

**评级：买入（维持）**

市场价格：25.99 元

分析师：张潇

执业证书编号：S0740523030001

Email: zhangxiao06@zts.com.cn

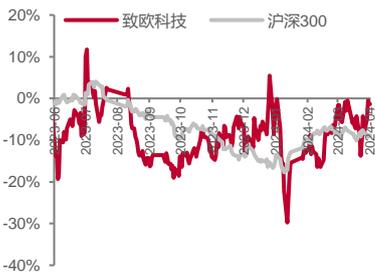
研究助理：万欣怡

Email: wanxy@zts.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	401.50
流通股本(百万股)	35.67
市价(元)	25.99
市值(百万元)	10434.99
流通市值(百万元)	927.10

**股价与行业-市场走势对比**



**相关报告**

**公司盈利预测及估值**

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,455	6,074	7,567	9,265	11,264
增长率 yoy%	-9%	11%	25%	22%	22%
净利润(百万元)	250	413	499	612	743
增长率 yoy%	4%	65%	21%	23%	21%
每股收益(元)	0.62	1.03	1.24	1.52	1.85
每股现金流量	2.46	3.73	1.51	0.70	1.33
净资产收益率	14%	13%	14%	15%	16%
P/E	42	25	21	17	14
P/B	6	3	3	3	2

备注：股价信息为4月24日收盘价

**投资要点**

- **事件：近期公司发布 2023 年报及 2024 年一季报。**2023 年公司实现营收 60.7 亿元 (+11%yoy)，归母净利润 4.13 亿元 (+65%yoy)，扣非归母净利润 4.3 亿元 (+72%yoy)，23 年业绩实现高增。单季度看，23Q4 公司实现营收 19.4 亿元 (+45%yoy)，归母净利润 1.3 亿元 (+61%yoy)，扣非归母净利润 1.2 亿元；23 年公司拟每股现金分红 0.5 元，合计派发 2.0 亿元，分红占归母净利润 48.6%。24Q1 公司实现营收 18.4 亿元 (+45%yoy)，实现归母净利润 1.01 亿元 (+15%yoy)，实现扣非归母净利润 0.96 亿元 (+14%yoy)；Q1 业绩稳健增长。
- **分产品看**，23 年家具/家居/宠物/庭院系列实现收入 27.1/22.9/5.2/4.7 亿元，分别同比+4.8%/+22.3%/+37.3%/-12.4%，毛利率（含运费）为 36.63%/37.16%/35.86%/33.10%，其中家具/家居系列毛利率分别同比+6.03/+3.34pct；**分市场看**，23 年欧洲/北美/日本分别实现收入 37.3/21.73/0.48 亿元，分别同比+21.7%/-3.2%/+2.1%，毛利率（含运费）为 38.92%/32.36%/38.40%，其中欧洲/北美毛利率同比+5.54/+3.14pct；**公司整体毛利率（含运费）36.32pct**，同比+4.67%，盈利水平提升主因海运费显著下降。**分渠道看**，B2C/B2B 营收 49.39 亿元/10.45 亿元，同比+14%/-0.23%，毛利率（含运费）37.81%/30.24%，同比+4.63/4.80pct；**亚马逊平台稳健增长**，23 年营收同比+13%，占比提升 0.94pct 至 69%；**新平台 OTTO 发展迅速**，23 年营收同比+81%，占比提升 1.61pct 至 4%；**由于产能问题和新品延迟到货影响**，线上 B2B 渠道收入下滑，23 年营收同比-11%。23 年公司销售净利率 6.80%，同比+2.22pct，扣非净利率 7.11%，同比+2.50pct；期间费用率 27.85%，同比+2.07pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.20/+0.83/+0.16/-0.12pct，销售费用率提升主因平台交易费、广告费增长。
- **Q1 营收高增，现金流表现靓丽。**24Q1 公司营收同比+45%，营收高增主因新品拓展顺利、销售规模扩大。**盈利能力方面**，24Q1 销售毛利率 36%，同比-0.78pct，销售净利率 5.46%，同比-1.43pct，盈利水平下降主因 Q1 海运费同比有所上涨。**费用率方面**，24Q1 销售/管理/财务/研发费用率为 24.37%/3.68%/1.39%/0.94%，同比+1.59/-0.01/+0.59/-0.26pct，销售费用率提升主因平台交易费、广告费增长，财务费用率提升主因汇率波动导致汇兑损失。**现金流及营运能力方面**，24Q1 经营性现金流净额为 4.38 亿元，同比+70%，现金流表现靓丽；存货/应收账款周转天数为 76/9 天，同比+3.8 天/-0.7 天，营运能力稳定。
- **投资建议：**24 年公司将大力发展美国市场，提高东南亚对美出货比例，提升欧洲地区尾程时效及优化尾程费用，供应链优势有望进一步增强。预计 2024-2026 年公司归母净利润为 4.99、6.12、7.43 亿元（24-25 年前值为 5.25、6.70，据 23 年及 24Q1 业绩有所调整），对应 PE 为 21、17、14 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**海外需求下滑、物流不畅、汇率波动等风险。

图表 1: 公司三大财务报表

资产负债表					利润表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	726	2,270	2,779	3,379	营业收入	6,074	7,567	9,265	11,264
应收票据	0	0	0	0	营业成本	3,868	4,762	5,753	6,993
应收账款	190	237	291	353	税金及附加	6	7	9	23
预付账款	19	24	173	210	销售费用	1,410	1,764	2,169	2,660
存货	879	952	1,151	1,399	管理费用	244	310	389	484
合同资产	0	0	0	0	研发费用	60	91	134	180
其他流动资产	1,342	1,067	1,249	1,444	财务费用	-23	16	19	18
流动资产合计	3,157	4,551	5,642	6,784	信用减值损失	-15	2	2	-3
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-19	-1	-18	-30
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	-23	-23	-24	-40
固定资产	42	36	30	25	投资收益	35	0	0	0
在建工程	0	4	8	12	其他收益	5	0	0	122
无形资产	10	12	13	14	营业利润	492	596	750	953
其他非流动资产	2,372	2,373	2,374	2,375	营业外收入	1	0	0	1
非流动资产合计	2,424	2,424	2,425	2,427	营业外支出	5	5	21	21
<b>资产合计</b>	<b>5,581</b>	<b>6,975</b>	<b>8,067</b>	<b>9,211</b>	利润总额	488	591	729	933
短期借款	912	1,862	2,302	2,589	所得税	75	92	117	190
应付票据	0	0	0	0	净利润	413	499	612	743
应付账款	391	400	479	626	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	1	0	0	0	归属母公司净利润	413	499	612	743
合同负债	54	67	82	100	NOPLAT	394	513	628	758
其他应付款	95	95	95	95	EPS (按最新股本摊薄)	1.03	1.24	1.52	1.85
一年内到期的非流动负债	147	147	147	147					
其他流动负债	209	230	255	285	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	1,809	2,801	3,361	3,842	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	11.3%	24.6%	22.4%	21.6%
其他非流动负债	651	651	651	651	EBIT增长率	57.5%	30.6%	23.1%	27.2%
非流动负债合计	651	651	651	651	归母公司净利润增长率	65.1%	21.0%	22.6%	21.4%
<b>负债合计</b>	<b>2,460</b>	<b>3,452</b>	<b>4,013</b>	<b>4,494</b>	获利能力				
归属母公司所有者权益	3,121	3,522	4,054	4,717	毛利率	36.3%	37.1%	37.9%	37.9%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	6.8%	6.6%	6.6%	6.6%
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,121</b>	<b>3,522</b>	<b>4,054</b>	<b>4,717</b>	ROE	13.2%	14.2%	15.1%	15.8%
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,581</b>	<b>6,975</b>	<b>8,067</b>	<b>9,211</b>	ROIC	27.0%	19.1%	18.7%	19.5%
					偿债能力				
					资产负债率	44.1%	49.5%	49.7%	48.8%
					债务权益比	54.8%	75.5%	76.5%	71.8%
					流动比率	1.7	1.6	1.7	1.8
					速动比率	1.3	1.3	1.3	1.4
					营运能力				
					总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.2
					应收账款周转天数	10	10	10	10
					应付账款周转天数	29	30	28	28
					存货周转天数	73	69	66	66
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.03	1.24	1.52	1.85
					每股经营现金流	3.73	1.51	0.70	1.33
					每股净资产	7.77	8.77	10.10	11.75
					估值比率				
					P/E	25	21	17	14
					P/B	3	3	3	2
					EV/EBITDA	63	49	40	31

来源: Wind、中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。  
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。