

疫情下业绩有所承压，渠道仍保持较快扩张

投资要点

- **业绩摘要:** 2022年前三季度公司实现营收 37.2 亿元，同比下降 7%；实现归母净利润 3.9 亿元，同比下降 20.2%；实现扣非净利润 3.7 亿元，同比下降 20.3%。单季度来看，2022Q3 公司实现营收 13.4 亿元，同比减少 9.3%；实现归母净利润 1.7 亿元，同比减少 18.9%；实现扣非后归母净利润 1.6 亿元，同比减少 18.4%。
- **毛利率稳健，盈利能力环比修复。** 报告期内，公司整体毛利率为 42.6%，同比减少 0.6pp；2022Q3 毛利率为 41.3%，同比减少 0.7pp；在原材料及物流成本面临压力下毛利率仍保持稳定。费用率方面，公司总费用率为 29%，同比增加 1.7pp，费用端略承压；其中销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 21.4%/6%/-0.5%/2.1%，分别同比变动+2.7pp/-1.1pp/-0.1pp/+0.1pp，销售费用增加主要系人工成本上升和股权激励的实施所致。综合来看，公司净利率为 10.5%，同比减少 1.7pp；单季度数据来看，2022Q3 净利率为 12.7%，同比减少 1.5pp，环比增加 6.9pp，随着疫情缓解，公司业绩有望进一步修复。
- **疫情影响下存货周转有所拉长，期待双十一表现。** 运营数据方面，截止 2022 年 9 月，公司应收账款周转天数为 34 天，同比减少 2 天；经营性现金流量净额为 1.4 亿元，同比减少 53%，降幅有所收窄。公司存货为 16.4 亿元，同比增长 23.4%，公司存货周转天数为 187 天，同比增加 40 天，我们认为这主要是由于 1) 公司加盟商对秋冬旺季主动备货；2) 疫情仍呈现多地散发，线下消费尚未完全恢复。考虑到四季度为销售旺季，预计公司营运方面将有所改善，看好今年双十一表现。
- **渠道扩张与品牌升级双轮驱动。** 公司作为国产家纺龙头，通过多品牌矩阵实现对大众及中高端市场全覆盖。公司自 21 年起加速线下店铺扩张与线上品牌升级：线下方面，2021 年公司净开 245 家店，2022H1 在疫情扰动下仍逆势净开 37 家店，预计下半年渠道扩张会持续；线上方面，公司通过提升产品品质，带来产品单价提升，从而实现品牌向上升级，2021 年双十一客单价已提升至 800 元，预计主品牌罗莱生活与 LOVO 仍有提价空间，盈利能力有望持续改善。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2022-2024 年 EPS 分别为 0.73 元、0.89 元、1.04 元，对应 PE 分别为 13 倍、11 倍、9 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅波动的风险；海外疫情影响加剧的风险；终端销售低于预期的风险；汇率波动的风险；单店营收修复不及预期的风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	5760.01	5362.40	6048.97	6809.89
增长率	17.30%	-6.90%	12.80%	12.58%
归属母公司净利润 (百万元)	713.21	611.58	744.79	871.52
增长率	21.92%	-14.25%	21.78%	17.01%
每股收益 EPS (元)	0.85	0.73	0.89	1.04
净资产收益率 ROE	17.58%	14.29%	15.59%	16.24%
PE	11.55	13.47	11.06	9.45
PB	2.02	1.90	1.70	1.52

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)	8.40
流通 A 股(亿股)	8.23
52 周内股价区间(元)	9.67-16.02
总市值(亿元)	82.39
总资产(亿元)	62.31
每股净资产(元)	5.02

相关研究

1. 罗莱生活 (002293): 疫情致短期业绩承压，线下渠道稳步扩张 (2022-09-01)
2. 罗莱生活 (002293): 业绩稳健增长，渠道稳步扩张 (2022-04-24)

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	5362.40	6048.97	6809.89	净利润	718.58	619.99	754.36	882.08
营业成本	3168.27	3028.68	3328.50	3726.83	折旧与摊销	110.45	157.69	171.62	188.54
营业税金及附加	35.72	33.25	37.51	42.23	财务费用	-39.19	-18.80	-23.23	-32.19
销售费用	1129.64	1051.66	1193.46	1343.59	资产减值损失	-123.58	-100.00	-100.00	-100.00
管理费用	397.00	428.99	514.16	578.84	经营营运资本变动	-38.92	-66.80	-112.86	-91.55
财务费用	-39.19	-18.80	-23.23	-32.19	其他	100.60	83.80	93.45	90.25
资产减值损失	-123.58	-100.00	-100.00	-100.00	经营活动现金流净额	727.93	675.88	783.33	937.13
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	749.55	909.22	1060.98	短期借款	110.93	-203.10	0.00	0.00
其他非经营损益	10.92	-12.90	-12.91	-12.90	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	853.80	736.66	896.32	1048.08	股权融资	40.95	1.50	0.00	0.00
所得税	135.22	116.67	141.96	165.99	支付股利	-1000.00	-317.82	-253.95	-290.09
净利润	718.58	619.99	754.36	882.08	其他	-104.31	-51.25	20.01	29.14
少数股东损益	5.36	8.41	9.57	10.57	筹资活动现金流净额	-952.43	-570.66	-233.93	-260.95
归属母公司股东净利润	713.21	611.58	744.79	871.52	现金流量净额	-564.73	-153.86	290.05	411.56
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	978.78	1268.83	1680.39	成长能力				
应收和预付款项	587.51	579.24	642.81	724.78	销售收入增长率	17.30%	-6.90%	12.80%	12.58%
存货	1313.44	1257.68	1385.83	1560.72	营业利润增长率	21.32%	-11.07%	21.30%	16.69%
其他流动资产	778.94	803.18	800.67	825.28	净利润增长率	21.18%	-13.72%	21.67%	16.93%
长期股权投资	1.74	1.74	1.74	1.74	EBITDA 增长率	27.23%	-2.81%	19.04%	15.10%
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%	43.52%	44.97%	45.27%
无形资产和开发支出	374.72	358.72	340.81	325.53	三费率	25.82%	27.26%	27.85%	27.76%
其他非流动资产	1031.93	1026.23	1020.53	1014.83	净利率	12.48%	11.56%	12.47%	12.95%
资产总计	6265.75	6184.42	6762.06	7541.56	ROE	17.58%	14.29%	15.59%	16.24%
短期借款	203.10	0.00	0.00	0.00	ROA	11.47%	10.02%	11.16%	11.70%
应付和预收款项	924.75	959.40	1005.34	1150.06	ROIC	29.79%	27.59%	30.50%	31.89%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.87%	16.57%	17.48%	17.88%
其他负债	1049.92	887.35	918.64	961.43	营运能力				
负债合计	2177.76	1846.75	1923.99	2111.49	总资产周转率	0.95	0.86	0.93	0.95
股本	838.38	839.88	839.88	839.88	固定资产周转率	6.22	5.42	5.97	6.45
资本公积	829.01	829.01	829.01	829.01	应收账款周转率	11.52	11.16	11.88	11.98
留存收益	2403.30	2697.05	3187.90	3769.32	存货周转率	2.45	2.24	2.40	2.42
归属母公司股东权益	4059.71	4300.98	4791.82	5373.25	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	36.69	46.26	56.82	资本结构				
股东权益合计	4087.99	4337.67	4838.08	5430.07	资产负债率	34.76%	29.86%	28.45%	28.00%
负债和股东权益合计	6265.75	6184.42	6762.06	7541.56	带息债务/总负债	9.33%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.24	2.64	2.83	2.93
					速动比率	1.47	1.72	1.87	1.97
					股利支付率	140.21%	51.97%	34.10%	33.29%
					每股指标				
					每股收益	0.85	0.73	0.89	1.04
					每股净资产	4.87	5.16	5.76	6.47
					每股经营现金	0.87	0.80	0.93	1.12
					每股股利	1.19	0.38	0.30	0.35
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	914.14	888.44	1057.61	1217.33					
PE	11.55	13.47	11.06	9.45					
PB	2.02	1.90	1.70	1.52					
PS	1.43	1.54	1.36	1.21					
EV/EBITDA	6.25	6.38	5.08	4.07					
股息率	12.14%	3.86%	3.08%	3.52%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-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，，若您并非本公司签约客户，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
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@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.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
广深	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn