

罗莱生活 (002293)

费控&营运能力显著提升，多品牌矩阵发力助推长期成长

事件：公司发布 21H1 业绩，整体业绩高速增长，费控&营运效率显著提升。

公司 21H1 实现营收 25.26 亿元 (+32.54%)，实现归母净利润 2.82 亿元 (+68.85%)，扣非后归母净利润为 2.66 亿元 (+66.92%)。

公司 21Q1 和 Q2 营收分别为 13.19 亿 (+47.69%)、12.07 亿 (+19.18%)，Q1、Q2 归母净利润分别为 1.83 亿 (+156.14%)、1.00 亿 (+3.90%)。

分渠道来看，21H1 线上渠道营收达 6.86 亿元 (+21.81%)，对应毛利率为 45.33% (-1.93pct)；线下直营渠道营收为 1.71 亿元 (+27.99%)，对应毛利率为 66.45%，线下加盟渠道实现营收 8.56 亿 (+30.76%)，毛利率为 45.51% (-0.83pct)；其他渠道营收为 3.11 亿 (+46.00%)，毛利率达 38.72% (-3.52pct)。

美国莱克星顿业务 21H1 实现营收 5.02 亿元 (+47.06%)，美国业务毛利率快速提升 5.94pct 至 34.89%。

盈利能力保持稳定，费控效率显著提升

21H1 公司整体毛利率 43.93% (-0.52pct)，归母净利率 11.18% (+2.40pct)；21Q2 公司毛利率为 45.55% (-0.08pct)，归母净利率 8.26% (-1.21pct)。

2021H1 销售费率达到 20.38% (-2.54pct)，管理费率为 6.95% (-1.58pct)，销售、管理费明显减少，公司内部费控效率显著提升，再上新台阶；公司 21H1 财务费率为-0.58% (+1.24pct)，财务费用相对有所增加主要系公司定期存款转理财导致利息收入减少所致。

营运周转效率稳步提升，税费增加短期影响现金流表现

公司 21H1 存货规模达 12.81 亿 (+2.17%)，整体存货规模保持稳定，同时公司 21H1 存货周转天数为 154.00 天 (-56.82 天)，同比大幅减少，整体存货周转效率及能力显著提升。公司 21H1 应收账款规模为 4.63 亿元 (+12.69%)，应收账款周转天数为 35.22 天 (-8.29 天)。

现金流方面，公司 2021H1 经营性活动现金流净额为 1.10 亿元 (-37.24%)，同比有所减少主要系公司 21H1 支付税费增加较多所致。

考虑到公司 21Q3、Q4 传统销售旺季，叠加全球后疫情时代终端消费持续复苏趋势，公司 21H2 有望稳步增长，**上调盈利预测，维持“买入”评级**，我们预计公司 2021-2022 年归母净利润分别为 7.06、8.23、9.48 亿元(21~23 年原值分别为 6.83、7.81、8.88 亿)，对应 EPS 分别为 0.85、0.99、1.15 元，对应 P/E 分别为 13.27、11.39、9.89X。

风险提示：人力成本提升、门店经营效率不及预期，原材料价格上升等。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,860.20	4,910.64	5,501.74	6,214.30	6,797.98
增长率(%)	0.98	1.04	12.04	12.95	9.39
EBITDA(百万元)	928.35	997.63	821.43	962.63	1,079.06
净利润(百万元)	546.08	584.99	706.41	822.96	948.10
增长率(%)	2.16	7.13	20.76	16.50	15.21
EPS(元/股)	0.66	0.71	0.85	0.99	1.15
市盈率(P/E)	17.16	16.02	13.27	11.39	9.89
市净率(P/B)	2.28	2.19	2.09	2.01	1.92
市销率(P/S)	1.93	1.91	1.70	1.51	1.38
EV/EBITDA	5.43	7.87	9.21	7.10	6.32

资料来源：wind，天风证券研究所

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	11.33 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	827.25
流通 A 股股本(百万股)	821.03
A 股总市值(百万元)	9,372.72
流通 A 股市值(百万元)	9,302.30
每股净资产(元)	4.98
资产负债率(%)	30.87
一年内最高/最低(元)	16.44/10.60

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

范张翔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

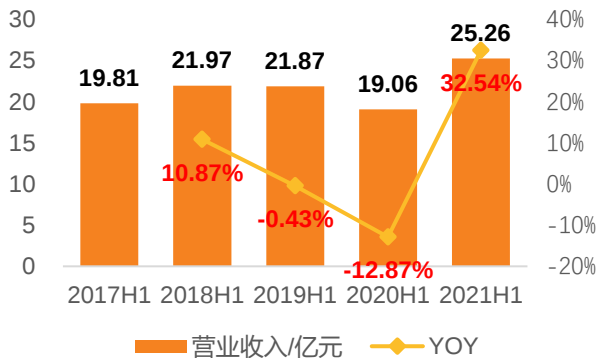
相关报告

- 1 《罗莱生活-年报点评报告:21Q1 环比持续增长，加强创新及零售转型》
2021-04-26
- 2 《罗莱生活-公司点评:20 业绩超预期，数字化赋能&品牌力优势促盈利稳增》
2021-04-15
- 3 《罗莱生活-季报点评:Q3 业绩超预期，线上延高速增长，线下提效转型》
2020-10-27

1. 21H1 业绩延续高速增长，终端业绩快速回升

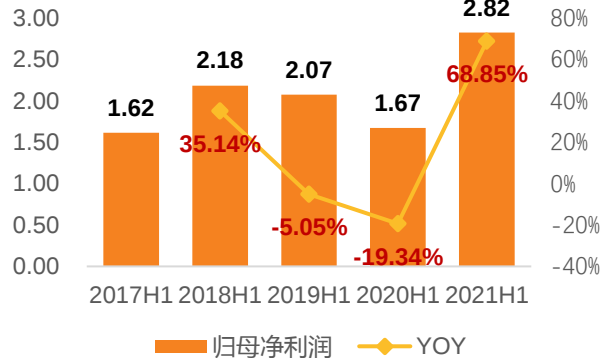
公司 21H1 实现营收 25.26 亿元 (+32.54%)，实现归母净利润 2.82 亿元 (+68.85%)，扣非后归母净利润为 2.66 亿元 (+66.92%)。

图 1：公司近五年中报营收（亿元，左轴）及 YOY（%，右轴）



资料来源：wind，天风证券研究所

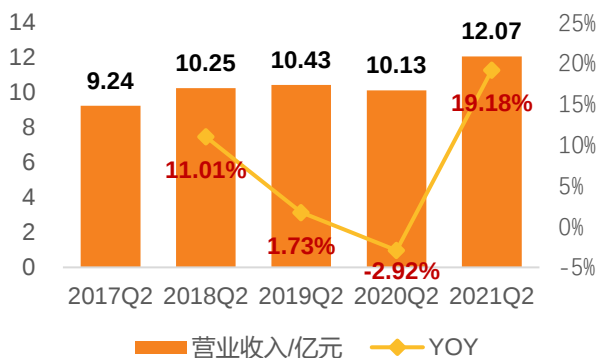
图 2：公司近五年中报归母净利润（亿元，左轴）及 YOY（%，右轴）



资料来源：wind，天风证券研究所

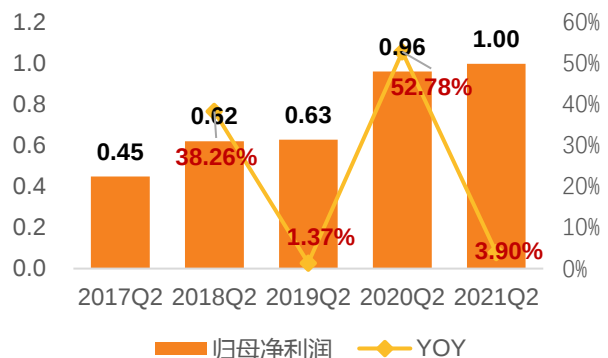
公司 21Q1 和 Q2 营收分别为 13.19 亿 (+47.69%)、12.07 亿 (+19.18%)，Q1、Q2 归母净利润分别为 1.83 亿 (+156.14%)、1.00 亿 (+3.90%)。

图 3：公司近五年 Q2 营收（亿元，左轴）及 YOY（%，右轴）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：公司近五年 Q2 归母净利润（亿元，左轴）及 YOY（%，右轴）



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 各渠道业务持续扩张，美国业务毛利率显著提升

21H1 线上渠道营收达 6.86 亿元 (+21.81%)，对应毛利率为 45.33% (-1.93pct)；

图 5：公司各类渠道及美国业务营收（亿元人民币）、毛利率（%）及分别 YOY（%）、毛利率增减（pct）

渠道/业务类型	2021H1	2020H1	营收增减	YOY	毛利率	毛利率增减
线上渠道	6.86	5.63	1.23	21.81%	45.33%	-1.93pct
直营渠道	1.71	1.33	0.37	27.99%	66.45%	-0.04pct
加盟渠道	8.56	6.55	2.01	30.76%	45.51%	-0.83pct
其他渠道	3.11	2.13	0.98	46.00%	38.72%	-3.52pct
美国莱克星顿业务	5.02	3.41	1.61	47.06%	34.89%	+5.94pct

注：营收单位为人民币亿元

资料来源：公司公告，天风证券研究所

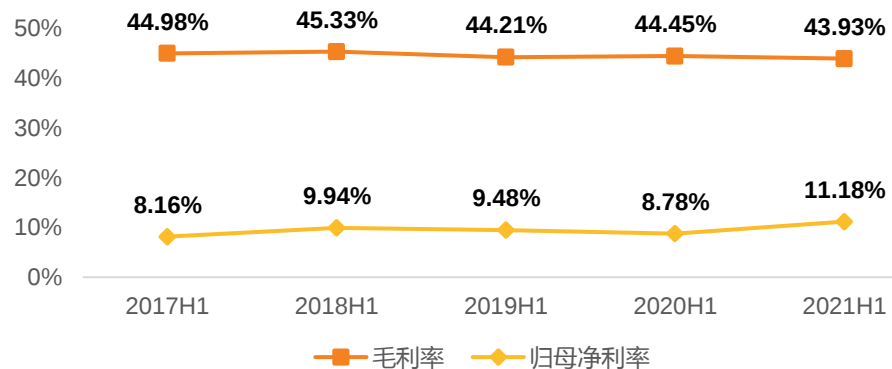
线下直营渠道营收为 1.71 亿元 (+27.99%)，对应毛利率为 66.45%，线下加盟渠道实现营收 8.56 亿 (+30.76%)，毛利率为 45.51% (-0.83pct)；其他渠道营收为 3.11 亿 (+46.00%)，毛利率达 38.72% (-3.52pct)。美国莱克星顿业务 21H1 实现营收 5.02 亿元 (+47.06%)，美国业务毛利率快速提升 5.94pct 至 34.89%。

公司整体渠道数量保持稳步增长，其中 21H1 末公司直营门店数量为 250 家，门店总面积达到 3.39 万平方米，期间门店净关店 7 家，整体保持精简态势；加盟门店数量达到 2024 家，门店总面积为 34.66 万平方米，平均门店经营面积为 171.23 平方米，实现净开店 45 家。

3. 整体毛利率保持稳定，费控效率显著改善促净利率提升

21H1 公司整体毛利率 43.93% (-0.52pct)，归母净利率 11.18% (+2.40pct)；21Q2 公司毛利率为 45.55% (-0.08pct)，归母净利率 8.26% (-1.21pct)。

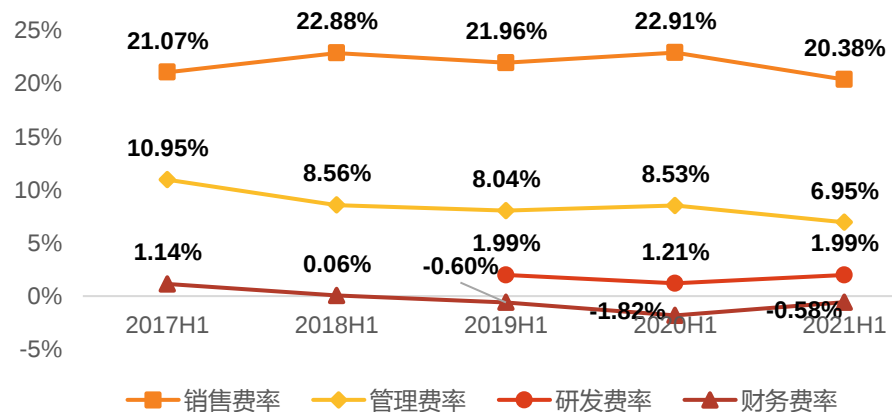
图 6：公司近五年中报毛利率 (%) 及归母净利率 (%) 变化



资料来源：wind，天风证券研究所

2021H1 销售费率达到 20.38% (-2.54pct)，管理费率为 6.95% (-1.58pct)，销售、管理费率明显减少，公司内部费控效率显著提升，再上新台阶；公司 21H1 财务费率为-0.58% (+1.24pct)，财务费用相对有所增加主要系公司定期存款转理财导致利息收入减少所致。

图 7：公司近五年中报销售、管理、研发及营销费率变化 (均为%)

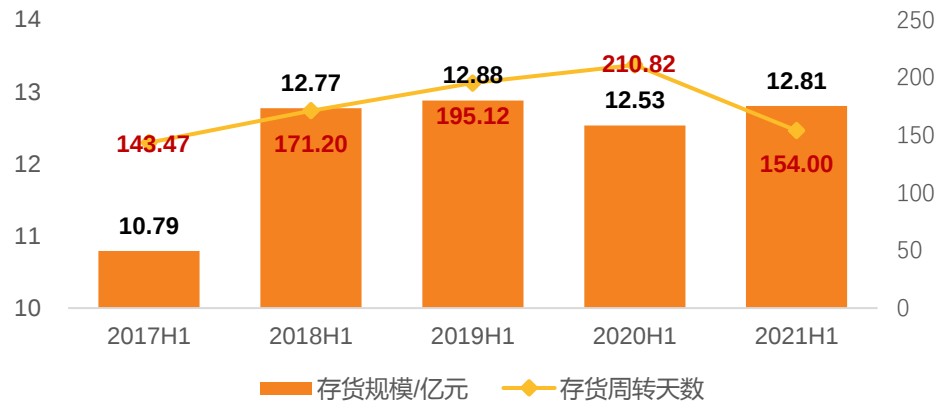


资料来源：wind，天风证券研究所

4. 营运周转效率稳步提升，税费增加短期影响现金流表现

公司 21H1 存货规模达 12.81 亿 (+2.17%)，整体存货规模保持稳定，同时公司 21H1 存货周转天数为 154.00 天 (-56.82 天)，同比大幅减少，整体存货周转效率及能力显著提升。

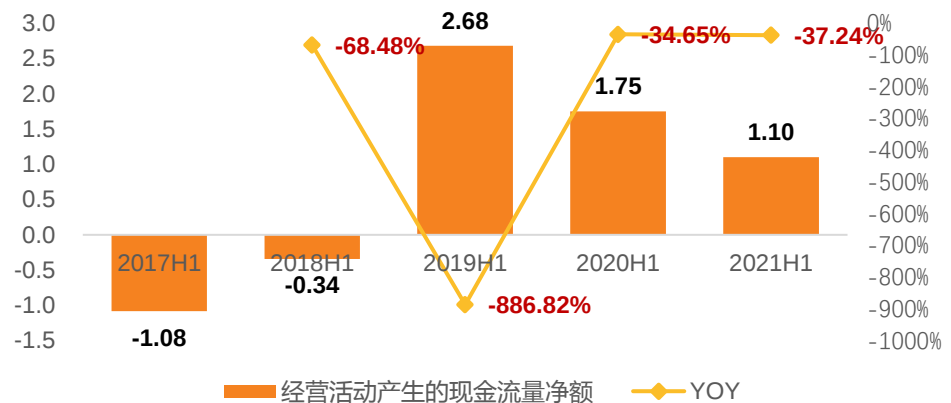
图 8：公司存货（亿元，左轴）及存货周转天数（天，右轴）



资料来源：wind，天风证券研究所

现金流方面，公司 2021H1 经营性活动现金流净额为 1.10 亿元 (-37.24%)，同比有所减少主要系公司 21H1 支付税费增加较多所致。

图 9：公司经营性活动现金流净额（亿元）及 YOY (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

5. 前景展望：多品牌矩阵+美国业务快速成长奠定成长根基，营销渠道多点发力全面开花

1) 国产家纺龙头，多级品牌矩阵实现对大众消费、中高端、高端市场有效覆盖

公司以罗莱主品牌为核心，深耕中高端家纺市场，并逐步拓展覆盖高端市场（廊湾、莱克星顿、内野）、大众消费市场（乐蜗 LOVO、恐龙），有效覆盖满足不同类型客群消费需求，积极探索“大家纺小家居”的家居场景化模式；2017 年收购北美艺术家居品牌莱克星顿 Lexington，业务进一步拓展至美国等海外市场，且美国业务近年来日趋成熟、快速成长，持续为公司终端业绩贡献增量。

国内多品牌有机高效覆盖，美国业务持续扩容成长，为公司长期成长奠定坚实基础。

2) 产品研发持续发力，高端新品助力巩固积淀品牌力

公司在研发设计方面，持续与国际化顾问团队合作，确定了国际化、年轻化、功能化的研发方向，持续整合品类，实现对家居生活时尚化、年轻化深入探索。罗莱携手国际知名奢侈品牌设计师，以中国传统国粹为主体，精选进口鹅绒、川山蜀丝等专属原材料，打造璀璨奢华系列，助力巩固积淀罗莱中高端品牌力。

公司主品牌罗莱作为“连续 16 年床上用品综合占有率第一”、“乐蜗家纺 LOVO 中国互联网床上用品第一品牌”，以“超柔床品”为产品核心特性，打破同质化竞争格局，在家纺产品“高度标准化”市场背景下铸造罗莱品牌差异化竞争优势，将“行业第一”的观念逐步深入消费者心智。

3) 品牌营销全面发力，构筑良好品牌知名度及美誉度

2021 年 4 月，公司与中国航天基金会签约授牌，正式成为“中国航天事业合作伙伴”，凸显罗莱品牌品牌实力。此外，公司通过与中国农业科学院棉花研究所合作，研制专属于罗莱的“中棉罗莱 1 号”棉花，持续为消费者打造健康、舒适的超柔床品。

公司明星代言矩阵持续强化扩充，签约优质演员任嘉伦为乐蜗家纺 LOVO 品牌全新代言人，加速乐蜗品牌年轻化、时尚化品牌形象塑造，提升年轻一代消费者品牌粘性。

图 10：LOVO 乐蜗家纺签约任嘉伦



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：公司旗下高端家居品牌廊湾家居产品效果示意图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4) 积极布局抖音、快手新兴兴趣电商，拥抱客流增量入口，促渠道效率提升

公司线下渠道以加盟为主，采取直营加盟有机结合经营模式，持续巩固一二线高线市场渠道优势，积极辐射三线及以下下沉市场，2021H1 公司各品牌在国内市场拥有近 2300 家终端门店，且华东地区渠道优势凸显。

与此同时，公司深耕挖掘天猫京东唯品会等传统大型电商平台，积极布局抖音、快手等新兴社交/兴趣电商，拥抱客流增量入口，结合品牌直播、网红达人直播、社群营销、微信小程序等新兴销售渠道和营销方式，进一步明确线上和品牌定位，促进公司线上渠道销售快速增长。

6. 盈利预测

考虑到公司 21Q3、Q4 传统销售旺季，叠加全球后疫情时代终端消费持续复苏趋势，公司 21H2 有望稳步增长，上调盈利预测，维持“买入”评级，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 7.06、8.23、9.48 亿元（21~23 年原值分别为 6.83、7.81、8.88 亿），对应 EPS 分别为 0.85、0.99、1.15 元，对应 P/E 分别为 13.27、11.39、9.89X。

7. 风险提示

人力成本提升、门店经营效率不及预期，原材料价格上升等。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,836.27	1,696.95	717.71	1,557.28	1,738.51
应收票据及应收账款	510.61	524.98	586.65	345.00	535.71
预付账款	38.52	48.47	59.86	50.15	65.15
存货	1,226.73	1,142.96	1,910.47	1,468.88	2,087.91
其他	149.33	563.35	550.22	538.58	663.82
流动资产合计	3,761.46	3,976.71	3,824.90	3,959.90	5,091.11
长期股权投资	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
固定资产	352.06	868.49	916.86	965.77	1,002.01
在建工程	60.47	113.61	104.17	110.50	96.30
无形资产	292.20	269.40	253.69	237.98	222.27
其他	904.29	606.77	864.48	738.59	548.54
非流动资产合计	1,609.04	1,858.30	2,139.23	2,052.87	1,869.14
资产总计	5,370.50	5,835.01	5,964.12	6,012.77	6,960.25
短期借款	23.83	92.16	25.00	30.00	34.00
应付票据及应付账款	523.79	668.14	550.05	602.41	995.55
其他	550.95	675.10	776.12	568.76	898.18
流动负债合计	1,098.57	1,435.41	1,351.18	1,201.17	1,927.73
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	84.73	86.43	84.39	85.19	85.34
非流动负债合计	84.73	86.43	84.39	85.19	85.34
负债合计	1,183.31	1,521.84	1,435.57	1,286.35	2,013.06
少数股东权益	83.33	24.92	37.61	52.79	68.64
股本	830.61	827.67	827.25	827.25	827.25
资本公积	802.42	798.78	798.78	798.78	798.78
留存收益	3,300.60	3,469.20	3,663.70	3,846.38	4,051.30
其他	-829.76	-807.39	-798.78	-798.78	-798.78
股东权益合计	4,187.19	4,313.17	4,528.56	4,726.41	4,947.18
负债和股东权益总计	5,370.50	5,835.01	5,964.12	6,012.77	6,960.25

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	559.07	592.97	706.41	822.96	948.10
折旧摊销	77.36	84.56	36.79	40.47	43.68
财务费用	-41.77	-63.22	-41.30	-41.84	-61.45
投资损失	-18.13	-2.23	-40.20	-20.18	-20.87
营运资金变动	223.31	580.02	-1,084.50	717.73	8.41
其它	-38.42	-340.89	33.11	56.93	61.84
经营活动现金流	761.42	851.22	-389.68	1,576.07	979.71
资本支出	-1.75	541.26	62.04	79.21	49.85
长期投资	-1.95	-0.00	0.00	0.00	0.00
其他	411.61	-1,152.96	-121.35	-221.99	-170.25
投资活动现金流	407.91	-611.70	-59.31	-142.79	-120.40
债权融资	23.83	92.16	25.00	30.00	34.00
股权融资	107.40	73.02	49.49	41.84	61.45
其他	-435.26	-535.55	-604.74	-665.55	-773.54
筹资活动现金流	-304.03	-370.37	-530.25	-593.70	-678.09
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	865.30	-130.85	-979.25	839.58	181.23

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,860.20	4,910.64	5,501.74	6,214.30	6,797.98
营业成本	2,728.63	2,790.16	3,049.53	3,400.70	3,746.18
营业税金及附加	33.16	40.37	55.02	52.82	67.98
营业费用	1,020.52	937.63	1,119.60	1,246.59	1,362.32
管理费用	324.34	319.82	368.62	419.09	462.26
研发费用	100.00	101.50	96.28	156.60	122.36
财务费用	-39.07	-60.86	-41.30	-41.84	-61.45
资产减值损失	-102.26	-112.55	88.00	78.00	68.00
公允价值变动收益	0.35	0.10	19.75	41.49	45.63
投资净收益	18.13	2.23	40.20	20.18	20.87
其他	174.51	197.47	-119.91	-123.34	-133.01
营业利润	601.90	694.77	825.94	964.01	1,096.83
营业外收入	83.03	22.81	50.40	54.60	58.50
营业外支出	6.73	12.84	7.06	8.48	7.34
利润总额	678.20	704.74	869.28	1,010.13	1,147.99
所得税	119.13	111.77	149.52	171.72	183.68
净利润	559.07	592.97	719.77	838.41	964.31
少数股东损益	13.00	7.98	13.36	15.44	16.21
归属于母公司净利润	546.08	584.99	706.41	822.96	948.10
每股收益（元）	0.66	0.71	0.85	0.99	1.15

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	0.98%	1.04%	12.04%	12.95%	9.39%
营业利润	1.30%	15.43%	18.88%	16.72%	13.78%
归属于母公司净利润	2.16%	7.13%	20.76%	16.50%	15.21%
获利能力					
毛利率	43.86%	43.18%	44.57%	45.28%	44.89%
净利率	11.24%	11.91%	12.84%	13.24%	13.95%
ROE	13.31%	13.64%	15.73%	17.61%	19.43%
ROIC	18.54%	33.25%	35.41%	28.51%	40.79%
偿债能力					
资产负债率	22.03%	26.08%	24.07%	21.39%	28.92%
净负债率	-43.29%	-37.21%	-15.30%	-32.31%	-34.45%
流动比率	3.42	2.77	2.83	3.30	2.64
速动比率	2.31	1.97	1.42	2.07	1.56
营运能力					
应收账款周转率	9.83	9.48	9.90	13.34	15.44
存货周转率	3.76	4.14	3.60	3.68	3.82
总资产周转率	0.94	0.88	0.93	1.04	1.05
每股指标（元）					
每股收益	0.66	0.71	0.85	0.99	1.15
每股经营现金流	0.92	1.03	-0.47	1.91	1.18
每股净资产	4.96	5.18	5.43	5.65	5.90
估值比率					
市盈率	17.16	16.02	13.27	11.39	9.89
市净率	2.28	2.19	2.09	2.01	1.92
EV/EBITDA	5.43	7.87	9.21	7.10	6.32
EV/EBIT	5.77	8.37	9.64	7.41	6.58

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