

罗莱生活（002293）

罗莱生活：家纺主业景气持续，家居生活一站式品牌商扬帆起航

2018 年 02 月 08 日

买入（首次）

投资要点

■ **立足华东、辐射全国的家纺龙头，持续向家居生活一站式品牌零售商转型。**罗莱生活前身为 1994 年创建的罗莱卧室用品有限公司，立足于家纺之乡江苏南通，2009 年登陆 A 股市场，旗下品牌包括罗莱（主品牌，中高端家纺集聚具品牌）、罗莱儿童（中高端儿童家居用品）、LOVO 乐优家（定位大众消费、集中线上业务）、廊湾（高端家纺品牌），并于 2017 年 1 月通过旗下基金收购美国中高端家居品牌 Lexington，持续推进公司向家居生活一站式品牌零售商转型。公司目前已发展成为拥有 2700 家终端门店的全国性家纺龙头，2016 年收入/净利润规模达到 31.52/3.39 亿元。

■ **家纺主业：立足华东辐射全国的家纺龙头，受益零售环境向好+龙头市占率提升+公司自身提效到位，2017 年进入新增长区间。**（1）**线下业务方面**，其 2013 年启动线下渠道调整：①2013 年以来大量关闭亏损门店、完成经销商队伍优化，2017 年在渠道调整到位的基础上公司渠道扩张重启，截至年末完成新开门店 200 家左右，门店总数恢复至 2700 家水平。②加强门店精细化管理。③渠道升级，家纺基础上增加家居 SKU 提升连带率。在以上调整措施下，公司 2017 年 1-9 月可比同店增长 5%，加之年内新开 200+门店，我们预计 2017 年线下渠道增长在双位数水平；2018 年 1 月发货增长 30%，直营同店（可比店铺）增长整体有个位数，体现景气持续。（2）**线上业务方面**，龙头受益平台扶持+品牌自带流量优势+优质供应链配合，市占率同样实现有效提升，我们预计 17 全年线上销售收入能够达到 10 亿元规模，同比 16 年增长 40%，考虑公司作为龙头引流及供应链优势仍在，我们预计未来公司线上业务将继续以不低于行业平均增速的水平发展，18/19 年维持 30%的增速水平。（3）**定增项目从零售端（全渠道家居生活 O2O 运营体系建设）及供应链端（供应链优化建设项目）聚焦业务全面提效，为未来增长赋能。**公司定增项目于 2018/2/6 公告完成发行，实际募集 4.65 亿元，其中薛氏兄弟持股的伟发投资认购比例达到 78.5%，充分体现公司对主业发展提效的决心和信心。（4）**除自身业务外，公司收购内野中国 60%股权、受托管理恐龙纺织，供应链、渠道资源及管理经验有效输出。**

■ **家居业务：收购 Lexington17 年并表，正式向家居生活一站式品牌零售商转变。**Lexington 主要销售区域在美国，目前在国内拥有 24 家门店，收购后公司计划通过全品类家居生活馆形式进行门店拓展，18 年预计将国内门店数量提升 50%，2017Q1-Q3 并表后为公司贡献 5.70 亿收入，考虑 17 年由于溢价收购将带来较高摊销水平，我们预计其业绩贡献在百万元级别，18 年将回到正常水平，我们预计能够贡献 2000-3000 万元净利润。

■ **投资建议及盈利预测：**我们认为公司作为家纺龙头，经历渠道调整到位后扩店空间尚大，相对高的线上增长与稳健的线下渠道扩张+同店增长下家纺业务将维持稳定增速，同时 Lexington 也将在 2018 年体现出业绩贡献，我们预计 2017/2018/2019 年净利润分别达到 4.1/5.4/6.5 亿元，同比增长 30%/31%/21%，对应当前市值估值水平为 23/18/15X。

■ **风险提示：**1、家纺业务竞争加剧。2、家居业务未能有效拓展。3、原材料价格意外波动。

证券分析师 马莉

执业证书编号：S0600517050002
021-60199793

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证书编号：S0600517070001
chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证书编号：S0600517050003
linjch@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价（元）	12.95
一年最低/最高价	9.82/15.82
市净率（倍）	2.88
流通 A 股市值（百万元）	9,056

基础数据

每股净资产（元）	4.49
资产负债率（%）	33.60
总股本（百万股）	744
流通 A 股（百万股）	699

相关研究

目录

1. 公司简介：华东家纺品牌领导者，品牌实力享誉全国	3
2. 家纺主业：立足华东辐射全国的家纺龙头，受益零售环境向好+龙头市占率提升+公司自身提效到位，2017 年进入新增长区间	4
2.1. 线下渠道：立足华东辐射全国的家纺龙头，17 年受益渠道调整到位，展店同时同店增长表现优秀	4
2.2. 线上渠道：龙头集中度提升逻辑同样存在，线上业务 2017 年维持高增速	6
3. 家居业务：收购 Lexington17 年并表，正式向家居生活一站式品牌零售商转变	8
4. 财务分析与行业比较：控费改善+周转提升，17 年 ROE 居三龙头最高	9
5. 投资建议及盈利预测	11
6. 风险提示	12

图表目录

图表 1：罗莱生活收入和净利润表现	3
图表 2：罗莱生活定增后主要股东情况	3
图表 3：罗莱生活 2018/2/6 公告定增认购情况	4
图表 4：罗莱生活近期高管增持情况	4
图表 5：家纺行业整体增速	4
图表 6：富安娜、罗莱生活、梦洁股份三家公司组成的行业龙头经营情况	5
图表 7：三龙头 2017 年盈利能力改善	5
图表 8：2017 年三龙头存货周转改善	5
图表 9：公司 2016 年收入在地区间分布情况	6
图表 10：公司线下渠道数量变化（家）	6
图表 11：双十一天猫家纺类目排行	7
图表 12：公司定增募投项目	8
图表 13：三家龙头公司收入（亿元）及增速	9
图表 14：三家龙头公司毛利率（%）	9
图表 15：三家龙头公司期间费用率（%）及其细项	10
图表 16：三家龙头公司存货周转天数	10
图表 17：三家龙头公司应收账款周转天数	10
图表 18：三家龙头公司 ROE（%）	11
图表 19：公司收入及毛利增长拆分（单位：百万元）	11
图表 20：家纺行业龙头业绩及估值情况	12

1. 公司简介: 华东家纺品牌领导者, 品牌实力享誉全国

立足华东、辐射全国的家纺龙头，持续向家居生活一站式品牌零售商转型。罗莱生活前身为1994年创建的罗莱卧室用品有限公司，立足于家纺之乡江苏南通，2009年登陆A股市场，旗下品牌包括罗莱（主品牌，中高端家纺集聚具品牌）、罗莱儿童（中高端儿童家居用品）、LOVO 乐优家（定位大众消费、集中线上业务）、廊湾（高端家纺品牌），并于2017年1月收购美国中高端家居品牌 Lexington，持续推进公司向家居生活一站式品牌零售商转型。公司目前已发展成为拥有 2700 家终端门店的全国性家纺龙头，2016 年收入/净利润规模达到 31.52/3.39 亿元。

图表 1: 罗莱生活收入和净利润表现

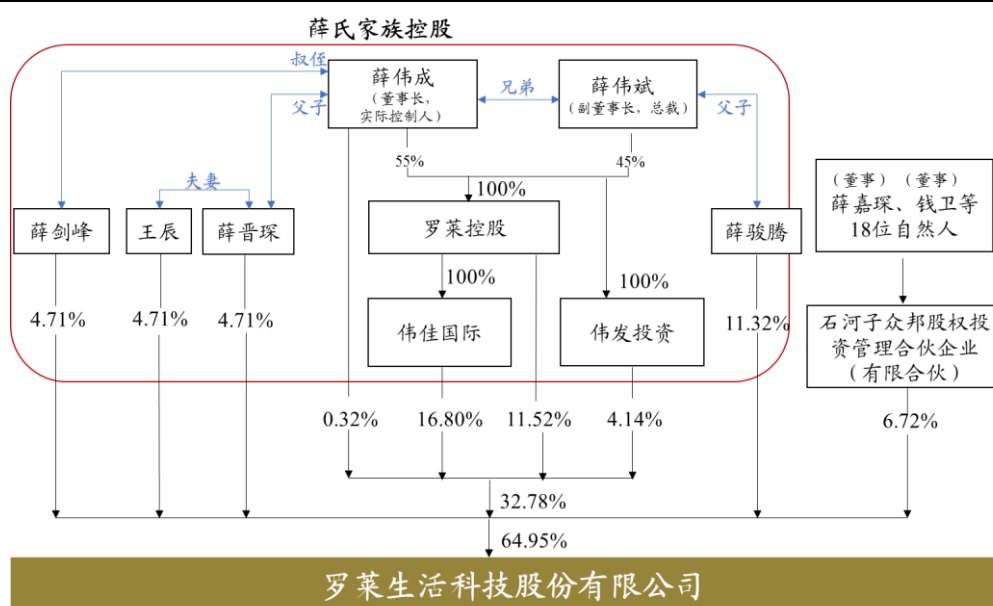
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017Q1-Q3
营业收入（百万元）	2,382.43	2,724.95	2,524.21	2,761.40	2,915.63	3,152.22	3,182.67
YOY	30.99%	14.38%	-7.37%	9.40%	5.59%	8.11%	47.67%
净利润（百万元）	374.01	382.09	332.15	398.17	423.09	338.81	331.92
YOY	53.92%	2.16%	-13.07%	19.88%	6.26%	-19.92%	22.88%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

薛氏兄弟把控公司管理，本次定增完成后持股比例进一步增加，体现对公司发展前景看好。公司实际控制人为薛伟成先生，与其弟薛伟斌先生分别担任公司董事长及总裁职务，其中薛伟成先生 1976 年任江苏通州市川港工艺绣品厂供销科科长、1992 年任南通华源绣品有限公司总经理，对于家纺行业品牌运营、供应链管理、零售体系搭建皆积累丰富经验，1994 年与其弟创建罗莱后品牌持续发展壮大至今，把握公司发展战略方向。

公司 2018/2/6 发布公告，以 11.84 元/股价格完成向伟发投资、弘泰九鼎、九泰基金定向发行 3927 万股，募集资金 4.65 亿元用于全渠道家居生活 O2O 运营体系建设及供应链体系优化，其中伟发投资由薛伟成/薛伟斌分别持股 55%/45%，定增后两兄弟对公司持股增加至 32.78%，薛氏家族共持股达到 64.95%，持股比例进一步增加彰显最高管理层对公司发展信心。

图表 2: 罗莱生活定增后主要股东情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 3: 罗莱生活 2018/2/6 公告定增认购情况

定增发行对象	认购金额 (亿元)	认购数量 (万股)	占总股本比例
伟发投资	3.65	3082.77	4.14%
弘泰九鼎	0.70	591.22	0.79%
九泰基金	0.30	253.38	0.34%
合计	4.65	3927.36	5.28%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

中高层管理人员股权激励到位, 副总裁连续增持展现对公司发展信心。公司 2017 年股权激励计划于 2017/4/1 公布预案, 首次授予于 6/6 完成, 以 6.46 元/股价格授予包括 5 位副总裁及 43 名中层管理、核心技术人员共 309 万股, 激励行权条件为 17/18/19 年营业收入相对 16 年增长不低于 10%/21%/33%。此外, 公司副总裁、设计总监肖媛丽女士在 2017 年 5 月及 6 月共投入 312.11 万元增持股份 28.59 万股, 展现对公司发展充分信心。

图表 4: 罗莱生活近期高管增持情况

姓名	职务	增持时间	购入数量 (万股)	成交均价 (元/股)	增持成本 (万元)	增持比例
肖媛丽	副总裁	2017/5/26	18.49	10.91	201.79	0.026%
肖媛丽	副总裁	2017/6/1	10.10	10.92	110.32	0.014%
合计			28.59	10.92	312.11	0.041%

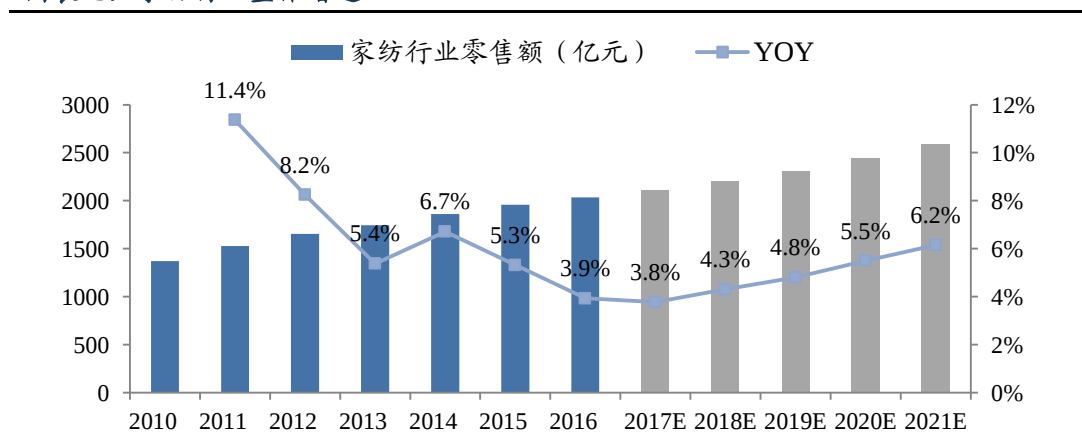
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 家纺主业: 立足华东辐射全国的家纺龙头, 受益零售环境向好+龙头市占率提升+公司自身提效到位, 2017 年进入新增长区间

2.1. 线下渠道: 立足华东辐射全国的家纺龙头, 17 年受益渠道调整到位, 展店同时同店增长表现优秀

家纺行业特点: 行业整体增速基本稳定在个位数, 但是行业集中度不断提升。家纺行业在 11、12 年增速较高主要受益于房地产牛市周期 (主要品牌商销售中 20% 属于乔迁类需求)、以及家纺品牌化等因素, 行业迅速扩张后, 13 年以来处于渠道调整期, 整体增速稳定在个位数水平。

图表 5: 家纺行业整体增速

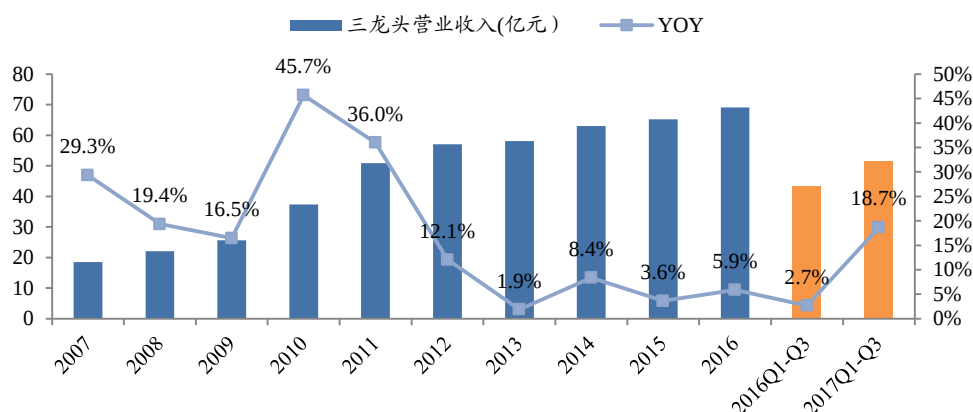


资料来源: Euromonitor, 东吴证券研究所绘制

虽然行业整体增速相对较为平淡，但是龙头表现出了较市场平均更高的增速水平。从数据上看，17 年 Q1-Q3 三家龙头公司的收入总和增长迅速（扣除并表因素同比增长 18.67%），超过行业平均水平，提示市场份额向龙头集中，领跑企业的盈利及周转都有明显改善。

其中，龙头线下增长领跑行业主要与受益消费升级、小品牌退出带动集中度提升有关：首先，上市公司的传统线下渠道基本集中在中高端品类（罗莱生活 16 年每套产品报表收入 462 元），相对较高的价格以及相对较高的产品质量使得传统品牌受益消费升级更为明显。其次，在线下传统渠道小品牌正在由于百货渠道客流下降、购物中心门槛过高导致渠道费用的提升以及原材料成本上升等因素影响逐渐退出，这让原本具有规模优势的传统品牌逐渐在线下渠道逐渐提升品牌集中度。

图表 6：富安娜、罗莱生活、梦洁股份三家公司组成的行业龙头经营情况

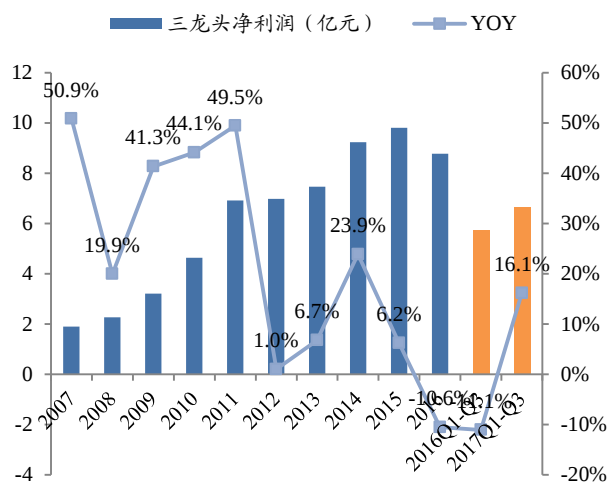


数据来源：Wind、东吴证券研究所计算

※此处收入中，罗莱生活已剔除 Lexington 并表、梦洁已剔除大方睡眠并表因素

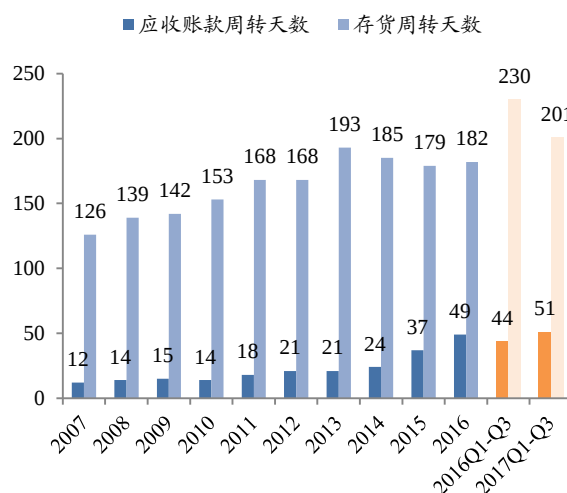
※由于数据可得年份较少，此处未将水星家纺纳入计算

图表 7：三龙头 2017 年盈利能力改善



资料来源：Wind、东吴证券研究所计算

图表 8：2017 年三龙头存货周转改善

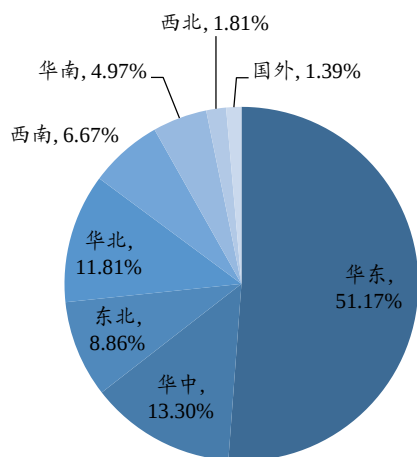


资料来源：Wind、东吴证券研究所计算

具体到罗莱家纺线下：立足华东，2013 年启动线下渠道调整，2017 年重启净增门店，进入新增增长区间。罗莱家纺线下业务主要包括罗莱、罗莱儿童、廊湾、乐优家极少量 LOVO 品牌门店（LOVO 品牌主要集中线上业务），作为中高端家纺代表品牌渠道主要分布于一二线城市、传统强势区域为临近总部上海及主要生产基地南通的华东区域（2016 年销售占比达到 51%）

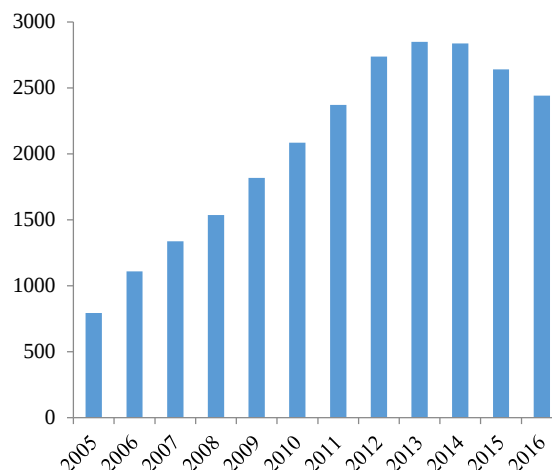
2017 年 Q1-Q3 公司家纺业务收入同比增长 21%至 26.13 亿元（已剔除 Lexington 并表因素），主要与 2017 零售整体向好，叠加前述龙头集中度提升逻辑及 2013 年以来的渠道调整卓有成效有关，其中关于线下渠道调整方面：

图表 9：公司 2016 年收入在地区间分布情况



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

图表 10：公司线下渠道数量变化（家）



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

1) 2013 年以来大量关闭亏损门店、完成经销商队伍优化：家纺行业龙头陆续于 12、13 年陷入收入增长下滑境地，主要与前期相对粗放的加盟门店扩张下导致门店间分流严重有关，2013 年以来经历零售大环境持续低迷，公司积极进行门店及经销商队伍优化，淘汰面积过小、选址不佳门店并停止与经营质量较差的经销商的合作，门店数量从巅峰值 2013 年的 2849 家降低至 2016 年的 2442 家，完成门店的整体优化以及库存出清，2017 年在渠道调整到位的基础上公司渠道扩张重启，截至年末完成新开门店 200 家左右，门店总数恢复至 2700 家水平（其中罗莱品牌在 1600-1700 家，扩张空间仍在）。

2) 加强门店精细化管理：公司门店中 80%为加盟商门店，粗放管理时代并不掌握加盟商零售及库存数据，但经历本轮渠道调整后，公司致力在直营及部分优秀加盟门店铺设信息管理系统以及时掌握销售及库存信息并做出产品开发、生产、调货计划调整，从终端 MD、VMD、营销推广、服务等方面进行革新，并通过全渠道（O2O）分销系统建设实现库存共享、会员共享和权益共享；同时重视通过对门店店长的全面激励，最大化门店的盈利能力。

3) 渠道升级，家纺基础上增加家居 SKU 提升连带率：公司 15 年已经提出“大家纺小家居”战略，近年更加重视在商品开发中以风格为导向进行系列化开发，整合家纺和家居产品，并开设样板集合店推广公司家居产品，有效带动人流、提升连带率及平效。2016 年，符合“大家纺小家居”标准的门店已达到 16.6%。

在以上调整措施下，公司 2017 年 1-9 月可比同店增长 5%，加之年内新开 200+门店，我们预计 2017 年线下渠道增长在双位数水平；根据公司 18/2/7 投资者关系活动记录表，2018 年 1 月发货增长 30%，直营同店（可比店铺）整体有个位数增长，体现景气持续。

2.2. 线上渠道：龙头集中度提升逻辑同样存在，线上业务 2017 年维持高增速

在线上渠道，龙头受益平台扶持+品牌自带流量优势+优质供应链配合，市占率同样实现有效提升。线下家纺龙头本身：1) 线下广泛渠道铺设下消费者认知度高，开设线上渠道时自

带流量；2）线下成熟的供应链体系沉淀下，线上供货相较其他小品牌有更加稳定的货期和品质，以上优势下，加之近年阿里等电商平台越发倾向于将流量导流至线下龙头品牌，行业线上集中度提升明显。从历年“双十一”销售可以看到，排名靠前的品牌均是原有的传统品牌；且线下龙头都展现出了相较于行业平均更高的线上收入增速，如2017H1富安娜线上增速47%，罗莱17H1线上增速近60%。

图表 11：双十一天猫家纺类目排行

	2013	2014	2015	2016	2017
1	富安娜	lovo	罗莱家纺	水星家纺	水星家纺
2	lovo	水星家纺	水星家纺	富安娜	罗莱家纺
3	水星家纺	富安娜	富安娜	lovo	富安娜
4	罗莱家纺	博洋家纺	梦洁	罗莱家纺	南极人
5	博洋家纺	梦洁	博洋家纺	南极人	lovo
6	梦洁	多喜爱	多喜爱	恒源祥	梦洁
7	多喜爱	恒源祥	nittava 海外	博洋家纺	恒源祥
8	钱皇	罗莱家纺	雅兰家纺	梦洁	博洋
9	恒源祥	北极绒	钱皇	多喜爱	多喜爱
10	花花公子	钱皇	金喜路家纺	北极绒	北极绒

数据来源：亿邦动力网，东吴证券研究所

※标红为上市公司旗下品牌，其中 13、14、16、17 为品牌排行榜（罗莱及 lovo 分开统计），15 年品牌排行数据缺失，此处以店铺交易指数排行榜呈现。

具体到罗莱生活，公司家纺电商业务主要通过 LOVO 品牌展开，2017 年表现出的高增速主要来自：

1) 重视线上消费者洞察，通过差异化产品设计提升吸引力：对于家纺行业来说，传统线下渠道中婚庆、乔迁等目的性消费占比较高，但线上消费主要来自日常更替需求，根据公司 17/10/26 投资者关系活动记录表披露，主品牌罗莱的销售中 30% 为婚庆需求，但 LOVO 品牌（主要为线上销售）婚庆占比小于 3%。在此背景下，线上消费者购买行为的随机性更强，公司在设计开发上重视实用性与时尚性，尤其重视 IP 合作对销售的促进作用，陆续与迪士尼、兔斯基、小黄鸭、哆啦 A 梦等经典卡通形象跨界合作，此外还跟热门电影大片星球大战、漫威英雄系列、大鱼海棠等进行形象授权合作，有效实现了产品差异化，多个 IP 合作产品成为爆款。

2) 拓展渠道布局，第三方平台加大资源支持下 2017 年增长迅猛：公司线上业务已经实现天猫、京东、唯品会等主流电商全覆盖，并不断发力加强官网建设，以及探索电视购物、微商等新渠道。受益京东及唯品会在 2017 年对床品品类资源投入重视度显著提升，来自该等第三方平台的收入增长迅速。

3) 重视营销创新：LOVO 品牌于 2016 年聘请杨洋为代言人，深入挖掘其粉丝圈层，利用新媒体加强粉丝互动，如邀请其与 2016 年双十一前夕为 LOVO 品牌天猫直播间站台发声，打破天猫品牌直播点赞记录；植入热门电视剧《三生三世十里桃花》、《漂洋过海来爱你》，打造热售单品；组织了微笑之星、与杨洋益路同行等公益活动不断提升品牌影响力。

综合以上因素，公司 2017H1 线上销售增长超过 60%，17 双十一再创佳绩，斩获全网家纺行业销售第一，天猫单店销售第一，销售额突破 2.56 亿元，我们预计 17 全年线上销售收入能够达到 10 亿元规模，同比增长 40%，考虑公司作为龙头引流及供应链优势仍在，我们

预计未来公司线上业务将继续以不低于行业平均增速的水平发展，18/19 年维持 30% 的增速水平。

定增项目从零售端及供应链端聚焦业务全面提效，为未来增长赋能。公司定增项目于 2018/2/6 公告完成发行，拟募集 7.3 亿元，实际募集 4.65 亿元（不足部分以公司自有资金补充），其中薛氏兄弟持股的伟发投资认购比例达到 78.5%（参见图表 2），充分体现公司对主业发展提效的决心和信心。其中募投项目包含：（1）**全渠道家居生活 O2O 运营体系建设**：通过持续推进家居生活馆建设，提高消费者的进店率、店铺停留时间和下单率，并提高消费者在家纺与家居产品之间的连带购买率、复购率和客单价，并整合现有公司零售官网及天猫、京东等其他线上渠道，与线下实体门店打通，实现线上线下相互引流。（2）**供应链优化建设项目**：计划在公司南通现有地块建设自动化立体库，在华北地区、华南地区和西南地区新设区域分仓，并对供应链管理系统进行优化升级，以增强公司供应链体系的运营管理水平，提高对零售终端的管理服务能力，为公司向家居生活一站式品牌零售商转型和全渠道家居生活 O2O 运营体系建设提供支持，进一步建立以零售为导向、快速应变的供应链管理体系、提升消费者购物体验。

图表 12：公司定增募投项目

序号	项目名称	投资总额（亿元）	拟投入募集资金（亿元）
1	全渠道家居生活 O2O 运营体系建设项目	10.20	4.80
2	供应链体系优化建设项目	3.37	2.50
合计		13.57	7.30

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

除自身业务外，公司收购内野中国 60% 股权、受托管理恐龙纺织，供应链、渠道资源及管理经验有效输出。2015 年下半年公司取得内野中国销售公司 60% 股权，通过整合双方的销售渠道资源等一系列投后管理措施，内野中国销售公司业绩显著增长，2016 年销售收入较去年同期增长 40.99%，税后净利润增长 200.71%。另，公司子公司南通罗莱商务咨询于 2017 年 1 月与恐龙纺织唯一股东香港恒惟以及后者股东蔡卡达、蔡卡璐签订托管协议，根据托管期间每一年度恐龙纺织净利润表现是否达到承诺数额（未披露具体承诺情况），南通罗莱商务咨询有权以合理溢价在 19/20/21 年向蔡卡达、蔡卡璐收购其持有的香港恒惟 33%/34%/33% 的股权，从而间接完成对恐龙纺织的收购。恐龙纺织是诞生于 1995 年的老牌家纺企业，一直作为 Esprit、Paradies、Calvin Klein Home、Lacoste、Feiler、Charles Miller 等全球知名品牌以及 Trussardi 等奢侈品牌家纺、家居产品的代理商活跃，本次托管协议后罗莱管理团队入驻恐龙纺织为其梳理供应链及渠道资源，助力其整体提效，经历 17Q1-Q3 磨合恐龙纺织亏损幅度已实现收窄，18 年或将实现扭亏。收购内野中国股权、受托管理恐龙纺织符合公司通并购手段输出先进团队、模式、经验和资源，并持续提升市占率的发展目标。

3. 家居业务：收购 Lexington17 年并表，正式向家居生活一站式品牌零售商转变

家纺业务之外，公司 2015 年已经提出大家纺小家居战略，截至 2016 年公司全品类家居生活馆已经达到 116 家，2018 年将继续围绕传统家纺及“大家纺小家居”店态拓展渠道，同时计划通过产业投资+产业经营不断整合全球家居生活产业链优质资源，进一步提升公司一站式服务能力。

收购高档家居品牌 Lexington 2017 年并表，未来将在中国持续铺开业务。17 年 1 月 7 日，公司旗下大信家居产业基金（公司与上海绎行成立的合伙企业，其中公司全资子公司南通罗莱咨询出资 5 亿元，上海绎行出资 10 万元）以不超过 8145 万美元（约合 5.5 亿人民币）反向吸收合并方式取得 Lexington 100% 股权，迈出整合全球家居生活产业链资源重要一步。

Lexington 主要从事高档家具等家居用品设计、采购、制造和销售，旗下拥有 LEXINGTON、Tommy Bahama Home、Tommy Bahama Outdoor Living、Sligh 等品牌，产品涉及卧室、餐厅、客厅、书房、视听室、户外区域等多种生活场景的家居产品，主要销售区域在美国，目前在国内拥有 24 家门店，收购后公司计划进一步扩大 Lexington 加盟商数量，并通过全品类家居生活馆形式进行门店拓展，18 年预计将国内门店数量提升 50%，2017Q1-Q3 并表后为公司贡献 5.70 亿收入，考虑 17 年由于溢价收购将带来较高摊销水平，我们预计其业绩贡献在百万元级别，18 年将回到正常水平，我们预计能够贡献 2000-3000 万元净利润。

4. 财务分析与行业比较：控费改善+周转提升，17 年 ROE 居三龙头最高

收入端：渠道调整逐步到位，17 年收入增长提速：与其他纺织服装类企业相同，家纺企业经历从粗放增长到精细管控的过程。2008-2011 年，行业跑马圈地、各品牌门店数量迅速增长，乐观的消费环境下经销商提货信心充裕，带动公司收入的迅速提升；2011 年后，零售环境陷入低迷，各个公司先后陷入门店销售乏力及库存堆积困境，开始渠道的大力调整，直至 17 年，渠道调整成效显著，同店恢复增长、展店计划重启，收入增速重回两位数。其中罗莱收入增长情况最为显著，剔除 Lexington 并表因素，2017Q1-Q3 同店单位数增长叠加门店拓展（全年新开门店在 200 以上），以及线上的高速发展为其带来了超过 20% 的收入增长。

图表 13：三家龙头公司收入（亿元）及增速

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	17Q1-3 (未剔除并表)	17Q1-Q3 (剔除并表)
罗莱生活	23.82	27.25	25.24	27.61	29.16	31.52	31.83	26.13
罗莱 YOY	30.99%	14.38%	-7.37%	9.40%	5.59%	8.11%	47.67%	21.22%
富安娜	14.53	17.77	18.64	19.70	20.93	23.12	15.39	15.39
富安娜 YOY	36.18%	22.26%	4.89%	5.68%	6.24%	10.46%	14.16%	14.16%
梦洁股份	12.52	12.00	14.23	15.66	15.17	14.47	11.89	9.99
梦洁 YOY	46.40%	-4.14%	18.55%	10.08%	-3.10%	-4.67%	42.08%	19.38%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

毛利率：线上占比提升+Lexington 并表下 2017Q1-3 毛利率略有下降。收入端增长之外，细看财务指标分析增长质量：首先，在 2011 年以来一个大的趋势是罗莱毛利率在直营收入占比持续提升、产品结构持续丰富（高毛利产品收入占比提升）的基础上持续提升，2017 年受电商收入占比提升、叠加 Lexington 业务并表（毛利率在 30%+，低于公司传统家纺业务，且 17 年由于溢价并购带来的资产摊销毛利率较往年水平较低），带来 2017 年毛利率水平下降。

图表 14：三家龙头公司毛利率（%）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	16Q1-3	17Q1-3
罗莱生活	42.18	42.22	43.98	44.86	48.96	48.46	48.70	44.26
富安娜	47.04	48.45	51.38	51.32	51.05	50.24	50.76	49.54

梦洁股份	44.43	43.42	44.19	45.63	47.79	49.41	48.94	47.01
------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

数据来源：Wind，东吴证券研究所

净利率：控费卓有成效、与富安娜净利率差距缩窄。2016 年富安娜/罗莱生活/梦洁股份毛利率分别达到 50%/48%/49%，差距已明显缩小，但三者 2016 年净利率则分别为 19%/11%/7%，其中差距主要来自控费——富安娜/罗莱/梦洁期间费用率在 2016 年分别达到 27%/34%/40%，其中罗莱主要由于管理费用率上升明显，形成与富安娜在控费上的差距。公司近年亦通过严控预算实现内部提效，2017 年与富安娜差距已明显缩小、净利率差距逐步缩窄。

图表 15：三家龙头公司期间费用率（%）及其细项

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	16Q1-3	17Q1-3
期间费用率								
罗莱生活	23.59	25.75	28.03	28.26	32.18	34.44	33.30	30.53
富安娜	27.68	27.51	28.65	26.11	27.18	26.58	28.99	30.81
梦洁股份	32.16	36.92	34.65	33.07	33.1	40.03	40.35	36.96
销售费用率								
罗莱生活	18.53	20.8	21.99	21.83	24.08	24.94	24.06	20.19
富安娜	23.4	23.29	23.57	22.47	23.47	23.22	24.88	25.56
梦洁股份	28.51	31.88	28.05	26.71	27.78	34.56	33.52	30.58
管理费用率								
罗莱生活	6.12	5.71	6.85	7.22	8.59	9.74	9.32	9.59
富安娜	4.62	4.64	5.51	4.05	4.54	3.49	4.41	5.33
梦洁股份	3.76	4.65	6.34	6.44	5.35	5.12	6.55	4.93
财务费用率								
罗莱生活	-1.06	-0.76	-0.81	-0.78	-0.49	-0.23	-0.09	0.75
富安娜	-0.34	-0.42	-0.42	-0.42	-0.82	-0.13	-0.30	-0.08
梦洁股份	-0.12	0.39	0.26	-0.09	-0.03	0.35	0.28	1.46

数据来源：Wind，东吴证券研究所

渠道包袱减轻、周转有效提升，表现为三龙头最佳。从公司营运能力来看：1）反映经销体系库存消化情况的应收账款周转天数方面，罗莱与富安娜的周转效率显著高于梦洁，表现出良好的渠道库存消化。纵向来看，罗莱 17 年前三季度应收账款周转天数较去年明显缩短，也反映出渠道库压力减轻、回款及时的现状。2）存货周转方面，罗莱同样表现较好，周转天数从 16Q1-Q3 的 160 天缩短至 138 天，反映终端销售改善下存货周转效率的整体提升。

图表 16：三家龙头公司存货周转天数

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	16Q1-3	17Q1-3
富安娜	218	188	201	207	187	183	251	254
罗莱生活	127	130	166	156	156	146	160	138
梦洁股份	194	231	233	212	209	260	339	299

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图表 17：三家龙头公司应收账款周转天数

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	16Q1-3	17Q1-3
富安娜	10	12	13	13	23	39	33	46

罗莱生活	19	21	21	19	26	32	37	31
梦洁股份	25	33	31	45	76	100	122	99

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

控费改善+周转提升，罗莱 ROE 明显提升，17 年居三龙头最高。控费水平的有效提升带动了公司净利润率的提升，加之直营、加盟库存渠道健康，罗莱 17Q1-Q3 ROE 水平较去年同期呈现明显提升并居家纺龙头首位。

图表 18: 三家龙头公司 ROE (%)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	16Q1-3	17Q1-3
富安娜	16.72	17.21	17.48	17.40	17.53	16.50	9.91	8.44
罗莱生活	22.66	20.19	15.63	16.41	16.04	11.58	9.68	10.75
梦洁股份	10.27	5.17	8.42	11.63	11.15	6.76	4.09	4.93

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

5. 投资建议及盈利预测

首先进行收入及利润分析:

(1) 线下收入方面: 考虑公司主品牌拓展空间较为充足, 我们预计公司 2017/18/19 年渠道扩张分别在 200/180/180 家, 叠加渠道调整到位、单店面积提升等因素带来的单店收入增长, 预计线下收入在 17/18/19 年分别达到 16%/13%/12% 水平, 同时受益 2018 年产品提价, 毛利率较 17 年水平实现稳中有升。

(2) 线上收入方面: 作为龙头, 受益线上集中度提升, 我们认为公司在未来将表现出不低于行业平均的收入增长水平, 预计 17/18/19 年线上业务收入增速达到 43%/30%/30%, 同时受益 18 年产品提价, 毛利率微升。

(3) Lexington 方面: 预计 2017 年贡献收入 7.5 亿元, 在中国业务的发展下我们预计 18/19 年收入端将实现 10% 的增长, 但由于溢价收购原因 2017 年存在资产摊销, 拉低 17 年毛利率水平, 预计 2018 年将恢复公司往年毛利率水平, 我们估计在 35% 左右。

综合来看, 我们预计 17/18/19 年公司收入增长分别在 45%/16%/16%, 毛利率水平稳中有升。

图表 19: 公司收入及毛利增长拆分 (单位: 百万元)

	2016	2017E	2018E	2019E
线下收入 (百万元)	2452.22	2835.85	3191.43	3566.25
YOY	1.51%	15.64%	12.54%	11.74%
渠道数量	2442	2642	2822	3002
毛利率	43.25%	43.20%	43.34%	43.24%
线上收入 (百万元)	700.00	1000.00	1300.00	1690.00
YOY	40.00%	42.86%	30.00%	30.00%
毛利率	45.00%	45.00%	46.00%	46.00%
Lexington 收入 (百万元)		750.00	825.00	907.50
YOY			10.00%	10.00%
毛利率		30.00%	35.00%	35.00%

营业收入	3152.22	4585.85	5316.43	6163.75
YOY	8.11%	45.48%	15.93%	15.94%
综合毛利率	48.46%	41.44%	42.70%	42.79%

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

受益主业的蓬勃发展以及 Lexington2018 年可并表业绩恢复往年水平，我们预计公司 2017/2018/2019 年净利润分别达到 4.1/5.4/6.5 亿元，同比增长 30%/31%/21%，对应当前市值估值水平为 23/18/15X，公司估值相对业绩增长水平偏低，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 20：家纺行业龙头业绩及估值情况

	2016	2017E	2018E	2019E
罗莱生活				
归母净利润（百万元）	317.30	412.62	538.43	650.62
YOY	-22.6%	30.0%	30.5%	20.8%
PE	30.37	23.36	17.90	14.81
富安娜				
归母净利润（百万元）	439.02	503.73	599.96	683.91
YOY	9.42%	14.74%	19.10%	13.99%
PE	19.94	17.38	14.59	12.80
梦洁股份				
归母净利润（百万元）	97.27	127.90	157.21	193.31
YOY	-36.32%	31.49%	22.92%	22.96%
PE	45.12	34.31	27.92	22.70

数据来源：Wind，罗莱生活、富安娜来自东吴证券研究所预测，梦洁股份来自 Wind 一致预期

6. 风险提示

1、市场竞争加剧、行业增速放缓下，若公司未能顺利完成渠道拓展计划，未来主业收入增长可能受到挑战。

2、家居业务市场竞争激烈，收购 Lexington 等品牌后能否有效在中国扩展加盟网络并与家纺业务发挥协同作用尚待考量。

3、原材料价格意外波动，若公司未能提前预支并预定、锁价，可能带来产品毛利率下滑，影响盈利能力。

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)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,935.6	3,513.9	3,965.9	4,431.8	营业收入	3,152.2	4,585.8	5,316.4	6,163.8
现金	1,158.5	1,532.3	1,699.0	2,034.3	营业成本	1,624.6	2,685.7	3,046.4	3,526.5
应收款项	294.4	327.5	395.7	444.3	销售费用	786.0	992.1	1,140.1	1,295.3
存货	658.8	684.0	766.7	800.6	管理费用	307.0	374.0	427.3	485.5
其他	823.8	970.1	1,104.5	1,152.6	财务费用	(7.3)	(25.8)	(29.8)	(37.1)
非流动资产	1,272.7	1,017.4	1,004.0	993.6	投资净收益	30.5	34.2	39.8	34.8
长期股权投资	44.2	0.0	0.0	0.0	其他	81.4	76.1	90.5	98.3
固定资产	386.8	371.8	333.3	293.3	营业利润	391.0	517.9	681.7	830.2
无形资产	118.2	110.8	103.5	96.1	营业外净收支	28.5	26.0	28.1	27.6
其他	723.5	534.8	567.2	604.2	利润总额	419.5	543.9	709.8	857.7
资产总计	4,208.3	4,531.3	4,970.0	5,425.4	所得税费用	80.7	103.4	134.9	163.0
流动负债	1,221.7	945.0	1,051.1	1,114.1	少数股东损益	21.5	28.0	36.5	44.1
短期借款	400.0	100.0	100.0	100.0	归属母公司净利润	317.3	412.6	538.4	650.6
应付账款	337.5	343.7	399.6	408.3	EBIT	434.7	534.1	702.6	856.5
其他	484.2	501.3	551.5	605.7	EBITDA	508.9	601.7	772.4	927.0
非流动负债	106.3	70.7	52.4	31.4					
长期借款	88.4	60.0	40.0	20.0					
其他	17.9	10.7	12.4	11.4					
负债总计	1,328.0	1,015.7	1,103.5	1,145.4					
少数股东权益	141.2	100.7	113.7	118.5					
归属母公司股东权益	2,739.0	3,515.6	3,866.4	4,279.9					
负债和股东权益总计	4,208.3	4,531.3	4,970.0	5,425.4					
现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	505.3	260.7	410.2	632.7	每股收益(元)	0.45	0.55	0.72	0.87
投资活动现金流	(208.8)	(829.4)	(646.5)	(645.2)	每股净资产(元)	4.10	4.72	5.20	5.75
筹资活动现金流	175.6	942.5	403.0	347.8	发行在外股份(百万股)	701.8	744.2	744.2	744.2
现金净增加额	481.8	373.8	166.7	335.3	ROIC(%)	10.4%	11.8%	14.2%	15.8%
折旧和摊销	74.2	67.7	69.8	70.5	ROE(%)	11.5%	12.9%	14.6%	16.0%
资本开支	63.4	13.8	12.0	11.4	毛利率(%)	48.5%	41.4%	42.7%	42.8%
营运资本变动	74.3	(172.0)	(177.6)	(68.7)	EBIT Margin(%)	13.8%	11.6%	13.2%	13.9%
企业自由现金流	212.0	(90.5)	(95.8)	13.3	销售净利率(%)	10.1%	9.0%	10.1%	10.6%
					资产负债率(%)	31.6%	22.4%	22.2%	21.1%
					收入增长率(%)	8.1%	45.5%	15.9%	15.9%
					净利润增长率(%)	-22.6%	30.0%	30.5%	20.8%
					P/E	30.4	23.4	17.9	14.8
					P/B	3.35	2.74	2.49	2.25
					EV/EBITDA	19.9	16.3	12.7	10.5

数据来源: Wind, 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>