

持续推进大家居战略，加快布局整装业务

好莱客(603898)

评级:	买入	股票代码:	603898
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	13.55/7.7
目标价格:		总市值(亿)	33.99
最新收盘价:	10.92	自由流通市值(亿)	33.99
		自由流通股数(百万)	311.28

事件概述

公司发布2022年年报及2023年度一季报：2022年公司实现营业收入28.23亿元，同比-16.25%；归母净利润4.31亿元，同比+560.07%；扣非后归母净利2.48亿元，同比+538.07%，利润端大幅增长系减值损失计提同比减少较多及转让湖北千川股权确认投资收益所致；若剔除湖北千川22年上半年并表损益及回购事项损益的影响，公司22年实现营收25.31亿元，同比-2.59%，归母净利润2.36亿元，同比+7.97%，扣非后归母净利2.31亿元，同比+16.51%。

2023Q1公司实现营业收入3.48亿元，同比-43.47%，归母净利润0.12亿元，同比-70.66%，扣非后归母净利0.01亿元，同比-97.21%；若剔除湖北千川的影响，2023Q1公司营收同比下滑22.89%、归母净利润同比减少54.68%，扣非后归母净利润同比减少95.32%，下滑较多主要系终端市场仍处在恢复中，公司产品交付较订单接单存在滞后性所致。

现金流方面，2022年公司经营活动产生的现金流量净额为3.43亿元，同比+15.70%，主要系部分房地产客户调整为以现款结算所致。2023Q1公司经营活动产生的现金流量净额为3.43亿元，同比+87.17%，主要系湖北千川自22年7月其不再纳入公司合并报表范围，各项经营活动现金流减少，支付职工及各项税费减少所致。此外，2022年公司拟向全体股东每10股派息7.19元（含税），合计现金分红2.16亿元，占22年归母净利润比例为50.07%。

分析判断：

分产品：橱柜产品维持高增，大家居订单占比及客单值稳步提升

分产品看，2022年公司整体衣柜、橱柜、木门、成品配套、门窗分别实现营业收入19.12、2.88、3.75、1.17、0.27亿元，同比分别-6.16%、+37.20%、-55.58%、-13.47%、-55.74%，占营收比分别为67.71%、10.20%、13.29%、4.16%、0.95%。公司贯彻大家居战略，大家居订单占比稳步提升，零售客单值同比提升超15%，同时加大橱柜营销活动，叠加工程大宗业务增长使得橱柜产品实现同比快速增长；而门窗市场受居民消费减弱影响较大，且公司对门窗业务进行品牌切换调整导致门窗业务同比下滑较多；木门业务下滑较多系湖北千川自22年7月1日起不再纳入公司合并报表范围。

分渠道：零售渠道同比下滑，自身大宗业务高速增长

分渠道看，2022年公司直营店、经销店、大宗业务收入分别为0.90、22.10、4.18亿元，同比分别+10.19%、-10.20%、-43.50%，大宗业务下滑主要系千川出表所致。公司自身核心的零售渠道受房地产下行及居民消费减弱等因素影响同比下滑8.07%，其中直营店实现营业收入0.87亿元，同比增长11.82%，经销店实现营业收入21.87亿元，同比减少8.71%。公司在零售渠道及品牌建设方面继续完善布局，一方面在头部市场持续推动城市运营平台模式的方式加密网点，推进空白城市的门店覆盖，一方面深化拎包、个性化家装、艺术整装、新零售、外贸等新渠道布局，22年公司整装业务加大与头部装企的合作力度，同时作为独立渠道进行招商，整装业务规模同比增长超60%。公司大宗业务持续优化客户结构，报告期内新签订单及通过房企客户竣工验收的项目增加，22年自身大宗业务规模同比增加297.80%。

盈利端：22年毛利率提升，Q1期间费用同比增长较多

2022 年公司毛利率、净利率分别为 35.15%、16.08%，同比分别+1.21pct、+16.03pct；2023Q1 公司毛利率、净利率分别为 35.53%、3.45%，分别同比-0.24pct、-5.45ct，主要系渠道结构有所调整。**分产品看**，2022 年整体衣柜、橱柜、木门、成品配套、门窗的毛利率分别为 38.68%、26.75%、34.93%、24.78%、-22.94%，同比分别+1.46pct、+0.15pct、+0.53pct、+2.54pct、-23.23pct；**分渠道看**，2022 年直营店、经销店、大宗业务毛利率分别为 52.34%、36.20%、29.48%，同比分别-6.35pct、+2.41pct、-4.88pct。

期间费用方面，2022 年公司期间费用率为 22.07%，同比+1.08pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 10.11%、5.72%、5.00%、1.24%，分别同比+0.64pct、+0.23pct、+0.13pct、+0.08pct。2023Q1 期间费用率为 36.07%，同比+12.53pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 16.79%、10.67%、6.11%、2.51%，分别同比+5.93pct、+4.20pct、+1.34pct、+1.06pct，Q1 费用率提升明显预计系销售规模和费用错配所致。

投资建议：

公司持续聚焦“新原态+大家居”核心战略，不断深化全渠道管理，产品品类持续丰富，大家居战略稳步推进；品牌及设计齐发力，持续打造好莱客 IP；考虑到 Q1 零售端压力及千川出表影响，我们调整此前盈利预测，公司 23、24 年收入分别由 33.57、36.28 亿元调整至 29.15、32.75 亿元，2025 年营收预计为 35.92 亿元；23、24 年 EPS 分别由 0.99、1.13 元/股调整至 0.93、1.06 元/股，2025 年 EPS 预计为 1.19 元/股，参照 2023 年 4 月 26 日收盘价 10.92/股，对应 PE 分别为 12 倍、10 倍、9 倍，维持“买入”评级。

风险提示：

并购整合不及预期；零售渠道拓展不及预期；地产竣工数据不及预期；行业竞争加剧等。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,371	2,823	2,915	3,275	3,592
YoY (%)	54.4%	-16.3%	3.2%	12.4%	9.7%
归母净利润(百万元)	65	431	289	331	370
YoY (%)	-76.4%	560.1%	-33.0%	14.7%	11.6%
毛利率 (%)	33.9%	35.2%	35.1%	35.4%	35.0%
每股收益 (元)	0.21	1.38	0.93	1.06	1.19
ROE	2.5%	14.2%	8.7%	9.1%	9.3%
市盈率	52.05	7.89	11.77	10.26	9.19

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

助理分析师：宋妹旺

邮箱：songsw@hx168.com.cn

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,823	2,915	3,275	3,592	净利润	454	289	331	370
YoY (%)	-16.3%	3.2%	12.4%	9.7%	折旧和摊销	207	67	45	32
营业成本	1,831	1,891	2,116	2,333	营运资金变动	-197	-60	114	-13
营业税金及附加	28	38	43	47	经营活动现金流	343	314	507	405
销售费用	285	335	368	406	资本开支	-180	-97	-77	-27
管理费用	162	175	197	214	投资	-284	0	0	0
财务费用	35	12	24	10	投资活动现金流	-441	-82	-61	-9
研发费用	141	152	170	183	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-14	0	0	0	债务募资	404	0	0	0
投资收益	211	15	16	18	筹资活动现金流	-120	-26	-26	-26
营业利润	517	347	397	442	现金净流量	-218	206	420	370
营业外收支	-10	-7	-7	-7					
利润总额	507	340	390	435	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	53	51	58	65	成长能力				
净利润	454	289	331	370	营业收入增长率	-16.3%	3.2%	12.4%	9.7%
归属于母公司净利润	431	289	331	370	净利润增长率	560.1%	-33.0%	14.7%	11.6%
YoY (%)	560.1%	-33.0%	14.7%	11.6%	盈利能力				
每股收益	1.38	0.93	1.06	1.19	毛利率	35.2%	35.1%	35.4%	35.0%
					净利率	16.1%	9.9%	10.1%	10.3%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	9.8%	5.7%	6.1%	6.3%
货币资金	250	455	876	1,245	净资产收益率 ROE	14.2%	8.7%	9.1%	9.3%
预付款项	14	28	25	26	偿债能力				
存货	234	591	560	548	流动比率	3.55	2.74	2.99	3.16
其他流动资产	1,402	1,495	1,452	1,576	速动比率	3.08	2.05	2.36	2.60
流动资产合计	1,900	2,569	2,912	3,395	现金比率	0.47	0.49	0.90	1.16
长期股权投资	404	404	404	404	资产负债率	30.5%	34.4%	32.8%	32.0%
固定资产	1,467	1,506	1,540	1,525	经营效率				
无形资产	207	216	224	234	总资产周转率	0.64	0.58	0.60	0.61
非流动资产合计	2,481	2,500	2,512	2,477	每股指标 (元)				
资产合计	4,381	5,069	5,424	5,872	每股收益	1.38	0.93	1.06	1.19
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	9.78	10.69	11.71	12.83
应付账款及票据	249	257	288	317	每股经营现金流	1.10	1.01	1.63	1.30
其他流动负债	286	681	687	759	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	535	938	975	1,076	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	7.89	11.77	10.26	9.19
其他长期负债	804	804	804	804	PB	1.16	1.02	0.93	0.85
非流动负债合计	804	804	804	804					
负债合计	1,338	1,741	1,778	1,879					
股本	311	311	311	311					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	3,043	3,328	3,645	3,993					
负债和股东权益合计	4,381	5,069	5,424	5,872					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，9年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，6年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，4年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

宋姝旺：轻工行业助理分析师。2021年7月加入华西证券，悉尼大学金融学硕士，阿德莱德大学会计学学士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。