

业绩稳健，控费合理，品牌+渠道持续发力

投资要点

- **事件：**公司发布 2018 年半年报，上半年实现营业收入 21.97 亿元，同比增长 10.9%；实现归母净利润 2.18 亿元，同比增长 35.1%。
- **业绩理想，主营稳健，新品类逐步发力。**公司整体经营情况良好，18H1 公司营业收入同比提高 10.9%，达到 22 亿元；净利润同比提高 35.1%，实现归母净利润 2.2 亿元。毛利率和净利率均有小幅提升，分别提高到 45.3%和 10.3%。公司减持聚焦主业，床上用品的标准套件类占比同比提高 0.3 个百分点到 34.8%。并购进入的家具类产品同比增加 0.7 个百分点到 17.7%。
- **现金流状况改善明显。**公司现金流情况同比明显改善，经营性现金流净额减少至-0.34 亿元（去年同期现金流-1.08 亿元），主要系存货增加约 2.5 亿元，主要与原材料备货有关。存货周转天数提高 28 天到 171 天；应收账款周转天数增加 7 天到 38 天，但应收账款较期初下降 0.42 亿元至 4.38 亿元；账上货币资金增加 3.4 亿元，占总资产比例提高 5.9 个百分点到 15.3%，主要系非公开发行股票增资所致。
- **线下大店+下沉，线上调整+优化。**18 年上半年，公司继续采取大店策略，深耕三四线渠道，上半年净增门店面积 3 万平米，新增门店超过 100 家，其中 65 家为 300 平米以上的旗舰店。线上电商品牌 LOVO 调整到位，平台竞争格局优化，2018Q3 有望迎来电商红利爆发。
- **限制性股票激励持续提效，二代走马上任开启新纪元。**2017 年公司推出限制性股票激励计划，向 48 名骨干员工授予 309 万股限制性股票；2018 年继续向 11 名骨干员工授予 74 万股限制性股票，人均效率进一步提高 10%。公司聘任董事长之子薛嘉琛担任公司总裁，有望为公司注入年轻活力。
- **盈利预测与评级。**我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.72 元、0.85 元、0.98 元，对应 PE 分别为 16 倍、14 倍和 12 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**终端销售复苏或不及预期，家具业务发展或不及预期。

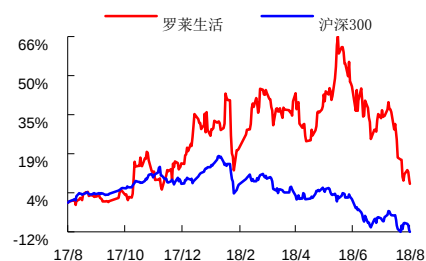
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4661.85	5303.58	6022.27	6773.25
增长率	47.89%	13.77%	13.55%	12.47%
归属母公司净利润（百万元）	427.88	539.34	632.10	729.57
增长率	34.85%	26.05%	17.20%	15.42%
每股收益 EPS（元）	0.57	0.72	0.85	0.98
净资产收益率 ROE	14.37%	15.59%	15.85%	15.86%
PE	20	16	14	12
PB	2.89	2.49	2.17	1.88

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：沈雯琪
 执业证号：S1250518010002
 电话：021-58351995
 邮箱：SWQ@SWSC.COM.CN

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.45
流通 A 股(亿股)	7.00
52 周内股价区间(元)	10.85-17.75
总市值(亿元)	86.84
总资产(亿元)	50.29
每股净资产(元)	4.61

相关研究

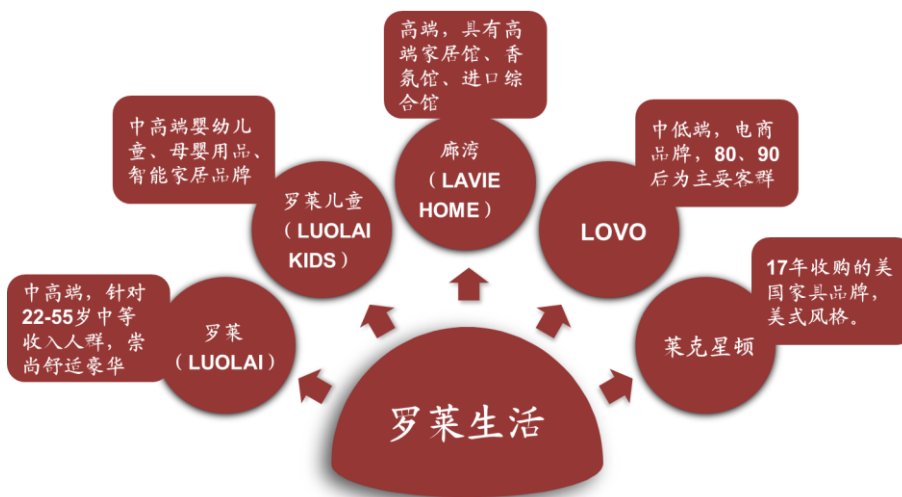
1 公司介绍：家纺板块龙头，核心竞争力突出

罗莱生活是集研发、设计、生产、销售于一体的家纺龙头，从 2005 年开始连续 14 年在国内同类市场中市占率第一。产品以床上用品为主，拓宽品类至毛巾、拖鞋、家具等，积极探索全品类家居生活馆模式；渠道线上线下全面打通，线下门店超过 2700 家，覆盖了 31 个省、直辖市和自治区，线上入驻天猫、京东、唯品会等主流电商平台。旗下品牌覆盖低端到高端定位，包括中高端品牌罗莱、中高端品牌罗莱儿童、高端品牌廊湾、中低端电商品牌 LOVO，2017 年收购美国家具品牌莱克星顿，进军家具领域。

1.1 LOVO 品牌调整完成，莱克星顿开始发力

2018 年上半年 LOVO 战略定位于大众时尚，发布全新品牌 Slogan——“互联网直卖床品，没有中间环节”进一步夯实品牌力。新品牌莱克星顿在美国完成的情况较好，一方面是由于增加新品类、新系列，另一方面是由于年轻化的改变。莱克星顿加快在中国的招商步伐，未来有望发展成全品类店，与罗莱品牌的产品结合。

图 1：公司多品牌矩阵再添新军



数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 渠道下沉“开大店”，电商平台全覆盖

线下渠道方面直营和加盟相结合，加盟占比八成左右；在渠道建设方面充分发挥公司龙头优势，采取大店策略并加快渠道向三、四线城市下沉。截止 2018 年上半年，公司各品牌的终端门店数量超过 2700 家，覆盖了 31 个省、直辖市和自治区。截止 5 月底线下新开门店 70-80 家，其中罗莱品牌全国新增 65 个 300 平方米以上的旗舰店，开店净增面积超过 3 万平方米；预计全年开店 200 家左右，平均店效大致在 250 万左右。对渠道现有店铺进行重装、扩店，终端门店形象已完成第七代升级。

图 2：公司终端门店覆盖全国



数据来源：公司官网，西南证券整理

线上公司已实现天猫、京东、唯品会等主流电商全覆盖。2017 年公司电商收入超过 10 亿，同比增长 40.9%，2017 年双十一 LOVO 品牌电商全渠道蝉联单日销售冠军，实现六连冠。去年由于天猫流量限制导致电商表现偏弱，今年调整后 Q3 有望提速，叠加电商平台整体转化率提升，下半年电商业绩有望再创新高。

1.3 打法多元产品优质，注重研发专利众多

公司的产品紧跟时尚潮流，与时下热点 IP 等结合紧密。如明星联名款套件，故宫红婚庆套装，“粹”的系列反馈非常好，满足了新拓展人群的消费升级需求。与迪士尼、轻松熊等知名动漫 IP 如开展密切合作，增强产品力，提高话题性和关注度。

图 3：故宫红系列婚庆套装



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 4：“萃”系列迎合年轻时尚一代的简约时尚追求



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司在材料、染整、睡眠科技等领域开展深度研发，确保公司的研发能力始终走在国际家居潮流的前沿，具备持续引领市场的能力。截止 2017 年年底，公司共有有效授权专利 132 项，发明专利 9 项，实用新型 92 项，外观专利 31 项，在家纺行业中处于领先地位。

表 1：四家家纺上市公司专利对比

	有效授权专利	发明专利	授权实用新型专利	授权外观专利
罗莱生活	132	9	92	31
梦洁股份	310	4	30	276
水星家纺	159	60	28	71
富安娜	28	11	17	0

数据来源：公司公告和专利检索网站，西南证券

1.4 IT 系统顺应新零售，柔性供应链保证快反

全渠道分销系统(O2O)覆盖罗莱旗下所有品牌的门店。用户可从实体门店、官网商城、电商平台、微信公众号、微商城等各种渠道实现购买和获得服务，并支持由总部仓库发货或就近门店发货等多种配送方式。同时自主开发运营木牛系统，提升逆向物流整理速度。

供应链各个环节柔性管理能力持续提升，突破性地根据淡旺季历史数据分析，在淡季进行战略部署确保公司在下半年销售旺季期间充足的产品供应，并卓有成效地控制了库存增长幅度。通过自主开发商品管理系统 GPM 整合公司多品牌需求计划，逐步提升从销售预测到需求计划，采购计划，排产计划的各个环节的计划准确率，进一步打造集成计划能力以支持公司多品牌多渠道战略。

1.5 股票激励鼓舞士气，定向增发助力成长

2017 年公司推出限制性股票激励计划，向 48 名骨干员工授予 309 万股限制性股票；2018 年继续向 11 名骨干员工授予 74 万股限制性股票；将晋升、薪酬奖金与工作绩效更紧密结合，进一步激发员工工作激情。公司离职率持续下降，人员更稳定，并对公司发展充满信心。公司持续优化组织架构和简化工作流程，公司人均效率进一步提高 10%。

公司非公开发行的 3900 万股新股于 2018 年 2 月 7 日在深圳证券交易所上市，募集资金总额 4.65 亿元，其中由公司实际控制人控制的伟发投资认购 3.65 亿元（占募资金额 78.49%），彰显了其对公司未来可持续发展的决心与信心。公司 2016 年非公开发行股票募集资金 4.65 亿元资金扣除发行费用后将用于全渠道家居生活 O2O 运营体系建设项目、供应链体系优化建设项目，有利于巩固并提升公司的市场竞争力，增强公司的盈利能力，切实降低公司的财务风险，为公司后续业务的开拓提供良好的保障。

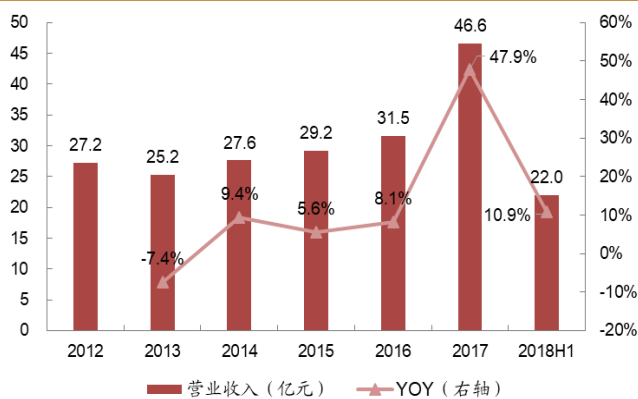
2 18H1 公司经营情况：营收稳健，控费改善

公司整体经营情况良好，18H1 公司营业收入同比提高 10.9%，达到 22 亿元；净利润同比提高 35.1%，实现归母净利润 2.2 亿元。毛利率和净利率均有小幅提升，分别提高到 45.3% 和 10.3%。由于公司上半年对市场投入加大，销售费用率提高了 1.8 个百分点达到 22.9%。管理效率提高使得管理费用率降低 0.2 个百分点到 8.6%；由于汇兑损失和利息支出减少 0.2 亿元，财务费用率降低 0.5 个百分点到 0.1%。

公司现金流情况同比明显改善，经营性现金流净额减少至 -0.34 亿元（去年同期现金流 -1.08 亿元），主要系存货增加约 2.5 亿元，主要与原材料备货有关。存货占总资产的比例提高 3.45 个百分点至 25.4%。存货周转天数提高 28 天到 171 天；应收账款周转天数增加 7 天到 38 天，但应收账款较期初下降 0.42 亿元至 4.38 亿元；账上货币资金增加 3.4 亿元，占总资产比例提高 5.9 个百分点到 15.3%，主要系非公开发行股票增资导致。

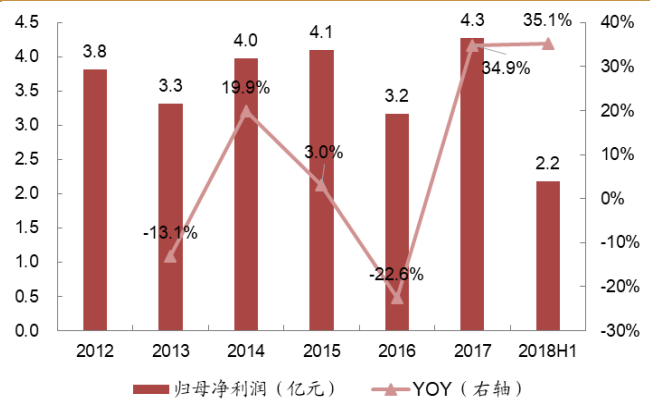
公司减持聚焦主业，床上用品的标准套件类占比同比提高 0.3 个百分点到 34.8%，被芯类产品占比降低 2.3 个百分点，家具类产品增加 0.7 个百分点到 17.7%。

图 5：公司 18H1 营收同比增长 10.9%



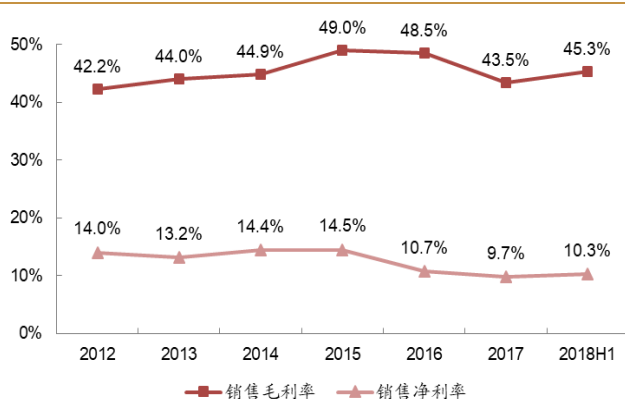
数据来源：WIND，西南证券整理

图 6：公司 18H1 净利润增速达历史新高



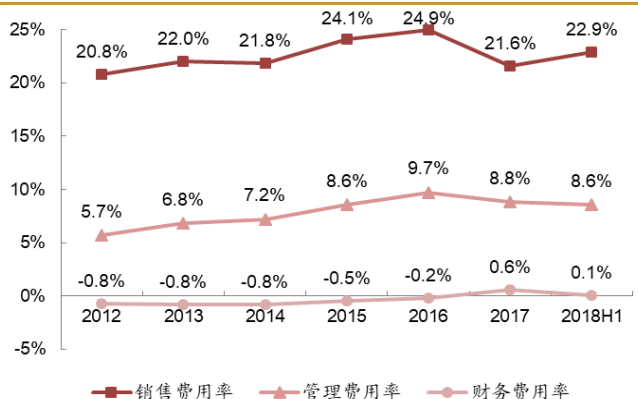
数据来源：WIND，西南证券整理

图 7：公司 18H1 毛利率、净利率提速

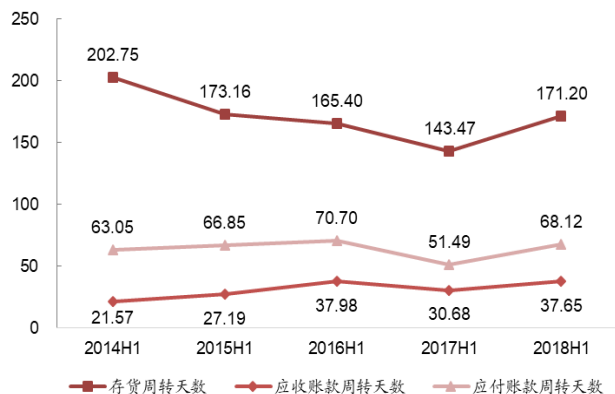


数据来源：WIND，西南证券整理

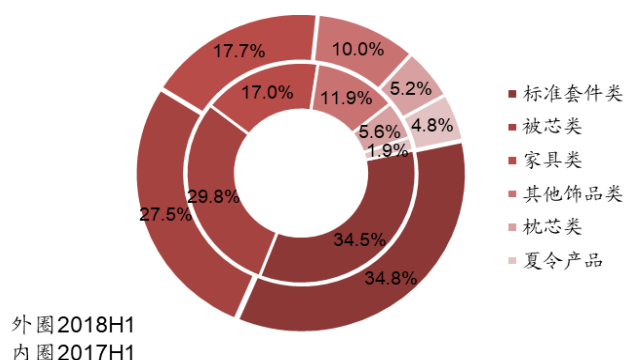
图 8：公司 18H1 三费状况相对稳定，销售费用率略有提高



数据来源：WIND，西南证券整理

图 9：存货周转天数提高 28 天


数据来源：WIND，西南证券整理

图 10：公司聚焦主业，家具类产品增幅较大


数据来源：WIND，西南证券整理

3 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司继续聚焦家纺主业，18 全年开店 200 家的计划不变，预计 2018-2020 年罗莱产品的增速为 15.4%、15%和 13.8%；

假设 2：家具类产品莱克星顿后续在中国有招商计划，预计 2018-2020 年收入增速为 6%、6%和 5%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
罗莱产品	收入	3869.14	4463.31	5131.58	5838.02
	增速	22.7%	15.4%	15.0%	13.8%
	毛利率	45.5%	46.2%	46.2%	45.7%
标准套件类	收入	1,606.26	1,879.32	2,189.41	2,517.82
	增速	16.6%	17.0%	16.5%	15.0%
	毛利率	46.6%	48.0%	48.0%	47.5%
被芯类	收入	1,390.05	1,570.76	1,774.95	1,987.95
	增速	34.4%	13.0%	13.0%	12.0%
	毛利率	45.3%	45.5%	45.5%	45.0%
枕芯类	收入	261.03	287.13	312.97	338.01
	增速	22.2%	10.0%	9.0%	8.0%
	毛利率	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%
夏令产品	收入	90.10	126.14	170.29	221.38
	增速	16.7%	40.0%	35.0%	30.0%
	毛利率	35.9%	36.0%	36.0%	36.0%
其他饰品	收入	521.70	599.96	683.95	772.86

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
	增速	15.9%	15.0%	14.0%	13.0%
	毛利率	44.9%	45.0%	45.0%	45.0%
家具类产品	收入	792.70	840.26	890.68	935.21
	增速		6.0%	6.0%	5.0%
	毛利率	33.3%	33.0%	33.0%	33.0%
合计	收入	4661.84	5303.57	6022.26	6773.24
	增速		13.77%	13.55%	12.47%
	毛利率	43.46%	44.10%	44.21%	43.98%

数据来源：Wind，西南证券

表 3：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价（元）	市值（亿元）	PE		
				2017A	2018E	2019E
002397.SZ	梦洁股份	4.60	36.26	55	28	21
603365.SH	水星家纺	17.90	47.87	18	15	12
002327.SZ	富安娜	8.22	71.70	14	12	10
平均值			51.94	29	18	14
中位值			47.87	18	15	12

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4661.85	5303.58	6022.27	6773.25	净利润	453.07	571.10	669.32	772.53
营业成本	2635.59	2964.92	3359.90	3794.49	折旧与摊销	107.90	114.79	114.79	114.79
营业税金及附加	32.93	46.55	51.08	56.52	财务费用	27.68	10.09	15.11	15.62
销售费用	1007.43	1140.27	1264.68	1388.52	资产减值损失	65.58	54.77	58.37	57.17
管理费用	412.19	468.93	532.47	598.87	经营营运资本变动	-772.58	-97.22	-272.75	-254.82
财务费用	27.68	10.09	15.11	15.62	其他	516.68	-109.46	-95.02	-101.87
资产减值损失	65.58	54.77	58.37	57.17	经营活动现金流净额	398.33	544.07	489.82	603.43
投资收益	46.34	43.89	40.25	43.49	资本支出	-76.28	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-744.33	21.95	17.43	15.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-820.61	21.95	17.43	15.50
营业利润	526.41	661.94	780.92	905.56	短期借款	-210.00	-190.00	0.00	0.00
其他非经营损益	17.47	23.63	22.56	21.82	长期借款	-38.06	0.00	0.00	0.00
利润总额	543.88	685.57	803.48	927.37	股权融资	25.43	0.00	0.00	0.00
所得税	90.81	114.47	134.15	154.84	支付股利	-140.36	-85.58	-107.87	-126.42
净利润	453.07	571.10	669.32	772.53	其他	154.55	28.51	10.29	17.47
少数股东损益	25.19	31.76	37.22	42.96	筹资活动现金流净额	-208.45	-247.06	-97.58	-108.95
归属母公司股东净利润	427.88	539.34	632.10	729.57	现金流量净额	-640.92	318.96	409.66	509.98
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	430.52	749.48	1159.15	1669.13	成长能力				
应收和预付款项	613.44	678.77	777.44	872.24	销售收入增长率	47.89%	13.77%	13.55%	12.47%
存货	1006.97	1149.58	1304.05	1479.18	营业利润增长率	34.62%	25.75%	17.97%	15.96%
其他流动资产	1169.83	1246.47	1415.37	1591.87	净利润增长率	33.72%	26.05%	17.20%	15.42%
长期股权投资	2.68	2.68	2.68	2.68	EBITDA 增长率	44.55%	18.86%	15.76%	13.74%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	390.08	328.92	267.76	206.60	毛利率	43.46%	44.10%	44.21%	43.98%
无形资产和开发支出	548.64	504.19	459.75	415.30	三费率	31.05%	30.53%	30.09%	29.57%
其他非流动资产	425.99	438.74	452.38	471.18	净利率	9.72%	10.77%	11.11%	11.41%
资产总计	4588.16	5098.83	5838.58	6708.20	ROE	14.37%	15.59%	15.85%	15.86%
短期借款	190.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.87%	11.20%	11.46%	11.52%
应付和预收款项	851.08	1007.48	1124.42	1275.26	ROIC	18.35%	18.20%	20.70%	22.54%
长期借款	50.31	50.31	50.31	50.31	EBITDA/销售收入	14.20%	14.84%	15.12%	15.30%
其他负债	344.05	378.56	439.91	512.58	营运能力				
负债合计	1435.44	1436.35	1614.65	1838.15	总资产周转率	1.06	1.09	1.10	1.08
股本	704.91	704.91	704.91	704.91	固定资产周转率	12.14	15.13	20.81	29.68
资本公积	370.84	370.84	370.84	370.84	应收账款周转率	12.05	10.51	10.60	10.52
留存收益	1973.46	2427.23	2951.46	3554.61	存货周转率	3.05	2.65	2.65	2.65
归属母公司股东权益	3005.01	3483.01	4007.24	4610.40	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	122.34%	—	—	—
少数股东权益	147.71	179.47	216.69	259.65	资本结构				
股东权益合计	3152.73	3662.48	4223.93	4870.05	资产负债率	31.29%	28.17%	27.65%	27.40%
负债和股东权益合计	4588.16	5098.83	5838.58	6708.20	带息债务/总负债	16.74%	3.50%	3.12%	2.74%
					流动比率	2.48	2.99	3.26	3.46
					速动比率	1.71	2.09	2.34	2.55
					股利支付率	32.80%	15.87%	17.07%	17.33%
					每股指标				
					每股收益	0.57	0.72	0.85	0.98
					每股净资产	4.04	4.68	5.38	6.19
					每股经营现金	0.53	0.73	0.66	0.81
					每股股利	0.19	0.11	0.14	0.17
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	661.98	786.83	910.82	1035.97					
PE	20.29	16.10	13.74	11.90					
PB	2.89	2.49	2.17	1.88					
PS	1.86	1.64	1.44	1.28					
EV/EBITDA	11.57	9.05	7.34	5.93					
股息率	1.62%	0.99%	1.24%	1.46%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn