

罗莱生活 (002293)

家纺行业龙头，看好“大家纺小家居”转型战略

行业复苏趋势明显，未来持续向好

2016 年底开始，家纺行业整体复苏趋势明显，截止 2017 年 Q3，家纺行业营业收入同比增长 32.66%，归母净利润同比增长 16.13%。主要系：线上电商发力、龙头企业渠道下沉抢占三四线市场及消费升级带来的业绩增长。同时我们认为家纺行业的可以持续，原因如下：**需求端**：1) 我国家纺消费水平较低，消费升级使行业发展潜力较大；2) 适婚人口增多驱动婚庆类需求的提升；3) 二胎政策促儿童家纺市场的增长。**供给端**来看：1) 传统家纺产品创新，进一步提升利润率；2) 龙头企业拓展产业链，布局至家居家具等方面，未来行业集中度有望提高；3) 线下门店积极拓展并进行渠道下沉，为行业扩张持续铺路。

家纺行业龙头企业，多品牌全渠道覆盖，逐步向“家居生活一站式”转型。

公司产品定位中高端，市占率常年保持行业第一，多品牌多品类的战略布局能够充分发挥协同作用，有助于公司实现“家居生活一站式”的战略转型，提高业绩弹性。从业绩来看，受益于莱克星顿并表，公司 17 年业绩增速较快，2017 年预计全年业绩增长在 15%-35% 之间，净利润在 3.6-4.3 亿元之间；从渠道来看，线下渠道仍是公司主要渠道，营收占比在 75% 左右；线上业务增速 40% 左右，电商已经成为公司新的业绩增长动力。

“产业投资+产业经营”齐头并进，大家纺小家居转型，未来潜力巨大

1) 公司差异化渠道促未来内生动力强劲：线上定位中低端人群，线下定位中高端人群，差异化渠道定位有效覆盖了不同消费水平的客户群体，减少线上线下冲突和对品牌形象的影响。17 年公司线上营收增速为 40% 左右，线下营收增速为 17%，未来，随着终端销售回暖和渠道的下沉扩张，家居馆的逐步转型使连单率提升；同时线上电商 LOVO 品牌引领销售，公司内生增长动力仍然强劲。

2) 投资并购布局家居领域，增厚业绩：公司坚持“产业投资+产业经营”战略，通过外延并购整合产业链，充分挖掘协同效应，逐步向“传统家纺—大家纺小家居—大家居—整体家居”升级转型。对于国内标的，公司主要寻找拥有渠道、供应链优势的企业，如大朴网、优集品；对于国外标的，公司则倾向于并购具备较高的设计能力和良好供应链的企业，如内野纺织和莱克星顿；对于经营情况欠佳的公司，则通过派遣精英团队协助运营，如托管恐龙纺织。

3) 持续推进 IT 工具和全渠道 O2O 系统，提升供应链效率。

上调至“买入”评级，3—6 个月目标价为 15.60 元。

在家纺行业复苏的大背景下，公司逐步向大家纺小家居战略转型；随着渠道的逐步扩张和下沉的逐步推进，连单率和成交率将促终端销售持续提升；另外，考虑到电商持续高增长带来新的业绩增长动力，我们调整 17-19 年营收分别至 43 亿元、48.6 亿元和 56 亿元，增速分别为 36%、13%、15%。预计 17-19 年 EPS 为 0.57/0.65/0.75 元，对应 PE 24.69/21.60/18.71 倍。由于公司各方面稳步推进，转型带来更大业绩弹性，我们给予公司 18 年 24 倍 PE，对应 3—6 个月目标价为 15.60 元，上调至“买入”评级。

风险提示：行业复苏不达预期、并购风险、线下渠道拓展和下沉不达预期。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,915.63	3,152.22	4,288.26	4,860.37	5,601.51
增长率(%)	5.59	8.11	36.04	13.34	15.25
EBITDA(百万元)	507.67	426.28	517.93	592.44	687.06
净利润(百万元)	410.09	317.30	401.37	460.38	531.12
增长率(%)	3.01	(22.63)	26.50	14.70	15.37
EPS(元/股)	0.58	0.45	0.57	0.65	0.75
市盈率(P/E)	24.27	31.37	24.69	21.62	18.74
市净率(P/B)	3.89	3.63	3.37	3.11	2.85
市销率(P/S)	3.41	3.16	2.31	2.05	1.78
EV/EBITDA	23.93	19.62	17.66	14.51	12.92

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6 个月评级	买入（调高评级）
当前价格	13.22 元
目标价格	15.60 元
上次目标价	11.34 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	744.18
流通 A 股股本(百万股)	699.31
A 股总市值(百万元)	9,838.05
流通 A 股市值(百万元)	9,244.91
每股净资产(元)	4.10
资产负债率(%)	33.60
一年内最高/最低(元)	15.82/10.00

作者

郭彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120001
guobin@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《罗莱生活-半年报点评:Lexington 并表增厚业绩，大家居业务转型稳步推进》 2017-08-18
- 2 《罗莱生活-季报点评:业绩尚无起色，静待家居转型收获期》 2016-10-26



内容目录

1. 家纺行业整体回暖趋势明显，未来有望持续向好	5
1.1. 电商高增长及消费升级带动行业复苏	5
1.2. 多因素驱动复苏持续，行业规模将进一步提升	7
1.2.1. 未来需求持续增长，行业空间巨大	7
1.2.2. 企业供给端逐步改善，家纺行业规模有望持续增长	8
1.3. 线上业务成为业绩增长驱动力，线下百货失宠	11
1.4. 行业转型：产业链向家居领域拓展，扩大市场规模	12
2. 罗莱生活：面向中高端消费群体，全力打造家居一体化的家纺龙头企业	13
2.1. 稳步发展多品牌、家居一体化战略，立足行业龙头的家纺企业	13
2.1.1. 定位中高端的家纺行业龙头，市占率常年保持第一位	13
2.1.2. 公司旗下五大自主品牌全力推进家居一体化转型	14
2.2. 财务分析：业绩表现运营能力良好，盈利能力稳定	16
2.2.1. 业绩分析：转型后公司业绩出色，17 年归母净利润强势反弹	16
2.2.2. 盈利能力：毛净利率行业领先，控费能力出色，盈利能力稳定	17
2.2.3. 营运能力：存货周转率处于同行业领先地位，营运能力整体良好	18
3. 大家纺小家居共同发力，投资并购持续增厚业绩	19
3.1. 差异化渠道促公司内生增长动力强劲	19
3.1.1. 线下渠道定位中高端市场，门店调整提升单店收入	19
3.1.2. 线上渠道定位中低端市场，LOVO 品牌引领线上销售，增速较快	20
3.2. 大家纺小家居战略转型，投资并购增厚业绩	21
3.2.1. 国外投资标的：寻觅拥有较高设计能力和良好产品的企业，整合全球产业链	22
3.2.1.1. 收购内野中国，推进公司向大家纺小家居的战略转型	22
3.2.1.2. 收购美国莱克星顿公司，增厚业绩	23
3.2.2. 国内投资标的：寻找拥有良好渠道和供应链优势的企业，实现资源共享	24
3.2.2.1. 托管恐龙纺织，通过多项举措扭转其亏损现状	24
3.2.2.2. 公司与大朴网、优集品进行战略合作，拓展线上渠道资源	25
3.2.2.3. 投资和而泰、迈迪加、太火鸟公司，叠加产品优势，进入智能家具领域	26
3.3. 持续推进 IT 工具和全渠道 O2O 系统，提升供应链效率	27
3.3.1. 充分利用 IT 系统工具，有效支撑业务发展	27
3.3.2. 持续推进全渠道 O2O 分销系统，提升运营效率	28
4. 盈利预测及估值	29
4.1. 盈利预测明细	29
4.2. 相对估值	30
5. 风险提示	31

图表目录

图 1: 家纺行业前期举步维艰 (亿元, %)	5
图 2: 我国家纺行业在经历震荡后开始复苏 (%)	5
图 3: 2016 年行业规模以上企业主营业务收入开始回升 (%)	5
图 4: 近几年线上电商营收持续增长 (单位: 亿元)	6
图 5: 2016 年家纺龙头企业线上销售占比 (%)	6
图 6: 消费升级趋势下全国居民人均消费支出递增	6
图 7: 中国家用纺织品占纺织品的消费比例相比发达国家较低 (%)	7
图 8: 中国家用纺织品人均消费相比发达国家较低 (USD)	7
图 9: 行业需求结构和驱动因素 (%)	8
图 10: 未来国内结婚登记人数有望逐步提升 (万人)	8
图 11: 中国每年新生人口数量及 YOY (万人, %)	8
图 12: 2011-2016 年第二孩次出生人口及 YOY (万人, %)	8
图 13: 国内羽绒被渗透率极低 (%)	9
图 14: 与发达国家相比, 我国家纺行业集中度较低, 主营业务相对单薄	10
图 15: 市场份额逐步向行业龙头汇聚 (%)	10
图 16: 2017 年家纺企业净开店数量增多 (家)	11
图 17: 家纺行业规模稳步提升 (亿元, %)	11
图 18: 2017 年 H1 家纺企业线上营收增速较高 (%)	12
图 19: 2011-2016 国内家纺市场各渠道占比变化情况 (%)	12
图 20: 2010 年以后公司市场份额稳居业内第一 (%)	14
图 21: 2017 年公司产品区域分布情况 (%)	14
图 22: 产品分类占比	14
图 23: 公司营业收入保持稳健增长 (亿元, %)	17
图 24: 公司归母净利润大幅提高 (亿元, %)	17
图 25: 公司毛净利率有所下滑 (%)	17
图 26: 公司费率受莱克星顿并表影响下降 (%)	17
图 27: 毛利率水平与同行业其他公司相比处于中游 (%)	18
图 28: 净利率水平与同行业其他公司相比较较高 (%)	18
图 29: 控费能力处于行业中游水平 (%)	18
图 30: 公司应收账款周转率处于行业中游 (次)	19
图 31: 公司存货周转率水平行业领先 (次)	19
图 32: 2017 年 Q3 公司线下以加盟渠道为主, 店效上直营店较好 (%)	19
图 33: 近年来公司渠道扩展数量处于同行业领先地位 (家)	20
图 34: 杨洋代言 LOVO 电商品牌	20
图 35: 公司线上营收保持高速增长态势 (亿元, %)	21
图 36: 公司线上占比逐年提高 (%)	21
图 37: 公司 LOVO 品牌双十一营收保持逐年增长 (%)	21
图 38: “产业投资+产业经营”	22
图 39: 内野中国上海五角场店	22

图 40: 内野中国台北复兴店	22
图 41: 内野中国在被收购后营收显著增长 (万元, %)	23
图 42: 内野中国净利润在被收购实现高速增长 (万元, %)	23
图 43: 莱克星顿美国店铺	23
图 44: 莱克星顿产品	23
图 45: L Living 上海万象城店	24
图 46: L Living 全品类生活馆	24
图 47: 恐龙纺织门店产品	25
图 48: 公司与大朴网合作	26
图 49: 公司与优集品合作	26
图 50: 公司布局智能家居	27
表 1: 羽绒被的产品单价较高 (元)	9
表 2: 同行业上市家纺企业对比	12
表 3: 罗莱发展大事记	13
表 4: 公司旗下品牌	15
表 5: 2016 年恐龙纺织及其子公司业绩亏损 (万元)	25
表 6: 公司牵手多家公司, 布局智能家具领域	26
表 7: 充分利用 IT 工具, 有效支撑业务发展	28
表 8: 盈利预测 (百万元, %)	29
表 9: 可比上市公司估值	30

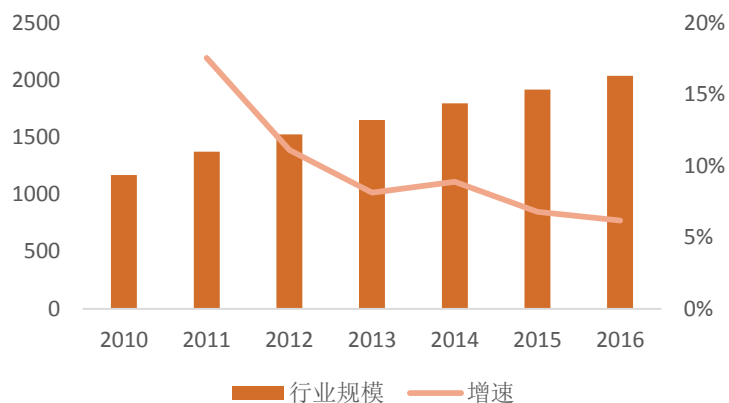
1. 家纺行业整体回暖趋势明显，未来有望持续向好

1.1. 电商高增长及消费升级带动行业复苏

首先，简单回顾一下家纺行业发展历程：

- 1) 2000 年开始我国家纺行业发展步入快车道，年产值以 20% 的速度迅速增长。
- 2) 2008-2012 年，由于地产后周期的利好 家纺产业依然保持较高速增长，市场上涌现出很多小品牌，整体竞争激烈，行业集中度较为分散。
- 3) 2012 年到 2015 年，家纺行业步入低迷调整期。原因从需求端来看，经济增速放缓，出口比重下降导致国内外需求不足。供给端来看，电商冲击、库存压力较大均成为阻碍行业发展的主要原因。行业增速也相应从 2011 年 17.55% 下跌到 2016 年 6.18%。

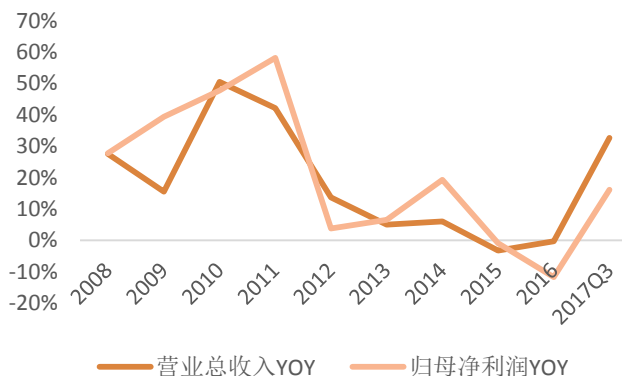
图 1：家纺行业前期举步维艰（亿元，%）



资料来源：Euromonitor，天风证券研究所

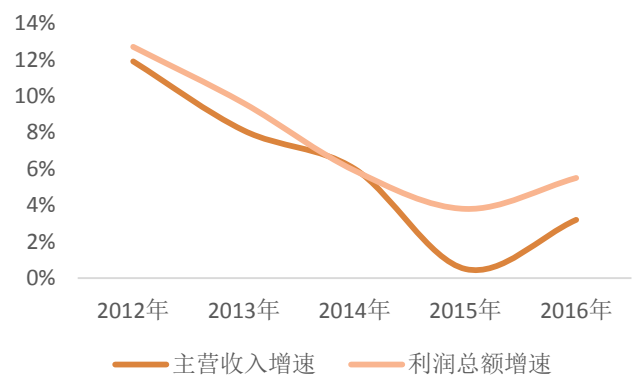
从市场终端来看，行业从 2016 年开始逐渐回暖。2016 年规模以上企业主营业务收入增速从 2015 年 0.5% 提升到 3.2%；净利润增速从 2015 年 3.8% 提升到 5.5%，回升态势初显。2017 年随着行业复苏和终端消费回暖，家纺企业业绩出现好转，2017 年 1-10 月，国家统计局统计的 1918 家规模以上家纺企业实现主营业务收入 2403.9 亿元，同比增长 7.93%。

图 2：我国家纺行业在经历震荡后开始复苏（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：2016 年行业规模以上企业主营业务收入开始回升（%）



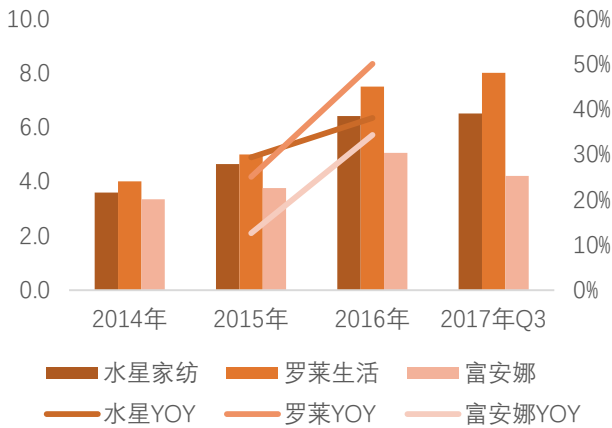
资料来源：中国家纺协会，天风证券研究所

究其原因，此轮的复苏我们认为原因有以下三点：

1) 线上电商持续发力，带来新的业绩增长驱动力

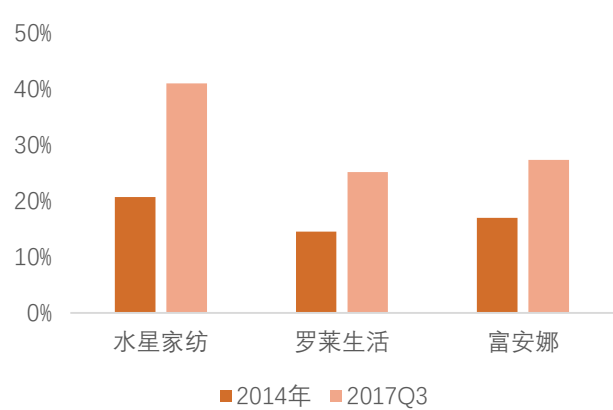
家纺行业龙头企业在过去几年中线上营收逐年递增，拉动公司总体收入增长推动行业复苏。从线上占比来看，2014年--2017年Q3家纺龙头企业的线上占比逐步提高，2017年上半年水星家纺、罗莱生活、富安娜的线上收入占比分别为41%、25%、27%；从线上营收来看，家纺龙头企业线上营收逐年提高，各企业2014—2016年的年均复合增速在30%左右，可见线上渠道已经成为家纺行业一个重要且强劲的增长点。

图4：近几年线上电商营收持续增长（单位：亿元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图5：2016年家纺龙头企业线上销售占比（%）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

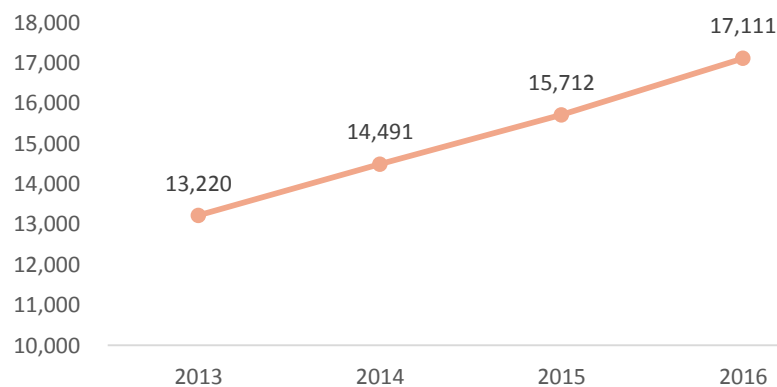
2) 龙头企业开始渠道下沉，抢占三四线城市

除了线上业绩迅速增长，在线下，各大家纺企业开始进行渠道下沉，抢占三四线市场。这使得原本在三四线市场的小品牌市场份额被抢占，或被迫成为龙头企业的经销商；同时，随着三四线城市的消费升级使居民对品牌认知度有所提升，行业集中度区域提升，利好龙头企业。

3) 消费升级带来的需求增长

从消费升级角度来看，消费者购买力正在逐年增强。根据国家统计局数据，全国居民人均消费支出以及同比增长均逐年递增。截止2017年前三季度，全国居民人均可支配收入19342元，比上年同期名义增长9.1%，扣除价格因素，实际增长7.5%。与此同时，消费升级带来消费者对于家纺品牌认知度的提升，对于产品质量、性能等要求也有所提高。

图6：消费升级趋势下全国居民人均消费支出递增



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

1.2. 多因素驱动复苏持续，行业规模将进一步提升

1.2.1. 未来需求持续增长，行业空间巨大

从需求端来看，当前家纺行业消费水平较低，伴随消费升级大趋势，市场仍存在较大增长空间；同时结婚人数日益增多，每年预计能带来百亿市场规模；另外，二胎政策带来的需求增长将持续促进儿童家纺市场的增长，行业发展仍具潜力。

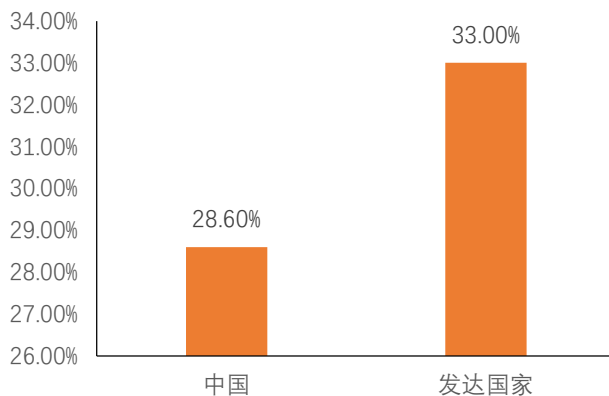
1) 目前我国家纺行业消费水平较低，但人均支出增长较快，未来空间巨大

与发达国家相比，我国家纺产品的消费占比仍旧较低。根据中国家用纺织品行业协会数据，我国目前家纺用品占纺织品总消费量比例为 28.60%，而欧美发达国家这一比例则为 33%，仍存在较大的增长空间。

从人均消费水平来看，2016 年我国在家纺用品的人均消费为 22.3USD，欧美等发达国家则为 39.7USD；根据 Euromonitor 的预计，未来 5 年，我国家纺用品的人均消费复合增长率为 4.6%，而欧美国家的复合增长率则为 0.2%，可见我国家用纺织品人均消费增长较快，未来提升空间较大。预计到 2021 年，我国家纺用品人均消费将达 27.5USD。

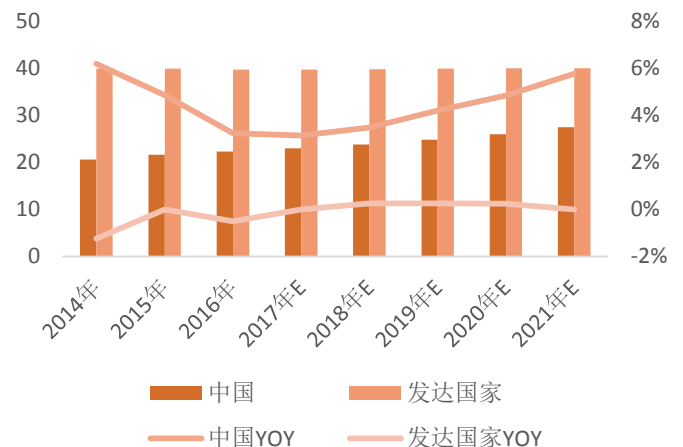
从市场规模空间以及品类占比空间来看，结合消费升级大趋势，家纺市场仍有较大增长空间。

图 7：中国家用纺织品占纺织品的消费比例相比发达国家较低（%）



资料来源：中国家用纺织品行业协会，天风证券研究所

图 8：中国家用纺织品人均消费相比发达国家较低（USD）

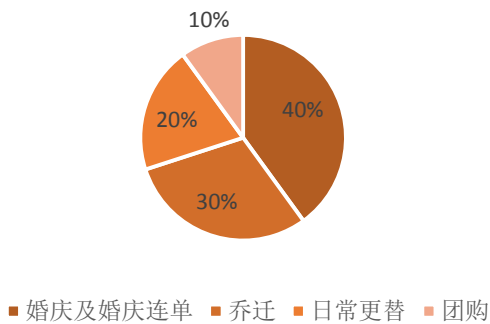


资料来源：Euromonitor，天风证券研究所

2) 结婚人群日益增多，婚庆市场发展带来床上用品消费热潮

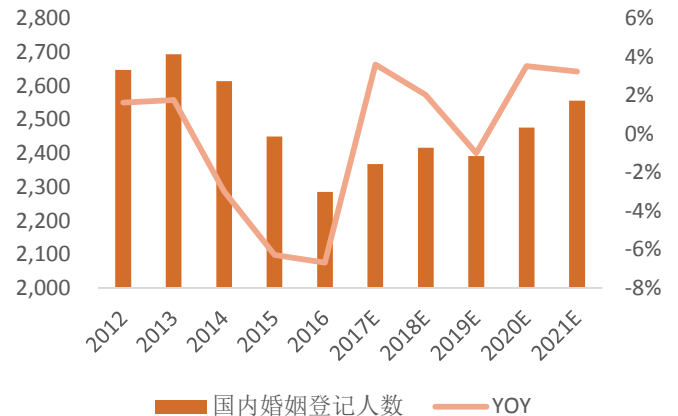
从行业需求来看，婚庆及婚庆连单的需求占比达到 40%，伴随着 1980-1990 年高峰期出生人口步入适婚年龄，预计 2021 年我国结婚登记人数将达到 2556 万人。按照每对新人在床上用品消费 2000-3000 元来看，每年新人结婚将会带来 240-300 亿左右的床上用品需求。同时这一代人个性消费意识较强，注重追求生活品质，进一步促使行业规模扩大。

图 9：行业需求结构和驱动因素（%）



资料来源：中国家用纺织品行业协会，天风证券研究所

图 10：未来国内结婚登记人数有望逐步提升（万人）

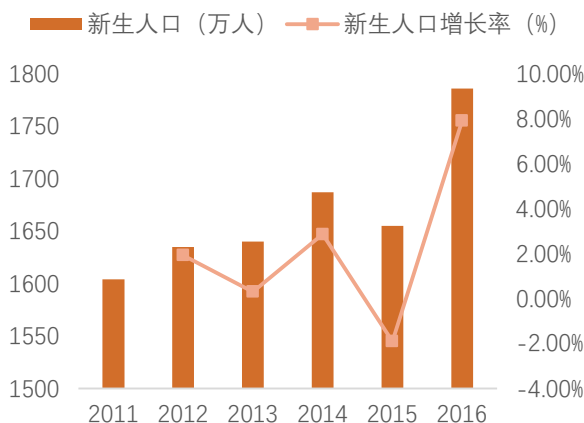


资料来源：Euromonitor，Wind，天风证券研究所

3）二胎政策催化儿童家纺市场的持续增长

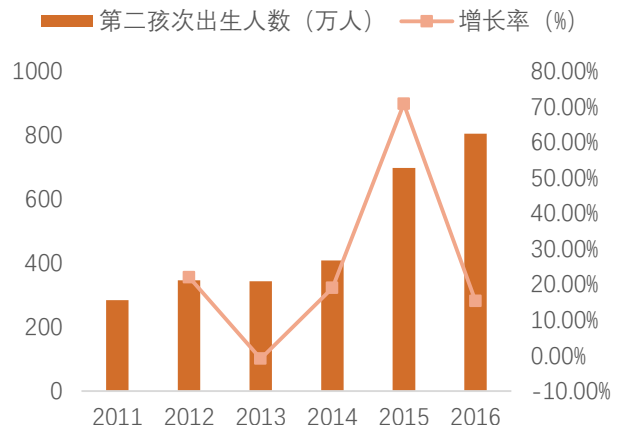
与成人用纺织品不同，对于儿童床上用纺织品，家长对其质量的要求较高，并倾向于选择知名度和口碑较好的品牌产品。随着 2016 年国家开始全面实行二胎政策，儿童家纺这一细分领域表现出巨大潜力，各大龙头企业纷纷提前布局这一市场，罗莱 kids、富安娜酷奇智、梦洁宝贝等均成为行业的先行者。

图 11：中国每年新生人口数量及 YOY（万人，%）



资料来源：中国造纸协会生活用纸专业委员会，天风证券研究所

图 12：2011-2016 年第二次出生人口及 YOY（万人，%）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

2016 年新生儿数量达到 1786 万，其中 803.7 万为二胎，约占 45%。根据中国社科院人口与劳动经济研究所与社会学所相关研究人员的测算预期，全面放开二胎后，2015-2019 年五年内将新增 750 万人，未来适龄儿童的增加会持续为儿童家纺市场带来新的机会。

1.2.2. 企业供给端逐步改善，家纺行业规模有望持续增长

从供给端来看，行业规模增长仍有较大空间。近年来家纺企业大多开始进行战略转型，扩大生产品类同时积极进行渠道下沉和扩张，伴随需求端的复苏和增长，家纺行业市场规模将持续扩大。

1）传统家纺产品的不断创新，进一步提升利润率水平

伴随需求端消费升级转变，人们消费观念逐渐改变，从一味追求性价比转变到关注品牌价值以及产品的附加属性。面对这样的改变，企业在对产品品类进行扩展的同时，也更加重视产品功能性的研发。例如近年来比较火的羽绒被、乳胶枕等，这些健康型功能性的产品

的客单价普遍高，从而带来利润端的上涨。一般而言，羽绒被和乳胶枕的销售量占被子品类和枕芯品类的 10%-20%左右，而其占各品类销售额的比重则达到 40%-50%，利润率达到 50%左右，由此可见功能性产品可以给企业带来更加丰厚的收益。

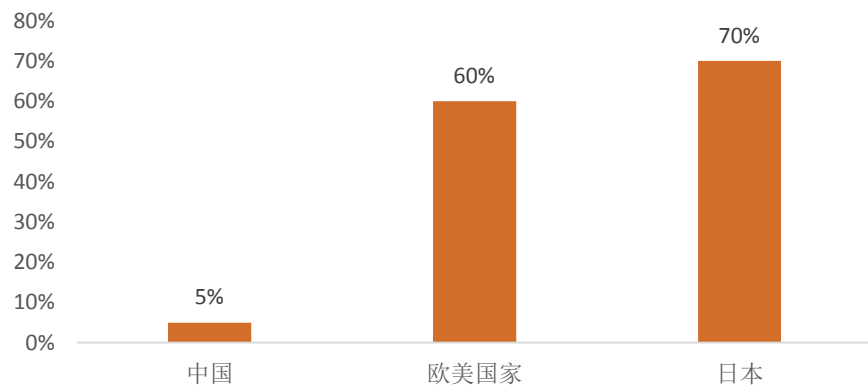
表 1：羽绒被的产品单价较高（元）

产品羽绒含量	产品价格区间
含容量在 70%-90%，面料多可见 60S 的纯棉防绒面料	1000 元—2000 元
含绒量高于 90%，面料一般为 80S 的纯棉缎纹面料	2000 元—3000 元
含容量在 95%以上的精绒，被壳所用的面料是丝棉交织提花或全真丝面料	3000 元以上

资料来源：搜狐资讯，天风证券研究所

与此同时，目前我国当前羽绒被产品渗透率相对发达国家仍然较低。主要原因是，我国消费者对于羽绒被的认识程度不足，家纺企业的引导力度不够。但未来，随着消费的不断升级和家纺企业的引导教育，消费者对于该类产品的认知程度将大大提升，这类产品仍具有很大的成长空间。

图 13：国内羽绒被渗透率极低（%）



资料来源：国际羽绒协会，天风证券研究所

2）龙头企业开始拓展产业链，布局至家居家具等方面，行业集中度有望提升

从行业集中度来看，当前我国家纺市场的集中度较低。2016 年，我国家纺行业公司 CR5 为 8.2%，市占率排名前五位的企业中有四家为中国企业，分别为罗莱生活（2.2%）、富安娜（1.8%）、水星家纺（1.7%）以及梦洁股份（0.9%）。从发达国家的数据来看，美国家纺行业的 CR5 为 13.1%；日本则为 15.1%，我国的市占率水平依旧较低。

除此之外，从发达国家市占率排名前五企业的主营业务情况来看，我国家纺企业的主营业务相对单薄。近两年，为了提升公司的营收规模，抢占市场份额，寻找新的业绩增长点，行业内龙头企业开始拓展产业链，布局家具、家居领域。新的布局领域与公司家纺主业相互协同促进，有利于提升连单率和成交率，推动企业业绩的增长，从而促行业规模继续提升。

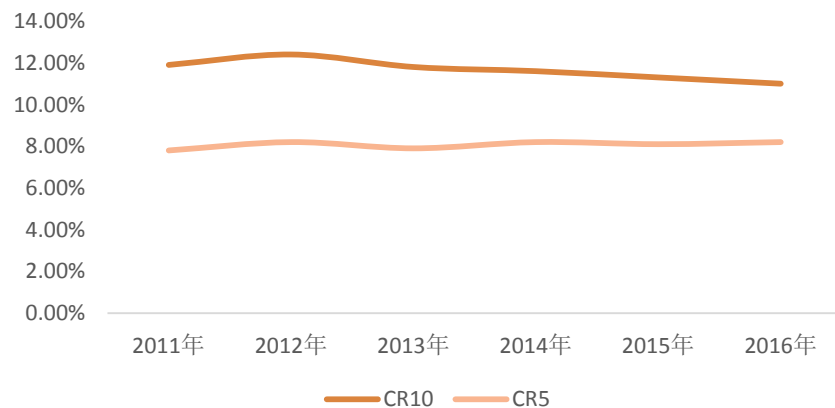
图 14：与发达国家相比，我国家纺行业集中度较低，主营业务相对单薄

中 国				美 国			日 本		
排 名	公 司	市 占 率	主 营 业 务	公 司	市 占 率	主 营 业 务	公 司	市 占 率	主 营 业 务
1	罗莱生活	2.2%	家纺、家居	Mohawk	5.6%	家具、地材	Nitori	8.9%	家居、家装
2	富安娜	1.8%	家纺、家具	Oriental Weavers	2.6%	地毯业务	Seven&I	2.4%	食品、超市
3	水星家纺	1.7%	家纺	宜家 (IKEA)	2.0%	家居零售	Ryohin Keikaku	1.5%	家居、服装
4	宜家 (IKEA)	1.6%	家具零售	Springs Global	1.5%	家具、家纺	Ichihiro	1.3%	毛巾
5	梦洁股份	0.9%	家纺	Icahn	1.4%	家具、能源等	宜家 (IKEA)	1.0%	家具零售

资料来源：公司公告，天风证券研究所

另外，根据 Euromonitor 的数据，行业 CR5 的提升度要高于 CR10，行业集中度区域提升。同时，原材料、人力、房租等各种成本的提高，使小品牌失去了生存空间；同时伴随着消费升级和家纺龙头渠道下沉，消费将逐步向行业龙头汇聚。

图 15：市场份额逐步向行业龙头汇聚（%）



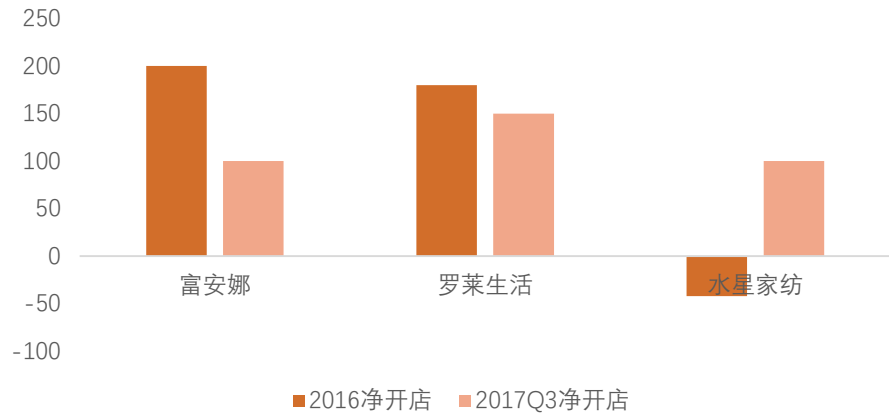
资料来源：Euromonitor，天风证券研究所

3）线下门店积极拓展并开始进行渠道下沉，为行业持续扩张铺路

在 2017 年行业复苏的大背景下，家纺企业在线下开始进行渠道调整和拓展。首先，各企业开始淘汰业绩不佳的门店，同时对新增门店要求更高，质量把控更加严格，使得线下门店整体综合运营能力更强。

从龙头企业数据来看，2017 年前三季度，富安娜净开店 100+家，罗莱生活净开 150+家，水星家纺从 2016 年的净关店变为 17 年 Q3 的净开 100+家。同时由于企业的渠道下沉，新开店铺主要以加盟模式为主，并大多位于低线城市，未来，随着新开门店的盈利质量的提升，伴随终端需求回暖，各企业拓展的店铺将会带来新的业绩增长驱动力，有利于整体行业规模的提升。

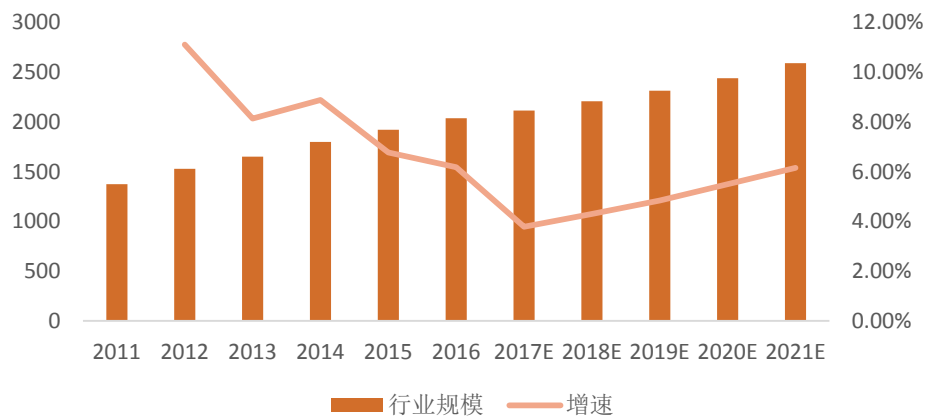
图 16：2017 年家纺企业净开店数量增多（家）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

在家纺行业大背景利好和多因素需求的共同驱动下，我们认为此轮家纺行业复苏可以持续。对应从家纺行业规模来看，根据 Euromonitor 的预测，未来 5 年家纺行业的规模增速 CAGR 达到 5.19%，行业规模增速将稳步提升，家纺行业将持续复苏。

图 17：家纺行业规模稳步提升（亿元，%）



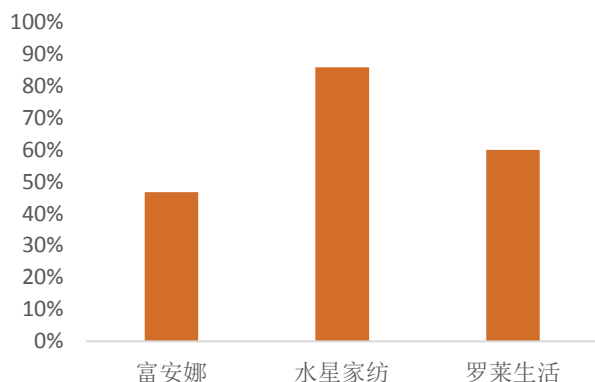
资料来源：Euromonitor，天风证券研究所

1.3. 线上业务成为业绩增长驱动力，线下百货失宠

从渠道结构来看，家纺行业仍以线下渠道为主，但近几年，随着电商渠道占比逐年提升，并成为行业内企业重要的业绩增长驱动力。

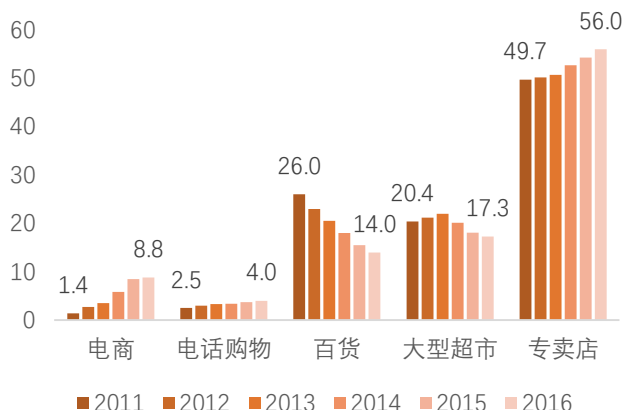
细分来看，线上渠道可以分为电商以及电话购物。根据 Euromonitor 的数据，近年来线上销售占比提升明显，从 2011 年的 3.9%（包括电商和电话购物）提升到 2016 年 12.8%，增长了约 9pct。从企业的线上业务营收增速来看，2017 年前三季度水星线上销售额 6.5 亿，同比增长 60%-70%；富安娜线上收入约 4.3 亿，同比增速接近 40%。罗莱旗下 LOVO 品牌同期增速高达 50%。

图 18：2017 年 H1 家纺企业线上营收增速较高（%）



资料来源：公司半年报，天风证券研究所

图 19：2011-2016 国内家纺市场各渠道占比变化情况（%）



资料来源：Euromonitor，天风证券研究所

线下渠道主要分为百货商场、大型超市以及品牌专卖店。其中，跌幅最显著的是百货渠道，从 2011 年 26% 下跌到 2016 年的 14%；超市卖场的占比也开始下滑；与此同时专卖店的占比开始提高。主要原因是由于：消费升级使消费者对于购物体验有了较高的要求，良好的购物环境页有助于提高成交率；同时，随着家纺企业的逐步转型和新领域的拓展，一站式服务成为各企业努力的方向，使 SKU 逐步增多，这对于门店的面积和陈列有了较高的要求。显然，百货和商超的面积有限，已经无法满足企业的陈列要求，所以面积较大，购物体验较好的街边店和专卖店成为首选。

总体来看，与前期行业低迷是由于电商冲击所导致的有所不同，当前，随着消费升级使家纺品牌认知度的提升，线下渠道会给线上带来很好的引流作用；同时，线上业务的迅速增长也使得品牌形象深入人心，对线下渠道也起到辅助作用，线上和线下已不再是竞争关系，而是相互协同相互促进的关系。

1.4. 行业转型：产业链向家居领域拓展，扩大市场规模

目前整个家纺行业处于调整复苏期，各龙头企业分别选择不同战略进行调整及业务拓展：

富安娜积极打造全屋家居软装“一站式购物”，一方面立足于“艺术家纺”的品牌策略，狠抓设计研发；另一方面，不断延伸产品多样性，开发品类更齐全、更丰富的家居产品，使未来整体业务放量成为可能。

梦洁股份自 2015 年开始全面实施“互联网+CPSD”战略，通过互联网新技术，完善信息化系统，为客户提供全方位多渠道多层次的极致产品与家居服务。

水星家纺则继续专注主业，深化家纺领域的竞争优势：不断拓展二三线城市以及线上业务的渠道规模、提供高性价比的产品、不断提升品牌知名度，从而提升自己整体竞争力；

多喜爱则一方面通过 IP 衍生合作，实现线上渠道收入快速增长；另一方面通过专业团队，加大医用纺织与学校银行等团购业务的拓展。

罗莱生活则布局家居领域，向“大家纺小家居”战略转型，打造全品类生活馆，贴合一站式购物服务理念，增强客户忠诚度和品牌辨识度，提高连单率和成交率。

表 2：同行业上市家纺企业对比

公司	罗莱生活	水星家纺	富安娜	梦洁家纺	多喜爱
公司战略	“大家纺小家居”一站式服务	巩固家纺行业优势地位，保持优势基础	引入家具产业，定位全屋美家配置提供者	线上线下资源整合互通，实现转型与升级	推广 IP 衍生品和智能家居业务
目标人群	一二线城市中	二三线城市消费	一二线城市消费人群为主，对艺术家纺偏	一二线城市消费人群为主	二三线城市消费者

	高端消费人群	者	爱人群		
主要品牌	罗莱, 罗莱儿童, LOVO	水星, 百丽丝	富安娜, 馨而乐, 圣之花	梦洁, 寐, 梦洁宝贝	多喜爱, MMK
产品风格	产品主打欧式家纺风格, 注重产品档次且富有浪漫气息	主营舒适, 贴近生活的产品, 产品现代时尚, 大众化的传统家纺	主打产品色彩鲜艳, 风格华丽, 富有艺术气息	产品富含浓厚的中式元素, 细节精致, 充满情调	贴合都市年轻人的气息, 简约时尚, 价格实惠
销售渠道	2016 年线上收入占 23.79%; 线下以加盟为主, 直营比例不断提升	高销售占比的线上渠道, 品牌优势较强的二三线线下渠道, 并不断上攻一线市场	2016 线上销售约占四分之一, 一二线城市多为直营店, 三四线为加盟店	主打线下市场, 直营比例不断提升	线上渠道开辟较早, 不断深度拓展各渠道发展
主要销售区域	华北、华中、华东地区为主	华北、西南、华东地区	华南、华东、华中地区	华中地区、华南地区	华中地区

资料来源: 公司招股书、公司官网等, 天风证券研究所

2. 罗莱生活: 面向中高端消费群体, 全力打造家居一体化的家纺龙头企业

2.1. 稳步发展多品牌、家居一体化战略, 立足行业龙头的家纺企业

2.1.1. 定位中高端的家纺行业龙头, 市占率常年保持第一位

罗莱生活创立于 1992 年, 总部位于上海, 是国内较早涉足家纺行业, 并集研发、设计、生产、销售于一体的家纺行业龙头公司。公司目标客户定位于一、二线追求较高生活品质, 崇尚温馨豪华生活的群体。2009 年公司于深交所上市, 同年成立 LOVO 电商品牌, 致力于线上线下同步发展。2015 年开始, 罗莱从家纺向“大家纺小家居”、“家居生活一体化”转型, 线下对原有门店进行改造, 融入小家居类商品, 对线下消费进行引流的同时提升消费者的复购率与用户粘性。

表 3: 罗莱发展大事记

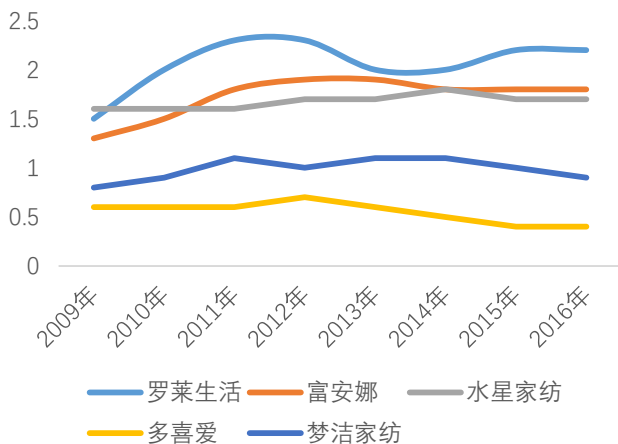
年份	事 件
1992 年	公司成立
1998 年	行业率先导入加盟模式, 罗莱第一代形象专卖店南通开业
1999 年	罗莱总部迁至上海
2004 年	1) 开启多品牌战略; 2) 签约李嘉欣为代言人
2005 年	首次销售额占据行业首位
2009 年	1) 罗莱家纺登录深交所上市; 2) 罗莱电商品牌 LOVO 成立
2012 年	罗莱电商 LOVO 首夺天猫“双 11”家纺类冠军, 授权为“中国南北极科考专用产品”
2014 年	与大朴网合作, 将焦点放在家纺电商和云数据整合
2015 年	1) 入股迈迪加, 启动智能家居时代; 2) 电商 LOVO 获得“双 11”1 四连冠; 3) 更名“罗莱生活科技股份有限公司”; 4) 完成对内野的投资并购
2016 年	打造“大家纺小家居”, 扩张线下 HOME 门店
2017 年	托管恐龙纺织; 收购莱克星顿 100%股权, 交易完成交割

资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

行业角度来看，公司从 2010 年开始，市场份额稳居行业第一，是当之无愧的龙头企业。2009 年罗莱生活的市场占有率为 1.5%，略低于水星家纺的 1.6%。随后从 2010 年至今，罗莱市占率始终保持着行业第一的地位。2016 年，罗莱生活的市占率为 2.2%，领先第二名富安娜 0.4%。

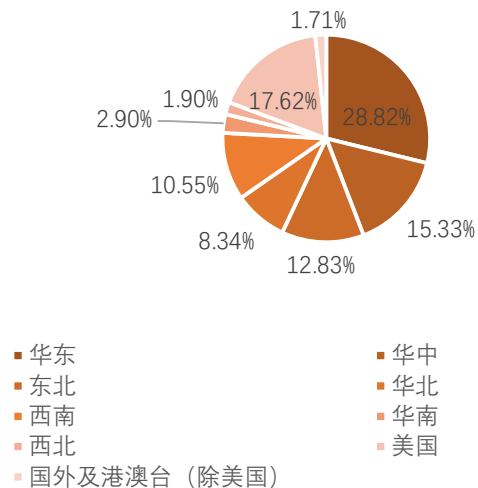
区域角度看，华东、华中以及美国是罗莱主要销售区域，分别占比 28.82%、15.33%及 17.62%。需要特别指出的是美国地区占 17.62%主要原因是莱克星顿并表。产品角度来看，罗莱生活主要销售六种类型产品：标准套件类、被芯类、枕芯类、夏令产品类、其他饰品类以及家具产品类。其中家具产品类从 2016 年 0%到 2017 年三季度 19.26%的增长来源于公司对莱克星顿的收购并表。

图 20：2010 年以后公司市场份额稳居业内第一（%）



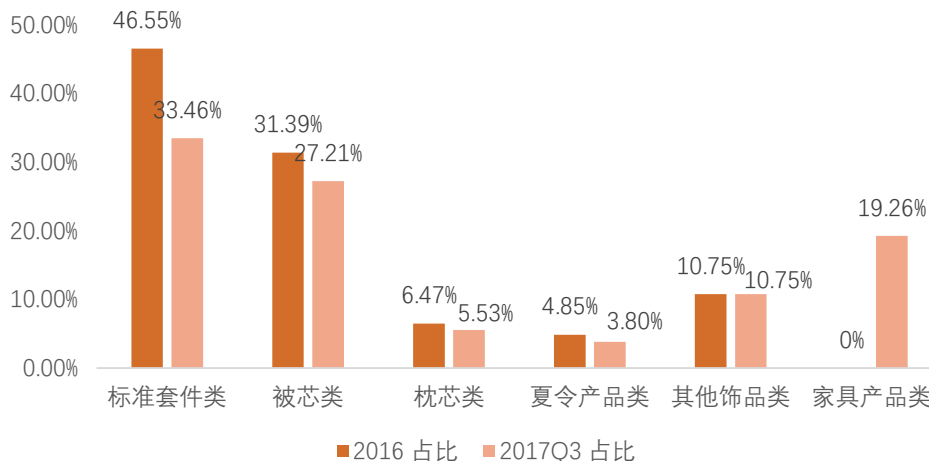
资料来源：Euromonitor，天风证券研究所

图 21：2017 年公司产品区域分布情况（%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 22：产品分类占比



资料来源：公司年报，天风证券研究所

2.1.2. 公司旗下五大自主品牌全力推进家居一体化转型

目前公司旗下共有五个自主品牌：罗莱、罗莱 KIDS、LOVO 乐优家（2016 年 7 月份由 LOVO 与 LACAS 乐悠家合并）、LAVIE 廊湾以及莱克星顿。

其中，LOVO 在 2014-2016 年保持 36.91%的复合增长率，同期销售额占有率从 14%上升到 24%。2017 全年预计达到 10 亿左右，占比 28%。此外，由于传统的线上渠道接近天花板，LOVO 也增加了对新渠道的重视，比如云集和拼多多等，目前新渠道收入增长迅速，占比

在 10%到 20%，未来 LOVO 在总营收中占比有望突破 30%。莱克星顿前三季度营收 5.7 亿，约占同期总营收 18%左右，未来随着中国市场的拓展，有望提升至 20%。

罗莱主品牌致力于于为中高端消费人群打造优质家纺家居，在行业里已经初具品牌效应。

罗莱 KIDS 为 0-14 岁的婴幼儿童营造全方位的精致童年，提供丰富多样的品种选择，除了寝具以外还有玩具，生活家居，软装等。

LOVO 乐优家则定位中低端，全力打造 O2O 大家居品牌，以 80、90 人群为受众主力，以平价时尚为理念，美式设计风格为核心，积极尝试粉丝经济，试水网红直播，同时与星球大战，漫威等强势 IP 跨界合作。

LAVIE 廊湾作为国际家居文化的领导者，定位于高端人群，致力于引进全球优质的生活用品，家居设计；从寝具、浴室毛巾、到沙发等各种家具，一应俱全，努力为消费者提供高端一站式家居生活解决方案。

莱克星顿家居名品定位高端，是一家集设计、采购、制造和生活方式营销的高档家居用品的行业领导者。2017 年被罗莱生活全资收购。

罗莱除却五大自主品牌，还代理，合资，托管经营其他知名品牌、公司，全力投入于家居一体化的转型进程中。

多品牌的战略布局使公司的品牌矩阵可以覆盖到不同年龄层的消费群体；同时多元化的品牌定位也使得公司产品能够满足不同消费阶层的消费需求；品牌间的产品风格的不同、产品品类的不同也使得品牌间能够充分发挥协同作用，有助于公司实现“家居生活一站式”服务和“大家纺小家居”的战略转型。

表 4：公司旗下品牌

品牌名称	品牌 LOGO	市场定位	产品及风格	与母公司关系
罗莱		一二线城市注重消费品质消费人群，价格定位中高端	高品质家纺为主	自主品牌
LOVO 乐优家		以 80，90 人群为主的注重性价比的年轻人，定价中低端	美式家居为主	自主品牌
罗莱 KIDS		0-14 岁婴幼儿童，价格定位中高端	主推儿童家纺	自主品牌
LAVIE HOME (廊湾)		定位高端，注重潮流和客户体验，致力于家居产品全球化	高端家纺与各国精品家居产品	自主品牌
Lexington (莱克星顿)		追求设计感和功能性的消费者，产品定位高端	现代感的家具和床上用品	自主品牌
Yolanna (欧恋纳)		社会成功人士，定位高端	意式奢华家居	代理品牌
Sheridan (喜来登)		产品时尚，塑造一种表达自我，张扬个性的生活方式，定位中高端	时尚，充满了创新元素	代理品牌
Uchino (内野)		追求产品品质的人群，产品定位中高端	以各式各样的毛巾、浴巾为主，产品质量好	合资

ZUCCHI (素琦)		主要面向高端消费群体，产品定位高端	融合了经典与欧洲高档元素，欧式风格产品十分精致	代理品牌
Millefiori		主要面向于对生活品质要求高的人群，产品定位中高端	主打原装进口系列香薰	代理品牌
Bassetti		经典的奢侈品品牌，产品定位高端	充满意式情调的顶级奢侈家纺	代理品牌
LAVIE PARFUM		面向一二线城市的注重生活细节的消费者，产品定位中高端	主打纯植物香氛与香薰	自有品牌
Degrenne		选择西式餐饮的消费者，产品定位中高端	主推经典的西式餐具	代理品牌
恐龙纺织		全系列家纺生产，产品定位中高端	优质卓越，认可度高的家纺	托管企业

资料来源：罗莱官网，天风证券研究所

2.2. 财务分析：业绩表现运营能力良好，盈利能力稳定

2.2.1. 业绩分析：转型后公司业绩出色，17 年归母净利润强势反弹

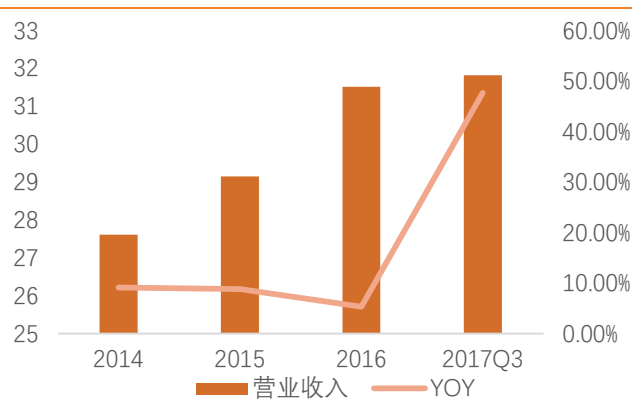
2014-2016 年公司营业收入保持稳健增长，17Q3 公司实现营业收入 31.83 亿元，同比增长 47.67%。收入大幅上涨受益于莱克星顿并表及家纺主业销售增加。其中莱克星顿 17Q3 实现收入 5.7 亿元。扣除莱克星顿影响，原有家纺以及家居业务收入 26.12 亿元，同比增长 21.21%，主要原因有两点：

- 1) 电商业务通过与热门 IP 合作以及场景化销售，销售收入同比增长很高，17 年前三季度电商业务增速在 40%左右；
- 2) 大家纺小家居转型初见成效，从而带动人流、连带率和坪效有所提升。

归母净利润 3.10 亿元，同比增长 19.68%，远低于收入增速，原因在于莱克星顿以及电商 LOVO 毛利率较低导致总体毛利率较低，从而影响利润水平。预计 2017 年全年业绩增长在 15%-35%之间，净利润水平在 3.6 亿元—4.3 亿元之间。

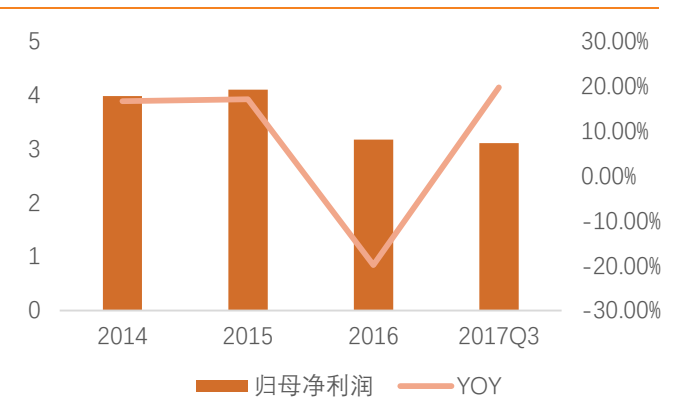
整体来看公司在大力发展电商、推进传统家纺向“大家纺小家居”转型以及供应链整合方面做出的努力初见成效。

图 23：公司营业收入保持稳健增长（亿元，%）



资料来源：Wind, 天风证券研究所

图 24：公司归母净利润大幅提高（亿元，%）



资料来源：Wind, 天风证券研究所

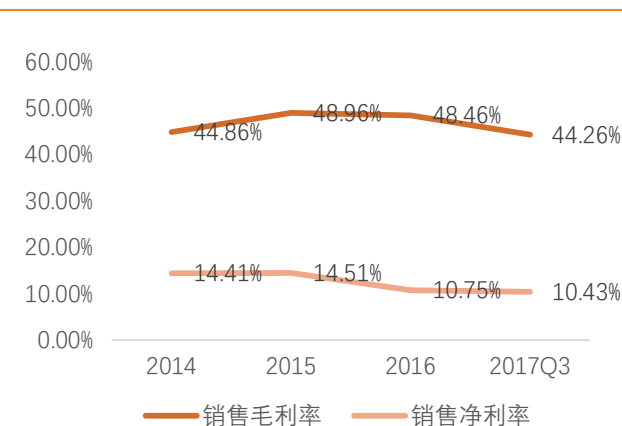
2.2.2. 盈利能力：毛净利率行业领先，控费能力出色，盈利能力稳定

从毛利率水平来看，受到家具业务并表、电商业务占比高以及原材料成本提升影响，17 年前三季度毛利率下滑明显，同比下滑 4.44pct 至 44.26%。尽管 2018 年春夏订货会公司对产品价格进行了上调，但是随着较低毛利的电商业务占比提升及低于家纺业务毛利率的莱克星顿（毛利率约 30%+）在国内进一步扩张，未来毛利率有下降压力。

从费用端来看，前三季度费用率下降 2.77pct 至 30.53%，其中销售费用率下降 3.87pct，若扣除莱克星顿并表影响，销售费用绝对值同比下降 0.22%，费用控制效果较好；管理费用率提升 0.27pct，主要是由于转型期投入较大；财务费用率受利息支出增加及汇兑损失影响，上升 0.84pct 至 0.75%。

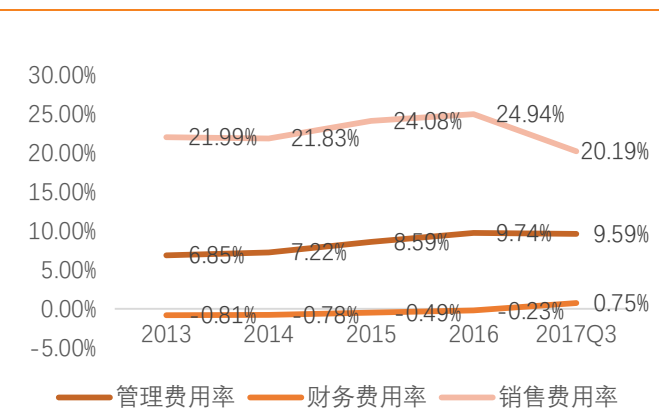
从净利率水平来看，2017 年由于毛利率下滑幅度大于费用端，从而影响净利率下滑 2.1pct 至 10.43%。未来我们认为公司的净利率水平会维持稳定，主要原因在于：毛利率有下降压力，公司费用控制比较理想；同时由于并购产生的溢价计入商誉、品牌、渠道等多个方面，未来随着摊销影响减弱，利润将会逐步释放，从而提升净利润水平。

图 25：公司毛净利率有所下滑（%）



资料来源：Wind, 天风证券研究所

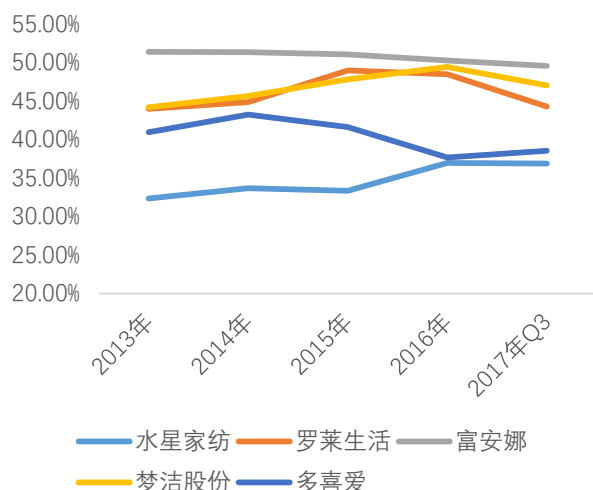
图 26：公司费率受莱克星顿并表影响下降（%）



资料来源：Wind, 天风证券研究所

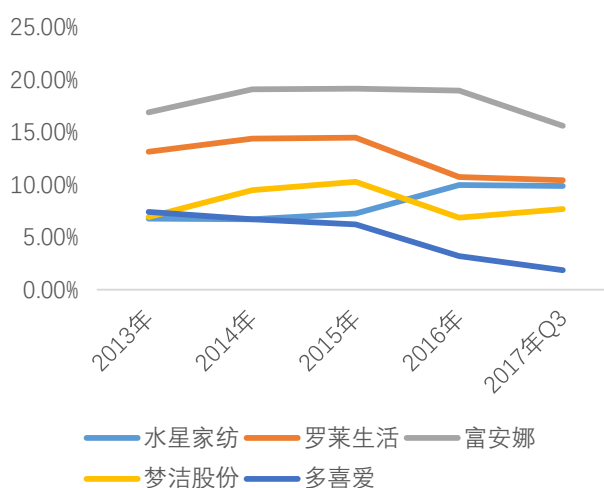
与同行业对比来看，罗莱生活的毛利率以及净利率水平均处于行业领先水平。主要得益于公司定位于一二线城市中高端消费水平人群，产品定价、客单价较高，使得毛利率水平较高。随着家纺行业回暖，人均消费水平提高以及公司推出的新型高溢价商品，未来罗莱生活的毛利率和净利率有望进一步提升。同时，与行业其他公司的费用率对比来看，罗莱生活整体费用率水平处于中上游位置，控费能力较好。

图 27：毛利率水平与同行业其他公司相比处于中游（%）



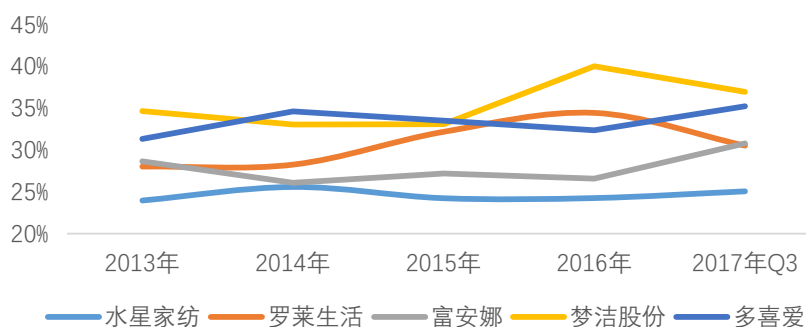
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：净利率水平与同行业其他公司相比处于中游（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 29：控费能力处于行业中游水平（%）



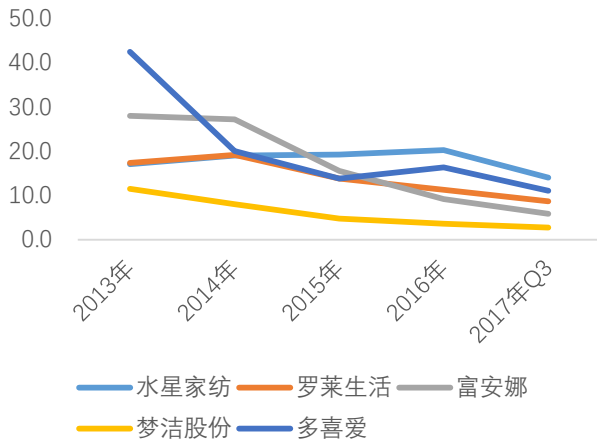
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2.3. 营运能力：存货周转率处于同行业领先地位，营运能力整体良好

从应收账款周转率来看，2017 年 Q3 公司应收账款周转率为 8.62 次，处于同行业中游水平；同时公司应收账款率整体呈下滑态势，平均账期略长，资金使用效率较低。一个原因是罗莱线下渠道占比较高，近年由于拓展渠道，加盟商赊账较多；同时由于公司业务规模扩大，和莱克星顿并表，使公司应收账款提高。未来我们认为，随着线上业务占比的提高，和莱克星顿营销减弱，公司应收账款周转率有望提升。

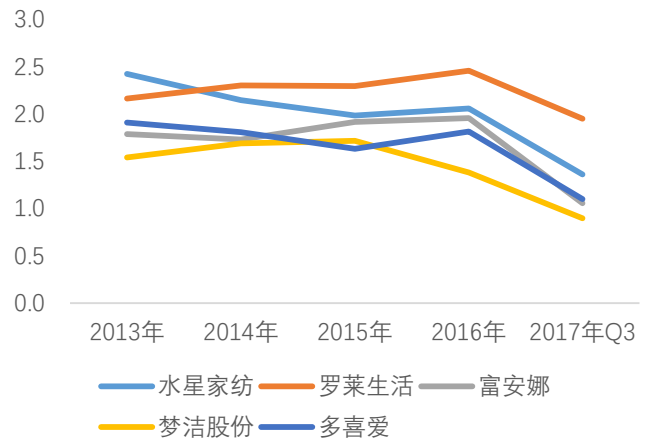
从存货周转率来看，公司存货周转率水平从 2014 年开始一直处于行业最高，2017 年 Q3 存货周转率为 1.96 次，可见公司短期偿债能力较好。我们认为主要是由于公司对现有门店的信息化改造，实现了销售和库存实施监控达到类直营效，未来随着的继续改造以及家居类产品销量提升，存货周转率会稳步提升。

图 30：公司应收账款周转率处于行业中游（次）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：公司存货周转率水平行业领先（次）



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 大家纺小家居共同发力，投资并购持续增厚业绩

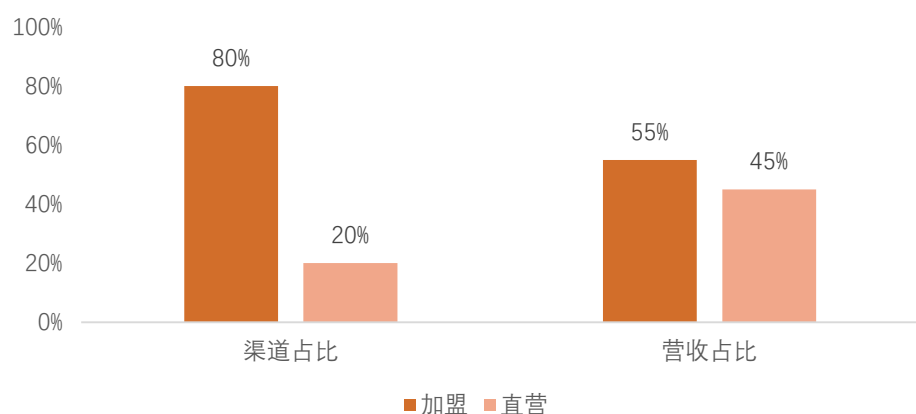
3.1. 差异化渠道促公司内生增长动力强劲

公司在大力推进向家居生活一站式品牌零售商转型的同时，以线上线下差异化的渠道和品牌的不同定位满足不同类型的消费者需求，从而促进公司业绩持续稳定增长。

3.1.1. 线下渠道定位中高端市场，门店调整提升单店收入

在线下，公司产品和品牌定位主要以中高端为主，渠道结构上以加盟模式为主。2017 年 Q3 加盟渠道占比在 80%左右，营收占比却在 55%左右，可见店效上直营店好于加盟店。同时，公司近年来逐步进行渠道扩张和调整，提升店铺面积，并将传统家纺门店转型升级为“大家纺、小家居”门店，并开设几十家全品类家居生活馆。多品类家居馆有助于提高终端销售的连单率和成交率，从而提振门店营收

图 32：2017 年 Q3 公司线下以加盟渠道为主，店效上直营店较好（%）



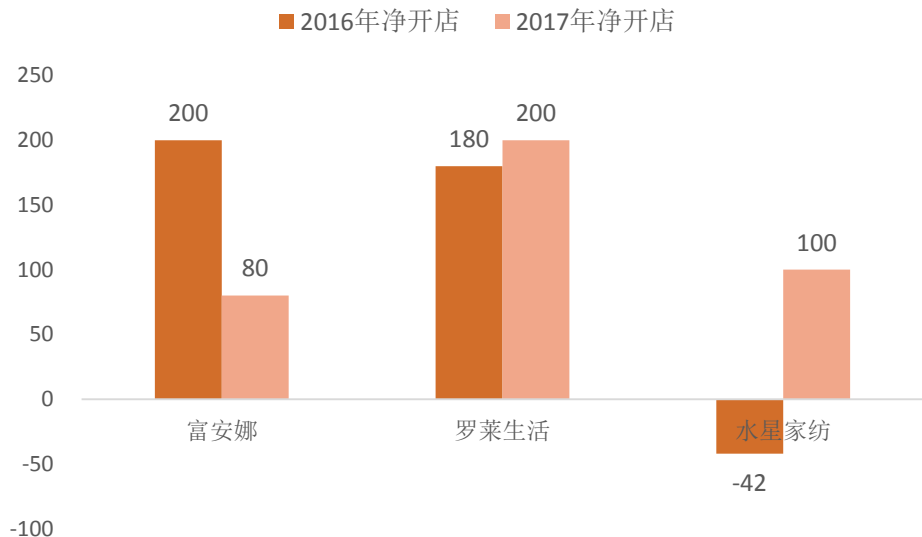
资料来源：公司公告，天风证券研究所

从线下营收来看，2016 年公司线下渠道增长约 7%，随着终端的逐步复苏和回暖，预计 2017 年全年的线下收入增速约为 17%左右，同店增长在 5%左右。单店收入的提升主要是由于店铺面积扩张之后由于陈列品类增多，购物体验转好；家居品类的进入也提高了连单率；同时原材料价格上升也使得客单价提高，从而提高了单店收入，提振整体业绩。

从店铺数量来看，我们认为随着公司渠道的逐步下沉，和终端的持续回暖，公司将继续扩大店铺数量，从而提升营收水平。2017 年公司净增约 200 多家门店，共拥有 2700 多家店铺，在同行业中处于领先水平；

公司 18 年预计净开店 200 多家，以罗莱主品牌为主，渠道上以加盟店为主，主要布局在二三四线城市。由于未来罗莱主品牌的店铺空间大概在 3200—3500 家左右，所以根据目前主品牌店铺数量测算（1600—1700 家），公司未来仍有约一倍的开店空间。由于三四线城市的消费升级，和人们对于家纺品牌认知的逐步提高，公司在渠道下沉和扩张之后拥有较强的线下增长动力，业绩有望持续稳定发展。

图 33：近年来公司渠道扩展数量处于同行业领先地位（家）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.1.2. 线上渠道定位中低端市场，LOVO 品牌引领线上销售，增速较快

与线下的定位不同，公司线上主要以 LOVO 品牌为主，产品性价比较高，风格较为年轻化，定位相比线下品牌略低，主要为中低端市场。在品牌形象上，公司也采用受年轻人喜爱的杨洋作为品牌代言人，以提升品牌知名度和影响力。

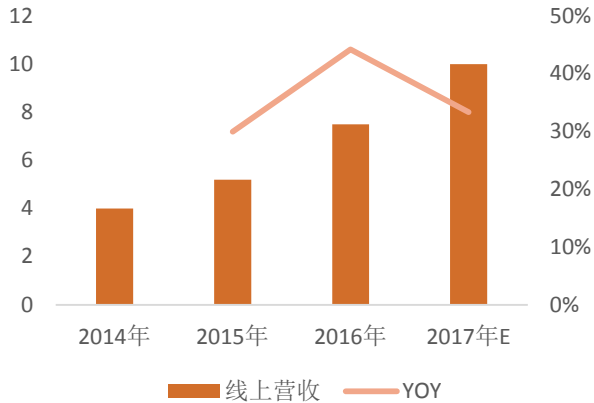
图 34：杨洋代言 LOVO 电商品牌



资料来源：微博，天风证券研究所

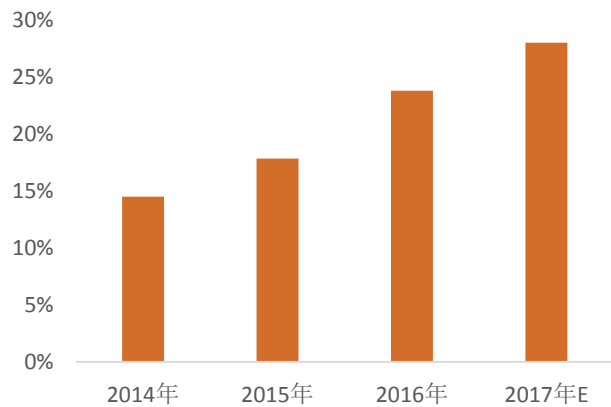
从线上营收来看，公司线上营收基本保持高增长态势，且占比逐年提高。2017 年前三季度来看，公司电商业务占比在 28%左右，增速在 40%以上，预计 17 年全年线上营收将达到 10 亿元。

图 35：公司线上营收保持高速增长态势（亿元，%）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

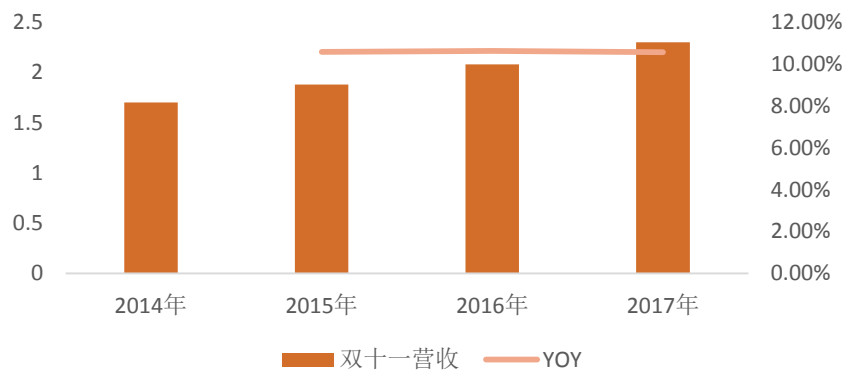
图 36：公司线上占比逐年提高（%）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

从双十一的数据来看，2012—2016 年在双十一家纺品类中 LOVO 实现五连冠，增速保持在 10%以上。2017 年双十一，公司 LOVO 品牌在家纺单品牌销售额排名中位列第二名，但罗莱生活（LOVO+罗莱）则在家纺品类中名列第一。

图 37：公司 LOVO 品牌双十一营收保持逐年增长（%）



资料来源：网易家居，天风证券研究所

目前，电商业务已经成为家纺企业的重要业绩增长驱动力，罗莱生活通过差异化品牌 LOVO 专营线上电商业务，减少了由于渠道差异化和定位不同导致对主品牌罗莱家纺品牌形象的影响；同时也避免了线上业务对于加盟商的冲击，减少冲突。我们认为未来随着公司全渠道 O2O 的逐步完善，公司电商业务占比将会进一步提升，并将持续贡献业绩。

总体来看，线上定位中低端人群，线下定位中高端人群，差异化渠道有效覆盖了不同的客户群体，减少线上线下的冲突和对品牌形象的影响。未来，随着终端销售回暖和渠道的下沉扩张，公司家居馆的逐步转型使连单率提升，我们认为公司线下营收增速能保持在 10%以上；公司线上电商渠道主要以 LOVO 品牌引领销售，占比逐年提高，增速较快，预计可以增速能保持在 30%左右，公司内生增长动力仍然强劲。

3.2. 大家纺小家居战略转型，投资并购增厚业绩

公司坚持“产业投资+产业经营”战略，通过外延并购整合产业链，充分挖掘协同效应，逐步向“传统家纺—大家纺小家居—大家居—整体家居”升级转型；并通过引领国内家纺行业的消费升级使公司从生产型企业迈向渠道型产业，最终成为零售型企业。通过扩充产业链，公司布局家居市场，一方面，公司扩充门店的销售产品品类，带来新的增长点，从而提升公司整体业绩规模；另一方面，通过布局家居领域，公司可以凭借“大家纺小家居”门店及全品类生活馆带来良好的引流左右，从而发挥家纺主业与家居的协同左右，促进家纺主业业绩的提升。

从公司近几年的产业投资来看，对于国内标的，公司主要寻找拥有渠道、供应链优势的企业；对于国外标的，公司则倾向于拥有较高的设计能力和良好的供应链的企业；对于经营情况欠佳的公司，公司则通过派遣精英团队协助运营。

图 38：“产业投资+产业经营”



资料来源：公司公告，天风证券研究所整理

3.2.1. 国外投资标的：寻觅拥有较高设计能力和良好产品的企业，整合全球产业链

3.2.1.1. 收购内野中国，推进公司向大家纺小家居的战略转型

2015 年下半年，公司通过持有内野中国 60%的股份，进一步推进公司向大家纺小家居转型升级。内野作为毛巾行业国际最知名品牌之一，占日本高档毛巾销售市场 40%的市场份额，产品覆盖高端毛巾、浴衣、家居服、浴用杂货等领域，具有良好的成长性；无论是内野公司的规模、实力、还是高档的产品定位，都与罗莱生活相契合，有利于公司进一步向家居领域转型，并提高公司的产品竞争优势。

图 39：内野中国上海五角场店



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 40：内野中国台北复兴店



资料来源：公司官网，天风证券研究所

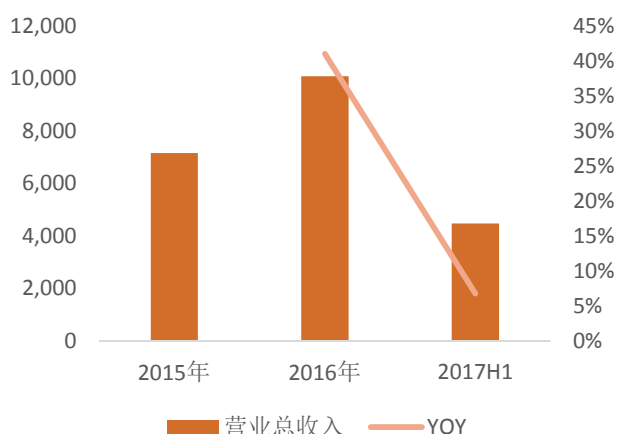
在公司收购内野之后，就积极签约新的经销商和开拓门店，内野中国的业绩显著增长。2016 年内野中国实现营收 1.01 亿元，较去年同期增长 40.99%；实现净利润 796 万元，同比增长 200.71%。内野业绩的快速增长主要是由于渠道拓张所带动，16 年内野在中国约新开店 15 家。

目前，内野在中国地区（包括台湾）共有门店 41 家。2017 年上半年，内野中国实现营收

4465.37 万元，同比增长 6%；实现净利润 144.78 万元，同比下降约 40%，主要是由于公司新开设店铺，拓展渠道导致费用率较高影响净利润水平。

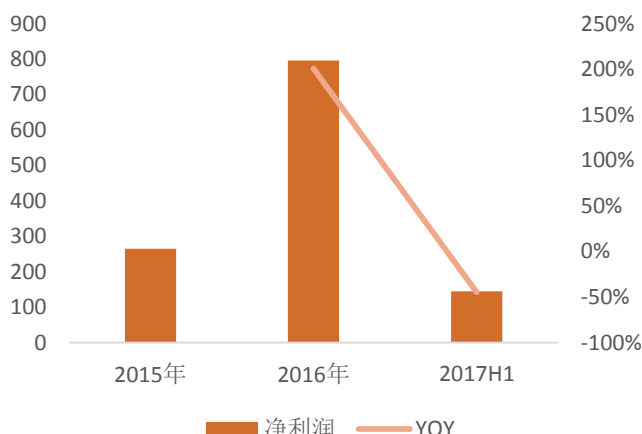
2017 年，内野中国引入两个日本家居服品牌，持续扩充品类。17 年全年内野纺织有望实现 30%-50% 的持续增长。未来，内野产品将持续入驻公司廊湾的门店，为罗莱门店提供中高端的产品。同时公司有意将日本的卫浴文化引入中国，继续扩大合作品类，18 年将实现继续开店和扩充品类的工作。随着内野中国的销售品类不断完善，公司将拥有更多新的业绩增长点；同时，渠道的不断扩展也将持续促进内野中国的销售业绩提升。

图 41：内野中国在被收购后营收显著增长（万元，%）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 42：内野中国净利润在被收购实现高速增长（万元，%）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

内野中国作为公司拓展海外品牌，整合全球家居产业链的第一步，具有重要意义。通过对外投资并购和全球产业链整合能够使公司充分发挥协同互补效应，增强运营能力，提升竞争优势，也为后期公司的继续外延并购提供良好的经验和示范作用。

3.2.1.2. 收购美国莱克星顿公司，增厚业绩

2016 年，公司继续寻觅良好的投资标的，持续整合全球家居产业链，并在 2017 年 1 月成功并购美国莱克星顿（LEXINGTON），实现了公司产业并购走向海外的第一步。莱克星顿作为百年的家居品牌，历史悠久，产品定位较为高端，以丰富的品牌组合和设计创新而著称。

图 43：莱克星顿美国店铺



资料来源：家纺说，天风证券研究所

图 44：莱克星顿产品



资料来源：家纺说，天风证券研究所

莱克星顿主要定位高端家居，与公司定位相同；同时，随着我国消费升级和高端住宅的家居需要，市场仍存很大的空间，具有成长潜力。公司通过并购美国莱克星顿逐渐朝价值链上游转型，利于公司的产业协同化经营；并加快公司“大家纺小家居的战略转型”，使公司逐步成为“家居生活一站式”服务体验的供应商。

2017 年由于莱克星顿并表，增厚业绩，使公司业绩实现双高速增长。17 年前三季度，莱克星顿家具业务实现营收 5.7 亿元，提振公司营收约 20%左右；对净利润影响在 10%左右。按照莱克星顿以往业绩表现来看，我们预计其 18 年收入增速为低个位数增长。

目前莱克星顿在中国拥有 24 家店铺，单店面积在 500 平米以上，公司未来两到三年将持续开店，形成全品类家居体验馆，18 年在中国市场将新增 50%左右的门店，并将持续在美国寻找适合的投资标的补充莱克星顿现有业务，努力将营收增速保持在 10%以上，预计 18 年能贡献公司业绩 2000—3000 万元。

我们看好未来莱克星顿在中国地区的逐步发展，同时公司原有家纺主业将与其在家居领域产生协同效应，从而提振整体业绩水平。首先，公司通过聘任具有超过 10 年美式家具在华运营的高级人才任中国区总经理，将加快品牌的快速落地和在华地区的招商加盟，有助于品牌的渠道拓展；其次，莱克星顿将现有渠道接入公司产品，将为公司带来一定的引流效果，促终端销售水平的提升；同时，挑选一些优质 LEXINGTON 产品进入公司廊湾门店和其他中国优质供应链资源，有助于降低莱克星顿的成本，从而扩大其盈利空间；另外公司通过学习莱克星顿整体大家居的管理运营经验，有利于未来大家居转型的不断推进。

我们认为，莱克星顿作为中高端家居品牌，在日后与公司产品的不断融合中，将和罗莱发挥强有力的协同作用；同时伴随中国消费升级、消费者对家居硬装软装要求不断提高的背景下，莱克星顿在中国区的业务有望持续增长，从而为公司业绩带来持续贡献。

图 45：L Living 上海万象城店



资料来源：品牌家纺网，天风证券研究所

图 46：L Living 全品类生活馆



资料来源：品牌家纺网，天风证券研究所

3.2.2. 国内投资标的：寻找拥有良好渠道和供应链优势的企业，实现资源共享

3.2.2.1. 托管恐龙纺织，通过多项举措扭转其亏损现状

2017 年公司接受恐龙纺织股东的委托，托管恐龙纺织及恐龙纺织直接或间接持股的下属子公司（指纳入本次托管范围的）。恐龙纺织是中国久负盛名的家纺品牌，同时，恐龙纺织作为 Esprit、Paradies、Calvin Klein Home、Lacoste、Feiler、Charles Miller 等全球知名品牌、以及 Trussardi 等奢侈品牌的家纺、家居产品的代理商，创始人及团队在品牌的谈判、运作等方面具备一定的经验。

图 47：恐龙纺织门店产品



资料来源：搜狐娱乐，天风证券研究所

恐龙纺织近几年盈利能力较差，子公司业绩持续亏损，公司本次托管恐龙纺织，通过以下措施扭转其亏损现状：

- 1) 首先，公司保持恐龙纺织独立的品牌运营，与罗莱生活保持差异化竞争
- 2) 恐龙纺织与罗莱南通工厂进行供应链合并，单间同类产品的生产成本较以往下降 9.2%，人均产出提升了 40%；
- 3) 由于目前恐龙纺织拥有 500 多家门店，铺盖 95% 的一二线城市的高端，未来公司将对其进行渠道下沉，并控制管理费用；
- 4) 另外恐龙直营市场已经完成 DRP 系统，并逐步覆盖加盟市场，这可以提高其门店的快速反应能力。

公司通过多项举措扭转恐龙纺织亏损的现状，预计 18 年上半年可以弥补前期亏损。

表 5：2016 年恐龙纺织及其子公司业绩亏损（万元）

公司名称	营业收入	净利润
上海恐龙纺织装饰品有限公司	11,271.62	-547.13
上海恐龙贸易有限公司	15,557.86	72.82
曜马（上海）国际贸易有限公司	26,62.75	-419.93
上海费勒品牌管理有限公司	34.76	-3,29
北京恐龙贸易有限公司	3,375.51	-402.65
上海朋鑫贸易有限公司	2,267.36	-127.77
上海纯棉贸易发展有限公司	2,923.11	-307.09

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司通过托管恐龙纺织，能够获取高端优势资源，扩大产业规模，有利于充分利用公司资源，降低成本，提高经营效率。同时罗莱生活未来将以 2018 年-2020 年利润作为基数，以合理溢价收购恐龙纺织，保证恐龙优势资源和团队的最大限度投入，实现双方利益共赢。

3.2.2.2. 公司与大朴网、优集品进行战略合作，拓展线上渠道资源

2014 年，公司和大朴网签署战略投资协议，迈出了整合产业链资源的第一步。大朴网是国内知名家纺垂直电商，公司与其以资本合作为基础，利用大朴网的平台资源和用户资源拓展线上业务，并在原材料采购、制造资源共享、销售渠道互通等众多领域展开合作，为

公司未来线上线下渠道打通，构造家纺产业立体生态圈打下良好基础，增厚公司电商渠道的基因。

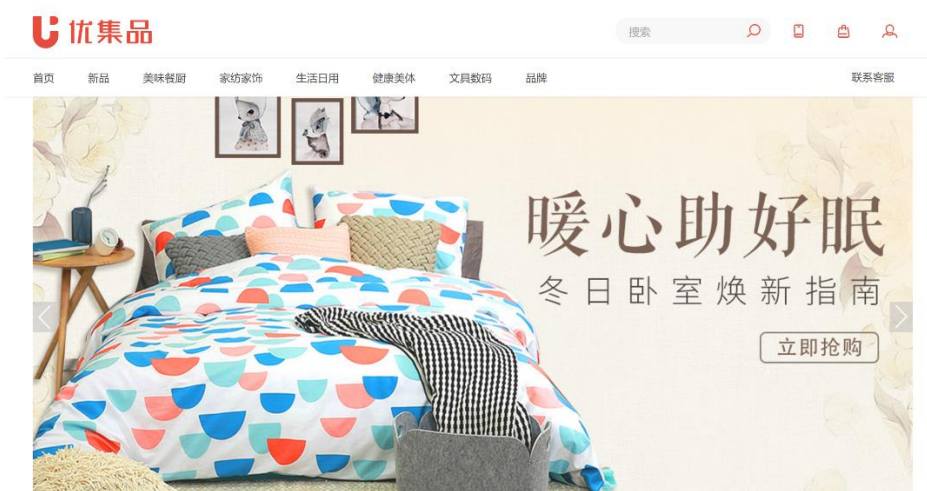
图 48：公司与大朴网合作



资料来源：大朴网，天风证券研究所

随后公司在 2016 年与北京优集品网络科技合作，持续拓展线上家居资源，推进家纺领域的全渠道布局。优集品拥有 8000 多个 SKU，7 大产品品类几乎涵盖了所有家居用品；同时全球采购的买手制选货方式，也使其拥有大部分高端粉丝，复购率达到 70%以上。在产品定位上罗莱生活和优集品有很高的契合度，双方在产业协同上也存在加大的空间；在产品、客户资源和供应链体系上，双方都可以进行资源共享和深度合作，从而推进罗莱生活的全渠道家居业态。

图 49：公司与优集品合作



资料来源：优集品，天风证券研究所

3.2.2.3. 投资和而泰、迈迪加、太火鸟公司，叠加产品优势，进入智能家居领域

蕴含健康、舒适理念的智能家居产品和公司的使命“让人们享受健康、舒适、美的家居生活”不谋而合。2015 年，罗莱生活借用自身在产品联合研发、销售渠道方面的优势，携手在技术领域占有一定优势的和而泰，开始布局智能家居新模式；同年，公司投资睡眠检测技术领先的迈迪加和拥有智能硬件孵化技术的太火鸟科技公司，继续开拓智能家居产业。

表 6：公司牵手多家公司，布局智能家具领域

公司名称	主营方向
深圳和而泰智能控制股份有限公司	和而泰依托 16 年专注家电智能化的产业经验，以大数据为媒介，结合在家庭生活场景数据交互领域得天独厚的优势，多维度全方位服务于未来家庭生活场景的新一代互联网平台。

深圳迈迪加科技发展有限公司

公司专注于家用健康产品、系统解决方案、拥有健康信息化系统集成技术。公司致力于非接触式生物传感器，拥有领先的睡眠监测核心技术，已研制出各种健康监测产品。

太火鸟

公司是基于人工智能的产品创新引擎和智能分发 SaaS 平台，具备智能硬件孵化服务。公司拥有完备的数据支持与信息服务系统，用消费者的反馈帮助产品改进创新，使产品用户体验优化。

资料来源：百度百科，公司官网，天风证券研究所

公司通过与这些公司的合作，能够获取人体在卧室睡眠环境中的生理数据、行为数据、环境数据，实现和其他各类智能消费电子产品的连接；同时利用大数据与云计算等技术，打造服务家庭场景集群的智能家居服务与运营平台；另外，公司可以在用户资源、推广资源、品牌、金融渠道等方面与这些公司进行资源协同和数据共享。在目前国家大力发展 AI 科技和市场对人工智能的热追捧下，公司能够提前布局，大胆发展，有利于公司形成先发优势，提升和叠加产品竞争力。

图 50：公司布局智能家居



资料来源：万物生花网站，天风证券研究所

总体来看，公司通过“产业投资+产业经营”并购和投资相关标的，逐步向大家纺小家居转型。体现在门店上，公司未来将对现有店铺进行扩店，开设大量“大家纺小家居”门店。目前公司拥有 300 多家大家纺小家居门店，全品类生活馆在 100 家左右，小家居品类对于线下收入的贡献占比在 10% 左右，营收接近 2 个亿。

对于转型成为“大家纺小家居”的门店，相比前期的传统门店，店效提升 10%--30%，主要是由于店铺面积扩充增加了产品 SKU 的陈列，同时多品类的合理搭配也使连单率更好，提振单店收入。我们认为，随着未来公司的不断转型和门店的不断升级，线下营收在店效提升的带动下将逐步提升。

3.3. 持续推进 IT 工具和全渠道 O2O 系统，提升供应链效率

3.3.1. 充分利用 IT 系统工具，有效支撑业务发展

随着公司规模的逐步扩大，有效的运营管理和决策效率成为关键，近年公司充分利用 IT 系统，支持业务发展和运营，提升整体供应链效率。

- 1) 公司积极提升终端零售运营效率，通过架构优化调整，逐步推进 CRM 及 ERP 等信息系统，提升终端管控力度；
- 2) 公司的 BI 项目逐步完善，有效提升了财务对账速度，有效的分析指标和分析维度使公司大数据初具规模，这将为公司的决策、营销和战略发展提供更精确有效的数据支持，推动公司的决策效率。
- 3) 在 2015 年，公司的 SAP 二期项目上线，实现了生产、采购、付款等供应链系统的全流程信息化；

4) Web POS 零售系统门店的覆盖率逐步提升, 使公司能够更及时、完整、准确的进行零售数据的采集和分析。

表 7: 充分利用 IT 工具, 有效支撑业务发展

IT 工具	描述	作用
CRM	客户关系管理系统: 属于 ERP 系统的一部分, 该系统基于互联网模式、专为中小企业量身打造的在线营销管理、销售管理、完整客户生命周期管理工具。	可以提高市场营销效果、为生产研发提供决策支持、维护客户关系、提升客户满意度等等。
Web POS	Web Baesed Point of sales : 基于 web 方式的销售点软收银系统	新型的信息化技术, 可以低成本, 网络化、并融 B2C 电子商务为一体, 统一产品、统一销售订单、统一客户资料, 使收银更智能化、移动化和管理化。
BI	商务智能: 从企业运作系统的数据中提取出有用的数据并进行清理, 经过抽取、转换和装载, 合并到一个企业级的数据仓库里, 从而得到企业数据的一个全局视图, 在此基础上利用合适的查询和分析工具、数据挖掘工具、OLAP 工具等对其进行分析和处理, 最后将知识呈现给管理者, 为管理者的决策过程提供数据支持。	它是一套完整的解决方案, 用来将企业中现有的数据进行有效的整合, 快速准确地提供报表并提出决策依据, 帮助企业做出明智的业务经营决策。
SAP	企业管理解决方案系统: 针对物资资源管理、人力资源管理、财务资源管理、信息资源管理等集成一体化的企业管理软件, 是企业员工及决策层提供决策手段的管理平台, SAP 全球所有 ERP 系统中对企业构架和财务控制考虑得最细致的系统, 也是整体控制逻辑和整体系统结构是最严谨的系统, 可以让企业引进先进的管理理念。	可以优化企业的资源和现代企业的运行模式, 反映了市场对企业合理调配资源的要求。它对于改善企业业务流程、提高企业核心竞争力具有显著作用。

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

3.3.2. 持续推进全渠道 O2O 分销系统, 提升运营效率

在公司向家居领域转型布局之后, 门店面积有所提高, 产品种类增多, 这对于公司的库存周转率、陈列效率等提出了较高的要求, 所以公司今年持续推进全渠道 O2O 分销系统, 通过精细化管理, 以提升整体供应链的营运效率。

- 1) 公司在 2015 年开发了基于全渠道理念的“智子系统”, 实现了对 PC 商城、微商城、公众号、第三方平台等各种互联网渠道的支持, 全渠道系统初见雏形;
- 2) 2016 年, 公司推进 DRP 分销系统建设, 通过打通会员信息、门店库存信息和大仓库库存信息之间的数据流, 实现全渠道的商品信息共享, 推动销配分离, 提升客户购物体验;
- 3) 同时公司通过曼哈顿 WMS 系统建设实现了多品牌、多渠道库存资源和销售能力的横向整合, 避免了热销商品缺货, 提升成交率, 还可以降低渠道库存, 提升库存周转。

目前, 公司全渠道 O2O 分销系统基本建成, 初步实现库存共享、会员共享、权益共享。

通过全渠道 O2O, 以往可以陈列 300--500 个 SKU 的 200 平米的店铺, 现在公司可以通过电子货架陈列和展示更多货品, 可展示 SKU 达到 2000 个, 通过电子货架等非店铺陈列的方式销售占比达到 20%, 有助于公司提高成交率和销售额, 同时也有利于公司消化存货;

同时, 通过全渠道 O2O 分销系统, 公司可以实现跨区域调货, 这部分的销售增长在 1000 万--2000 万左右, 全年通过 O2O 店铺实现的销售金额达 6000—7000 万元。目前, 实现全渠道门店调货 400 家左右, 18 年将考虑直营门店全部实现 O2O。

总体来看, 公司通过组建全新的供应链团队, 加快建设适应家居业务的供应链体系, 目前前端(生产与采购)的改善与优化已经巩固, 存货周转率开始提升, 未来将进一步加强后端供应链能力, 建立以零售为导向, 快速应变的供应链管理体系, 这将有助于公司提升消费者购物体验, 提高整体营运效率。

4. 盈利预测及估值

4.1. 盈利预测明细

基于公司未来规划和转型战略，我们做出如下假设：

1) 从需求端来看，家纺行业复苏和消费升级促终端销售好转；同时供给端方面，由于原材料价格提升，将促产品客单价提高，对于收入端的影响在 5%-10%左右。

2) 从 17 年四季度线下表现较好，11 月份线下增长超过 20%，所以 17 年整体销售向好；同时从 18 年春夏订货会来看，呈现双位数增长，实现 6.5 亿元的销售额，18 年整体销售趋势向好。

由此大背景下，从标准套件来看，我们给予其 2017—2019 年 8.5%的复合增长率。主要是由于套件作为公司产品销售占比最高的产品，其增长率一直保持平稳态势，维持在 8%左右，未来两年，由于原材料价格的提升，套件提价幅度在 5%左右，所以我们给予其 8.5%的复合增速。

从芯类产品来看，原材料价格的上涨对其价格影响较为明显，约有 20%的提价幅度，所以我们给予公司被芯类产品 5.1%的复合增长率；给予枕芯类产品 15.8%的复合增长率。

对于夏令产品，由于季节性较强，我们根据 17 年中报和公司往年的收入增速，给予其 30.4%的增速。对于其他饰品，根据往年增速我们给予 42.5%的复合增速，主要是由于随着公司门店的逐步转型，家居生活馆越来越多，有利于提升连单率和成交率，所以给予较高的增长率。

对于家具产品，由于莱克星顿并表，17 年开始进入营收，对于该品类的产品占营收占比，我们将其保持在 15%以上。同时公司在 17 年前三季度实现营收 5.7 亿元，我们给予其 17 年全年营收约 7.4 亿元。对于 18 年，收入增速将维持个位数增长，所以我们给予其 8%的增速，2017—2019 年的复合增速为 8.5%。

从毛利率来看，由于 17 年莱克星顿并表和电商占比提高，毛利率有较大的下降，我们给予其 17 年 44.8%的毛利率；另外，原材料价格上涨使产品提价，18 年整体毛利率将高于 17 年，所以我们给予其 45.4%的毛利率。

对于费用率来说，由于莱克星顿并表，公司销售费用率大幅下调，扣除莱克星顿并表影响，由于公司开始进行费用控制，费用增速将慢于收入增速，所以我们给予其 17 年 22.4%的销售费用率。

表 8：盈利预测（百万元，%）

（百万元）	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	CAGR17--19
标准套件类							
营收	1,192	1,283	1,377	1,489	1,614	1,753	
YOY	9.5%	7.7%	7.3%	8.1%	8.4%	8.6%	8.5%
毛利率	46.5%	50.7%	50.4%	50.7%	51.3%	51.4%	
被芯类							
营收	1,029	1,079	1,034	1,082	1,136	1,196	
YOY	2.9%	4.9%	-4.2%	4.6%	5.0%	5.3%	5.1%
毛利率	44.4%	48.2%	47.9%	48.5%	49.0%	49.2%	
枕芯类							
营收	171	187	214	246	285	330	
YOY	21.4%	9.4%	14.4%	15.3%	15.7%	15.9%	15.8%
毛利率	43.5%	46.9%	46.4%	46.6%	46.9%	47.0%	
夏令产品							

营收		53	60	77	100	131	171	
	YOY	-4.7%	13.6%	29.2%	30.0%	30.2%	30.6%	30.4%
毛利率		31.3%	35.2%	35.5%	35.7%	35.9%	36.3%	
其他饰品								
营收		298	306	450	630	895	1,280	
	YOY	112.3%	2.8%	47.0%	40.0%	42.0%	43.0%	42.5%
毛利率		45.3%	48.5%	47.0%	47.2%	47.5%	47.7%	
家具产品								
营收		-	-	-	741	800	872	
	YOY	-	-	-		8.0%	9.0%	8.5%
毛利率		-	-	-	26.4%	26.8%	27.0%	
营业总收入		2761	2916	3152	4288	4860	5602	
	YOY	9.40%	5.6%	8.1%	36.0%	13.3%	15.2%	14.3%
总体毛利率		44.9%	49.0%	48.5%	44.8%	45.4%	45.6%	
销售费用率		21.8%	24.1%	24.9%	22.4%	22.5%	22.6%	
管理费用率		7.2%	8.6%	9.7%	9.8%	9.9%	9.8%	
财务费用率		-0.8%	-0.5%	-0.2%	0.8%	0.8%	0.8%	
营业税金及附加比率		1.0%	1.1%	1.0%	1.1%	1.1%	1.0%	
资产减值损失		0.6%	1.1%	1.5%	0.9%	1.0%	1.1%	
所得税率		11.9%	17.3%	19.2%	20.0%	19.8%	19.7%	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

在家纺行业复苏的大背景下，公司逐步向大家纺小家居战略转型；随着渠道的逐步扩张和下沉的逐步推进，连单率和成交率将促终端销售持续提升；另外，考虑到电商持续高增长带来新的业绩增长动力，我们调整 17-19 年营收分别至 43 亿元、48.6 亿元和 56 亿元，增速分别为 36%、13%、15%。预计 17-19 年 EPS 为 0.57/0.65/0.75 元，对应 PE 24.69/21.60/18.71 倍。

4.2. 相对估值

公司属于家纺行业，我们选取家纺行业其他可比上市公司：富安娜、罗莱生活、梦洁股份等公司作比较。从行业平均估值来看，2017—2019 年的 PE 为 27.15、22.38 和 18.62 倍；考虑到公司各方面稳步推进，家居转型将带来更大业绩弹性，所以我们给予公司 18 年 24 倍 PE，对应 3—6 个月目标价为 15.60 元，上调至“买入”评级。

表 9：可比上市公司估值

公司	2017E	2018E	2019E
富安娜	18.24	15.69	13.55
梦洁股份	38.72	31.50	25.62
水星家纺	24.48	19.94	16.68
平均	27.15	22.38	18.62

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

1) 行业复苏不达预期，出现波动

由于目前家纺行业复苏态势已经显现，但主要是由于宏观经济环境有所改善，加之电商业务驱动所致，如果终端出现消费疲软造成行业复苏不达预期，将会导致行业整体波动，影响公司销售业绩，出现风险。

2) 外延并购风险

公司在向“家居生活一站式”供应商的过程中，通过资本力量进行外延拓展，在这过程中公司可能存在经验不足，判断失误而形成投资风险。

3) 线下渠道拓展和下沉不达预期

公司产品定位中高端，在渠道下沉过程有可能面对其他竞争对手的阻力，或有由于产品风格、定位与低线城市不符的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	589.60	1,158.55	412.31	1,031.03	776.42	营业收入	2,915.63	3,152.22	4,288.26	4,860.37	5,601.51
应收账款	335.03	428.36	375.31	356.12	486.84	营业成本	1,488.08	1,624.55	2,365.18	2,655.86	3,049.15
预付账款	103.97	100.07	121.52	160.97	170.02	营业税金及附加	30.93	32.88	47.17	53.46	56.02
存货	659.82	658.85	1,348.79	890.50	1,694.25	营业费用	702.09	786.05	960.57	1,093.58	1,265.94
其他	771.73	589.80	704.41	689.17	661.95	管理费用	250.44	306.96	420.25	481.18	548.95
流动资产合计	2,460.16	2,935.64	2,962.34	3,127.78	3,789.48	财务费用	(14.23)	(7.28)	(2.26)	(9.17)	(11.48)
长期股权投资	48.38	44.21	44.21	44.21	44.21	资产减值损失	31.30	48.55	39.50	48.60	61.62
固定资产	393.13	386.78	392.92	417.79	440.89	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	11.60	7.88	40.73	72.44	73.46	投资净收益	54.80	30.52	34.16	34.16	34.16
无形资产	115.28	118.17	110.99	103.81	96.63	其他	(109.60)	(61.04)	(68.32)	(68.32)	(68.32)
其他	456.30	715.60	675.11	666.15	666.52	营业利润	481.82	391.02	492.00	571.01	665.49
非流动资产合计	1,024.69	1,272.65	1,263.97	1,304.40	1,321.71	营业外收入	31.20	31.52	30.13	30.95	30.87
资产总计	3,484.85	4,208.29	4,226.31	4,432.18	5,111.19	营业外支出	1.32	3.02	4.10	2.81	3.31
短期借款	100.00	400.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	511.70	419.52	518.03	599.14	693.04
应付账款	419.99	456.96	743.54	648.63	948.69	所得税	88.61	80.71	103.61	118.63	136.53
其他	293.77	364.77	377.80	389.44	454.32	净利润	423.09	338.81	414.42	480.51	556.51
流动负债合计	813.76	1,221.73	1,121.34	1,038.07	1,403.01	少数股东损益	13.00	21.52	13.05	20.14	25.39
长期借款	0.00	88.38	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	410.09	317.30	401.37	460.38	531.12
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.58	0.45	0.57	0.65	0.75
其他	15.63	17.92	13.05	15.53	15.50						
非流动负债合计	15.63	106.30	13.05	15.53	15.50						
负债合计	829.39	1,328.03	1,134.39	1,053.60	1,418.51	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	99.02	141.22	153.62	173.42	198.25	成长能力					
股本	701.82	701.82	701.82	704.92	704.92	营业收入	5.59%	8.11%	36.04%	13.34%	15.25%
资本公积	345.58	348.50	348.50	348.50	348.50	营业利润	11.51%	-18.84%	25.82%	16.06%	16.55%
留存收益	1,854.59	2,034.45	2,236.49	2,500.25	2,789.52	归属于母公司净利润	3.01%	-22.63%	26.50%	14.70%	15.37%
其他	(345.55)	(345.73)	(348.50)	(348.50)	(348.50)	获利能力					
股东权益合计	2,655.46	2,880.26	3,091.92	3,378.58	3,692.68	毛利率	48.96%	48.46%	44.85%	45.36%	45.57%
负债和股东权益总计	3,484.85	4,208.29	4,226.31	4,432.18	5,111.19	净利率	14.07%	10.07%	9.36%	9.47%	9.48%
						ROE	16.04%	11.58%	13.66%	14.36%	15.20%
						ROIC	22.85%	16.28%	23.57%	20.73%	28.39%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	23.80%	31.56%	26.84%	23.77%	27.75%
净利润	423.09	338.81	401.37	460.38	531.12	净负债率	-0.74%	4.85%	-10.31%	21.37%	0.61%
折旧摊销	67.40	74.22	28.19	30.61	33.06	流动比率	3.02	2.40	2.64	3.01	2.70
财务费用	(15.32)	(8.73)	(2.26)	(9.17)	(11.48)	速动比率	2.21	1.86	1.44	2.16	1.49
投资损失	(54.80)	(30.52)	(34.16)	(34.16)	(34.16)	营运能力					
营运资金变动	(59.76)	259.57	(438.66)	381.79	(551.68)	应收账款周转率	10.61	8.26	10.67	13.29	13.29
其它	(21.11)	(128.01)	13.05	20.14	25.39	存货周转率	4.51	4.78	4.27	4.34	4.33
经营活动现金流	339.50	505.35	(32.46)	849.58	(7.75)	总资产周转率	0.88	0.82	1.02	1.12	1.17
资本支出	116.08	3.48	64.87	77.51	50.03	每股指标(元)					
长期投资	48.38	(4.17)	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.58	0.45	0.57	0.65	0.75
其他	(387.52)	(208.09)	(89.78)	(123.68)	(65.97)	每股经营现金流	0.48	0.72	-0.05	1.21	-0.01
投资活动现金流	(223.06)	(208.78)	(24.90)	(46.17)	(15.93)	每股净资产	3.63	3.89	4.19	4.55	4.96
债权融资	100.00	488.38	0.00	0.00	0.00	估值比率					
股权融资	15.97	12.94	(0.52)	12.27	11.48	市盈率	24.27	31.37	24.69	21.62	18.74
其他	(292.47)	(325.72)	(688.36)	(196.96)	(242.41)	市净率	3.89	3.63	3.37	3.11	2.85
筹资活动现金流	(176.50)	175.60	(688.87)	(184.69)	(230.93)	EV/EBITDA	23.93	19.62	17.66	14.51	12.92
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	25.98	21.79	18.67	15.30	13.57
现金净增加额	(60.06)	472.17	(746.24)	618.73	(254.61)						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com