

业绩稳健增长，渠道稳步扩张

投资要点

- 业绩摘要:** 公司发布 2021 年年报和 2022 年一季报。2021 年公司实现营收 57.6 亿元，同比增长 17.3%;实现扣非后归母净利润 6.8 亿，增长 22.1%;其中 Q4 营收、净利润分别增长 6.5%/-0.2%。2022 年 Q1 实现营收 12.9 亿，同比下滑 2.5%，实现扣非后归母净利润 1.6 亿元，同比下降 12.8%。由于公司华东区域营收占比较高，在疫情冲击下业绩暂时回落。
- 盈利能力稳定，营运能力持续提升。** 2021 年毛利率为 45%，同比提升 1.8pp。费用率方面，公司 21 年总费率达 28%，同比提升 1.6pp，主要受渠道扩张和银行存款利息减少所致，具体来看，2021 年销售费用率/财务费用率/管理费用率/研发费用率分别为 19.6% (+0.5pp) /-0.7% (+0.6pp) /6.9% (+0.4pp) /2.2% (+0.1pp)，费控较为稳健。21 年公司净利率为 12.4%，同比提升 0.5pp，盈利能力保持稳定。库存周转天数 139.6 天，相较 20 年下降 13.3 天，应收款降 6.6 天达到 31.3 天，营运能力持续提升。
- 主营业务均高增，全渠道齐发力。** 2021 年公司标准套件/被芯类/枕芯类/夏令产品/其他饰品/家具分别贡献营收 19 亿元 (+17.5%) /18.3 亿元 (+17.4%) /2.8 亿元 (+5.1%) /1.8 亿元 (+22.9%) /4.1 亿元 (+0.9%) /11.1 亿元 (+21.1%)，营收占比分别为 33%/31.7%/4.9%/3.1%/7.1%/19.3%，主营业务业绩均实现较快增长。分地区来看，21 年内销/外销(主要为美国)分别达 45.8 亿元 (+15.3%) /11.3 亿元 (+20.4%，莱克星顿营收 11 亿元);内销中线上/直营/加盟分别贡献营收 16.1 亿元 (+13.6%) /3.7 亿元 (+11%) /20.3 亿元 (+23%)，线上收入增长主要受益于公司入驻抖音快手等平台，创新营销方式，加盟营收快速增长主要由于公司加盟店快速扩张。
- 加盟门店快速扩张，产能建设有序推进。** 截止 2021 年底，公司共拥有 2481 家门店，直营/加盟店分别 261 家/2220 家，21 年分别净开 4 家/241 家，加盟门店快速扩张。公司生产方面，2021 年公司总产能达 1416 万件，同比增长 17%，产能利用率达 108.5%，加大现有厂区智能化改造，自动化生产水平稳步提升。
- 盈利预测与投资建议。** 预计 2022-2024 年 EPS 分别为 0.99 元、1.12 元、1.25 元，对应 PE 分别为 14 倍、12 倍、11 倍。考虑到公司作为家纺龙头，在多品类、多渠道优势下有望保持稳健增长，参考可比公司估值，给予公司 22 年 18 倍估值，目标价 17.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 终端销售不及预期的风险，门店拓展不及预期的风险，海外业务增长不及预期风险，汇率波动的风险。

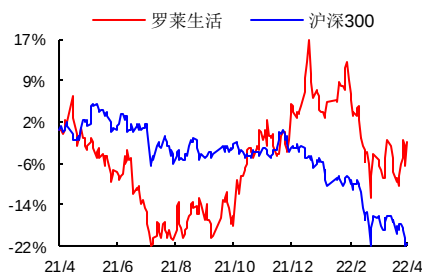
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5760.01	6480.31	7358.84	8133.17
增长率	17.30%	12.51%	13.56%	10.52%
归属母公司净利润(百万元)	713.21	828.13	943.11	1049.91
增长率	21.92%	16.11%	13.89%	11.32%
每股收益 EPS(元)	0.85	0.99	1.12	1.25
净资产收益率 ROE	17.58%	18.34%	18.43%	18.09%
PE	16	14	12	11
PB	2.74	2.47	2.18	1.92

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
执业证号: S1250517080002
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

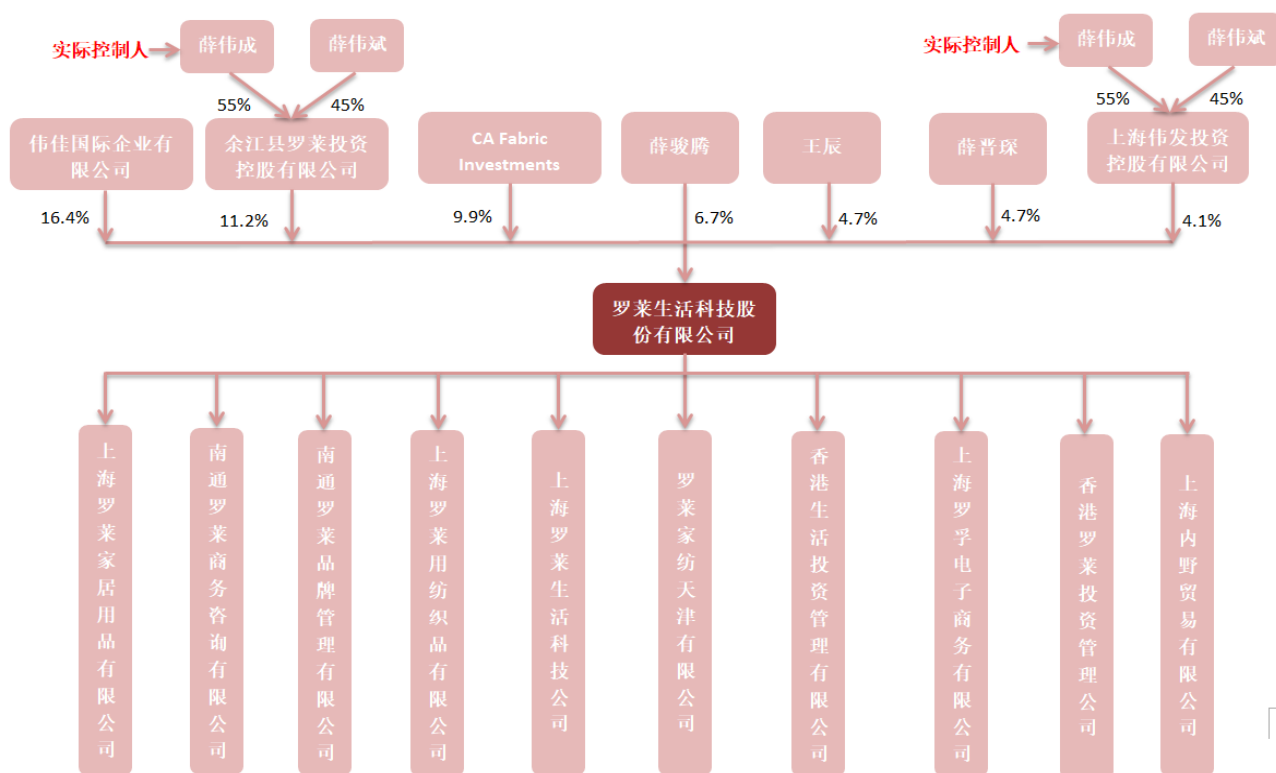
总股本(亿股)	8.38
流通 A 股(亿股)	8.23
52 周内股价区间(元)	11.21-16.02
总市值(亿元)	112.18
总资产(亿元)	62.31
每股净资产(元)	5.02

相关研究

1 深耕家纺领域，龙头持续进阶

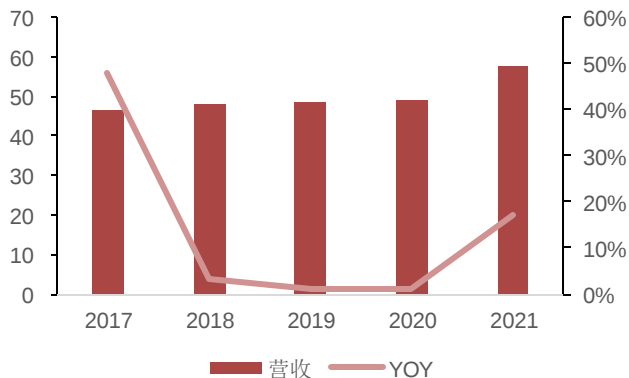
罗莱生活科技有限公司成立于1992年。其主要从事家用纺织品的生产与销售，主导产品为[罗莱]品牌系列床上用品。公司集研发、设计、生产、销售于一体，致力打造共创共赢的家居产业生态，是中国家纺行业领跑者。截至目前，公司拥有罗莱家纺、乐蜗、廊湾、罗莱儿童、恐龙生活、莱克星顿等自有品牌，与华为、慕思等知名品牌达成深度合作，及代理SHERIDAN、ZUCCHI、ESPRIT等全球知名家居品牌，终端销售网络近3000家，销售网络遍及全国近32个省市。

图 1：罗莱生活股权结构图

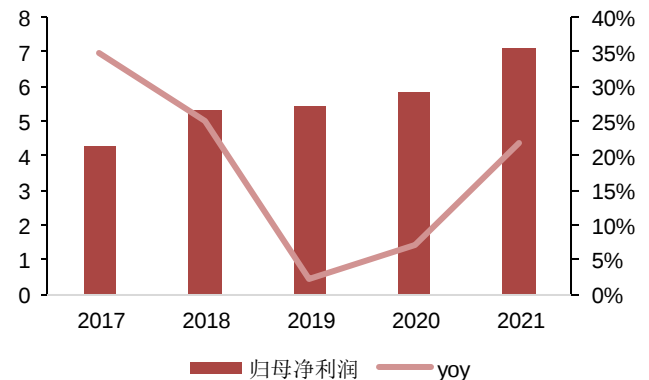


数据来源：Wind，西南证券整理

疫情缓和后业绩快速反弹。收入端来看，2017-2021 年公司营业收入从 46.6 亿元增长到 2021 年的 57.6 亿元，年均复合增长率达到 5.4%。2021 年营收较上年同期增长 17.3%。公司归母净利润 2017-2021 年复合年均增速为 13.6%。2021 年较上年同期增长 21.9%达到 7.1 亿元，受益于疫情缓和背景下消费需求逐步修复带来的市场景气度回升，公司营收和净利润增速均快速恢复。

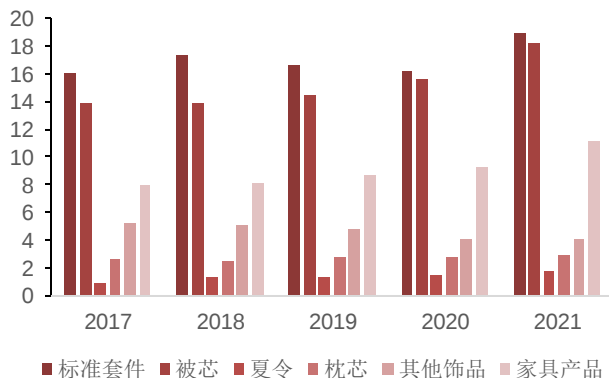
图 2：2017-2021 年公司营业收入及增速


数据来源：公司财报，西南证券整理

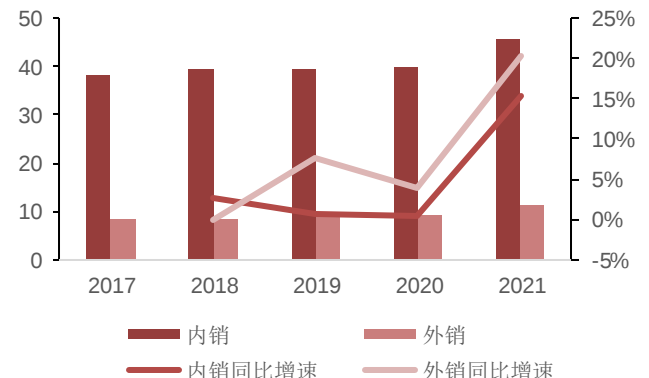
图 3：2017-2021 年公司归母净利润及增速


数据来源：公司财报，西南证券整理

标准套件类产品占比最高，家居类产品表现较好。分产品看，2021 年标准套件/被芯类/枕芯类/夏令产品/其他/家具分别贡献营收 19 亿元 (+17.5%) /18.3 亿元 (+17.4%) /2.8 亿元 (+5.1%) /1.8 亿元 (+22.9%) /4.6 亿元 (+13.7%) /11.1 亿元 (+21.1%)，营收占比分别为 33%/31.7%/4.9%/3.1%/8%/19.3%，标准套件、被芯类及家具为罗莱主力产品，共占比达 81%。分地区来看，2021 年内销/外销分别贡献营收 45.8 亿元/11.3 亿元，中国大陆仍是公司最主要市场，其中又以华东地区为主，华东营收占比达 41.1%。2017-2021 年内外销营收 GAGR 分别为 4.6%/7.7%，外销增速较快主要受益于公司 2017 年收购美国具有百年历史的高端家具品牌莱克星顿，营收稳步提升。

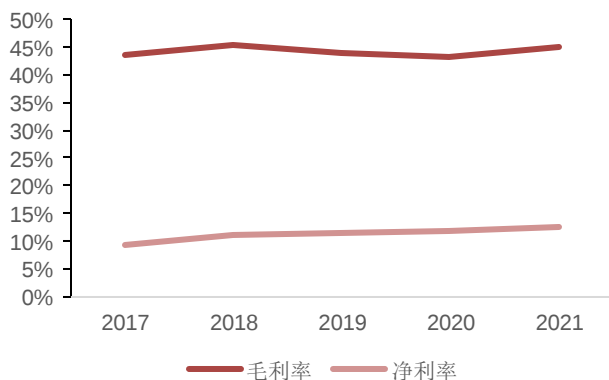
图 4：2017-2021 年分产品营业收入 (亿元)


数据来源：公司财报，西南证券整理

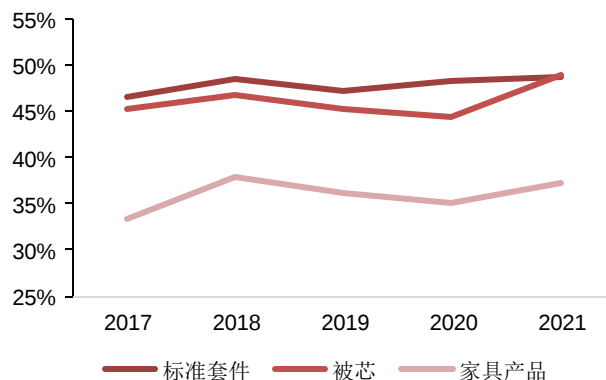
图 5：2017-2021 年分地区营业收入 (亿元)


数据来源：公司财报，西南证券整理

毛利率稳中有升，主营产品盈利能力优秀。2021 年公司毛利率为 45%，较 2017 年提升 1.5pp，总体较为稳定，2017-2021 年毛利率中枢值为 44.2%，毛利率提升主要受益于制造端规模效应叠加渠道建设带来所有品类毛利率均提升。分产品来看，21 年公司营收占比 20% 以上的标准套件/被芯/家具产品毛利率分别为 48.7%/48.9%/37.2%，分别较 2017 年提升 2.2pp/3.5pp/3.9pp。分区域来看，截止 2021 年内销/外销毛利率分别为 47.1%/37.7%，内销高于外销；分渠道来看，2021 年线上/直营/加盟渠道毛利率分别为 48.5%/66.4%/45.3%，分别较 2020 年提升 2pp/2.5pp/1.9pp。

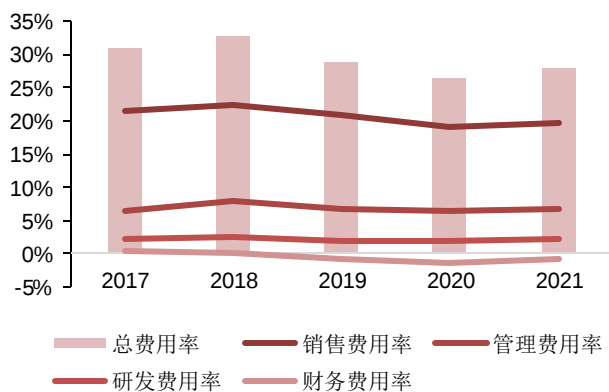
图 6：2017-2021 年公司毛利率/净利率


数据来源：公司财报，西南证券整理

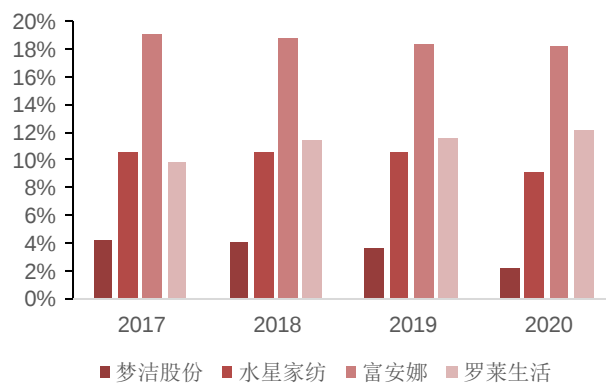
图 7：2017-2021 年公司主营产品毛利率


数据来源：公司财报，西南证券整理

费用控制优异。2021 年公司总费用率为 28%，较 2016 年下降 3.1pp，费控能力较强，分拆来看，21 年销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 19.6%/6.9%/2.2%/-0.7%，分别较 2017 年-2pp/+0.3pp/-0.1pp/-1.3pp，营销效率持续提升。受益于毛利率提升叠加费控优化，公司净利率较 2017 年提升 3.2pp 至 12.4%。横向对比来看，公司净利率在行业头部企业中处于前列，盈利能力优秀。

图 8：2017-2021 年公司费用率


数据来源：公司财报，西南证券整理

图 9：2017-2020 年可比公司净利率对比


数据来源：公司财报，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司稳步扩张门店，预计 2022-2024 年终端门店总数分别达 2581 家/2661 家/2721 家；

假设 2：预计莱克星顿在美国市场业绩稳健增长；

假设 3：考虑到公司渠道效率和制造规模效应逐步提升，预计公司毛利率稳中有升，2022-2024 分别为 45.3%、45.7%、45.9%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入成本预测

百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
合计				
营业收入	5,760.01	6480.3	7358.8	8133.2
yoy	17.3%	12.5%	13.6%	10.5%
营业成本	3,168.27	3544.0	3994.0	4399.3
毛利率	45.0%	45.3%	45.7%	45.9%
标准套件				
收入	1,898.17	2163.9	2488.5	2762.2
yoy	17.5%	14.0%	15.0%	11.0%
成本	973.58	1107.9	1271.6	1408.7
毛利率	48.71%	48.80%	48.90%	49.00%
被芯类				
收入	1,826.62	2100.6	2478.7	2776.2
yoy	17.4%	15.0%	18.0%	12.0%
成本	934.06	1071.3	1259.2	1407.5
毛利率	48.86%	49.00%	49.20%	49.30%
夏令产品				
收入	176.11	204.3	234.9	270.2
yoy	22.9%	16.0%	15.0%	15.0%
成本	96.27	111.3	128.0	147.2
毛利率	45.34%	45.50%	45.50%	45.50%
枕芯类				
收入	284.07	298.3	313.2	328.8
yoy	5.12%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	140.92	147.6	153.5	160.5
毛利率	50.39%	50.50%	51.00%	51.20%
其他饰品				
收入	461.9	466.5	472.1	487.2
yoy	0.86%	1.00%	1.20%	3.20%
成本	324.2	326.5	330.0	340.1
毛利率	29.80%	30.00%	30.10%	30.20%
家具产品				
收入	1113.2	1246.8	1371.4	1508.6
yoy	21.07%	12.00%	10.00%	10.00%
成本	699.2	779.2	851.7	935.3
毛利率	37.18%	37.50%	37.90%	38.00%

数据来源：Wind，西南证券

可比公司方面，我们以同类型业态的梦洁股份、水星家纺、富安娜作为可比公司，考虑到公司作为家纺龙头，在多品类、多渠道优势下有望保持较稳健增长，参考可比公司估值，给予公司 22 年 18 倍估值，目标价 17.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	股价	EPS		PE	
			2022E	2023E	2022E	2023E
002397.SZ	梦洁股份	3.49	0.09	0.10	39.09	36.64
603365.SH	水星家纺	15.31	1.61	1.83	9.51	8.34
002327.SZ	富安娜	7.99	0.87	1.00	9.21	7.95
平均值					19.27	17.64
002293.SZ	罗莱生活	13.38	0.99	1.12	14	12

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5760.01	6480.31	7358.84	8133.17	净利润	718.58	834.35	950.20	1057.80
营业成本	3168.27	3543.97	3993.95	4399.34	折旧与摊销	110.45	157.69	171.62	188.54
营业税金及附加	35.72	40.18	45.63	50.43	财务费用	-39.19	-19.62	-26.35	-37.73
销售费用	1129.64	1360.87	1582.15	1756.76	资产减值损失	-123.58	-120.00	-120.00	-120.00
管理费用	397.00	466.58	537.20	609.99	经营营运资本变动	28.23	-197.50	-136.20	-80.65
财务费用	-39.19	-19.62	-26.35	-37.73	其他	33.44	137.76	95.00	116.79
资产减值损失	-123.58	-120.00	-120.00	-120.00	经营活动现金流净额	727.93	792.68	934.28	1124.75
投资收益	10.52	10.00	9.50	9.02	资本支出	-47.70	-270.00	-270.00	-275.00
公允价值变动损益	3.26	0.93	1.16	1.36	其他	-287.01	10.92	10.66	10.38
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-334.71	-259.08	-259.34	-264.62
营业利润	842.88	979.26	1116.92	1244.76	短期借款	110.93	-203.10	0.00	0.00
其他非经营损益	10.92	12.10	12.09	12.10	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	853.80	991.36	1129.02	1256.86	股权融资	40.95	0.00	0.00	0.00
所得税	135.22	157.01	178.81	199.06	支付股利	-1000.00	-317.82	-343.87	-367.34
净利润	718.58	834.35	950.20	1057.80	其他	-104.31	-50.43	23.14	34.68
少数股东损益	5.36	6.22	7.09	7.89	筹资活动现金流净额	-952.43	-571.35	-320.73	-332.66
归属母公司股东净利润	713.21	828.13	943.11	1049.91	现金流量净额	-564.73	-37.74	354.20	527.48
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1132.63	1094.90	1449.09	1976.57	成长能力				
应收和预付款项	587.51	697.22	780.64	864.28	销售收入增长率	17.30%	12.51%	13.56%	10.52%
存货	1313.44	1440.51	1641.39	1802.28	营业利润增长率	21.32%	16.18%	14.06%	11.45%
其他流动资产	778.94	827.95	825.86	852.66	净利润增长率	21.18%	16.11%	13.89%	11.32%
长期股权投资	1.74	1.74	1.74	1.74	EBITDA 增长率	27.23%	22.23%	12.96%	10.57%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1044.84	1178.85	1300.84	1408.28	毛利率	45.00%	45.31%	45.73%	45.91%
无形资产和开发支出	374.72	358.72	340.81	325.53	三费率	25.82%	27.90%	28.44%	28.64%
其他非流动资产	1031.93	1026.23	1020.53	1014.83	净利率	12.48%	12.88%	12.91%	13.01%
资产总计	6265.75	6626.12	7360.92	8246.18	ROE	17.58%	18.34%	18.43%	18.09%
短期借款	203.10	0.00	0.00	0.00	ROA	11.47%	12.59%	12.91%	12.83%
应付和预收款项	924.75	1128.93	1208.82	1360.03	ROIC	29.79%	34.62%	34.20%	34.13%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.87%	17.24%	17.15%	17.16%
其他负债	1049.92	946.65	995.22	1038.83	营运能力				
负债合计	2177.76	2075.58	2204.05	2398.85	总资产周转率	0.95	1.01	1.05	1.04
股本	838.38	838.38	838.38	838.38	固定资产周转率	6.22	6.55	7.26	7.70
资本公积	829.01	829.01	829.01	829.01	应收账款周转率	11.52	12.20	11.92	11.88
留存收益	2403.30	2913.61	3512.85	4195.42	存货周转率	2.52	2.55	2.56	2.53
归属母公司股东权益	4059.71	4516.03	5115.27	5797.84	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.65%	—	—	—
少数股东权益	28.28	34.50	41.59	49.49	资本结构				
股东权益合计	4087.99	4550.53	5156.87	5847.33	资产负债率	34.76%	31.32%	29.94%	29.09%
负债和股东权益合计	6265.75	6626.12	7360.92	8246.18	带息债务/总负债	9.33%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.24	2.54	2.72	2.86
					速动比率	1.47	1.64	1.77	1.92
					股利支付率	140.21%	38.38%	36.46%	34.99%
					每股指标				
					每股收益	0.85	0.99	1.12	1.25
					每股净资产	4.88	5.43	6.15	6.97
					每股经营现金	0.87	0.95	1.11	1.34
					每股股利	1.19	0.38	0.41	0.44
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	914.14	1117.33	1262.19	1395.57					
PE	15.73	13.55	11.89	10.68					
PB	2.74	2.47	2.18	1.92					
PS	1.95	1.73	1.52	1.38					
EV/EBITDA	9.53	7.63	6.47	5.47					
股息率	8.91%	2.83%	3.07%	3.27%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn