

好莱客 (603898)

证券研究报告

2020年08月11日

业绩持续修复，拟收购千川木门

Q2 业绩恢复显著。公司发布中期报告，2020H1 实现收入 7.4 亿元，同比下滑 21.01%，实现归母净利润 7671 万元，同比下降 48.44%，扣非归母净利润 5630.42 万元，同比下滑 56.25%。2020 年 Q1/Q2 营业收入分别为 1.87/5.53 亿元，同比下降 48.30%/3.81%，归母净利润分别为-1722/9393 万元，同比下降 144.81%/14.88%，扣非后归母净利润-1738/7368 万元，同比下降 158.25%/25.46%，Q2 营收降幅明显收窄，并扭转了 Q1 业绩亏损的局面。新冠疫情爆发对定制家居行业造成较大影响，Q2 社会生产生活秩序逐步恢复正常，经营压力有所缓解，公司在贯彻既定发展战略的基础上增加执行弹性，实现经营情况的平稳过渡及逐渐好转。

延展品类占比继续提升，橱柜大宗业务大幅增长。上半年衣柜及全屋/橱柜/木门/成品配套/门窗产品收入分别为 6.23 亿元/4615/1328/2378/1582 万元，同比变动分别-24.65%/81.68%/-11.32%/-30.08%/-15.28%，占主营业务收入比重分别为 86.29%/6.39%/1.84%/3.29%/2.19%，延展品类占比继续提升，增速好于衣柜及全屋产品。其中橱柜产品实现收入 4615 万元，同比增长 81.68%，主要是以橱柜为主的大宗业务大幅增长所致。公司经销/直营/大宗业务收入分别 6.48 亿元/2590/3079 万元 (-24.05%/-35.69%/284.83%)，占主营业务收入比重分别为 89.72%/3.58%/4.26%，零售业务受疫情影响较大，收入有所下滑，大宗业务大幅增长。按渠道级别来看，A/B/C 类城市经销商收入占比分别为 18%/45%/37%，同比下降 30%/24%/23%，低线城市消费复苏总体领先于高线城市。

大宗业务显著增长，主营业务毛利率受到结构性影响。2020H1 公司主营业务毛利率为 39.06%，同比下滑 1.15pct。整体衣柜毛利率 42.16%，同比下降 1.01pct，原因是疫情期间让利终端经销商调整出厂价，致毛利率下降；橱柜毛利率 26.27%，同比下降 5.76pct，主要是橱柜大宗业务增加所致，大宗业务毛利率相对较低，橱柜整体毛利率下降；木门毛利率 17.31%，同比上升 12.5pct，由于生产管理提升致木门产品毛利率提升；成品配套毛利率 27.19%，同比上升 3.91pct；门窗毛利率-9.73%，同比上升 11.15pct，去年同期以代工为主，今年以自营为主，致毛利率提升。

盈利能力受到一季度拖累，费用率有一定上行。2020H1 公司综合毛利率为 37.65%，同比下滑 1.74pct，销售费用率 14.47%，同比上升 0.3pct，管理费用率 7.64%，同比上升 2.94pct。坚持产品领先的竞争策略，加大研发力度，研发费用率 4.6%，同比上升 1.28pct，财务费用率 1.32%，同比上升 1.46pct，上半年公司销售净利率 9.60%同比下滑 5.84 个百分点。

拟收购千川木门，积极开拓木门工程大宗业务。2020 年 7 月公司拟以自有资金收购千川公司 51%股权，目标公司估值不高于 16.5 亿元（公司支付对价不高于 8.25 亿元），业绩承诺为 2021/2022 年度平均净利润(扣除非经常性损益前后孰低)不低于 1.8 亿元。此次交易完成后公司或以千川公司品牌积极开拓工程大宗业务，为国内主要地产公司提供优质的产品与服务，我们认为目前精装市场依旧处于黄金发展期，精装市场中高品质和产品多元布局的企业竞争力更优。

盈利预测与估值：考虑到 Q1 对公司业绩存在拖累，我们下调公司盈利预测，预计 20/21/22 年公司净利润分别为 3.71/4.0/4.4 亿元，增速分别为 1.69%/8.14%/9.81%（千川公司为公司拟收购标的，暂不考虑收购并表对公司业绩的影响，原预计 20-22 年净利润 4.23/4.74/5.22 亿元，增速分别为 16.09%/12.09%/10.06%），对应 PE 分别为 18.72X/17.31X/15.76X，维持“增持”评级。

风险提示：竞争加剧、千川公司资本合作不确定性风险，渠道拓展不及预期、地产销售下滑，交付不及预期等；

投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	22.41 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	309.60
流通 A 股股本(百万股)	309.60
A 股总市值(百万元)	6,938.23
流通 A 股市值(百万元)	6,938.23
每股净资产(元)	7.53
资产负债率(%)	31.56
一年内最高/最低(元)	22.41/13.35

作者

范张翔	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518080004	
fanzhangxiang@tfzq.com	
刘佳昆	联系人
liujiakun@tfzq.com	
尉鹏洁	联系人
weipengjie@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《好莱客-半年报点评报告:Q4 业绩显著改善，多品类集成单值提升》
2020-04-22
- 2 《好莱客-季报点评:家装渠道收入快速增长，长期关注零售管理改革》
2019-10-30
- 3 《好莱客-半年报点评:推进零售管理改革，大家居模式渐显成效》
2019-09-02



财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,132.69	2,225.15	2,414.85	2,555.21	2,732.20
增长率(%)	14.46	4.34	8.53	5.81	6.93
EBITDA(百万元)	502.02	574.10	471.19	510.45	562.44
净利润(百万元)	382.24	364.52	370.68	400.87	440.19
增长率(%)	9.84	(4.63)	1.69	8.14	9.81
EPS(元/股)	1.23	1.18	1.20	1.29	1.42
市盈率(P/E)	18.15	19.03	18.72	17.31	15.76
市净率(P/B)	3.00	2.72	2.49	2.26	2.06
市销率(P/S)	3.25	3.12	2.87	2.72	2.54
EV/EBITDA	8.72	6.83	12.93	11.34	9.27

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	459.11	507.02	193.19	498.71	1,063.65	营业收入	2,132.69	2,225.15	2,414.85	2,555.21	2,732.20
应收票据及应收账款	13.79	29.08	43.62	56.71	68.05	营业成本	1,288.96	1,333.66	1,479.22	1,566.06	1,668.35
预付账款	15.09	16.32	16.35	16.89	20.29	营业税金及附加	21.56	22.13	24.02	25.42	27.18
存货	73.93	133.69	35.29	156.36	36.95	营业费用	314.35	300.95	320.07	338.68	365.76
其他	888.68	1,094.02	1,696.06	1,566.45	1,454.64	管理费用	86.25	101.17	109.79	111.53	116.87
流动资产合计	1,450.60	1,780.13	1,984.51	2,295.11	2,643.57	研发费用	53.41	87.15	94.58	100.07	107.01
长期股权投资	10.50	16.30	16.30	16.30	16.30	财务费用	(5.58)	5.24	(6.40)	(10.00)	(8.20)
固定资产	565.05	1,023.28	1,228.69	1,358.73	1,430.56	资产减值损失	5.25	(6.04)	1.00	1.00	1.00
在建工程	625.16	554.89	368.93	269.36	191.62	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	155.64	169.68	162.21	154.73	147.25	投资净收益	36.59	31.97	37.00	41.00	53.00
其他	70.56	165.02	61.65	74.87	86.97	其他	(79.42)	(65.72)	(74.00)	(82.00)	(106.00)
非流动资产合计	1,426.91	1,929.18	1,837.78	1,874.00	1,872.71	营业利润	411.31	414.64	429.56	463.45	507.25
资产总计	2,877.51	3,709.31	3,822.29	4,169.11	4,516.28	营业外收入	54.30	2.81	2.81	2.81	2.81
短期借款	0.00	0.00	234.37	193.19	124.68	营业外支出	3.96	0.28	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	253.53	292.70	199.10	359.68	251.40	利润总额	461.64	417.17	432.37	466.26	510.06
其他	283.70	268.04	375.73	263.01	405.26	所得税	79.41	61.83	64.86	69.94	76.51
流动负债合计	537.23	560.73	809.19	815.88	781.34	净利润	382.24	355.34	367.52	396.32	433.55
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	(9.18)	(3.16)	(4.55)	(6.64)
应付债券	0.00	530.04	176.68	235.57	314.10	归属于母公司净利润	382.24	364.52	370.68	400.87	440.19
其他	30.17	45.18	29.90	35.08	36.72	每股收益(元)	1.23	1.18	1.20	1.29	1.42
非流动负债合计	30.17	575.22	206.57	270.65	350.81						
负债合计	567.39	1,135.95	1,015.77	1,086.53	1,132.15	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0.00	24.02	20.86	16.31	9.67	成长能力					
股本	320.08	309.60	309.60	309.60	309.60	营业收入	14.46%	4.34%	8.53%	5.81%	6.93%
资本公积	946.48	787.84	787.84	787.84	787.84	营业利润	0.14%	0.81%	3.60%	7.89%	9.45%
留存收益	2,125.59	2,216.61	2,476.07	2,756.67	3,064.86	归属于母公司净利润	9.84%	-4.63%	1.69%	8.14%	9.81%
其他	(1,082.04)	(764.71)	(787.84)	(787.84)	(787.84)	获利能力					
股东权益合计	2,310.11	2,573.36	2,806.53	3,082.58	3,384.13	毛利率	39.56%	40.06%	38.74%	38.71%	38.94%
负债和股东权益总计	2,877.51	3,709.31	3,822.29	4,169.11	4,516.28	净利率	17.92%	16.38%	15.35%	15.69%	16.11%
						ROE	16.55%	14.30%	13.31%	13.07%	13.04%
						ROIC	21.93%	20.09%	25.50%	19.85%	22.13%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	资产负债率	19.72%	30.62%	26.57%	26.06%	25.07%
净利润	382.24	355.34	370.68	400.87	440.19	净负债率	-19.87%	0.89%	7.76%	-2.27%	-18.47%
折旧摊销	73.23	104.77	48.03	57.00	63.39	流动比率	2.70	3.17	2.45	2.81	3.38
财务费用	0.51	10.24	(6.40)	(10.00)	(8.20)	速动比率	2.56	2.94	2.41	2.62	3.34
投资损失	(36.59)	(31.97)	(37.00)	(41.00)	(53.00)	营运能力					
营运资金变动	203.39	697.83	(416.03)	34.75	239.99	应收账款周转率	198.04	103.81	66.43	50.94	43.80
其它	(150.62)	(733.54)	(3.16)	(4.55)	(6.64)	存货周转率	34.04	21.44	28.58	26.67	28.27
经营活动现金流	472.17	402.67	(43.89)	437.08	675.73	总资产周转率	0.79	0.68	0.64	0.64	0.63
资本支出	526.50	461.64	75.28	74.81	48.36	每股指标(元)					
长期投资	(4.74)	5.80	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.23	1.18	1.20	1.29	1.42
其他	(845.05)	(1,175.69)	(98.28)	(113.81)	(45.36)	每股经营现金流	1.53	1.30	-0.14	1.41	2.18
投资活动现金流	(323.29)	(708.25)	(23.00)	(39.00)	3.00	每股净资产	7.46	8.23	9.00	9.90	10.90
债权融资	0.00	530.04	411.04	428.76	438.77	估值比率					
股权融资	(23.05)	(15.67)	(16.73)	10.00	8.20	市盈率	18.15	19.03	18.72	17.31	15.76
其他	(142.76)	(159.93)	(641.26)	(531.32)	(560.76)	市净率	3.00	2.72	2.49	2.26	2.06
筹资活动现金流	(165.81)	354.43	(246.94)	(92.56)	(113.79)	EV/EBITDA	8.72	6.83	12.93	11.34	9.27
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	9.66	7.76	14.40	12.77	10.45
现金净增加额	(16.93)	48.85	(313.83)	305.52	564.95						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com