

评级：买入（维持）

市场价格：44.35元

分析师：张潇

执业证书编号：S0740523030001

Email: zhangxiao06@zts.com.cn

分析师：郭美鑫

执业证书编号：S0740520090002

Email: guomx@zts.com.cn

分析师：邹文婕

执业证书编号：S0740523070001

Email: zouwj@zts.com.cn

分析师：吴思涵

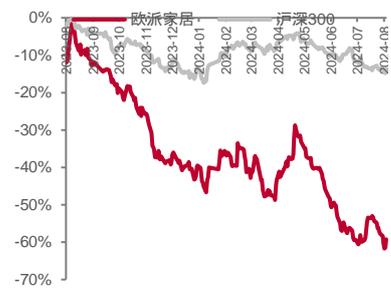
执业证书编号：S0740523090002

Email: wush@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	609.15
流通股本(百万股)	609.15
市价(元)	44.35
市值(百万元)	27,015.91
流通市值(百万元)	27,015.91

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	21,982	23,652	25,366
增长率 yoy%	10.0%	1.3%	-3.5%	7.6%	7.2%
净利润(百万元)	2,688	3,036	2,963	3,204	3,482
增长率 yoy%	0.9%	12.9%	-2.4%	8.1%	8.7%
每股收益(元)	4.41	4.98	4.86	5.26	5.72
每股现金流量	3.96	8.01	6.54	6.46	6.82
净资产收益率	16.3%	16.8%	14.9%	14.5%	14.2%
P/E	10.0	8.9	9.1	8.4	7.8
P/B	1.6	1.5	1.4	1.2	1.1

备注：股价信息为8月30日收盘价

投资要点

- **事件：行业压力加剧，公司业绩承压。**公司 24H1 实现营业收入 85.83 亿元，同比-12.81%；实现归母净利润 9.9 亿元，同比-12.61%；扣非后归母净利润 7.76 亿元，同比-27.54%；分季度看，Q1/Q2 分别实现营业收入 36.21/49.62 亿元，同比分别+1.43%/-20.91%；实现归母净利润 2.18/7.72 亿元，同比+43%/-21.26%；扣非后归母净利润 1.43/6.34 亿元，同比+10.03%/-32.72%。非经常性损益金额 2.13 亿元，其中政府补助 1.34 亿元。
- **经销渠道承压明显，直营及整装渠道稳健，零售大家居蓬勃发展。**分品类看，24H1 橱柜、衣柜及配套、卫浴、木门、其他收入分别为 25.57、44.19、5.03、4.97 亿元，同比分别-16.76%、-18.63%、+9.29%、-13.61%。分渠道看，24H1 直营、经销、大宗、其他（海外）分别实现营业收入 3.35、63.95、14.99、1.73 亿元，同比分别+17.27%、-17.58%、+0.97%、+27.16%。整装渠道营收同比增长 8.7%。直营渠道在行业承压下仍有较为靓丽表现，体现公司总部在营销及引流打法的优势依然存在，后续有望将成功经验向经销商赋能，经销渠道改善可期。门店数量方面，24H1 末欧派、欧铂丽、欧铂尼、铂尼思、其他品牌门店数量分别为 5644、1037、954、539、155 家，合计 8329 家，较 23 年末减少 387 家。门店数量调整主要为公司主动落实经销商经营减负措施及门店店态转型升级导致。24H1 零售大家居业态逐步取得经销商广泛认可，截至 24H1 末有效门店已超过 850 家，较 23 年末增加 200 多个。
- **降本增效下毛利率仍有提升。**盈利能力方面，24H1 毛利率同比+1.06pp 至 32.57%；其中橱柜、衣柜及配套、卫浴、木门、其他产品毛利率分别为 29.22%、36.67%、24.99%、23.83%、21.06%，同比分别-1.05pp、+3.08pp、-1.35pp、+2.83pp、-19.11pp。24H1 期间费用率同比+3.99pp 至 22.01%；其中，销售费用率+2.44pp 至 11.39%；管理费用率同比+0.99pp 至 11.88%；研发费用率同比+0.41pp 至 4.87%；财务费用率同比+0.56pp 至-1.27%；销售净利率同比+0.13pp 至 11.57%。
- **24Q2 经营现金流表现靓丽，运营效率提升。**现金流方面，24H1 实现经营现金流 12.5 亿元，同比-39.85%；经营现金流/经营活动净收益比值为 149.21%；销售现金流/营业收入同比-9.09pp 至 114.98%。现金流下降主要由于回款时点变化导致 24Q1 经营现金流较弱导致，24Q2 经营现金流恢复至 17.01 亿元，同比+26.9%。营运效率方面，24H1 净营业周期 10.84 天，同比下降 3.61 天；其中，存货周转天数 32.38 天，同比下降 3.6 天；应收账款周转天数 28.95 天，同比上升 3.77 天；应付账款周转天数 50.49 天，同比上升 3.77 天。
- **投资建议：**短期受行业压力影响业绩承压，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。根据 24 中报业绩下调盈利预测，我们预期公司 2024-2026 年归母净利润为 29.6、32、34.8 亿元（前值为 32.33、34.87、37.20 亿元），对应 PE 9、8、8X，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；

图表 1: 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	12,583	16,058	19,116	营业收入	22,782	21,982	23,652	25,366
应收票据	43	165	144	129	营业成本	15,000	14,354	15,421	16,539
应收账款	1,362	1,171	1,325	1,458	税金及附加	165	154	176	189
预付账款	100	119	126	124	销售费用	1,982	1,868	1,963	2,055
存货	1,132	1,280	1,393	1,434	管理费用	1,401	1,319	1,395	1,471
合同资产	0	0	0	0	研发费用	1,126	1,033	1,135	1,218
其他流动资产	1,154	881	1,039	1,263	财务费用	-308	30	-18	44
流动资产合计	16,365	16,198	20,084	23,525	信用减值损失	-238	-110	-110	-110
其他长期投资	1,243	1,292	1,278	1,271	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	0	9	6	5	公允价值变动收益	-22	-1	-19	-14
固定资产	7,066	6,881	6,644	6,588	投资收益	88	80	64	77
在建工程	1,942	2,156	2,411	2,547	其他收益	270	230	206	235
无形资产	1,033	829	727	616	营业利润	3,513	3,421	3,720	4,040
其他非流动资产	6,697	6,793	6,829	6,847	营业外收入	44	60	44	49
非流动资产合计	17,982	17,960	17,895	17,875	营业外支出	20	17	18	18
资产合计	34,347	34,158	37,979	41,400	利润总额	3,537	3,464	3,746	4,070
短期借款	7,796	4,923	5,768	6,163	所得税	511	501	541	588
应付票据	51	144	108	104	净利润	3,025	2,963	3,204	3,482
应付账款	1,695	1,798	1,954	2,022	少数股东损益	-10	0	0	0
预收款项	504	675	664	616	归属母公司净利润	3,036	2,963	3,204	3,482
合同负债	999	1,100	1,109	1,114	NOPLAT	2,762	2,989	3,189	3,519
其他应付款	977	829	882	896	EPS (按最新股本摊薄)	4.98	4.86	5.26	5.72
一年内到期的非流动负债	58	58	58	58					
其他流动负债	1,099	1,030	1,069	1,103	主要财务比率				
流动负债合计	13,180	10,558	11,613	12,075	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	607	1,209	1,811	2,413	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%	-3.5%	7.6%	7.2%
其他非流动负债	762	762	762	762	EBIT增长率	14.5%	8.2%	6.7%	10.4%
非流动负债合计	3,051	3,653	4,255	4,856	归母公司净利润增长率	12.9%	-2.4%	8.1%	8.7%
负债合计	16,231	14,211	15,868	16,932	获利能力				
归属母公司所有者权益	18,117	19,948	22,112	24,469	毛利率	34.2%	34.7%	34.8%	34.8%
少数股东权益	-1	-1	-1	-1	净利率	13.3%	13.5%	13.5%	13.7%
所有者权益合计	18,116	19,947	22,111	24,468	ROE	16.8%	14.9%	14.5%	14.2%
负债和股东权益	34,347	34,158	37,979	41,400	ROIC	15.7%	17.2%	15.7%	15.3%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	47.3%	41.6%	41.8%	40.9%
					债务权益比	60.2%	43.3%	45.6%	45.3%
					流动比率	1.2	1.5	1.7	1.9
					速动比率	1.2	1.4	1.6	1.8
					营运能力				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6
经营活动现金流	4,878	3,985	3,936	4,154	应收账款周转天数	21	21	19	20
现金收益	3,582	3,896	4,057	4,368	应付账款周转天数	43	44	44	43
存货影响	282	-147	-113	-42	存货周转天数	31	30	31	31
经营性应收影响	70	50	-140	-118	每股指标 (元)				
经营性应付影响	44	218	163	29	每股收益	4.98	4.86	5.26	5.72
其他影响	901	-32	-31	-84	每股经营现金流	8.01	6.54	6.46	6.82
投资活动现金流	-4,664	-610	-885	-923	每股净资产	29.74	32.75	36.30	40.17
资本支出	-1,726	-727	-787	-812	估值比率				
股权投资	11	-9	2	1	P/E	8.9	9.1	8.4	7.8
其他长期资产变化	-2,949	126	-100	-112	P/B	1.5	1.4	1.2	1.1
融资活动现金流	741	-3,367	424	-173	EV/EBITDA	22.4	20.8	19.9	18.5
借款增加	3,710	-2,271	1,447	996					
股利及利息支付	-1,323	-1,383	-1,463	-1,622					
股东融资	1	0	0	0					
其他影响	-1,647	287	440	453					

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。本报告仅供本公司的客户使用。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。