

罗莱生活 (002293.SZ)

公司快报

收入端回暖明显，大家居业务持续推进

事件

公司发布 2016 年年报，实现营收 31.52 亿元 (+8.11%)；归母净利润 3.17 亿元 (-22.63%)；每股收益 0.45 元/股。其中，Q4 实现营收 9.97 亿元 (+14.65%)，归母净利润为 0.58 亿元 (-32.95%)。2017 年一季度，公司实现营收 10.58 亿元 (38.66%)，归母净利润为 1.17 亿元 (7.38%)。公司 16 年的利润分配方案为：拟以 7.02 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 2.00 元 (含税)。

投资要点

- ◆ **2016 年收入端回暖，毛利率持平微降，费用率提高压缩盈利空间**：2016 年全年，公司实现营收同比增长 8.11% 至 31.52 亿元。分季度来看，公司 Q1-Q4 营收同比分别为 8.14%、6.55%、2.02% 和 14.65%。全年中四季度营收增速最快，或受“双十一”电商收入良好及粉丝经济的带动内容营销。2016 年“双十一”全网销售率先突破 2 亿元，蝉联双十一家纺类目五连冠。2016 年，公司毛利率同比减少 0.5 个百分点至 48.46%。单从季度来看，16 年 Q1-Q4 的毛利率分别为 49.90%、49.21%、47.20% 和 47.96%，整体来看，毛利率基本保持稳定。从公司的期间费用上升，2016 年，公司期间费用率同比增长 2.26pct 至 34.44%，拆分来看，受到直营业务占比提升的影响，销售费用增长 11.96% 至 7.02 亿元，管理费用系人力成本增加的影响增加 22.57% 至 2.50 亿元，财务费用变化主要因借款增加引起利息支出增加及存款利息收入减少所致。2017 年度，公司计划实现营业收入同比增长 10%-30%，计划实现净利润同比增长 0%-20%。

加强三、四线渠道扩张，“大家纺小家居”的生活馆数量提升：公司加强三、四线市场渗透的辐射，截至 2016 年底，各品牌共有 2442 家终端。以罗莱品牌为例，公司设计门店符合“大家纺小家居”标准的比例已达 16.6%，全品类生活家居馆由年初的 58 家增长至年末的 116 家。目前的家居产品主要包括卧室用品、卫浴用品、餐厨用品、客厅用品、生活家居、软装家居等六大类，以丰富的生活场景提供一站式家居购物体验。

- ◆ **一季度收入大幅增长，莱克星顿并表存货增加**：公司一季度 2017 年一季度，公司实现营收 10.58 亿元 (38.66%)，归母净利润为 1.17 亿元 (+7.38%)。单季度毛利率为 44.57%。营业收入和成本增加系家纺产品销量增加所致，莱克星顿并表致公司 Q1 末存货大幅增长。同时，公司预计 2017 年上半年，由于业务结构和渠道不断调整，产业并购进一步推进，业务保持增长，净利润同比增长 0-15%。
- ◆ **家居行业的整合者，产业整合持续进行，股权激励调动管理层积极性**：自公司的大家纺小家居战略转型以来，2015 年下半年，公司取得内野中国销售公司 60% 股权，内野中国销售公司业绩显著增长，收入较去年同期增长 40.99%，税后净利润较去年同比增长 200.71%，公司在家纺、家居产业中国的整合能力得到确认。在大家居领域，公司收购莱克星顿 100% 股权，交易已经于 1 月份完成股权交割，莱克星顿的投资将为公司在大家居领域的设计、供应链资源等方面提供支持，是公司家居业务转型的重要进展。

纺织服装 | 家纺 III

投资评级

买入-A(维持)

6 个月目标价

16 元

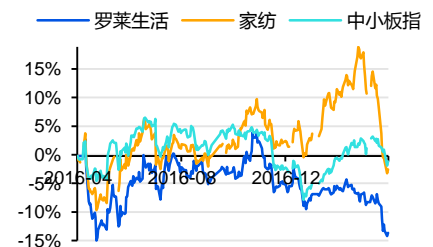
股价(2017-04-25)

12.29 元

交易数据

总市值 (百万元)	8,625.31
流通市值 (百万元)	8,596.71
总股本 (百万股)	701.82
流通股本 (百万股)	699.49
12 个月价格区间	12.00/15.30 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.28	-11.63	-13.99
绝对收益	-7.18	-6.96	-14.01

分析师

王冯
 SAC 执业证书编号：S0910516120001
 wangfeng@huajinsec.cn

相关报告

罗莱生活：回归产业投资，期待大家居战略持续多点开花 2017-03-01

此外，2017年3月，公司定增获得发审委审核通过，募集资金不超过7.3亿元将用于家居生活馆建设等，大家居转型将进一步加快。2017年4月，公司公告限制性股票激励计划草案，拟授予414万股，其中首次授予334万股，授予价格6.66元，激励对象为公司中高级管理人员、核心技术人员等，自授予之日起12个月后分三年解锁，考核标准为以2016年销售收入为基数，2017年、2018年、2019年销售收入增长率不低于10%、21%、33%，股权激励将有效调动管理层积极性，推进公司发展。

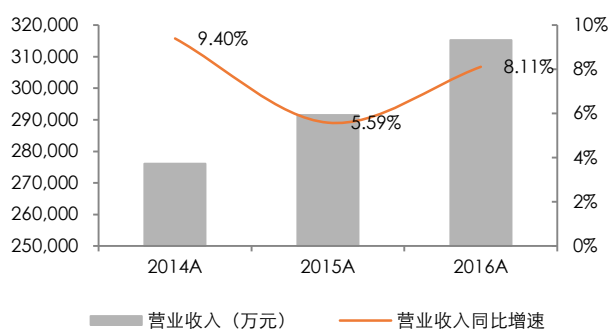
- ◆ **投资建议：**我们公司预测2017年至2019年每股收益分别为0.65、0.72和0.83元。看好公司大家居转型战略的发展前景，给予买入-A评级，6个月目标价为16元，对应2017-2019年动态市盈率为25、22、19倍。
- ◆ **风险提示：**家纺业务终端销售低于预期、库存风险、大家居转型不达预期等。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2,761.4	2,915.6	3,335.4	3,670.2	3,977.4
同比增长(%)	9.4%	5.6%	14.4%	10.0%	8.4%
营业利润(百万元)	432.1	481.8	536.7	587.6	679.9
同比增长(%)	15.8%	11.5%	11.4%	9.5%	15.7%
净利润(百万元)	398.1	410.1	458.6	504.3	581.7
同比增长(%)	19.9%	3.0%	11.8%	10.0%	15.3%
每股收益(元)	0.57	0.58	0.65	0.72	0.83
PE	21.7	21.0	18.8	17.1	14.8
PB	3.6	3.4	2.7	2.5	2.2

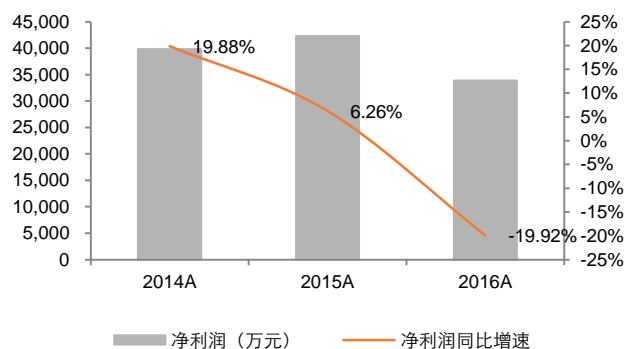
数据来源：贝格数据，华金证券研究所

图 1：公司营业收入及增速变化（万元，%）



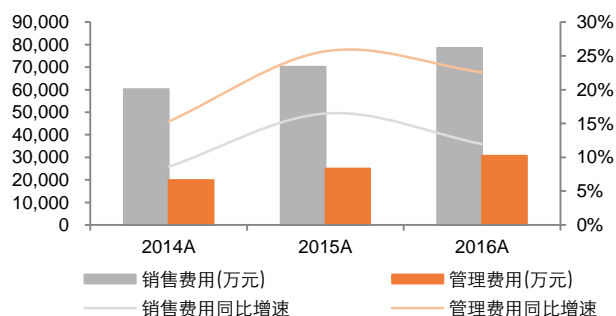
资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 2：公司净利润及增速变化（万元，%）



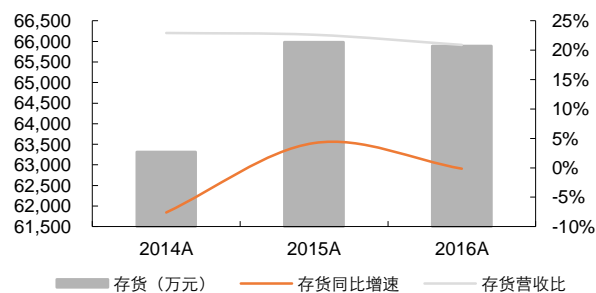
资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 3：公司销售费用、管理费用及同比增速变化（万元，%）



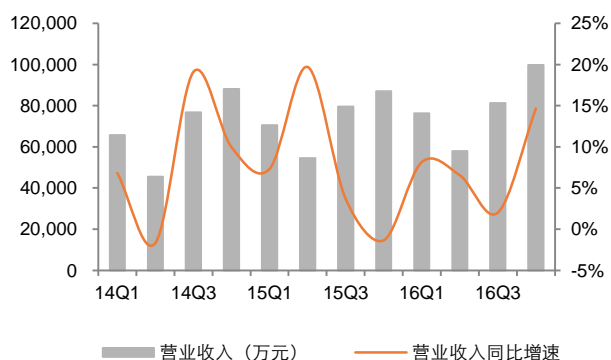
资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 4：公司存货及同比增速变化（万元，%）



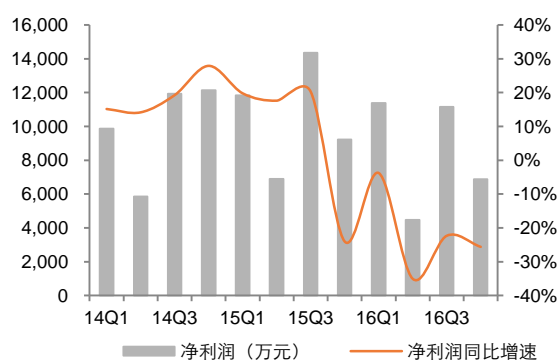
资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 5：公司分季度营业收入及增速（万元，%）



资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 6：公司分季度净利润及增速（万元，%）



资料来源：Wind, 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,761.4	2,915.6	3,335.4	3,670.2	3,977.4	年增长率					
减:营业成本	1,522.6	1,488.1	1,719.5	1,896.8	2,037.0	营业收入增长率	9.4%	5.6%	14.4%	10.0%	8.4%
营业税费	27.4	30.9	33.4	36.7	39.8	营业利润增长率	15.8%	11.5%	11.4%	9.5%	15.7%
销售费用	602.7	702.1	800.5	880.8	934.7	净利润增长率	19.9%	3.0%	11.8%	10.0%	15.3%
管理费用	199.3	250.4	293.5	323.0	350.0	EBITDA 增长率	16.6%	13.2%	10.1%	7.6%	13.6%
财务费用	-21.6	-14.2	-18.2	-26.7	-37.0	EBIT 增长率	16.4%	13.9%	10.9%	8.2%	14.6%
资产减值损失	16.0	31.3	20.0	22.0	23.0	NOPLAT 增长率	21.0%	6.9%	13.3%	8.8%	14.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	59.2%	12.5%	-3.6%	9.8%	-9.9%
投资和汇兑收益	17.2	54.8	50.0	50.0	50.0	净资产增长率	17.0%	6.8%	22.9%	10.5%	11.0%
营业利润	432.1	481.8	536.7	587.6	679.9	盈利能力					
加:营业外净收支	19.7	29.9	22.8	24.1	25.6	毛利率	44.9%	49.0%	48.4%	48.3%	48.8%
利润总额	451.8	511.7	559.5	611.7	705.5	营业利润率	15.6%	16.5%	16.1%	16.0%	17.1%
减:所得税	53.6	88.6	86.7	91.8	105.8	净利润率	14.4%	14.1%	13.8%	13.7%	14.6%
净利润	398.1	410.1	458.6	504.3	581.7	EBITDA/营业收入	16.2%	17.4%	16.8%	16.4%	17.2%
						EBIT/营业收入	14.9%	16.0%	15.5%	15.3%	16.2%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	20.1%	23.8%	18.0%	17.9%	17.5%
货币资金	647.2	589.6	918.5	1,098.3	1,693.5	负债权益比	25.2%	31.2%	21.9%	21.9%	21.2%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	3.68	3.02	3.89	4.14	4.44
应收帐款	214.7	335.0	128.2	381.5	170.9	速动比率	2.66	2.21	2.66	3.09	3.25
应收票据	1.0	1.2	1.5	1.5	1.6	利息保障倍数	-19.02	-32.87	-28.48	-21.00	-17.39
预付帐款	44.5	104.0	28.1	118.8	53.7	营运能力					
存货	633.2	659.8	868.6	817.4	993.2	固定资产周转天数	53	49	41	33	28
其他流动资产	748.8	770.6	801.7	801.9	802.1	流动营业资本周转天数	103	134	123	121	114
可供出售金融资产	-	104.0	400.0	400.0	400.0	流动资产周转天数	280	293	281	293	314
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	24	34	25	25	25
长期股权投资	-	48.4	48.4	48.4	48.4	存货周转天数	86	80	82	83	82
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	375	407	403	411	418
固定资产	397.5	393.1	358.0	322.8	287.7	投资资本周转天数	180	222	202	189	173
在建工程	9.6	11.6	11.6	11.6	11.6	费用率					
无形资产	104.1	115.3	109.9	104.5	99.1	销售费用率	21.8%	24.1%	24.0%	24.0%	23.5%
其他非流动资产	314.3	352.3	305.5	288.9	289.8	管理费用率	7.2%	8.6%	8.8%	8.8%	8.8%
资产总额	3,114.9	3,484.8	3,980.0	4,395.7	4,851.6	财务费用率	-0.8%	-0.5%	-0.5%	-0.7%	-0.9%
短期债务	-	100.0	-	-	-	三费/营业收入	28.3%	32.2%	32.3%	32.1%	31.4%
应付帐款	361.5	420.0	422.3	498.3	499.0	投资回报率					
应付票据	40.1	15.1	51.7	22.0	57.2	ROE	16.4%	16.0%	14.6%	14.5%	15.1%
其他流动负债	220.3	278.6	232.6	258.0	280.3	ROA	12.8%	12.1%	11.9%	11.8%	12.4%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	34.0%	22.8%	23.0%	26.0%	27.1%
其他非流动负债	5.6	15.6	9.7	10.3	11.9	分红指标					
负债总额	627.5	829.4	716.3	788.6	848.3	DPS(元)	0.40	0.20	0.23	0.25	0.29
少数股东权益	62.0	99.0	113.2	128.8	146.8	分红比率	70.5%	34.2%	35.0%	35.0%	35.0%
股本	280.7	701.8	701.8	701.8	701.8	股息收益率	3.3%	1.6%	1.9%	2.0%	2.4%
留存收益	2,146.3	1,854.6	2,448.7	2,776.5	3,154.6						
股东权益	2,487.3	2,655.5	3,263.7	3,607.2	4,003.2						
						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.57	0.58	0.65	0.72	0.83
现金流量表						BVPS(元)	3.46	3.64	4.49	4.96	5.49
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	PE(X)	21.7	21.0	18.8	17.1	14.8
净利润	398.2	423.1	458.6	504.3	581.7	PB(X)	3.6	3.4	2.7	2.5	2.2
加:折旧和摊销	61.4	67.4	40.5	40.5	40.5	P/FCF	-37.4	28.9	20.2	26.6	11.0
资产减值准备	16.0	31.3	-	-	-	P/S	3.1	3.0	2.6	2.4	2.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	6.1	15.7	13.1	11.9	9.6
财务费用	-22.6	-15.3	-18.2	-26.7	-37.0	CAGR(%)	9.3%	12.3%	12.5%	9.3%	12.3%
投资损失	-17.2	-54.8	-50.0	-50.0	-50.0	PEG	2.3	1.7	1.5	1.8	1.2
少数股东损益	0.1	13.0	14.2	15.6	18.0	ROIC/WACC	3.2	2.2	2.2	2.5	2.6
营运资金的变动	-407.2	-59.8	75.2	-203.9	158.7						
经营活动产生现金流量	508.0	339.5	520.3	279.9	711.9						
投资活动产生现金流量	-694.5	-223.1	-245.1	49.7	49.9						
融资活动产生现金流量	-98.3	-176.5	53.7	-149.8	-166.6						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn