

Q2 利润端恢复至 21 年水平

罗莱生活(002293)

评级:	买入	股票代码:	002293
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	12.81/8.71
目标价格:		总市值(亿)	88.78
最新收盘价:	10.58	自由流通市值(亿)	38.88
		自由流通股数(百万)	367.45

事件概述

2023H1 公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 24.56/2.85/2.58/3.01 亿元，同比增长 3.12%/27.69%/23.76%/1040.12%，较 21H1 分别增长 -2.76%/0.74%/-3.13%/174.22%；23Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利 / 经营性现金流分别为 12.17/1.07/0.95/1.33 亿元、同比增长 11.02%/69.26%/46.37%/2114.71%，较 21Q2 增长 0.8%/7.8%/3.4%/40%。上半年净利和疫情前持平，收入、扣非净利还略有缺口，主要受 Q1 拖累，Q2 恢复更好。经营性现金流高于归母净利主要由于存货和应收账款减少。

分析判断：

主业逐步修复，直营渠道开店加速，店效、平效同比提升、但尚未恢复至疫情前。（1）分业务来看，主业/莱克星顿/内野收入分别为 18.88/5.30/0.39 亿元，同比增长 7.3%/-6.6%/-29.9%，相较 21H1 增长 -4%/6%/-36%，主业已逐步实现复苏。（2）分渠道来看，23H1 线上/直营/加盟/美国/其他收入分别为 6.71/1.86/8.65/5.30/2.04 亿元、同比增长 7%/37%/6%/-7%/-15%。（3）分内生和外延来看，23H1 公司拥有门店 2692 家（直营/加盟分别为 318/2374 家）、同比净开 174 家（直营/加盟净开 50/124 家，同比增长 19%/6%）。相较于 22H1（直营/加盟净开 18/244 家，同比增长 7%/11%），23H1 直营渠道加速扩张，加盟渠道开店速度有所放缓。23H1 直营/加盟单店面积达 139/172 m²（同比增长 5%/2%），推算半年直营店效（59 万元）/加盟单店出货（36 万元）、同比增长 16%/1%，但较 21H 仍均下降 14%；半年直营/直营平效（0.42 万元/m²）/加盟单店出货（0.21 万元/m²）、同比增长 10%/-1%，但较 21H 仍分别下降 17%/14%。（4）分地区看，华北、西北增速突出。23H1 华东/华中/东北/华北/西南/华南/西北/美国/国外及中国港澳台同比增长 8%/-15%/0%/34%/5%/1%/21%/-7%/18%，相较 21H1 分别增长 -9%/-18%/-8%/30%/0%/1%/19%/6%/-13%。

直营占比提升导致毛利率上升，净利率增长略高于毛利率主要受益于减值损失下降。（1）23H1 公司毛利率为 45.49%、同比增长 2.17PCT；23Q2 毛利率为 47.0%，同比增长 1.95PCT。分渠道来看，23H1 毛利率提升主要由于直营占比增加拉高整体毛利率，23H1 线上/直营/加盟/其他/美国毛利率分别为 50.50%/66.22/44.37%/37.14%/36.91%，同比提高 1.16%/-0.62%/1.20%/0.75%/4.30%/4.69PCT。（2）23H1 净利率/扣非净利率为 11.6%/10.5%、同比增长 2.23%/1.7PCT。从费用率看，23H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 22.5%/5.9%/2.6%/-0.3%、同比提高 0.87%/-0.75%/0.17%/0.14PCT。23H1 资产及信用减值损失/收入同比下降 1.16PCT；营业外净收入占比同比增长 0.6PCT；所得税率同比增长 1.1PCT。（3）23Q2 净利率/扣非净利率为 8.8%/7.8%、同比提高 3.0%/1.8PCT，23Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 27.55%/3.84%/3.11%/-0.43%，同比提高 1.58%/-2.09%/0.87%/0.31PCT。其他收益及投资收益占比提升 0.77PCT；减值损失合计减少 2.5PCT；公允价值收益占比减少 0.53PCT；营业外净收入占比增加 1.37PCT；所得税率同比增加 1.95PCT。（4）23H1 公司主要控股公司上海罗莱家纺/家生活投资/生活科技/内野贸易净利润分别为 3914/3430/-7324/-145 万元，同比增长 155%/5%/-255%/-277%，净利率为 4%/6%/-4%/-4%，同比提升 13%/-2%/-5PCT。

存货水平同比增加，关注存货周转天数持续上升。23H1 存货为 15.69 亿元，同比增长 4.68%，存货周转天数 215 天、同比增加 28 天，相较 21H1 增加 61 天。应收账款为 4.34 亿元、同比减少 7.34%，应收账款周转天数为 37 天、同比增加 2 天。应付账款为 4.85 亿元、同比减少 4.63%，应付账款周转天数为 75 天、同比增加 4 天。

投资建议：

我们分析，(1) 23年上半年公司开始体现疫后复苏态势，公司保持了直营、加盟加速开店，下半年有望持续恢复至21年水平；(2)公司22年资产减值损失计提充分，下半年随着库存消化有望继续冲回。维持23-25年收入预测59.16/65.71/72.52亿元，23-25年归母净利预测为7.22/8.31/9.55亿元，对应23-25年EPS 0.86/0.99/1.14元，对应2023年8月21日收盘价10.58元23-25年PE为12/11/9X，维持“买入”评级。

风险提示

疫情发展的不确定性；线上增速放缓；莱克星顿增长受欧美通胀影响放缓风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,760	5,314	5,916	6,571	7,252
YoY (%)	17.3%	-7.7%	11.3%	11.1%	10.4%
归母净利润(百万元)	713	574	722	831	955
YoY (%)	21.9%	-19.6%	25.9%	15.1%	14.8%
毛利率 (%)	45.0%	46.0%	47.0%	48.5%	47.1%
每股收益(元)	0.85	0.68	0.86	0.99	1.14
ROE	17.6%	13.8%	14.8%	14.5%	14.3%
市盈率	12.45	15.48	12.29	10.68	9.30

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5,314	5,916	6,571	7,252	净利润	573	741	851	974
YoY (%)	-7.7%	11.3%	11.1%	10.4%	折旧和摊销	192	46	49	52
营业成本	2,872	3,138	3,384	3,837	营运资金变动	-451	206	-163	-163
营业税金及附加	36	41	46	51	经营活动现金流	432	1,051	788	920
销售费用	1,140	1,156	1,365	1,356	资本开支	-210	-219	-263	-315
管理费用	358	503	549	595	投资	-99	-320	-352	-387
财务费用	-23	-47	-68	-81	投资活动现金流	-240	-526	-601	-685
研发费用	113	177	217	261	股权募资	11	0	0	0
资产减值损失	-198	-95	-105	-115	债务募资	662	-493	0	0
投资收益	19	18	20	22	筹资活动现金流	-156	-502	-3	-3
营业利润	672	870	994	1,141	现金净流量	47	23	184	232
营业外收支	-5	28	38	40	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	667	898	1,032	1,181	成长能力 (%)				
所得税	94	157	181	207	营业收入增长率	-7.7%	11.3%	11.1%	10.4%
净利润	573	741	851	974	净利润增长率	-19.6%	25.9%	15.1%	14.8%
归属于母公司净利润	574	722	831	955	盈利能力 (%)				
YoY (%)	-19.6%	25.9%	15.1%	14.8%	毛利率	46.0%	47.0%	48.5%	47.1%
每股收益	0.68	0.86	0.99	1.14	净利润率	10.8%	12.5%	13.0%	13.4%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	8.2%	10.1%	10.2%	10.3%
货币资金	1,204	1,227	1,411	1,643	净资产收益率 ROE	13.8%	14.8%	14.5%	14.3%
预付款项	78	44	47	54	偿债能力 (%)				
存货	1,637	1,290	1,391	1,577	流动比率	2.07	2.77	3.02	3.19
其他流动资产	1,468	1,815	2,221	2,641	速动比率	1.26	1.93	2.16	2.31
流动资产合计	4,387	4,376	5,070	5,914	现金比率	0.57	0.78	0.84	0.89
长期股权投资	2	2	2	2	资产负债率	39.9%	31.2%	28.8%	27.2%
固定资产	943	1,135	1,369	1,652	经营效率 (%)				
无形资产	306	295	284	273	总资产周转率	0.76	0.82	0.81	0.78
非流动资产合计	2,595	2,801	3,059	3,366	每股指标 (元)				
资产合计	6,982	7,177	8,129	9,280	每股收益	0.68	0.86	0.99	1.14
短期借款	493	0	0	0	每股净资产	4.97	5.83	6.82	7.96
应付账款及票据	744	735	788	888	每股经营现金流	0.51	1.25	0.94	1.10
其他流动负债	887	843	891	968	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,124	1,579	1,679	1,856	估值分析				
长期借款	170	170	170	170	PE	15.48	12.29	10.68	9.30
其他长期负债	494	494	494	494	PB	2.26	1.82	1.55	1.33
非流动负债合计	664	664	664	664					
负债合计	2,787	2,242	2,343	2,520					
股本	840	840	840	840					
少数股东权益	26	44	64	83					
股东权益合计	4,194	4,935	5,786	6,760					
负债和股东权益合计	6,982	7,177	8,129	9,280					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。