

罗莱生活 (002293)

证券研究报告

2018 年 04 月 26 日

17 年业绩超市场预期，18 年优化渠道，轻装上阵

事件：公司公布 2017 年报及 2018 年一季度：

2017 年实现营收 46.6 亿元 (+47.89%)，实现归母净利润 4.28 亿元 (+34.85%)，扣非净利润为 3.8 亿元 (+44.23%)，EPS 为 0.61 元，每 10 股派发红利 3.5 元。17 年业绩高速增长主要系：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。

分单季度来看，公司 17 年 Q1—Q4 分别实现营收 10.58(+39%)、9.24(+59%)、12.01(+48%)、14.79 亿元(+48%)；实现归母净利润 1.17(+7%)、4.48(+7%)、1.49(37%)、1.17(+103%)，各季度收入高速增长，其中 Q4 净利润增速加快主要系 17 年莱克星顿并表提振业绩，而去年同期低基数所致。

2018Q1 实现营收 11.72 亿元(+10.75%)，归母净利润 1.56 亿元(+33.94%)，扣非净利润为 1.32 亿元(+12.9%)。Q1 收入增速放缓原因系：1) 莱克星顿美国业务虽有增长，但受到汇率影响，以人民币计收入下滑拖累整体收入水平；2) 供应链稳定性略有波动使得 Q1 部分产品断货影响 Q1 收入。扣非净利润增速较低主要系计入当期的政府补助提升(增长 30%)所致。

公司预计 2018H1 实现归母净利润 1.86—2.18 亿元，同比增长 15%-35%，业绩保持稳健增速主要得益于业务结构和渠道库存不断优化。

2017 业绩表现靓丽，2018Q1 收入增速低于预期

收入端：分拆来看，莱克星顿 17 年贡献营收 7.93 亿元，剔除并表影响，公司家纺主业实现营收 38.69 亿元(+22.74%)，家纺主业整体销售情况较好。其中 Q4 莱克星顿贡献营收 2.2 亿元，家纺主业实现营收 12.56 亿元(+26.03%)。

利润端：由于并购莱克星顿摊销影响，公司 17 年净利润增速略低于收入增速。17 年莱克星顿贡献净利润 1559 万元，剔除并表影响，公司家纺主业净利润为 3.67 亿元(+38%)。

拆分来看，内野纺织 17 年实现营收 1.11 亿元(+9.97%)；净利润 643 万元(-19%)；恐龙纺织在托管之后业绩回升，实现净利润 391 万元(+173%)，目前由于未来业绩不确定性较大，未计入公司利润。我们看好优质标的与家纺主业的协同效应，促公司业绩规模进一步提升并带来新的增长点。

分渠道看，17 年公司线下门店共 2663 家，全年净开店 221 家；公司渠道以加盟模式为主，直营为辅，主要分布在二三线城市，规模居同行业领先地位。17 年线上占比略有提升，未来随着公司全渠道 O2O 的逐步推进，电商业务占比将会进一步提升并持续贡献业绩。

17 年受到并表及电商影响毛净利率略有下滑，控费能力提升

毛利率：17 年毛利率为 43.46%，同比下降 5pcts，主要是由于电商业务占比不断提升和莱克星顿家具业务的毛利率较低，从而影响整体毛利率水平。18 Q1 毛利率为 43.1%(-1.47pct)。

费用率：17 年销售/管理/财务费用率分别为 21.61%(-3.3pct)、8.84%(-0.9pct)、0.59%(+0.82pct)，其中财务费用率提升主要系银行利息增长及外汇损失较大所致，销售费用率大幅下降主要得益于公司严控费用端支出，取得较好效果；18 年 Q1 销售/管理/财务费用率分别为 19.33%

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	13.85 元
目标价格	17.76 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	744.73
流通 A 股股本(百万股)	699.31
A 股总市值(百万元)	10,314.50
流通 A 股市值(百万元)	9,685.48
每股净资产(元)	4.80
资产负债率(%)	26.24
一年内最高/最低(元)	16.38/10.00

作者

吕明	分析师
SAC 执业证书编号：	S1110518040001
lvming@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《罗莱生活-公司点评: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》 2018-02-28
- 2 《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
- 3 《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



(+1.4pct)、7.71% (-4.27pct)、0.02% (+0.12pct)，其中管理费用率大幅下降得益于公司提升经营水平，严控管理费用已有成效。

净利率：受到毛利率下滑较大影响，17 年公司净利率为 9.72% (-1pct)；同时费用率的下降使 18Q1 净利率同比增加+1.75pct 至 13.58%。

营运能力：17 年存货周转率为 3.16 次 (+0.7)，18Q1 为 0.65 (-0.08) 整体变化较小。从存货来看，17 年存货较年初增长 53%，主要系莱克星顿并表导致存货金额增加。应收账款周转率为 12.05 次 (+0.81)，18Q1 为 2.49 (-0.6)。整体来看，公司营运能力较为稳定。

“大家纺小家居”战略带来良好引流效果，差异化渠道覆盖不同消费群体，促公司业绩持续稳定增长

罗莱线上定位中低端人群，线下定位中高端，差异化定位有效覆盖不同消费水平的客户群体。另外，公司针对线上渠道建立了 LOVO 电商品牌，有助于减少线上线下冲突和对罗莱主品牌形象的负面影响。线上方面，LOVO 引领销售，17 年双十一销售额取得双连冠，电商持续保持高增速提供业绩稳定增长驱动力。线下渠道方面，受益于家纺行业复苏及消费升级，线下销售亦实现高增长，同时“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；我们认为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，公司内生增长动力强劲，业绩将持续稳健增长。

维持买入评级，上调 3—6 个月目标价至 17.76 元

在家纺行业复苏的大背景下，公司积极向大家纺小家居战略转型。随着渠道不断扩张完善和渠道下沉的逐步推进，连单率和成交率增长将促终端销售持续提升。根据去年业绩高增长表现以及参考公司经营目标，我们调整公司 18-20 年净利润为 5.5、6.5、7.6 亿元（18-19 年原值 5.3/6.4 亿元），18-19 年 EPS 为 0.74、0.89 元（原值为 0.68/0.77 元），对应 PE 19/16/13 倍。由于 17 年业绩表现靓丽，18 年整体销售趋势稳定，公司业绩有望持续稳健增长。我们给予公司 18 年 24 倍 PE，对应 3—6 个月目标价由 17 元调整至 17.76 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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,152.22	4,661.85	5,523.98	6,435.59	7,469.81
增长率(%)	8.11	47.89	18.49	16.50	16.07
EBITDA(百万元)	426.28	618.26	727.91	865.23	1,010.29
净利润(百万元)	317.30	427.88	548.69	651.91	762.98
增长率(%)	(22.63)	34.85	28.45	20.85	17.30
EPS(元/股)	0.43	0.61	0.74	0.89	1.05
市盈率(P/E)	32.51	24.11	18.77	15.53	13.24
市净率(P/B)	3.77	3.43	2.95	2.58	2.22
市销率(P/S)	3.27	2.21	1.87	1.60	1.38
EV/EBITDA	19.62	16.13	12.87	9.98	8.64

资料来源：wind，天风证券研究所

表 1：公司家纺主业营收测算（百万元，%）

（单位：百万元，%）	2016年中报	2016年三季度	2016Q4单季度	2016年全年	2017年中报	2017年三季度	2017Q4单季度	2017年全年
营业收入	1343.1	2155.3	997.0	3152.2	1981.4	3182.7	1479.2	4661.9
莱克星顿并表	-	-	-	-	381.7	570.0	222.7	792.7
剔除并表家纺主业营收	1343.1	2155.3	997.0	3152.2	1599.7	2612.7	1256.5	3869.1
YOY	-	-	-	-	19.1%	21.2%	26.0%	22.7%

资料来源：公司年报，天风证券研究所

表 2：公司按产品收入拆分（百万元，%）

（百万元，%）	2014	2015	2016	2017
标准套件类				
营收	1,192	1,283	1,377	1,606
YOY	9.5%	7.7%	7.3%	16.6%
毛利率	46.5%	50.7%	50.4%	46.6%
被芯类				
营收	1,029	1,079	1,034	1,390
YOY	2.9%	4.9%	-4.2%	34.4%
毛利率	44.4%	48.2%	47.9%	45.3%
枕芯类				
营收	171	187	214	261
YOY	21.4%	9.4%	14.4%	22.2%
毛利率	43.5%	46.9%	46.4%	45.0%
夏令产品				
营收	53	60	77	90
YOY	-4.7%	13.6%	29.2%	16.7%
毛利率	31.3%	35.2%	35.5%	36.0%
其他饰品				
营收	298	306	450	522
YOY	112.3%	2.8%	47.0%	15.9%
毛利率	45.3%	48.5%	47.0%	44.9%
家具产品				
营收	-	-	-	793
YOY	-	-	-	-
毛利率	-	-	-	33.3%
营业总收入	2761	2916	3152	4662
YOY	9.40%	5.6%	8.1%	47.9%

资料来源：公司年报，天风证券研究所

表 3：公司季度利润表概览（万元，%）

项目/季度	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1
销售收入	76,285	58,024	81,218	99,695	105,777	92,367	120,123	147,918	117,151
YoY	8%	7%	2%	15%	39%	59%	48%	48%	11%
EBIT	12,563	5,839	12,571	9,205	14,523	9,649	19,455	13,744	17,428
YoY	-6%	16%	-11%	-23%	16%	65%	55%	49%	20%
归母净利润	10,881	4,202	10,862	5,784	11,684	4,480	14,889	11,735	15,649
YoY	-6%	-38%	-22%	-33%	7%	7%	37%	103%	34%

EPS(元)	0.16	0.06	0.15	0.08	0.17	0.06	0.21	0.17	0.21
主要财务比率	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1
毛利率	49.9%	49.2%	47.2%	48.0%	44.6%	45.4%	43.1%	41.8%	43.1%
销售费用率	21.9%	28.6%	22.9%	26.8%	17.9%	24.7%	18.7%	24.7%	19.3%
管理费用率	10.6%	9.5%	8.0%	10.6%	12.0%	9.8%	7.3%	7.2%	7.7%
财务费用率	-0.1%	-0.2%	0.0%	-0.5%	-0.1%	2.6%	0.1%	0.3%	0.0%
EBIT 比率	16.5%	10.1%	15.5%	9.2%	13.7%	10.4%	16.2%	9.3%	14.9%
净利润率	14.3%	7.2%	13.4%	5.8%	11.0%	4.8%	12.4%	7.9%	13.4%

资料来源：公司年报，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,158.55	430.52	767.36	1,534.51	1,485.14
应收账款	428.36	535.72	638.16	423.33	808.74
预付账款	100.07	73.87	228.05	119.29	242.15
存货	658.85	1,006.97	1,389.26	1,275.01	1,920.48
其他	589.80	1,173.68	844.25	872.08	962.60
流动资产合计	2,935.64	3,220.77	3,867.08	4,224.23	5,419.12
长期股权投资	44.21	2.68	2.68	2.68	2.68
固定资产	386.78	381.09	387.96	413.38	436.91
在建工程	7.88	8.99	41.39	72.84	73.70
无形资产	118.17	306.53	269.04	231.55	194.06
其他	715.60	668.10	594.06	599.55	605.09
非流动资产合计	1,272.65	1,367.39	1,295.14	1,319.99	1,312.44
资产总计	4,208.29	4,588.16	5,162.22	5,544.22	6,731.56
短期借款	400.00	190.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	456.96	571.80	936.11	766.46	1,110.91
其他	364.77	536.29	515.86	511.96	650.98
流动负债合计	1,221.73	1,298.09	1,451.97	1,278.42	1,761.89
长期借款	88.38	50.31	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	17.92	87.04	40.20	48.38	58.54
非流动负债合计	106.30	137.35	40.20	48.38	58.54
负债合计	1,328.03	1,435.44	1,492.16	1,326.81	1,820.43
少数股东权益	141.22	147.71	175.16	214.17	257.63
股本	701.82	704.91	744.73	744.73	744.73
资本公积	348.50	370.84	370.84	370.84	370.84
留存收益	2,034.45	2,344.30	2,750.16	3,258.51	3,908.76
其他	(345.73)	(415.03)	(370.84)	(370.84)	(370.84)
股东权益合计	2,880.26	3,152.73	3,670.06	4,217.42	4,911.13
负债和股东权益总	4,208.29	4,588.16	5,162.22	5,544.22	6,731.56

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	338.81	453.07	549.61	664.20	779.11
折旧摊销	74.22	107.90	58.21	60.64	63.09
财务费用	(8.73)	25.24	(1.17)	(15.62)	(20.49)
投资损失	(30.52)	(46.34)	(43.89)	(43.89)	(43.89)
营运资金变动	259.57	(603.74)	68.42	238.17	(757.79)
其它	(128.01)	462.21	28.89	39.67	44.45
经营活动现金流	505.35	398.33	660.08	943.16	64.49
资本支出	3.48	207.81	106.84	71.81	39.84
长期投资	(4.17)	(41.53)	0.00	0.00	0.00
其他	(208.09)	(986.89)	(124.98)	(107.73)	(45.41)
投资活动现金流	(208.78)	(820.61)	(18.13)	(35.92)	(5.56)
债权融资	488.38	247.50	2.40	3.19	4.26
股权融资	12.94	(49.22)	85.19	15.62	20.49
其他	(325.72)	(406.73)	(392.70)	(158.91)	(133.04)
筹资活动现金流	175.60	(208.45)	(305.11)	(140.09)	(108.29)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	472.17	(630.73)	336.84	767.15	(49.37)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,152.22	4,661.85	5,523.98	6,435.59	7,469.81
营业成本	1,624.55	2,635.59	3,108.40	3,609.06	4,180.65
营业税金及附加	32.88	32.93	27.62	32.18	37.35
营业费用	786.05	1,007.43	1,204.23	1,396.52	1,613.48
管理费用	306.96	412.19	486.11	559.90	652.86
财务费用	(7.28)	27.68	(1.17)	(15.62)	(20.49)
资产减值损失	48.55	65.58	71.81	77.23	82.17
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	30.52	46.34	43.89	43.89	43.89
其他	(61.04)	(92.29)	(87.78)	(87.78)	(87.78)
营业利润	391.02	526.41	670.87	820.22	967.69
营业外收入	31.52	28.74	30.49	30.25	29.83
营业外支出	3.02	11.27	5.20	6.49	7.65
利润总额	419.52	543.88	696.15	843.97	989.86
所得税	80.71	90.81	117.65	140.10	166.30
净利润	338.81	453.07	578.50	703.87	823.56
少数股东损益	21.52	25.19	28.89	39.67	44.45
归属于母公司净利润	317.30	427.88	549.61	664.20	779.11
每股收益（元）	0.43	0.61	0.74	0.89	1.05

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	8.11%	47.89%	18.49%	16.50%	16.07%
营业利润	-18.84%	34.62%	27.44%	22.26%	17.98%
归属于母公司净利润	-22.63%	34.85%	28.45%	20.85%	17.30%
获利能力					
毛利率	48.46%	43.46%	43.73%	43.92%	44.03%
净利率	10.07%	9.18%	9.95%	10.32%	10.43%
ROE	11.58%	14.24%	15.73%	16.59%	16.74%
ROIC	16.28%	27.77%	21.88%	26.30%	33.87%
偿债能力					
资产负债率	31.56%	31.29%	28.91%	23.93%	27.04%
净负债率	4.85%	-10.11%	20.64%	17.13%	-4.29%
流动比率	2.40	2.48	2.66	3.30	3.08
速动比率	1.86	1.71	1.71	2.31	1.99
营运能力					
应收账款周转率	8.26	9.67	9.41	12.13	12.13
存货周转率	4.78	5.60	4.61	4.83	4.68
总资产周转率	0.82	1.06	1.13	1.20	1.22
每股指标（元）					
每股收益	0.43	0.61	0.74	0.89	1.05
每股经营现金流	0.68	0.53	0.89	1.27	0.09
每股净资产	3.68	4.04	4.69	5.38	6.25
估值比率					
市盈率	32.51	24.11	18.77	15.53	13.24
市净率	3.77	3.43	2.95	2.58	2.22
EV/EBITDA	19.62	16.13	12.87	9.98	8.64
EV/EBIT	21.79	17.98	13.99	10.74	9.21

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 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com