

2025年08月22日

# 线上及线下直营高增，海外业务仍有亏损

## 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:	9.96/6.12
目标价格:		总市值(亿)	71.98
最新收盘价:	8.63	自由流通市值(亿)	71.34
		自由流通股数(百万)	826.61

### 事件概述

2025H1 公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 21.81/1.85/1.54/3.77 亿元，同比增长 3.60%/16.97%/9.77%/28.93%；2025H1 美国莱克星顿净亏损 2875 万元，24H1 为亏损 2183 万元，剔除莱克星顿影响后主业扣非净利为 4.32 亿元、同比增长 18.8%；非经常性损益主要为政府补助 0.28 亿元，同比增加 10.5%。经营现金流高于归母净利主要由于折旧增加、应收减少、应付增加。

2025Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 10.87/0.72/0.48 亿元、同比增长 6.83%/4.88%/-10.26%。扣非归母净利下降主要由于销售费用增加 2300 万、管理费用增加 4300 万元。

25H1 末每 10 股派发现金红利 2 元，分红率为 89.6%，股息率为 4.63%。

### 分析判断：

**业务增长主要来自线上和直营收入增加。**分渠道来看，25H1 线上/直营/加盟/其他/美国收入分别为 7.38/1.90/6.05/2.56/3.92 亿元、同比增长 18.3%/5.14%/-8.65%/20%/-7.81%，线上收入占比由 30%提升至 34%。25H1 公司共 2523 家门店，其中直营/加盟店数分别为 381/2142 家，25H1 新开门店数量分别为 18/63 家，同比净开 20/-187 家，同比增长 5.5%/-8.0%，推算半年直营店效/加盟单店出货（49.9/28.2 万元）同比下降 0.38%/0.68%。公司公告直营门店总面积 46,999 m<sup>2</sup>，月均单店销售收入 8.32 万元，与去年基本持平；其中开业 12 个月以上直营门店的月均营业收入较去年增长 14.93%。

**毛利率提升主要由于线上及直营毛利率提升，净利率增幅低于毛利率主要由于税金及附加占比提升、销售及管理费用率提升、利息收入占比下降。**（1）25H1 公司毛利率为 47.8%、同比增长 1.1PCT，25H1 线上/直营/加盟/其他/美国毛利率分别为 54.75%/67.77%/45.09%/44.64%/31.41%、同比提高 1.35/1.50/-2.42/6.04/-0.15PCT。（2）25H1 净利率为 8.5%、同比增长 1.0PCT。净利率增幅略低于毛利率主要由于税金及附加占比提升 0.4PCT、销售费用率提升 0.2PCT、管理费用率提升 1.5PCT、利息收入占比下降 0.6PCT。（3）25Q2 毛利率/净利率分别为 49.7%/6.7%，分别同比下降 0.5/0.1PCT，净利率降幅低于毛利率主要由于研发费用率下降 1.6PCT、其他收益占比提升 0.3PCT、投资净收益占比提升 0.2PCT、资产减值冲回 2.8PCT、营业外收入占比提升 0.2PCT、营业外支出占比下降 0.2PCT、所得税占比下降 0.2PCT。（4）分子公司来看，2025H1 美国莱克星顿净亏损 2875 万元，主要由于美国贷款利率高企、需求端不足，新屋及成屋销售量大幅持续走低。

**存货、存货周转天数下降。**25H1 末存货为 10.52 亿元，同比下降 17.94%，存货周转天数 169.1 天、同比减少 41.6 天。应收账款为 2.47 亿元、同比下降 23%，应收账款周转天数为 23.9 天、同比减少 9.6 天。

### 投资建议：

我们分析，（1）家纺补贴、消费券等，有望带动公司收入增长。期待加盟商去库存、终端消费企稳后迎来发货增长。（2）目前莱克星顿扭亏低于预期，我们预计全年仍为亏损。（3）线上在控折扣后毛利率提升。（4）公司 24、25 年持续推出深睡枕、无痕安睡床笠等大单品，并持续深耕超柔无边鹅绒被系列及超柔 U 易套套件系列等大单品。维持盈利预测，维持 25-27 年收入预测 46.41/47.69/49.99 亿元，维持 25-27 年归母净利预测 4.77/5.05/5.33 亿元，对应维持 EPS 预测 0.57/0.61/0.64 元，对应 2025 年 8 月 22 日收盘价 8.63 元对应 25/26/27 PE 为 15/14/14X，维持“买入”评级。

**风险提示**

销售不及预期；线上增速放缓；莱克星顿受美国地产市场影响；系统性风险。

**盈利预测与估值**

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,315	4,559	4,641	4,769	4,999
YoY (%)	0.0%	-14.2%	1.8%	2.8%	4.8%
归母净利润(百万元)	572	433	477	505	533
YoY (%)	-1.4%	-24.4%	10.3%	5.9%	5.4%
毛利率 (%)	47.3%	48.0%	48.5%	49.0%	49.5%
每股收益 (元)	0.69	0.52	0.57	0.61	0.64
ROE	13.5%	10.3%	10.2%	9.8%	9.3%
市盈率	12.20	16.13	15.08	14.24	13.50

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：

**分析师：李佳妮**

邮箱：lijn@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120003

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,559	4,641	4,769	4,999	净利润	430	478	506	534
YoY (%)	-14.2%	1.8%	2.8%	4.8%	折旧和摊销	205	46	49	52
营业成本	2,370	2,389	2,431	2,524	营运资金变动	123	-321	-109	-116
营业税金及附加	33	32	33	35	经营活动现金流	847	261	500	532
销售费用	1,203	1,287	1,288	1,355	资本开支	-329	-219	-263	-315
管理费用	300	325	334	350	投资	-750	-320	-352	-387
财务费用	-21	-56	-53	-58	投资活动现金流	-986	-530	-606	-692
研发费用	99	116	157	180	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-95	-95	-105	-115	债务募资	560	-250	0	0
投资收益	11	14	14	15	筹资活动现金流	-817	-255	-2	-2
营业利润	490	503	524	553	现金净流量	-943	-524	-107	-162
营业外收支	-13	28	38	40	<b>主要财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
利润总额	477	531	562	593	<b>成长能力 (%)</b>				
所得税	47	53	56	59	营业收入增长率	-14.2%	1.8%	2.8%	4.8%
净利润	430	478	506	534	净利润增长率	-24.4%	10.3%	5.9%	5.4%
归属于母公司净利润	433	477	505	533	<b>盈利能力 (%)</b>				
YoY (%)	-24.4%	10.3%	5.9%	5.4%	毛利率	48.0%	48.5%	49.0%	49.5%
每股收益	0.52	0.57	0.61	0.64	净利率	9.4%	10.3%	10.6%	10.7%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	总资产收益率 ROA	7.0%	7.7%	7.5%	7.3%
货币资金	1,143	618	511	349	净资产收益率 ROE	10.3%	10.2%	9.8%	9.3%
预付款项	53	33	34	35	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	1,087	982	999	1,037	流动比率	2.03	2.65	2.83	2.96
其他流动资产	1,111	1,571	1,924	2,308	速动比率	1.35	1.81	1.99	2.11
流动资产合计	3,393	3,205	3,468	3,730	现金比率	0.68	0.51	0.42	0.28
长期股权投资	2	2	2	2	资产负债率	31.8%	24.3%	22.6%	21.3%
固定资产	894	1,086	1,319	1,603	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	381	370	359	348	总资产周转率	0.74	0.75	0.71	0.69
非流动资产合计	2,773	2,979	3,236	3,543	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	6,166	6,183	6,704	7,273	每股收益	0.52	0.57	0.61	0.64
短期借款	250	0	0	0	每股净资产	5.02	5.59	6.20	6.84
应付账款及票据	700	560	566	584	每股经营现金流	1.02	0.31	0.60	0.64
其他流动负债	720	650	658	676	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,670	1,210	1,225	1,260	<b>估值分析</b>				
长期借款	86	86	86	86	PE	16.13	15.08	14.24	13.50
其他长期负债	205	205	205	205	PB	1.55	1.50	1.35	1.22
非流动负债合计	291	291	291	291					
负债合计	1,961	1,500	1,515	1,551					
股本	831	831	831	831					
少数股东权益	20	20	21	21					
股东权益合计	4,205	4,683	5,189	5,722					
负债和股东权益合计	6,166	6,183	6,704	7,273					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

## 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		
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。