

# 罗莱生活 (002293.SZ)

## 组织优化，稳健增长

4月22日公司公布20年报和21Q1季报。得益于公司在组织架构、渠道、产品、营销全方位的努力，20A实现营收/归母净利润/扣非归母净利润49.11/5.85/5.56亿元，同比+1%/+7.1%/+18.9%，21Q1延续增长势头实现营收/归母净利润13.2/1.83亿元，同比+47.7%/156.2%，较2019年+15.3%/+26.4%，表现亮眼。

长期消费升级带动品质品牌要求提升，龙头享优势，短期婚庆+地产需求释放，行业复苏在即。2019年至今市场需求低迷又遇疫情爆发，行业整体增速放缓，进入2021年我们判断疫情推迟的婚庆需求将会释放，对家纺行业起到提振作用，同时地产竣工和销售回升将支持下游家纺产品的需求，2021年1-3月住宅类房屋累计竣工面积同比增长27.1%，住宅类商品房销售面积同比增长68.1%。在新一轮的复苏过程中，持续升级的消费需求对于家纺产品品牌和品质提出更高要求，龙头公司优势显著。

公司推动渠道变革和组织架构调整，罗莱和LOVO双品牌差异化形象明晰，叠加电商成发力重点，公司有望进入新的增长阶段。18年公司罗莱和LOVO线上运营进行拆分，19年着手组织架构变革，将纵向“事业部”转为横向“前中后台”以提升效率，目前我们判断均已到位。主品牌罗莱定位中高端，2021签约易烱千玺推进品牌年轻化，目前收入结构以线下渠道为主，线上处于快速发力期；LOVO追求极致性价比，收入主要依靠线上。2020全年线上收入14.2亿元，同比增长26.34%，占比29%；我们判断2021Q1线上收入增速超50%，罗莱增速高于LOVO。

**财务优势：疫情期间收入业绩恢复迅速，高效的费用控制为亮点。**2020Q1-2020Q4营收增速分别为-21.9%/-2.9%/+11.9%/+12.9%，归母净利润增速分别-50.7%/+52.8%/+29.2%/+18.6%，业绩端恢复快于收入端，2020Q1-Q4管理费用率为8.9%/8.2%/7.0%/3.8%，环比/同比均呈现下降态势，2021Q1管理费用率为6.9%，同比下滑2PCTs。

**投资建议：**家纺行业龙头，坚持变革，中短期随着LOVO/罗莱双品牌影响力和渠道效率进一步提升，以及家居业务快速拓展，收入业绩有望重回增长轨道。我们预计公司2021E-2023E年归母净利润分别为7.2/8.7/10.2亿元，增速为23.6%/19.8%/17.4%，现价15.20元，对应21年PE为17.4倍，目标市值155亿，对应21年PE为22倍，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**终端销售增长不及预期；海外疫情持续时间超过预期；人民币汇率带来业绩波动。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,860	4,911	5,641	6,541	7,488
增长率 yoy (%)	1.0	1.0	14.9	16.0	14.5
归母净利润(百万元)	546	585	723	867	1,018
增长率 yoy (%)	2.2	7.1	23.6	19.8	17.4
EPS 最新摊薄(元/股)	0.66	0.71	0.87	1.05	1.23
净资产收益率(%)	13.4	13.7	16.3	17.5	18.3
P/E(倍)	23.0	21.5	17.4	14.5	12.4
P/B(倍)	3.1	2.9	2.8	2.5	2.2

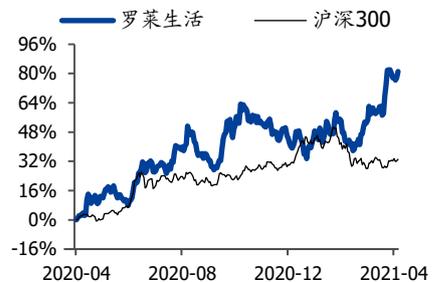
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为2021年04月28日收盘价

### 买入(首次)

#### 股票信息

行业	服装家纺
04月28日收盘价	15.20
总市值(百万元)	12,580.52
总股本(百万股)	827.67
其中自由流通股(%)	99.17
30日日均成交量(百万股)	4.53

#### 股价走势



#### 作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

#### 相关研究





## 内容目录

1. 公司概况：立足家纺主业，探索“大家纺小家居”模式.....	5
2. 行业概况：婚庆+地产需求释放，行业复苏在即.....	6
2.1 短期：行业复苏，库存优化，刚需释放.....	6
2.2 长期：消费升级带动品质品牌要求提升，龙头享优势.....	7
3. 投资亮点.....	8
3.1 公司治理：组织架构调整，发挥多品牌规模优势.....	8
3.2 罗莱/LOVO 形象差异化，瞄准不同市场需求.....	9
3.2.1 罗莱 LuoLai：中高端定位下超柔床品形象鲜明.....	9
3.2.2 乐蜗家纺 LOVO：打造极致性价比.....	10
3.2.3 探索多品类家居业务.....	10
3.3 渠道精细化管理，电商成发力重点.....	11
4. 财务分析：管理优化，效率提升.....	14
4.1 收入分析：进入迅速恢复阶段.....	14
4.2 盈利能力：费用控制高效，盈利能力稳中向好.....	15
4.3 营运能力：现金流整体较好，营运效率提升.....	15
5. 盈利预测与投资建议.....	16
5.1 盈利预测.....	16
5.2 估值与投资建议.....	17
风险提示.....	18

## 图表目录

图表 1: 罗莱生活发展历程.....	5
图表 2: 股权结构 (%).....	6
图表 3: 家纺行业规模以上企业主营业务收入/利润总额/现价 GDP 增速 (%).....	6
图表 4: 结婚登记及增速 (对, %).....	7
图表 5: 房地产施工/新开工/竣工/销售面积累计同比 (%).....	7
图表 6: 家纺行业平均存货周转天数 (天).....	7
图表 7: 家纺行业平均存货余额 (百万元).....	7
图表 8: 消费者家纺支出 (亿元, %).....	8
图表 9: 2018-2020 费用率 (%).....	9
图表 10: 2019Q1-2021Q1 费用率 (%).....	9
图表 11: 粹系列.....	9
图表 12: 罗莱/LOVO 产品对比.....	10
图表 13: LOVO 形象代言人任嘉伦.....	10
图表 14: 廊湾家居门店数量 (家).....	11
图表 15: 廊湾家居合作品牌.....	11
图表 16: 子公司内野贸易营收/净利润表现 (百万元, %).....	11
图表 17: 内野产品.....	11
图表 18: 单季度营收及增速 (百万元, %).....	12
图表 19: LOVO 乐蜗家纺全国互联网床上用品销售市场地位认证.....	13
图表 20: 2016-2020 门店数量 (家).....	13
图表 21: 2016-2020 营收/归母净利润表现 (百万元, %).....	14

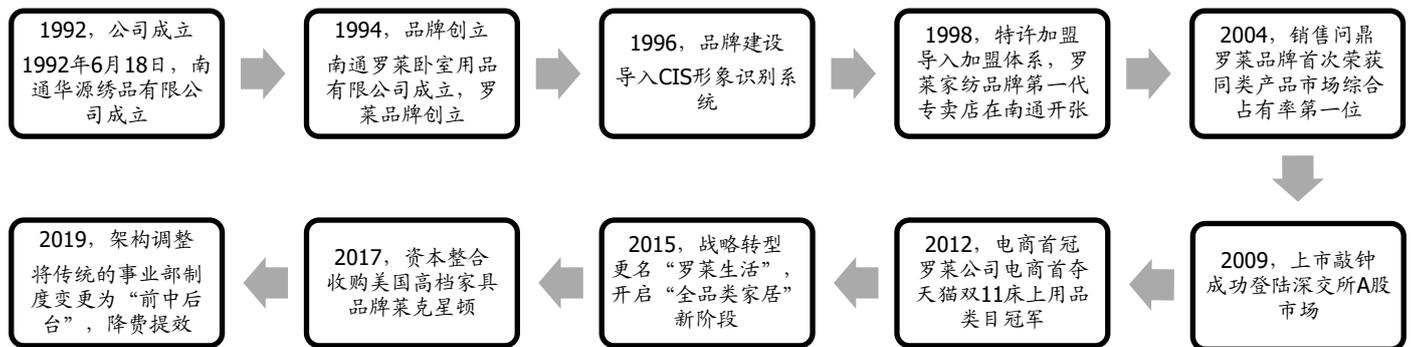
图表 22: 2018-2020 家纺主业/家具产品增速 (%) .....	14
图表 23: 2017-2020 家纺主业/家具产品收入及占比 (百万元, %) .....	14
图表 24: 2016-2020 家纺主业分产品营收拆分 (百万元) .....	14
图表 25: 2019Q1-2021Q1 营收/归母净利润表现 (百万元, %) .....	15
图表 26: 2016-2020 毛利率/净利率 (%) .....	15
图表 27: 2018-2020 费用率 (%) .....	15
图表 28: 2016-2020 经营活动现金流净额 (百万元) .....	16
图表 29: 2016-2020 经营活动现金流入、相对营收比重 (百万元, %) .....	16
图表 30: 2016-2020 存货/应收账款/应付账款周转天数 (天) .....	16
图表 31: 罗莱生活营收拆分和预测 (百万元, %) .....	17
图表 32: 罗莱生活盈利指标拆分和预测 (%) .....	17
图表 33: 绝对估值敏感性分析 .....	18
图表 34: 可比公司估值表 .....	18

4月22日公司公布20年报和21Q1季报。得益于公司在组织架构、渠道、产品、营销全方位的努力，20A实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 49.11/5.85/5.56亿元，同比+1%/+7.1%/+18.9%，21Q1延续增长势头实现营收/归母净利润 13.2/1.83亿元，同比+47.7%/156.2%，较2019年+15.3%/+26.4%，表现亮眼。罗莱生活作为行业龙头，聚焦家纺主业，疫情后迅速复苏，本次报告将对公司进行深度分析。

## 1. 公司概况：立足家纺主业，探索“大家纺小家居”模式

罗莱生活创立于1992年，是国内较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。旗下拥有高端市场品牌廊湾、莱克星顿、内野，中高端市场品牌罗莱、罗莱儿童以及大众消费市场品牌乐蜗 LOVO、恐龙，满足不同类型的消费需求，同时不断探索“大家纺小家居”的家居场景化模式。除家具品牌莱克星顿的销售市场主要在美国以外，公司其他品牌产品的销售均以国内市场为主。

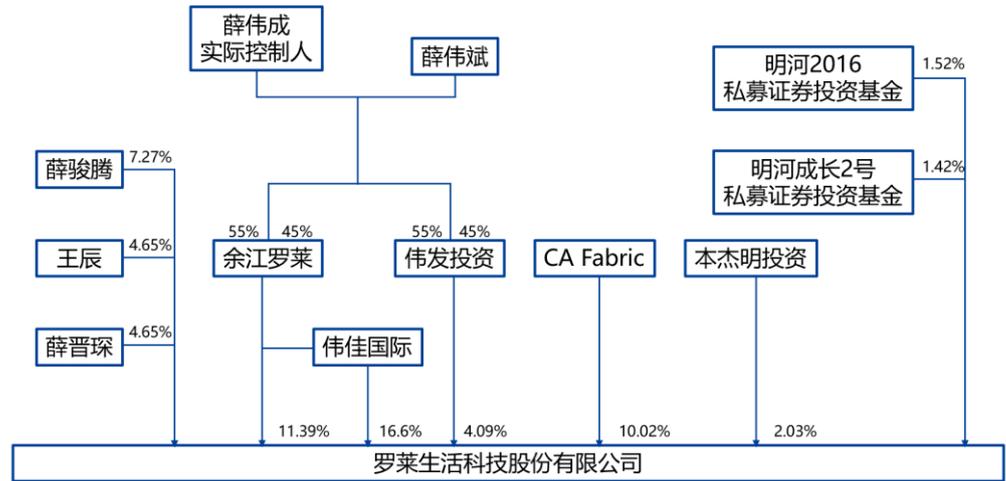
图表1：罗莱生活发展历程



资料来源：公司公告，国盛证券研究所绘制

薛伟成先生是公司实际控制人并担任公司董事长职务，持有公司 32.08% 股权。2019年3月凯雷投资集团管理下的 CA Fabric Investments 以每股 9.62 的价格受让公司原股东石河子众邦股权投资管理合伙企业所持有的 5000 万股和薛骏腾先生持有的 2544 万股，转让完成后 CA Fabric 有权提名一名非独立董事，并有权根据自身合理判断将该董事推选为公司各专门委员会委员。我们判断凯雷投资作为公司的战略投资者，将有助于公司提升供应链管理效率和渠道运营质量，同时对于公司治理结构起到优化作用，目前 CA Fabric 持股 10.02%。

图表 2: 股权结构 (%)



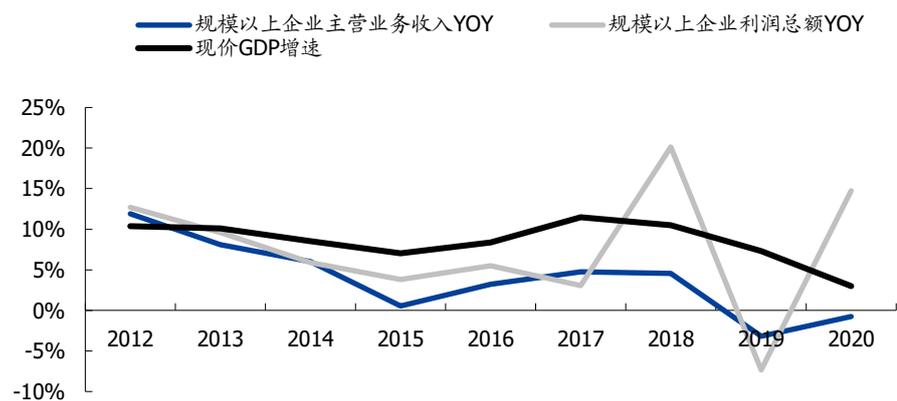
资料来源：公司公告，国盛证券研究所绘制

## 2. 行业概况：婚庆+地产需求释放，行业复苏在即

### 2.1 短期：行业复苏，库存优化，刚需释放

2019年以来受宏观经济增速放缓、市场需求受限、贸易环境复杂、疫情爆发等综合影响，家纺行业整体增速放缓。根据国家统计局数据显示，2019年全国规模以上家纺企业实现主营业务收入/利润总额分别同比下降3.19%/7.34%，是近5年以来首次出现负增长，2020年疫情爆发致使家纺行业接接受挫，规模以上家纺企业实现营业收入1857.30亿元，同比下降0.76%，利润总额则逆势同比增长14.73%。

图表 3: 家纺行业规模以上企业主营业务收入/利润总额/现价 GDP 增速 (%)

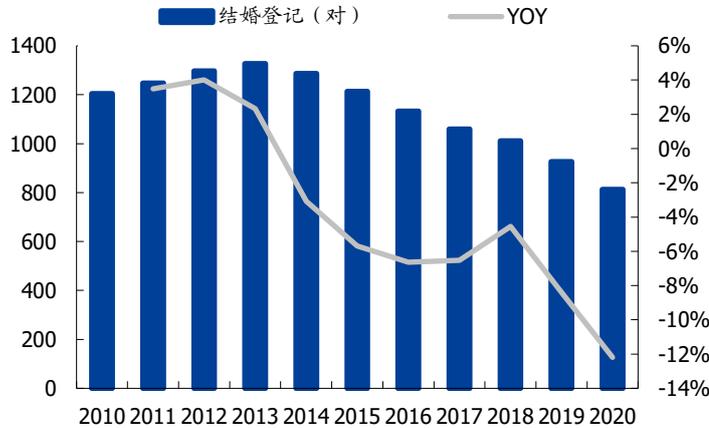


资料来源：国家统计局，中家纺，国盛证券研究所绘制

滞后的婚庆需求迎来释放。2020年受疫情影响，全国多地婚姻登记处长时间关闭，同时线下餐饮娱乐歇业，多种因素作用下，我国结婚登记数量为813.1万对，同比2019年下降12.2%，降幅创新高。我们判断进入2021年，推迟的婚庆需求将会释放，从而提振家纺行业。2021年地产竣工和销售回升，带动下游家纺行业需求回暖。2021年1-3

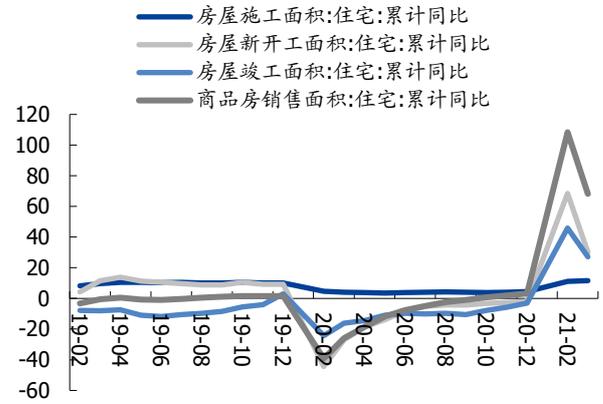
月，住宅类房屋累计竣工面积同比增长 27.1%，较 2019 年增长 6.5%，住宅类商品房销售面积同比增长 68.1%，较 2019 年增长 24.6%，家纺作为地产后周期行业，我们判断竣工和销售的高景气度，将在中短期内支持下游家纺产品的需求提升。

图表 4: 结婚登记及增速 (对, %)



资料来源: 民政部, Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 房地产施工/新开工/竣工/销售面积累计同比 (%)



资料来源: 国家统计局, Wind, 国盛证券研究所

家纺行业整体库存目前处于健康状态。2016 年以后，随着行业扩张平均存货绝对金额不断上升，然而存货周转天数却比 2016 年之前要更低，因此我们判断，当下行业库存管控效率相比之前有大幅度提升，整体处于健康状态，为新一轮的复苏增长奠定基础。

图表 6: 家纺行业平均存货周转天数 (天)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 家纺行业平均存货余额 (百万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

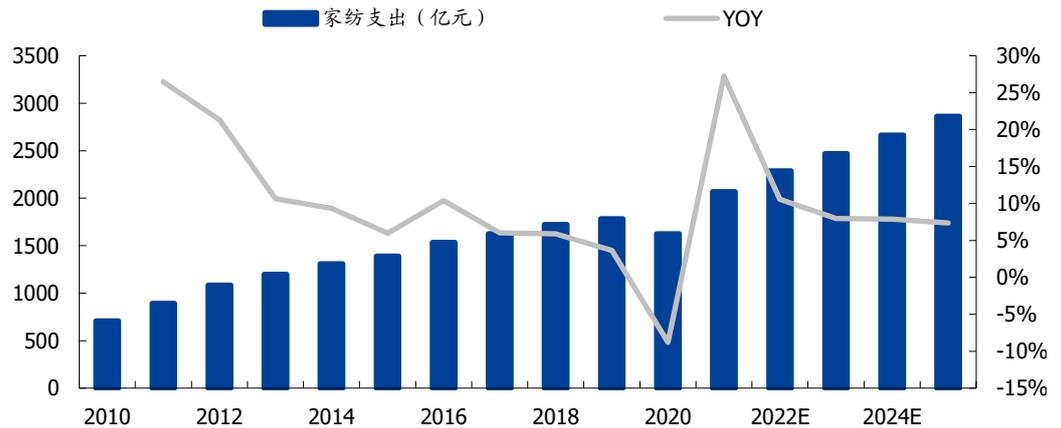
## 2.2 长期: 消费升级带动品质品牌要求提升, 龙头享优势

消费属性变化, 消费升级趋势明显, 带来量价提升的作用, 龙头享优势。在量上, 家纺消费的消费需求主要是日常更新, 消费升级带动生活品质追求提升, 日常更新频次相对之前逐步提高, 同时基于消费者个人喜好的随机性消费也在逐步上升, 因此整体来看我们认为家纺产品的消费频次相较过去有所提升。在价上, 由于家纺产品炫耀性消费的属性要远低于服装, 消费者在日常消费者中更加注重产品品质。因此在消费升级的过程中, 消费者愿意为高品质产品支付一定的溢价。

以罗莱、梦洁、富安娜、水星为代表的家纺龙头具有强劲的研发实力，在持续的研发投入下对产品品质有所保证。因此在消费升级过程中，消费者品牌意识的觉醒使得龙头优势明显。后疫情时代下，强者更强下，供应链、渠道、人才、资金等资源都会加速向更具号召力、特点更为鲜明的优势龙头企业和品牌集中，行业集中度进一步提升。

根据彭博所载行业数据库（欧睿）显示，2020年我国消费者家纺支出为1626.08亿元人民币，同比下降8.8%，2021年预计增长27.2%达到2069.11亿元人民币，2021-2025CAGR为8.4%，相比过去5年有所提升。

图表8：消费者家纺支出（亿元，%）



资料来源：彭博行业数据库，国盛证券研究所

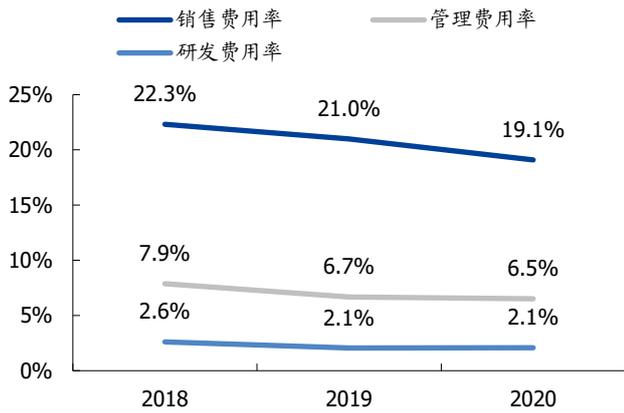
### 3. 投资亮点

#### 3.1 公司治理：组织架构调整，发挥多品牌规模优势

2019-2020年，公司内部进行组织架构优化，提升资源的有效贡献及各品牌之间的协同性。

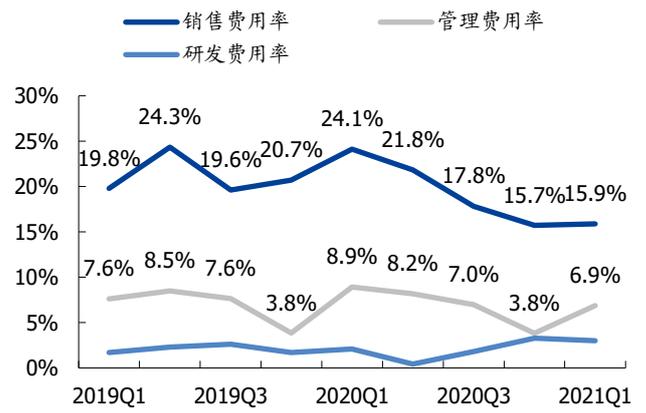
- 用横向“前中后台”代替传统纵向事业制，发挥规模优势。公司发展长期采用事业制，各品牌之间相对独立运作以提升内部反馈效率，后随着公司规模扩大，传统的事业制需要进行大量重复低效的工作，难以实现规模经济，并且品牌之间的分割阻碍了资源的有效共享。前中后台结构的建立和优化，一方面对于公司旗下品牌可以基于数据共享实现统筹规划，提升形象、营销和渠道布局上的差异性，实现品牌的健康发展；另一方面，规模效应下提升人效，降低整体管理费用，并且在全渠道终端布局和供应协调上相对单一品牌可以凭借更大体量和统一运作降低费用和成本。
- 公司2020年管理费用率为6.5%，同比降低0.2PCT，分季度来看2020Q1-Q4管理费用率为8.9%/8.2%/7.0%/3.8%，环比/同比均呈现下降态势，2021Q1管理费用率为6.9%，同比下滑2PCTs。

图表 9: 2018-2020 费用率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 2019Q1-2021Q1 费用率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.2 罗莱/LOVO 形象差异化, 瞄准不同市场需求

#### 3.2.1 罗莱 LuoLai: 中高端定位下超柔床品形象鲜明

正如前文所述, 消费升级背景下聚焦品质, 拥有强大品牌力和产品力的家纺品牌将脱颖而出。罗莱主品牌深耕多年, 从原料采选到制作工艺均有着长期的历史积淀, 产品品质同消费者需求相契合。2018 年公司紧密结合消费者对于品牌和品质的要求, 确定了罗莱“超柔床品”的品牌定位, 并制定了家纺面料的柔软标准等级, 率先在行业内实现“柔软”指标的数据化和可视化, 同时公司通过持续的研发创新构建和加固竞争壁垒, 将最新科技应用于产品以落实“超柔”品牌战略。2020 年罗莱品牌开启优势产业地计划, 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。

- 2018 年公司推出“粹”系列, 材质选用 140 支 Supima 棉, 设计主打简约和纯粹并通过柔软星级以突出产品的材质和柔软体验。2021 年初公司顺应“国潮”趋势, 发布“故宫文化合作款”系列, 将故宫建筑上的“斗拱”, “门与窗”, “墙檐”等元素融入到床品设计中, 为产品赋予文化色彩, 简约高雅, 蕴含寓意吉祥, 满足消费者多种需求。

图表 11: 粹系列



资料来源: 品牌微博, 国盛证券研究所

- 营销端：为配合品牌形象推广，公司陆续签约“气质女神”高圆圆和“新生代优质偶像”易烊千玺，彰显品牌柔软、知性的气质，同时种草年轻客群。2019年度罗莱品牌总知名度达到 78.7%，满意度达到 98.1%，比去年提升 3.8%，同时根据中国商业联合会，中华全国商业信息中心统计罗莱床上用品连续 15 年(2005-2019)荣列同类产品市场综合占有率第一位。

### 3.2.2 乐蜗家纺 LOVO: 打造极致性价比

与主品牌罗莱定位有所差异，面对大众消费群体品牌意识的增强和品质要求的提升，公司打造 LOVO 产品线对其进行覆盖，根据天猫旗舰店数据显示 2021 年 3 月份产生销售的 IOVO 蚕丝被到手价最高不超过 2500，罗莱同样产品到手价最高可达 8000。

在品牌形象上，LOVO 聚焦年轻消费者，发力时尚、潮流、趣味和设计感。2020 年疫情低迷期间，品牌进行全面焕新升级，启用全新的品牌中文名（乐蜗家纺）、品牌 LOGO、品牌超级图标以及广告语，进一步明确品牌愿景、使命、个性及设计风格。在具体产品落实中，品牌自 2019 年启动“欧洲 100”项目，计划同 100 名欧洲优秀设计师进行合作，打造联名产品；2020 年在“注重时尚颜值、创新小惊喜、极致性价比”产品开发理念的指引下，推出“抑菌棉”产品，启动“净眠计划”，并推出一系列 IP 联名床上用品，产品力相比以往大幅度提升，实际销售增速迅猛。在营销端，品牌为了配合形象打造，陆续签约青年偶像周冬雨和任嘉伦，拉近和目标消费群体距离

图表 12: 罗莱/LOVO 产品对比



资料来源：天猫旗舰店，国盛证券研究所

图表 13: LOVO 形象代言人任嘉伦



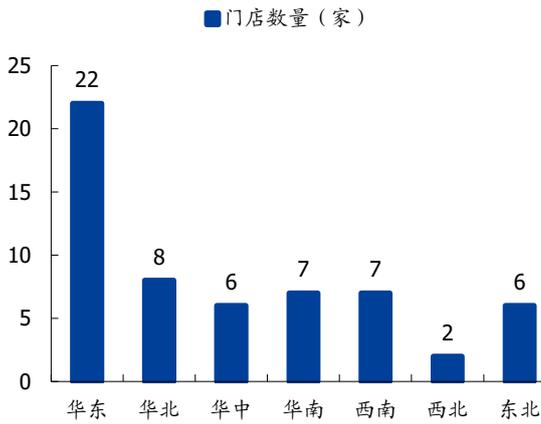
资料来源：品牌微博，国盛证券研究所

### 3.2.3 探索多品类家居业务

2015 年面临传统家纺行业的发展压力，公司制定全新战略，由家纺企业向“家居生活一站式”供应商转变，在原有的家纺主业外，探索新的家居业务增长空间，目前公司探索步骤主要由自建品牌廊湾家居和收购公司内野、莱克星顿为载体，我们判断现阶段家居品类发展还处于市场培育阶段。

**廊湾家居 Lavie Home: 打造精致生活家居空间。**廊湾家居同全球超过 50 家高端家居品牌业务有合作，线下门店中多品牌产品相互搭配和融合，从而提供一站式且优质的家居产品购物体验。目前廊湾家居已经在国内核心城市的重要商圈开始多品牌集合店，持续为全国消费者带来全新的生活方式。

图表 14: 廊湾家居门店数量(家)



资料来源: 品牌公众号, 国盛证券研究所

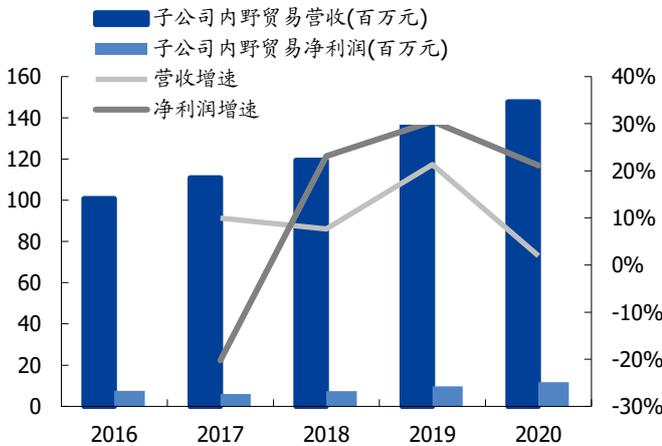
图表 15: 廊湾家居合作品牌



资料来源: 品牌公众号, 国盛证券研究所

**内野 Uchino:** 2015 年公司以 4800 万元完成日本浴用产品品牌内野中国销售公司的并购, 进一步推进公司转型升级。内野贸易 2020 年实现营业收入 1.5 亿元, 同比增长 2%, 净利润 1180 万元, 同比增长 20%+, 未来有望持续贡献收入。通过合作与优势互补, 拉动双方产业升级和多元化发展, 增强市场竞争力和盈利能力。**莱克星顿 Lexington:** 2017 年初公司收购美国家具品牌莱克星顿, 2020 年得益于美国家具市场的优秀表现, 莱克星顿实现并表营收超 9 亿元, 子公司净利润 6500 万元超出预期, 2021Q1 增长态势延续, 全年来看我们预计并表营收高单位数增长。

图表 16: 子公司内野贸易营收/净利润表现(百万元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 17: 内野产品



资料来源: 品牌微博, 国盛证券研究所

### 3.3 渠道精细化管理, 电商成发力重点

2018 年面对消费升级背景下, 消费者品牌意识明晰的态势, 公司为明确罗莱和 LOVO 的差异化形象, 对线上业务进行调整, 将罗莱和 LOVO 线上业务进行拆分, 大众定位的 LOVO 天猫店铺同中高端定位的罗莱区分开独自运营。消费习惯和品牌认知的刚性短期内对品牌的线上销售造成不利影响, 参考公司单季度营收可以发现 2018 年下半年至 2019 年, 收入增速有所放缓。

图表 18: 单季度营收及增速 (百万元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**2020 年公司组织架构划分后, 对现有渠道管控进行进一步优化。**1) 加盟商政策调整, 线上和线下明确运营划分, 线下门店以罗莱为主, 精耕细作, 围绕消费者需求, 在大店内加入家居产品, 提升成交率和连带率。2) 加盟商发货环节顺应市场对快速供应链的需求, 改变原有发货制度, 提升加盟商提货灵活性, 给予加盟商信心, 降低因为疫情带来的渠道库存压力。3) 电商前台仍保持 2018 年以来的品牌差异化运营状态, 中台则是建立新团队, 对罗莱和 LOVO 进行统一管理, 实现数据共通、资源共享、优势协同和统筹规划, LOVO 秉持大众定位以提升规模为主, 罗莱持续强化中高端形象重视利润率,

目前, 基于公司持续的品牌营销和渠道建设, 我们判断公司线上业务调整已顺利完成。在线下低迷+线上渠道优化发力的双重作用下, 2020 年全年线上收入实现 14.2 亿元, 同比增长 26.34%, 占比 29%, 剔除海外业务后, 预计占国内业务比重约 35%, 毛利率 46.43% 同比提升 1.82PCTs。渠道结构方面, 我们判断传统电商平台京东/天猫占比分别在 30%+, 2020 年以来加快对以抖音为代表的新平台的建设以及网红直播和自播电商的发展, 效果喜人。

➤ **LOVO 主攻线上, 强调收入增速和市场份额。**根据我们估算, 2020 年 LOVO 线上收入在 8 亿元左右, 未来有望突破 10 亿元。LOVO 凭借自己“极致性价比”的品牌定位, 规模扩张仍在进行时。2020 年欧睿信息咨询(上海)有限公司公布了 2019 年中国互联网床上用品销售市场地位认证报告, 该报告按照 2019 年中国大陆 B2C 线上渠道零售额统计, LOVO 乐蜗家纺荣获第一品牌殊荣。

图表 19: LOVO 乐蜗家纺全国互联网床上用品销售市场地位认证



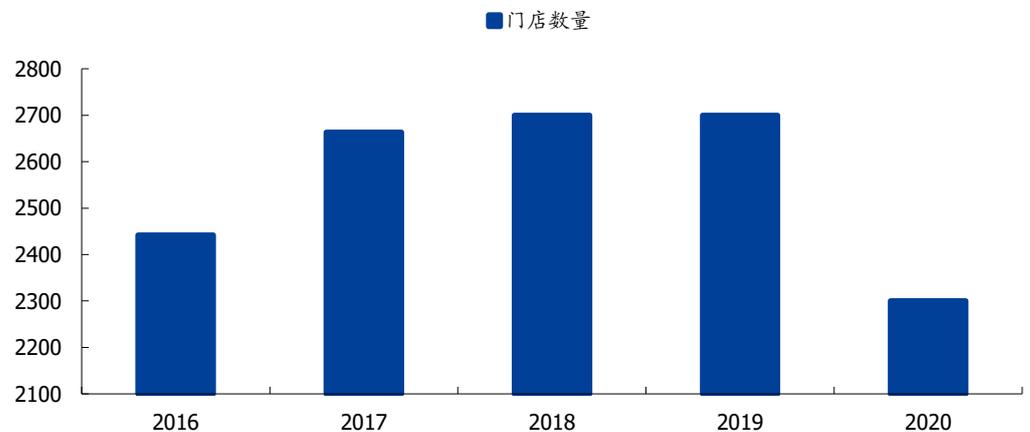
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

- 主品牌罗莱 18 年开始加速线上布局, 疫情期间线上消费规模快速提升。罗莱线上产品分为线下同款和电商专供两部分, 线下同款占比不高, 电商专供款式价格较低。目前罗莱电商的品牌力和产品力正在逐步提升, 夏季产品客单价在 400+, 秋冬季更高, 公司目标是将罗莱作为线上高端品牌, 对利润率更加重视。收入端我们判断 2020 年罗莱品牌线上收入约在 6 亿左右, 整体规模相对同行仍较小, 毛利率 50%+。

**线下渠道推进智能化和数字化管理。**根据公司终端布局情况, 我们判断 ERP 系统已经覆盖所有直营店铺, 加盟店铺也已经覆盖 90%左右的门店, 2020 疫情期间, 公司紧急上线基于微信的罗莱“好享购平台”, 开辟全新的线上零售渠道, 上线 3 个月即取得零售 8000 万的好成绩, 帮助加盟商提升销售效率, 未来公司将持续用数字化手段赋能终端门店, 同加盟商共同分享数字化工具的红利。

截至 2020 年末公司线下渠道数量约为 2300 家, 比 2019 年报表端减少约 400 家, 其中加盟店 1979 家, 直营店 257 家。除因为疫情经营不善导致的净关店外, 部分原因系统统计口径变化, 之前公司采取事业部制存在门店重复计算问题。疫情导致大量优质的门店资源出现, 2021 年着重拓展, 根据公司目前布局和业务扩展速度, 我们预计新开店 300-400 家左右, 净开店 150 家左右, 为适应消费者购物偏好转变和门店形象升级, 新渠道将拓展创新购物中心商业模式。

图表 20: 2016-2020 门店数量 (家)



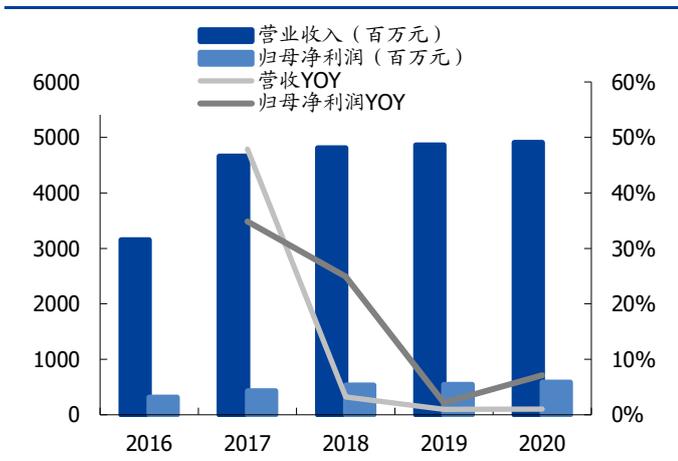
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 4. 财务分析：管理优化，效率提升

### 4.1 收入分析：进入迅速恢复阶段

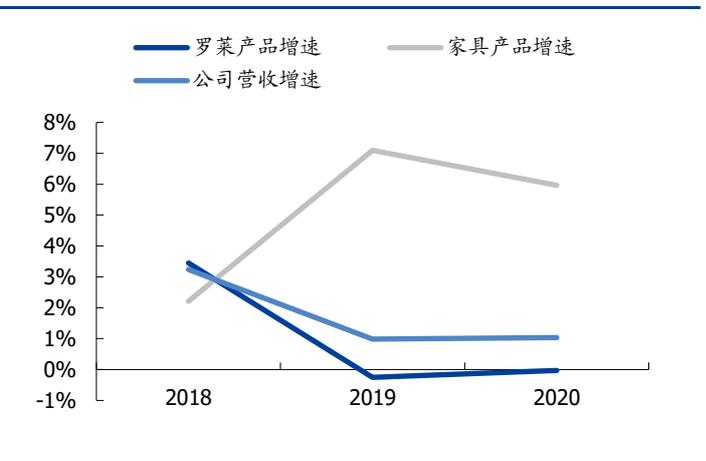
2017年行业整体复苏，公司营收增长同比增长近50%，剔除家具品牌莱克星顿并表影响，家纺主业增速为22.7%，是近5年最高水平，然而2018年受线上业务拆分以及2017年高基数影响，营收增速迅速下滑至3.2%，2019年受制于行业整体景气度较低，公司营收/归母净利润基本持平，2020年疫情影响，营收增长1%至49.11亿元，归母净利润/扣非归母净利润增长+7.1%/+18.9%至5.85/5.56亿元，表现优于收入端。分产品拆分看，目前家纺主业占整体收入比重为80%以上，而在家纺中标准套件类和被芯类产品合计占比在80%左右。分渠道看，2020年加盟渠道营收占比33.7%，直营渠道占比6.8%，线上渠道占比28.9%。

图表 21: 2016-2020 营收/归母净利润表现 (百万元, %)



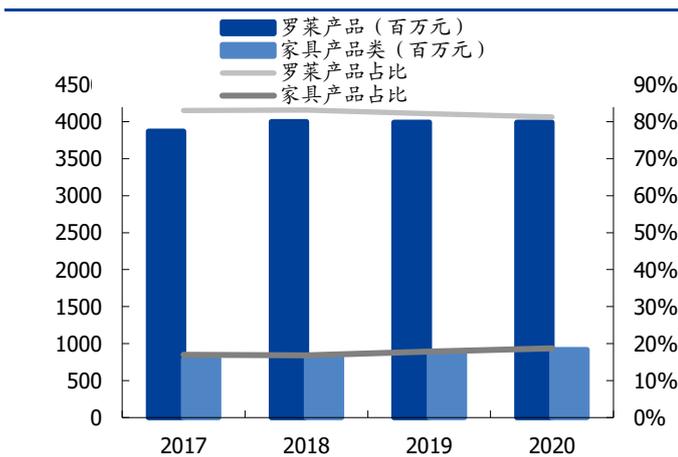
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 2018-2020 家纺主业/家具产品增速 (%)



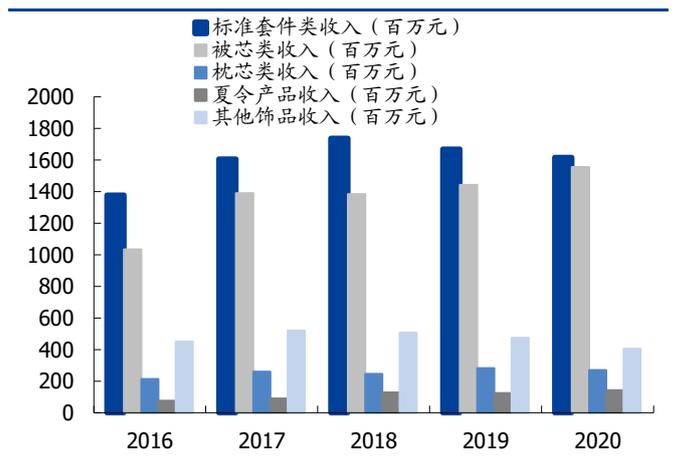
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 23: 2017-2020 家纺主业/家具产品收入及占比 (百万元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

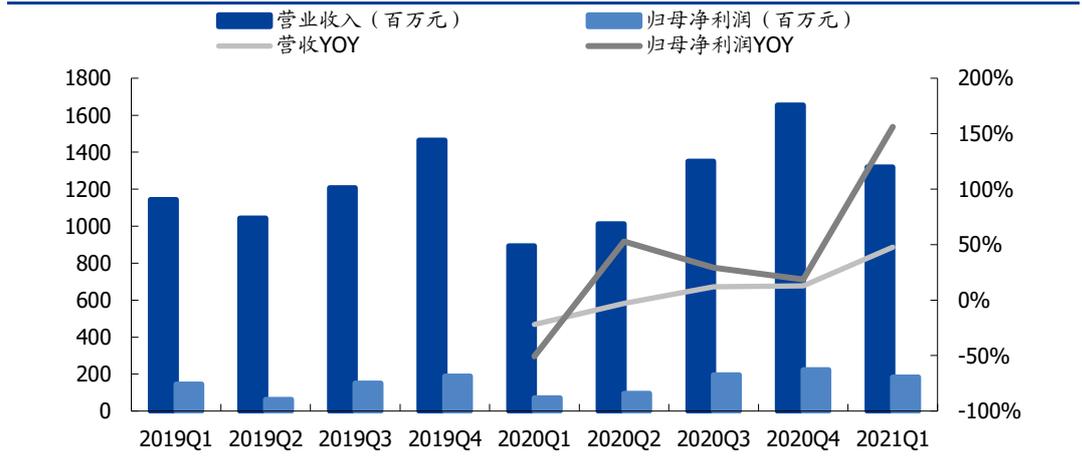
图表 24: 2016-2020 家纺主业分产品营收拆分 (百万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2020Q1-2020Q4 营收增速分别为-21.9%/-2.9%/+11.9%/+12.9%，归母净利润增速分别为-50.7%/+52.8%/+29.2%/+18.6%，我们判断公司的快速复苏主要得益于双品牌 LOVO 和罗莱在电商渠道的快速拓展和良好的费用管控。进入 2021 年，公司延续增长势头。2021Q1 实现营收 13.19 亿元，同比增长 47.7%，较 2019 年增长 15.3%，实现归母净利润 1.83 亿元，同比增长 156.2%，较 2019 年增长 26.4%。

图表 25: 2019Q1-2021Q1 营收/归母净利润表现 (百万元, %)



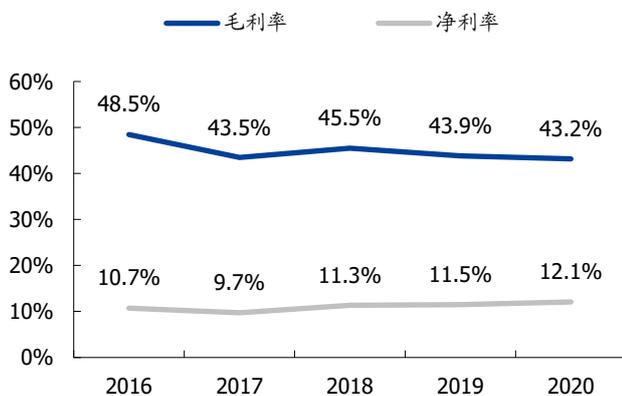
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

#### 4.2 盈利能力: 费用控制高效, 盈利能力稳中向好

2016 年以来由于线上渠道拆分和收购家具业务导致毛利率整体处于下降态势, 随着渠道梳理完成降幅收窄, 2020 年疫情下同比下降不到 1PCT 至 43.2%, 剔除新收入准则对运输费用重分类进成本影响, 我们估算 2020 年毛利率同比增长约 1.5PCTs。

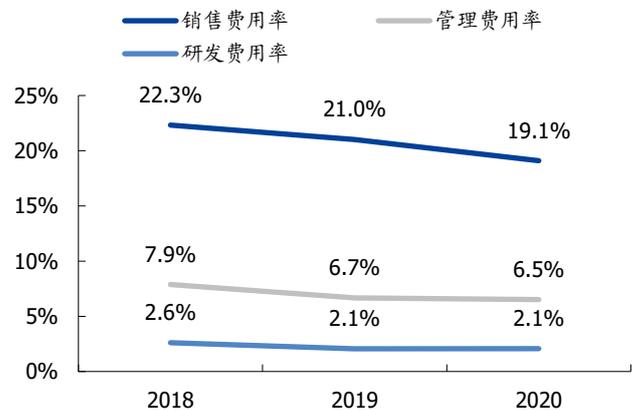
费用管控优秀, 销售费用率和管理费用率逐年下降, 且快于毛利率降幅。其中 2020 年因为收入准则调整, 销售费用率降幅较快, 研发费用率保持稳定。综合来看净利率呈上升态势, 2020 年为 12.1%, 同比小幅提升。

图表 26: 2016-2020 毛利率/净利率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 27: 2018-2020 费用率 (%)



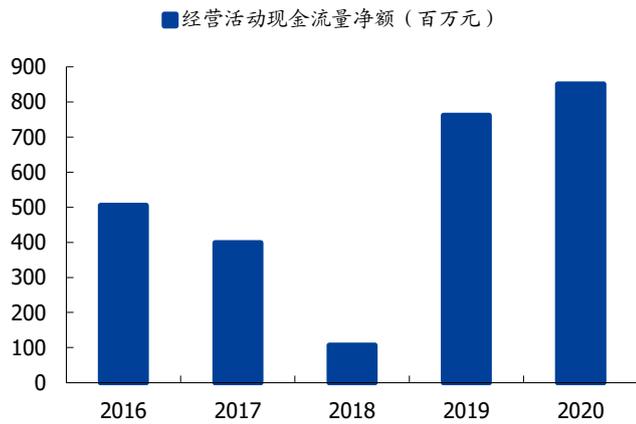
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

#### 4.3 营运能力: 现金流整体较好, 营运效率提升

经营活动现金流入相对营收比例保持稳定, 经营活动现金流净额受公司经营战略影响略有波动。2016-2020 年之间, 公司经营活动现金流入占营收比重维持在 1.1-1.2 之间, 反映出公司对下游客户和订单的较高掌控力以及经营的稳定性。经营活动现金流净额在 2018 年较低, 我们判断主要因为当年公司对罗莱和 LOVO 的线上渠道架构进行拆分调整, 整体业务规模扩大, 增加存货购买和相关费用支出增加所致, 2018 年后经营活动现

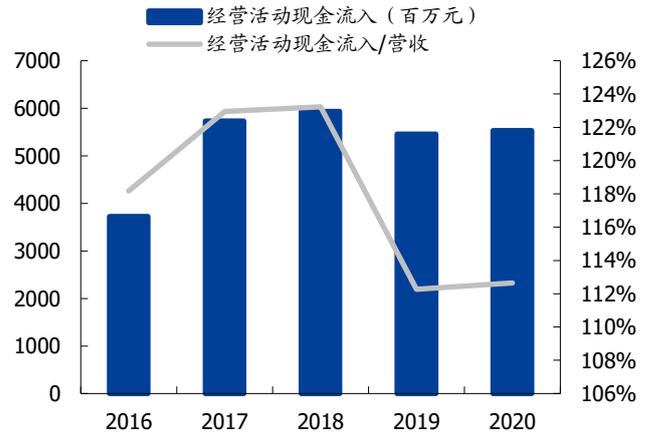
现金流净额逐年增长，2020 疫情下表现也较好。

图表 28: 2016-2020 经营活动现金流净额 (百万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

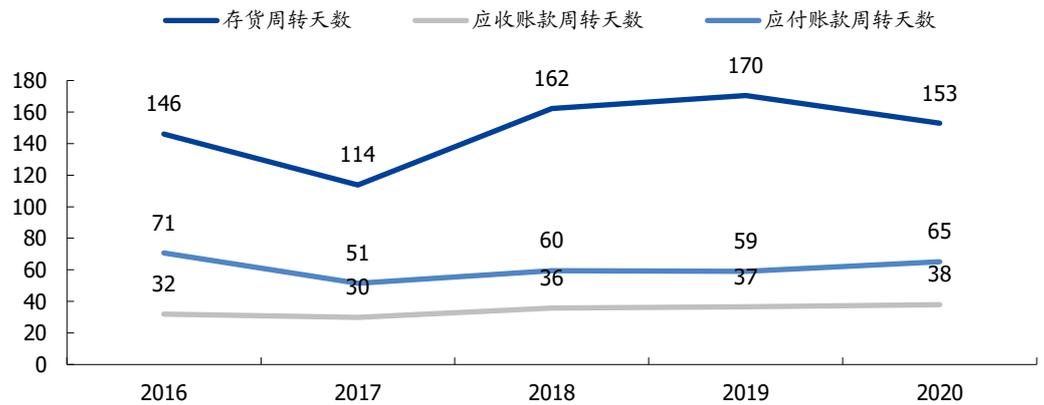
图表 29: 2016-2020 经营活动现金流入、相对营收比重 (百万元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

营运能力方面公司，2020 公司存货周转天数/应收账款周转天数/应付账款周转天数分别在 153/38/65 天左右，其中存货周转天数得益于公司优秀的库存管控效率、渠道优化和营销策略同比缩短 17 天，应收/应付账款周转天数同比基本持平。

图表 30: 2016-2020 存货/应收账款/应付账款周转天数 (天)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 5. 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测

收入端:

公司立足家纺主业，中短期来看行业层面存在利好因素，且公司自身经过渠道和组织结构变革，罗莱和 LOVO 双品牌潜力足，电商渠道作为发力重点，拓展空间巨大，2021 年加快拓店节奏。我们判断公司将进入增长阶段，预计 2021E-2023E 收入增速为 15%/16%/15%，其中家纺主业收入增速在 16%/18%/16%，家具业务增速 8%/6%/5%。

图表 31: 罗莱生活营收拆分和预测 (百万元, %)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>家纺主业</b>					
收入	3992.49	3991.20	4647.59	5488.41	6383.27
YOY		0.0%	16.4%	18.1%	16.3%
线下收入	2869.45	2572.39	2874.07	3306.99	3700.12
YOY		-10.4%	11.7%	15.1%	11.9%
线上收入	1123.04	1418.81	1773.52	2181.42	2683.15
YOY		26.3%	25.0%	23.0%	23.0%
<b>家具业务</b>					
收入	867.70	919.44	993.00	1052.58	1105.20
YOY		6.0%	8.0%	6.0%	5.0%
<b>营业总收入</b>	<b>4860.20</b>	<b>4910.64</b>	<b>5640.58</b>	<b>6540.99</b>	<b>7488.48</b>
YOY		1.0%	14.9%	16.0%	14.5%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

### 盈利端:

随着线上渠道品牌影响力的提升,公司整体毛利率存在提升空间,我们判断 2021E-2023E 毛利率为 43.8%/44.4%/44.8%。费用率方面,疫情过后行业整体向好,同时线下优质门店释放,线上渠道发力延续,我们判断公司在销售费用端会加大投入力度,2021E-2023E 销售费用率为 20.6%/20.8%/20.75%;管理费用率得益于公司组织架构调整后带来的高效费用管控,2021E-2023E 管理费用率为 6.7%/6.6%/6.6%,整体保持稳定。

综合来看,我们预计公司 2021E-2023E 归母净利率为 12.8%/13.3%/13.6%,预计归母净利润为 7.2/8.7/10.2 亿元,归母净利润增速为 23.6%/19.8%/17.4%。

图表 32: 罗莱生活盈利指标拆分和预测 (%)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>毛利率</b>	<b>43.86%</b>	<b>43.18%</b>	<b>43.82%</b>	<b>44.39%</b>	<b>44.79%</b>
家纺主业	45.54%	45.05%	45.60%	46.10%	46.40%
家具业务	36.12%	35.06%	35.50%	35.50%	35.50%
<b>销售费用率</b>	<b>21.00%</b>	<b>19.09%</b>	<b>20.60%</b>	<b>20.80%</b>	<b>20.75%</b>
<b>管理费用率</b>	<b>6.67%</b>	<b>6.51%</b>	<b>6.65%</b>	<b>6.60%</b>	<b>6.60%</b>
<b>研发费用率</b>	<b>2.06%</b>	<b>2.07%</b>	<b>2.50%</b>	<b>2.50%</b>	<b>2.50%</b>
<b>归母净利率</b>	<b>11.24%</b>	<b>11.91%</b>	<b>12.82%</b>	<b>13.25%</b>	<b>13.59%</b>

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

## 5.2 估值与投资建议

绝对估值法: 根据 DCF 估值法, 假设永续增长率 3%, WACC 为 10.58%, 综合敏感度分析, 得出公司绝对估值区间为 16.07-21.21, 预计 2021 年 EPS 为 0.87, 对应 2021 年 PE 为 18.4-24.3 倍。

图表 33: 绝对估值敏感性分析

永续增长率 g WACC	1.86%	2.05%	2.25%	2.48%	2.73%	3.00%	3.30%	3.63%	3.99%	4.39%	4.83%
<b>6.57%</b>	29.90	30.75	31.78	33.03	34.57	36.51	39.03	42.39	47.07	54.04	65.39
<b>7.23%</b>	26.44	27.07	27.82	28.71	29.80	31.14	32.83	35.02	37.95	42.03	48.09
<b>7.95%</b>	23.51	23.97	24.52	25.17	25.94	26.88	28.05	29.52	31.42	33.95	37.49
<b>8.74%</b>	21.01	21.35	21.75	22.22	22.78	23.45	24.26	25.27	26.54	28.18	30.37
<b>9.62%</b>	18.85	19.11	19.40	19.75	20.15	20.63	21.21	21.91	22.77	23.86	25.27
<b>10.58%</b>	16.99	17.18	17.40	17.65	17.94	<b>18.29</b>	18.70	19.19	19.79	20.53	21.46
<b>11.64%</b>	15.37	15.51	15.67	15.86	16.07	16.32	16.62	16.96	17.38	17.89	18.52
<b>12.80%</b>	13.96	14.06	14.18	14.32	14.48	14.66	14.87	15.12	15.41	15.77	16.20
<b>14.08%</b>	12.73	12.80	12.89	12.99	13.11	13.24	13.39	13.57	13.78	14.02	14.32
<b>15.49%</b>	11.65	11.70	11.77	11.84	11.92	12.02	12.13	12.26	12.40	12.58	12.78
<b>17.04%</b>	10.70	10.74	10.79	10.84	10.90	10.97	11.05	11.14	11.24	11.37	11.51

资料来源: 国盛证券研究所测算

相对估值法: 我们预计公司 2021E-2023E 年归母净利润分别为 7.2/8.7/10.2 亿元, 增速为 23.6%/19.8%/17.4%, 现价 15.20 元, 对应 21 年 PE 为 17.4 倍, 略低于行业均值水平, 高于水星家纺和富安娜, 考虑公司未来三年稳定增长及行业的龙头地位, 可以给予公司一定的估值溢价。

图表 34: 可比公司估值表

	股价	EPS			PE		
	4 月 28 日	20A	21E	22E	20A	21E	22E
水星家纺	16.17	1.03	1.30	1.49	12.97	12.44	10.85
富安娜	8.97	0.61	0.76	0.84	12.65	11.78	10.65
梦洁股份	4.13	0.06	0.10	-	84.57	40.67	-
平均		0.57	0.72	1.17	36.73	21.63	10.75

资料来源: Wind 一致预期, 国盛证券研究所绘制

投资建议: 罗莱生活作为家纺行业龙头, 坚持变革, 中短期随着 LOVO/罗莱双品牌影响力和渠道效率进一步提升, 以及家居业务快速拓展, 收入业绩有望重回增长轨道。我们预计公司 2021E-2023E 年归母净利润分别为 7.2/8.7/10.2 亿元, 增速为 23.6%/19.8%/17.4%, 现价 15.20 元, 对应 21 年 PE 为 17.4 倍, 目标市值 155 亿, 对应 21 年 PE 为 22 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

**终端销售增长不及预期。**2021 年在全行业的复苏态势, 公司终端可能会因为产品竞争力缺乏、渠道管理不善等原因导致销售增长不及预期。

**海外疫情持续时间超过预期。**疫情还在延续, 公司海外业务或受到影响。

**人民币汇率带来业绩波动。**公司海外业务在进行汇率折算时, 可能会对公司的报表收入/业绩造成影响。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com