

家纺龙头业绩持续稳增，拓店扩产着眼长远 买入（首次）

2022年03月09日

证券分析师 李婕

执业证号：S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4,911	5,785	6,673	7,618
同比（%）	1.04	17.81	15.34	14.17
归母净利润（百万元）	585	689	807	933
同比（%）	7.13	17.85	17.11	15.54
每股收益（元/股）	0.71	0.82	0.96	1.11
P/E（倍）	18.20	15.65	13.36	11.57

投资要点

- **国内家纺龙头，聚焦主业、多品牌全渠道运营。**罗莱生活成立于1992年，为2005-2020年国内床上用品市占率第一品牌。2009-2015年公司先后创立家纺品牌乐蜗 LOVO（定位大众市场）、罗莱儿童（中高端）、廊湾（高端），2015-2017年陆续收购日本毛巾品牌内野（高端）、美国家具品牌莱克星顿（高端）、国内老牌家纺企业恐龙生活（大众），构成聚焦家纺产品的多品牌矩阵。分渠道看，公司家具产品主要在美国销售（2021H1 美国家具收入占比19.9%），家纺产品主要以国内加盟渠道销售为主（2021H1 线上/直营/加盟/其他渠道收入占比分别为27.2%/6.8%/33.9%/12.3%），截至2021H1 国内终端门店2274家（直营250家+加盟2024家）。
- **受益于家纺具有标品属性适合线上销售、疫情后消费者居家时间延长、美国地产持续景气，2020年、2021年前三季度公司营收利润均保持正增长，受疫情影响较小。**1) 2020年：营收同比+1.04%，其中美国家具收入同比+4.4%、占比18.4%，家纺线上/直营/加盟/其他渠道收入分别同比+26.3%/-10.4%/-11.4%/-5.1%，占比分别为28.9%/6.8%/33.7%/12.2%；归母净利润同比+7.13%。2) 2021年：2021Q1-Q3 营收同比+22.8%/较2019同期+17.8%，归母净利润同比+35.5%/较2019同期+37.1%。分渠道看，2021H1 美国家具收入同增47.1%，家纺线上/直营/加盟/其他渠道收入分别同比+21.8%/+28.0%/+30.8%/+46%，其中直营/加盟店分别250/2024家、较2020年末分别+7/+45家，开业超过12个月直营门店销售额同比增长47.1%。我们预计2021年全年公司门店净增100家以上，营收和净利润均有望达成2021年限制性股票激励计划业绩考核目标（2021/2022/2023年收入或净利润分别较2020年增长10%/21%/33%）。
- **战略规划清晰：聚焦家纺主业、线下拓店、线上双品牌并行。**长期看，随着消费者生活水平提高，家纺产品有望迎来更迭加速、品类升级趋势，行业集中度有望持续提升，公司制定了清晰的战略规划以保持行业龙头地位：1) 确立聚焦家纺的核心战略。2) 结合各地人口规模、居民收入等测算开店空间，未来门店有望以每年净增近10%的速度扩张。3) 线上罗莱与乐蜗 LOVO 双品牌并行，其中线上罗莱有望通过提升产品品质和加价倍率拉高价格带，从而实现与乐蜗 LOVO 差异化定位、进一步强化罗莱品牌形象、拉动罗莱品牌线下消费、促进整体毛利率提升。4) 拟扩产提升自产比例，以更好地满足产能需求、提升反应速度（2021年8月公告购买南通经济技术开发区土地使用权，用途之一为建设智能工厂），公司预计建设顺利情况下2022年底起的5年内有望每年扩产20%。
- **盈利预测与投资评级：**公司为国内家纺龙头，战略规划清晰，受疫情影响较小，近两年业绩表现较好，2021年各品类、全渠道均实现较好增长（Q4受双十一备货影响增速可能有所放缓），弱市下拓店、扩产着眼长远，未来业绩增长确定性较强。近两年分红比例在75%以上，高分红趋势有望延续。我们预计2021-2023年归母净利润分别同比+17.8%/17.1%/15.5%，对应PE分别为15.7/13.4/11.6X，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**疫情反复影响居民消费、门店扩张速度不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.86
一年最低/最高价	10.88/16.44
市净率(倍)	2.93
流通 A 股市值(百万元)	10588.14

基础数据

每股净资产(元)	5.11
资产负债率(%)	32.07
总股本(百万股)	839.00
流通 A 股(百万股)	823.34

罗莱生活三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3,977	4,716	5,387	6,241	营业收入	4,911	5,785	6,673	7,618
现金	1,697	1,904	1,928	2,180	减:营业成本	2,790	3,277	3,774	4,294
应收账款	525	566	635	705	营业税金及附加	40	35	40	46
存货	1,143	1,217	1,329	1,397	营业费用	938	1,099	1,274	1,455
其他流动资产	612	1,030	1,495	1,960	管理费用	320	411	480	549
非流动资产	1,858	2,312	2,728	3,106	研发费用	101	133	153	175
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	-61	-21	-13	-12
固定资产	868	1,340	1,775	2,174	资产减值损失	113	40	15	15
在建工程	114	114	114	114	加:投资净收益	2	6	7	8
无形资产	269	245	219	190	其他收益	26	35	40	46
其他非流动资产	607	614	621	628	资产处置收益	0	-3	0	0
资产总计	5,835	7,029	8,115	9,348	营业利润	695	844	990	1,144
流动负债	1,435	1,637	1,813	2,009	加:营业外净收支	10	5	5	5
短期借款	92	192	192	192	利润总额	705	849	995	1,149
应付账款	565	629	724	824	减:所得税费用	112	157	184	213
其他流动负债	778	816	897	993	少数股东损益	8	3	3	4
非流动负债	86	386	486	586	归属母公司净利润	585	689	807	933
长期借款	0	300	400	500	EBIT	722	830	950	1,099
其他非流动负债	86	86	86	86	EBITDA	806	973	1,131	1,319
负债合计	1,522	2,023	2,299	2,595	重要财务与估值指标				
少数股东权益	25	28	31	35	每股收益(元)	0.71	0.82	0.96	1.11
归属母公司股东权益	4,288	4,978	5,785	6,718	每股净资产(元)	5.18	5.93	6.90	8.01
负债和股东权益	5,835	7,029	8,115	9,348	发行在外股份(百万股)	828	839	839	839
					ROIC(%)	13.8%	12.3%	12.1%	12.0%
					ROE(%)	13.6%	13.8%	14.0%	13.9%
					毛利率(%)	43.2%	43.3%	43.4%	43.6%
					销售净利率(%)	11.9%	11.9%	12.1%	12.2%
					资产负债率(%)	26.1%	28.8%	28.3%	27.8%
					收入增长率(%)	1.0%	17.8%	15.3%	14.2%
					净利润增长率(%)	7.1%	17.8%	17.1%	15.5%
					P/E	18.20	15.65	13.36	11.57
					P/B	2.40	2.17	1.87	1.61
					EV/EBITDA	10.80	9.64	8.36	7.05
现金流量表 (百万元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	851	910	1,035	1,266					
投资活动现金流	-612	-1,089	-1,085	-1,085					
筹资活动现金流	-370	385	74	70					
现金净增加额	-139	207	25	251					
折旧和摊销	85	143	181	219					
资本开支	-361	-588	-585	-585					
营运资本变动	149	23	10	73					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>