

罗莱生活 (002293)

证券研究报告

2019 年 04 月 30 日

受经营战略调整影响，18 年业绩低于预期，期待未来效果显现

事件：公司公布 18 年年报及 19 年一季报，业绩低于预期。

2018 年实现营收 48.13 亿元 (+3.24%)，实现归母净利润 5.35 亿元 (+24.92%)，扣非净利润为 4.32 亿元 (+12.69%)，业绩略低于我们此前预期。公司扣非净利润增速低于归母净利润增速的原因主要系：18 年政府补助及非流动资产处置收益相比 17 年大幅提升所致。公司 18 年 EPS 为 0.72 元，每 10 股派发红利 4 元。18 年业绩略低于我们预期，我们认为主要系：1) 18 年下半年终端零售疲软影响线下业务增速；2) 订货会政策调整影响出货量；3) LOVO 品牌电商业务与主品牌罗莱进行分拆，独立运作，影响公司线上业务。其中 18Q4 实现营收 13.61 亿元 (-7.98%)，实现归母净利润 1.57 亿元 (+34.15%)。

2019Q1 实现营收 11.44 亿元 (-2.33%)，归母净利润 1.45 亿元 (-7.59%)，扣非净利润为 1.33 亿元 (+0.23%)。由于前述原因的影响尚未消除，公司 19Q1 业绩低于预期。其中扣非净利润增速高于归母净利润增速的原因主要系 19Q1 政府补助相比 18Q1 减少所致。

收入端：分拆来看，莱克星顿 18 年贡献营收 8.10 亿元，同比增长 2.21%；若剔除莱克星顿并表影响，公司家纺主业实现营收 40.03 亿元，同比增长 3.4%，略有增长。

利润端：18 年莱克星顿贡献净利润为 5385.9 万元，若剔除并表影响，公司家纺主业净利润为 4.81 亿元，同比增长 16.58%。

其他子公司情况来看：内野纺织业绩回升，18 年实现营收 1.19 亿元 (+7.69%)；净利润 744.98 万元 (+15.93%)；恐龙纺织在托管之后业绩持续回升，18 年实现营收 2.08 亿元 (+19.77%)，实现净利润 473.47 万元 (+21.05%)，目前恐龙纺织由于尚未完成过渡事项，未纳入公司报表合并范围，对公司业绩尚未产生影响。

分渠道看：线下渠道：18 年公司线下门店近 2700 家，公司渠道以加盟模式为主，直营为辅，在继续巩固一线、二线市场渠道优势的同时，下沉渠道积极向三、四线市场渗透和辐射。18 年公司线下渠道增速放缓，预计持平，我们认为主要系为优化加盟商库存，18 年下半年公司进行订货会政策的调整，影响出货量；19Q1 效果显现，预计线下渠道实现高个位数增长。

线上渠道：18 年公司线上渠道增速预计实现近两位数增长，占比超过 20%，主要系公司在线上将罗莱主品牌和 LOVO 品牌进行区隔，影响了整体流量，但负面影响是阶段性的，长期来看，有利于两个品牌的未来发展。我们预计公司 19Q1 线上增速持平或略降，调整影响消除预计仍需要时间。

18 年毛利率略有提升，营运能力有所下降。

毛利率：18 年毛利率为 45.50% (+0.29pct)，变化不大；其中主要枕芯类和家具产品毛利率提升显著，分别为 51.87% (+4.78pct) 及 37.96% (+4.65pct)。19Q1 公司毛利率为 43.88% (+0.78pct)。

费用率：18 年销售/管理/财务费用率分别为 22.32% (+0.71pct)、7.88% (-0.74pct)、0.01% (-0.58pct)。其中销售费用率提升主要系加大广告及促销力度所致；管理费用率有所下降主要系 18 年将研发费用从管理费用中单列所致，若剔除会计政策变更影响，统一口径，公司管理费用率为 10.49% (+1.64pct)，有所提升；财务费用率下降主要系借款到期及汇率收益增加所致。19 年 Q1 销售/管理/财务费用率分别为 19.78% (+0.46pct)、9.31% (+1.59pct)、-0.44% (-0.47pct)。

净利率：18 年公司净利率为 11.32% (+1.60pct)；19Q1 净利率为 12.77% (-0.81pct)。

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	11.25 元
目标价格	13.43 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	754.41
流通 A 股股本(百万股)	700.31
A 股总市值(百万元)	8,487.10
流通 A 股市值(百万元)	7,878.48
每股净资产(元)	5.20
资产负债率(%)	22.00
一年内最高/最低(元)	17.96/8.28

作者

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

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:18H1 营收低于预期，净利润符合预期，品牌渠道发力，增长可期》 2018-08-19
- 2 《罗莱生活-年报点评报告:17 年业绩超市场预期，18 年优化渠道，轻装上阵》 2018-04-26
- 3 《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

营运能力：从存货来看，18 年存货较年初增长 34.81%，存货周转率为 2.22 次（-0.94 次），19Q1 为 0.48（-0.17 次）。存货量升高、存货周转率略有下降主要系：1）18 年由于原材料涨价，公司进行战略储备使备货增加；2）18 年为了优化加盟商库存结构，订货会政策有所调整，增加公司存货；3）LOVO 与主品牌罗莱分拆或对于销售有一些影响，增加了库存。

18 年应收账款周转率为 10.05 次（-2.00 次），19Q1 为 2.22 次（-0.27 次），周转能力有所放缓。

从现金流情况来看，公司 18 年经营性现金流为 1.06 亿元（-73.31%），主要系存货金额增加以及经营性应付减少导致。19Q1 经营性现金流净额为 0.65 亿元（+133.77%），现金流改善明显。

维持“买入”评级，3-6 个月目标价 13.43 元。

短期来看由于公司主业受到需求放缓以及公司内部战略及政策的调整，业绩放缓；但是长期来看，公司线上 LOVO 和主品牌罗莱的切分有利于两个品牌的后续发展；同时，公司主动调整订货会政策，并持续加大产品创新和研发，都有利于公司的长期发展。由于公司 18 年业绩略低于预期，且调整带来的阶段性影响仍将持续，我们略下调公司盈利预测。预计 2019-2021 年公司净利润为 5.95、6.67/7.54 亿元（19-20 年原值为 6.51/7.64 亿元），同比增长为 11.33%、12.05%、13.14%；预计 19-21 年 EPS 为 0.79/0.88/1.00 元（19-20 年原值为 0.87/1.03 元）。考虑到家纺行业可比上市公司平均估值为 16.95 倍，我们给予公司 19 年 17X PE，对应目标价为 13.43 元。

风险提示：终端消费需求疲软，线上 LOVO 品牌发展不及预期，线下门店扩张不及预期。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,661.85	4,812.81	5,257.89	5,812.11	6,469.63
增长率(%)	47.89	3.24	9.25	10.54	11.31
EBITDA(百万元)	618.26	773.41	700.30	774.86	869.42
净利润(百万元)	427.88	534.52	595.10	666.81	754.46
增长率(%)	34.85	24.92	11.33	12.05	13.14
EPS(元/股)	0.57	0.72	0.79	0.88	1.00
市盈率(P/E)	19.84	15.88	14.26	12.73	11.25
市净率(P/B)	2.82	2.24	2.00	1.81	1.61
市销率(P/S)	1.82	1.76	1.61	1.46	1.31
EV/EBITDA	16.13	6.78	9.29	8.20	6.47

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	430.52	979.36	1,721.25	1,907.91	2,666.76
应收票据及应收账款	484.66	478.40	478.60	262.57	562.45
预付账款	73.87	44.28	180.68	18.20	199.48
存货	1,006.97	1,357.45	871.96	1,552.34	1,167.19
其他	1,224.75	779.03	1,007.10	934.72	1,011.53
流动资产合计	3,220.77	3,638.52	4,259.60	4,675.74	5,607.41
长期股权投资	2.68	1.98	1.98	1.98	1.98
固定资产	381.09	379.48	389.44	416.68	441.27
在建工程	8.99	16.38	45.83	75.50	75.30
无形资产	306.53	303.88	288.38	272.87	257.37
其他	668.10	667.07	628.37	622.28	619.03
非流动资产合计	1,367.39	1,368.78	1,354.00	1,389.31	1,394.95
资产总计	4,588.16	5,007.30	5,614.75	6,065.43	7,002.87
短期借款	190.00	27.45	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	494.43	522.57	576.37	583.83	744.32
其他	613.65	501.69	617.35	564.81	732.40
流动负债合计	1,298.09	1,051.72	1,193.71	1,148.63	1,476.72
长期借款	50.31	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	87.04	82.01	62.32	77.12	73.82
非流动负债合计	137.35	82.01	62.32	77.12	73.82
负债合计	1,435.44	1,133.73	1,256.04	1,225.76	1,550.54
少数股东权益	147.71	88.73	116.01	143.47	170.28
股本	704.91	754.41	754.41	754.41	754.41
资本公积	370.84	854.30	854.30	854.30	854.30
留存收益	2,344.30	3,101.79	3,488.30	3,941.80	4,527.65
其他	(415.03)	(925.66)	(854.30)	(854.30)	(854.30)
股东权益合计	3,152.73	3,873.57	4,358.72	4,839.67	5,452.34
负债和股东权益总	4,588.16	5,007.30	5,614.75	6,065.43	7,002.87

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	453.07	544.86	595.10	666.81	754.46
折旧摊销	107.90	85.85	36.08	38.60	41.11
财务费用	25.24	(2.16)	(26.72)	(37.46)	(47.21)
投资损失	(46.34)	(100.25)	(59.04)	(59.04)	(59.04)
营运资金变动	(603.43)	(193.64)	306.88	(254.47)	156.53
其它	461.89	(228.34)	28.71	27.93	27.42
经营活动现金流	398.33	106.32	881.02	382.37	873.27
资本支出	207.81	66.17	79.69	65.20	53.30
长期投资	(41.53)	(0.70)	0.00	0.00	0.00
其他	(986.89)	349.45	(81.81)	(85.39)	(44.40)
投资活动现金流	(820.61)	414.92	(2.12)	(20.19)	8.91
债权融资	247.50	27.45	2.40	3.19	1.86
股权融资	(49.22)	505.13	98.08	37.46	47.21
其他	(406.73)	(510.12)	(237.48)	(216.17)	(172.40)
筹资活动现金流	(208.45)	22.46	(137.00)	(175.52)	(123.33)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(630.73)	543.69	741.89	186.66	758.85

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,661.85	4,812.81	5,257.89	5,812.11	6,469.63
营业成本	2,635.59	2,622.92	2,851.88	3,141.33	3,487.74
营业税金及附加	32.93	36.30	39.43	52.31	64.70
营业费用	1,007.43	1,074.10	1,146.22	1,267.04	1,403.91
管理费用	412.19	379.13	404.86	447.53	491.69
研发费用	106.82	125.50	131.45	145.30	155.27
财务费用	27.68	0.66	(26.72)	(37.46)	(47.21)
资产减值损失	65.58	79.76	78.87	81.37	97.04
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	46.34	100.25	59.04	59.04	59.04
其他	(199.11)	(200.02)	(118.07)	(118.07)	(118.07)
营业利润	526.41	594.19	690.94	773.72	875.52
营业外收入	28.74	53.24	50.00	52.00	51.75
营业外支出	11.27	6.84	7.04	8.38	7.42
利润总额	543.88	640.59	733.90	817.34	919.85
所得税	90.81	95.73	110.09	122.60	137.98
净利润	453.07	544.86	623.82	694.74	781.87
少数股东损益	25.19	10.33	28.71	27.93	27.42
归属于母公司净利润	427.88	534.52	595.10	666.81	754.46
每股收益（元）	0.57	0.72	0.79	0.88	1.00

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	47.89%	3.24%	9.25%	10.54%	11.31%
营业利润	34.62%	12.88%	16.28%	11.98%	13.16%
归属于母公司净利润	34.85%	24.92%	11.33%	12.05%	13.14%
获利能力					
毛利率	43.46%	45.50%	45.76%	45.95%	46.09%
净利率	9.18%	11.11%	11.32%	11.47%	11.66%
ROE	14.24%	14.12%	14.03%	14.20%	14.28%
ROIC	27.77%	19.89%	22.56%	27.71%	27.50%
偿债能力					
资产负债率	31.29%	22.64%	22.37%	20.21%	22.14%
净负债率	-5.81%	-24.57%	-39.43%	-39.36%	-48.88%
流动比率	2.48	3.46	3.57	4.07	3.80
速动比率	1.71	2.17	2.84	2.72	3.01
营运能力					
应收账款周转率	11.97	9.99	10.99	15.68	15.68
存货周转率	5.60	4.07	4.72	4.79	4.76
总资产周转率	1.06	1.00	0.99	1.00	0.99
每股指标（元）					
每股收益	0.57	0.72	0.79	0.88	1.00
每股经营现金流	0.53	0.14	1.17	0.51	1.16
每股净资产	3.98	5.02	5.62	6.23	7.00
估值比率					
市盈率	19.84	15.88	14.26	12.73	11.25
市净率	2.82	2.24	2.00	1.81	1.61
EV/EBITDA	16.13	6.78	9.29	8.20	6.47
EV/EBIT	17.98	7.27	9.79	8.63	6.79

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	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com