

三季度表现平稳，四季度收入有望略回暖



核心观点

- 19 年前三季度公司营业收入和净利润分别同比减少 1.64%和 5.0%，扣非后净利润同比增长 4.25%，其中第三季度单季公司营业收入和净利润分别同比下滑 3.74%和 4.93%，扣非后净利润同比增长 38.21%，收入增速对比上半年有所放缓。
- 前三季度公司综合毛利率同比微增 0.04pct，期间费用率控制较好，同比下降 2.45pct，其中销售费用率减少 0.75pct，管理研发费用率下降 0.97pct，财务费用率下降 0.72pct。三季度末公司应收账款较年初增加 18.13%，消化库存使得存货较年初减少 4.06%，前三季度公司经营活动净现金流同比增长 301.34%。
- 受 18 年同期高基数，电商大平台流量衰减以及 LOVO 品牌拆分独立运营（从去年 7 月开始）等影响，今年公司线上和线下的销售增长整体受到一定拖累，我们预计前三季度公司电商销售同比仍有小幅下降，但 10 月开始已经有所好转，第四季度销售同比有望环比改善。分品牌看，罗莱主品牌预计前三季度保持小幅增长，LOVO 同比有所下降，莱克星顿家具收入预计同比持平左右。
- **战略清晰，激励充分，短期平淡不改长期竞争力。**公司当前战略聚焦罗莱品牌核心业务，大力发展 LOVO 品牌代表的增长业务和高端品牌盈利业务，积极探索全品类家居业务和拥抱全渠道建设。在上市前部分核心高管持有股份的基础上，公司上市后持续滚动的激励方案将保障公司长期经营的稳健增长。4 月凯雷出资受让公司 10%股权（考虑分红转股后持股成本 8.38 元/股），凯雷入股一方面有利于公司中长期治理结构的改善，另一方面也代表了外资对公司龙头价值的认可。我们认为，行业线上线下流量向头部品牌集中的趋势未改，罗莱作为全品类家纺领导品牌中长期有望进一步抢占更多份额。

财务预测与投资建议

- 我们维持对公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.67 元、0.74 元和 0.81 元的盈利预测，维持公司 2019 年 17 倍 PE 估值，对应目标价 11.39 元，维持公司“增持”评级。

风险提示

- 国内经济持续减速的风险，房地产调整的可能影响等。

公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,662	4,813	4,947	5,274	5,623
同比增长(%)	47.9%	3.2%	2.8%	6.6%	6.6%
营业利润(百万元)	526	594	632	702	771
同比增长(%)	34.6%	12.9%	6.4%	11.0%	9.9%
归属母公司净利润(百万元)	428	535	558	615	672
同比增长(%)	34.9%	24.9%	4.3%	10.3%	9.3%
每股收益(元)	0.51	0.64	0.67	0.74	0.81
毛利率(%)	43.5%	45.5%	45.2%	45.4%	45.5%
净利率(%)	9.2%	11.1%	11.3%	11.7%	12.0%
净资产收益率(%)	14.9%	15.7%	13.6%	13.5%	13.7%
市盈率	17.7	14.2	13.6	12.3	11.3
市净率	2.5	2.0	1.7	1.6	1.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2019年10月24日)	9.08 元
目标价格	11.39 元
52 周最高价/最低价	12.9/8.38 元
总股本/流通 A 股(万股)	83,116/77,163
A 股市值(百万元)	7,547
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2019 年 10 月 25 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-0.55	-0.55	-4.82	3.06
相对表现	-0.84	-0.23	6.15	18.35
沪深 300	-1.39	-0.78	1.33	21.41



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师	施红梅
	021-63325888*6076 shihongmei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860511010001
证券分析师	赵越峰
	021-63325888*7507 zhaoyuefeng@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860513060001

联系人	张维益
	021-63325888-7535 zhangweiyi@orientsec.com.cn
联系人	朱炎
	021-63325888-6107 zhuyan3@orientsec.com.cn

相关报告

二季度收入增速有所改善，疲弱环境下期间费用率管控良好：	2019-08-23
电商调整影响短期收入增速，凯雷入股有望提升长期治理：	2019-04-30

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	431	979	1,473	1,569	1,660	营业收入	4,662	4,813	4,947	5,274	5,623
应收票据及应收账款	485	478	522	583	649	营业成本	2,636	2,623	2,709	2,882	3,066
预付账款	74	44	46	49	52	营业税金及附加	33	36	37	40	42
存货	1,007	1,357	1,544	1,729	1,931	营业费用	1,007	1,074	1,098	1,166	1,237
其他	1,225	779	835	868	905	管理费用及研发费用	412	505	510	538	568
流动资产合计	3,221	3,639	4,420	4,797	5,197	财务费用	28	1	(18)	(21)	(24)
长期股权投资	3	2	2	2	2	资产减值损失	66	80	59	49	43
固定资产	381	379	377	375	374	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	9	16	23	27	28	投资净收益	46	100	80	80	80
无形资产	307	304	292	280	267	其他	(0)	(0)	0	0	0
其他	668	667	494	480	480	营业利润	526	594	632	702	771
非流动资产合计	1,367	1,369	1,188	1,164	1,152	营业外收入	29	53	50	50	50
资产总计	4,588	5,007	5,608	5,961	6,349	营业外支出	11	7	5	5	5
短期借款	190	27	27	27	27	利润总额	544	641	677	747	816
应付票据及应付账款	494	523	529	567	602	所得税	91	96	108	120	131
其他	614	502	535	530	536	净利润	453	545	569	627	686
流动负债合计	1,298	1,052	1,092	1,125	1,165	少数股东损益	25	10	11	13	14
长期借款	50	0	0	0	0	归属于母公司净利润	428	535	558	615	672
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.51	0.64	0.67	0.74	0.81
其他	87	82	0	0	0	主要财务比率					
非流动负债合计	137	82	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	1,435	1,134	1,092	1,125	1,165	成长能力					
少数股东权益	148	89	100	113	126	营业收入	47.9%	3.2%	2.8%	6.6%	6.6%
股本	705	754	831	831	831	营业利润	34.6%	12.9%	6.4%	11.0%	9.9%
资本公积	351	775	772	772	772	归属于母公司净利润	34.9%	24.9%	4.3%	10.3%	9.3%
留存收益	1,973	2,247	2,805	3,113	3,447	获利能力					
其他	(24)	8	8	8	8	毛利率	43.5%	45.5%	45.2%	45.4%	45.5%
股东权益合计	3,153	3,874	4,516	4,837	5,184	净利率	9.2%	11.1%	11.3%	11.7%	12.0%
负债和股东权益总计	4,588	5,007	5,608	5,961	6,349	ROE	14.9%	15.7%	13.6%	13.5%	13.7%
现金流量表						ROIC	13.6%	13.9%	12.2%	12.2%	12.5%
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
净利润	453	545	569	627	686	资产负债率	31.3%	22.6%	19.5%	18.9%	18.3%
折旧摊销	115	84	71	54	42	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	28	1	(18)	(21)	(24)	流动比率	2.48	3.46	4.05	4.27	4.46
投资损失	(46)	(100)	(80)	(80)	(80)	速动比率	1.67	2.12	2.59	2.66	2.72
营运资金变动	(770)	47	(306)	(297)	(312)	营运能力					
其它	618	(471)	116	49	43	应收账款周转率	12.1	10.1	9.6	9.0	8.6
经营活动现金流	398	106	352	331	354	存货周转率	3.0	2.1	1.8	1.7	1.6
资本支出	(232)	(40)	(30)	(30)	(30)	总资产周转率	1.1	1.0	0.9	0.9	0.9
长期投资	202	(3)	0	0	0	每股指标(元)					
其他	(791)	458	80	80	80	每股收益	0.51	0.64	0.67	0.74	0.81
投资活动现金流	(821)	415	50	50	50	每股经营现金流	0.57	0.14	0.42	0.40	0.43
债权融资	(31)	(58)	(0)	0	0	每股净资产	3.62	4.55	5.31	5.68	6.09
股权融资	5	474	73	0	0	估值比率					
其他	(183)	(393)	18	(285)	(314)	市盈率	17.7	14.2	13.6	12.3	11.3
筹资活动现金流	(208)	22	92	(285)	(314)	市净率	2.5	2.0	1.7	1.6	1.5
汇率变动影响	(10)	5	-0	-0	-0	EV/EBITDA	9.2	9.1	9.0	8.4	7.8
现金净增加额	(641)	549	494	96	91	EV/EBIT	11.2	10.4	10.1	9.1	8.3

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经许可的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

