

罗莱生活 (002293)

23年中报点评: 延续开店战略, Q2 业绩恢复至 21 年同期 买入 (维持)

2023 年 08 月 25 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

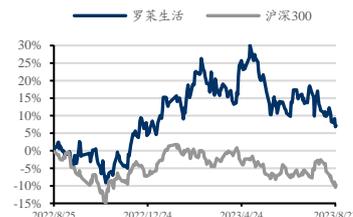
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	5,314	5,776	6,392	7,028
同比	-8%	9%	11%	10%
归属母公司净利润 (百万元)	574	720	817	917
同比	-20%	26%	13%	12%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.68	0.86	0.97	1.09
P/E (现价&最新股本摊薄)	15.36	12.23	10.78	9.61

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **公司公布 2023 年中报:** 23H1 营收 24.56 亿元/yoy+3.12%、归母净利 2.85 亿元/yoy+27.69%, 净利增幅超过收入、主因毛利率同比+2.17pct。分季度看, 23Q1/Q2 营收分别同比-3.62%/+11.02%、较 21 年同期分别-6.0%/+0.8%, 归母净利润分别同比+11.13%/+69.26%、较 21 年同期分别-3.1%/+7.8%, Q2 营收/归母净利润均超过 21 年同期水平、净利增幅更大, 主因新开店拉动收入增长、同时 23Q2 营业外收支较 21Q2 增多 1457 万元 (23Q2/21Q2 分别为 556/-901 万元)。
- **家纺直营增长较快, 美国家具业务小幅下滑。** 1) **线上:** 23H1 收入同比+7.1%、占比 27.3%, 毛利率同比+1.16pct 至 50.50%, 电商渠道保持提价策略, 收入恢复增长、毛利率进一步提升。2) **直营:** 23H1 收入同比+37.2%、占比 7.6%, 截至 23H1 末直营门店 318 家、较 22H1 末净开 50 家、同比+19%, 继续推进开店战略、在 22H1 低基数下实现较好修复。毛利率同比-0.62pct 至 66.2%, 我们预计主因线下恢复经营后促销活动有所增加。3) **加盟:** 23H1 收入同比+6.3%、占比 35.2%, 截至 23H1 末加盟门店 2374 家、较 22H1 末净开 124 家、同比+6%, 开店带动收入增长。毛利率同比-1.20pct 至 44.4%, 我们预计主因公司在消费偏弱环境下加大对加盟商的让利和支持。4) **美国家具:** 23H1 收入同比-6.6%、占比 21.6%, 收入小幅下滑主因基数较高以及交付期波动造成的季度性短期变化。毛利率同比上升 4.69pct 至 36.9%, 主因海运费下降、产品提价、人民币贬值。
- **毛利率提升、费用率略增, 存货小幅增加。** 1) **毛利率:** 23H1 同比+2.17pct 至 45.49%, 主因高毛利直营渠道销售占比提升、低毛利美国家具业务占比下降。分季度看, 23Q1/Q2 毛利率分别同比+2.17/+1.95pct 至 44.01%/47%。2) **期间费用率:** 23H1 同比+0.43pct 至 30.59%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.86/-0.74/+0.17/+0.14pct 至 22.46%/5.86%/2.58%/-0.31%, 销售费用率提升主因直营开店相关费用增多、管理费用率下降主因中后台管理效率提升。分季度看 23Q1/Q2 期间费用率分别同比-0.23/+0.67pct, Q2 销售费用率有所提升。3) **归母净利率:** 结合毛利率、费用率变化以及资产减值损失缩窄 (23H1/22H1 分别-4533/-5885 万元), 23H1 归母净利率同比+2.23pct 至 11.58%。分季度看 23Q1/Q2 分别同比+1.90/+3.04pct 至 14.29%/8.83%, 盈利水平显著恢复, Q2 归母净利率提升较多主因单 Q2 资产减值损失缩窄 2202 万元。4) **存货:** 截至 23H1 存货 15.69 亿元/yoy+4.68%, 存货周转天数 215 天、较 22H1 增加 28 天, 其中家纺存货在终端加大促销支持下有所下降、家具受发货节奏影响有部分积压。5) **现金流:** 23H1 经营活动现金流净额 3.01 亿元/yoy+1040%, 主因收到销售货款增加; 截至 23H1 货币资金 14.75 亿元, 资金充沛。
- **调整股权激励业绩考核目标, 有利于激励员工积极性。** 2021 年公司推出限制性股票激励计划, 业绩考核指标为: 以 2020 年净利或收入为基数, 21/22/23 年净利或收入增长率分别不低于 10%/21%/33%, 其中 21 年达成考核指标、22 年因疫情影响未达成。考虑到环境发生较大变化, 公司将 23 年考核指标进行调整: ①以 20 年净利为基数, 23 年净利增速在低于 10%、10%~13%、13%~17%、17%及以上四个区间内分别可以解锁 0、50%、70%、100%解锁期股票 (对应 23 年净利同比增速分别为低于 13.7%、13.7%~16.8%、16.8%~21%、21%及以上); 或②以 20 年收入为基数, 23 年收入增速在低于 10%、10%~13%、13%~17%、17%及以上四个区间内分别可以解锁 0、50%、70%、100%解锁期股票 (对应 23 年收入同比增速分别为低于 1.7%、1.7%~4.4%、4.4%~8.1%、8.1%及以上), 我们认为该调整有利于更好激励管理层积极性, 23 年业绩考核有望达成。
- **盈利预测与投资评级:** 公司为国内家纺龙头, 23H1 在国内消费弱复苏环境下继续推动开店战略, 收入小幅增长、毛利率提升带动下净利增幅较大, 其中 23Q2 业绩加速恢复、收入净利均已超 21 年同期。公司调整限制性股票激励计划后有利于更好激发员工积极性, 终端零售方面 7 月相对表现较弱, 8 月好于 7 月、较 21 年同期小幅提升, 我们维持 23-25 年归母净利润 7.20/8.17/9.17 亿元的预测、对应 PE 12/11/10X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 经济及消费疲软、门店扩张不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.50
一年最低/最高价	9.19/13.52
市净率(倍)	2.21
流通 A 股市值(百万元)	8,678.54
总市值(百万元)	8,810.70

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.76
资产负债率(% ,LF)	37.86
总股本(百万股)	839.11
流通 A 股(百万股)	826.53

相关研究

《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》

2023-04-20

《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

表1: 23H1 公司收入、毛利率、门店按渠道划分情况

	23H1 收入 (百万元)	收入 YOY	占总营收 比重	门店数 (家)	门店同比 净变动 (家)	门店环比 净变动 (家)	毛利率	毛利率 YOY (+/-)
营收	2,456	3.1%	100.0%	2692	174	30	45.49%	2.17pct
分渠道								
线上	671	7.1%	27.3%	/	/		50.5%	1.16pct
直营	186	37.2%	7.6%	318	50	11	66.2%	-0.62pct
加盟	865	6.3%	35.2%	2374	124	19	44.4%	-1.20pct
其它	204	-14.5%	8.3%	/	/		37.1%	4.30pct
美国	530	-6.6%	21.6%	/	/		36.9%	4.69pct

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	5.83	6.80	7.89
投资活动现金流	(240)	(882)	(896)	(913)	最新发行在外股份(百万股)	839	839	839	839
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)	15.36	12.23	10.78	9.61
营运资本变动	(470)	141	(121)	(103)	P/B(现价)	2.12	1.80	1.54	1.33

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

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

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>