

罗莱生活 (002293): 手持优质品牌, 稳步推进大家纺小家居

2020 年 12 月 09 日

推荐/首次

罗莱生活 公司报告

报告摘要:

家纺行业因国内消费习惯, 呈现出较强的可选属性。家纺行业在规模增速和行业格局上, 呈现出一定的优越性, 国产家纺品牌占据在品牌金字塔顶端, 有望享受消费升级带来的行业量价齐升。罗莱生活通过内生加外延的方式, 目前获取了罗莱+LOVO 两个优质家纺品牌, 及莱克星顿美式高端家具品牌, 同时公司管理水平在家居多品类战略推进中得以提升。

家纺行业: 长期量价提升有空间, 短期有催化。 家纺行业的未来是消费升级引领下的渠道和品牌共振, 行业仍有较好增速, 具备品牌优势和合理渠道布局的公司有望享受行业增长和份额提升。**长期看** 家纺行业增长是消费升级驱动, 一方面随着消费者迭代带来床品更换频次提升, 品类需求扩大; 二是对品质生活的追求下, 对高端家纺品牌的需求在扩大。根据欧睿的预计, 广义的家纺行业目前规模接近 5000 亿元, 未来仍能维持高个位数的复合增速。**短期看**, 家纺行业将受益于直播带货和冬季拉长的双重利好, 旺销至少维持至明年一季度。

双品牌&电商发力, 公司中短期具备发展动力。 **罗莱+LOVO:** 公司对罗莱品牌持续进行品牌建设, 已经形成品牌壁垒, 确定性收益于消费升级。LOVO 乐蜗品牌是公司创立的电商品牌, 目前品牌独立培养成熟, 主攻性价比市场。**公司电商潜力大:** 公司以往多依靠自有流量发展线上销售, 目前线上占比约 30%, 仍然有较大发展空间。公司从电商组织架构到具体策略, 今年都有革新, 使得线上焕发新活力。

展望未来: 多品类助力公司管理水平提升, 并有望打开家纺增速天花板。 公司聚焦家纺产业发展的同时, 布局家居行业, 延伸公司产品线, 探索全品类家居业务模式。罗莱今年将品牌事业部的垂直管理体系改为前中后台的横向体系, 可以更好的发挥成熟企业的规模优势和各品牌间的协同作用, 提高供应链的快速反应能力, 提升管理效率。未来公司有望将手中优质品牌实现更多协同, 真正走向生活家居综合提供商。

盈利预测及投资建议: 预计公司 2020-2022 年实现营业收入 50.16、57.11、65.05 亿元, 归母净利润分别为 5.84、7.2、8.7 亿元, 对应 EPS 分别为每股 0.69、0.85、1.03 元, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

风险提示: 1、宏观经济压力或疫情反复使得服装行业承压; 2、公司品牌培育发展受阻; 3、公司管理层出现重大变化。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	4,812.81	4,860.20	5,016.20	5,710.91	6,505.20
增长率 (%)	3.24%	0.98%	3.21%	13.85%	13.91%
净利润 (百万元)	544.86	559.07	584.16	720.42	872.46
增长率 (%)	20.26%	2.61%	4.49%	23.33%	21.11%
净资产收益率 (%)	14.12%	13.31%	13.02%	14.98%	16.79%
每股收益 (元)	0.72	0.66	0.69	0.85	1.03
PE	17.01	18.65	17.87	14.49	11.96

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

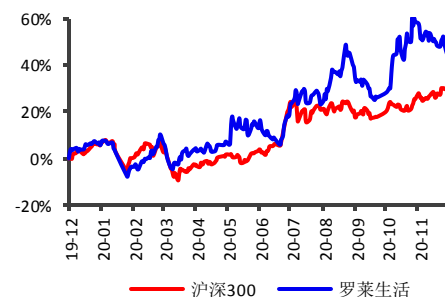
公司简介:

公司创立于 1992 年, 是国内最早涉足家用纺织品行业集研发、设计、生产、销售于一体的龙头企业。公司采用多品牌运作策略, 具有较强的品牌知名度和美誉度。罗莱主品牌保持多年连续行业第一的地位, 其他子品牌市场定位清晰, 满足消费者多元化个性需求和对高品质生活方式的追求。

交易数据

52 周股价区间 (人民币)	8.37-12.80
总市值 (亿元)	102
流通市值 (亿元)	96
总股本/流通 A 股 (万股)	82813/77399
流通 H 股 (万股)	
52 周日均换手率	0.67

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 张凯琳

010-66554087

zhangkl@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480518070001

研究助理: 刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480119010012

目 录

1. 罗莱生活：大家纺、小家居，家居生活馆模式探索者	4
2. 家纺行业：长期量价提升有空间，短期有催化	5
2.1 渠道变革驱动行业历史进程，未来渠道与品牌共振	5
2.2 长期：消费升级下量价齐升仍具空间	6
2.2.1 床品更换频次随着消费者迭代，持续提升	6
2.2.2 消费升级带来品类扩充，可选属性带来价格上移	7
2.3 短期催化：直播带货、“冷冬”带来家纺旺销	8
2.3.1 直播带货助力高端家纺获取份额	8
2.3.2 “冷冬”推动销量提升	8
3. 双品牌&电商发力，公司中短期具备发展动力	9
3.1 罗莱和 LOVO，双品牌重回增长	9
3.1.1 罗莱品牌具备品牌壁垒	9
3.1.2 LOVO 拆分后品牌培养成熟，重回增长	10
3.2 罗莱电商占比低，多点发力线上增速有望持续	11
4. 展望未来：多品类助力公司管理水平提升，并有望打开家纺增速天花板	11
4.1 目前现状：具备优质品牌，平台加速变革多品牌初具协同	11
4.2 海外经验：宜家多品类成就范围经济	12
5. 财务分析	13
5.1 罗莱利润表端表现稳健，盈利能力表现优异	13
5.2 现金流端整体与业绩匹配，运营能力较好	14
6. 盈利预测与投资建议	15
7. 风险提示	16
相关报告汇总	18

表格目录

表格 1：罗莱生活公司发展史	4
表格 2：罗莱生活品牌布局	5
表格 3：双十一活动期间公司与头部主播合作战绩	11
表格 4：罗莱收入及毛利预测	15
表格 5：估值对比表	15

插图目录

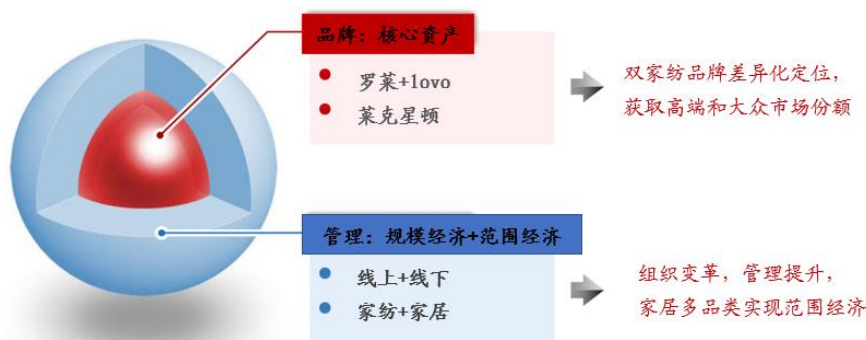
图 1：罗莱生活手持优质品牌，大家纺小家居战略下积累管理优势	4
图 2：罗莱生活收入分布（单位：亿元）	5
图 3：公司家纺收入按品类分布（单位：亿元）	5
图 4：家纺行业渠道发展阶段	6

图 5: 家纺行业规模及增速.....	6
图 6: 主要服装家纺品类的 CR10 比较 (阿里平台)	6
图 7: 牛皮席成为近几年新晋流行床品	7
图 8: 蚕丝被以其舒适性和健康行在高端消费群体中流行	7
图 9: 我国家纺消费各类需求占比统计情况 (%)	7
图 10: 家纺用品消费按价格段分布	7
图 11: 家纺品类 2020 年 1 月至 10 月线上销售额及增速.....	8
图 12: 家纺行业品牌格局	8
图 13: 2017 年冷冬各版块收入、业绩增速	8
图 14: 罗莱生活科技研究院建立了柔软品质等级评价标准	9
图 15: 罗莱品牌期间店增速逆势而上	9
图 16: LOVO 旗舰店粉丝数高于罗莱	10
图 17: LOVO 的风格与罗莱差异化明显	10
图 18: 罗莱与行业内其他公司相比电商占比仍低	11
图 19: 公司收购的莱克星顿是知名美式家具品牌	12
图 20: 莱克星顿 2017 年至今公司收益	12
图 21: 内野 2016 年至今公司净利润	12
图 22: 宜家样板间为生活家居多品类融合	13
图 23: 多品类将有机会实现范围经济	13
图 24: 罗莱生活营业收入及增速	13
图 25: 罗莱生活归母净利润及增速	13
图 26: 罗莱家纺主业毛利率与家具业务毛利率比较 (%)	14
图 27: 三大家纺公司销售费用率比较 (%)	14
图 28: 罗莱经营现金流与业绩的匹配情况	14
图 29: 罗莱的现金周转天数维持健康	14

家纺行业因国内消费习惯，呈现出较强的可选属性。使得家纺行业在规模增速和行业格局上，呈现出一定的优越性，国产家纺品牌占据在品牌金字塔顶端，有望享受消费升级带来的行业量价齐升。

罗莱生活在家纺行业具备明显的品牌优势，同时在大家居战略的推进中，管理能力得以提升。**品牌+管理的驱动将使得公司在长期发展中获得优势。**

图 1：罗莱生活手持优质品牌，大家纺小家居战略下积累管理优势



资料来源：东兴证券研究所

1. 罗莱生活：大家纺、小家居，家居生活馆模式探索者

罗莱生活通过内生加外延的方式，已初步发展成一个“家居生活解决方案”提供商。罗莱生活公司始建于1992年，至2004年公司罗莱品牌问鼎家纺品类销量第一，至今始终保持第一名的位置。2009年，为了顺应电商发展趋势开拓线上市场，公司成立Lovo品牌；同年9月公司在深交所上市。2011年后，为拓宽产品品类，公司通过并购或参股方式引进毛巾、香氛护理等几个品类。2015年公司创立罗莱儿童，HOME店模式初具规模。2017年，公司为了开拓海外市场，提升国际知名度，收购莱克星顿，从此莱克星顿成为了罗莱的一个主打品牌。

表格 1：罗莱生活公司发展史

时间	事件
1992 年	成立南通罗莱家居用品有限公司，为罗莱生活前身
2004 年	罗莱品牌问鼎家纺品类销量第一
2009 年	创立 Lovo 新品牌
2009 年 9 月	罗莱家纺股份有限公司上市
2011 年	引进了欧洲最大专业毛巾厂商 Christy、葡萄牙高端卫浴品牌 Graccioza、欧洲家用芬芳领导品牌 Millefiori、高端香氛护理品牌朵昂思 Durance
2015 年	收购内野，完成内野中国并购项目，持有 60%的股份
2015 年	罗莱儿童品牌确立品牌策略，2015 年下半年快速开出 20 余家罗莱儿童 HOME 店，HOME 店模式初具规模。
2015 年 12 月	公司更名，由“罗莱家纺股份有限公司”变更为“罗莱生活股份有限公司”
2017 年 1 月	收购美国高端家居品牌莱克星顿

资料来源：公司官网，公司公告，东兴证券研究所

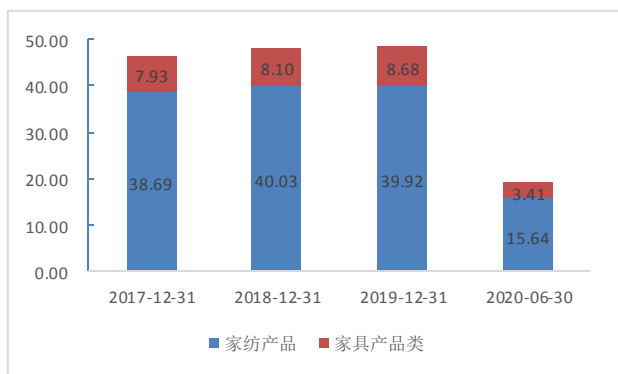
目前业务分布看，罗莱践行大家纺、小家居战略，家纺仍是绝对主力品类，高端和大众品牌兼具。公司采用多品牌运作策略，目前公司品牌覆盖高端市场（廊湾、莱克星顿、内野）、中高端市场（罗莱、罗莱儿童）和大众消费市场（LOVO（乐蜗））。

表格 2：罗莱生活品牌布局

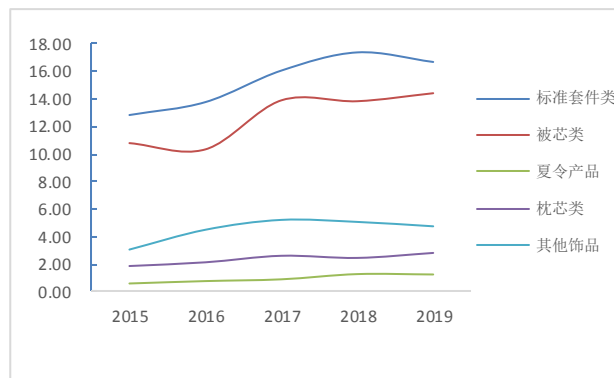
品牌	品牌	创立（或收购）时间	定位	发展现状
高端品牌	莱克星顿	2017 年	美国高端家具品牌	2019 年莱克星顿销售规模 8.7 亿元，净利润 4200+ 万元
	内野	2015 年	主营以毛巾为主的浴用产品	2019 年内野业务销售收入 1.4 亿元，同比增长 20%
	廊湾家居	2015 年	主打高端精致的生活方式	在国内核心城市的重要商圈开设具有相对独立设计风格的集合店
中高端品牌	罗莱	1992 年	“超柔床品”的品牌定位	线下加盟渠道数量 2300+家，直营 300 家左右
	罗莱儿童	2011 年	聚焦儿童的“健康、安全”	约 200 家专卖店以及专柜
大众品牌	LOVO	2009 年	年轻时尚潮流家纺	线上品牌，线上罗莱、LOVO 品牌销售占比约 4:6

资料来源：公司官网，公司公告，东兴证券研究所

多品牌、全渠道的布局，保证了公司稳健的发展进程。从产品分布看，家纺主业收入占比仍超 8 成，家居业务约占 2 成。从渠道分布看，公司线上占比约占 3 成，线下加盟、直营销售占比大约 8：2。公司线下加盟渠道加直营渠道数量预计超过 2500 家（加盟店 2300+家，直营店 300 家左右）。

图 2：罗莱生活收入分布（单位：亿元）


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 3：公司家纺收入按品类分布（单位：亿元）


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

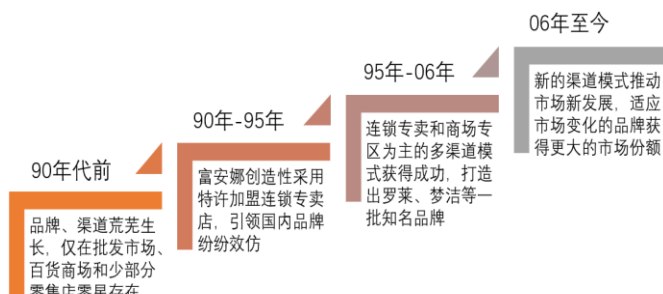
2. 家纺行业：长期量价提升有空间，短期有催化

2.1 渠道变革驱动行业历史进程，未来渠道与品牌共振

渠道模式的变化驱动了家纺行业走过了四个发展阶段。第一阶段是九十年代，这是无品牌时代，渠道模式单一，主要发生在批发市场、百货商场和少部分零售店。第二阶段是 1990 年-1995 年品牌的点燃阶段，以富安娜等为首的高端品牌率先采用特许加盟连锁专卖店的渠道模式，其他品牌纷纷仿效，特许加盟连锁专卖店的渠道形式为家纺行业带来了第一次大的发展。第三阶段是从 1995 年-2006 年，国内大规模拓展连锁专卖店模式的成功，打造了一些国内的知名品牌，罗莱便在这个阶段脱颖而出。2006 年家纺行业开始进入第四阶段，

新的渠道模式纷纷出现，电商和购物中心逐渐成为购物的主流渠道，考验着家纺品牌的变革能力。

图 4：家纺行业渠道发展阶段

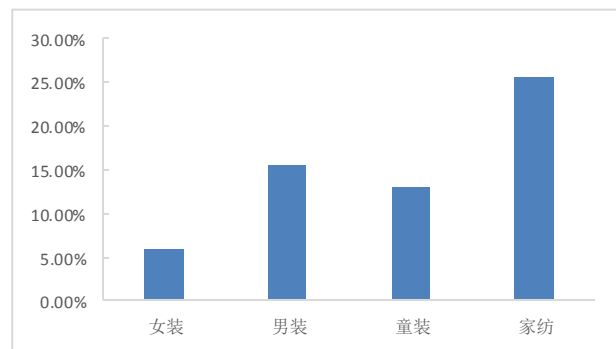
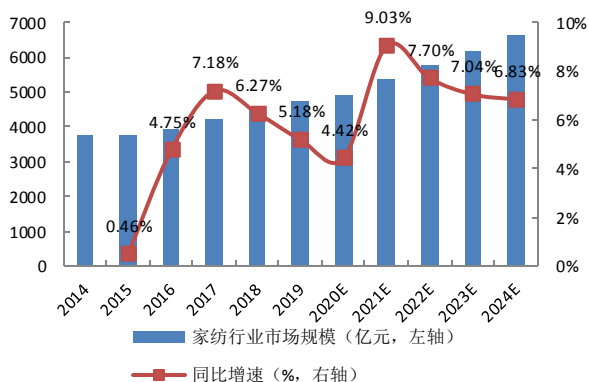


资料来源：纺织网，东兴证券研究所

家纺行业的未来是消费升级引领下的渠道和品牌共振，行业仍有较好增速，具备品牌优势和合理渠道布局的公司有望享受行业增长和份额提升。家纺行业未来增长，长期看是消费升级驱动，一方面随着消费者迭代带来床品更换频次提升，品类需求扩大；二是对品质生活的追求下，对高端家纺品牌的需求在扩大。根据欧睿的预计，广义的家纺行业目前规模接近 5000 亿元，未来仍能维持高个位数的复合增速。从行业格局看，家纺行业集中度高于服装，高端家纺品牌仍有提升份额的空间。

图 5：家纺行业规模及增速

图 6：主要服装家纺品类的 CR10 比较（阿里平台）



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

资料来源：阿里平台数据，东兴证券研究所

2.2 长期：消费升级下量价齐升仍具空间

2.2.1 床品更换频次随着消费者迭代，持续提升

对比欧美等发达国家，家纺产品消耗量大，产品使用生命周期短，复购率高。美国消费者每年购买大约 10 亿条毛巾和大约亿条床单和枕头套。一方面由一些国家立法和生活习惯造成的，国外床品洗涤存在成本（比如美国 50 个州还有 31 个州将户外晾晒归属于违法行为，洗涤也需要交纳额外的污水处理费用）。另一方面从习惯传统上来讲，欧美国家的消费群体很在意对家居环境的装饰和布置，这也导致了很多产品被归入抛弃型。随着中国消费能力的不断升级，作为消费主力的年轻人受到国外的影响也在根据自己的装修风格和季节更替选择时下最热门的款式；同时受到新冠疫情的影响，人们会重新考虑生活质量提高和改善室内卫生条件的必要性。

2.2.2 消费升级带来品类扩充，可选属性带来价格上移

家纺产品很大程度上是由家庭可支配收入来决定的，伴随着对生活质量的追求，起居空间内的品类也在扩充。很多家纺行业的潜在客户由于消费结构还没有完全改进完成，消费升级的过程存在时滞：比如从 2000 年比较普遍的化纤被到后来的棉被，现在市面上主流的羽绒被和蚕丝被，很多客户并没有跟上消费迭代，使得羽绒被、蚕丝被等更轻便保暖的家纺产品市场空间规模潜力无限，特别的是这部分产品在家纺行业是处在 1000+ 的高价值产品门类中，通过细分品类培育消费者品味会使家纺行业在量价上重新迈上快车道。

图 7：牛皮席成为近几年新晋流行床品



资料来源：淘宝网，罗莱旗舰店，东兴证券研究所

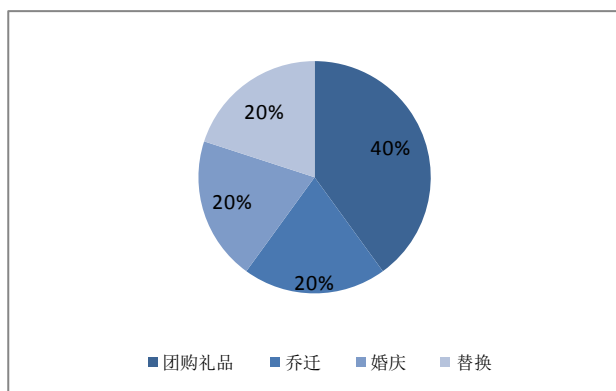
图 8：蚕丝被以其舒适性和健康行在高端消费群体中流行



资料来源：重庆蚕丝网，东兴证券研究所

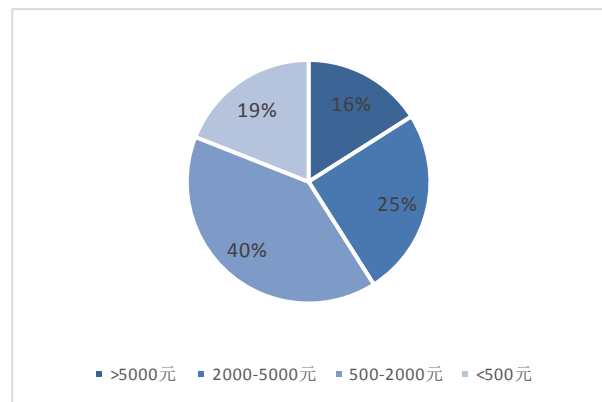
高端家纺在国内消费习惯下可选属性较强，高端家纺品牌扩充空间大。从增长的动力看，一二线城市消费的人群，对高品质的床品的追求在提升，购买的目的越来越多的趋向于自用；三四线城市在品牌家纺的需求，在如婚庆、送礼乔迁等目的性的消费场景较一二线城市更多。从市场抽样的样本来看，购买高端产品价格 5000 元以上的约占 16%；其中购买中端产品价格 2000-5000 元区间的客户约占 25%；购买中低端产品价格 500-2000 元的客户约占 40%，其余 19% 购买 500 元以下（或是简单裁制）。

图 9：我国家纺消费各类需求占比统计情况（%）



资料来源：中国家纺协会，东兴证券研究所

图 10：家纺用品消费按价格段分布



资料来源：枕头网，东兴证券研究所

不容等级城市消费者的接受能力差异，使得家纺结构化升级仍有空间。一二线城市对于家纺用品的日常消费的占比更高，下沉市场目的性需求使其还处在品牌追求的过程中，这使得品牌家纺在培养品牌认可度方面存

在巨大市场潜力。家纺企业及时培育更适合相应消费者的产品路线，避免同质化内耗，面对不同需求提出差异化互补，使得家纺行业从高端到大众形成全品类消费市场仍大有可为。

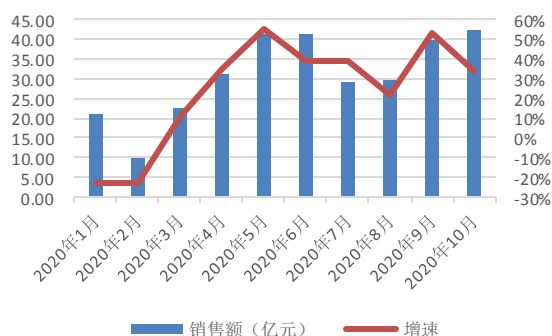
2.3 短期催化：直播带货、“冷冬”带来家纺旺销

2.3.1 直播带货助力高端家纺获取份额

根据毕马威和阿里研究院的数据：2019年，直播电商整体市场规模达到4338亿元，同比增长210%；预计2020年直播电商整体规模将突破万亿，达到10500亿元。家纺行业也凭借自身标准化和没有国外品牌冲击的特点，能够在直播电商的大浪潮中占据一席之地。新冠疫情的爆发严重影响企业正常的线下销售运转，防疫常态化或将成为企业在中长期所面临的发展环境，这带来了家纺产品等标准化产品的线上消费井喷。

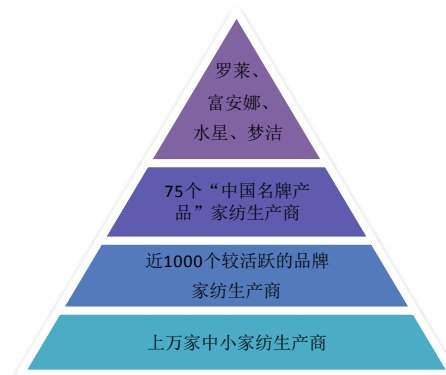
同时，线上直播直播等销售形势使得家纺行业的销售格局重新整合。线上销售等方式加深了消费者对于家纺品牌的认知。罗莱、富安娜、水星、梦洁等定位高端的家纺品牌，因其头部地位获得了头部主播的青睐，以及平台的流向倾斜，头部家纺品牌与头部主播及平台实现三赢的局面。合力之下，无论是团购礼品、乔迁、婚庆和替换等消费需求，在节约了时间、提高便捷程度的同时，家纺品牌渠道和格局也伴随直播电商的高速增长出现新的变化。

图 11：家纺品类 2020 年 1 月至 10 月线上销售额及增速



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

图 12：家纺行业品牌格局

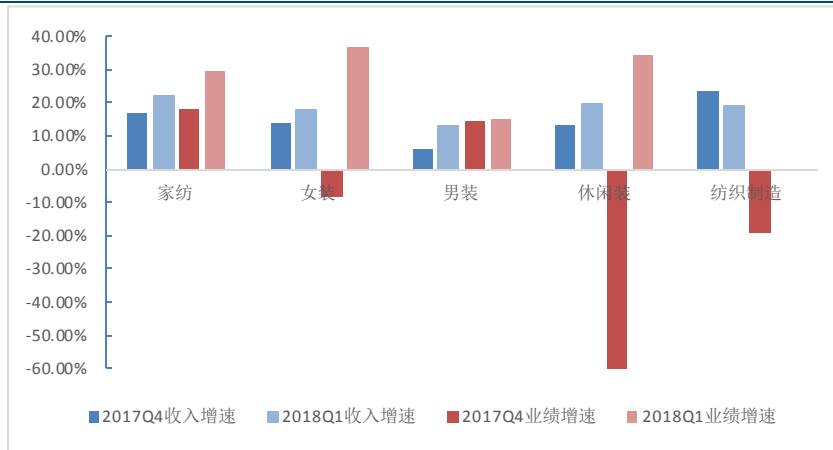


资料来源：中国家纺协会，东兴证券研究所

2.3.2 “冷冬”推动销量提升

今年冬品（服装及家纺）销售周期长，旺销至少持续至明年一季度。今年北方大面积降温较往年提早半个月以上，如北京初雪就较往年提早近十天。降温较往年明显提前，以及目前温度低的趋势也将进一步激发消费者对冬季产品的需求。我们认为“冷冬”效应在服装版块更为重要的意义是拉长了冬装销售周期。冬装主要的销售期间，即从秋季第一次全国大范围降温至次年元宵节后，今年北方降温时间较往年早1-2个礼拜，春节在公历时间上比往年晚2个礼拜，直接导致今年冬装销售时间比往年长约20天。提前降温使得消费者冬装需求提前并增多，旺销期拉长使得渠道进货意愿也有所提升。参考2017年亦为气候条件催生下的长冬，事实证明，家纺板块的收入增速和业绩增速都有较优异的表现。

图 13：2017 年冷冬各版块收入、业绩增速



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

3. 双品牌&电商发力, 公司中短期具备发展动力

3.1 罗莱和 LOVO, 双品牌重回增长

3.1.1 罗莱品牌具备品牌壁垒

公司对罗莱品牌持续进行品牌建设, 形成品牌壁垒, 确定性收益于消费升级。在家纺行业, 消费习惯决定了高端品牌没有外来品牌的竞争, 国内品牌里上市公司四大品牌具备先发优势。尤其罗莱家纺, 在高端品牌里因风格偏重欧式大气, 受众群体更广; 从制造端, 公司拥有并熟悉南通产业集群地的优质产能, 保证了产品质量与品牌定位的契合。根据尼尔森调研报告, 2019 年度罗莱品牌总知名度达到 78.7%, 满意度达到 98.1%。

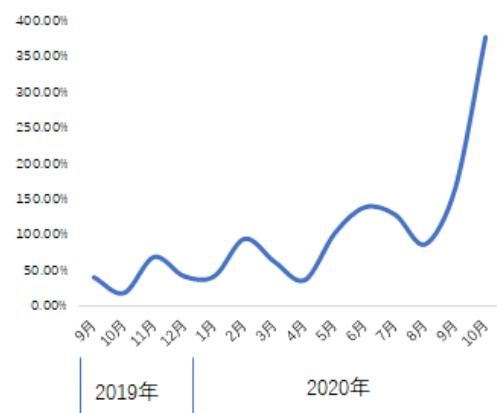
在疫情之下公司适时调整品牌发展策略, 积极利用新零售工具, 全方位触达消费者。公司 10 月官宣了易烊千玺作为罗莱品牌代言人, 吸引了大批年轻的消费者, 取得了较好的宣传效果。罗莱还开启了优势产业地计划, 在全球范围内采集最优质的材料和印染工艺, 为了达到更加软糯挺阔的全棉手感, 罗莱高价位全棉面料将部分在西班牙和意大利进行织造和印染。营销发力和生产支持之下, 罗莱品牌逆势而上, 在后疫情时期体现出增速的优越性。

图 14: 罗莱生活科技研究院建立了柔软品质等级评价标准

等级	柔软度 (SF)	
	超轻型织物	轻型织物
七星级	≥ 81.00	≥ 86.00
六星级	≥ 80.00	≥ 82.00
五星级	≥ 79.00	≥ 78.00
四星级	≥ 78.00	≥ 74.00
三星级	≥ 77.00	≥ 70.00
二星级	≥ 76.00	≥ 66.00
一星级	≥ 75.00	≥ 62.00

a. 经纱或纬纱为股线的产品柔软品质等级评定时增加1级进行评定;
b. 提花组织产品柔软品质等级评定时增加1级进行评定。

图 15: 罗莱品牌期间店增速逆势而上



资料来源：品牌家纺网，东兴证券研究所

资料来源：阿里平台数据，东兴证券研究所

3.1.2 LOVO 拆分后品牌培养成熟，重回增长

LOVO 品牌是公司创立的电商品牌，目前品牌独立培养成熟，主攻性价比市场。公司在 2018 年下半年将罗莱品牌与 LOVO 品牌的旗舰店进行拆分，以区别两个品牌的发展方向。拆分之后 LOVO 品牌经历了一年多的销量下滑期。公司持续进行品牌的再培育，目前 LOVO 品牌天猫旗舰店粉丝数已超过罗莱品牌，显示了 LOVO 品牌在网上消费人群中的极高的认可度。

图 16：LOVO 旗舰店粉丝数高于罗莱



资料来源：淘宝网，东兴证券研究所

LOVO 和罗莱产品价位段和设计风格区隔明显。为了持续推进对 LOVO 品牌的建设，公司联合消费咨询公司，对品牌资产进行了全面的焕新升级：启用了全新的品牌中文名--乐蜗家纺，采用了新的品牌 LOGO 及广告语，更进一步明确了品牌的定位。疫情之下，LOVO 品牌重点关注“时尚颜值、创新小惊喜、极致性价比”三大方面，不断的提升产品的竞争力。LOVO 和罗莱价格段差异明显，助力公司获取大众市场。

图 17：LOVO 的风格与罗莱差异化明显

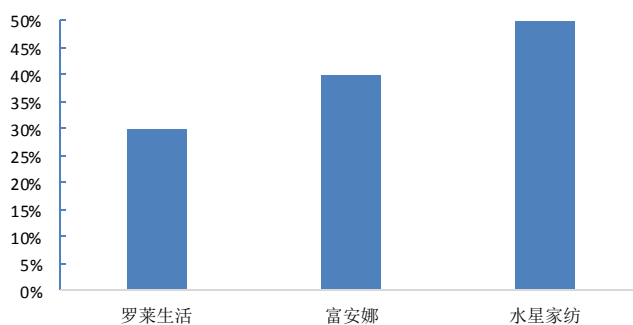


资料来源：罗莱公司官网，东兴证券研究所

3.2 罗莱电商占比低，多点发力线上增速有望持续

罗莱以往多依靠自有流量发展线上销售，目前线上占比约占 30%，仍然有较大发展空间。线上罗莱品牌以往更多靠天然流量，LOVO 乐蜗也经历了两年重新培养，这使得公司整体在线上发展较其他家纺公司较慢。目前，罗莱品牌在线上品牌优势明显，客单价在线上依然保持在 500+，处于绝对领先地位。相应的 LOVO 品牌作为差异化互补的重要组成部分，LOVO 可以在价格上直面同行业竞争。

图 18：罗莱与行业内其他公司相比电商占比仍低



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司从电商组织架构到具体打法，今年都有革新，使得线上焕发新活力。罗莱以往按品牌划分事业部，各个品牌有独立的前端及后台系统；今年公司做了整体的架构调整，把品牌事业部的体制打散，电商统一成为一个部门。自此公司的线上战略愈加清晰，罗莱和 LOVO 各司其职，公司层面毛利、转化率、市场占有率统一筹划。到具体打法上，公司今年战略性重视直播带货形势，与头部主播举办多场活动，实现了品牌营销和收入扩大的双重效果。线下也积极采用各种数字化工具，加盟商积极采用小程序，对推动销售大有裨益，许多加盟商也积极开拓抖音带货等渠道扩大销售。

表格 3：双十一活动期间公司与头部主播合作战绩

主播	爆款产品	销售额
薇娅	易烊千玺品牌代言罗莱家纺全棉磨毛绣花四件套	1422.65 万
	LOVO 乐蜗家纺小黄鸭正版授权贡缎全棉纯棉三四件套	1384.75 万
	罗莱家纺秋冬被子植萃暖姜抗菌发热被	2065.18 万
李佳琦	罗莱家纺鹅绒被科技防油阻螨 95 白鹅绒	4482.01 万
	罗莱家纺全棉撞色火山小磨毛刺绣艺术四件套	1076.14 万
	罗莱家纺儿童床上用品泰国进口 A 类学生护颈乳胶枕	746.30 万

资料来源：销售盒子助手，东兴证券研究所

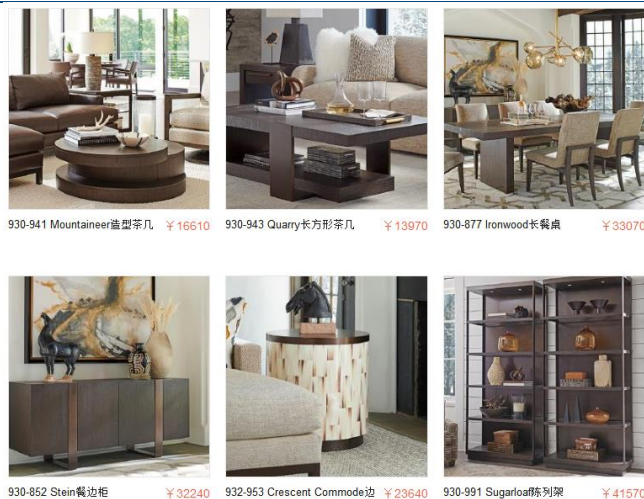
4. 展望未来：多品类助力公司管理水平提升，并有望打开家纺增速天花板

4.1 目前现状：具备优质品牌，平台加速变革多品牌初具协同

公司聚焦家纺产业发展的同时，布局家居行业，延伸公司产品线，探索全品类家居业务模式。公司产品线从家纺产品延伸到大家纺小家居及家具领域。2015 年公司创立廊湾家具，即公司旗下家居集合店，目的为消费者提供整体一站式家居购物体验。2017 年初，收购了美国百年家具品牌莱克星顿 100% 股权，实现了从家纺

家居品牌向全球化家居企业的转变的第一步。

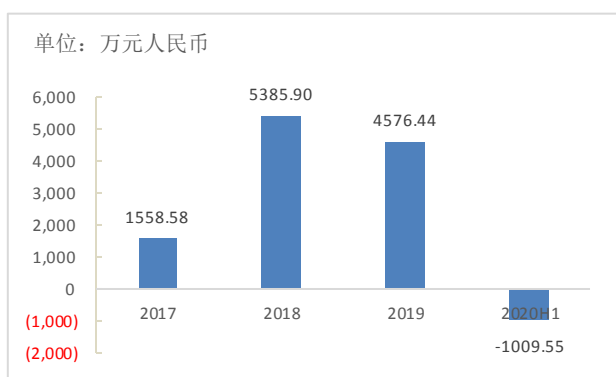
图 19：公司收购的莱克星顿是知名美式家具品牌



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

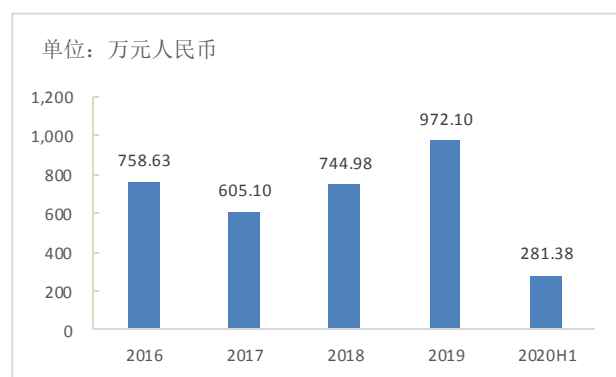
大家纺小家居，即以家纺为主，辐射到生活周边产品，实现公司范围经济。2015 年公司以自有资金 4800 万元收购，内野毛巾 60% 股权。2016 年公司成立产业基金用于对外并购，在同年 10 月对外投资 5.15 亿元 100% 并购莱克星顿。自此，公司掌握了两个优质品牌，同时拥有两个自主培养的家纺品牌。目前，毛巾与家纺已经形成了较好的联动关系；莱克星顿在中国市场尚处于培育期，未来有望借助罗莱的渠道经验实现很好的联动。莱克星顿和内野自收购以来，也表现出稳健的收益，体现出品牌的优质。

图 20：莱克星顿 2017 年至今公司收益



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 21：内野 2016 年至今公司净利润



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

罗莱加速变革，品牌协同和规模优势将现。罗莱今年将品牌事业部的垂直管理体系改为前中后台的横向体系，可以更好的发挥成熟企业的规模优势和各品牌间的协同作用，提高供应链的快速反应能力，提升管理效率。同时多个品牌能获得更加清晰的品牌定位。无论是在线下获取店铺资源还是线上平台合作，其规模优势也更明显。

4.2 海外经验：宜家多品类成就范围经济

家纺家居一体化模式是欧美普遍的模式，宜家的全品类模式更是颠覆了家居业的耐用消费品模式。宜家产品

种类丰富, 所有产品按功能可分为 25 个大类, 融合了家具、床上用品、窗帘布艺、灯饰、卫厨用品等产品的大型卖场, 使得消费者在享受物美价廉的家纺产品和舒心购物环境的同时, 个性化需求也得到满足。这使得宜家从经营规模、销售优势、对消费者的影响力来说都体现出明显的优越性。此外, 宜家也通过自己优秀的供应链管理能力和多品类的规模优势充分的发挥出来。

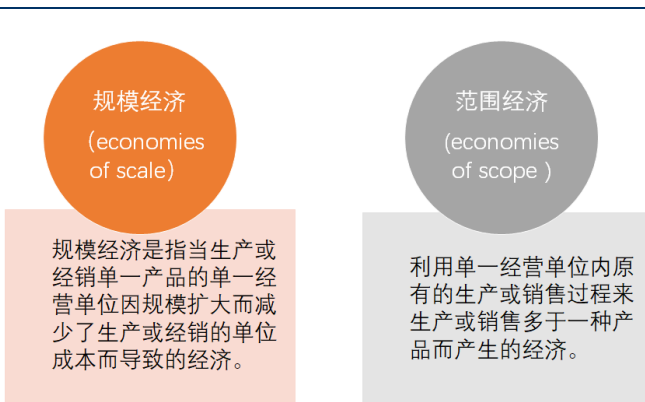
国外成功经验启示, 家纺新的终端模式要超越传统的家纺业边界, 融合大家纺和家居, 提高购买频率, 实现范围经济。通过提供多种多样款式的家居物品, 和多种风格组合搭配的家居风格, 并随季节和流行时尚变动做出跟进, 给消费者更多选择、搭配或组合的机会, 甚至引导消费者做出消费, 进而提高单件的利用率。

图 22: 宜家样板间为生活家居多品类融合



资料来源: 宜家官网, 东兴证券研究所

图 23: 多品类将有机会实现范围经济



资料来源: 东兴证券研究所

5. 财务分析

5.1 罗莱利润表端表现稳健, 盈利能力表现优异

大家纺战略助力公司在收入方面表现稳健增长, 2017 年因收购莱克星顿公司收入体量阶段性再上台阶, 但 2018 年以来由于拆分罗莱和 LOVO 品牌公司家纺主业停滞不前。2020 年前三季度, 公司顶住疫情压力收入仅下滑 4.07%, 显示出强劲的韧性。业绩方面, 除去 2016 年公司转型初年费用上升导致业绩下滑, 近年均实现了稳健的增长, 体现出公司较为成熟的管理水平。

图 24: 罗莱生活营业收入及增速

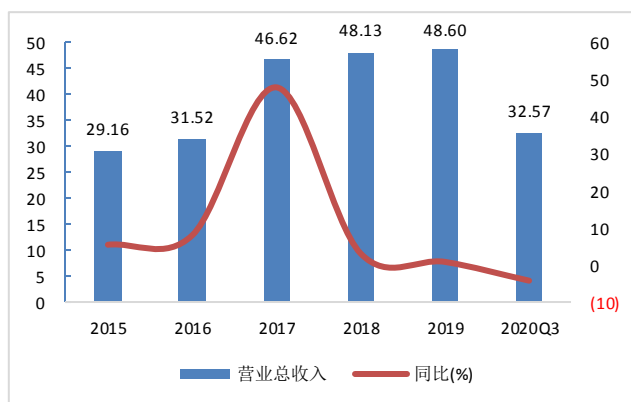
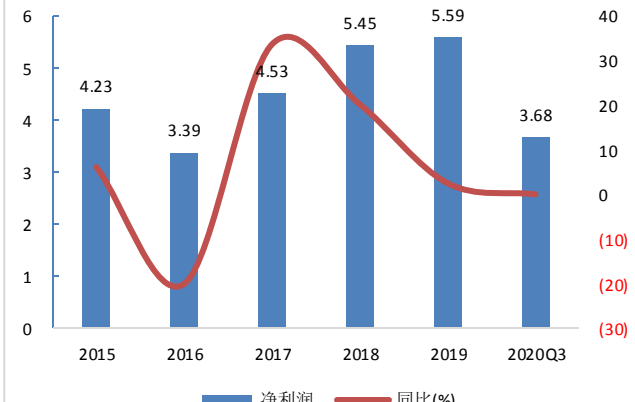


图 25: 罗莱生活归母净利润及增速

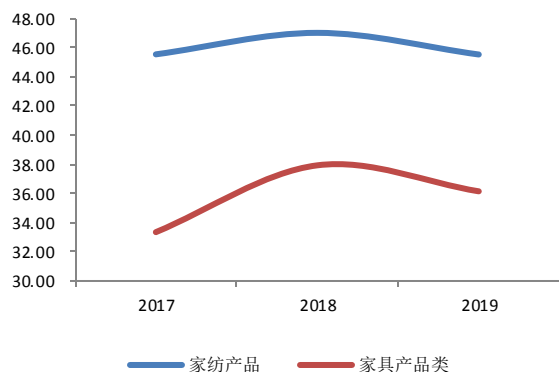


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

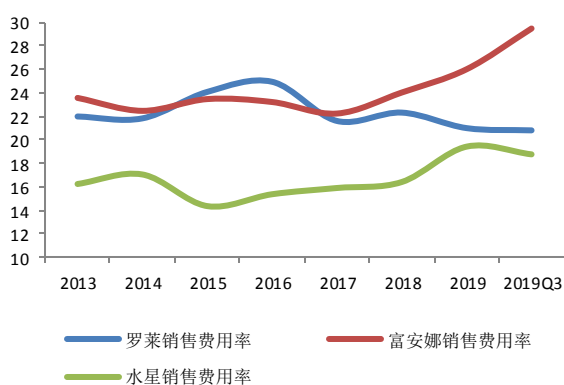
盈利能力方面, 公司净利率水平基本维持在 10% 以上, 表现优异。毛利率方面, 公司家纺业务定位高端带来较高毛利。得益于公司家纺品牌定位中高端, 渠道管理良好, 公司的家纺业务毛利率稳定在 45%-47% 之间, 上半年疫情状况下, 公司毛利率仍实现稳定略增 (主要系电商今年更重视毛利的考核, 线下经销商折扣也维持平稳)。费用率方面, 占主要费用的销售费用率在同行中表现优异, 且在疫情中费用控制良好。

图 26: 罗莱家纺主业毛利率与家具业务毛利率比较 (%)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 27: 三大家纺公司销售费用率比较 (%)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

5.2 现金流端整体与业绩匹配, 运营能力较好

公司品牌力和运营能力均较强, 整体看现金流净流入与净利润匹配度较好。公司业务模式, 使得公司现金支出基本为经营性支出, 资本性开支较少。两次规模较大的并购活动 (内野 4800 万元, 莱克星顿 5 亿元) 回报率到目前为止与投入亦相匹配。因此从业务模式讲, 公司的现金流很大程度上取决于存货控制和应付账款账期的平稳性, 从结果看除个别年份 (2018 年公司双品牌刚分开运营), 公司现金流整体平稳, 体现了公司资产的优质。

家纺品类决定了销售周期较长, 存货周转天数较长, 但从趋势看公司存货周转天数维持平稳。品牌力决定了公司经销商政策平稳, 应收账款天数在 30+ 天。经营性的应付账款公司基本在 60 天左右, 与主要供应商长期合作的关系下, 账期平稳。整体来看, 公司的现金周期维持健康。

图 28: 罗莱经营现金流与业绩的匹配情况

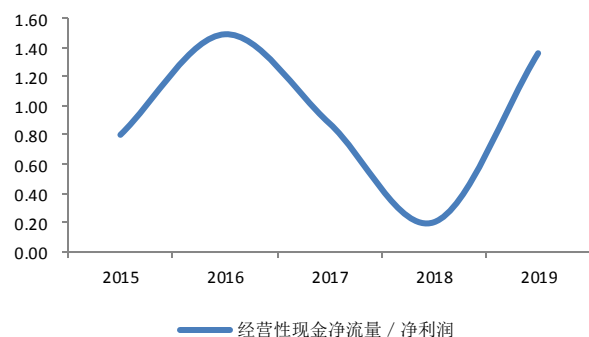
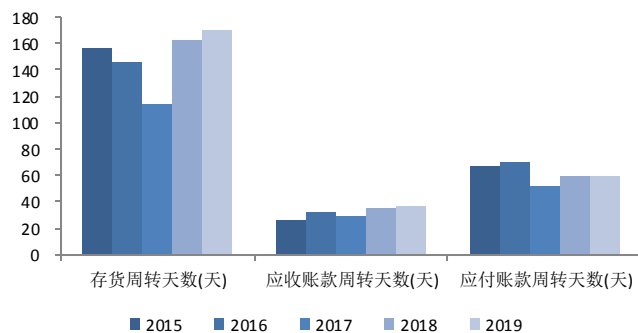


图 29: 罗莱的现金周转天数维持健康



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

预计公司 2020-2022 年实现营业收入 50.16、57.11、65.05 亿元, 归母净利润分别为 5.84、7.2、8.7 亿元, 对应 EPS 分别为 0.69、0.85、1.03 元人民币。基于以下假设:

收入: 公司家纺主业重拾快速增长, 高端、大众市场均有品牌优势, 将获取超越行业增长, 预计未来双品牌均有超过 10% 增速。家具业务表现稳健, 预计莱克星顿在海外稳健增长, 在国内低基数、高增长。

毛利率: LOVO 之前处于调整期, 毛利率波动较大, 今年品牌定位更为明确, 预计未来毛利率提升明显。罗莱品牌和家具主业毛利率稳健。整体, 公司毛利率将略有上行。

费用率: 2019-2021 年销售费用率稳中仍有下降空间, 预计分别为 21.66%、22.16%、21.60%, 管理费用率基本平稳。

表格 4: 罗莱收入及毛利预测

项目预测	2019A	2020E	2021E	2022E
家纺主业收入 (亿元)	39.92	41.92	48.20	55.43
家具收入 (亿元)	8.68	8.25	8.91	9.62
收入合计 (亿元)	48.60	50.16	57.11	65.05
家纺主业毛利率	45.54%	46.04%	46.34%	46.64%
家具毛利率	36.12%	37.02%	36.57%	36.79%
整体毛利率	43.86%	44.56%	44.82%	45.18%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

估值和投资建议:

长期来看, 公司进行多品牌战略、推进全渠道布局及大家居转型, 在家纺行业已经建立了品牌优势, 和初步的管理优势, 将来大家纺小家居战略将稳步推进。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.51、0.56、0.61 元, 目前公司市值 102 亿, 对应 20 年 PE 为 17.87X, 短期估值与收入增速有较好匹配, 但公司未来仍存在规模经济和范围经济下, 盈利提升的可能, 收入增速超越行业, 业绩增速超越收入。因此可以给与一定估值溢价。基于对公司在行业内的竞争优势, 首次覆盖, 给予推荐评级。

表格 5: 估值对比表

代码	证券简称	市值 (亿元人民币)	市盈率 PE		
			2020E	2021E	2022E
002293.SZ	罗莱生活	101.94	17.87	14.02	11.84
002327.SZ	富安娜	38.27	12.09	10.72	9.66
603365.SH	水星家纺	68.13	12.93	10.70	9.44
002397.SZ	梦洁股份	38.27	141.28	46.63	33.95

资料来源: 除罗莱生活其他公司取自 wind 一致预期, 东兴证券研究所

7. 风险提示

1、宏观经济压力下服装行业继续承压；2、公司管理层出现变化；3、公司新品牌发展受阻。

附表：公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	3638.52	3761.46	3614.46	3502.90	3977.50	营业收入	4812.81	4860.20	5016.20	5710.91	6505.20
货币资金	979.36	1836.27	1622.43	1217.46	1289.33	营业成本	2622.92	2728.63	2781.16	3151.50	3565.90
应收账款	476.91	509.93	511.68	590.87	668.31	营业税金及附加	36.30	33.16	36.03	36.92	37.85
其他应收款	43.03	39.05	40.30	45.88	52.26	营业费用	1074.10	1020.52	1086.38	1265.40	1405.40
预付款项	44.28	38.52	19.90	-1.20	-25.08	管理费用	379.13	324.34	339.87	384.03	439.10
存货	1357.45	1226.73	1344.85	1470.39	1694.02	财务费用	0.66	-39.07	14.17	14.17	-8.08
其他流动资产	735.99	51.90	75.30	179.51	298.65	研发费用	79.76	-102.26	112.67	96.21	104.44
非流动资产合计	1368.78	1609.04	1971.61	2592.23	3079.45	资产减值损失	0.00	0.35	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1.98	0.03	0.03	0.03	0.03	公允价值变动收益	100.25	18.13	4.91	41.09	21.37
固定资产	379.48	352.06	656.62	1127.08	1596.91	投资净收益	594.19	601.90	650.82	803.77	981.97
无形资产	303.88	292.20	282.59	273.46	264.79	加:其他收益	53.24	83.03	55.01	63.76	67.27
其他非流动资产	14.88	292.91	292.91	292.91	292.91	营业利润	6.84	6.73	8.28	7.28	7.43
资产总计	5007.30	5370.50	5586.07	6095.13	7056.95	营业外收入	640.59	678.20	697.55	860.25	1041.81
流动负债合计	1051.72	1098.57	1015.16	1160.26	1685.24	营业外支出	95.73	119.13	113.39	139.84	169.35
短期借款	27.45	23.83	0.00	0.00	601.36	利润总额	544.86	559.07	584.16	720.42	872.46
应付账款	451.44	443.23	458.85	345.37	293.09	所得税	10.33	13.00	13.58	16.75	20.28
预收款项	59.25	121.70	138.22	160.78	191.62	净利润	534.52	546.08	570.58	703.67	852.18
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	671.96	631.32	785.23	1030.37	1235.60
非流动负债合计	82.01	84.73	90.83	124.24	160.78	归属母公司净利润	0.72	0.66	0.69	0.85	1.03
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率					
应付债券	0.00	0.00	-2.13	-5.33	-10.66		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	1133.73	1183.31	1105.98	1284.50	1846.02	成长能力					
少数股东权益	88.73	83.33	96.91	113.66	133.94	营业收入增长	3.24%	0.98%	3.21%	13.85%	13.91%
实收资本(或股本)	754.41	830.61	828.13	828.13	828.13	营业利润增长	12.88%	1.30%	8.13%	23.50%	22.17%
资本公积	854.30	802.42	802.42	802.42	802.42	归属于母公司净利润增长	4.49%	23.33%	4.49%	23.33%	21.11%
未分配利润	1870.47	2079.77	1754.46	1474.90	1244.62	获利能力					
归属母公司股东权益合计	3784.84	4103.86	4383.18	4696.97	5077.00	毛利率(%)	0.00%	45.23%	46.03%	44.56%	44.82%
负债和所有者权益	5007.30	5370.50	5586.07	6095.13	7056.95	净利率(%)	11.32%	11.50%	11.65%	12.61%	13.41%
现金流量表						总资产净利润(%)	10.67%	10.17%	10.21%	11.54%	12.08%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	14.12%	13.31%	13.02%	14.98%	16.79%
经营活动现金流	106.32	761.42	784.72	869.78	741.07	偿债能力					
净利润	544.86	559.07	584.16	720.42	872.46	资产负债率(%)	23%	22%	20%	21%	26%
折旧摊销	77.11	68.49	145.14	228.37	272.73	流动比率	3.46	3.42	3.56	3.02	2.36
财务费用	0.66	-39.07	14.17	14.17	-8.08	速动比率	2.17	2.31	2.24	1.75	1.35
应收帐款减少	0.00	0.00	-1.75	-79.18	-77.44	营运能力					
预收帐款增加	0.00	0.00	16.51	22.56	30.84	总资产周转率	1.00	0.94	0.92	0.98	0.99
投资活动现金流	414.92	407.91	-675.38	-904.12	-843.02	应收账款周转率	10	10	10	10	10
公允价值变动收益	0.00	0.35	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	11.09	10.86	11.12	14.20	20.38
长期投资减少	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
投资收益	100.25	18.13	4.91	41.09	21.37	每股收益(最新摊薄)	0.72	0.66	0.69	0.85	1.03
筹资活动现金流	22.46	-304.03	-323.18	-370.63	173.82	每股净现金流(最新摊薄)	0.72	1.04	-0.26	-0.49	0.09
应付债券增加	0.00	0.00	-2.13	-3.20	-5.33	每股净资产(最新摊薄)	5.02	4.94	5.29	5.67	6.13
长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率					
普通股增加	49.50	76.20	-2.48	0.00	0.00	P/E	17.01	18.65	17.87	14.49	11.96
资本公积增加	483.46	-51.88	0.00	0.00	0.00	P/B	2.45	2.49	2.33	2.17	2.01
现金净增加额	543.69	865.30	-213.84	-404.97	71.87	EV/EBITDA	12.40	13.33	10.91	8.71	7.69

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	东兴证券纺织服装: 双十一蓄力、“冷冬”加码, 服装家纺景气持续	2020-11-11
行业	纺织服装: 长假带动服装消费加速回暖, 9 月份及双节期间网销数据良好	2020-10-15
行业	东兴证券大消费: 面向未来看中报, 环比改善显著, 消费仍是构建内循环之关键	2020-09-08

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士, 2016 年 1 月加盟东兴证券研究所, 从事社会服务行业研究, 重点专注于餐饮旅游领域研究。

研究助理简介

研究助理: 刘田田

对外经济贸易大学金融硕士, 曾就任于买方机构, 覆盖大消费行业研究, 2019 年 1 月加入东兴证券研究所, 从事纺织服装行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526