

罗莱生活 (002293)

证券研究报告

2018 年 02 月 28 日

17 年业绩略超预期，内生增长动力强劲，18 年业绩有望持续增长

终端销售回暖促家纺主业显著增长，莱克星顿并表增厚业绩，业绩略超我们预期。

公司于 2018 年 2 月 27 日晚披露业绩快报：预计 2017 年实现营收 46.6 亿元 (+47.94%)；实现归母净利润 4.29 亿元 (+35.25%)。Q4 实现营收 14.81 亿元，(+48.53%)；实现归母净利润 1.19 亿元，(+105.06%)，Q4 业绩增幅较高主要是由于 16 年 Q4 利润低基数影响。**综合来看，公司业绩取得较快增长的原因主要系：**1) 终端需求回暖促线下业务稳健增长；2) 电商业务的快速增长；3) 莱克星顿并表贡献业绩。公司全年营收和净利润略超我们此前预期 (42.88 亿元/4.01 亿元)。

收入端：分拆来看，公司莱克星顿并表预计 17 年实现营收 7—8 亿元左右，若以 7.5 亿元计算，剔除掉莱克星顿并表影响，公司家纺主业预计全年实现营收 39.13 亿元 (+24.15%)；Q4 家纺主业实现营收 13.01 亿元 (+30.54%)，莱克星顿预计实现营收 1.8 亿元。**利润端：**由于并购莱克星顿的摊销影响，17 年净利润增速略低于营收增速，18 年合并口径预计贡献公司净利润为 2000—3000 万元左右。**经营数据：**预计 17 年毛利率将有所下调，主要是由于电商业务占比提升和莱克星顿家具业务毛利率较低，从而影响整体毛利率水平。但由于原材料价格提升，公司产品价格在 18 年将会增长，毛利率将有所回调；我们预计公司 17 年净利率有所下滑为 9.2% (-0.8pct)，主要是受到毛利率下调影响。

品牌拆分开来看，主品牌罗莱单店收入呈现个位数增长；电商 LOVO 品牌 17 年全年实现营收在 10 亿元左右，同比增长 40%；内野纺织 17 年预计实现 30%—50% 的增长；莱克星顿 18 年预计营收实现个位数增长，贡献业绩 2000-3000 万元；恐龙纺织在托管之后业绩回升，预计 18 年上半年可以弥补亏损，19 年公司有以合理溢价收购的计划。未来，优质标的与家纺主业间的协同效应应促公司业绩规模进一步提升并带来新的增长点。

差异化渠道满足不同消费者需求，内生增长动力强劲，促公司业绩持续稳定增长。

线上：17 年公司线上营收约为 10 亿元，增速在 40% 左右，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。**线下：**17 年公司线下营收增速约为 17%，渠道以加盟模式为主，拥有 2700+ 家门店，渠道规模处于同行业领先地位；17 年净开店 200+ 家，主要以二三线城市为主，未来仍有约 1 倍的开店空间。我们认为“大家纺小家居”的战略转型为公司家纺主业带来良好的引流效果，促终端连单率和客单价持续提升；同时随着公司的渠道下沉，配合低线城市的消费升级带来的需求提升，公司业绩将持续稳健增长。

维持“买入”评级，上调至目标价 17 元。

考虑到公司 18 年订货会呈现双位数增长，1 月份出货超 30% 的增长，18 年整体销售趋势向好，并且我们认为家纺行业复苏态势可持续，公司业绩有望持续增长。因此我们上调 18、19 年净利润至 5.32/6.41 亿元，上调 18—19 年 EPS 至 0.68/0.77 元 (原值为 0.58/0.73)，对应 PE22.22/19.45 倍。同时，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 25 倍 PE，对应 3—6 个月目标价为 17 元。

风险提示：行业复苏不达预期，并购风险、线下渠道扩张和下沉不达预期。

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	4,663.43	5,447.09	6,346.85
增长率(%)	5.59	8.11	47.94	16.80	16.52
EBITDA(百万元)	507.67	426.28	552.57	686.22	829.54
净利润(百万元)	410.09	317.30	427.66	532.32	641.12
增长率(%)	3.01	(22.63)	34.78	24.47	20.44
EPS(元/股)	0.55	0.43	0.57	0.68	0.77
市盈率(P/E)	27.29	35.27	26.17	22.22	19.45
市净率(P/B)	4.38	4.09	3.74	3.54	3.34
市销率(P/S)	3.84	3.55	2.40	2.17	1.96
EV/EBITDA	23.93	19.62	19.00	15.14	13.65

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 (维持评级)
当前价格	15.04 元
目标价格	17.00 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)	11,192.45
流通 A 股市值(百万元)	10,517.66
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-公司深度研究:家纺行业龙头,看好“大家纺小家居”转型战略》 2018-02-13
- 2 《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
- 3 《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



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	589.60	1,158.55	373.07	1,119.26	854.37
应收账款	335.03	428.36	445.62	374.10	581.02
预付账款	103.97	100.07	139.80	176.48	196.85
存货	659.82	658.85	1,514.43	992.78	1,922.69
其他	771.73	589.80	704.74	689.34	662.43
流动资产合计	2,460.16	2,935.64	3,177.67	3,351.96	4,217.37
长期股权投资	48.38	44.21	44.21	44.21	44.21
固定资产	393.13	386.78	392.92	417.79	440.89
在建工程	11.60	7.88	40.73	72.44	73.46
无形资产	115.28	118.17	110.99	103.81	96.63
其他	456.30	715.60	675.11	666.15	666.52
非流动资产合计	1,024.69	1,272.65	1,263.97	1,304.40	1,321.71
资产总计	3,484.85	4,208.29	4,441.63	4,656.35	5,539.08
短期借款	100.00	400.00	28.98	0.00	0.00
应付账款	419.99	456.96	842.59	716.15	1,085.55
其他	293.77	364.77	408.67	406.08	497.90
流动负债合计	813.76	1,221.73	1,280.24	1,122.23	1,583.45
长期借款	0.00	88.38	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
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	1,293.29	1,137.76	1,598.95
少数股东权益	99.02	141.22	154.43	177.32	207.29
股本	701.82	701.82	744.19	786.57	828.95
资本公积	345.58	348.50	348.50	348.50	348.50
留存收益	1,854.59	2,034.45	2,249.73	2,554.70	2,903.88
其他	(345.55)	(345.73)	(348.50)	(348.50)	(348.50)
股东权益合计	2,655.46	2,880.26	3,148.35	3,518.60	3,940.13
负债和股东权益总	3,484.85	4,208.29	4,441.63	4,656.35	5,539.08

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	339.38	512.53	674.76	829.38	1,001.29
折旧摊销	306.79	325.91	188.17	198.37	205.49
财务费用	200.54	176.71	278.35	306.73	378.79
投资损失	(10.68)	(16.37)	(20.48)	(25.28)	(18.29)
营运资金变动	(1,155.54)	(217.13)	(4,276.39)	2,043.44	(5,497.18)
其它	414.06	43.57	(6.83)	34.84	44.56
经营活动现金流	94.55	825.21	(3,162.42)	3,387.48	(3,885.35)
资本支出	520.36	988.25	55.29	85.36	47.99
长期投资	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,249.34)	(1,363.65)	(64.45)	(143.68)	(87.42)
投资活动现金流	(728.88)	(375.40)	(9.16)	(58.31)	(39.43)
债权融资	4,513.91	5,033.66	8,360.65	6,767.04	11,500.75
股权融资	(284.07)	(273.50)	(227.36)	(306.73)	(378.79)
其他	(3,741.32)	(4,844.33)	(5,136.26)	(9,472.43)	(6,907.61)
筹资活动现金流	488.53	(84.16)	2,997.04	(3,012.13)	4,214.36
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(145.80)	365.65	(174.54)	317.04	289.57

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,915.63	3,152.22	4,663.43	5,447.09	6,346.85
营业成本	1,488.08	1,624.55	2,560.32	2,973.63	3,439.29
营业税金及附加	30.93	32.88	51.30	59.92	63.47
营业费用	702.09	786.05	1,072.59	1,225.60	1,421.69
管理费用	250.44	306.96	443.03	512.03	590.26
财务费用	(14.23)	(7.28)	(1.55)	(9.02)	(12.54)
资产减值损失	31.30	48.55	45.98	54.47	69.82
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	54.80	30.52	34.16	34.16	34.16
其他	(109.60)	(61.04)	(68.32)	(68.32)	(68.32)
营业利润	481.82	391.02	525.92	664.64	809.02
营业外收入	31.20	31.52	30.13	30.95	30.87
营业外支出	1.32	3.02	4.10	2.81	3.31
利润总额	511.70	419.52	551.95	692.77	836.58
所得税	88.61	80.71	110.39	137.17	164.81
净利润	423.09	338.81	441.56	555.60	671.77
少数股东损益	13.00	21.52	13.90	23.28	30.65
归属于母公司净利润	410.09	317.30	427.66	532.32	641.12
每股收益（元）	0.55	0.43	0.57	0.68	0.77

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	5.59%	8.11%	47.94%	16.80%	16.52%
营业利润	11.51%	-18.84%	34.50%	26.38%	21.72%
归属于母公司净利润	3.01%	-22.63%	34.78%	24.47%	20.44%
获利能力					
毛利率	48.96%	48.46%	45.10%	45.41%	45.81%
净利率	14.07%	10.07%	9.17%	9.77%	10.10%
ROE	16.04%	11.58%	14.28%	15.93%	17.18%
ROIC	22.85%	16.28%	25.24%	22.88%	33.64%
偿债能力					
资产负债率	23.80%	31.56%	29.12%	24.43%	28.87%
净负债率	-0.74%	4.85%	-10.13%	25.33%	0.47%
流动比率	3.02	2.40	2.48	2.99	2.66
速动比率	2.21	1.86	1.30	2.10	1.45
营运能力					
应收账款周转率	10.61	8.26	10.67	13.29	13.29
存货周转率	4.51	4.78	4.29	4.35	4.35
总资产周转率	0.88	0.82	1.08	1.20	1.25
每股指标（元）					
每股收益	0.55	0.43	0.57	0.68	0.77
每股经营现金流	0.46	0.68	-0.17	1.34	-0.02
每股净资产	3.44	3.68	4.02	4.25	4.50
估值比率					
市盈率	27.29	35.27	26.17	22.22	19.45
市净率	4.38	4.09	3.74	3.54	3.34
EV/EBITDA	23.93	19.62	19.00	15.14	13.65
EV/EBIT	25.98	21.79	20.02	15.85	14.22

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