

罗莱生活 (002293.SZ)

强烈推荐 (维持)

爆品驱动毛利率大幅提升, 高分红延续

2025 年公司营收/归母净利润分别同比+6.1%/+20.1%, 26Q1 分别同比+5.9%/+30.5%。线上渠道高增&直营提店效驱动国内家纺业务营收及毛利率增长, 美国家具业务亏损对业绩有所拖累。预计 26-28 年公司归母净利润分别为 5.98 亿元、6.78 亿元、7.63 亿元, 当前市值对应 26PE16X、27PE14X, 维持强烈推荐评级。

25 年延续高分红比例, 26Q1 利润加速释放。

(1) 2025 年: 公司营收 48.39 亿元, 同比+6.13%; 归母净利润 5.20 亿元, 同比+20.10%; 扣非净利润 4.61 亿元, 同比+14.27%。公司拟派发年度现金股利 0.42 元/股, 结合中期派息全年共派发 0.62 元/股对应派息比例 99.46%, 并拟于 2026 年中期派发不低于 0.23 元/股现金股利。

(2) 25Q4: 营收 14.53 亿元, 同比+7.01%; 归母净利润 1.80 亿元, 同比+4.94%; 扣非净利润 1.64 亿元, 同比+0.97%。

(3) 26Q1: 营收 11.58 亿元, 同比+5.87%; 归母净利润 1.48 亿元, 同比+30.54%; 扣非净利润 1.37 亿元, 同比+29.31%。

线上高增&直营提店效驱动家纺业务增长, 家具业务亏损拖累业绩。

(1) 分业务: 2025 年国内家纺业务营收 40.68 亿元 (同比+8.85%), 归母净利润 5.66 亿元 (+22.58%); 美国家具业务营收 7.71 亿元 (-6.27%), 归母净利润-2652.42 万元。

(2) 家纺业务分渠道: 线上营收 17.47 亿元 (+26.40%); 线下直营营收 4.27 亿元 (+6.44%), 年均单店销售收入 113.91 万元 (+16.65%), 其中开业 12 个月以上直营门店的年均营业收入同比增长 7.6%; 线下加盟营收 14.34 亿元 (-0.98%); 团购等其他渠道营收 4.6 亿元 (-9.03%)。

(3) 门店数: 截至 2025 年末直营店 375 家 (净减 36 家), 加盟店 2036 家 (净减 191 家), 门店共计 2411 家 (净减 227 家)。

高毛利产品投放拉动 25 年线上毛利率显著提升, 26Q1 净利率加速提升。

(1) 2025 年: 公司毛利率同比+2.52pct 至 50.53%, 其中美国家具业务毛利率 31.76% (+3.69pct), 家纺线上渠道毛利率 57.49% (+4.17pct)、线下直营毛利率 69.84% (+2.29pct)、加盟渠道毛利率 48.04% (-0.80pct)、其他渠道毛利率 45.33% (-2.72pct)。期间费用率同比+1.75pct 至 36.43%, 其中管理费用率同比+1.02pct 至 7.61%, 主要系一次性诉讼费用增加。净利率同比+1.30pct 至 10.74%。

(2) 25Q4: 毛利率同比+3.61pct 至 56.64%; 期间费用率同比+2.06pct 至 38.65%, 其中管理费用率同比+1.60pct、研发费用率+1.29pct; 净利率同比-0.07pct 至 12.36%。

(3) 26Q1: 毛利率同比+3.62pct 至 49.58%, 期间费用率同比+1.80pct 至 34.53%, 净利率同比+2.40pct 至 12.75%。

25 年现金流改善&存货周转效率提升, 26Q1 加大了原材料采购以应对原材料涨价。

1) 2025 年: 公司经营性现金流量净额 10.07 亿元 (+18.92%), 存货周转天数 164 天 (-21 天), 应收账款周转天数 21 天 (-11 天)。2) 26Q1: 经营性现金流量净额-0.61 亿元, 存货周转天数 171 天 (+13 天), 主要为应

消费品/轻工纺服

目标估值: NA

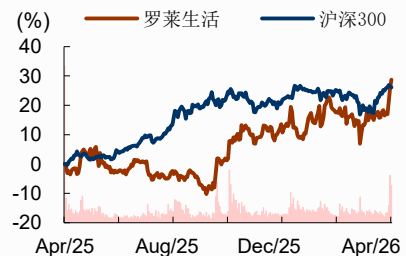
当前股价: 11.23 元

基础数据

总股本 (百万股)	834
已上市流通股 (百万股)	827
总市值 (十亿元)	9.4
流通市值 (十亿元)	9.3
每股净资产 (MRQ)	5.2
ROE (TTM)	12.8
资产负债率	29.3%
主要股东	伟佳国际企业有限公司
主要股东持股比例	16.49%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	20	26	43
相对表现	14	24	17



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《罗莱生活 (002293) —24 年直营继续拓店, 25Q1 业绩修复, 高分红持续》2025-04-28
- 《罗莱生活 (002293) —24Q2 业绩承压, 拟首次中期派息》2024-08-27

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

唐圣扬 S1090523120001

tangshengyang@cmschina.com.c

n

对原材料价格波动加大了原材料采购；应收账款周转天数 18 天（-7 天）。

□ **盈利预测及投资建议:** 公司持续聚焦爆品打造，成功推出“零压深睡枕”与“无痕安睡床笠”等现象级商品，有效带动枕芯与床垫品类实现快速增长，实现产品结构的升级和突破。线上保持高速增长，提升投放转化效率，提高盈利能力；线下持续优化店铺结构，加大开店力度，升级改造低效店铺，提升店效。我们预计 2026-2028 年收入规模为 52.25 亿元、57.11 亿元、62.26 亿元，同比增速分别为 8%、9%、9%。归母净利润分别为 5.98 亿元、6.78 亿元、7.63 亿元，同比增速分别为 15%、13%、13%。当前市值对应 26PE16X，27PE14X，维持强烈推荐评级。

□ **风险提示:** 原材料价格波动风险、终端客流及消费不及预期风险、线上流量成本增加侵蚀利润空间风险、行业竞争加剧风险等。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	4559	4839	5225	5711	6226
同比增长	-14%	6%	8%	9%	9%
营业利润(百万元)	490	618	713	809	912
同比增长	-26%	26%	15%	13%	13%
归母净利润(百万元)	433	520	598	678	763
同比增长	-24%	20%	15%	13%	13%
每股收益(元)	0.52	0.62	0.72	0.81	0.92
PE	21.6	18.0	15.6	13.8	12.3
PB	2.2	2.2	2.2	2.1	2.1

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	3393	3346	3483	3788	4024
现金	1143	440	407	488	481
交易性投资	407	398	398	398	398
应收票据	2	1	1	1	1
应收款项	334	219	236	258	282
其它应收款	33	34	37	40	44
存货	1087	1094	1152	1235	1328
其他	389	1160	1251	1366	1489
非流动资产	2773	2868	2868	2807	2725
长期股权投资	2	1	1	1	1
固定资产	894	1329	1388	1380	1344
无形资产商誉	514	462	416	374	337
其他	1363	1076	1062	1052	1043
资产总计	6166	6214	6350	6595	6748
流动负债	1670	1806	1860	2019	2082
短期借款	250	339	458	541	517
应付账款	700	651	686	735	791
预收账款	176	169	178	190	205
其他	544	647	539	553	569
长期负债	291	192	192	192	192
长期借款	86	0	0	0	0
其他	205	192	192	192	192
负债合计	1961	1998	2053	2212	2274
股本	831	834	834	834	834
资本公积金	741	761	761	761	761
留存收益	2614	2605	2686	2772	2864
少数股东权益	20	17	16	16	16
归属于母公司所有者权益	4185	4200	4281	4366	4458
负债及权益合计	6166	6214	6350	6595	6748

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	847	1007	564	611	681
净利润	430	520	598	678	763
折旧摊销	124	110	139	135	128
财务费用	(25)	(9)	24	26	28
投资收益	(11)	(34)	(80)	(80)	(80)
营运资金变动	339	409	(116)	(147)	(157)
其它	(12)	12	0	0	0
投资活动现金流	(986)	(1009)	(58)	6	34
资本支出	(330)	(154)	(138)	(74)	(46)
其他投资	(656)	(855)	80	80	80
筹资活动现金流	(817)	(692)	(540)	(536)	(723)
借款变动	(161)	(47)	1	83	(24)
普通股增加	(4)	3	0	0	0
资本公积增加	4	20	0	0	0
股利分配	(500)	(665)	(517)	(592)	(671)
其他	(155)	(3)	(24)	(26)	(28)
现金净增加额	(956)	(694)	(33)	81	(7)

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	4559	4839	5225	5711	6226
营业成本	2370	2394	2520	2701	2906
营业税金及附加	33	45	49	53	58
营业费用	1203	1294	1421	1565	1718
管理费用	300	368	366	405	442
研发费用	99	105	113	131	143
财务费用	(21)	(4)	24	26	28
资产减值损失	(133)	(99)	(99)	(99)	(99)
公允价值变动收益	(1)	0	0	0	0
其他收益	38	46	46	46	46
投资收益	11	34	34	34	34
营业利润	490	618	713	809	912
营业外收入	15	11	11	11	11
营业外支出	28	7	7	7	7
利润总额	477	622	717	813	916
所得税	47	102	119	135	153
少数股东损益	(2)	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	433	520	598	678	763

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	-14%	6%	8%	9%	9%
营业利润	-26%	26%	15%	13%	13%
归母净利润	-24%	20%	15%	13%	13%
获利能力					
毛利率	48.0%	50.5%	51.8%	52.7%	53.3%
净利率	9.5%	10.7%	11.5%	11.9%	12.3%
ROE	10.3%	12.4%	14.1%	15.7%	17.3%
ROIC	8.7%	10.9%	12.9%	14.3%	15.7%
偿债能力					
资产负债率	31.8%	32.2%	32.3%	33.5%	33.7%
净负债比率	6.3%	7.4%	7.2%	8.2%	7.7%
流动比率	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9
速动比率	1.4	1.2	1.3	1.3	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9
存货周转率	2.0	2.2	2.2	2.3	2.3
应收账款周转率	11.4	17.4	22.8	23.0	23.0
应付账款周转率	3.4	3.5	3.8	3.8	3.8
每股资料(元)					
EPS	0.52	0.62	0.72	0.81	0.92
每股经营净现金	1.02	1.21	0.68	0.73	0.82
每股净资产	5.02	5.04	5.13	5.24	5.35
每股股利	0.60	0.62	0.71	0.80	0.91
估值比率					
PE	21.6	18.0	15.6	13.8	12.3
PB	2.2	2.2	2.2	2.1	2.1
EV/EBITDA	21.2	16.5	12.6	11.4	10.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。