

信义山证 汇通天下

证券研究报告

轻工/家具

好莱客 (603898.SH)

首次评级

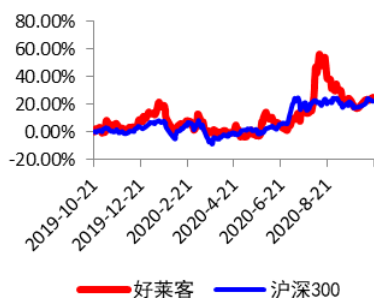
报告原因：公司公告

与湖北千川正式签署股权转让协议，加速开拓工程渠道 增持

2020 年 10 月 27 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



事件描述

➤ 好莱客发布关于资本合作进展暨收购湖北千川门窗有限公司 51% 股权的公告。公告称，好莱客于 2020 年 10 月 19 日与湖北千川门窗有限公司及其自然人股东骆正任、杨琴、骆柏杨、骆柏韬签署《关于湖北千川门窗有限公司之股权转让协议》，好莱客拟以自有资金人民币 7 亿元收购交易对方合计持有湖北千川 51% 的股权。本次收购完成后，湖北千川将成为公司的控股子公司。

事件点评

➤ 湖北千川是国内工程木门领域的龙头企业，主要客户包括恒大、融创、中海、新城控股等，收购完成后，好莱客将借助湖北千川品牌开拓工程渠道，形成“零售+工程”双轮驱动的经营模式。湖北千川主要从事成套实木门、实木复合门等家居门类产品的设计、生产、销售，主要产品包括油漆木门、免漆木门；主要客户群体为恒大、融创、中海、新城控股、金地、金科、世茂、中南、蓝光、中国铁建、佳兆业、新希望等房地产公司。作为工程木门领域的龙头企业，湖北千川从资产规模、客户结构、收入体量、服务口碑等方面，均领先行业平均水平，2018 年至今连续三年蝉联中国房地产 500 强首选供应商 TOP2，2020 年首选率达 12%。湖北千川生产基地占地 450 亩，现有生产车间面积 23 万平方米，年生产能力 150 万套，2019 年实现营业收入 6.43 亿元，净利润 7345 万元，2020 上半年实现营业收入 2.51 亿元，净利润 5119 万元。未来，公司一方面将以“好莱客”品牌继续深耕家居零售市场，另一方面将以湖北千川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。

➤ 政策推进建筑全装修，全国精装修商品住宅规模大幅攀升（17-19 年均复合增长率 42%），家具工程大宗业务处于高增长赛道，对厨房、地板和木门等领域的家居部品供应商构成确定性利好，好莱客×湖北千川，未来有望充分受益精装修红利。根据奥维云网预测，2020 年新开盘精装房项目将在 2019 年 320 万套基础上，同比提升 10-13%，达到约 360 万套。1-8 月累计开盘套数 158 万套，同比下降 24.9%，降幅较 1-7 月收窄 2.2pct。单 8 月精装开盘 16.5 万套，同比上升 0.7%，环比上升 10.9%。2020 年 9 月 4 日，住建部等 9 部门联合印发《关于加快新型建筑工业化发展的若干意见》

市场数据：2020 年 10 月 27 日

收盘价(元):	15.81
年内最高/最低(元):	13.05/24.60
流通 A 股/总股本(亿):	3.11/3.11
流通 A 股市值(亿):	49
总市值(亿):	49

基础数据：2020 年 9 月 30 日

基本每股收益	0.59
摊薄每股收益:	0.61
每股净资产(元):	7.87
净资产收益率:	7.05%

分析师：杨晶晶

执业登记编码：S0760519120001

Tel: 15011180295

Email: yangjingjing@sxzq.com

地址：

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

提出：“提高整体卫浴、集成厨房、整体门窗等建筑部品的产业配套能力，逐步形成标准化、系列化的建筑部品供应体系。”好莱客自身具备大宗订单消化能力、品牌调性匹配、质控过关、综合管理能力较强，通过收购湖北千川，好莱客进一步开拓工程渠道大客户资源，未来有望充分受益精装修红利。

➤ **公司业绩持续好转：Q2 净利润扭亏，Q3 营业收入实现正增长，各季度盈利情况持续改善，营收环比、同比均呈现向好态势。**2020 年前三季度，公司实现营业收入 14.06 亿元，同比下降 9.66%，实现归母净利润 1.80 亿元，同比下滑 31.14%。单季度来看，各季度营业收入分别为 1.87 亿元、5.53 亿元、6.66 亿元，同比下降 48.30%、下降 3.81%、增长 7.53%；各季度实现归母净利润分别为-1,722 万元、9,393 万元、1.03 亿元，同比下降 144.81%、14.88%、8.24%；各季度扣非后归母净利润为-1,738 万元、7,368 万元、9,630 万元，同比下降 158.25%、25.46%、6.72%。

➤ **产品结构持续优化，非衣柜品类表现优秀：增速好于传统品类、收入占比继续提升、毛利率显著增加。**从产品收入结构来看，2020 年前三季度，公司衣柜及全屋产品、橱柜、木门、成品配套产品、门窗的营业收入分别为 11.74 亿元、9,295 万元、2,779 万元、4,878 万元、3,165 万元，同比分别增长-14.28%、108.15%、9.28%、-7.87%、-15.08%，占主营业务收入比重分别为 85.37%、6.76%、2.02%、3.55%、2.30%。延展品类收入占比继续提升，占比由 2020H1 的 12.60%提升至 14.63%，增速好于衣柜及全屋产品。从产品毛利率情况来看，2020 年前三季度，衣柜、橱柜毛利率分别减少 0.47、10.27 个百分点至 42.56%、22.77%，木门、成品配套产品、门窗毛利率分别增加 9.37、4.80、8.98 个百分点至 19.99%、27.87%和-1.66%。

➤ **工程渠道加速开拓，2020Q1~3 大宗业务收入同比翻四倍。**2020 年前三季度，公司经销、直营、大宗业务收入分别为 12.49 亿元、4,675 万元、4,450 万元，同比分别增长-25.48%、-12.13%、413.64%，占主营业务收入比重分别为 90.82%、3.40%、3.24%。零售业务继续作为公司核心渠道，大宗业务作为重要战略补充、得到积极拓展。

投资建议

➤ 预计公司 2020-2022 年实现归母公司净利润 3.28、3.53、3.79 亿元，同比增长-10.06%、7.70%、7.38%，对应 EPS 为 1.05/1.13/1.21 元，PE 为 15.37/14.27/13.29 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

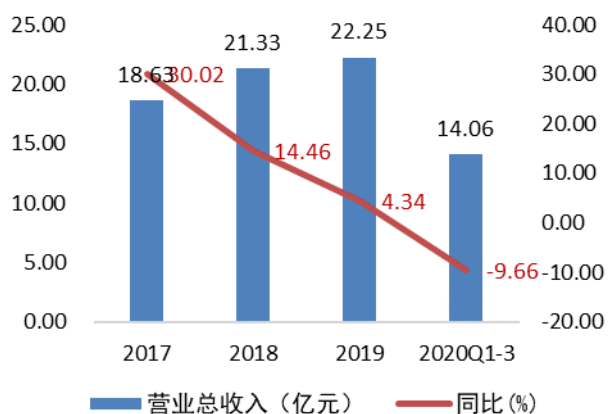
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,132.69	2,225.15	2,237.61	2,517.31	2,769.04
同比增长	14.46%	4.34%	0.56%	12.50%	10.00%
归母净利润（百万元）	382.24	364.52	327.86	353.09	379.15
同比增长	9.84%	-4.63%	-10.06%	7.70%	7.38%
每股收益（元）	1.19	1.18	1.05	1.13	1.21
PE	13.52	13.71	15.37	14.27	13.29
PB	2.24	1.96	1.76	1.56	1.42

数据来源：wind、山西证券研究所

存在风险

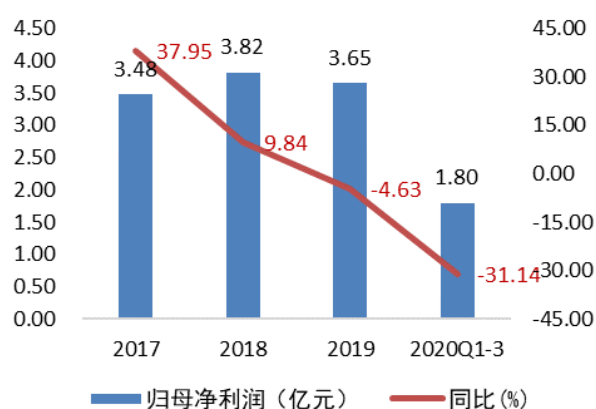
- 宏观经济增长不及预期；地产调控政策风险；新店经营不及预期；市场推广不达预期；原材料价格波动风险；经销商管理风险；大宗业务发展不及预期等。

图 1：好莱客近三年一期营业收入及同比增长率



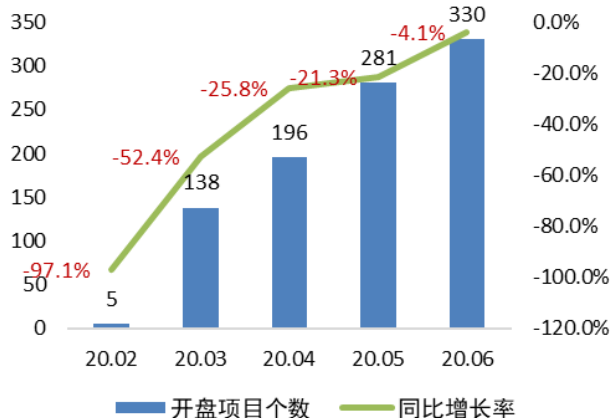
数据来源：山西证券研究所、wind

图 2：好莱客近三年一期净利润及同比增长率



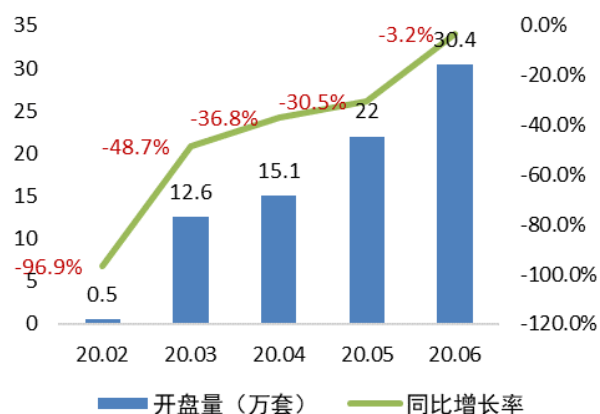
数据来源：山西证券研究所、wind

图 3：2020H1 精装修商品住宅月度开盘量



数据来源：山西证券研究所、奥维云网

图 4：2020H1 精装修商品住宅月度开盘项目个数



数据来源：山西证券研究所、奥维云网

表 1：好莱客 2020 年前三季度分产品营业收入和毛利率

产品类型	营业收入(亿元)	营业收入比上年增减(%)	毛利率(%)	毛利率比上年增减(%)
整体衣柜	11.74	-14.28	42.56	减少 0.47 个百分点
橱柜	0.93	108.15	22.77	减少 10.27 个百分点
木门	0.28	9.28	19.99	增加 9.37 个百分点
成品配套	0.49	-7.87	27.87	增加 4.80 个百分点
门窗	0.32	-15.08	-1.66	增加 8.98 个百分点
合计	13.75	-10.11	39.23	减少 0.98 个百分点

资料来源：山西证券研究所、好莱客公告

表 2：好莱客 2020 年前三季度各销售渠道收入和毛利率

销售渠道	营业收入(亿元)	营业收入比上年增减(%)	毛利率(%)	毛利率比上年增减
直营店	0.47	-25.48	65.78	增加 3.05 个百分点
经销店	12.49	-12.13	40.07	减少 0.54 个百分点
大宗业务	0.45	413.64	18.94	减少 9.97 个百分点
其他	0.35	-6.08	-0.51	增加 10.13 个百分点
合计	13.75	-10.11	39.23	减少 0.98 个百分点

资料来源：山西证券研究所、好莱客公告

表 3：好莱客 2020 年三季度末门店类型及数量

门店类型	2020 年年初数量 (家)	2020 年 1-9 月 新开 (家)	2020 年 1-9 月 关闭 (家)	2020 年 9 月 30 日数量 (家)
经销商门店	1,778	253	257	1,774
直营店	17	5	0	22
合计	1,795	258	257	1,796

资料来源：山西证券研究所、好莱客公告

利润表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,132.7	2,225.1	2,237.6	2,517.3	2,769.0	成长性					
减:营业成本	1,289.0	1,333.7	1,351.5	1,524.2	1,683.6	营业收入增长率	14.5%	4.3%	0.6%	12.5%	10.0%
营业税费	21.6	22.1	21.3	24.5	26.6	营业利润增长率	0.1%	0.8%	-15.1%	12.6%	5.7%
销售费用	314.4	300.9	286.4	332.3	362.7	净利润增长率	14.8%	14.4%	-31.5%	14.1%	35.7%
管理费用	86.3	101.2	110.8	120.8	124.6	EBITDA增长率	14.0%	11.6%	-32.3%	16.2%	5.7%
财务费用	-5.6	5.2	-10.0	1.0	1.0	EBIT增长率	-3.6%	6.5%	-17.2%	15.3%	6.1%
资产减值损失	5.2	-6.0	-10.0	9.0	-0.4	NOPLAT增长率	9.8%	-4.6%	-10.1%	7.7%	7.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-135.8	-125.0	-160.0	投资资本增长率	16.2%	-20.8%	38.4%	29.2%	11.4%
投资和汇兑收益	36.6	32.0	0.3	16.1	8.2	净资产增长率	12.2%	11.4%	12.4%	12.2%	10.2%
营业利润	411.3	414.6	352.1	396.6	419.1	利润率					
加:营业外净收支	50.3	2.5	26.4	14.5	20.5	毛利率	39.6%	40.1%	39.6%	39.5%	39.2%
利润总额	461.6	417.2	378.6	411.1	439.6	营业利润率	19.3%	18.6%	15.7%	15.8%	15.1%
减:所得税	79.4	61.8	50.7	58.0	60.4	净利润率	17.9%	16.4%	14.7%	14.0%	13.7%
净利润	382.2	364.5	327.9	353.1	379.2	EBITDA/营业收入	23.5%	25.8%	17.6%	17.8%	22.0%
资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	21.2%	22.7%	15.3%	15.8%	15.2%
货币资金	459.1	507.0	-72.6	-168.7	205.1	投资回报率					
交易性金融资产	-	1,020.8	885.0	760.0	600.0	ROE	16.5%	14.3%	11.4%	11.0%	10.7%
应收帐款	21.9	35.7	22.1	24.9	27.4	ROA	13.3%	9.6%	9.4%	9.1%	8.6%
应收票据	-	0.5	-	-	-	ROIC	21.9%	20.1%	21.0%	17.5%	14.4%
预付帐款	15.1	16.3	18.4	20.8	22.9	费用率					
存货	73.9	133.7	185.1	208.8	230.6	销售费用率	14.7%	13.5%	12.8%	13.2%	13.1%
其他流动资产	880.6	66.1	68.1	70.1	72.2	管理费用率	4.0%	4.5%	5.0%	4.8%	4.5%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	财务费用率	-0.3%	0.2%	-0.4%	0.0%	0.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	三费/营业收入	18.5%	18.3%	17.3%	18.0%	17.6%
长期股权投资	10.5	16.3	16.3	16.3	16.3	运营效率					
投资性房地产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	88	128	205	257	299
固定资产	565.0	1,023.3	1,527.7	2,073.2	2,528.7	流动资产周转天数	257	261	232	145	135
在建工程	625.2	554.9	556.7	567.5	430.5	应收帐款周转天数	3	5	53	53	37
无形资产	155.6	169.7	162.2	154.7	147.3	存货周转天数	17	28	42	47	39
其他非流动资产	41.9	127.7	131.5	135.5	139.6	总资产周转天数	455	533	580	526	538
资产总额	2,877.5	3,709.3	3,497.7	3,860.5	4,417.7	偿债能力					
短期借款	-	-	-	-	-	资产负债率	19.7%	30.6%	17.3%	15.9%	19.1%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	24.6%	44.1%	20.9%	19.0%	23.6%
应付账款	253.5	292.7	241.0	271.7	300.2	流动比率	2.70	3.17	1.98	1.62	1.89
其他流动负债	30.2	45.2	47.4	49.8	52.3	速动比率	2.56	2.94	1.65	1.25	1.51
长期借款	-	-	-	-	-	现金流量利息保障倍数	44.64	234.21			
其他非流动负债	30.2	45.2	47.4	49.8	52.3	业绩和估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
负债总额	567.4	1,135.9	605.4	615.1	842.7	EPS(元)	1.19	1.18	1.05	1.13	1.21
股本	320.1	309.6	312.2	312.2	312.2	BVPS(元)	7.22	8.23	9.19	10.32	11.38
资本公积与留存收益	1,179.1	1,428.8	1,756.6	2,109.7	2,451.0	PE(X)	13.5	13.7	15.4	14.3	13.3
少数股东权益	-	24.0	24.0	24.0	24.0	PB(X)	2.2	2.0	1.8	1.6	1.4
股东权益	2,310.1	2,573.4	2,892.3	3,245.4	3,575.0	P/FCF	38.6	4.0	-6.8	-23.2	18.8
现金流量表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	P/S	2.4	2.2	2.3	2.0	1.8
净利润	382.2	355.3	327.9	353.1	379.2	EV/EBITDA	8.7	6.8	10.5	9.7	7.1
加:折旧和摊销	5.2	8.2	-	-	-	CAGR(%)	-2.6%	2.2%	-2.0%	-2.6%	2.2%
资产减值准备	73.2	104.8	51.4	51.4	189.2	PEG	-518.1%	627.3%	-781.3%	-547.0%	608.1%
公允价值变动损失	-	-	-135.8	-125.0	-160.0						
财务费用	0.5	10.2	-10.0	1.0	1.0						
投资收益	-36.6	-32.0	-0.3	-16.1	-8.2						
少数股东损益	-	-9.2	-	-	-						
营运资金的变动	203.9	698.7	-5.1	-25.1	18.3						
经营活动产生现金流量	472.2	402.7	228.1	239.3	419.5						
投资活动产生现金流量	-323.3	-708.3	-278.7	-334.4	-171.8						
融资活动产生现金流量	-165.8	354.4	-529.0	-1.0	126.2						

数据来源：wind、山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山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。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海

国际中心七层

电话：010-83496336

