

2021年08月20日

# 业绩符合预期，公告限制性股票激励计划

## 罗莱生活(002293)

评级:	买入	股票代码:	002293
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	16.44/10.6
目标价格:	20	总市值(亿)	93.73
最新收盘价:	11.33	自由流通市值(亿)	93.02
		自由流通股数(百万)	821.03

### 事件概述

公司公告 2021 年半年度收入/归母净利/扣非净利分别为 25.26/2.82/2.66 亿元、同比增长 32.54%/68.85%/66.92%、较 19H1 增长 16%/36%/58%，符合预期；非经常性收益 1638 万元、主要是政府补助；经营活动现金流净额/净利为 39%、同比下降 66PCT，主要由于存货增加（1.86 亿元）、应付账款减少（1.71 亿元）所致。21Q2 收入/归母净利/扣非净利分别为 12.07/1.00/0.92 亿元、同比增长 19.18%/3.90%/1.29%、较 19Q2 增长 16%/59%/164%、环比 21Q1 略有加速（21Q1 收入/归母净利较 19Q1 增长 15%/26%）。

公司公告 2021 年限制性股票激励计划（草案），本计划拟授予的限制性股票数量为 1505 万股，占总股本的 1.82%，其中首次授予 80%、预留 20%，本计划首次授予的限制性股票授予价格为 5.76 元、仅为当期股价 50%具备激励性；首次授予部分 2021-2023 年分三期解锁，解锁条件为 2021-2023 年较 20 年净利润或销售收入增长率不低于 10%/21%/33%（20-23 年 CAGR 为 10%）、且当年净利润和销售收入同比正增长；预计需摊销的总费用为 6706 万元，其中 22 年占比过半。

### 分析判断：

收入拆分：（1）分渠道看，线上高基数下维持较快增速，其他渠道快速恢复。2021H1 公司线上/直营/加盟/美国/其他收入分别为 6.86/1.71/8.56/5.02/ 3.11 亿元、同比增长 22%/28%/31%/47%/46%。（2）分内生和外延来看，上半年加盟恢复净开店：2021H 末公司拥有门店 2274 家（直营/加盟分别为 250/2024 家）、上半年净开 38 家（直营/加盟分别净开-7/45 家），直营/加盟单店面积达 136/171 平方米；直营同店大幅改善：上半年直营店平均单店收入 68.9 万元、开业超过 12 个月直营门店单店收入增长 47.10%；加盟店平均单店出货 42.3 万元。（3）分品牌看，莱克星顿恢复迅速，主品牌/莱克星顿（美国地区）/内野收入分别为 19.64/5.02/0.60 亿元、同比增长 30%/47%/16%、较 19H 增长 14%/23%/15%。

从盈利能力看，1) 毛利率下滑主要受会计政策变动影响、剔除影响毛利率上升 1.67PCT，2021H1 公司毛利率 43.93%、同比下降 0.52PCT，其中线上/直营/加盟/美国/其他毛利率分别下降 1.93/0.04/0.83/-5.94/3.52PCT 至 45.33%/66.45%/45.51%/34.89%/38.72%，除美国莱克星顿外其他渠道毛利率均下滑，主要受会计政策变更影响（运输费重分类至营业成本、影响毛利率-2.19PCT）。2) 净利率方面，2021H1 公司归母净利 11.16%、同比提升 2.40PCT，主要得益费用率改善以及政府补助，销售/管理/财务/研发费用率分别为 20.38%/6.95%/-0.58%/1.99%、同比下降 2.54%/1.58%/-1.24%/-0.78%，以及其他收益（政府补助）/收入达 0.67%、去年同期为 0%；21Q2 净利率为 8.32%、同比下降 1.56PCT，主要由于销售费用率提升以及营业外收入（主要为政府补助）减少所致。

2021H 公司存货为 12.81 亿元、同比增长 2%，存货周转天数为 53 天、同比下降 30 天、较 19H 下降 20 天。应收账款为 4.63 亿元、同比增长 13%，应收账款周转天数为 13 天、同比下降 9 天、较 19H 下降 11 天。

### 投资建议：

公司规划 2021 年收入/净利均实现同比增长 10%-25%。我们假设：1) 2021 年公司新开 300-400 家店、净开店 150 家以上。2) 电商有望保持较高增长，公司线上采用罗莱和 LOVO 双品牌经营，罗莱主打线上高端品牌、相较同业未来有望翻倍，LOVO 瞄准年轻化客群、打造高性价比品牌，收入规模有望重回 10 亿元；此外，公司将大力发展自播平台，在抖音、快手、天猫直播间每天保持直播。3) 分品牌看，主品牌稳健增长，莱克星顿 2021 年有望实现高个位数增长，廊湾、内野、恐龙等小品牌有望快速增长。4) 后疫情时代原材料涨价，公司产品存提价预期有望带动毛利率提升。维持 21/22/23 年 EPS 分别为 0.87/1.0/1.14 元，对应

21/22/23PE 为 13/11/10X，尽管地产开工影响市场对家纺的可持续性信心、但目前股价对应 22 年仅 11 倍，维持目标价为 20 元（对应 22 年 20 倍），维持“买入”评级。

### 风险提示

疫情发展的不确定性；线上增速放缓；莱克星顿亏损加大；系统性风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,860	4,911	5,777	6,585	7,434
YoY (%)	1.0%	1.0%	17.6%	14.0%	12.9%
归母净利润(百万元)	546	585	716	826	945
YoY (%)	2.2%	7.1%	22.3%	15.4%	14.3%
毛利率 (%)	43.9%	43.2%	44.8%	45.2%	45.5%
每股收益 (元)	0.66	0.71	0.87	1.00	1.14
ROE	13.3%	13.6%	14.3%	14.2%	13.9%
市盈率	17.16	16.02	13.10	11.35	9.92

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

分析师：何富丽

邮箱：hefl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080002

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4,911	5,777	6,585	7,434	净利润	593	734	846	964
YoY (%)	1.0%	17.6%	14.0%	12.9%	折旧和摊销	85	46	49	52
营业成本	2,790	3,187	3,611	4,054	营运资金变动	149	-197	-186	-177
营业税金及附加	40	40	46	52	经营活动现金流	851	634	756	892
销售费用	938	1,068	1,192	1,338	资本开支	-361	-219	-263	-315
管理费用	320	462	545	610	投资	-319	-320	-352	-387
财务费用	-61	-93	-98	-108	投资活动现金流	-612	-527	-601	-685
资产减值损失	-113	-95	-105	-115	股权募资	0	0	0	0
投资收益	2	17	20	22	债务募资	212	-92	0	0
营业利润	695	862	987	1,128	筹资活动现金流	-370	-93	0	0
营业外收支	10	28	38	40	现金净流量	-139	14	155	208
利润总额	705	890	1,025	1,168	<b>主要财务指标</b>				
所得税	112	156	179	204	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	
净利润	593	734	846	964	<b>成长能力</b>				
归属于母公司净利润	585	716	826	945	营业收入增长率	1.0%	17.6%	14.0%	12.9%
YoY (%)	7.1%	22.3%	15.4%	14.3%	净利润增长率	7.1%	22.3%	15.4%	14.3%
每股收益	0.71	0.87	1.00	1.14	<b>盈利能力</b>				
<b>资产负债表 (百万元)</b>					毛利率	43.2%	44.8%	45.2%	45.5%
<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>		净利润率	12.1%	12.7%	12.8%	13.0%
货币资金	1,697	1,710	1,866	2,073	总资产收益率 ROA	10.0%	10.8%	10.8%	10.8%
预付款项	48	45	51	57	净资产收益率 ROE	13.6%	14.3%	14.2%	13.9%
存货	1,143	1,310	1,484	1,666	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	1,088	1,489	1,912	2,349	流动比率	2.77	3.07	3.21	3.36
流动资产合计	3,977	4,554	5,312	6,145	速动比率	1.94	2.16	2.28	2.41
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	1.18	1.15	1.13	1.13
固定资产	868	1,060	1,294	1,577	资产负债率	26.1%	23.7%	22.8%	21.9%
无形资产	269	258	247	236	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	1,858	2,064	2,322	2,629	总资产周转率	0.84	0.87	0.86	0.85
资产合计	5,835	6,618	7,634	8,774	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	92	0	0	0	每股收益	0.71	0.87	1.00	1.14
应付账款及票据	668	746	841	938	每股净资产	5.18	6.05	7.05	8.19
其他流动负债	675	738	814	893	每股经营现金流	1.03	0.77	0.91	1.08
流动负债合计	1,435	1,485	1,655	1,831	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	86	86	86	86	PE	16.02	13.10	11.35	9.92
非流动负债合计	86	86	86	86	PB	2.40	1.87	1.61	1.38
负债合计	1,522	1,571	1,741	1,918					
股本	828	828	828	828					
少数股东权益	25	43	63	82					
股东权益合计	4,313	5,047	5,893	6,857					
负债和股东权益合计	5,835	6,618	7,634	8,774					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

**唐爽爽**：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得2011-2015年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

**何富丽**：对外经济贸易大学管理学硕士、学士，CPA，2年研究经验，曾任职国盛证券研究所，覆盖休闲服务行业，2020年3月加入华西证券研究所，并拓展覆盖至纺服教育行业。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。