

罗莱生活 (002293)

2021 年报&2022 一季报点评：21 年业绩增速提升，22Q1 疫情造成扰动，加速拓店持续推进

买入（维持）

2022 年 04 月 21 日

证券分析师 李婕

执业证书：S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

执业证书：S0600120100009

zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	5,760	6,309	7,127	7,974
同比	17.30%	9.52%	12.98%	11.88%
归属母公司净利润（百万元）	713	774	904	1,032
同比	21.92%	8.53%	16.73%	14.17%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.85	0.92	1.08	1.23
P/E（现价&最新股本摊薄）	15.59	14.36	12.30	10.78

投资要点

■ 公司公布 2021 年报&2022 年一季报：1) 2021 年营收 57.60 亿元/同比+17.30%，归母净利润 7.13 亿元/同比+21.92%、较 2019/2020 年同比增速 2.16%/7.13%有所提升，每 10 股派发现金红利 6 元（含税）、2021 年现金分红达 10 亿元。业绩端略超我们预期，主要因全渠道毛利率改善带动盈利水平提升。分季度看，2021Q1-Q4 营收分别同比增 48.7%/19.2%/9.0%/6.5%、归母净利润分别同比+156.2%/+3.9%/+7.0%/-0.2%，呈现逐季放缓，主要因 2020 年基数前低后高、以及 21 年中疫情影响 Q3、双十一备货不足影响 Q4 业绩。2) 2022 Q1 营收/归母净利润分别同比-2.49%/-12.81%至 12.86/1.59 亿元，主要因 3 月疫情对上海直营及加盟物流造成影响，其中国内家纺收入略有下滑、美国家具高单位数下滑。

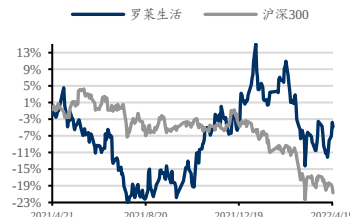
■ 线上巩固品牌差异化定位、线下加速拓店。1) 线上：巩固行业第一地位。2021 年线上收入同比+13.59%、占比 28%。线上罗莱与乐蜗双品牌并行，2021 年提升产品价格带以实现品牌差异化、强化品牌定位、平衡线上线下发展，收入增速较 2020 年的 26.3%有一定放缓，但品牌形象得以巩固，双十一期间罗莱生活排名全网 GMV 第一，天猫、唯品会家纺类目第一，抖音全年家纺类目第一。2) 加盟：拓店战略有序推进。2021 年加盟收入同比+22.78%、占比 35%。截至 2021 年末加盟门店 2220 家/净增 241 家/yoy+12.18%，2020 年公司结合各地人口规模、居民收入等测算开店空间，确立以加盟为主的加速开店战略、3-5 年内门店数有望每年净增近 10%，2021 年外延开店、店效提升对加盟渠道收入增速分别贡献约 12%/9%，我们预计在拓店战略有序推进下加盟渠道增长趋势有望延续。3) 直营：店效提升贡献主要增长。2021 年直营收入同比+10.88%、占比 6%。截至 2021 年末直营门店 261 家/净增 4 家/yoy+1.56%，外延开店、店效提升对直营渠道收入增速分别贡献约 2%/9%。4) 美国家具：受益美国地产景气保持较快增长。2021 年美国家具收入同比+21.64%、占比 19%。2021H1/H2 分别同比增长 47.06%/6.26%，下半年受美国地产景气度减弱及海运问题（运力紧张、运费涨价）影响增速放缓，公司采取提升客单价措施进行应对，但由于家具产品周转较慢、提价效果将延迟至年末~2022 年体现。

■ 2021 年盈利水平及运营效率均改善，2022Q1 受到疫情影响。1) 毛利率：得益于高档产品销售占比、客单价提升，2021 年毛利率同比+1.82pct 至 45%，其中线上/直营/加盟/美国毛利率分别同比+2.02/2.53/1.94/2.19pct 至 48.45%/66.43%/45.31%/37.19%。2022Q1 受疫情影响毛利率同比-0.6pct 至 41.85%，我们预计若 5 月疫情出现缓和，全年毛利率水平有望继续改善。2) 费用率：2021 年期间费用率同比+1.56pct 至 27.99%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.52/0.38/0.10/0.56pct，销售费用增多主要来自广告投入增加、财务费用增多主因利息收入减少。2022Q1 费用率继续同比+1.78pct 至 27.39%。3) 净利率：综合毛利率、费用率变化，2021 年净利率同比+0.4pct 至 12.48%、2022Q1 净利率同比-1.46pct 至 12.41%。4) 存货：2021 年末存货 13.13 亿元/yoy+14.9%。2022Q1 末存货 13.15 亿元/yoy+12.7%，2021/2022Q1 存货周转天数分别同比-13/+21 天至 140/158 天。5) 现金流：2021/2022Q1 经营活动现金流净额分别同比-14.48%/34.54%至 7.28/0.20 亿元，2021 年经营活动现金流净额下滑主因现金分红支出较多、美国团队股权激励产生支出、库存规模增加。截至 2021Q1 账上资金 10.42 亿、资金充沛。

■ 盈利预测与投资评级：公司为国内家纺龙头，2021 年线上双品牌并行、巩固品牌差异化定位，线下加速推进拓店战略，实现收入、盈利水平双双提升。因公司主力市场在华东区域，22Q1 各项财务指标均在不同程度上受到疫情影响，但公司逆市拓店着眼长远且规划清晰，未来业绩增长确定性仍较强。2021 年累计分红比例超过 100%，未来高分红趋势有望延续。综合考虑疫情影响及 22 年净开店 150 家规划，我们将 2022 年归母净利润增速从 17.1%下调至 8.5%，预计 2023-24 年分别同比增长 16.7%/14.2%，2022-24 年 EPS 分别为 0.92/1.08/1.23 元/股，对应 PE 14/12/11 X，维持“买入”评级。

■ 风险提示：疫情恶化、经济疲软、门店扩张不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.26
一年最低/最高价	11.21/16.02
市净率(倍)	2.64
流通 A 股市值(百万元)	10,915.55
总市值(百万元)	11,116.96

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.02
资产负债率(% LF)	32.03
总股本(百万股)	838.38
流通 A 股(百万股)	823.19

相关研究

《罗莱生活(002293)：家纺龙头业绩持续稳增，拓店扩产着眼长远》

2022-03-09

罗莱生活三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,813	4,919	5,926	7,093	营业总收入	5,760	6,309	7,127	7,974
货币资金及交易性金融资产	1,817	2,813	3,657	4,711	营业成本(含金融类)	3,168	3,471	3,917	4,364
经营性应收款项	565	687	757	825	税金及附加	36	40	45	50
存货	1,313	1,291	1,380	1,420	销售费用	1,130	1,262	1,425	1,595
合同资产	0	0	0	0	管理费用	397	454	513	574
其他流动资产	117	128	133	138	研发费用	125	145	164	183
非流动资产	2,453	2,630	2,787	2,923	财务费用	-39	-6	-4	-9
长期股权投资	2	2	2	2	加:其他收益	20	19	21	24
固定资产及使用权资产	1,451	1,642	1,814	1,968	投资净收益	11	6	7	8
在建工程	63	63	63	63	公允价值变动	3	0	0	0
无形资产	251	231	208	183	减值损失	-134	-45	-20	-20
商誉	124	124	124	124	资产处置收益	0	-3	0	0
长期待摊费用	57	57	57	57	营业利润	843	920	1,075	1,228
其他非流动资产	506	513	520	527	营业外净收支	11	5	5	5
资产总计	6,266	7,550	8,714	10,017	利润总额	854	925	1,080	1,233
流动负债	1,703	1,910	2,067	2,234	减:所得税	135	148	173	197
短期借款及一年内到期的非流动负债	283	383	383	383	净利润	719	777	907	1,036
经营性应付款项	650	761	859	957	减:少数股东损益	5	3	4	4
合同负债	130	174	196	218	归属母公司净利润	713	774	904	1,032
其他流动负债	640	592	629	676	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.85	0.92	1.08	1.23
非流动负债	475	775	875	975	EBIT	792	937	1,063	1,207
长期借款	0	300	400	500	EBITDA	970	1,062	1,208	1,374
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	45.00	44.98	45.04	45.27
租赁负债	387	387	387	387	归母净利率(%)	12.38	12.27	12.68	12.94
其他非流动负债	88	88	88	88	收入增长率(%)	17.30	9.52	12.98	11.88
负债合计	2,178	2,685	2,941	3,209	归母净利润增长率(%)	21.92	8.53	16.73	14.17
归属母公司股东权益	4,060	4,834	5,737	6,769					
少数股东权益	28	31	35	39					
所有者权益合计	4,088	4,865	5,772	6,808					
负债和股东权益	6,266	7,550	8,714	10,017					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	728	911	1,066	1,280	每股净资产(元)	4.84	5.77	6.84	8.07
投资活动现金流	-335	-794	-790	-790	最新发行在外股份(百万股)	838	838	838	838
筹资活动现金流	-952	379	68	64	ROIC(%)	14.55	14.72	13.86	13.50
现金净增加额	-565	496	344	554	ROE-摊薄(%)	17.57	16.01	15.75	15.24
折旧和摊销	178	125	146	166	资产负债率(%)	34.76	35.56	33.75	32.03
资本开支	-145	-294	-290	-291	P/E(现价&最新股本摊薄)	15.59	14.36	12.30	10.78
营运资本变动	-257	10	-59	-8	P/B(现价)	2.74	2.30	1.94	1.64

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>

