

罗莱生活 (002293)

2022 年报及 2023 年一季报点评: 22 年保持开店、业绩承压, 23Q1 初步复苏

买入 (维持)

2023 年 04 月 20 日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	5,314	5,776	6,392	7,028
同比	-8%	9%	11%	10%
归属母公司净利润 (百万元)	574	720	817	917
同比	-20%	26%	13%	12%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.68	0.86	0.97	1.09
P/E (现价&最新股本摊薄)	18.38	14.63	12.90	11.50

关键词: #业绩不及预期

投资要点

■ 公司公布 22 年报及 23 年一季报: 1) 22 年: 营收 53.14 亿元/yoy-7.75%、归母净利 5.74 亿元/yoy-19.59%, 延续高分红政策, 10 派现金 6 元, 分红率 88%、股息率 5%。业绩略低于此前预期, 收入下滑主因疫情影响销售, 利润下滑幅度大于收入, 主因费用率提升幅度超过毛利率提升幅度、资产减值损失同比增多 7400 万元。分季度看, 22Q1-Q4 收入分别同比-2.49%/ -9.20%/ -9.27%/ -9.41%、归母净利分别同比-12.81%/ -36.32%/ -18.94%/ -18.27%, 全年在疫情反复环境下业绩承压, Q2-Q4 受冲击程度较大。2) 23Q1: 营收 12.40 亿元/yoy-3.62%、归母净利润 1.77 亿元/yoy+11.13%, 收入下滑幅度环比收窄、净利恢复增长、呈复苏趋势。

■ 家纺延续拓店、22 年各渠道收入不同程度下滑。22 年家纺线上/直营/加盟/其他渠道收入分别同比-8.1%/ -16.6%/ -8.3%/ -26.4%, 收入分别占比 28%/6%/35%/9%。23Q1 线上、线下收入仍有中低个位数下滑, 但呈逐月恢复趋势。1) 线上毛利率提升、保持行业第一: 22 年线上收入虽小幅下滑, 但在高举高打策略下, 罗莱品牌提价、较 LOVO 占比提升, 带动毛利率同比+2.1pct 至 50.54%。公司在 22 年 618 及双十一期间均为全网 GMV 第一。2) 直营开店加速, 22 年疫情影响较大、23Q1 恢复最好: 截至 22 年末直营门店 307 家/新开 72 家&净增 46 家、较 21 年的新开 44 家&净增 4 家速度加快, 体现公司直营运营能力提升。22 年直营受疫情影响最大、收入下滑较多, 但毛利率同比+0.11pct 至 66.54%、基本平稳。23Q1 直营渠道恢复最好, 成熟门店已恢复至 21 年水平。3) 加盟延续开店、毛利率提升: 截至 22 年末加盟门店 2355 家/新开 327 家&净增 135 家, 较 21 年的新开 408 家&净增 241 家的速度有所放缓, 同时加盟商拿货意愿转弱、收入有所下滑。22 年加盟毛利率同比+1.39pct 至 46.7%, 主因 22 年上半年订货会考虑原材料价格上涨、对加盟商订货价格有所上调。4) 其他渠道: 团购业务受企事业/大客户订单缩减影响、收入下滑较多。

■ 美国家具业务收入延续增长、净利小幅下滑, 23 年预计平稳发展。22 年美国家具收入同比+7.6%、占比 22%, 其中 22H1/H2 收入分别同比+12.9%/+3.2%、下半年增长有所放缓、主因美国经济降温影响。22 年毛利率 37.23%/yoy+0.04pct、基本持平, 净利润 9728 万元/yoy-6%, 主因美国通胀环境下运费、员工工资等支出增加。23Q1 美国家具业务个位数增长、对利润增长贡献个位数, 从目前接单情况看预计 23 年全年有望同比持平。

■ 22 年净利率下降、23Q1 改善, 美国家具业务拖累库存。1) 毛利率: 22 年同比+0.96pct 至 45.96%、各渠道毛利率均稳中有升, 23Q1 同比+2.71pct 至 44.01%、主因部分高毛利产品延迟至 Q1 发货。2) 期间费用率: 22 年同比+1.88pct 至 29.87%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比 +1.84/-0.16/-0.05/+0.24pct 至 21.46%/6.73%/2.12%/-0.44%, 收入下滑、而门店相关刚性费用导致费用率升高。23Q1 期间费用率同比-0.23pct 至 27.17%。3) 净利率: 22 年同比-1.59pct 至 10.79%, 主因费用率提升幅度超过毛利率提升幅度、资产减值损失同比增多 7400 万元。23Q1 归母净利率同比+1.9pct 至 14.29%、受益于毛利率进一步提升。4) 存货: 22 年/23Q1 末存货分别同比+24.6%/+18.5%至 16.4/15.6 亿元, 存货周转天数分别同比+45/+49 天至 185/207 天, 存货增加主要来自美国家具业务、国内家纺存货持平略降。美国家具存货增加主因前两年需求旺盛、公司增加备货、而订制家具交货周期较长(6-10 个月)、导致库存增多。5) 现金流: 22 年经营活动现金流净额 4.3 亿元/yoy-41%, 主因零售收入下降。截至 22 年/23Q1 末货币资金分别为 12.0/13.9 亿元、现金充沛。

■ 盈利预测与投资评级: 公司为国内家纺龙头, 22 年受国内疫情反复影响收入利润有所下滑, 但公司着眼长期发展, 保持高举高打、拓店战略, 家纺业务毛利率稳中有升、线下门店逆势扩张。23Q1 收入降幅收窄、净利恢复增长, 环比改善趋势明显, 预计 23 年有望追平 21 年业绩。考虑 22 年业绩不及此前预期, 将 23-24 年归母净利润从此前的 7.48/8.52 亿元下调至 7.20/8.17 亿元、增加 25 年预测值 9.17 亿元, 对应 23-25 年 PE 为 15/13/12X, 维持“买入”评级。

■ 风险提示: 疫情反复、终端消费复苏不及预期、门店拓展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.55
一年最低/最高价	9.19/13.63
市净率(倍)	2.43
流通 A 股市值(百万元)	10,372.82
总市值(百万元)	10,540.53

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.16
资产负债率(% ,LF)	37.16
总股本(百万股)	839.88
流通 A 股(百万股)	826.52

相关研究

《罗莱生活(002293): 2022 年三季报点评: Q3 业绩仍受疫情扰动, 拓店扩产战略持续推进》

2022-10-26

《罗莱生活(002293): 2022 年中报点评: 疫情影响业绩承压, 下半年有望较好恢复》

2022-08-25

表1: 2022年公司收入/门店/毛利率按销售渠道划分情况

	22年收入 (百万元)	收入 YOY	占总营收 比重	门店数 (家)	门店净变动 (家)	毛利率	毛利率 YOY (+/-)
整体	5313.81	-7.75%	100.0%	2662	181	45.96%	0.96pct
分渠道							
线上销售	1481.62	-8.06%	27.9%	/	/	50.54%	2.09pct
直营销售	309.37	-16.58%	5.8%	307	46	66.54%	0.11pct
加盟销售	1860.99	-8.28%	35.0%	2355	135	46.70%	1.39pct
其他渠道	476.27	-26.37%	9.0%	/	/	37.15%	0.75pct
美国	1185.56	7.61%	22.3%	/	/	37.23%	0.04pct

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

罗莱生活三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4,387	5,176	5,960	6,861	营业总收入	5,314	5,776	6,392	7,028
货币资金及交易性金融资产	1,977	2,981	3,645	4,440	营业成本(含金融类)	2,872	3,124	3,446	3,779
经营性应收款项	667	649	701	752	税金及附加	36	40	45	49
存货	1,637	1,441	1,505	1,556	销售费用	1,140	1,184	1,310	1,441
合同资产	0	0	0	0	管理费用	358	375	415	457
其他流动资产	106	106	109	113	研发费用	113	116	128	141
非流动资产	2,595	2,858	3,116	3,373	财务费用	-23	30	33	36
长期股权投资	2	2	2	2	加:其他收益	40	40	45	49
固定资产及使用权资产	1,393	1,582	1,754	1,908	投资净收益	19	12	13	14
在建工程	127	127	127	127	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	306	372	451	547	减值损失	-207	-105	-105	-105
商誉	133	133	133	133	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	103	103	103	103	营业利润	672	853	967	1,084
其他非流动资产	532	539	546	553	营业外净收支	-5	-5	-5	-5
资产总计	6,982	8,034	9,076	10,234	利润总额	667	848	962	1,079
流动负债	2,124	2,155	2,280	2,419	减:所得税	94	127	144	162
短期借款及一年内到期的非流动负债	571	571	571	571	净利润	573	721	818	918
经营性应付款项	744	770	850	932	减:少数股东损益	0	1	1	1
合同负债	197	203	224	246	归属母公司净利润	574	720	817	917
其他流动负债	611	610	635	671	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.68	0.86	0.97	1.09
非流动负债	664	964	1,064	1,164	EBIT	630	937	1,048	1,162
长期借款	170	470	570	670	EBITDA	822	1,062	1,193	1,328
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	45.96	45.92	46.09	46.23
租赁负债	398	398	398	398	归母净利率(%)	10.79	12.47	12.78	13.04
其他非流动负债	96	96	96	96	收入增长率(%)	-7.75	8.70	10.67	9.94
负债合计	2,787	3,118	3,343	3,583	归母净利润增长率(%)	-19.59	25.61	13.41	12.20
归属母公司股东权益	4,169	4,889	5,706	6,622					
少数股东权益	26	27	27	28					
所有者权益合计	4,194	4,915	5,733	6,651					
负债和股东权益	6,982	8,034	9,076	10,234					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	432	1,128	1,011	1,163	每股净资产(元)	4.96	5.82	6.79	7.88
投资活动现金流	-240	-882	-896	-913	最新发行在外股份(百万股)	840	840	840	840
筹资活动现金流	-156	258	50	46	ROIC(%)	10.73	13.62	13.07	12.69
现金净增加额	47	504	165	295	ROE-摊薄(%)	13.76	14.73	14.32	13.84
折旧和摊销	192	126	145	166	资产负债率(%)	39.92	38.82	36.83	35.01
资本开支	-210	-386	-402	-420	P/E(现价&最新股本摊薄)	18.38	14.63	12.90	11.50
营运资本变动	-470	141	-121	-103	P/B(现价)	2.53	2.16	1.85	1.59

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

