

罗莱生活 (002293)

证券研究报告

2021年10月24日

营运能力提升，研发持续助推品牌力沉淀

21Q1-3 营收 40 亿同增 22.8%，归母净利 5 亿同增 35.5%

21Q1-3 公司实现总营收 39.99 亿元，同比增长 22.77%；其中 Q1、Q2、Q3 分别实现营收 13.19/12.07/14.72 亿元，同比分别增长 47.69/19.18/8.97%；21Q1-3 共实现归母净利 4.91 亿元，同比增长 35.54%，其中 Q1、Q2、Q3 分别实现归母净利 1.83/1.00/2.09 亿元，同比分别增长 156.15/3.90/6.96%。

2021Q1-3 归母净利率 12.3%同增 1.2pct，费控能力显著改善

1) **毛利率**：21Q1-3 公司毛利率同比减少 1.0pct 至 43.2%，归母净利率同比增长 1.2pct 至 12.3%。

2) **费用率**：21Q1-3 公司销售费用率 18.68% (-2.13pct)、管理费用率 7.08% (-0.80pct)、财务费用率-0.44% (+1.15pct)、研发费用率 1.99% (+0.54pct)。其中，研发费用增长主要系公司本期所需的研发投入增加所致；财务费用变动主要系公司的定期存款转为理财产品，相应的利息收入减少所致。

存货周转效率显著提升。截至 2021 年 9 月底公司存货规模达 13.28 亿元，同比增长 6.84%；2021Q1-3 存货周转天数为 147 天，同比减少 37 天，整体存货周转效率显著提升。

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。

2) **产品研发持续发力，高端新品助力巩固积淀品牌力**。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。

3) **品牌营销全面发力，构筑良好品牌知名度及美誉度**。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。

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。

维持盈利预测，维持买入评级。公司多级品牌矩阵实现对大众消费、中高端、高端市场有效覆盖，产品研发持续发力，高端新品助力巩固积淀品牌力，我们预计公司 2021~2023 年归母净利润分别为 7.1、8.2、9.5 亿元，对应 EPS 分别为 0.9、1.0、1.2 元，对应 P/E 分别为 14、12、11X。

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)	18.15	16.94	14.03	12.04	10.45
市净率(P/B)	2.41	2.31	2.21	2.12	2.03
市销率(P/S)	2.04	2.02	1.80	1.59	1.46
EV/EBITDA	5.43	7.87	9.87	7.66	6.81

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	11.75 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)	9,910.43
流通 A 股市值(百万元)	9,835.97
每股净资产(元)	4.98
资产负债率(%)	30.87
一年内最高/最低(元)	16.44/10.88

作者

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

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《罗莱生活-半年报点评:费控&营运能力显著提升，多品牌矩阵发力助推长期成长》 2021-08-20
- 《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
- 《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

1. 21Q1-3 营收 40 亿同增 22.8%，归母净利 5 亿同增 35.5%

21Q1-3 公司实现总营收 39.99 亿元，同比增长 22.77%；其中 Q1、Q2、Q3 分别实现营收 13.19/12.07/14.72 亿元，同比分别增长 47.69%/19.18%/8.97%；21Q1-3 共实现归母净利 4.91 亿元，同比增长 35.54%，其中 Q1、Q2、Q3 分别实现归母净利 1.83/1.00/2.09 亿元，同比分别增长 156.15%/3.90%/6.96%。

图 1：公司 20Q1-21Q3 营业总收入（亿元）及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：公司 20Q1-21Q3 归母净利润（亿元）及同比

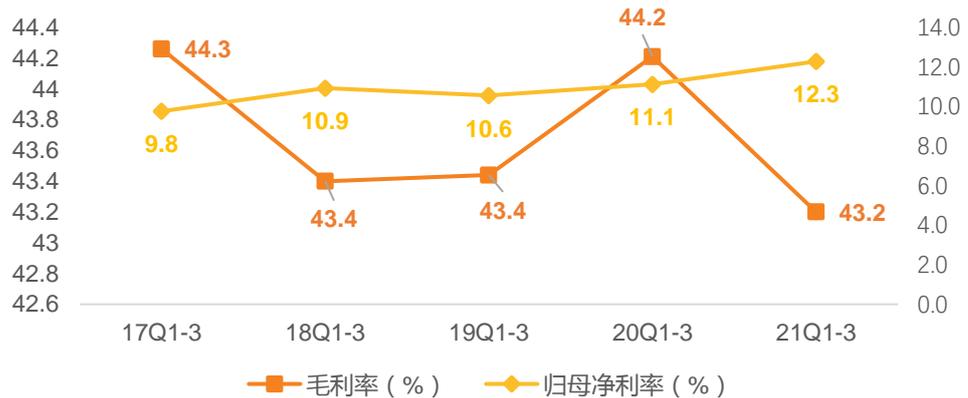


资料来源：wind，天风证券研究所

2. 2021Q1-3 归母净利率 12.3%同增 1.2pct，费控能力显著改善

1) 毛利率：21Q1-3 公司毛利率同比减少 1.0pct 至 43.2%，归母净利率同比增长 1.2pct 至 12.3%。

图 3：公司近五年 Q1-3 毛利率及归母净利率

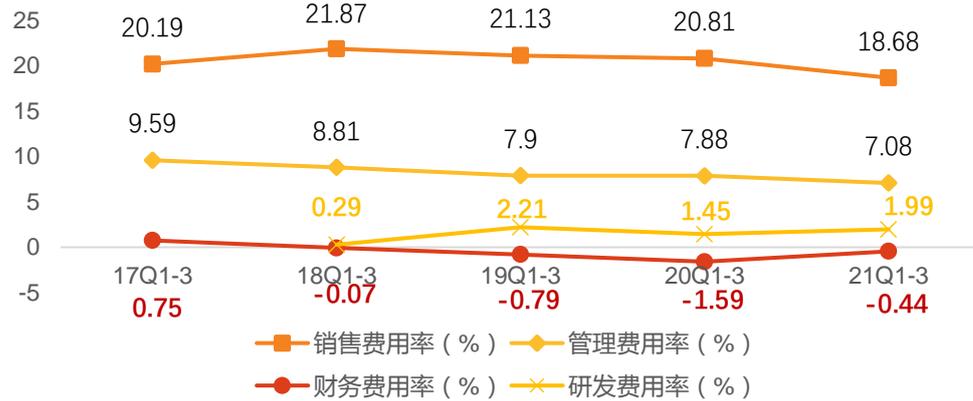


资料来源：wind，天风证券研究所

2) 费用率：销售、管理费用率减少

21Q1-3 公司销售费用率 18.68% (-2.13pct)、管理费用率 7.08% (-0.80pct)、财务费用率 -0.44% (+1.15pct)、研发费用率 1.99% (+0.54pct)。其中，研发费用增长主要系公司本期所需的研发投入增加所致；财务费用变动主要系公司的定期存款转为理财产品，相应的利息收入减少所致。

图 4：公司近五年 Q1-3 各项细分费用率



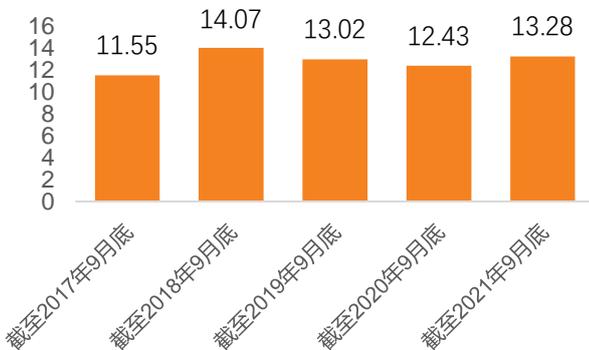
资料来源：wind，天风证券研究所

注：2017 年及以前公司管理费用包括研发费用，18 年起独立分拆出

3. 存货周转效率显著提升

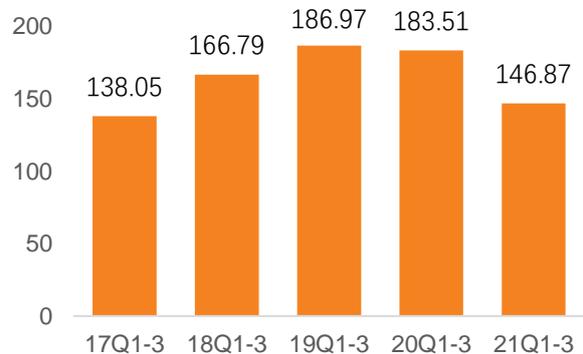
截至 2021 年 9 月底公司存货规模达 13.28 亿元，同比增长 6.84%；2021Q1-3 存货周转天数为 147 天，同比减少 37 天，整体存货周转效率显著提升。

图 5：公司近五年截至 9 月底存货 (亿元)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：公司近五年截至 9 月底存货周转天数 (天)



资料来源：wind，天风证券研究所

4. 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 7: 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 8: 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。

5. 盈利预测

维持盈利预测，维持买入评级。公司多级品牌矩阵实现对大众消费、中高端、高端市场有效覆盖，产品研发持续发力，高端新品助力巩固积淀品牌力，我们预计公司 2021~2023 年归母净利润分别为 7.1、8.2、9.5 亿元，对应 EPS 分别为 0.9、1.0、1.2 元，对应 P/E 分别为 14、12、11X。

6. 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)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,836.27	1,696.95	717.71	1,557.28	1,738.51	营业收入	4,860.20	4,910.64	5,501.74	6,214.30	6,797.98
应收票据及应收账款	510.61	524.98	586.65	345.00	535.71	营业成本	2,728.63	2,790.16	3,049.53	3,400.70	3,746.18
预付账款	38.52	48.47	59.86	50.15	65.15	营业税金及附加	33.16	40.37	55.02	52.82	67.98
存货	1,226.73	1,142.96	1,910.47	1,468.88	2,087.91	营业费用	1,020.52	937.63	1,119.60	1,246.59	1,362.32
其他	149.33	563.35	550.22	538.58	663.82	管理费用	324.34	319.82	368.62	419.09	462.26
流动资产合计	3,761.46	3,976.71	3,824.90	3,959.90	5,091.11	研发费用	100.00	101.50	96.28	156.60	122.36
长期股权投资	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	财务费用	-39.07	-60.86	-41.30	-41.84	-61.45
固定资产	352.06	868.49	916.86	965.77	1,002.01	资产减值损失	-102.26	-112.55	88.00	78.00	68.00
在建工程	60.47	113.61	104.17	110.50	96.30	公允价值变动收益	0.35	0.10	19.75	41.49	45.63
无形资产	292.20	269.40	253.69	237.98	222.27	投资净收益	18.13	2.23	40.20	20.18	20.87
其他	904.29	606.77	864.48	738.59	548.54	其他	174.51	197.47	-119.91	-123.34	-133.01
非流动资产合计	1,609.04	1,858.30	2,139.23	2,052.87	1,869.14	营业利润	601.90	694.77	825.94	964.01	1,096.83
资产总计	5,370.50	5,835.01	5,964.12	6,012.77	6,960.25	营业外收入	83.03	22.81	50.40	54.60	58.50
短期借款	23.83	92.16	25.00	30.00	34.00	营业外支出	6.73	12.84	7.06	8.48	7.34
应付票据及应付账款	523.79	668.14	550.05	602.41	995.55	利润总额	678.20	704.74	869.28	1,010.13	1,147.99
其他	550.95	675.10	776.12	568.76	898.18	所得税	119.13	111.77	149.52	171.72	183.68
流动负债合计	1,098.57	1,435.41	1,351.18	1,201.17	1,927.73	净利润	559.07	592.97	719.77	838.41	964.31
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	13.00	7.98	13.36	15.44	16.21
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	546.08	584.99	706.41	822.96	948.10
其他	84.73	86.43	84.39	85.19	85.34	每股收益(元)	0.66	0.71	0.85	0.99	1.15
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	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
股本	830.61	827.67	827.25	827.25	827.25	成长能力					
资本公积	802.42	798.78	798.78	798.78	798.78	营业收入	0.98%	1.04%	12.04%	12.95%	9.39%
留存收益	3,300.60	3,469.20	3,663.70	3,846.38	4,051.30	营业利润	1.30%	15.43%	18.88%	16.72%	13.78%
其他	-829.76	-807.39	-798.78	-798.78	-798.78	归属于母公司净利润	2.16%	7.13%	20.76%	16.50%	15.21%
股东权益合计	4,187.19	4,313.17	4,528.56	4,726.41	4,947.18	获利能力					
负债和股东权益总	5,370.50	5,835.01	5,964.12	6,012.77	6,960.25	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	18.15	16.94	14.03	12.04	10.45
						市净率	2.41	2.31	2.21	2.12	2.03
						EV/EBITDA	5.43	7.87	9.87	7.66	6.81
						EV/EBIT	5.77	8.37	10.33	7.99	7.10

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

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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com