

## 全品类家纺龙头，向年轻化、国际化进击

2022 年 04 月 21 日

► **高端品牌战略成效初显，2021 年公司实现收入业绩双提升，高分红回馈投资者。**根据公司 2021 年年报，公司营业收入为 57.60 亿元，yoy+17.30%；归母净利润 7.13 亿元，yoy+21.92%，基本每股收益为 0.86 元，yoy+21.67%；毛利率为 45%，同比提升 1.82pcts。公司计划以未来实施分配方案时股权登记日的总股本基数，向全体股东按每 10 股派发现金红利 6.00 元（含税），叠加 21Q3 分红，全年分红超过 10 亿元。

► **线上渠道潜力释放，线下加盟扩张，直营提效。**公司加速线上线下结合，不断拓宽产品渠道。线下大规模拓店，线上积极布局抖音、快手等短视频平台。分渠道观察，2021 年公司线上实现收入 16.12 亿元，yoy+13.59%；线下实现收入 41.48 亿元，yoy+18.80%。在线下渠道中，分门店业态观察，加盟店营业收入达 20.29 亿元，毛利率为 45.31%，2021 年新开/净开门店数量为 408/241 家，年均店效 91.4 万/家，yoy+9.45%；直营门店收入为 3.71 亿元，毛利率为 66.43%，店效为 142.08 万元/家，yoy+9.18%，2021 年新开/净开门店数量为 44/4 家。

► **费用水平保持稳定，核心产品毛利率稳步上升。**2021 年公司毛利率为 45.00%，yoy+1.82pcts，其中主要产品标准套件/被芯/家具毛利率为 48.71%/48.86%/37.18%，yoy+0.36/4.37/2.12pcts。从费用端来看，2021 年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 19.61%/9.06%/2.17%/-0.68%，yoy+0.52/0.48/0.10/0.56pcts，期间广告等宣传费和人工成本投入增加带动费用率上行。

► **品牌、产品、生产、渠道继续发力，看好公司成长。**①**品牌端：**公司确定国际化、年轻化的策略，未来品牌调性有望持续提升；②**产品端：**公司通过线上线下的消费者数据来洞察需求，结合行业零售数据的分析，开展一年两季的新品精准开发，推动品牌向国际化、年轻化进击；③**生产端：**工厂推行精益生产与 TOC 约束理论相结合的运营管理模式，围绕标准化、流线化、自动化、数字化、网络化、智能化的智能制造的实施路径，追求有效产出最大化的同时，达到降本增效，提升品质，缩短交期的组织运营目标。④**渠道端：**公司积极布局线上抖音、快手等新渠道，线下端直营门店持续提效，美国地区需求旺盛推动业绩增长。因此，我们认为未来产品端数字化设计推动品牌调性提升，生产端数字化降本增效，渠道端价值继续挖掘几大因素共振将继续推动公司增长。

► **投资建议：**公司扎根江浙沪，22Q1 受疫情影响下，收入同比下滑 2.5%，归母净利润下滑 12.8%，但长期来看公司有望受益于品牌调性提升、产品设计精准化、数字化生产与渠道价值挖掘四大因素继续保持增长。我们预计公司 2022~2024 年归母净利润分别为 8.48/9.95/11.22 亿元，对应 PE 分别为 13X/11X/10X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**海外地区家具需求疲软；人民币汇率变动幅度过大；疫情反复影响生产及销售。

## 盈利预测与财务指标

| 项目/年度           | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）       | 5760  | 6575  | 7353  | 8017  |
| 增长率（%）          | 17.3  | 14.1  | 11.8  | 9.0   |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 713   | 848   | 995   | 1122  |
| 增长率（%）          | 21.9  | 18.9  | 17.3  | 12.8  |
| 每股收益（元）         | 0.85  | 1.01  | 1.19  | 1.34  |
| PE              | 16    | 13    | 11    | 10    |
| PB              | 2.8   | 2.4   | 2.1   | 1.9   |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 04 月 20 日收盘价）

## 推荐

首次评级

当前价格：

13.26 元

**分析师：刘文正**

执业证号：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

**分析师：辛泽熙**

执业证号：S0100521100001

电话：15000036033

邮箱：xinzexi@mszq.com

**研究助理：邓奕辰**

执业证号：S0100121120048

电话：13585520099

邮箱：dengyichen@mszq.com

# 目录

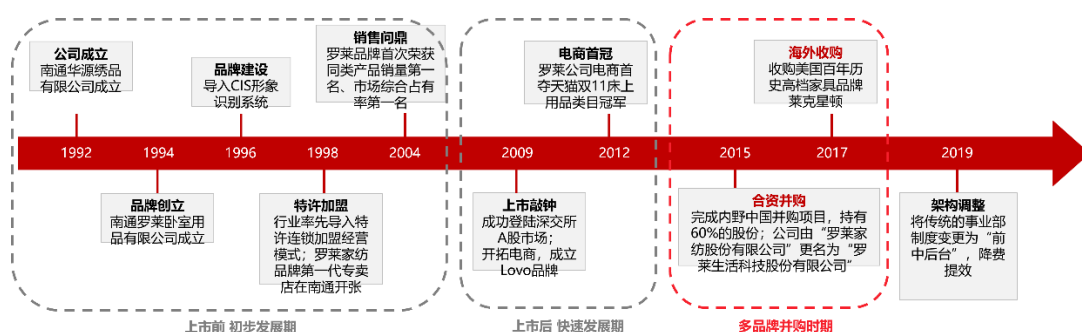
|                                 |           |
|---------------------------------|-----------|
| <b>1 全品类家纺龙头 品牌调性向年轻化、国际化进击</b> | <b>3</b>  |
| 1.1 公司概况：家纺行业龙头，高端化进程稳步推进       | 3         |
| 1.2 经营概况：营收利润稳定增长，短期疫情无碍长期价值    | 5         |
| <b>2 利预测与投资建议</b>               | <b>10</b> |
| 2.1 盈利预测假设与业务拆分                 | 10        |
| 2.2 估值分析与投资建议                   | 11        |
| <b>3 风险提示</b>                   | <b>12</b> |
| <b>插图目录</b>                     | <b>14</b> |
| <b>表格目录</b>                     | <b>14</b> |

# 1 全品类家纺龙头 品牌调性向年轻化、国际化进击

## 1.1 公司概况：家纺行业龙头，高端化进程稳步推进

**公司为家纺行业龙头企业。**公司成立于 1992 年，聚焦以床上用品为主的家用纺织品类业务，集研发、设计、生产、销售于一体。目前是国内家纺行业领军企业，其中罗莱品牌连续 16 年床上用品综合占有率第一。公司先后并购日本毛巾企业内野、美国家具公司莱克星顿，逐渐成为全品类家纺公司。

图 1：公司发展历史



资料来源：公司公告，民生证券研究院

**薛伟成为公司董事长兼实控人，目前合计持股 17.72%。**公司第一大股东为伟佳国际，持股 16.4%，第二大股东为南通罗莱，持股 11.25%。CA Fabric Investments 为公司战略投资者，目前持有公司 9.9% 股权。董事长薛伟成持有南通罗莱 55% 股权和伟发投资 55% 股权，合计持有公司 17.72% 股份。目前公司前十大合伙人合计持有公司 62.51% 股权，股权较为集中。

表 1：公司前十大股东

| 股东名称                  | 持股数 (万股) | 持股比例   |
|-----------------------|----------|--------|
| 伟佳国际企业有限公司            | 13750    | 16.4%  |
| 南通罗莱生活科技发展集团有限公司      | 9429     | 11.25% |
| CA Fabric Investments | 8299     | 9.9%   |
| 薛骏腾                   | 4995     | 5.96%  |
| 薛晋琛                   | 3852     | 4.59%  |
| 王辰                    | 3852     | 4.59%  |
| 上海伟发投资控股有限公司          | 3391     | 4.04%  |
| 香港中央结算有限公司            | 1874     | 2.24%  |
| 北京本杰明投资顾问有限公司         | 1511     | 1.80%  |
| 上海明河投资管理有限公司          | 1460     | 1.74%  |
| 合计                    | 52414    | 62.51% |

资料来源：Wind，民生证券研究院

**公司品牌矩阵丰富，覆盖不同消费人群。**公司采取自主品牌经营模式与品牌代理销售模式，以自有品牌经营为主。公司目前形成覆盖高端市场的廊湾、莱克星顿、内野，主打中高端市场的罗莱、罗莱儿童和大众消费市场的 LOVO 乐蜗和恐龙的

多品牌矩阵，满足不同类型的消费需求，同时继续探索全品类家居生活馆模式。

表 2：公司品牌矩阵

| 品牌名称               | 商标                                                                                                                                                                         | 品牌模式     | 品牌定位                  | 价格带（元）      | 品牌特点                                  |
|--------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------|-----------------------|-------------|---------------------------------------|
| 罗莱                 |                                                                                           | 自有       | 25-45 岁<br>新中产家庭      | 800-3000    | 超柔床品，连续 16 年市场综合占有率第一位                |
| 罗莱儿童               |                                                                                           | 自有       | 25-45 岁<br>新中产家庭      | 800-3000    | 超柔床品，连续 16 年市场综合占有率第一位                |
| 乐蜗家纺<br>LOVO       |                                                                                           | 自有       | 18-35 岁<br>年轻客群       | 200-800     | 中国互联网床上用品第一品牌                         |
| 廊湾家具<br>LAVIE HOME |                                                                                           | 自有       | 25-45 岁<br>富裕家庭       | 3000-10000  | 全球家居精品                                |
| 恐龙                 | petit DINOSAUR                                                                                                                                                             | 自有       | 20-40 岁<br>精致乐活一族     | 500-2000    | 北欧风潮流家居                               |
| LEXINGTON          |                                                                                           | 自有（收购）   | 面向富裕家庭                | 几千-数十万不等    | 在美国家居行业历史悠久，享有非常高知名度的家具品牌，涵盖定制软包和户外设计 |
| 内野                 |                                                                                           | 自有（收购）   | 35-50 岁讲究生活品质的中产女性与家庭 | 200-2000    | 日本高端毛巾、家居服品牌                          |
| 华为                 | <br> | 合作（渠道）   | 罗莱会员及新客               | 500-2000    | 智能化家居品                                |
| 慕思                 |                                                                                         | 合作（战略联名） | 乔迁新客及罗莱会员             | 10000-20000 | 品牌联名                                  |
| SHERIDAN           |                                                                                         | 代理       | 上层中产/富裕家庭             | 5000-15000  | 澳大利亚经典品牌，坚持手绘图样，原创色彩                  |
| ZUCCHI             |                                                                                         | 代理       | 上层中产/富裕家庭             | 8000-25000  | 意大利百年刻板传奇家纺                           |
| BASSETTI           |                                                                                         | 代理       | 上层中产/富裕家庭             | 5000-25000  | 意大利床品色彩 大师                            |
| SCHLOS SBERG       |                                                                                         | 代理       | 上层中产/富裕家庭             | 10000-30000 | 瑞士百年品牌，品质与艺术的结合                       |
| CHRISTY            |                                                                                         | 代理       | 中产/富裕家庭               | 50-350      | 英女王褒奖的百年专业毛巾品牌，皇室使用                   |
| GRACCI OZA         |                                                                                         | 代理       | 上层中产/富裕家庭             | 300-3888    | 葡萄牙全进口，国际浴室地垫领导者                      |
| Millefior          |                                                                                         | 代理       | 中产/富裕家庭               | 158-1088    | 欧洲最大居室香氛生产商，欧洲高档居室香氛行业领导者             |

资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

**持续提升品牌调性，公司确定产品国际化、年轻化、功能化的研发方向。**2021 年公司更新品牌全新风格审美 DNA，整合品类，持续对家居生活时尚化、年轻化的深入探索。坚守并创新中国的传统国粹，携手故宫文化，打造故宫联名高级定制款系列产品，传承国粹手工工艺，尽显大国传统艺术之美。持续与国际知名奢侈品牌设计。师联手合作，打造璀璨奢华系列。同时不断溯源优秀原材料产地，打造了冰岛、加拿大、波兰、匈牙利等进口精选鹅绒、天山雪鹅、川山蜀丝、蜀地牛皮席等多个原产地系列专属爆品。

图 2：公司与故宫联名产品



资料来源：公司公告，民生证券研究院

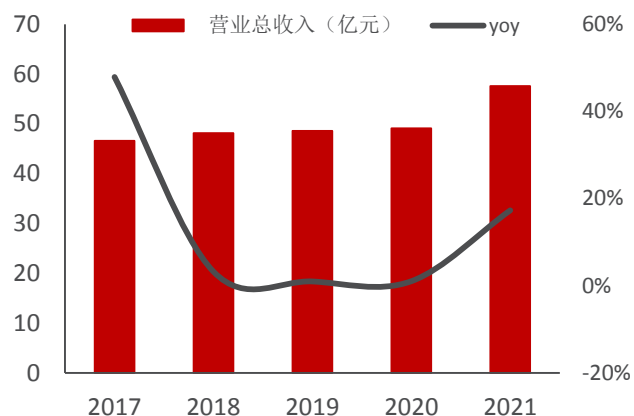
**公司推动生产数字化，助力降本增效。**生产模式方面，工厂推行精益生产与 TOC 约束理论相结合的运营管理模式，围绕标准化、流线化、自动化、数字化、网络化、智能化的智能制造的实施路径，进行持续改善，追求有效产出最大化的同时，达到降本增效，提升品质，缩短交期的组织运营目标。围绕快速响应和柔性交付，通过全面协调各职能部门，提升计划完成率，缩短采购和生产周期，均衡淡旺季产能，保障供应并及时满足客户需求。

## 1.2 经营概况：营收利润稳定增长，短期疫情无碍长期价值

2021 年公司收入为 57.60 亿元，同比增 17.30%；归母净利率为 7.13 亿元，同比增 21.92%。从费用端来看，2021 年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 19.61%/9.06%/2.17%/-0.68%，同比增 0.52/0.48/0.10/0.56pcts，其中全年广告支出同比增 27.73%带动销售费用率上行。

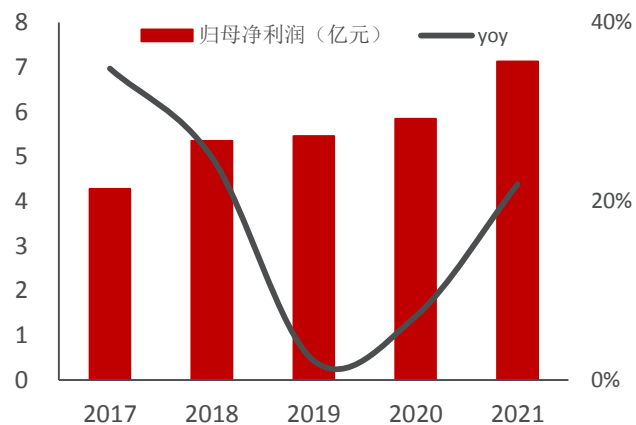
**从盈利端看，公司盈利质量提升。**毛利率和净利率为 45.00%/12.48%，同比增 1.82/0.40pcts。

图 3：2017-2021 年收入及增速



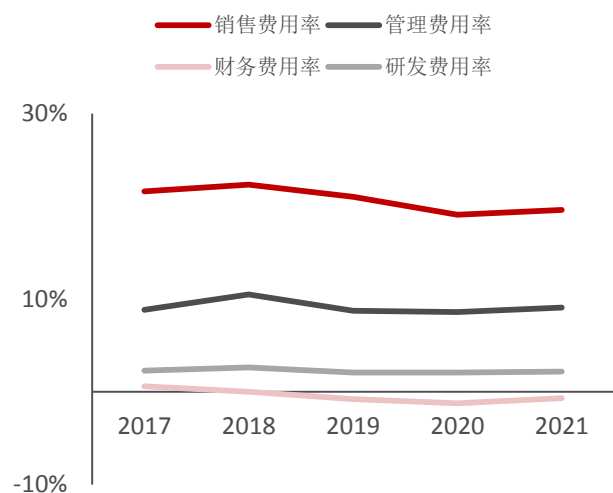
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 4：2017-2021 年利润及增速



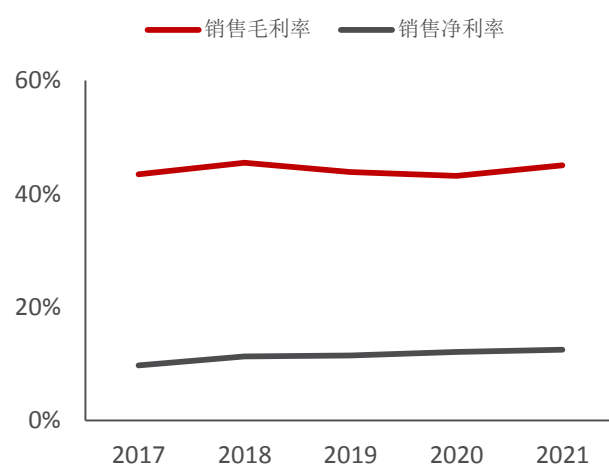
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 5：2017-2021 年公司费用率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

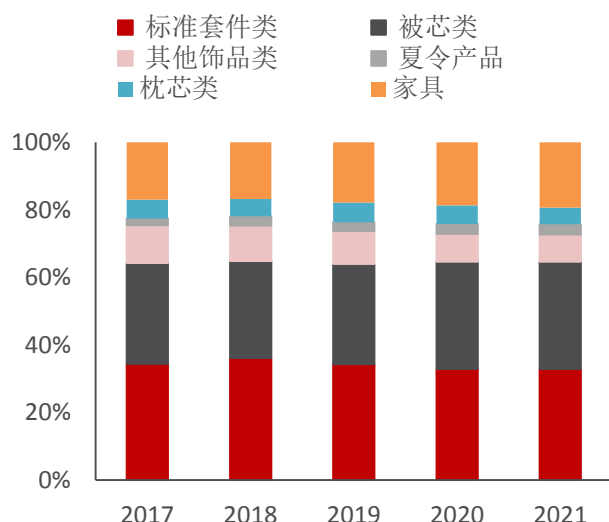
图 6：2017-2021 年公司盈利能力表现



资料来源：公司公告，民生证券研究院

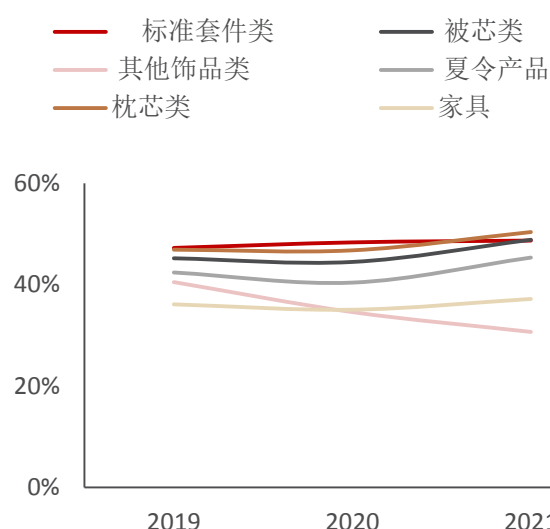
分产品看，标准套件、被芯和家具为公司主要品类。2021 年标准套件、被芯和家具收入为 18.98/18.27/11.13 亿元，收入占比分别为 32.95%/31.71%/19.33%，同比增 0.05/0.03/0.61pcts。从毛利率来看，标准套件/枕芯/被芯毛利率分别为 48.71%/50.39%/48.86%，同比增 0.36/3.61/4.37pcts。

图 7：2017-2021 年公司各品类收入占比



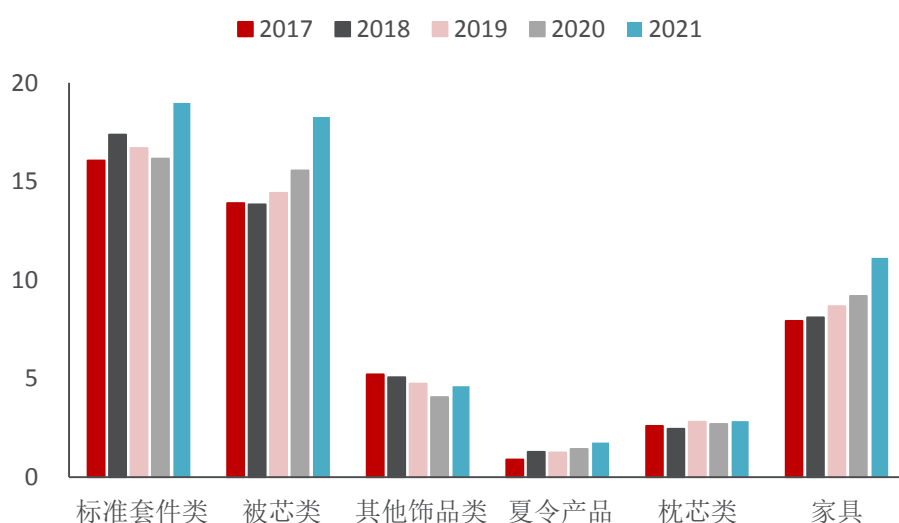
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 8：2019-2021 年公司各品类毛利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 9：2017-2021 年公司各品类收入情况（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

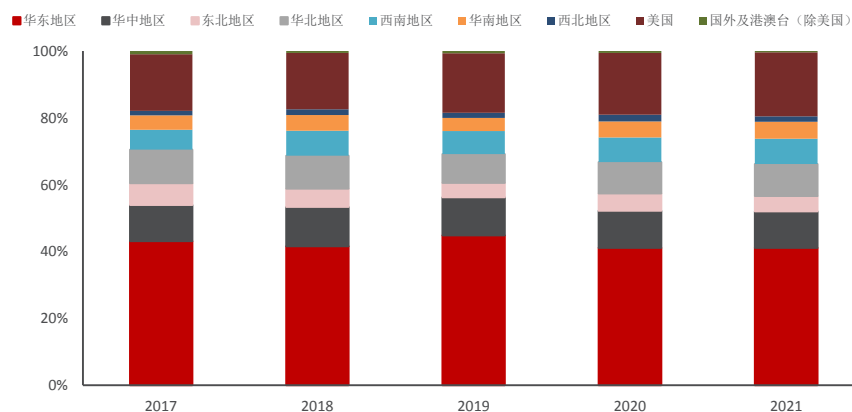
分渠道看，公司主要在国内销售家纺类产品，国外地区主要通过 2017 年收购的莱克星顿在美国销售家具。华东/美国/华中地区为主要收入来源，2021 年收入分别为 23.64/11.02 /6.29 亿元，占比为 41.05%/19.14%/10.92%。从毛利率看，2021 年华东/美国/华中地区毛利率分别为 45.38%/37.19%/48.30%，同比增 1.06/2.19/2.39pcts。

**线上线下实现双增长。**公司国内渠道主要为百货、品牌旗舰店、社区专卖店、购物中心、平台电商、直营电商、B2B、礼品团购等线上、线下各销售渠道。2021 年公司线上收入 16.12 亿元，同比增长 13.59%；线下收入 41.48 亿元，同比增长 18.80%。

**线下端，加盟拓店，直营提效，渠道潜力持续释放。**2021 年加盟收入达 20.29 亿元，毛利率为 45.31%，店效为 91.40 万元/家，全年新增/净增门店 408/241 家；直营门店收入为 3.71 亿元，毛利率为 66.43%，店效为 142.08 万元/家，同比提升 9.18%。

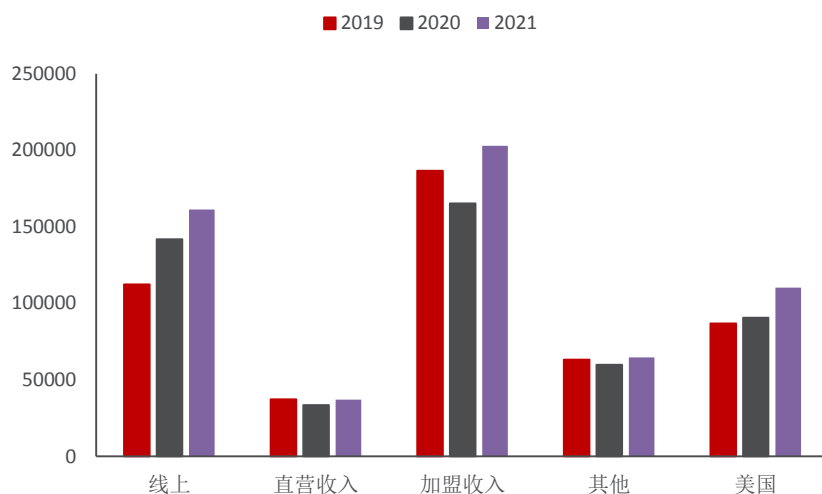
**高分红回馈投资者。**公司计划以未来实施分配方案时股权登记日的总股本基数，向全体股东按每 10 股派发现金红利 6.00 元（含税），叠加 21Q3 分红，全年分红超过 10 亿元。

图 10：2017-2021 年公司各地区收入占比



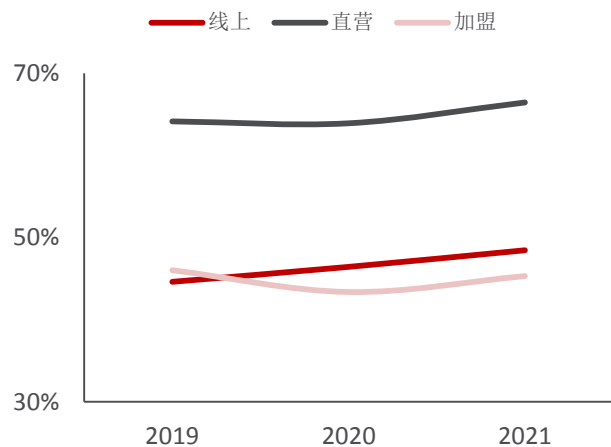
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 11：2019-2021 年公司线上线下收入情况（单位：万元）



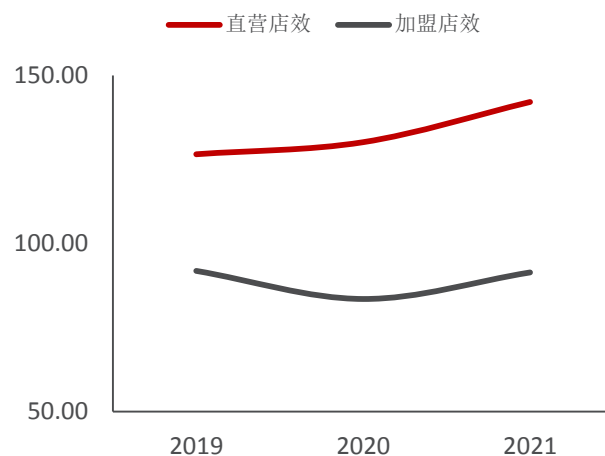
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 12：2019-2021 年公司渠道毛利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 13：近年加盟和直营店效情况（单位：万元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 2 利预测与投资建议

### 2.1 盈利预测假设与业务拆分

公司是国内家纺龙头，在产品设计方面通过线上线下的消费者数据来洞察需求，结合行业零售数据的分析，开展一年两季的新品精准开发，品牌向国际化、年轻化进击；

生产模式方面，工厂推行精益生产与 TOC 约束理论相结合的运营管理模式，围绕标准化、流线化、自动化、数字化、网络化、智能化的智能制造的实施路径，进行持续改善，追求有效产出最大化的同时，达到降本增效，提升品质，缩短交期的组织运营目标。

在渠道方面，公司积极布局线上抖音、快手等新渠道，线下端直营门店持续提效，美国地区需求旺盛推动业绩增长。

因此，我们认为未来产品端数字化设计推动品牌调性提升，生产端数字化降本增效，渠道端价值继续挖掘三大逻辑将继续推动公司增长。

对此，我们做出如下假设：

**1) 收入端：**线上端，2022-2024 年收入增速为 15%/13%/10%；线下端，收入增速为 14%/11%/9%，其中直营增速为 8.62%/6.94%/6.91%，加盟收入增速 13.27%/11.70%/9.20%，其他（团购等）收入增速为 8%/6%/5%，美国地区收入增速分别为 20%/15%/10%。综上，2022-24 年整体收入增速分别为 14%/12%/9%。

**2) 盈利端：**公司 2022-2024 年毛利率为 45.63%/46.10%/46.59%；归母净利率为 12.89%/13.51%/13.96%。

**3) 费用端：**出于高端品牌战略，公司将会加大费用投入。我们认为 2022-2024 年公司销售费用率为 19.5%/19.7%/19.8%，管理费用率为 6.95%/6.98%/7%，研发费用率为 2.1%/2.14%/2.16%。

**表 3：罗莱生活收入预测（单位：万元）**

|       | 2021A      | 2022E      | 2023E      | 2024E      |
|-------|------------|------------|------------|------------|
| 总收入   | 576,000.67 | 657,496.65 | 735,303.02 | 801,745.50 |
| YOY   | 17.30%     | 14.15%     | 11.83%     | 9.04%      |
| 毛利率   | 44.99%     | 45.63%     | 46.10%     | 46.59%     |
| 归母净利率 | 12.38%     | 12.89%     | 13.51%     | 13.96%     |
| 线上收入  | 161158.49  | 185332.26  | 209425.46  | 230368     |
| YOY   | 13.59%     | 15%        | 13%        | 10%        |
| 线下收入  | 414842.18  | 472164.39  | 525877.56  | 571377.5   |
| YOY   | 18.80%     | 13.82%     | 11.38%     | 8.65%      |
| 直营    | 37083.64   | 40280.51   | 43077.76   | 46054.04   |

|     |           |           |           |           |
|-----|-----------|-----------|-----------|-----------|
| YOY | 10.88%    | 8.62%     | 6.94%     | 6.91%     |
| 加盟  | 202905.01 | 229821.91 | 256715.97 | 280333.84 |
| YOY | 22.78%    | 13.27%    | 11.70%    | 9.20%     |
| 其他  | 64685.54  | 69860.38  | 74052.01  | 77754.61  |
| YOY | 7.97%     | 8%        | 6%        | 5%        |
| 美国  | 110167.99 | 132201.59 | 152031.83 | 167235.01 |
| YOY | 21.64%    | 20%       | 15%       | 10%       |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

## 2.2 估值分析与投资建议

公司有望受益于品牌调性提升、产品设计精准化、数字化生产与渠道价值挖掘四大因素继续保持增长。我们预测 2022-2024 年公司营收为 65.75/73.53/80.17 亿元，同比+14.2%/+11.8%/+9.0%；归母净利润为 8.48/9.95/11.22 亿元，同比+18.9%/+11.3%/+12.8%，当前市值对应 PE 为 13X/11X/10X，我们选取同行业部分家纺行业上市公司进行对比，可以看出当前公司估值水平位于合理区间，考虑到公司当前国际化及高端化趋势稳健，未来业绩有望加速发展。首次覆盖，给予“推荐”评级。

表 4：可比公司 PE 数据对比

| 股票代码      | 公司简称 | 收盘价<br>(元) | EPS (元) |       |       | PE (倍) |       |       |
|-----------|------|------------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|
|           |      |            | 2021A   | 2022E | 2023E | 2021A  | 2022E | 2023E |
| 603365.SH | 水星家纺 | 15.31      | 1.37    | 1.61  | 1.83  | 11     | 10    | 8     |
| 002327.SZ | 富安娜  | 7.99       | 0.72    | 0.87  | 1.00  | 11     | 9     | 8     |
| 002397.SZ | 梦洁股份 | 3.49       | 0.07    | 0.09  | 0.10  | 50     | 39    | 37    |
| 平均值       |      |            |         |       |       | 24     | 19    | 18    |
| 002293.SZ | 罗莱生活 | 13.41      | 0.85    | 1.01  | 1.19  | 16     | 13    | 11    |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测(可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 04 月 20 日)

### 3 风险提示

**1) 海外地区家具需求疲软。**公司部分产品的核心市场是以美国为主的海外地区，如果海外地区需求疲软，会对公司业绩产生一定影响。

**2) 人民币汇率变动幅度过大。**公司部分收入来自于海外，若人民币汇率变动幅度较大，容易对公司利润造成影响。

**3) 疫情反复影响生产及销售。**局部地区疫情反复，会影响生产端开工进度及终端需求。

**公司财务报表数据预测汇总**

| 利润表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入     | 5760  | 6575  | 7353  | 8017  |
| 营业成本      | 3168  | 3575  | 3963  | 4282  |
| 营业税金及附加   | 36    | 43    | 48    | 52    |
| 销售费用      | 1130  | 1282  | 1449  | 1587  |
| 管理费用      | 397   | 457   | 513   | 561   |
| 研发费用      | 125   | 138   | 157   | 173   |
| EBIT      | 904   | 1080  | 1223  | 1362  |
| 财务费用      | -39   | -15   | -26   | -35   |
| 资产减值损失    | -124  | -120  | -110  | -110  |
| 投资收益      | 11    | 13    | 18    | 20    |
| 营业利润      | 843   | 1004  | 1176  | 1328  |
| 营业外收支     | 11    | 13    | 18    | 18    |
| 利润总额      | 854   | 1017  | 1194  | 1346  |
| 所得税       | 135   | 163   | 191   | 215   |
| 净利润       | 719   | 855   | 1003  | 1131  |
| 归属于母公司净利润 | 713   | 848   | 995   | 1122  |
| EBITDA    | 1082  | 1222  | 1356  | 1490  |

| 资产负债表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金        | 1133  | 1370  | 1759  | 2460  |
| 应收账款及票据     | 476   | 535   | 559   | 588   |
| 预付款项        | 89    | 100   | 111   | 120   |
| 存货          | 1313  | 1300  | 1432  | 1474  |
| 其他流动资产      | 802   | 1008  | 1186  | 1261  |
| 流动资产合计      | 3813  | 4313  | 5047  | 5902  |
| 长期股权投资      | 2     | 2     | 2     | 2     |
| 固定资产        | 982   | 1028  | 1017  | 983   |
| 无形资产        | 251   | 234   | 217   | 200   |
| 非流动资产合计     | 2453  | 2358  | 2275  | 2180  |
| 资产合计        | 6266  | 6671  | 7322  | 8082  |
| 短期借款        | 203   | 123   | 133   | 118   |
| 应付账款及票据     | 650   | 686   | 733   | 739   |
| 其他流动负债      | 851   | 925   | 996   | 1061  |
| 流动负债合计      | 1703  | 1734  | 1862  | 1918  |
| 长期借款        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他长期负债      | 475   | 295   | 115   | 88    |
| 非流动负债合计     | 475   | 295   | 115   | 88    |
| 负债合计        | 2178  | 2028  | 1977  | 2006  |
| 股本          | 838   | 838   | 838   | 838   |
| 少数股东权益      | 28    | 35    | 43    | 52    |
| 股东权益合计      | 4088  | 4643  | 5345  | 6076  |
| 负债和股东权益合计   | 6266  | 6671  | 7322  | 8082  |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标          | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力 (%)</b> |        |        |        |        |
| 营业收入增长率         | 17.30  | 14.15  | 11.83  | 9.04   |
| EBIT 增长率        | 25.42  | 19.43  | 13.19  | 11.36  |
| 净利润增长率          | 21.92  | 18.86  | 17.34  | 12.77  |
| <b>盈利能力 (%)</b> |        |        |        |        |
| 毛利率             | 45.00  | 45.63  | 46.10  | 46.59  |
| 净利润率            | 12.48  | 13.00  | 13.64  | 14.10  |
| 总资产收益率 ROA      | 11.38  | 12.71  | 13.58  | 13.88  |
| 净资产收益率 ROE      | 17.57  | 18.40  | 18.76  | 18.62  |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |
| 流动比率            | 2.24   | 2.49   | 2.71   | 3.08   |
| 速动比率            | 1.42   | 1.68   | 1.88   | 2.25   |
| 现金比率            | 0.66   | 0.79   | 0.94   | 1.28   |
| 资产负债率 (%)       | 34.76  | 30.41  | 27.00  | 24.82  |
| <b>经营效率</b>     |        |        |        |        |
| 应收账款周转天数        | 30.12  | 30.00  | 28.00  | 27.00  |
| 存货周转天数          | 151.31 | 145.00 | 142.00 | 135.00 |
| 总资产周转率          | 0.92   | 0.99   | 1.00   | 0.99   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益            | 0.85   | 1.01   | 1.19   | 1.34   |
| 每股净资产           | 4.88   | 5.54   | 6.38   | 7.25   |
| 每股经营现金流         | 0.87   | 1.23   | 1.23   | 1.49   |
| 每股股利            | 0.60   | 0.36   | 0.36   | 0.48   |
| <b>估值分析</b>     |        |        |        |        |
| PE              | 16     | 13     | 11     | 10     |
| PB              | 2.8    | 2.4    | 2.1    | 1.9    |
| EV/EBITDA       | 9.96   | 8.42   | 7.17   | 6.03   |
| 股息收益率 (%)       | 4.47   | 2.67   | 2.67   | 3.56   |

| 现金流量表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润         | 719   | 855   | 1003  | 1131  |
| 折旧和摊销       | 178   | 142   | 134   | 148   |
| 营运资金变动      | -237  | -80   | -193  | -100  |
| 经营活动现金流     | 728   | 1029  | 1033  | 1247  |
| 资本开支        | -145  | -33   | -33   | -15   |
| 投资          | -283  | -200  | -150  | -100  |
| 投资活动现金流     | -335  | -220  | -165  | -95   |
| 股权募资        | 68    | 0     | 0     | 0     |
| 债务募资        | 111   | -260  | -170  | -42   |
| 筹资活动现金流     | -952  | -572  | -479  | -451  |
| 现金净流量       | -565  | 237   | 389   | 701   |

## 插图目录

|                                         |   |
|-----------------------------------------|---|
| 图 1：公司发展历史 .....                        | 3 |
| 图 2：公司与故宫联名产品 .....                     | 5 |
| 图 3：2017-2021 年收入及增速 .....              | 6 |
| 图 4：2017-2021 年利润及增速 .....              | 6 |
| 图 5：2017-2021 年公司费用率 .....              | 6 |
| 图 6：2017-2021 年公司盈利能力表现 .....           | 6 |
| 图 7：2017-2021 年公司各品类收入占比 .....          | 7 |
| 图 8：2019-2021 年公司各品类毛利率 .....           | 7 |
| 图 9：2017-2021 年公司各品类收入情况（单位：亿元） .....   | 7 |
| 图 10：2017-2021 年公司各地区收入占比 .....         | 8 |
| 图 11：2019-2021 年公司线上线下收入情况（单位：万元） ..... | 9 |
| 图 12：2019-2021 年公司渠道毛利率 .....           | 9 |
| 图 13：近年加盟和直营店效情况（单位：万元） .....           | 9 |

## 表格目录

|                           |    |
|---------------------------|----|
| 盈利预测与财务指标 .....           | 1  |
| 表 1：公司前十大股东 .....         | 3  |
| 表 2：公司品牌矩阵 .....          | 4  |
| 表 3：罗莱生活收入预测（单位：万元） ..... | 10 |
| 表 4：可比公司 PE 数据对比 .....    | 11 |
| 公司财务报表数据预测汇总 .....        | 13 |

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

| 投资建议评级标准                                                                                                              | 评级   | 说明                |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|-------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上    |
|                                                                                                                       | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5%~15%之间 |
|                                                                                                                       | 中性   | 相对基准指数涨幅-5%~5%之间  |
|                                                                                                                       | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上     |
|                                                                                                                       | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上     |
|                                                                                                                       | 中性   | 相对基准指数涨幅-5%~5%之间  |
|                                                                                                                       | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上     |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001