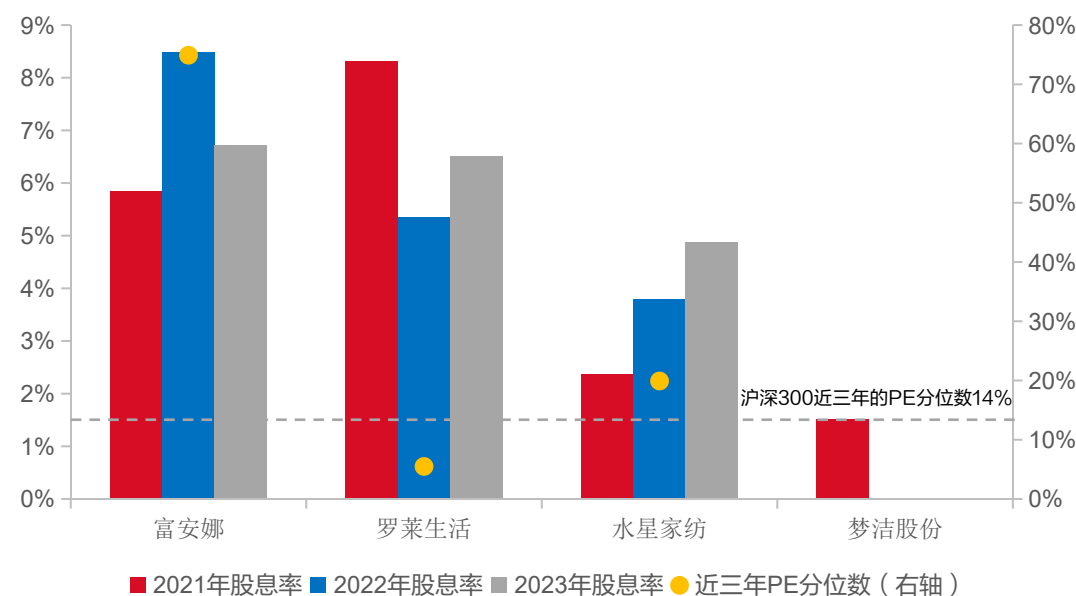
高股息维护估值

- **纺织服饰股息率优异**：2023年股息率高于2.5%的申万一级行业有9个，纺织服饰的股息率为2.6%，位列行业第8位，近三年PE分位数为39%，位列行业第13位。
- **个股高股息**：富安娜和罗莱生活近三年的股息率稳定在7%；水星家纺股息率稳步提升，2023年达到5%。
- **个股估值坚韧**：富安娜和水星家纺近三年的PE分位数分别为75%和20%，高于沪深300的14%。

股息率高于2.5%的申万一级行业



个股高股息



录 目

- 一、复盘**2023**年：景气回升，高股息维护估值，家纺跑出超额收益
- 二、家纺行业：质价比浪潮下“内品牌”的觉醒与升级
- 三、公司比较：产品与市场并重，各显神通
- 四、投资建议
- 五、风险提示

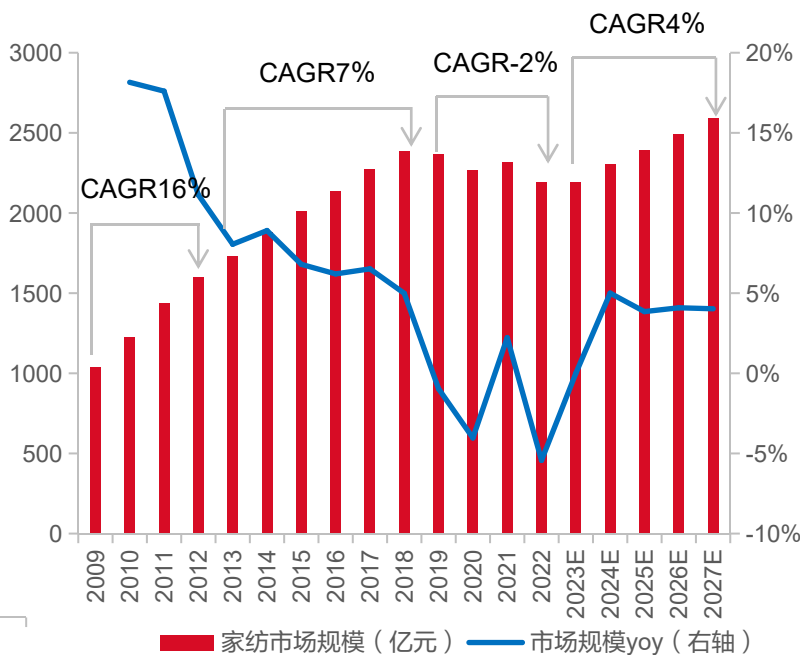
市场规模平稳向上

- 家纺产品包括床上用品（套件、枕芯、被芯等）、盥洗用品（毛巾等）、客厅用品（墙布、桌布等）、餐厅用品（围裙等）、地面装饰品（地毯等）等，其中床上用品占比达50%+，床品市场规模和家纺市场规模趋势一致。
- 根据欧睿数据，2022年床品市场规模为1280亿元，2009-2022年CAGR为6%，长期平稳向上。其中2009-2012年处于快速成长期，产能提升和专卖店兴起、结婚登记和住宅销售带来的供需动能推动行业增幅达16%；2013-2018年行业增长放缓，一方面结婚登记见顶、住宅销售放缓，另一方面供给过剩和电商冲击导致存货高企，行业增速回落至8%；2019-2022年受疫情扰动，市场规模呈现波动停摆。

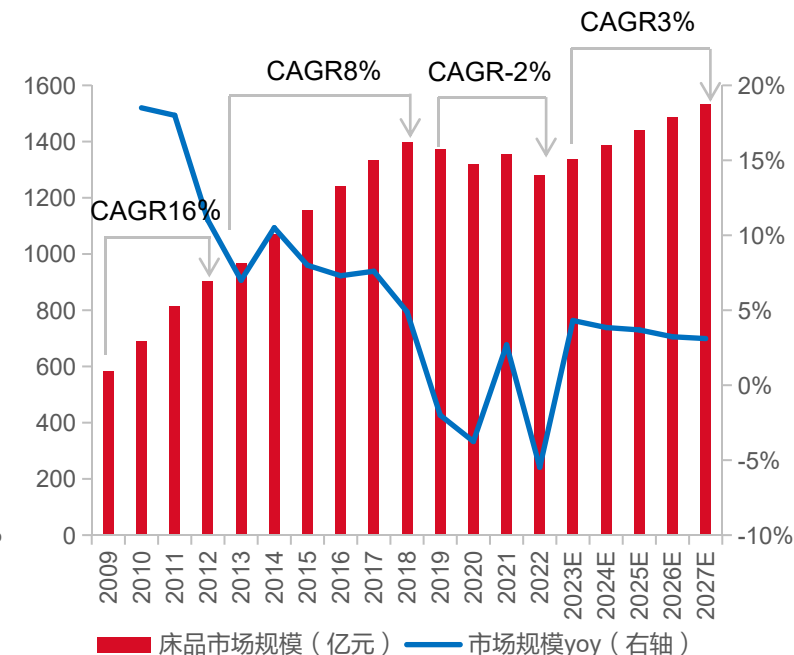
家纺产品构成（2020年）



家纺市场规模



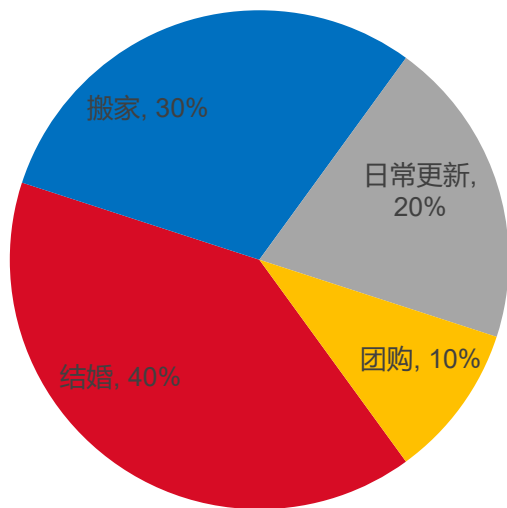
床品市场规模



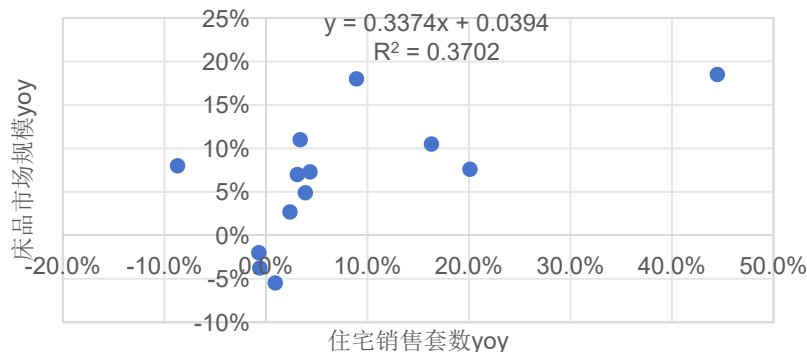
刚需向可选切换，价增驱动为主

- **结婚和搬家消费场景受挤压。**家纺消费分为结婚、搬家、日常更新和团购四大场景，分别占比40%/30%/20%/10%，且与结婚和住宅有密切联系。经测算，2009-2022年期间床品市场规模（T+1）与住宅销售的相关性为0.37，床品市场规模与结婚登记的相关性为0.76。结婚登记人数和住宅销售套数分别自2014年和2018年负增长，结婚和搬家的家纺消费场景受到明显挤压。

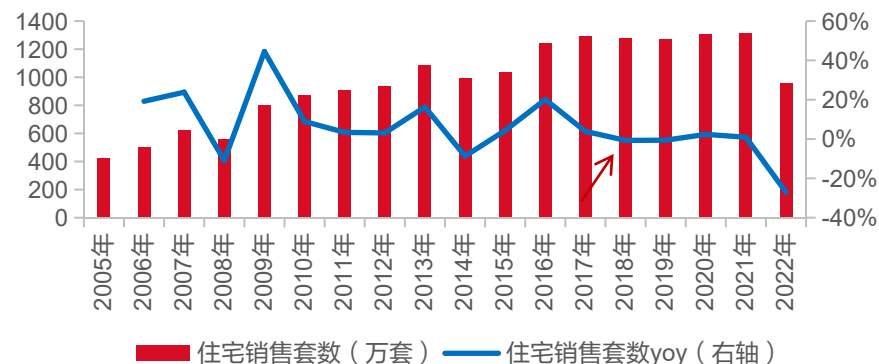
家纺消费场景



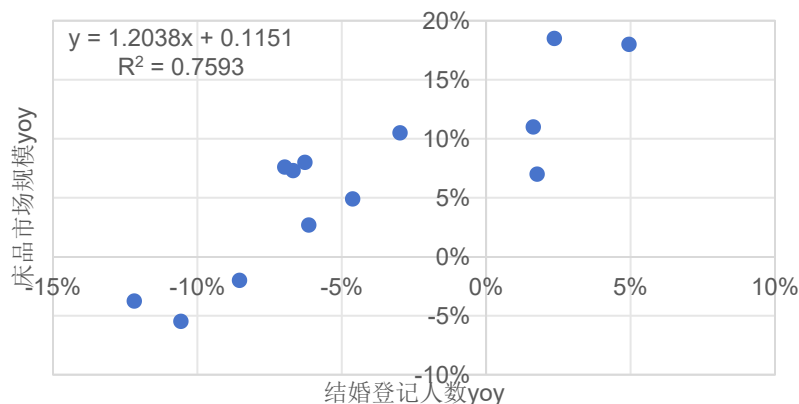
床品市场规模（T+1）与住宅销售的相关性为0.37



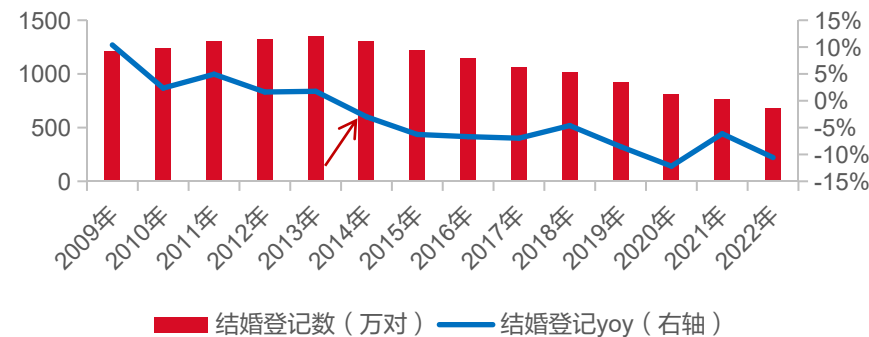
2018年住宅销售负增



床品市场规模与结婚登记的相关性为0.76



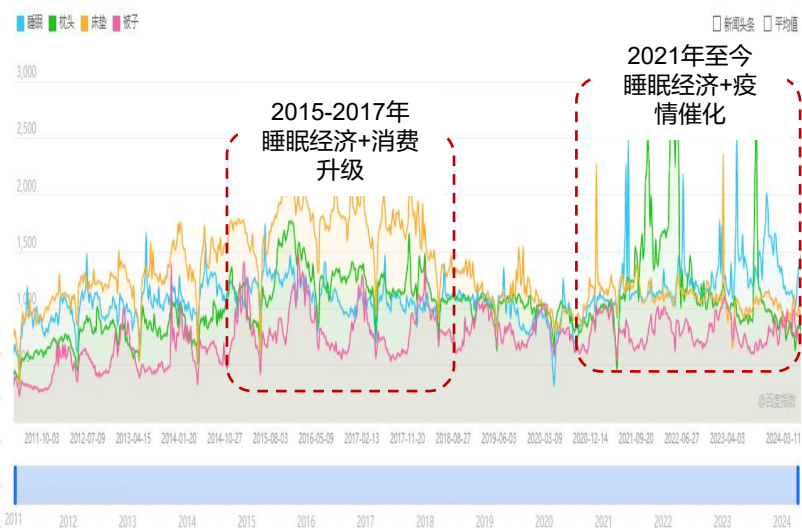
2014年结婚登记数负增



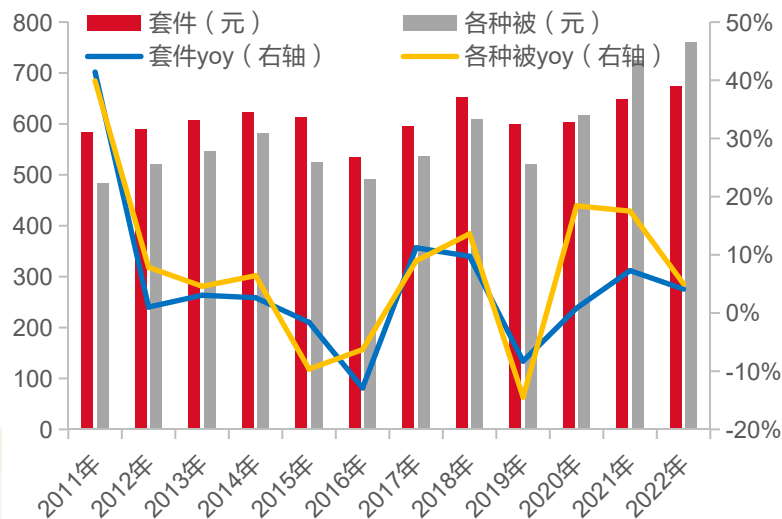
刚需向可选切换，价增驱动为主

- 居家品质生活理念推动日常更换场景，消费提频和价格提升。睡眠问题成为长期困扰，《2022中国国民健康睡眠白皮书》显示3/4的受访者有不同程度的睡眠问题。2015-2018年睡眠经济叠加消费升级、2020-2023年睡眠经济叠加疫情催化，消费者更加注重居家品质生活。
- 集齐时尚、舒适和功能，三位一体促产品升级。消费者对于床品的品牌意识较为薄弱，品牌溢价相对有限，产品升级成为同质化突围的有效路径。富安娜主打艺术家纺；罗莱生活主推超柔产品；水星家纺占位被芯单品心智。家纺企业同时也在制造工艺和材质上提升产品的舒适性和功能性，200S高支高密提供柔软贴身的体感；相比普通棉花，长绒棉、羽绒和蚕丝更为轻盈蓬松，保温锁热功能突出。除了基础功能提升以外，部分产品还提供抗菌、热敷等科技功能。

睡眠相关百度搜索指数升温



价增成为驱动力



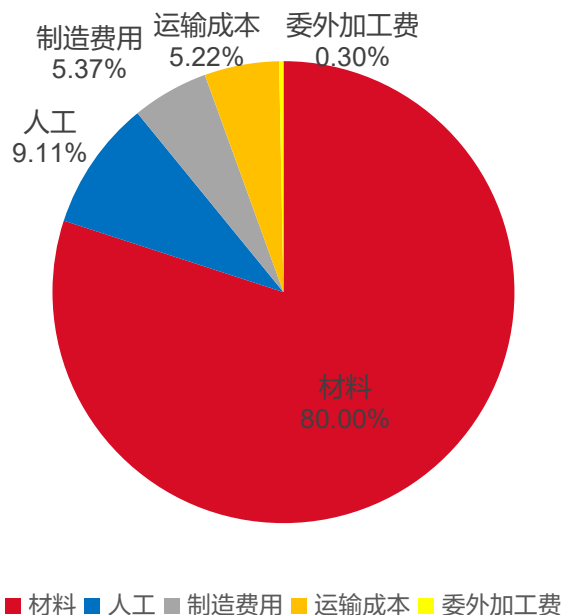
产品舒适度和功能性提升

枕头		面料/填充物			
乳胶枕	按摩枕	长绒棉	莱赛尔	羽绒	蚕丝
贴合颈部曲线，回弹和支撑性好	颈椎拉伸、红外线外热敷	棉纤维达33mm，更具柔韧性	吸湿透气、触感清凉	轻盈蓬松、保温锁热	舒适抗皱、光滑柔软

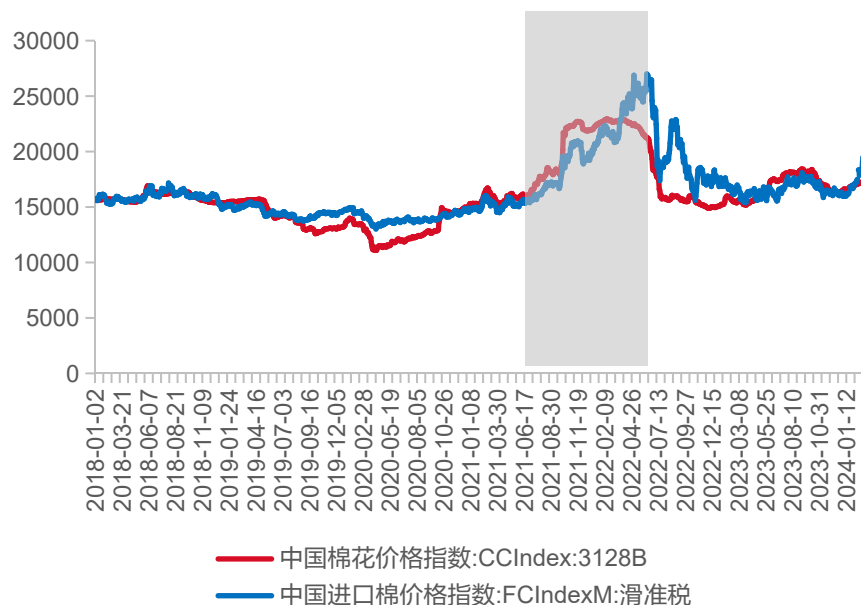
棉价影响下游盈利

- 家纺的成本结构中原材料占比近80%，包括棉麻丝等天然纤维和粘胶纤维、涤纶等化学纤维，其中棉花占比过半，棉价直接影响下游盈利水平。2021年下半年至2022年上半年受供给紧张影响，棉价涨幅高达60%，罗莱生活、水星家纺等件成本价承压。截至2024年3月22日，国内棉花价格指数17136元/吨，进口棉价格指数17900元/吨，国内国际市场需求疲软，棉价弱势波动。

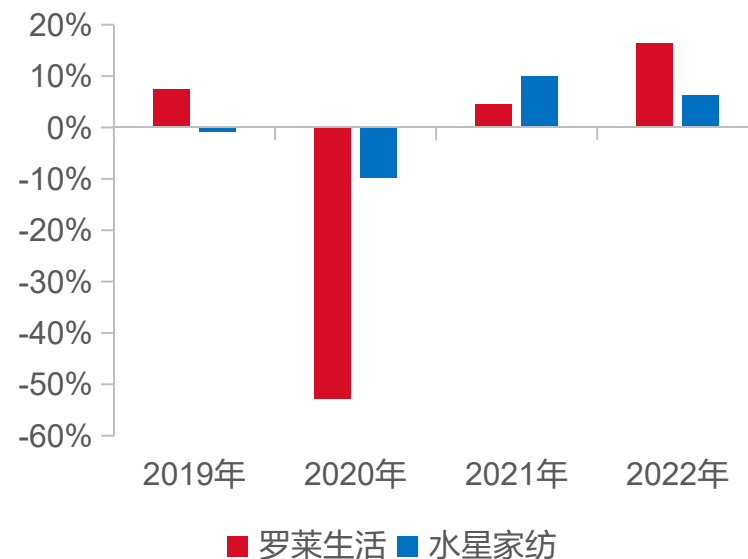
富安娜成本结构（2022年）



棉价走势（元/吨）



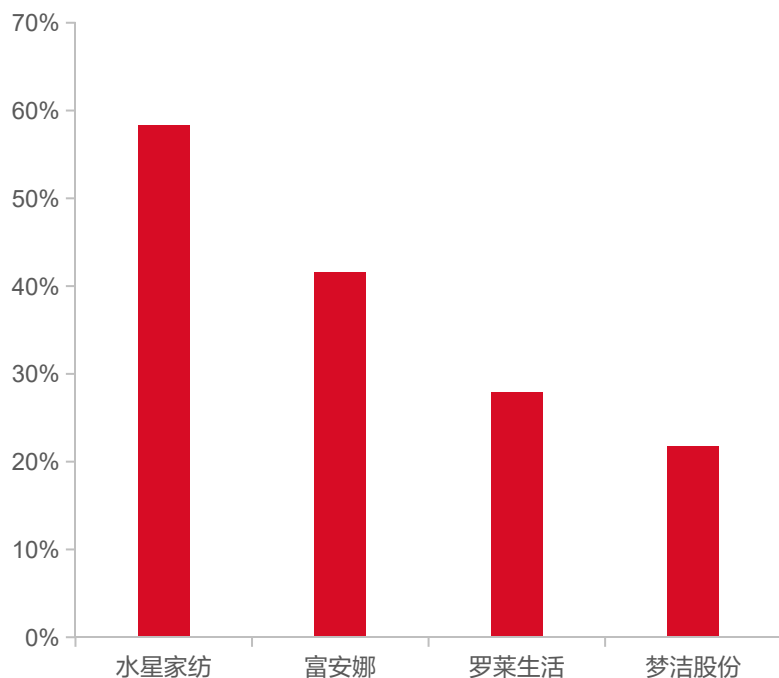
件成本涨幅



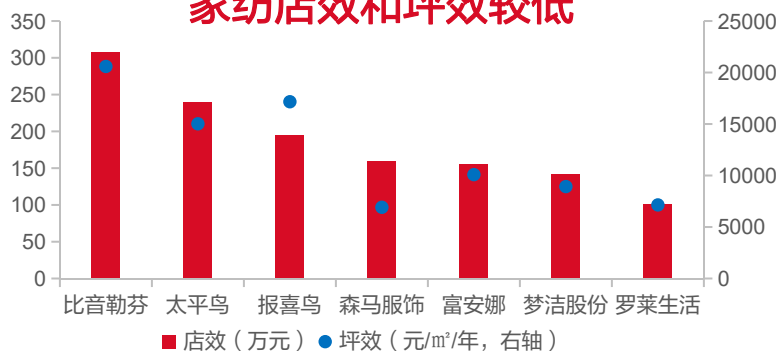
社交电商成为增长新高地，线下考验门店运营

- 家纺的线上化率较高，2022年水星家纺/富安娜/罗莱生活/梦洁股份四家上市公司的线上营收占比分别为58%/42%/28%/22%。2018-2022年的增速跑赢线下，伴随流量转向，淘天等传统电商平台流量见顶，抖音等社交电商成为增长新高地。
- 预计第三方电商平台的货币化率持续提升，而线下租金水平受资产价格下行和空置率影响呈现下降趋势，线上线下费率剪刀差收敛，叠加线下具备展示和体验的差异化功能，线下门店经济性凸显，有望重回增长通道。家纺店线下渠道以专卖店为主，基于场景和客群协同，常位于家居家具商圈。相较于其他服装品类，家纺店效和坪效较低，门店运营难度更大。2019年全国重点大型零售家纺CR10为30%+，线下集中度高于整体的7%且逐年提升。

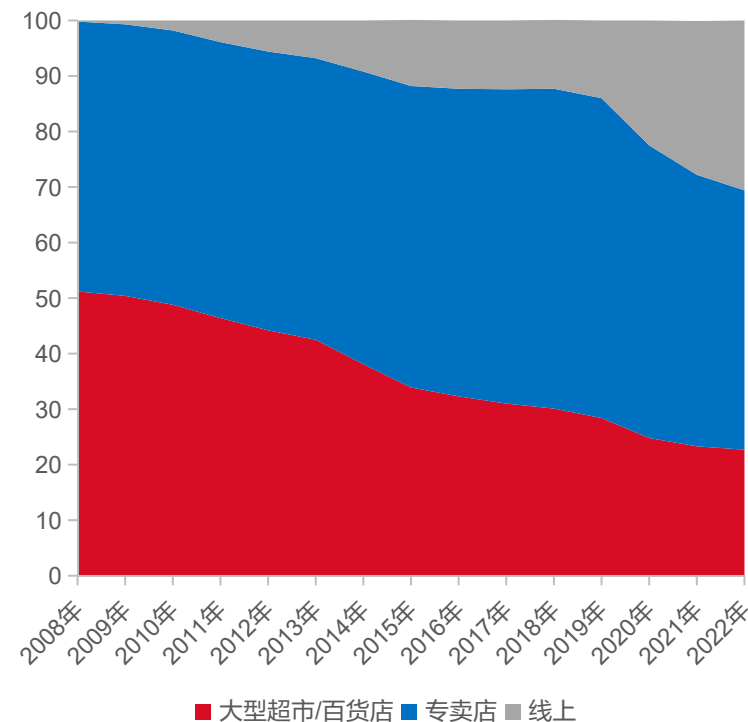
线上营收占比



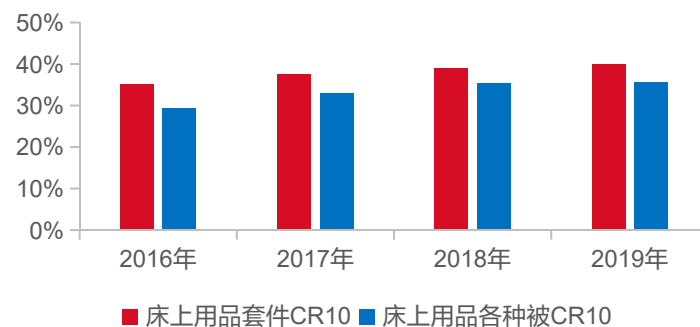
家纺店效和坪效较低



中国家纺渠道变迁 (%)



全国重点大型零售家纺CR10



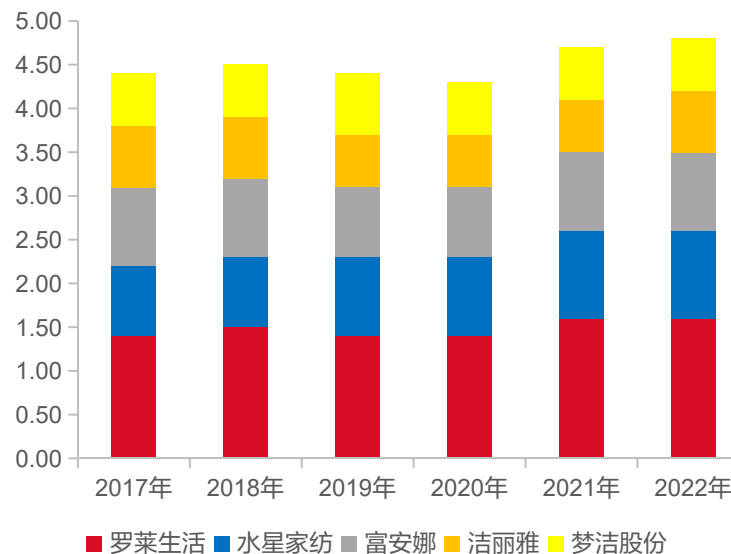
区域割据，格局分散

- **产业集聚，区域割据。**华东地区江苏、浙江、山东等省份汇集了家纺产业集群，其中江苏拥有叠石桥、通州两大集群，产业链体系完整，产品销售占比全国52%；浙江印染优势突出，以布艺家纺为主要产品；山东面料优势突出，主打创新和高端化。家纺的坪效和招商相对较弱，使得跨区域扩张进程较缓，呈现区域割据。梦洁股份/罗莱生活/富安娜分别以华中/华东/华南为基地市场，当地的营收占比分别为65%/39%/27%。
- **生产和销售低壁垒造就分散格局。**行业格局呈现金字塔，底部价位带存在上万家白牌小企业。2022年CR5仅为4.8%，与女装几乎持平，整体与2017年相比未见明显提升趋势，罗莱生活和水星家纺分别得益于门店扩张和线上化市占率略有提升。格局分散主因生产和销售壁垒较低：一方面，相较于其他服装品类，家纺的设计和生环节更为简化和标准化，低门槛和同质化使得行业陷入低价低质的无序竞争；另一方面，家纺适配电商渠道，货架电商、社交电商低门槛销货渠道催生了大量中小企业。

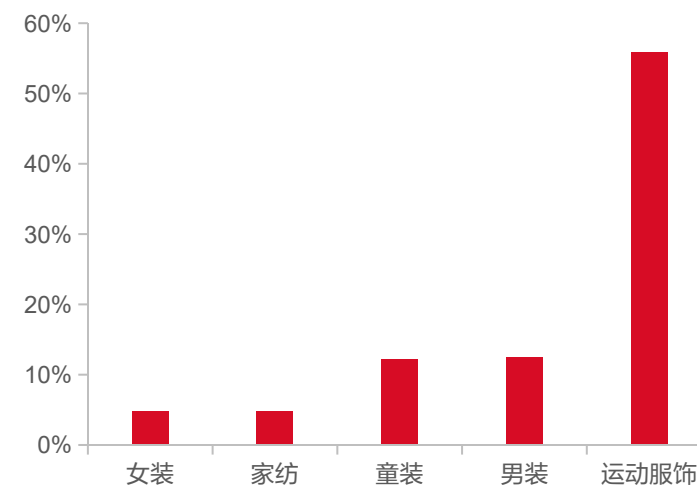
产业集聚

地区	江苏	浙江	山东	广东	上海
集群特点	拥有叠石桥、通州两大集群，规模大，产业链体系完整	印染优势突出，将绸缎与家纺相结合，发展布艺家纺产品	面料优势突出，多元化经营、主打创新和高端化	产品设计时尚、品牌意识强	设备先进、产业链升级
代表企业	罗莱生活、紫罗兰家纺	博洋家纺、维科家纺	孚日家纺	富安娜	水星家纺
床品营收占比	52%	13%	12%	5%	5%

家纺CR5 (%)



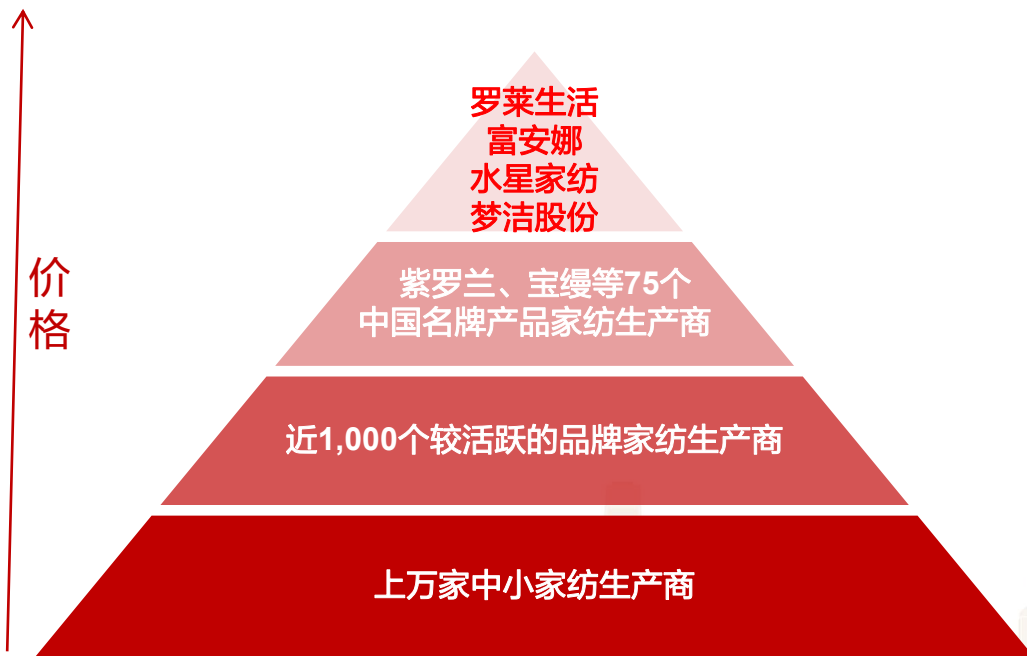
纺服各品类CR5 (2020年)



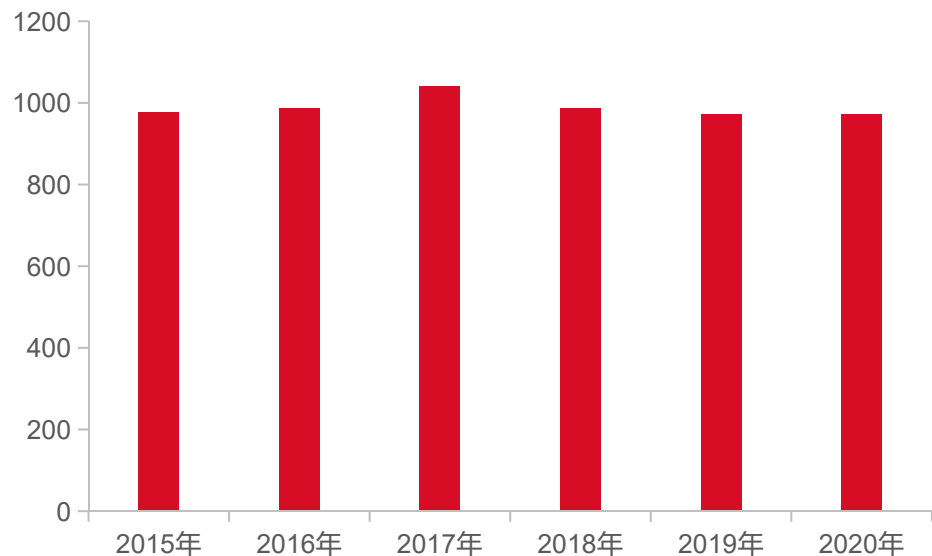
头部企业在品牌力和线下渠道享有相对优势

- 历史上，供给过剩、环保成本加大都曾使大量中小白牌企业出清。疫情期间，供需转弱导致规上企业数量从2017年的1041家降低至2020年的973家。预计未来行业集中度提升主要基于头部企业在高价位带和线下渠道的相对优势。罗莱生活、水星家纺、富安娜、洁丽雅、梦洁股份以品牌、产品占据头部价位带。头部企业依托更强的资金实力、品牌影响力和门店管理能力，优先享受连锁化红利。

家纺行业格局



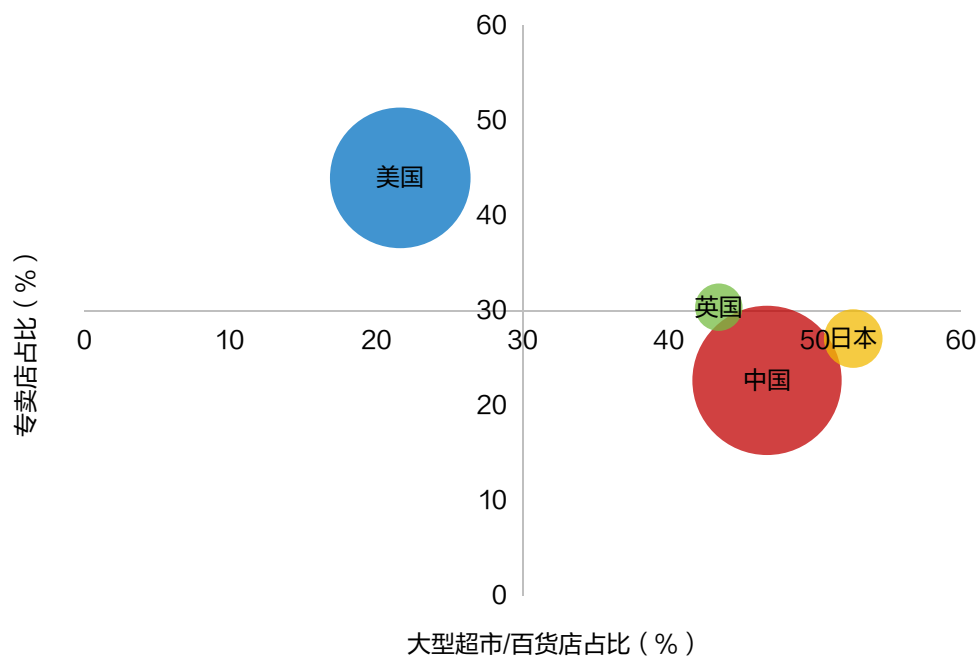
床品规上企业数量（家）



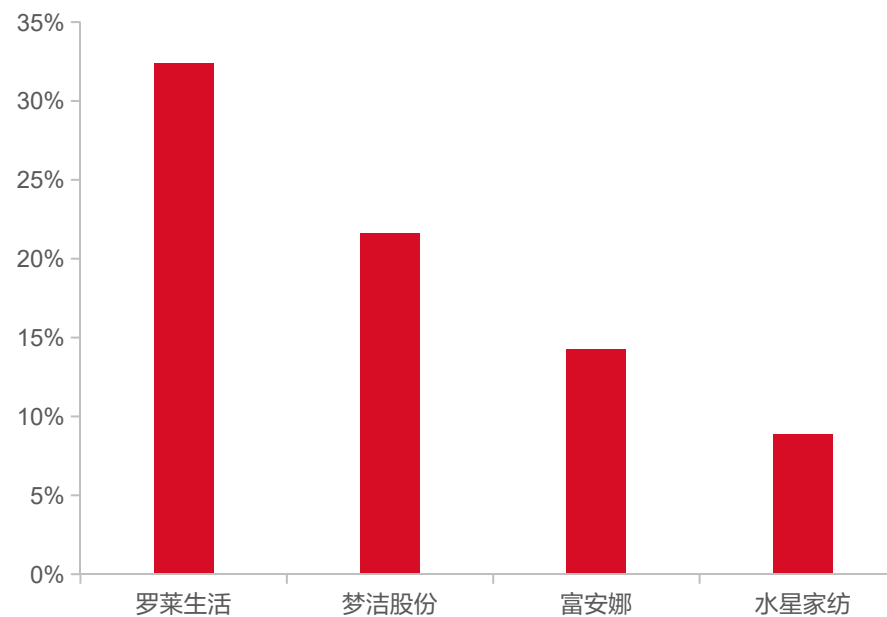
“大家纺，小家居”顺势而为

- 在受结婚登记、住宅销售下降影响的2018年前后，部分家纺企业基于客群和消费场景协同而将业务延伸至家居。目前家纺公司业务以家纺为主、家居为辅，以全景陈列打造美居场景。2022年罗莱生活、梦洁股份、富安娜的其他营收占比分别为32%/22%/14%，罗莱生活于2017年收购了美国家具品牌莱克星顿，梦洁股份扩展床垫业务，富安娜建成惠东产业基地实现板式、软体等家居生产。

代表国家渠道类型



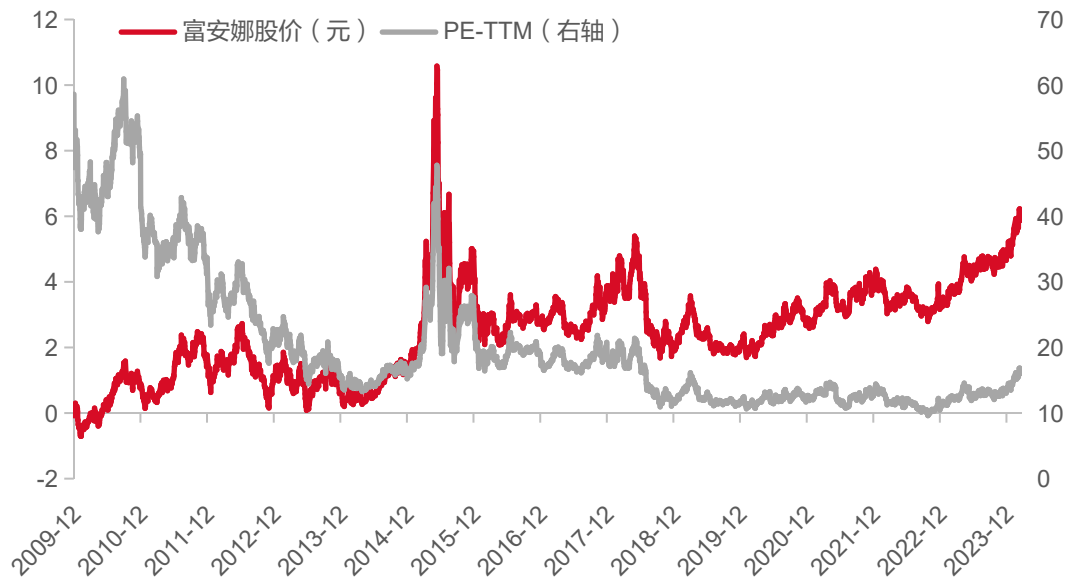
其他营收占比 (2022年)



录 目

- 一、复盘**2023**年：景气回升，高股息维护估值，家纺跑出超额收益
- 二、家纺行业：质价比浪潮下“内品牌”的觉醒与升级
- 三、公司比较：产品与市场并重，各显神通
- 四、投资建议
- 五、风险提示

富安娜：艺术家纺领导者，扎实推进



富安娜艺术家纺

公司以设计赋予灵魂，以艺术铸造经典，在设计创新上致敬经典文化，开发了独有文化IP系列——致敬大师系列，以梵高、莫奈、毕加索为题材；在中国文化系列中，作品融入了绣花、新国绣等设计手法。

1994-2005年
构筑品牌

2006-2012年
确立艺术家纺基调

2013-2018年
扩充产能

2019年至今
门店智慧升级

营收CAGR: 27.22%
归母净利润CAGR: 40.54%

营收CAGR: 9.38%
归母净利润CAGR: 11.53%

营收CAGR: 3.36%
归母净利润CAGR: 1.74%

1994: 成立于深圳
1995: 在深圳开设了内地第一家床上用品专卖店
2000: 馨而乐品牌成立
2003: VERSAI品牌成立
2004: 圣之花品牌成立, 多品牌营销体系基本建设完成

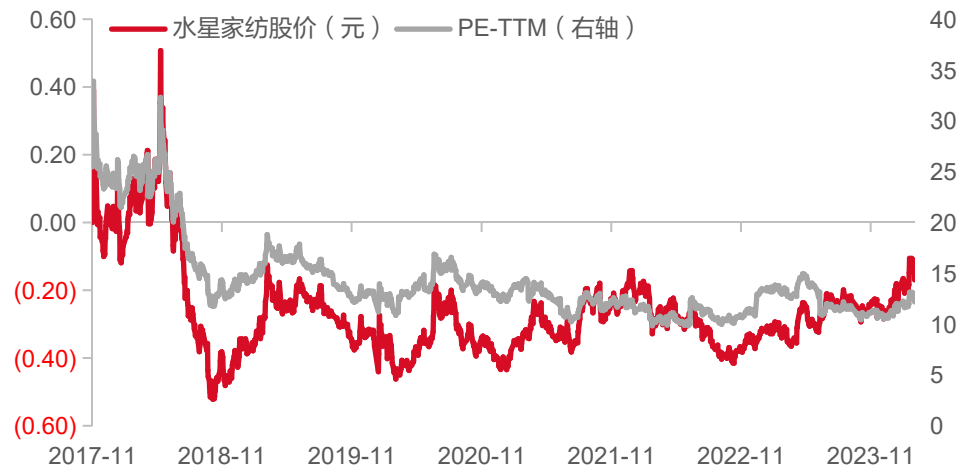
2006: 提出“艺术家纺”的品牌定位
2007: 龙华工厂成立
2008: 劳拉夫人品牌成立
2009: 深交所上市
2011: 建设南充家纺生产基地
2012: 儿童品牌酷奇智成立; 成立电子商务公司

2016: 推出家具业务富安娜美家, 引进德国豪迈全自动化家具生产系统; 全面上线新的终端零售管理系统
2017: 惠东生产基地投产运行
2018: 自行研发“V+” CRM系统

2019: 完成门店POS系统的统一
2020: 推出国绣设计系列新品; 建设江苏宝应产业基地; 上线自有终端门店管理系统; 布局RDC仓库, 升级物流系统
2021: 开发客服支持管理系统
2022: 上线供应商预约入库管理系统
2023: 投资建设常熟产业基地



水星家纺：占位性价比和单品心智，乘势电商快速增长



水星家纺被芯全国销量第一

公司坚持“好被芯，选水星”战略主线，聚焦于以被芯为代表的优势品类，从颜值、舒适度、功能创新等方面引领被芯品类，强化被芯品类的品牌心智。根据欧睿发布的调研结果，“水星家纺2022年被芯全国销量第一”



1987-2012年
初创阶段

2013-2019年
快速成长

2020年至今
优化领航

营收CAGR: 11.17%
归母净利润CAGR: 21.35%

营收CAGR: 9.88%
归母净利润CAGR: 0.69%

1987: 前身“龙港江南被服厂”创建
2000: 上海水星被服有限公司成立，筹建上海水星工业园
2002: 创立百丽丝品牌
2006: 以10.29亿人民币的品牌价值跻身中国500强
2008: 签约为奥林匹克体育中心指定产品
2010: 成立上海水星电子商务有限公司

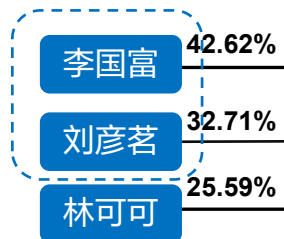
2013: 水星家纺婚庆馆面世
2017: 上交所上市
2014: 签约金宇彬和刘嘉玲
2019: 签约杨洋和孙俪

2020: 发布公司战略“好被芯，选水星”；设立直播中心，入驻抖音平台
2021: 连续七年双十一天猫家纺类目单店、单品牌销售第一
2022: 连续两年被芯全国销量第一，全国结婚床品销量第一
2023: 开发双净茶氨酸草本抗菌蚕丝被、轻奢养肤类新品新氧山茶花语系列夏被等；拟募集可转债10.15亿元，6.44亿元用于水星家纺（南通）产业基地
2024: 入选人民国货工程

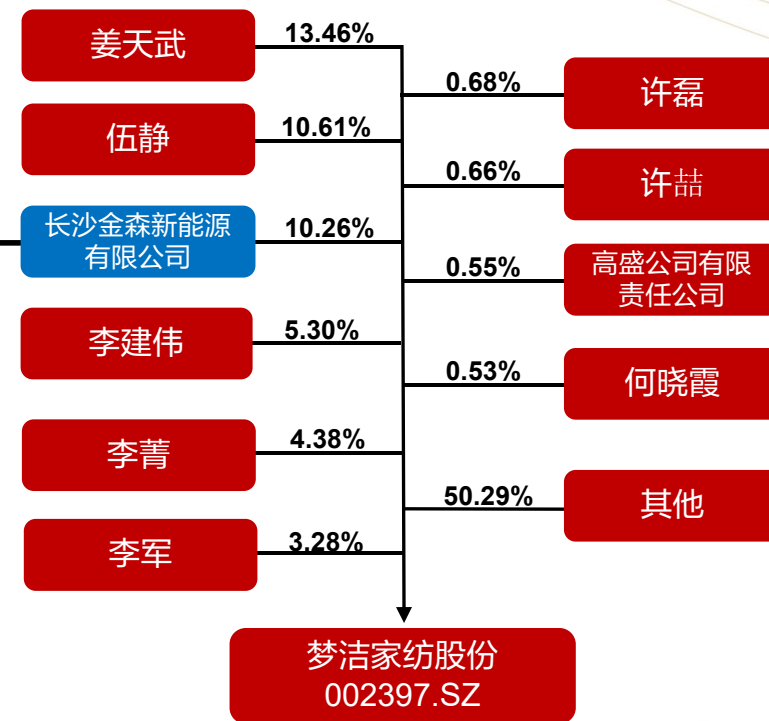
梦洁股份：顶层架构落地，静待底部反转



一致行动人，幕后
实控人为刘必安



股权结构 (2023年9月)



- 股权变动缘由：解决大股东当前债务压力。
- 股权结构：金森新能源持股10.17%，拥有19.77%股份表决权。
- 实际控制人：变更为为李国富。姜天武在不短于2年内继续担任董事长；金森新能源推荐的董事聘为联席董事长。2年后直至家纺业务扣非净利润占比低于50%时，姜天武卸任董事长职务，新任董事长由金森新能源推荐。

1995-2004年
初创阶段

2005-2015年
快速成长阶段

2016年至今
调整阶段

营收CAGR: 15.58%
归母净利润CAGR: 24.80%

营收CAGR: 5.83%

1956: 公司创立
1996: 确立“爱在家庭”的经营理念
1999: 第一张梦洁床垫诞生
2000: 推出寐品牌

2010: 在深圳交易所中小板挂牌上市
2009: 开发全新网购品牌“觅”；进军电子商务

2017: 收购大方睡眠51%的股份
2018: 定增募集5.70亿元用于智能工厂建设和O2O营销平台项目
2021: 制定“高端床上用品”战略
2022: 获得连续13年高端床品全国领先战略证书

价格为轴、调性为抓手，打造梯级品牌矩阵

	富安娜				罗莱生活					水星家纺				梦洁股份						
	富安娜	馨而乐	酷奇智	维莎	罗莱, 罗莱儿童	LOVO乐蜗家纺	廊湾家居 LAVIE HOME	内野	恐龙	水星	百丽丝	水星 STARZ HOME	水星KIDS	梦洁	寐	梦洁宝贝	梦洁家居	觅	七星	
产品类型	床品、家居品等	床品、家居品等	床品、家居品等	床品、家居品等	套件、芯类	套件、芯类	床品、家居品等	毛浴巾、家居服	床品、家居品等	床上用品	床上用品	床上用品	床上用品	床上用品	床上用品	梦洁宝贝 (mjbaby)	床垫	床上用品	洗护服务	
特点	品质高贵、浪漫典雅	精致时尚、唯美温馨	生动活泼、俏丽可爱	尊贵奢华、极致优雅	超柔床品, 连续18年市场综合占有率第一位	互联网时尚床品品牌	全球家居精品	日本超高端毛巾、家居服品牌	国际时尚家居品牌	被芯全国销量第一	互联网高性价比床品品牌	高端体验式家居服务品牌	儿童床上用品	高端床上用品	超高端床上用品	儿童床上用品	健康品质床垫	线上销售床上用品	高端洗护	
目标客群	25-55岁的城市中高消费群	年龄在15-45岁的女性受众为主	年龄在3-15岁的儿童和少年	各界卓越成功人士, 高端消费群体	25-39岁新中产家庭	22-35岁成长一族	25-45岁富裕家庭	35-50岁讲究生活品质的中产女性与家庭	20-40岁精致乐活一族	中产家庭	大众消费群体	高端消费群体	儿童	追求高品质家居生活的人群	成功人士以及都市新贵	儿童	最求高品质家居生活人群	时尚人群	成功人士以及都市新贵	
价格带	2000-6000	1000-3000	800-1500	5000-15000	1000-8000	300-2000	5000-40000	200-3000	500-3000	500-5000	300-1500	2000-10000	300-1000	499-3999	1999-49999	499-3999	2499-3999	299-1999	99-499	
销售区域	线上线下	线上线下	线上线下	线上线下	线上线下	线上	线上线下	线上线下	线上线下	线上线下	线上	线下	线上线下	线上线下	线上线下	线上线下	线上线下	线上线下	线上线下	线上线下

资料来源：公司官网，淘宝，ifind，东海证券研究所

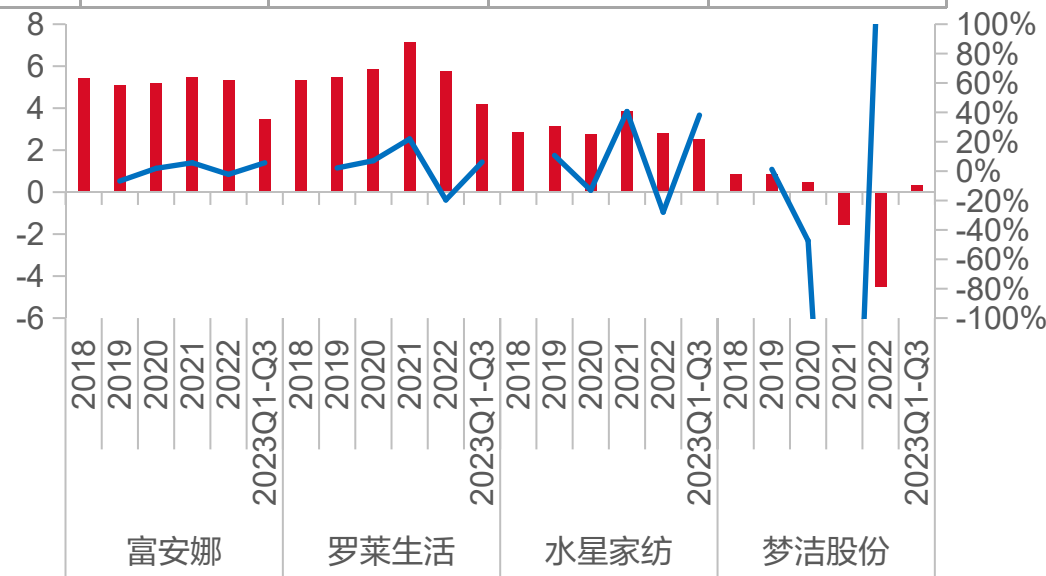
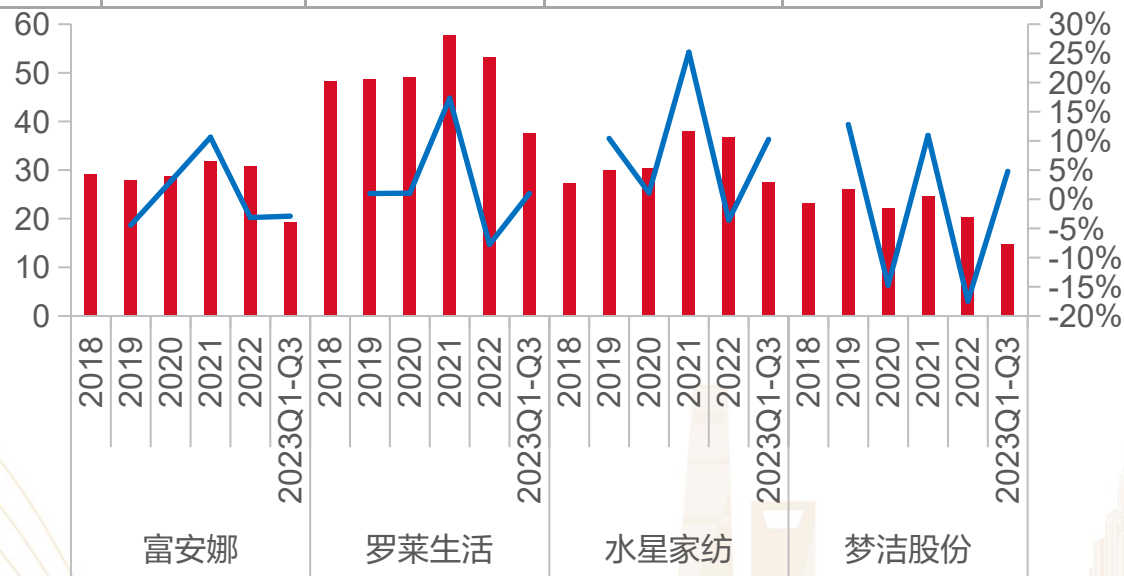
注：罗莱生活还有ZUCCHI、BASSETTI、SCHLOSSBERG、CHRISTY（毛浴巾）、²¹ GRACCIOZA（毛浴巾、地垫）、Millefiori（香氛）、ESPRIT等被授权品牌

罗莱生活营收体量领先，富安娜增长稳健且盈利能力强，水星家纺高增长

- **规模：**罗莱生活>水星家纺>富安娜>梦洁股份；**增速：**水星家纺>罗莱生活>富安娜>梦洁股份；**盈利性：**富安娜>罗莱生活>水星家纺>梦洁股份。

2018-2020年 CAGR	-1%	1%	6%	-2%
2020-2022年 CAGR	4%	4%	10%	-4%
2018-2022年 CAGR	1%	3%	8%	-3%

2018-2020年 CAGR	-3%	5%	-2%	-27%
2020-2022年 CAGR	2%	-1%	1%	/
2018-2022年 CAGR	0%	2%	-1%	/



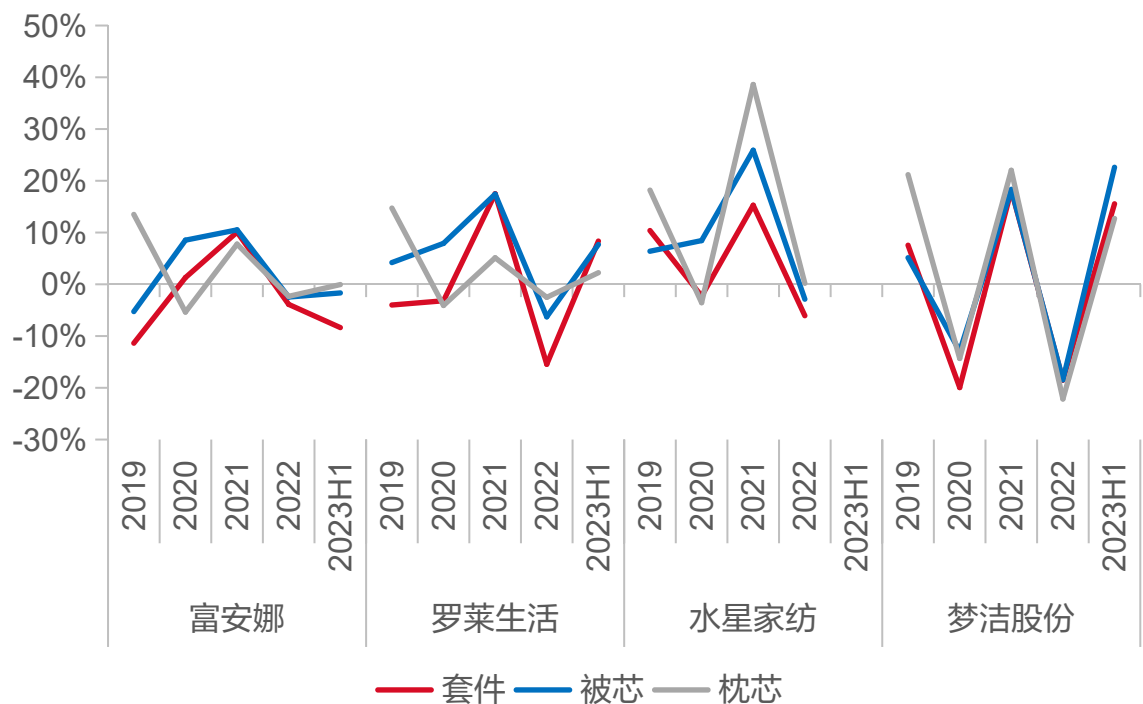
■ 营业收入（亿元） — 营业收入yoy（右轴）

■ 归母净利润（亿元） — 归母净利润yoy（右轴）

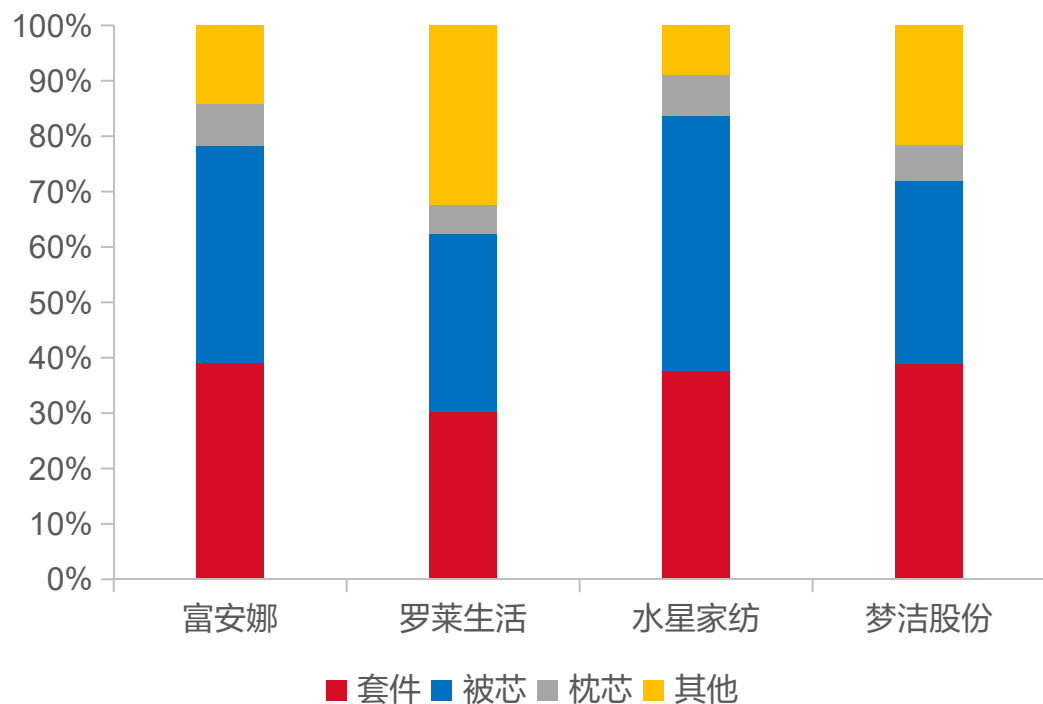
被芯消费提频，泛家居业务补充产品序列

- **增长：**套件、被芯、枕芯的增长趋于一致；被芯的整体增长优于套件和枕芯且枕芯在下行期的韧性更强，原因可能在于枕芯产品相对低价消费提频。
- **结构：**套件和被芯为主力产品，合计营收占比60%+；水星家纺差异化主打被芯，被芯营收占比高于套件；其他包括泛家居业务。

营收分产品增长情况



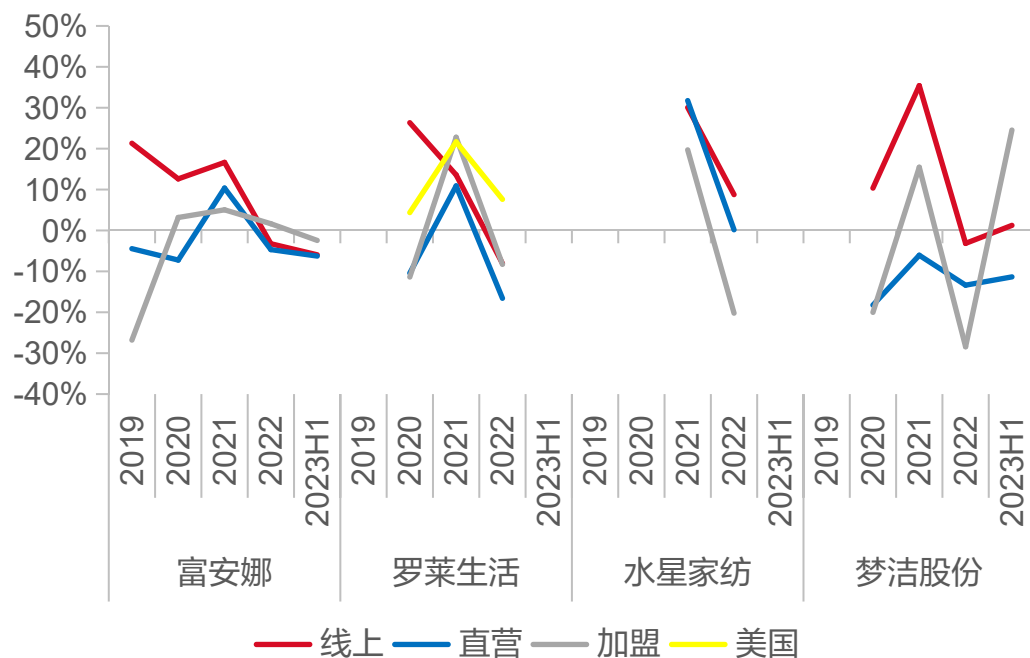
产品结构占比 (2022年)



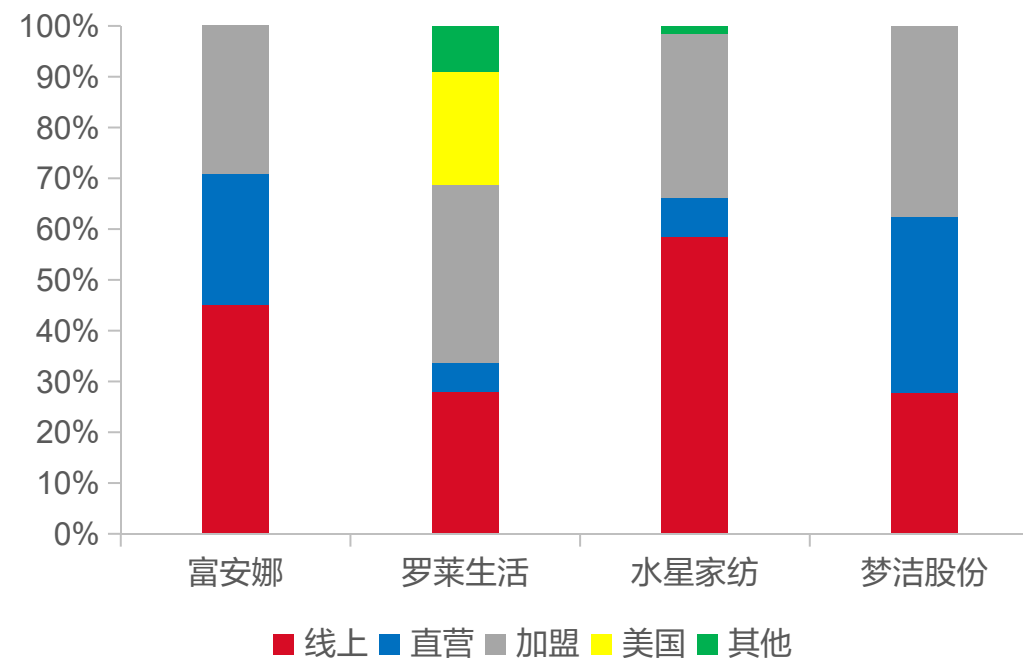
线上整体增长更优，罗莱生活和水星家纺轻资产扩张

- **增长：**线上整体增长更优，疫情前增速最高，疫情期间韧性更强，社交直播平台带来流量新红利。
- **结构：**富安娜和梦洁股份的渠道较为均衡；罗莱生活以加盟为主、线上为辅，水星家纺以线上为主、加盟为辅，两者均以轻资产方式扩张，营收体量增长较快。

营收分渠道增长情况

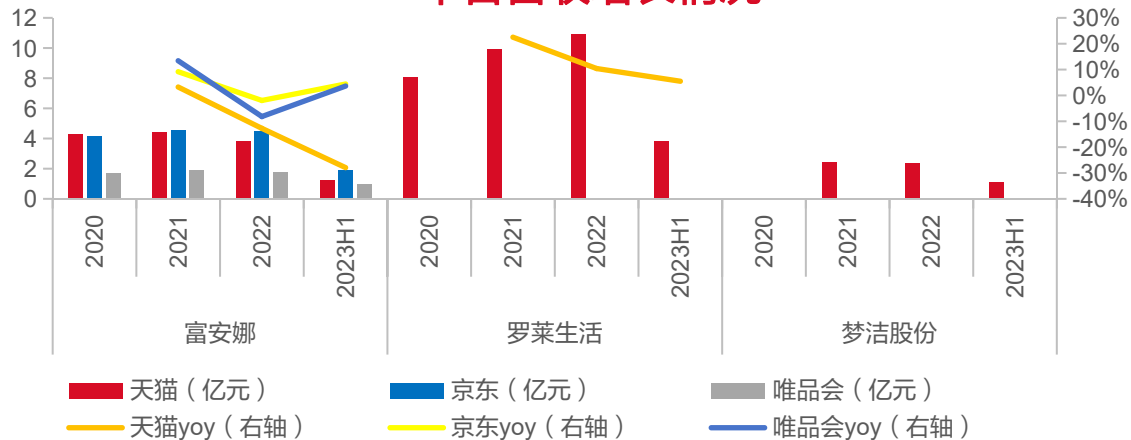


渠道结构占比 (2022年)



水星家纺电商全方面领先，富安娜社交电商迎头赶上

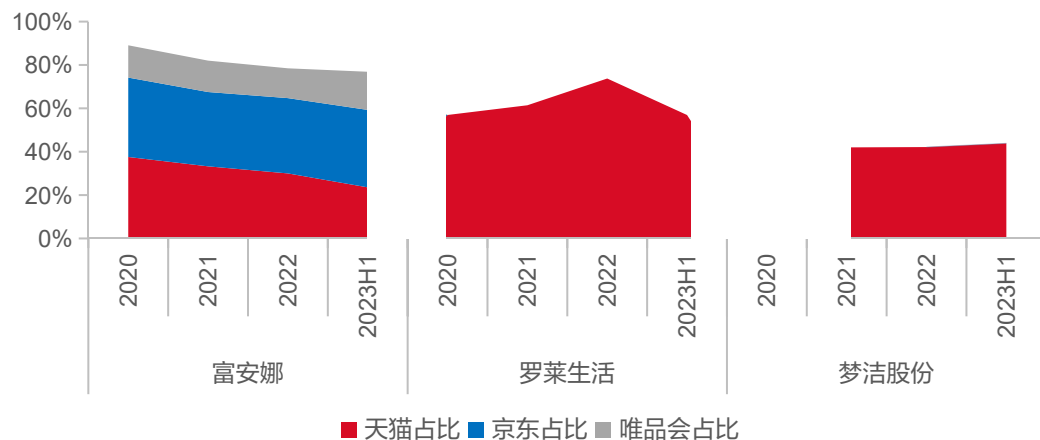
平台营收增长情况



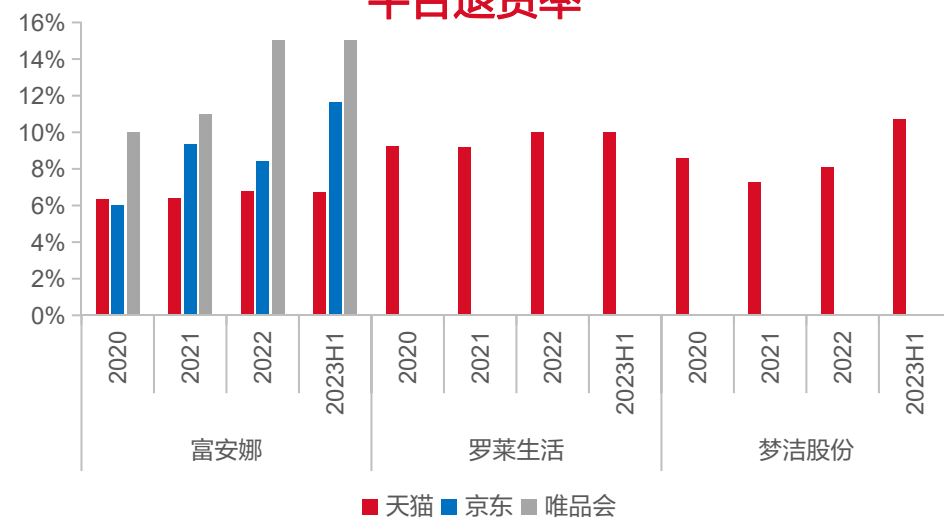
平台粉丝数 (万人)

	富安娜	罗莱生活	水星家纺	梦洁股份
天猫旗舰店	539	735	1,117	322
京东旗舰店	181	495	177	115
唯品会旗舰店	100	85	148	53
抖音旗舰店	112	61	186	36

平台线上营收占比



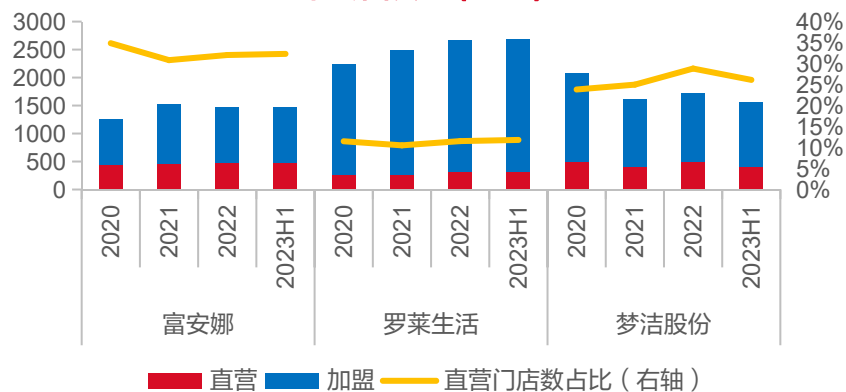
平台退货率



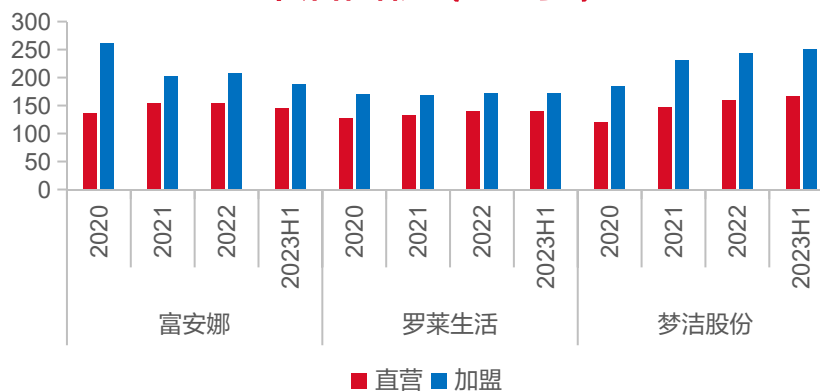
罗莱生活加盟店坪效突出

- **门店数：**罗莱生活加盟轻资产快速扩张，门店数领先。2020-2022年，三家公司加速扩店且均以加盟为主，疫情干扰导致关店潮，梦洁股份门店净减；2023年以来，开店速度放缓。截至2023H1，罗莱生活、梦洁股份和富安娜的门店数分别为2692/1464/1570家。
- **店效：**梦洁股份推行大店，2020、2021年店效领先，后因坪效回落影响2022年店效，2023H1加盟店坪效修复；罗莱生活加盟店坪效突出；富安娜的坪效最为稳健。

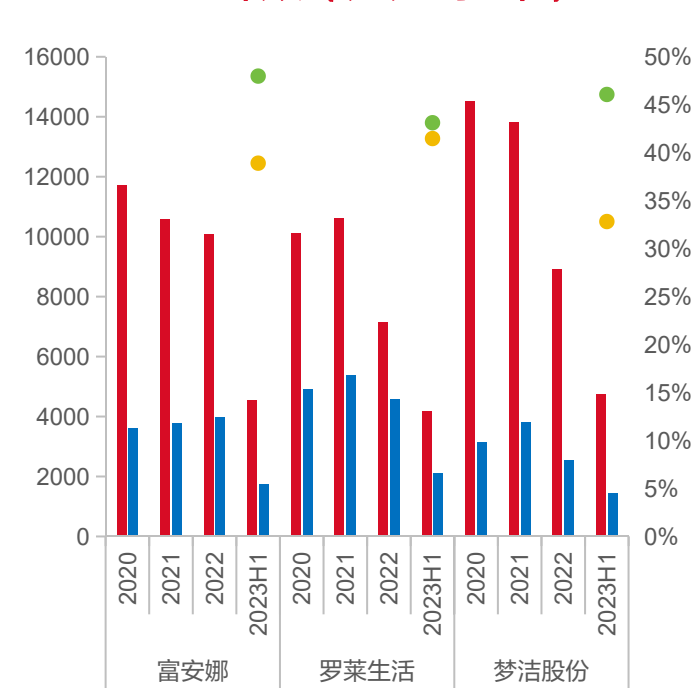
门店数 (家)



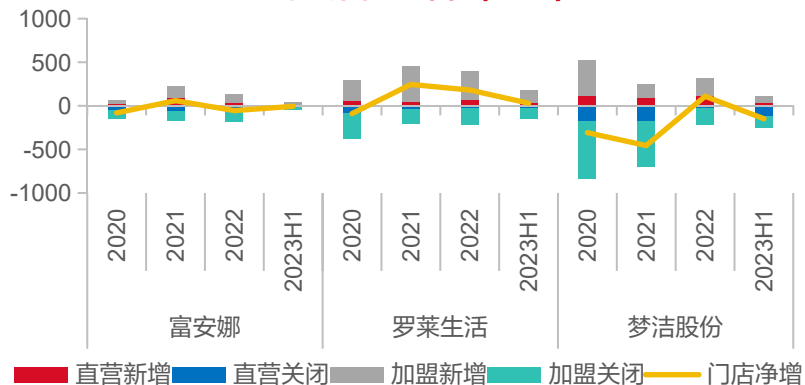
单店面积 (m²/家)



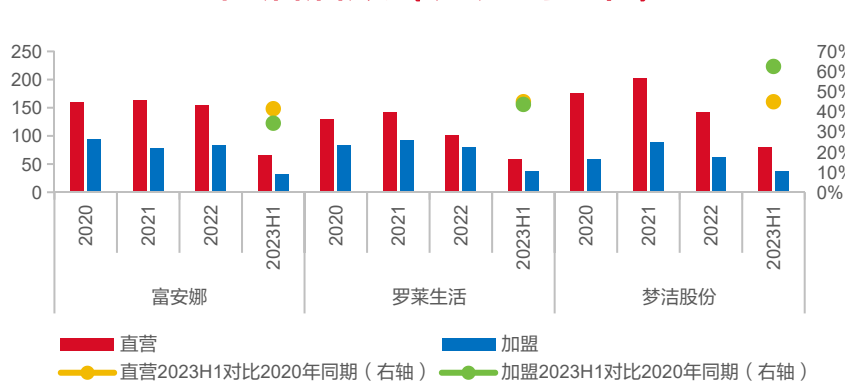
坪效 (万元/家/年)



门店净增 (家)



门店店效 (万元/家/年)



资料来源：ifind，东海证券研究所
注：加盟店店效、坪效均为批发角度

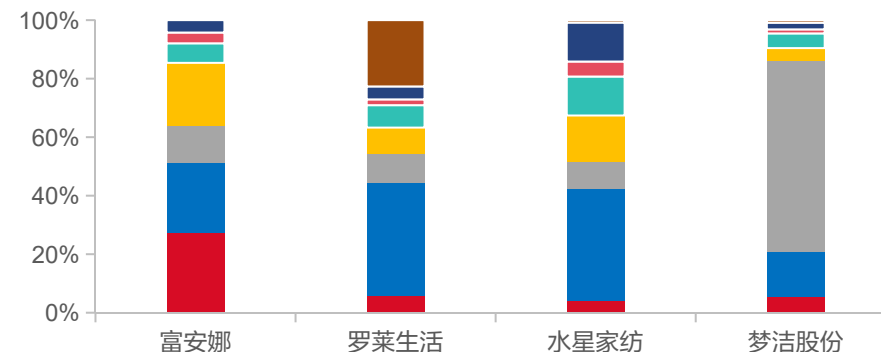
立足基地市场，全国化布局，西南、华南、华中为第二竞争市场

- **基地市场：**富安娜、罗莱生活、水星家纺、梦洁股份分别以华南/华东/华东/华中为基地市场，2023H1罗莱生活华东市场率先修复。
- **外延市场：**富安娜延伸华东、西南市场且规模卓有成效；罗莱生活在华中、西南和华南拥有较大市场体量；梦洁股份延伸华东、华南市场，华东贡献明显增量。当前已呈现全国化竞争态势，华东竞争尤其激烈，西南、华南、华中为第二竞争市场。

	富安娜					罗莱生活				
	2019	2020	2021	2022	2023H1	2019	2020	2021	2022	2023H1
华南地区	-6%	-5%	-10%	-2%	-6%	-15%	23%	24%	7%	1%
华东地区	5%	6%	16%	0%	-1%	9%	-8%	17%	-13%	8%
华中地区	-15%	20%	28%	-5%	-7%	-2%	-1%	15%	-17%	-15%
西南地区	-8%	26%	34%	2%	1%	-8%	9%	21%	9%	5%
华北地区	-12%	3%	11%	-16%	-6%	-11%	10%	19%	-26%	34%
西北地区	-17%	-7%	16%	-14%	-8%	-11%	35%	-6%	13%	21%
东北地区	32%	-24%	4%	-7%	-19%	-22%	21%	6%	-12%	0%
出口						7%	4%	20%	7%	-6%

	水星家纺				梦洁股份				
	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022	2023H1
华南地区	-5%	-14%	8%	-11%	26%	-65%	23%	-12%	12%
华东地区	5%	-1%	13%	-8%	20%	-42%	-2%	10%	11%
华中地区	9%	-27%	32%	-39%	17%	18%	13%	-22%	-4%
西南地区	3%	-20%	25%	-19%	-7%	-20%	8%	-28%	54%
华北地区	1%	-22%	30%	-19%	11%	-47%	17%	-18%	20%
西北地区	28%	-4%	21%	-1%	-6%	-32%	16%	-34%	11%
东北地区	5%	-32%	26%	-33%	-5%	-28%	-15%	-16%	74%
出口	27%	14%	4%	-9%	-43%	-84%	87%	23%	48%

区域营收占比（2022年）

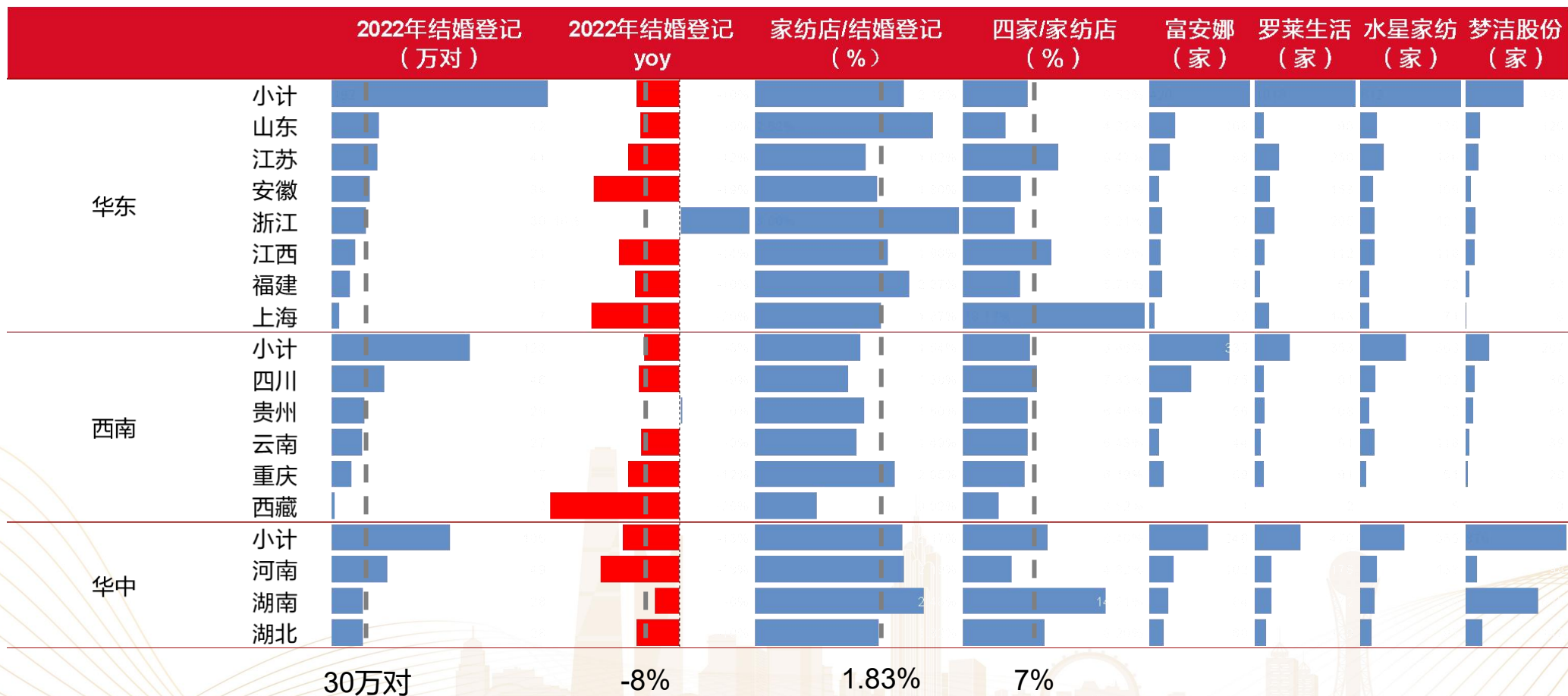


■ 华南地区 ■ 华东地区 ■ 华中地区 ■ 西南地区
■ 华北地区 ■ 西北地区 ■ 东北地区 ■ 出口

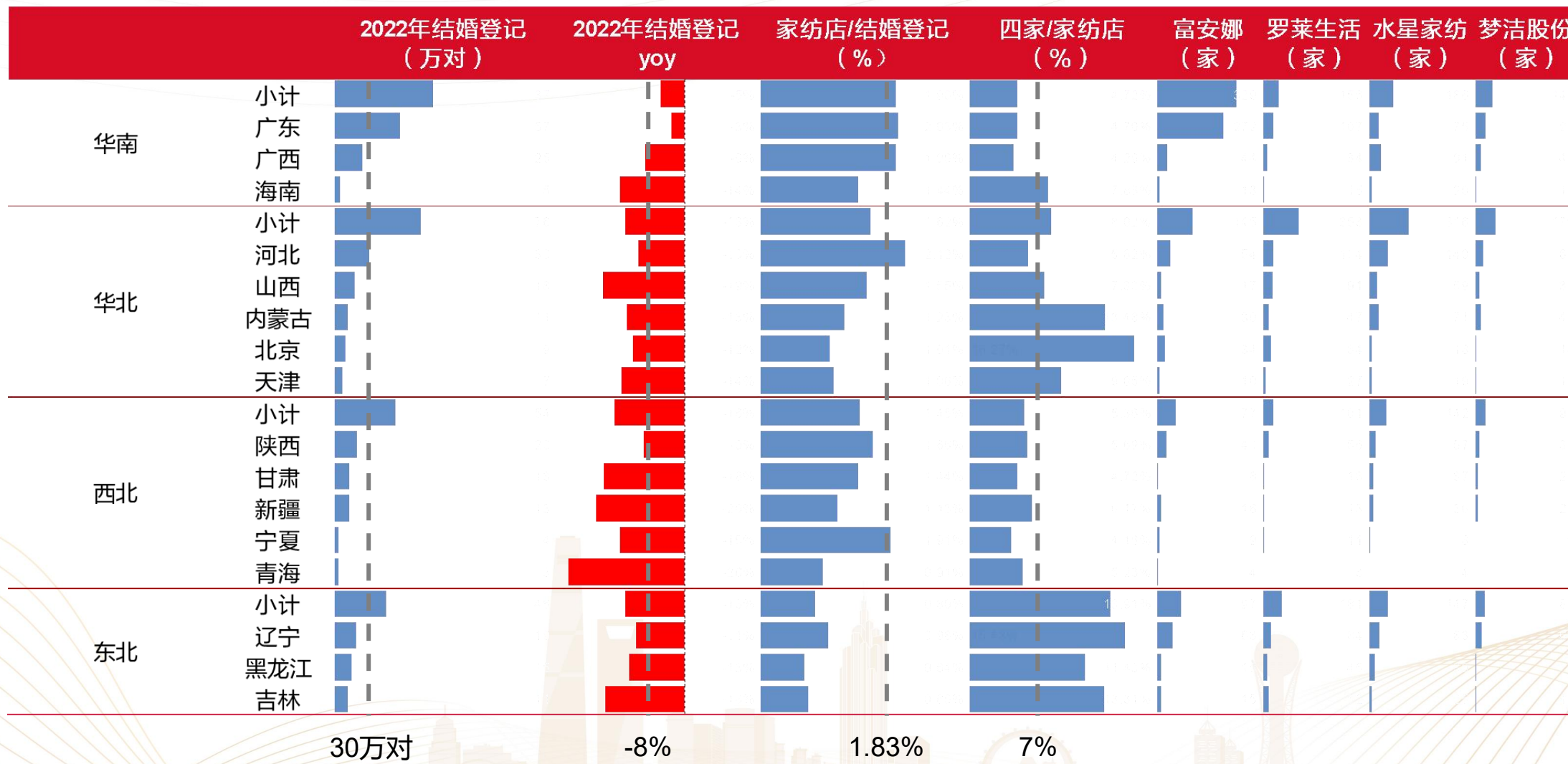
资料来源：ifind，东海证券研究所
注：水星家纺电商部分不包括在内

鸟瞰全国，富安娜在高潜市场占优

- 成长型市场：浙江、贵州、湖南、广东、陕西等
- 加密型市场：四川、山西、北京、天津、辽宁等
- 替代型市场：山东、福建、河南、广东、广西、河北等



鸟瞰全国，富安娜在高潜市场占优



30万对

-8%

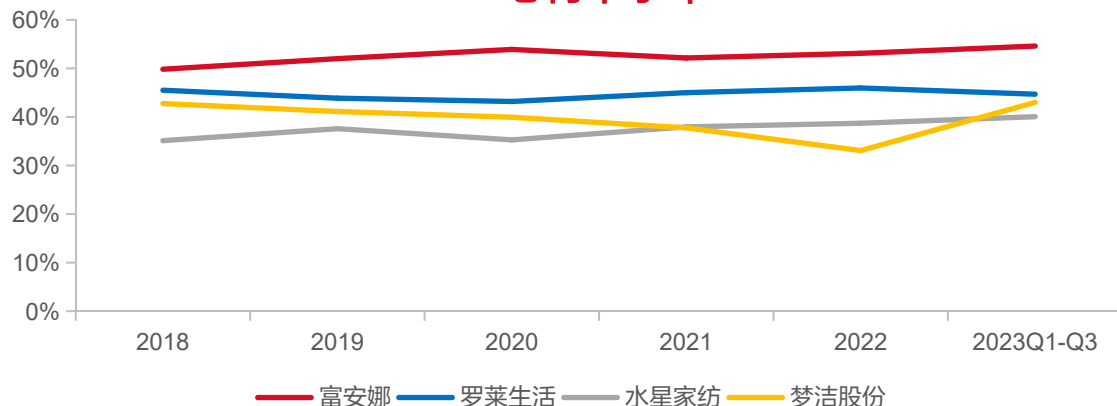
1.83%

7%

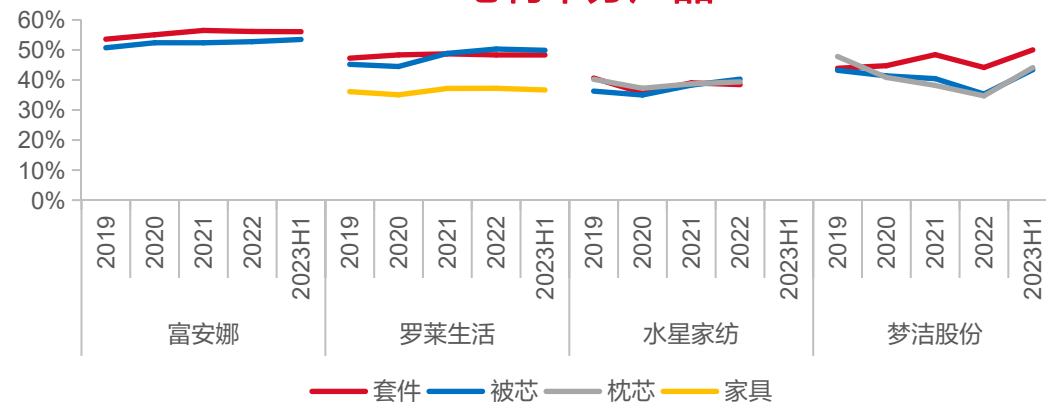
罗莱生活渠道利润丰厚

- **毛利率：**富安娜>罗莱生活>梦洁股份>水星家纺；富安娜和水星家纺的毛利率持续提升；2023H1梦洁股份毛利率逆转大幅向上。
- **细分毛利率：**罗莱生活渠道利润丰厚；富安娜、罗莱生活、水星家纺分别在直营、线上、加盟提升较快。

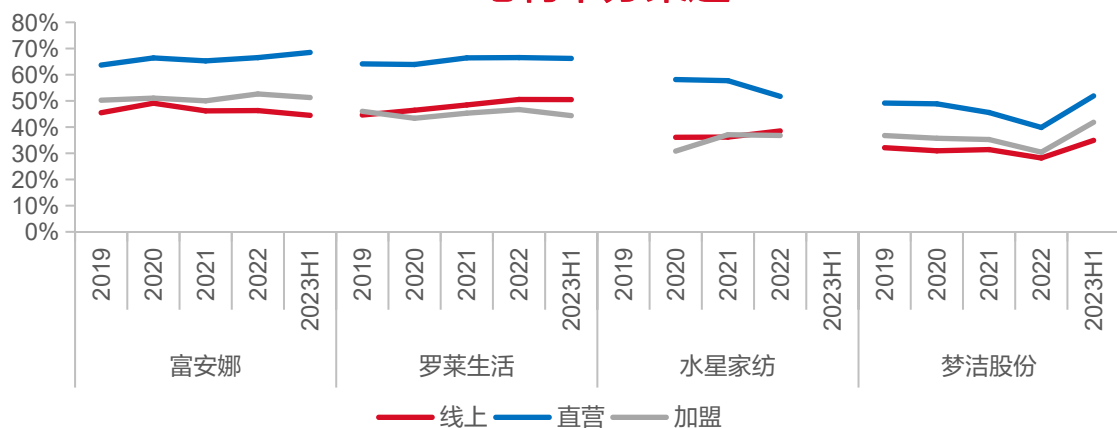
毛利率水平



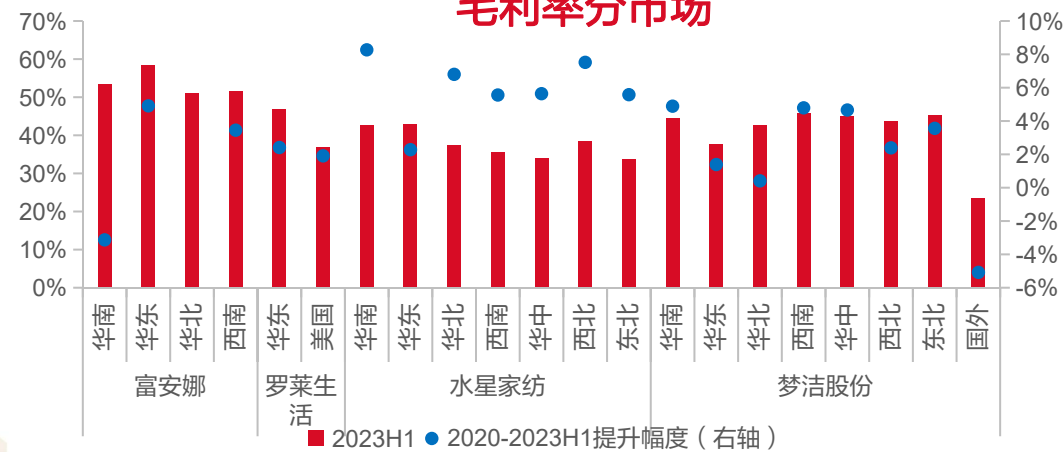
毛利率分产品



毛利率分渠道



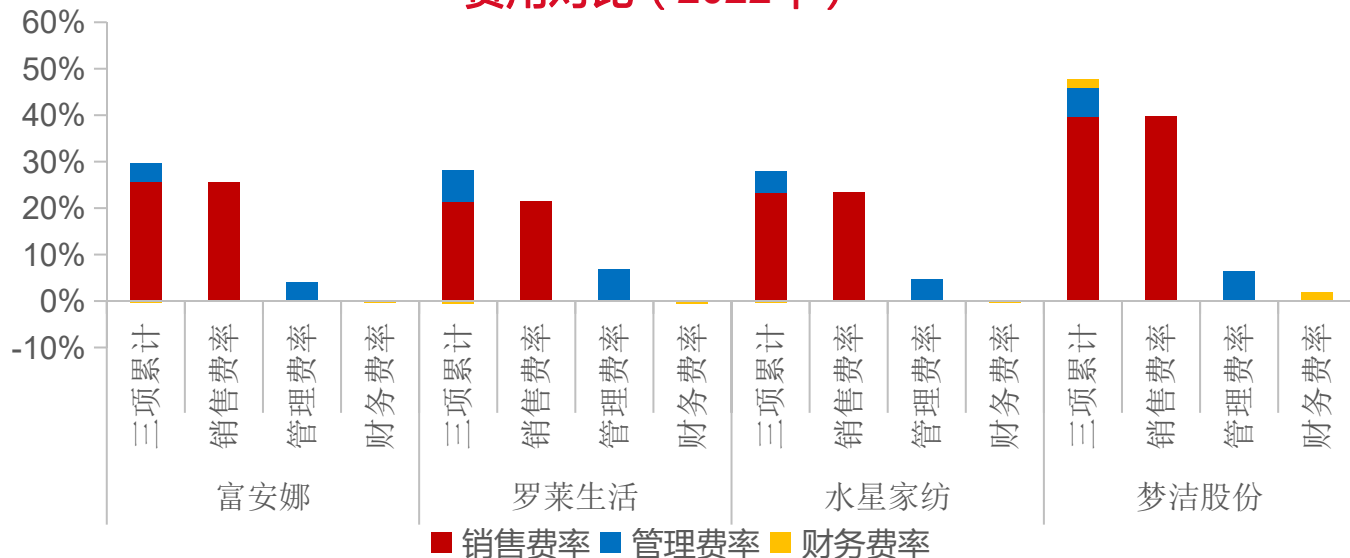
毛利率分市场



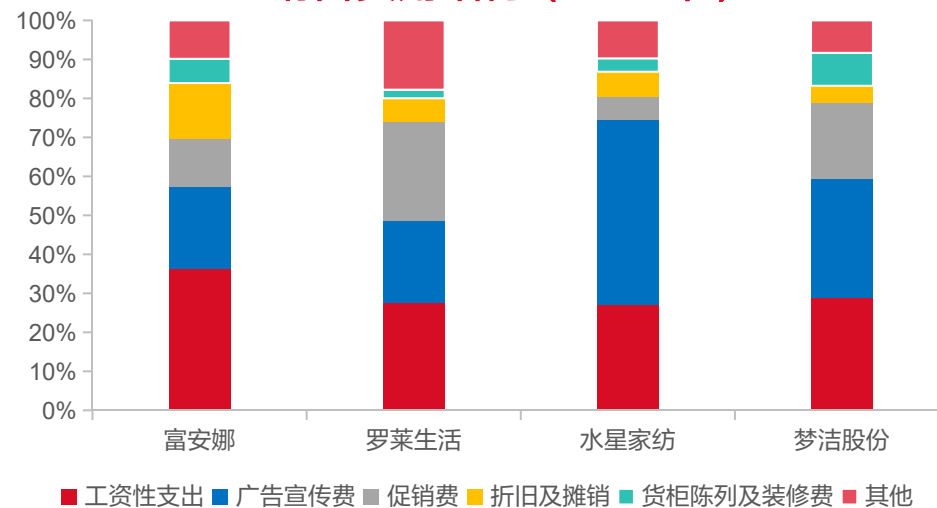
资料来源：ifind，东海证券研究所
注：水星家纺分市场毛利率为2022年水平以及2020-2022提升幅度

水星家纺双代言人，侧重空中投放；梦洁股份费用收缩

费用对比 (2022年)



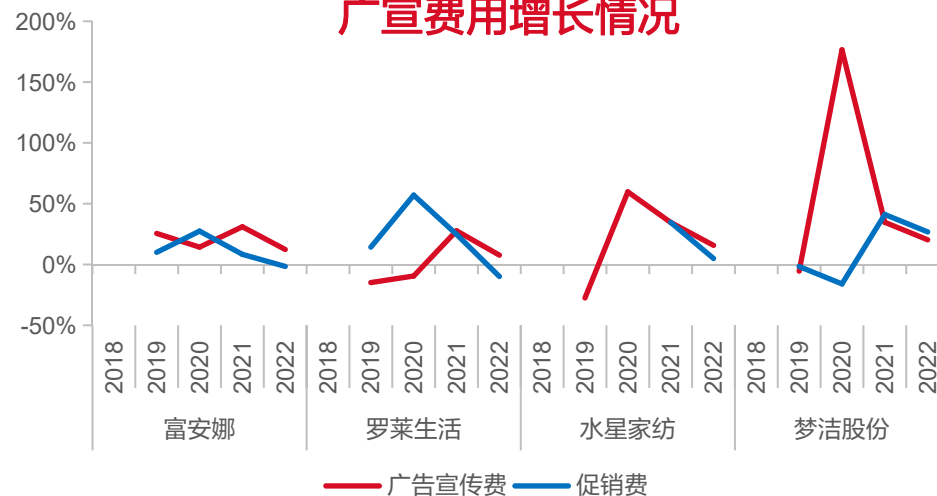
销售费用结构 (2022年)



代言人

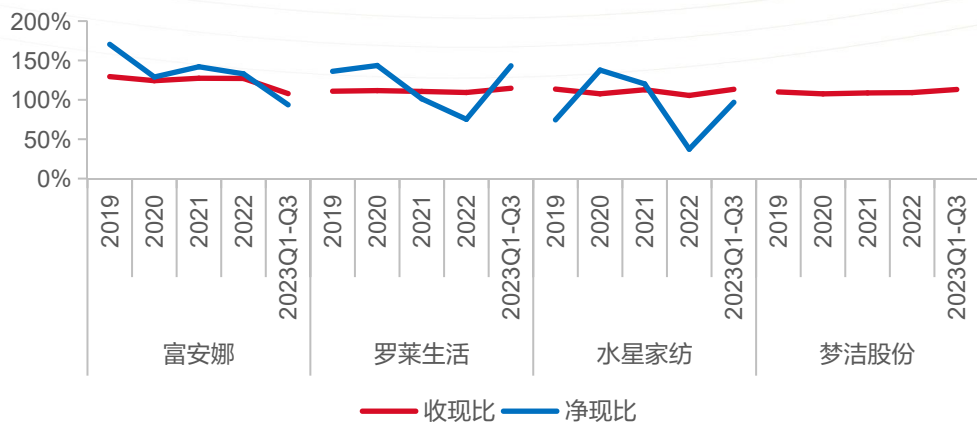
富安娜	罗莱生活	水星家纺	梦洁股份
杨丽萍 (2006年)	李嘉欣 (2004年) 高圆圆 (2018年) 易烊千玺 (2020年)	刘嘉玲 (2004年) 金宇彬、刘嘉玲 (2014年) 孙俪 (2018年) 孙俪、杨洋 (2019年)	王丽坤 (2020年) 肖战 (2021年)

广宣费用增长情况

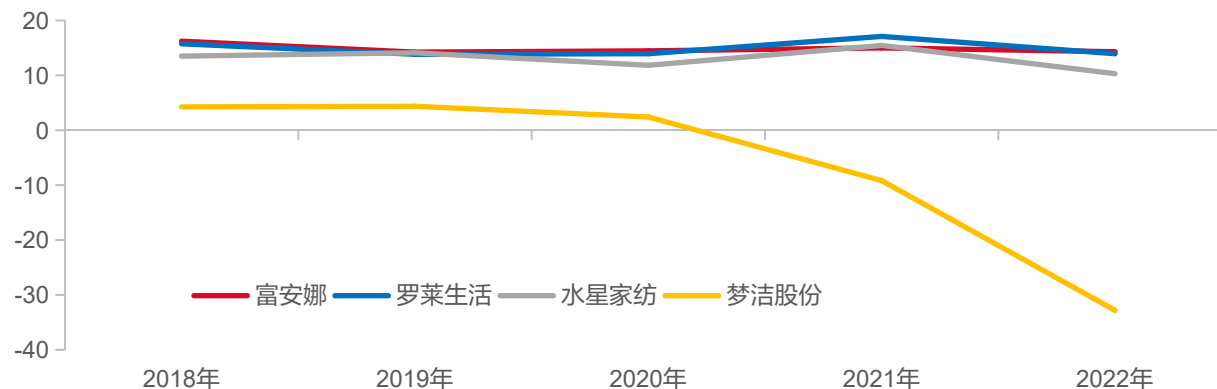


富安娜销售净利率推高ROE

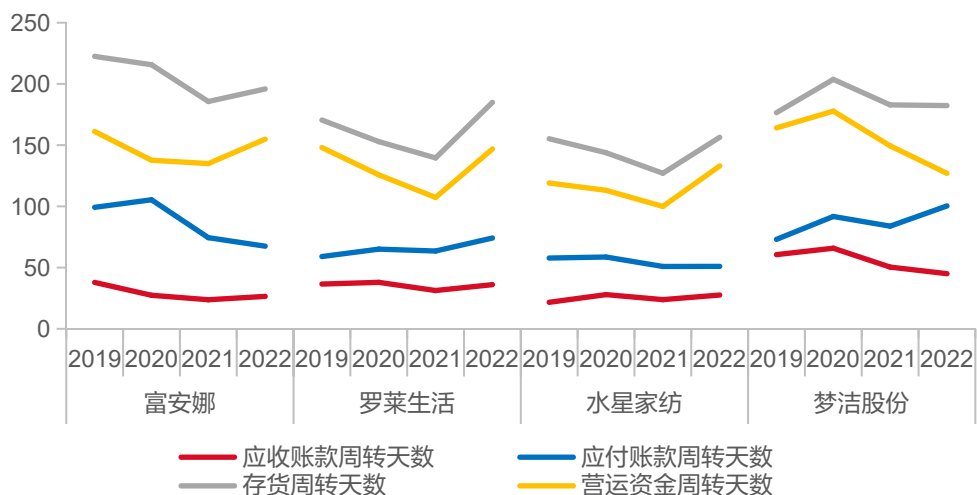
现金流情况



ROE (%)



周转情况 (天)



	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	
富安娜	ROE(%)	16.22	14.23	14.46	15.00	14.30
	销售净利率(%)	18.62	18.17	17.97	17.17	17.33
	总资产周转率(次)	0.68	0.60	0.63	0.69	0.66
	权益乘数	1.28	1.30	1.29	1.26	1.26
罗莱生活	ROE(%)	15.74	13.84	13.94	17.09	13.94
	销售净利率(%)	11.32	11.50	12.08	12.48	10.79
	总资产周转率(次)	1.00	0.94	0.88	0.95	0.80
水星家纺	ROE(%)	13.50	14.11	11.83	15.45	10.30
	销售净利率(%)	10.48	10.51	9.05	10.16	7.59
	总资产周转率(次)	1.01	1.07	1.04	1.17	1.05
梦洁股份	ROE(%)	4.25	4.37	2.41	-9.18	-32.81
	销售净利率(%)	4.02	3.64	2.11	-6.41	-22.05
	总资产周转率(次)	0.69	0.76	0.65	0.73	0.66
	权益乘数	1.68	1.76	1.84	2.00	2.26

录 目

- 一、复盘**2023**年：景气回升，高股息维护估值，家纺跑出超额收益
- 二、家纺行业：质价比浪潮下“内品牌”的觉醒与升级
- 三、公司比较：产品与市场并重，各显神通
- 四、投资建议
- 五、风险提示

投资建议

- **富安娜**：以艺术家纺品牌调性卡位中高端，渠道均衡、盈利显著，五大生产物流基地+智慧门店支撑全国化扎实推进、高潜市场占优。
- **罗莱生活**：中等店型、丰厚渠道利润保障加盟扩张，依托头部品牌力、超柔产品力发力全国化征程，复苏抬头，王者归来。
- **水星家纺**：占位性价比和被芯单品心智，乘势电商快速增长，仍可深挖社交电商、三四线城市成长潜力。
- **梦洁股份**：店效提升、费用收缩，2023Q1起逐季扭亏为盈，期待顶层架构趋稳后激发组织活力。

证券简称	营收增速			归母净利润增速			归母净利润 (亿元)			PE		
	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
富安娜	-3%	3%	9%	-2%	8%	11%	5	7	8	16	13	12
罗莱生活	-8%	3%	11%	-20%	9%	17%	6	7	9	14	11	10
水星家纺	-4%	11%	12%	-28%	33%	15%	3	4	5	16	11	9
梦洁股份	-17%	/	/	-187%	/	/	-4	/	/	/	/	/

录 目

- 一、复盘**2023**年：景气回升，高股息维护估值，家纺跑出超额收益
- 二、家纺行业：质价比浪潮下“内品牌”的觉醒与升级
- 三、公司比较：产品与市场并重，各显神通
- 四、投资建议
- 五、风险提示

风险提示

- **结婚和销售住宅下滑。**家纺市场规模与结婚登记人数和销售住宅套数紧密相关，结婚和销售住宅持续下滑可能抵消消费提频和价增影响，导致整体市场规模负增长。
- **消费需求疲软。**经济弱势恢复加剧消费者对价格的敏感程度，以及影响居家品质生活的进程，产业竞争难以摆脱低质低价的恶性竞争。
- **原材料波动。**原材料在成本结构中占比八成，原材料费用大幅上涨将会影响盈利水平。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来6个月内沪深300指数上升幅度达到或超过20%
	看平	未来6个月内沪深300指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来6个月内沪深300指数下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配	未来6个月内行业指数相对强于沪深300指数达到或超过10%
	标配	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-10%—10%之间
	低配	未来6个月内行业指数相对弱于沪深300指数达到或超过10%
公司股票评级	买入	未来6个月内股价相对强于沪深300指数达到或超过15%
	增持	未来6个月内股价相对强于沪深300指数在5%—15%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数在-5%—5%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数5%—15%之间
	卖出	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数达到或超过15%

二、分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所（上海）

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：（8621）20333275

手机：18221959689

传真：（8621）50585608

邮编：200125

东海证券研究所（北京）

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：（8610）59707105

手机：18221959689

传真：（8610）59707100

邮编：100089