

罗莱生活 (002293)

证券研究报告

2019年08月27日

19H1 业绩基本符合预期，期待调整后业绩逐步恢复

事件：公司公布 19 年中报，业绩基本符合预期。

2019H1 公司实现营收 21.87 亿元 (-0.43%)，实现归母净利润 2.07 亿元 (-5.05%)，实现扣非归母净利润 1.68 亿元 (-12.26%)，业绩基本符合预期。公司扣非净利润增速低于归母净利润增速主要系：19H1 公司其他营业外收入为 622.24 万，而 18H1 为 -956.45 万，同比相差 1578.69 万元所致。

2019Q2 实现营收 10.43 亿元(+1.73%)，归母净利润 0.63 亿元(+1.36%)，环比 2019Q1 扭转业绩下滑趋势。

收入端：分拆来看，莱克星顿家具业务 19H1 贡献营收 4.07 亿元，同比增长 2.02%；剔除并表影响，公司家纺主业实现营收 17.80 亿元，同比下降 0.98%，略有程度下滑，我们认为主要系线下终端消费疲软及线上品牌拆分影响仍未消除影响。

利润端：19H1 莱克星顿贡献净利润为 1025.15 万元，同比下降 43.16%；若剔除并表影响，公司家纺主业实现净利润为 1.97 亿元，同比下降 1.62%。

其他子公司情况：内野纺织 19H1 实现营收 0.52 亿元(+0.88%)；实现净利润 352.85 万元(+88.19%)；恐龙纺织在托管之后业绩持续回升，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。

线下渠道：我们预计公司 19H1 线下渠道营收实现低个位数增长，线下门店近 2800 家。公司线下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。

线上渠道：由于公司线上渠道目前处于调整期，预计 19H1 营收略降。公司 18 年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。

19H1 毛利率有所下滑，费用率略有下降，净利率有所下降。

毛利率：19H1 毛利率为 44.21% (-1.12pct)，略有下降，我们认为主要系二季度公司清理库存，影响毛利率水平；其中 19Q2 为 44.58% (-3.31pct)。

费用率：19H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 21.96% (-0.93pct)、8.04% (+0.15pct)、1.99% (-0.6pct)、-0.60% (-0.66pct)。费用支出较为平稳，其中财务费用略有下降主要系公司利息支出减少以及理财收益增加所致。

净利率：由于毛利率下降幅度大于费用率下降幅度，19H1 公司净利率略有下降，为 9.75% (-0.52pct)；其中 19Q2 净利率为 6.43% (-0.06pct)。

公司存货周转效率有所下降，现金流改善较为明显。

19H1 公司存货金额为 12.88 亿元 (+0.83%)，但较年初下降 5.11%，主要系二季度集中清理库存所致。19H1 公司存货周转率为 0.92 次 (-0.13 次)，效率略有放缓。

19H1 应收账款为 4.99 亿元 (+4.6%)，略有提升，应收账款周转率为 4.48 次 (-0.30 次)，效率略有下降。

19H1 公司经营性现金流改善明显，为 2.68 亿元 (18H1 同期为 -3406 万)，主要系存货金额减少以及经营性应付及预收款项增加所致。19Q2 经营性现金流净额为 2.03 亿元 (+105.99%)，现金流改善较为明显。

强化品牌建设和定位，采取多种营销方式吸引客群。

1) 品牌建设：公司持续聚焦主业，传递“超柔床品”定位，使得 19H1 罗莱品牌美誉度为 87%，知名度为 28.4%，分别位列行业第一、第二；

2) 产品开发：针对“超柔床品”定位，研发出 Texsoft 柔软仿生新科技的产品，目前 90%以上产品使用了超柔工艺，大大提升了产品竞争力；同时针对年轻消费者，推出“国潮”系列，打造商品爆款，吸引客群；

3) 营销方式：发展社群营销、微信营销及网络直播等新的营销模式，展开抖音、小红书等社交媒体尝试。上半年线下会员新增 20 万人，活跃会员同比增加 80%。

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	9.02 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	828.86
流通 A 股股本(百万股)	771.63
A 股总市值(百万元)	7,476.30
流通 A 股市值(百万元)	6,960.06
每股净资产(元)	4.46
资产负债率(%)	23.63
一年内最高/最低(元)	13.08/8.28

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-年报点评报告: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》 2019-04-30
- 2 《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
- 3 《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

4) LOVO: LOVO 品牌“欧洲新锐设计师设计”品牌战略顺利推进, 截止 2020 年年底, LOVO 计划与欧洲 100 名以上的欧洲设计师合作, 推出联名产品, 快速提升品牌价值。

维持“买入”评级。考虑到公司正处于调整阶段, 我们略下调公司盈利预测。预计 2019-2021 年公司净利润为 5.81/6.42/7.20 亿元, 同比增长为 8.76%、10.35%、12.23%; 预计 19-21 年 EPS 为 0.70/0.77/0.87 元 (原值为 0.79/0.88/1.00 元), 对应 PE 12.86/11.65/10.38。

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	5,152.97	5,649.06	6,285.61
增长率(%)	47.89	3.24	7.07	9.63	11.27
EBITDA(百万元)	618.26	773.41	683.05	743.65	827.48
净利润(百万元)	427.88	534.52	581.36	641.51	720.00
增长率(%)	34.85	24.92	8.76	10.35	12.23
EPS(元/股)	0.52	0.64	0.70	0.77	0.87
市盈率(P/E)	17.47	13.99	12.86	11.65	10.38
市净率(P/B)	2.49	1.98	1.78	1.67	1.56
市销率(P/S)	1.60	1.55	1.45	1.32	1.19
EV/EBITDA	16.13	6.78	8.05	7.47	6.12

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)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	430.52	979.36	1,713.46	1,693.48	2,212.57	营业收入	4,661.85	4,812.81	5,152.97	5,649.06	6,285.61
应收票据及应收账款	484.66	478.40	459.51	260.88	540.68	营业成本	2,635.59	2,622.92	2,800.15	3,065.42	3,408.60
预付账款	73.87	44.28	176.60	17.47	195.27	营业税金及附加	32.93	36.30	38.65	50.84	62.86
存货	1,006.97	1,357.45	831.52	1,534.19	1,123.62	营业费用	1,007.43	1,074.10	1,123.35	1,231.49	1,363.98
其他	1,224.75	779.03	1,002.71	933.51	1,006.82	管理费用	412.19	379.13	396.78	434.98	477.71
流动资产合计	3,220.77	3,638.52	4,183.79	4,439.52	5,078.96	研发费用	106.82	125.50	128.82	141.23	150.85
长期股权投资	2.68	1.98	1.98	1.98	1.98	财务费用	27.68	0.66	(26.64)	(35.16)	(40.31)
固定资产	381.09	379.48	389.44	416.68	441.27	资产减值损失	65.58	79.76	77.29	79.09	94.28
在建工程	8.99	16.38	45.83	75.50	75.30	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	306.53	303.88	288.38	272.87	257.37	投资净收益	46.34	100.25	59.04	59.04	59.04
其他	668.10	667.07	628.37	622.28	619.03	其他	(199.11)	(200.02)	(118.07)	(118.07)	(118.07)
非流动资产合计	1,367.39	1,368.78	1,354.00	1,389.31	1,394.95	营业利润	526.41	594.19	673.61	740.21	826.68
资产总计	4,588.16	5,007.30	5,538.95	5,829.22	6,474.43	营业外收入	28.74	53.24	50.40	54.60	58.50
短期借款	190.00	27.45	0.00	0.00	0.00	营业外支出	11.27	6.84	7.06	8.48	7.34
应付票据及应付账款	494.43	522.57	556.43	575.73	722.28	利润总额	543.88	640.59	716.95	786.33	877.84
其他	613.65	501.69	605.99	560.41	718.56	所得税	90.81	95.73	107.54	117.95	131.68
流动负债合计	1,298.09	1,051.72	1,162.42	1,136.14	1,440.85	净利润	453.07	544.86	609.41	668.38	746.16
长期借款	50.31	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	25.19	10.33	28.05	26.87	26.16
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	427.88	534.52	581.36	641.51	720.00
其他	87.04	82.01	62.32	77.12	73.82	每股收益(元)	0.52	0.64	0.70	0.77	0.87
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	1,224.74	1,213.26	1,514.67						
少数股东权益	147.71	88.73	115.38	141.80	167.38	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	704.91	754.41	828.86	828.86	828.86	成长能力					
资本公积	370.84	854.30	854.30	854.30	854.30	营业收入	47.89%	3.24%	7.07%	9.63%	11.27%
留存收益	2,344.30	3,101.79	3,369.97	3,645.30	3,963.53	营业利润	34.62%	12.88%	13.37%	9.89%	11.68%
其他	(415.03)	(925.66)	(854.30)	(854.30)	(854.30)	归属于母公司净利润	34.85%	24.92%	8.76%	10.35%	12.23%
股东权益合计	3,152.73	3,873.57	4,314.21	4,615.96	4,959.77	获利能力					
负债和股东权益总	4,588.16	5,007.30	5,538.95	5,829.22	6,474.43	毛利率	43.46%	45.50%	45.66%	45.74%	45.77%
						净利率	9.18%	11.11%	11.28%	11.36%	11.45%
						ROE	14.24%	14.12%	13.85%	14.34%	15.02%
						ROIC	27.77%	19.89%	21.97%	26.97%	26.20%
						偿债能力					
						资产负债率	31.29%	22.64%	22.11%	20.81%	23.39%
						净负债率	-5.81%	-24.57%	-39.66%	-36.62%	-44.57%
						流动比率	2.48	3.46	3.60	3.91	3.53
						速动比率	1.71	2.17	2.88	2.56	2.75
						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	4.71	4.78	4.73
						总资产周转率	1.06	1.00	0.98	0.99	1.02
						每股指标(元)					
						每股收益	0.52	0.64	0.70	0.77	0.87
						每股经营现金流	0.48	0.13	1.09	0.40	1.05
						每股净资产	3.63	4.57	5.07	5.40	5.78
						估值比率					
						市盈率	17.47	13.99	12.86	11.65	10.38
						市净率	2.49	1.98	1.78	1.67	1.56
						EV/EBITDA	16.13	6.78	8.05	7.47	6.12
						EV/EBIT	17.98	7.27	8.50	7.88	6.44

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	453.07	544.86	581.36	641.51	720.00
折旧摊销	107.90	85.85	36.08	38.60	41.11
财务费用	25.24	(2.16)	(26.64)	(35.16)	(40.31)
投资损失	(46.34)	(100.25)	(59.04)	(59.04)	(59.04)
营运资金变动	(603.43)	(193.64)	343.59	(281.90)	185.64
其它	461.89	(228.34)	28.05	26.87	26.16
经营活动现金流	398.33	106.32	903.40	330.88	873.56
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	172.45	35.16	40.31
其他	(406.73)	(510.12)	(342.03)	(369.03)	(405.55)
筹资活动现金流	(208.45)	22.46	(167.19)	(330.67)	(363.37)
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	734.09	(19.98)	519.09

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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