

评级：买入（维持）

市场价格：63.96元

分析师：张潇

执业证书编号：S0740523030001

Email: zhangxiao06@zts.com.cn

分析师：邹文婕

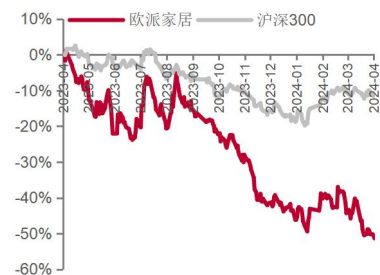
执业证书编号：S0740523070001

Email: zouwj@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	609
流通股本(百万股)	609
市价(元)	63.96
市值(百万元)	38,961
流通市值(百万元)	38,961

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)	22,480	22,782	24,061	25,839	27,609
增长率 yoy%	10%	1%	6%	7%	7%
净利润(百万元)	2,688	3,036	3,233	3,487	3,720
增长率 yoy%	1%	13%	6%	8%	7%
每股收益(元)	4.41	4.98	5.31	5.72	6.11
每股现金流量	3.96	8.01	10.90	0.99	12.29
净资产收益率	16%	17%	15%	14%	13%
P/E	14	13	12	11	10
P/B	2.4	2.2	1.8	1.6	1.4

备注：股价信息为4月29日收盘价

投资要点

- **事件：公司24Q1业绩，业绩基本符合预期。**公司24Q1实现营业收入36.21亿元，同比+1.43%；实现归母净利润2.18亿元，同比+43%；实现扣非净利润1.43亿元，同比+10.03%。
- **卫浴品类延续较快增长，大宗业务修复明显。**分品类看，卫浴品类延续较快增长。24Q1年橱柜、衣柜及配套、卫浴、木门收入分别为10.68、19.06、2.03、2.17亿元，同比分别-1.62%、-3.55%、+10.22%、+4.96%。分渠道看，直营及海外渠道表现靓丽。24Q1直营、经销、大宗、其他（海外）分别实现营业收入1.49、26.2、6.95、0.84亿元，同比分别+66.95%、-4.95%、+18.78%、+45.59%。门店数量方面，24Q1欧派、欧铂丽、欧铂尼、铂尼思、其他品牌门店数量截至24Q1分别为5848、1027、991、489、213家，合计8568家，较23年末减少148家。
- **盈利能力持续改善，衣柜、卫浴、木门毛利率提升显著。**盈利能力方面，24Q1毛利率同比+3.31pp至29.98%；其中橱柜、衣柜及配套、卫浴、木门毛利率分别为25.51%、35.57%、21.36%、15.03%，同比分别-3.77pp、+7.89pp、+4.24pp、+7.28pp。24Q1销售净利率同比+1.88pp至6.03%。期间费用率方面，24Q1期间费用率同比+2.84pp至24.44%；其中，销售费用率+1.84pp至11.59%；管理费用率同比+0.49pp至14.4%；研发费用率同比+0.98pp至6.21%；财务费用率同比+0.51pp至-1.55%。盈利能力改善主要受益于降本增效的持续推行及原材料采购价格下降。
- **现金流受销售回款时点影响有所下滑。**现金流方面，24Q1公司实现经营现金流-4.52亿元，同比-161.28%。现金流下降主要由于销售现金流下降所致，24Q1销售现金流40.53亿元，23Q1为51.82亿元。营运效率方面，24Q1存货周转天数37.63天，同比下降8.97天；应收账款周转天数35.61天，同比上升2.67天；应付账款周转天数54.88天，同比下降4.33天。
- **投资建议：**中长期看，公司大家居战略深化，零售大家居模式成长空间充足。我们预期公司2024-2026年归母净利润为32.33、34.87、37.20亿元，对应PE为12、11、10倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期风险；市场竞争加剧风险；原材料价格大幅波动风险；产能建设进度不及预期风险

图表 1：公司三大财务报表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	12,575	11,271	11,397	18,573	营业收入	22,782	24,061	25,839	27,609
应收票据	43	0	0	0	营业成本	15,000	15,843	17,013	18,179
应收账款	1,362	1,417	1,320	1,324	税金及附加	165	174	187	199
预付账款	100	238	255	273	销售费用	1,982	2,069	2,222	2,374
存货	1,132	1,271	5,267	2,457	管理费用	1,401	1,444	1,550	1,657
合同资产	0	0	0	0	研发费用	1,126	1,190	1,318	1,408
其他流动资产	1,154	855	1,007	1,201	财务费用	-308	-73	-211	-228
流动资产合计	16,365	15,051	19,246	23,828	信用减值损失	-238	5	-2	4
其他长期投资	1,243	1,243	1,243	1,243	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	-22	-22	-22	-18
固定资产	7,066	6,693	6,421	6,240	投资收益	88	88	47	47
在建工程	1,942	2,042	2,042	1,942	其他收益	270	270	270	270
无形资产	1,033	829	727	616	营业利润	3,513	3,755	4,052	4,325
其他非流动资产	6,697	6,744	6,785	6,816	营业外收入	44	44	44	44
非流动资产合计	17,982	17,551	17,217	16,857	营业外支出	20	20	20	20
资产合计	34,347	32,602	36,464	40,685	利润总额	3,537	3,779	4,076	4,349
短期借款	7,796	97	226	335	所得税	512	546	589	629
应付票据	51	159	119	114	净利润	3,025	3,233	3,487	3,720
应付账款	1,695	4,753	5,155	5,563	少数股东损益	-10	0	0	0
预收款项	504	739	726	670	归属母公司净利润	3,036	3,233	3,487	3,720
合同负债	999	433	465	497	NOPLAT	2,762	3,170	3,307	3,525
其他应付款	977	977	977	977	EPS (按最新股本摊薄)	4.98	5.31	5.72	6.11
一年内到期的非流动负债	58	58	58	58					
其他流动负债	1,099	1,124	1,179	1,235	主要财务比率				
流动负债合计	13,180	8,340	8,906	9,449	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	607	657	587	667	成长能力				
应付债券	1,682	1,682	1,682	1,682	营业收入增长率	1.3%	5.6%	7.4%	6.9%
其他非流动负债	762	762	762	762	EBIT增长率	14.5%	14.8%	4.3%	6.6%
非流动负债合计	3,051	3,101	3,031	3,111	归母公司净利润增长率	12.9%	6.5%	7.9%	6.7%
负债合计	16,231	11,441	11,937	12,560	获利能力				
归属母公司所有者权益	18,117	21,162	24,527	28,126	毛利率	34.2%	34.2%	34.2%	34.2%
少数股东权益	-1	-1	-1	-1	净利率	13.3%	13.4%	13.5%	13.5%
所有者权益合计	18,116	21,161	24,527	28,125	ROE	16.8%	15.3%	14.2%	13.2%
负债和股东权益	34,347	32,602	36,464	40,685	ROIC	15.7%	23.1%	20.0%	17.9%
					偿债能力				
					资产负债率	47.3%	35.1%	32.7%	30.9%
					债务权益比	60.2%	15.4%	13.5%	12.5%
					流动比率	1.2	1.8	2.2	2.5
					速动比率	1.2	1.7	1.6	2.3
					营运能力				
					总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
					应收账款周转天数	21	21	19	17
					应付账款周转天数	43	73	105	106
					存货周转天数	31	27	69	76
					每股指标 (元)				
					每股收益	4.98	5.31	5.72	6.11
					每股经营现金流	8.01	10.90	0.99	12.29
					每股净资产	29.05	34.04	39.57	45.48
					估值比率				
					P/E	13	12	11	10
					P/B	2	2	2	1
					EV/EBITDA	80	71	69	66

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。