

2019 年 04 月 25 日

公司研究●证券研究报告

# 罗莱生活 (002293.SZ)

## 公司快报

### 营收增速有所放缓，毛利率提升

#### 事件

公司发布 2018 年年报及 2019 年一季报。2018 年，公司实现营业收入 48.13 亿元(+3.24%)；归属于上市公司股东的净利润 5.35 亿元(+24.92%)。EPS 为 0.72 元。拟每 10 股派发现金红利 4 元（含税），每 10 股转增 1 股。

2019 年一季度，公司营业收入为 11.44 亿元，同比下降 2.33%，实现归母净利润 1.45 亿元，同比下降 7.59%。

#### 投资要点

◆ **收入端增速逐季放缓，与社零、家纺行业走势基本一致：** 营收端逐季放缓，基本于 2018 年社零受季放缓保持一致，公司 2018 年 Q1 至 2019 年 Q1 单季度营收增长分别为 10.75%、11.01%、4.46%、-7.98%，整体上 2018 年营收增长 3.24%，其中罗莱产品实现收入 40.03 亿元，同比增长 3.5%；家具产品类实现收入 8.10 亿元，同比增长 2.1%。公司收入端 2018 年保持平稳，行业增速近 2 年平稳增长类似，根据家纺协会统计的 210 家样本企业主营收入来看，2018 年增长仅 1.33%。

◆ **公司渠道数量保持继续扩张，截止 2018 年底，各品牌近 2700 家终端门店，覆盖 31 个省、直辖市和自治区。**线上渠道持续发力，报告期内，公司各电商渠道业绩稳中有升，天猫渠道稳步增长，京东和唯品会销售收入呈较快增长态势，电视购物与团购渠道快速增长。

◆ **毛利率提升，加大营销致费用率小幅上升，净利润快速增长：**2018 年，公司制定更精准的品牌形象和定价体系，加强成本管理，毛利率较 2017 年提升 2.04pct 至 45.5%；同时，费用端，销售费用同比增长 6.62%至 10.74 亿元主要系加大广告和促销投入力度，管理费用在日常管控力度加大的背景下下降 2.01%至 3.79 亿元，财务费用由 2017 年同期的 2768 万元大幅下降 97.6%至 66.3 万元主要是本期贷款到期以及汇率收益增加。整体来看，公司三项费用率 32.82%较 2017 年的 31.05%上升 1.77pct。2018 年，公司投资收益由上年同期的 4634 万元提升至 1.00 亿元，主要是委托理财产品投资收益增长与处置长期股权投资产生的收益带动。毛利率提升，投资收益增长，以及营业外收入增长（主要是政府补助增长），公司 2018 年净利润同比增长近 25%至 5.35 亿元。

从库存和现金流看，公司 2018 年经营活动产生的现金流量净额本期为净流入，主要系销售增加且资金回笼较快，但净流入较上期减少 73%至 1.06 亿元，主要系库存、采购付款相对增加所致。2018 年期末库存 13.57 亿元，较上年同期增长 35%。

◆ **投资建议：**罗莱生活是我国中高端家纺品牌，具有较强的品牌知名度，连续多年保持市场龙头地位。根据公司 2019 年经营计划，公司计划实现营业收入同比增长 5-15%，计划实现净利润同比增长 10%-20%。我们预测公司 2019—2021 年 EPS 分别为 0.81、0.92 和 1.06 元。净资产收益率分别为 13.9%、14.3%和 14.8%，维持“买入-A”建议。

◆ **风险提示：**行业零售终端销售增长或放缓；市场竞争加剧使毛利率承压；加大品牌

纺织服装 | 家纺 III

投资评级

买入-A(维持)

股价(2019-04-25)

11.19 元

#### 交易数据

|           |              |
|-----------|--------------|
| 总市值（百万元）  | 8,441.84     |
| 流通市值（百万元） | 7,836.46     |
| 总股本（百万股）  | 754.41       |
| 流通股本（百万股） | 700.31       |
| 12 个月价格区间 | 8.28/17.96 元 |

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

|      |       |       |        |
|------|-------|-------|--------|
| 升幅%  | 1M    | 3M    | 12M    |
| 相对收益 | 0.53  | -4.56 | -9.68  |
| 绝对收益 | -1.76 | 21.9  | -20.17 |

#### 分析师

王冯  
SAC 执业证书编号：S0910516120001  
wangfeng@huajinsec.cn  
021-20377089

#### 报告联系人

吴雨舟  
wuyuzhou@huajinsec.cn  
021-20377061

#### 相关报告

罗莱生活：三季度业绩增速放缓，公司预计全年业绩增长 20%-30% 2018-10-24

罗莱生活：渠道扩张推动营收增长，费用降低助力利润提升 2018-08-16

罗莱生活：线上线下齐增长，并表莱克星顿增厚业绩 2018-04-27

罗莱生活：莱克星顿并表及电商带动收入大幅增长，毛利率略有下滑 2017-08-17

罗莱生活：收入端回暖明显，大家居业务持续推进 2017-04-26

营销投放提升销售费用率；库存上升的风险。

#### 财务数据与估值

| 会计年度      | 2017    | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入(百万元) | 4,661.9 | 4,812.8 | 5,317.4 | 5,897.1 | 6,552.2 |
| 同比增长(%)   | 47.9%   | 3.2%    | 10.5%   | 10.9%   | 11.1%   |
| 营业利润(百万元) | 526.4   | 594.2   | 706.7   | 803.7   | 929.3   |
| 同比增长(%)   | 34.6%   | 12.9%   | 18.9%   | 13.7%   | 15.6%   |
| 净利润(百万元)  | 427.9   | 534.5   | 602.2   | 682.6   | 786.8   |
| 同比增长(%)   | 34.9%   | 24.9%   | 12.7%   | 13.3%   | 15.3%   |
| 每股收益(元)   | 0.57    | 0.71    | 0.81    | 0.92    | 1.06    |
| PE        | 19.7    | 15.8    | 13.8    | 12.2    | 10.6    |
| PB        | 2.8     | 2.2     | 1.9     | 1.8     | 1.6     |

数据来源：贝格数据华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表        |         |         |         |         |         | 财务指标        |       |         |        |        |        |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------|-------|---------|--------|--------|--------|
| (百万元)      | 2017    | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   | (百万元)       | 2017  | 2018    | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
| 营业收入       | 4,661.9 | 4,812.8 | 5,317.4 | 5,897.1 | 6,552.2 | 年增长率        |       |         |        |        |        |
| 减:营业成本     | 2,635.6 | 2,622.9 | 2,870.9 | 3,154.1 | 3,500.0 | 营业收入增长率     | 47.9% | 3.2%    | 10.5%  | 10.9%  | 11.1%  |
| 营业税费       | 32.9    | 36.3    | 47.9    | 53.1    | 59.0    | 营业利润增长率     | 34.6% | 12.9%   | 18.9%  | 13.7%  | 15.6%  |
| 销售费用       | 1,007.4 | 1,074.1 | 1,223.0 | 1,385.8 | 1,507.0 | 净利润增长率      | 34.9% | 24.9%   | 12.7%  | 13.3%  | 15.3%  |
| 管理费用       | 412.2   | 379.1   | 452.0   | 501.3   | 556.9   | EBITDA 增长率  | 45.0% | 25.1%   | -2.5%  | 13.7%  | 14.7%  |
| 财务费用       | 27.7    | 0.7     | -12.8   | -12.7   | -18.8   | EBIT 增长率    | 44.5% | 30.0%   | -3.7%  | 14.0%  | 15.1%  |
| 资产减值损失     | 65.6    | 79.8    | 79.8    | 61.9    | 68.8    | NOPLAT 增长率  | 48.9% | 9.6%    | 16.6%  | 14.0%  | 15.1%  |
| 加:公允价值变动收益 | -       | -       | -       | -       | -       | 投资资本增长率     | 53.0% | -1.6%   | 2.5%   | 2.7%   | 17.6%  |
| 投资和汇兑收益    | 46.3    | 100.2   | 50.0    | 50.0    | 50.0    | 净资产增长率      | 9.5%  | 22.9%   | 14.2%  | 10.4%  | 11.8%  |
| 营业利润       | 526.4   | 594.2   | 706.7   | 803.7   | 929.3   |             |       |         |        |        |        |
| 加:营业外净收支   | 17.5    | 46.4    | 20.0    | 20.0    | 20.0    | 盈利能力        |       |         |        |        |        |
| 利润总额       | 543.9   | 640.6   | 726.7   | 823.7   | 949.3   | 毛利率         | 43.5% | 45.5%   | 46.0%  | 46.5%  | 46.6%  |
| 减:所得税      | 90.8    | 95.7    | 109.0   | 123.5   | 142.4   | 营业利润率       | 11.3% | 12.3%   | 13.3%  | 13.6%  | 14.2%  |
| 净利润        | 427.9   | 534.5   | 602.2   | 682.6   | 786.8   | 净利润率        | 9.2%  | 11.1%   | 11.3%  | 11.6%  | 12.0%  |
|            |         |         |         |         |         | EBITDA/营业收入 | 13.3% | 16.1%   | 14.2%  | 14.5%  | 15.0%  |
|            |         |         |         |         |         | EBIT/营业收入   | 11.9% | 15.0%   | 13.0%  | 13.4%  | 13.9%  |
| 资产负债表      |         |         |         |         |         | 偿债能力        |       |         |        |        |        |
|            | 2017    | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   | 资产负债率       | 31.3% | 22.6%   | 32.2%  | 22.3%  | 26.5%  |
| 货币资金       | 430.5   | 979.4   | 1,595.2 | 1,848.2 | 1,965.7 | 负债权益比       | 45.5% | 29.3%   | 47.4%  | 28.8%  | 36.0%  |
| 交易性金融资产    | -       | -       | -       | -       | -       | 流动比率        | 2.48  | 3.46    | 2.60   | 3.71   | 3.21   |
| 应收帐款       | 535.7   | 476.9   | 704.7   | 474.7   | 799.4   | 速动比率        | 1.71  | 2.17    | 1.67   | 2.45   | 2.03   |
| 应收票据       | 3.8     | 1.5     | 4.2     | 2.4     | 4.8     | 利息保障倍数      | 20.03 | 1,086.2 | -54.41 | -62.20 | -48.33 |
| 预付帐款       | 73.9    | 44.3    | 147.1   | 63.2    | 170.2   | 营运能力        |       |         |        |        |        |
| 存货         | 1,007.0 | 1,357.5 | 1,832.5 | 1,672.1 | 2,216.8 | 固定资产周转天数    | 30    | 28      | 26     | 25     | 23     |
| 其他流动资产     | 1,169.8 | 779.0   | 818.0   | 858.9   | 901.8   | 流动营业资本周转天数  | 102   | 124     | 112    | 105    | 109    |
| 可供出售金融资产   | 228.5   | 232.2   | 283.1   | 247.9   | 254.4   | 流动资产周转天数    | 238   | 257     | 296    | 306    | 302    |
| 持有至到期投资    | -       | -       | -       | -       | -       | 应收帐款周转天数    | 37    | 38      | 40     | 36     | 35     |
| 长期股权投资     | 2.7     | 2.0     | 2.0     | 2.0     | 2.0     | 存货周转天数      | 64    | 88      | 108    | 107    | 107    |
| 投资性房地产     | -       | -       | -       | -       | -       | 总资产周转天数     | 340   | 359     | 390    | 391    | 377    |
| 固定资产       | 381.1   | 379.5   | 398.6   | 410.0   | 414.6   | 投资资本周转天数    | 162   | 189     | 172    | 159    | 157    |
| 在建工程       | 9.0     | 16.4    | 13.2    | 11.6    | 10.8    |             |       |         |        |        |        |
| 无形资产       | 306.5   | 303.9   | 294.5   | 285.3   | 276.1   | 费用率         |       |         |        |        |        |
| 其他非流动资产    | 439.6   | 434.9   | 426.0   | 412.5   | 412.5   | 销售费用率       | 21.6% | 22.3%   | 23.0%  | 23.5%  | 23.0%  |
| 资产总额       | 4,588.2 | 5,007.3 | 6,519.2 | 6,288.8 | 7,429.1 | 管理费用率       | 8.8%  | 7.9%    | 8.5%   | 8.5%   | 8.5%   |
| 短期债务       | 190.0   | 27.5    | 130.0   | -       | 10.2    | 财务费用率       | 0.6%  | 0.0%    | -0.2%  | -0.2%  | -0.3%  |
| 应付帐款       | 571.8   | 451.4   | 1,121.7 | 717.7   | 1,131.6 | 三费/营业收入     | 31.0% | 30.2%   | 31.3%  | 31.8%  | 31.2%  |
| 应付票据       | 78.0    | 71.1    | 68.9    | 93.6    | 89.8    | 投资回报率       |       |         |        |        |        |
| 其他流动负债     | 458.3   | 501.7   | 638.1   | 514.2   | 656.7   | ROE         | 14.2% | 14.1%   | 13.9%  | 14.3%  | 14.8%  |
| 长期借款       | 50.3    | -       | 57.3    | -       | -       | ROA         | 9.9%  | 10.9%   | 9.5%   | 11.1%  | 10     |

资料来源：贝格数据、华金证券研究所



## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn