

评级：买入（维持）

市场价格：7.37 港元

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

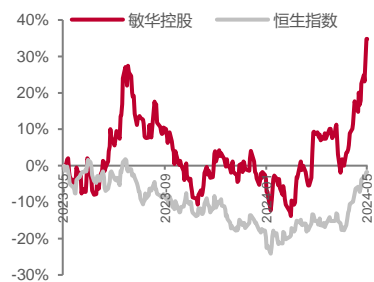
研究助理：万欣怡

Email: wanxy@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	3,878
流通股本(百万股)	3,878
市价(港元)	7.37
市值(百万港元)	28,577
流通市值(百万港元)	28,577

股价与行业-市场走势对



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2023A	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万港元)	17,351	18,411	20,927	23,824	26,674
增长率 yoy%	-19.3%	6.1%	13.7%	13.8%	12.0%
净利润(百万港元)	1,915	2,302	2,598	2,839	3,087
增长率 yoy%	-14.8%	20.2%	12.9%	9.2%	8.8%
每股收益(港元)	0.49	0.59	0.67	0.73	0.80
每股现金流量	1.05	0.65	0.88	0.88	0.92
净资产收益率	16.5%	19.5%	19.4%	17.6%	16.2%
P/E	7.1	5.9	5.3	4.8	4.4
P/B	1.2	1.1	0.9	0.8	0.7

备注：股价信息为5月17日收盘价

投资要点

- **事件：公司发布 FY2024 年度业绩，利润端表现靓丽超预期。**公司 FY2024 实现营业收入 184.1 亿港元，同比+6.1%（人民币口径同比+10.8%）；实现归母净利润 2.302 亿港元，同比+20.2%（人民币口径同比+25.5%）。FY2024 其他损益为净亏损 3.04 亿港元，主要受金融资产公允价值变动损益影响。FY24H2 实现营业收入 9.47 亿港元，同比+17.5%；实现归母净利润 11.66 亿港元，同比+41.8%。
- **内销逐步修复，沙发销量增长靓丽，单店提货企稳。**FY2024 中国市场收入 119.87 亿港元，同比+8.1%（人民币口径：同比+12.8%，H1/H2 分别为+11.0%/+14.8%）；剔除铁架业务收入 107.69 亿港元，同比+4.8%（人民币口径：同比+9.5%，H1/H2 分别为+8.8%/+10.2%）。

1) 分渠道看：线下渠道修复加速，单店提货逐步企稳。人民币口径下，线下渠道 FY24 收入同比+10.5%（H1/H2 分别为+6.3%/+15.1%）；线上渠道 FY24 收入同比+6.3%（H1/H2 分别为+17.5%/-2.6%）。线下渠道取得修复，特别是下半财年提速明显。截至 24 年 3 月末，公司线下门店数量 7236 家，净开店 765 家，FY24 单店提货额 103.5 万元，同比仅-1.2%（H1/H2 分别为-3.9%/+3.0%），门店开拓符合预期，单店提货逐步企稳。

2) 分品类看，沙发销量增长靓丽。人民币口径下，沙发及配套品 FY24 收入同比 7.7%（H1/H2 分别为+7.1%/+8.2%）；拆分量价来看，FY24 沙发销量同比+25.7%（H1/H2 分别为+27.6%/+24.0%）；ASP（含配套）同比-14.3%（H1/H2 分别为-16.0%/-12.7%）。若剔除配套品，仅沙发品类 FY24 收入同比+15.7%，ASP 同比-7.9%（均为人民币口径）。床垫及配套品 FY24 收入同比+10.6%（其中 H1/H2 收入同比分别+13.3%/+7.8%）。

- **下半财年外销低基数下大幅改善。**FY24 北美市场收入 42.84 亿港元，同比+2.3%，其中 H1/H2 同比分别-20.5%/+38.3%；欧洲及其他市场收入 11.95 亿港元，同比+2.9%，其中 H1/H2 同比分别-20.6%/+35.1%；HG 集团收入 6.13 亿港元，同比-9.1%，其中 H1/H2 同比分别+6.7%/-20.3%。
- **成本下行及费用控制下盈利能力改善。**FY24 公司毛利率同比+0.9pp 至 39.4%，其中 FY24H1/FY24H2 公司毛利率分别为 39.1%/39.6%。毛利率上升的核心驱动力为原材料成本的下降，FY23 公司主要原材料中真皮/钢材/木夹板/印花布/化学品/包装材料平均单价同比分别-10.1%/-8.1%/-24.6%/-6.0%/-2.8%/-8.9%。**分市场来看，1) 中国市场**毛利率同比+0.1pp 至 40.4%，成本下行的贡献被促销力度加强/经销商激励等因素部分抵消。**2) 北美市场：**毛利率同比+0.7pp 至 37.1%，若剔除海运附加费影响，实际毛利率同比+8.4pp。**3) 欧洲及其他海外市场：**毛利率同比+6.7pp 至 30.3%。**4) HG 集团：**毛利率同比+5.7pp 至 29.2%。费用率方面，FY24 销售费用率同比-1.1pp 至 18%，下降主要原因为境外运输及港口费用收入占比同比-1.4pp 至 3.2%，系海运费降低所致；营销费用收入占比略增 0.4pp 至 3.1%。管理费用率同比-0.8pp 至 5.2%，费控成效明显。此外，所得税开支同比-5.7%至 4.68 亿港元，实际税率同比-4.7pp 至 16.4%。
- **投资建议：**公司为功能沙发龙头，家居智能化趋势下功能沙发渗透率有望持续提升；短期看公司内销及外销均呈持续修复态势，预计 FY2025-27 年归母净利润 25.98、28.39、30.87 亿港元（FY2025-26 年前值为 26.94/30.39 亿港元，据 FY2024 业绩有所调整），PE 为 5/5/4 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期风险；市场竞争加剧风险等

图表 1: 公司三大财务报表

资产负债表					利润表				
单位:百万港元					单位:百万港元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3,274	6,561	9,376	13,105	营业总收入	18,799	21,373	24,337	27,263
应收款项合计	2,733	2,765	3,171	3,541	主营业务收入	18,411	20,927	23,824	26,674
存货	1,848	2,640	3,025	3,420	其他营业收入	387	446	512	589
其他流动资产	250	607	693	691	营业总支出	15,738	18,066	20,572	23,196
流动资产合计	8,105	12,573	16,265	20,757	营业成本	11,163	13,189	15,116	17,088
固定资产净额	7,228	6,542	6,225	5,540	营业开支	4,575	4,876	5,456	6,108
权益性投资	23	69	69	68	营业利润	3,061	3,307	3,765	4,067
其他长期投资	444	482	477	481	净利息支出	201	77	107	128
商誉及无形资产	3,487	3,394	3,540	3,447	权益性投资损益	4	7	-10	0
土地使用权	0	0	0	0	其他非经营性损益	0	7	-20	11
其他非流动资产	521	333	335	352	非经常项目前利润	2,864	3,245	3,627	3,949
非流动资产合计	11,703	10,820	10,646	9,888	非经常项目损益	0	70	0	0
资产总计	19,808	23,393	26,911	30,645	除税前利润	2,864	3,315	3,627	3,949
应付账款及票据	710	1,156	1,325	1,497	所得税	468	610	667	727
短期借贷及长期借贷当期到期部分	4,113	4,113	4,113	4,113	少数股东损益	94	106	121	136
其他流动负债	1,605	1,935	2,230	2,478	持续经营净利润	2,302	2,599	2,838	3,087
流动负债合计	6,428	7,204	7,668	8,088	非持续经营净利润	0	0	0	0
长期借贷	1	101	201	301	净利润	2,302	2,598	2,839	3,087
其他非流动负债	303	308	301	292	优先股利及其他调整项	0	0	0	0
非流动负债合计	304	409	502	593	归属普通股股东净利润	2,302	2,598	2,839	3,087
负债总计	6,732	7,613	8,170	8,681	EPS (按最新股本摊薄)	0.59	0.67	0.73	0.80
归属母公司所有者权益	12,083	14,682	17,520	20,608	主要财务比率				
少数股东权益	992	1,099	1,220	1,356	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
股东权益总计	13,076	15,780	18,740	21,963	成长能力				
负债及股东权益总计	19,808	23,393	26,911	30,645	营业收入增长率	6.1%	13.7%	13.8%	12.0%
					归属普通股股东净利润增长率	20.2%	12.9%	9.2%	8.8%
					获利能力				
					毛利率	39.4%	37.0%	36.6%	35.9%
					净利率	12.5%	12.4%	11.9%	11.6%
					ROE	19.5%	19.4%	17.6%	16.2%
					ROA	11.7%	12.0%	11.3%	10.7%
					偿债能力				
					资产负债率	34.0%	32.5%	30.4%	28.3%
					流动比率	1.3	1.7	2.1	2.6
					速动比率	1.0	1.4	1.7	2.1
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.59	0.67	0.73	0.80
					每股经营现金流	0.65	0.88	0.88	0.92
					每股净资产	3.12	3.79	4.52	5.31
					估值比率				
					P/E	5.9	5.3	4.8	4.4
					P/B	1.1	0.9	0.8	0.7

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。