

好太太 (603848.SH)

国补有望驱动增长，持续深耕智能家居

24 年公司收入 15.6 亿元 (同比-7.8%)，核心业务智能家居销量增长 19.4% 至 153.3 万套，但均价受价格战影响大幅下滑 22.4% 至 865.8 元。24 年及 25Q1 费用端承压，主要因为线下推广及电商投入加大、规模效应减弱。利润端受价格战及产品结构影响暂时承压，但渠道改革及以旧换新政策或为中长期增长蓄力，维持“强烈推荐”评级。

□ 公司发布 2024 年年报及 2025Q1 季报。24 年公司实现营收 15.6 亿元，同比-7.8%；实现归母净利润 2.5 亿元，同比-24.1%。单 24Q4 季度来看，24Q4 公司实现营收 4.9 亿元，同比-14.7%；实现归母净利润 5805.2 万元，同比-34.7%。2025Q1 营收 2.6 亿元，同比-11.4%，实现归母净利润 3347.8 万元，同比-39.7%。业绩承压主要因为国内相关产品需求偏弱、智能家居行业竞争加剧。

□ 分产品看：智能家居销量增长显著，持续深耕智能家居

- 1) 智能家居：2024 年智能家居收入 13.3 亿 (同比-7.4%)，销量 153.3 万套 (同比+19.4%)，均价 865.8 元 (同比-22.4%)，毛利率 49.6% (同比-3.5pct)。其中，爆款产品 GW-129、GW-118 系列推动智能家居产品销量增长，但因均价受到行业价格战及低端产品占比影响致收入下降。
- 2) 传统晾衣架：24 年传统晾衣架收入 1.7 亿元 (同比-18.9%)，销量 60.8 万套 (同比-21.4%)，均价 287.9 元 (同比+3.3%)，毛利率 43.5% (同比+0.1pct)，主要因为市场同质化严重，产品量价均受挤压。

□ 线上渠道保持稳健，线下南北区分化

- 1) 线上渠道：2024 年线上渠道收入 9.9 亿 (同比+2.0%)，毛利率 50.71% (同比-3.21pct)，通过巩固传统电商头部地位、加速拓展抖音等新平台，保持市占率行业第一。
- 2) 线下渠道：2024 年线下渠道收入 5.3 亿 (同比-20.8%)。其中，南区收入 2.64 亿元 (-30.94%)、北区收入 2.63 亿元 (-7.17%)。线下渠道毛利率 45.2% (同比-1.9pct)。公司推进经销商渠道改革，聚焦下沉市场及以旧换新政策。

□ 规模效应减弱，叠加营销投入增加费用率，盈利能力呈现阶段性压力

- 1) 毛利率：2024 年公司整体毛利率 47.98% (同比-3.37pct)。(1) 分产品看，智能家居/晾衣架/其他产品毛利率分别为 49.64% (-2.9pct)、43.49% (+0.1pct)、28.71% (+10.67pct)；(2) 分渠道看，线上/线下毛利率分别为 50.71% (-2.6pct)、45.2% (-1.9pct)。2025Q1 受智能家居价格战、传统晾衣架同质化竞争、会计政策调整影响，公司毛利率进一步降至 47.92% (同比-4.02pct)。
- 2) 费用率：2024 年期间费用率 29.82% (同比+1.65pct)，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 21.83% (+1.50pct)、5.61% (+0.44pct)、3.15% (持平)、-0.77% (-0.29pct)，销售费用率增长因为线下渠道

强烈推荐 (维持)

消费品/轻工纺服

目标估值：NA

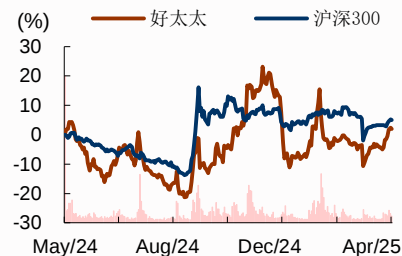
当前股价：14.85 元

基础数据

总股本 (百万股)	404
已上市流通股 (百万股)	402
总市值 (十亿元)	6.0
流通市值 (十亿元)	6.0
每股净资产 (MRQ)	6.1
ROE (TTM)	9.1
资产负债率	13.9%
主要股东	沈汉标
主要股东持股比例	53.82%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	13	5	4
相对表现	8	12	-1



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《好太太 (603848) —24H1 业绩承压，短期波动不改长期趋势》 2024-08-29
- 2、《好太太 (603848) —Q3 业绩表现靓丽，智能品类增长亮眼》 2023-10-30
- 3、《好太太 (603848) —激励发布彰显发展信心，智能晾晒产品渠道升级持续》 2023-09-27

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

王月 S1090523080003

wangyue20@cmschina.com.cn

推广及电商投入加大; 2025Q1 费用率攀升至 34.10%(同比+2.61pct), 销售、管理、研发、财务费用率分别为 23.30% (+1.36pct)、8.45% (+1.21pct)、3.15% (-0.31pct)、-0.80% (+0.36pct), 公司持续加大电商投入与线下渠道推广, 销售管理费用率有所提升。

3) **净利率**: 2024 年公司净利率 15.94% (同比-3.42pct), 其中 2024Q4 单季净利率 11.88% (-3.63pct); 2025Q1 净利率进一步收缩至 12.92% (同比-6.07pct), 主要因为毛利率下滑、规模效应减弱。

□ **运营能力保持稳定, 现金流净流入有所降低**。24 年/25Q1 公司存货周转天数分别为 69 天/98 天, 同比-9.6 天/-7 天, 同比有所降低; 24 年/25Q1 应收账款周转天数分别为 18.4 天/27.6 天, 同比-2.1 天/-2.4 天。24 年/25Q1 经营活动现金净流入 2.9 亿元 (同比-2.2 亿元) /-0.8 亿元 (同比-0.5 亿元)。

□ **维持“强烈推荐”投资评级**。由于 24 年宏观需求偏弱, 叠加地产需求较弱, 24 年业绩低于预期, 因此下调盈利预测。我们预计 2025-2027 年归母净利润为 2.8 亿元、3.3 亿元和 3.7 亿元, 分别同比变动+13%/+16%/+14%, 对应 25 年 PE 21.3X, 维持“强烈推荐”投资评级。

□ **风险提示**: 新产品推广不及预期、市场竞争加剧、房地产市场低迷。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1688	1557	1741	1955	2160
同比增长	22%	-8%	12%	12%	10%
营业利润(百万元)	375	287	326	378	431
同比增长	53%	-23%	13%	16%	14%
归母净利润(百万元)	327	248	282	327	372
同比增长	50%	-24%	13%	16%	14%
每股收益(元)	0.81	0.62	0.70	0.81	0.92
PE	18.3	24.1	21.3	18.4	16.1
PB	2.6	2.5	2.3	2.1	1.9

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	652	747	1071	1444	1818
现金	381	273	556	881	1207
交易性投资	0	100	100	100	100
应收票据	1	0	0	0	0
应收款项	91	68	76	85	94
其它应收款	7	8	9	10	12
存货	158	150	163	182	199
其他	15	149	166	186	206
非流动资产	2507	2626	2531	2445	2370
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	345	398	447	491	530
无形资产商誉	1392	1355	1219	1097	987
其他	771	874	865	858	852
资产总计	3159	3374	3601	3890	4187
流动负债	441	392	419	466	490
短期借款	0	0	0	10	0
应付账款	295	275	301	334	366
预收账款	22	21	23	25	28
其他	124	96	96	96	96
长期负债	24	142	142	142	142
长期借款	0	121	121	121	121
其他	24	21	21	21	21
负债合计	465	534	561	608	632
股本	404	404	404	404	404
资本公积金	338	356	356	356	356
留存收益	1554	1682	1883	2125	2399
少数股东权益	399	398	398	397	397
归属于母公司所有者权益	2296	2442	2643	2885	3159
负债及权益合计	3159	3374	3601	3890	4187

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	504	285	417	449	483
净利润	327	248	281	326	371
折旧摊销	44	82	182	171	162
财务费用	(4)	(8)	2	(1)	(3)
投资收益	(1)	(2)	(35)	(35)	(35)
营运资金变动	148	(34)	(12)	(12)	(12)
其它	(10)	(0)	0	0	0
投资活动现金流	(150)	(404)	(51)	(51)	(51)
资本支出	(109)	(225)	(86)	(86)	(86)
其他投资	(40)	(179)	35	35	35
筹资活动现金流	(91)	(3)	(83)	(74)	(105)
借款变动	(22)	91	(0)	10	(10)
普通股增加	3	(0)	0	0	0
资本公积增加	1	18	0	0	0
股利分配	(80)	(121)	(81)	(85)	(98)
其他	7	9	(2)	1	3
现金净增加额	264	(122)	284	324	327

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1688	1557	1741	1955	2160
营业成本	821	810	885	984	1077
营业税金及附加	17	17	19	22	24
营业费用	343	340	357	401	443
管理费用	87	87	98	110	121
研发费用	53	49	55	62	68
财务费用	(8)	(12)	2	(1)	(3)
资产减值损失	(44)	(13)	(10)	(10)	(10)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	43	32	32	32	32
投资收益	1	2	2	2	2
营业利润	375	287	326	378	431
营业外收入	4	2	2	2	2
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	378	288	326	378	431
所得税	51	40	45	52	59
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	327	248	282	327	372

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	22%	-8%	12%	12%	10%
营业利润	53%	-23%	13%	16%	14%
归母净利润	50%	-24%	13%	16%	14%
获利能力					
毛利率	51.4%	48.0%	49.2%	49.7%	50.1%
净利率	19.4%	16.0%	16.2%	16.7%	17.2%
ROE	15.1%	10.5%	11.1%	11.8%	12.3%
ROIC	12.3%	8.4%	9.2%	9.9%	10.4%
偿债能力					
资产负债率	14.7%	15.8%	15.6%	15.6%	15.1%
净负债比率	0.0%	3.6%	3.4%	3.4%	2.9%
流动比率	1.5	1.9	2.6	3.1	3.7
速动比率	1.1	1.5	2.2	2.7	3.3
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	4.6	5.3	5.7	5.7	5.7
应收账款周转率	17.4	19.5	24.3	24.3	24.2
应付账款周转率	3.4	2.8	3.1	3.1	3.1
每股资料(元)					
EPS	0.81	0.62	0.70	0.81	0.92
每股经营净现金	1.25	0.71	1.03	1.11	1.19
每股净资产	5.69	6.05	6.54	7.14	7.82
每股股利	0.30	0.20	0.21	0.24	0.28
估值比率					
PE	18.3	24.1	21.3	18.4	16.1
PB	2.6	2.5	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	16.2	20.8	12.6	11.7	10.9

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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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可能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。