

二季度零售环比改善，库存清理顺畅

买入（维持）

2019 年 08 月 25 日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号：S0600517070001

021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003

021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

证券分析师 詹陆雨

执业证号：S0600519070002

021-60199793

zhanly@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4812.81	4962.67	5338.76	5735.40
同比（%）	3.24%	3.11%	7.58%	7.43%
归母净利润（百万元）	534.52	569.44	624.27	682.75
同比（%）	24.92%	6.53%	9.63%	9.37%
每股收益（元/股）	0.71	0.69	0.75	0.82
P/E（倍）	14.3	13.4	12.2	11.2

投资要点

■ **事件：**公司公布中报，2019H1 收入同降 0.43%至 21.87 亿元，归母净利润同降 5.1%至 2.07 亿元，具体到第二季度，公司收入同增 1.73%至 10.43 亿元，归母净利润同增 1.37%至 6279 万元，较 Q1 环比情况有所改善。

■ **家纺业务在大环境承压背景下 19H1 收入规模仍达到 17.8 亿元。**其中：

线下渠道持续提效，在巩固一二线城市渠道优势基础上积极向三四线城市渗透和辐射，截至 2019/6/30 已有将近 2800 家终端门店，并在期内对 6 种线下店态进行梳理，为不同类型门店制定相应产品组合、形象及运营策略，19H1 线下收入实现正向增长，其中直营增长快于加盟发货；

线上方面，公司在不断加强官网建设基础上与天猫、京东、唯品会、苏宁等主流电商平台开展紧密合作，并积极覆盖网易、云集等新兴渠道以及电视购物、微商等其他渠道，虽然 19H1 受到罗莱及 LOVO 品牌拆分影响线上收入仍有个位数下滑，但我们预计 19H2 表现将有所好转。

■ **家居业务方面，**莱克星顿 19H1 与美国著名室内设计师 Barclay Butera 合作发布第三个家居系列，受到市场欢迎，家居业务 19H1 收入同增 4.6%至 4.1 亿元，增长表现持续稳健。

■ **盈利能力方面，**Q2 单季度来看，公司收入同比增长 2%，但由于二季度为清库存打折促销活动较多，毛利率同比下滑 3.3pp 至 44.6%，致毛利润同比下滑 5.3%至 4.7 亿元，费用方面销售费用同比有所下降，带动期间费用同比下滑 4.4%至 3.6 亿元，期间费用率下降 2.2pp 至 34.4%，但毛利率下滑还是导致公司营业利润同比下降 17%至 6342 万元，但受益营业外收入的同比增加（1800 万左右），Q2 归母净利润同比增长 1.4%至 6279 万元。

■ **周转方面，**19H1 应收账款同比增长 12.9%至 5.1 亿元，增幅略快于收入，存货规模控制在 12.88 亿元，与去年同期基本持平，19Q2 单季度经营性现金流相对去年同期有明显改善，由负转正达到 2.03 亿元。

■ **盈利预测与投资评级：**公司线下仍在有序渠道扩张，罗莱及 LOVO 线上渠道拆分影响在 19H2 有望逐渐减弱、增速回升，我们预计公司 19/20/21 年归母净利润同增 6.5%/9.6%/9.4%至 5.7/6.2/6.8 亿元，对应 PE13/12/11X，作为经营稳健的家纺龙头维持“买入”评级。

■ **风险提示：**拓店不及预期，线上销售不及预期，莱克星顿家居业务意外下滑

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.19
一年最低/最高价	7.26/11.47
市净率(倍)	2.06
流通 A 股市值(百万元)	7091.24

基础数据

每股净资产(元)	4.46
资产负债率(%)	23.63
总股本(百万股)	828.86
流通 A 股(百万股)	771.63

相关研究

- 1、《罗莱生活 (002293)：家纺业务增长稳健、控费改善，符合预期》2018-08-16

表：罗莱生活单季度三表财务摘要(单位：百万元)

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
利润表						
营业收入	1171.51	1025.4	1254.77	1361.13	1144.18	1043.19
YOY	10.75%	11.01%	4.46%	-7.98%	-2.33%	1.73%
营业成本	666.62	534.34	752.66	669.31	642.14	578.14
毛利润	504.89	491.06	502.11	691.82	502.04	465.05
YOY	7.10%	16.97%	-2.97%	12.02%	-0.56%	-5.30%
毛利率	43.10%	47.89%	40.02%	50.83%	43.88%	44.58%
期间费用	317.03	375.14	374.68	512.56	327.73	358.64
YOY	0.56%	9.69%	19.21%	7.74%	3.38%	-4.40%
期间费用率	27.06%	36.58%	29.86%	37.66%	28.64%	34.38%
销售费用	226.4	276.3	252.36	319.06	226.32	253.93
销售费用率	19.33%	26.95%	20.11%	23.44%	19.78%	24.34%
管理费用	64.14	67.26	121.59	75.03	87.18	88.57
管理费用率	5.48%	6.56%	9.69%	5.51%	7.62%	8.49%
研发费用	26.23	30.53	4.4	115.45	19.32	24.13
研发费用率	2.24%	2.98%	0.35%	8.48%	1.69%	2.31%
财务费用	0.26	1.05	-3.67	3.02	-5.09	-7.99
财务费用率	0.02%	0.10%	-0.29%	0.22%	-0.44%	-0.77%
资产减值损失	-0.45	52.04	5.22	22.94	0.94	46.97
投资净收益	10.48	18.49	66.27	5	10.64	10.14
YOY	1243.59%	-31.42%	-13624.49%	-73.82%	1.53%	-45.16%
营业利润	184.94	76.44	178.4	154.41	174.05	63.42
YOY	25.69%	5.14%	-6.34%	33.00%	-5.89%	-17.03%
营业利润率	15.79%	7.45%	14.22%	11.34%	15.21%	6.08%
加：营业外收入	17.74	6.05	16.14	13.31	6.6	24.55
减：营业外支出	0.36	1	1.67	3.82	1.2	0.94
利润总额	202.32	81.5	192.87	163.91	179.45	87.02
YOY	37.54%	12.38%	-4.90%	34.96%	-11.30%	6.77%
减：所得税	43.25	14.98	32.63	4.87	33.37	19.93
所得税率	21.38%	18.38%	16.92%	2.97%	18.60%	22.90%
净利润	159.07	66.52	160.24	159.03	146.08	67.09
YOY	27.14%	32.59%	2.30%	31.27%	-8.17%	0.86%
净利率	13.58%	6.49%	12.77%	11.68%	12.77%	6.43%
归母净利润	156.49	61.94	158.67	157.43	144.61	62.79
YOY	33.94%	38.26%	6.57%	34.15%	-7.59%	1.37%
资产负债表						
应收票据及应收账款	472.37	450.33	582.95	478.4	563.97	508.23
YOY	18.57%	17.55%	30.12%	-1.29%	19.39%	12.86%
应收票据	12.25	12.19	2.09	1.48	11.11	9.66
应收账款	460.11	438.14	580.85	476.91	552.86	498.57
存货	1039.38	1277.48	1406.65	1357.45	1300.89	1288.1
YOY	8.81%	18.38%	21.76%	34.81%	25.16%	0.83%

现金流量表

经营性现金流量净额	-21.88	-12.18	-170.81	311.18	64.78	203.21
/净利润	-13.75%	-18.31%	-106.60%	195.67%	44.35%	302.89%
投资性现金流量净额	48.36	127.93	105.75	132.87	263.09	192.25
筹资性现金流量净额	465.6	-268.25	1.53	-176.42	22.87	-300.13
现金及等价物净增加额	490.11	-150.58	-59.93	269.24	349.24	103.36

数据来源：Wind，东吴证券研究所

罗莱生活三大财务预测表

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,638.5	4,125.5	4,442.8	4,832.4	营业收入	4,812.8	4,962.7	5,338.8	5,735.4
现金	979.4	1,280.3	1,449.3	1,595.2	减:营业成本	2,622.9	2,753.3	2,959.8	3,177.7
应收账款	478.4	502.0	541.0	565.7	营业税金及附加	36.3	39.7	42.7	45.9
存货	1,357.5	1,395.9	1,423.0	1,603.4	销售费用	1,074.1	1,116.1	1,183.7	1,262.0
其他流动资产	823.3	947.4	1,029.4	1,068.1	管理费用	379.1	413.8	437.0	458.6
非流动资产	1,368.8	1,076.8	1,014.3	950.0	财务费用	0.7	(11.3)	(13.0)	(14.5)
长期股权投资	2.0	2.0	2.0	2.0	加:投资净收益	100.2	60.0	60.0	60.0
固定资产	379.5	363.6	313.9	261.8	其他	242.0	110.5	125.0	135.1
无形资产	303.9	280.3	256.8	233.2	营业利润	594.2	640.3	706.1	776.4
其他非流动资产	683.4	430.8	441.6	453.0	加:营业外净收支	46.4	43.0	43.0	43.0
资产总计	5,007.3	5,202.3	5,457.0	5,782.4	利润总额	640.6	683.3	749.1	819.4
流动负债	1,051.7	1,134.0	1,167.5	1,265.0	减:所得税费用	95.7	102.5	112.4	122.9
短期借款	27.5	30.0	30.0	30.0	少数股东损益	10.3	11.4	12.5	13.8
应付账款	451.4	469.7	530.1	550.3	归属母公司净利润	534.5	569.4	624.3	682.7
其他流动负债	572.8	634.2	607.4	684.8	EBIT	736.6	679.5	758.2	837.1
非流动负债	82.0	40.1	49.8	46.8	EBITDA	822.5	768.8	852.5	926.9
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他非流动负债	82.0	40.1	49.8	46.8					
负债合计	1,133.7	1,174.0	1,217.3	1,311.9	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	88.7	125.9	120.8	111.8	每股收益(元)	0.71	0.69	0.75	0.82
归属母公司股东权益	3,784.8	4,028.2	4,239.8	4,470.5	每股净资产(元)	5.02	4.86	5.12	5.39
负债和股东权益	5,007.3	5,202.3	5,457.0	5,782.4	发行在外股份(百万股)	754.4	828.9	828.9	828.9
					ROIC(%)	16.1%	14.2%	15.1%	15.8%
					ROE(%)	15.2%	14.4%	15.1%	15.7%
现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	45.5%	44.5%	44.6%	44.6%
经营活动现金流	106.3	563.3	625.9	641.7	销售净利率(%)	11.1%	11.5%	11.7%	11.9%
投资活动现金流	414.9	(675.9)	(862.3)	(887.6)	资产负债率(%)	22.6%	22.6%	22.3%	22.7%
筹资活动现金流	22.5	413.5	405.5	391.8	收入增长率(%)	3.2%	3.1%	7.6%	7.4%
现金净增加额	548.8	300.9	169.1	145.9	净利润增长率(%)	24.9%	6.5%	9.6%	9.4%
折旧和摊销	85.8	89.3	94.4	89.8	P/E	14.3	13.4	12.2	11.2
资本开支	42.2	6.7	13.1	13.1	P/B	2.0	1.9	1.8	1.7
营运资本变动	(517.3)	(102.4)	(104.9)	(149.1)	EV/EBITDA	9.3	9.9	9.0	8.3

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>