

好莱客 (603898)

证券研究报告

2021年04月15日

橱柜、木门增速亮眼，零售+工程双轮驱动收入增长

公司发布 20 年报及 21 年一季报，20 年公司实现营收 21.83 亿元，同比 -1.88%，其中 Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现收入 1.87/5.53/6.66/7.77 亿元，同比分别 -48.30%/-3.81%/+7.53%/+16.23%，20 年实现归母净利润 2.76 亿元，同比 -24.25%，其中 Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现归母净利润 -0.17/0.94/1.03/0.96 亿元，同比分别 -144.81%/-14.88%/-8.24%/-6.83%。21 年一季度，公司实现营收/归母净利润分别 5.68/0.39 亿元，比 19 年同期 +57%/+2.5%。

橱柜、木门增速亮眼，多品类布局初见成效。分品类看，公司衣柜及全屋、橱柜、木门、成品配套、门窗的营业收入分别为 17.53/1.38/1.12/0.88/0.47 亿元，同比分别 -9.60%/+97.06%/+188.74%/+8.65%/-14.69%，占主营业务收入比分别为 82.02%/6.44%/5.24%/4.12%/2.19%。好莱客橱柜在整装和大宗渠道表现优秀，推动橱柜品类收入高增。公司内生的木门业务保持双位数增长，同时得益于外延收购湖北千川及完成并表，木门单品类增速高达 188.74%。

零售端线下门店持续布局，通过直播、短视频等创新方式，提升全渠道获客能力。分渠道看，公司经销、直营、大宗业务收入分别为 19.43/0.66/1.23 亿元，占主营业务收入比重分别为 90.93%/3.10%/5.78%，其中大宗业务收入同比增长 962.50%。截至 20 年期末，公司全国共有门店 2017 家，其中经销/直销门店分别 1992/25 家，较上期末净增 214/8 家，经销商超过 1500 家，线下经销网络下沉至三至五线城市，贴近终端客户。在疫情影响下，公司在 20 年大力拓展线上渠道，全年累计直播超 300 场，总曝光量超 15 亿，有效带动了电商等新零售渠道的表现。

收购湖北千川补齐大宗业务短板。2020 年 7 月，公司以自有资金 7 亿元收购湖北千川门窗 51% 股权，并于 11 月 30 日完成并表。湖北千川作为工程渠道的资深木门供应商，服务客户包括恒大、融创、中海、新城等头部房地产公司。借鉴湖北千川的渠道优势及管理经验，好莱客品牌的大宗业务也取得了显著发展，并表后 20 年全年合计实现大宗收入 1.23 亿元。截至 20 年期末，公司应收票据及应收账款、存货分别为 6.94 亿元、6.29 亿元，较 20 年三季度末分别 +1189%/+282%，应收增加的原因因为湖北千川并表，存货增加原因因为湖北千川大宗业务已发货但未验收的产品计入库存。

毛利率略有下滑，木门单品类毛利率显著提升。20 年公司毛利率、归母净利润率分别为 36.7%、12.65%，分别下降 3.37/3.73pct。分品类看，衣柜及全屋、橱柜、木门、成品配套、门窗毛利率分别为 40.53%、25.28%、32.17%、26.54%、0.35%，同比变化 -3.26/-2.59/19.21/4.17/3.17pct。毛利率有所下滑，是因为公司在原材料涨价的情况下，加大对经销商的帮扶力度，针对衣柜、橱柜产品在多渠道进行让利。得益于借鉴湖北千川的先进生产经验，木门单品类毛利率提升显著。

销售费用率下降约 2.6pct，管理费用率上升 1.7pct。20 年公司销售费用率为 10.89%，同比 -2.63pct；管理费用率为 6.2%，同比 +1.66pct，主要系职工薪酬及办公费用增加。20 年公司财务/研发费用率分别为 4.73%/1.08%，保持稳定。

零售+工程双轮驱动收入增长。公司持续深耕零售市场，在终端管理、中台模式打磨、数字化系统、组织架构等多方面深化改革；大宗业务方面，通过收购加速布局，伴随国内精装市场行业红利释放，公司大宗业务进入提速发展通道。

盈利预测与估值：考虑到收购湖北千川对公司业务的影响，我们预计公司 21/22/23 年归母净利润分别为 3.56/4.09/4.73 亿元，同比 +28.76%/+14.94%/+15.64%，对应 PE 分别为 14.66x/12.76x/11.03x，维持“增持”评级。

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	16.75 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	311.28
流通 A 股股本(百万股)	311.28
A 股总市值(百万元)	5,213.89
流通 A 股市值(百万元)	5,213.89
每股净资产(元)	8.27
资产负债率(%)	43.29
一年内最高/最低(元)	24.60/13.35

作者

范张翔	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518080004	
fanzhangxiang@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

- 《好莱客-公司点评:成功收购湖北千川木门，大宗业务布局再提速》 2020-10-21
- 《好莱客-季报点评:Q3 营收实现正增长，大宗业务拓展提速》 2020-10-18
- 《好莱客-半年报点评:业绩持续修复，拟收购千川木门》 2020-08-11

风险提示：行业竞争加剧；交房不及预期；新业务拓展不及预期；并购风险等

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,225.15	2,183.30	3,999.07	4,590.49	5,234.35
增长率(%)	4.34	(1.88)	83.17	14.79	14.03
EBITDA(百万元)	574.10	526.51	555.70	623.06	718.46
净利润(百万元)	364.52	276.14	355.55	408.67	472.59
增长率(%)	(4.63)	(24.25)	28.76	14.94	15.64
EPS(元/股)	1.17	0.89	1.14	1.31	1.52
市盈率(P/E)	14.30	18.88	14.66	12.76	11.03
市净率(P/B)	2.05	1.98	1.74	1.56	1.39
市销率(P/S)	2.34	2.39	1.30	1.14	1.00
EV/EBITDA	6.83	9.11	8.86	8.48	5.38

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)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	507.02	644.32	639.82	1,103.29	2,242.51	营业收入	2,225.15	2,183.30	3,999.07	4,590.49	5,234.35
应收票据及应收账款	29.08	694.28	1,041.42	1,353.84	1,624.61	营业成本	1,333.66	1,382.12	2,654.31	3,052.73	3,480.44
预付账款	16.32	32.25	35.65	50.09	52.93	营业税金及附加	22.13	25.33	46.40	53.27	60.74
存货	133.69	629.44	82.83	910.49	63.18	营业费用	300.95	237.79	461.69	529.97	592.22
其他	1,094.02	335.70	572.93	402.83	444.39	管理费用	101.17	135.43	207.95	238.71	266.74
流动资产合计	1,780.13	2,335.99	2,372.64	3,820.55	4,427.63	研发费用	87.15	103.30	167.96	192.80	219.84
长期股权投资	16.30	14.52	14.52	14.52	14.52	财务费用	5.24	23.49	(6.40)	(10.00)	(8.20)
固定资产	1,023.28	1,734.64	1,794.15	1,833.97	1,848.97	资产减值损失	(6.04)	(1.44)	1.00	1.00	1.00
在建工程	554.89	231.26	174.75	152.85	121.71	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	169.68	202.75	192.79	182.84	172.88	投资净收益	31.97	26.93	29.00	29.00	29.00
其他	165.02	646.24	593.20	609.11	605.20	其他	(65.72)	(64.94)	(58.00)	(58.00)	(58.00)
非流动资产合计	1,929.18	2,829.40	2,769.41	2,793.29	2,763.28	营业利润	414.64	315.28	495.15	561.02	650.57
资产总计	3,709.31	5,165.39	5,142.05	6,613.84	7,190.90	营业外收入	2.81	11.50	11.50	11.50	11.50
短期借款	0.00	14.21	0.00	639.82	275.82	营业外支出	0.28	15.49	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	292.70	677.56	596.46	1,023.07	963.70	利润总额	417.17	311.30	506.65	572.52	662.07
其他	268.04	1,026.40	855.21	712.36	1,217.65	所得税	61.83	41.72	70.93	80.15	92.69
流动负债合计	560.73	1,718.18	1,451.68	2,375.25	2,457.17	净利润	355.34	269.58	435.72	492.37	569.38
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(9.18)	(6.56)	80.17	83.70	96.79
应付债券	530.04	534.37	354.80	473.07	454.08	归属于母公司净利润	364.52	276.14	355.55	408.67	472.59
其他	45.18	65.77	47.04	52.66	55.16	每股收益(元)	1.17	0.89	1.14	1.31	1.52
非流动负债合计	575.22	600.14	401.84	525.73	509.24						
负债合计	1,135.95	2,318.32	1,853.52	2,900.98	2,966.41	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	24.02	208.38	288.56	372.26	469.06	成长能力					
股本	309.60	311.28	311.28	311.28	311.28	营业收入	4.34%	-1.88%	83.17%	14.79%	14.03%
资本公积	787.84	814.28	814.28	814.28	814.28	营业利润	0.81%	-23.96%	57.05%	13.30%	15.96%
留存收益	2,216.61	2,404.27	2,688.70	3,029.32	3,444.17	归属于母公司净利润	-4.63%	-24.25%	28.76%	14.94%	15.64%
其他	(764.71)	(891.13)	(814.28)	(814.28)	(814.28)	获利能力					
股东权益合计	2,573.36	2,847.08	3,288.53	3,712.86	4,224.50	毛利率	40.06%	36.70%	33.63%	33.50%	33.51%
负债和股东权益总计	3,709.31	5,165.39	5,142.05	6,613.84	7,190.90	净利率	16.38%	12.65%	8.89%	8.90%	9.03%
						ROE	14.30%	10.46%	11.85%	12.23%	12.58%
						ROIC	20.09%	20.80%	17.38%	17.51%	16.19%
						偿债能力					
						资产负债率	30.62%	44.88%	36.05%	43.86%	41.25%
						净负债率	0.89%	-2.49%	-8.41%	0.56%	-35.46%
						流动比率	3.17	1.36	1.63	1.61	1.80
						速动比率	2.94	0.99	1.58	1.23	1.78
						营运能力					
						应收账款周转率	103.81	6.04	4.61	3.83	3.51
						存货周转率	21.44	5.72	11.23	9.24	10.75
						总资产周转率	0.68	0.49	0.78	0.78	0.76
						每股指标(元)					
						每股收益	1.17	0.89	1.14	1.31	1.52
						每股经营现金流	1.29	1.79	0.72	-0.61	5.10
						每股净资产	8.19	8.48	9.64	10.73	12.06
						估值比率					
						市盈率	14.30	18.88	14.66	12.76	11.03
						市净率	2.05	1.98	1.74	1.56	1.39
						EV/EBITDA	6.83	9.11	8.86	8.48	5.38
						EV/EBIT	7.76	11.13	10.07	9.59	6.02

现金流量表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	355.34	269.58	355.55	408.67	472.59
折旧摊销	104.77	126.45	66.94	72.04	76.10
财务费用	10.24	29.65	(6.40)	(10.00)	(8.20)
投资损失	(31.97)	(26.93)	(29.00)	(29.00)	(29.00)
营运资金变动	697.83	834.77	(242.52)	(713.74)	980.79
其它	(733.54)	(677.41)	80.17	83.70	96.79
经营活动现金流	402.67	556.10	224.74	(188.33)	1,589.06
资本支出	461.64	982.21	78.73	74.38	47.51
长期投资	5.80	(1.78)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,175.69)	(1,213.86)	(109.73)	(125.38)	(68.51)
投资活动现金流	(708.25)	(233.44)	(31.00)	(51.00)	(21.00)
债权融资	530.04	573.48	363.10	1,123.95	744.65
股权融资	(15.67)	(95.35)	83.25	10.00	8.20
其他	(159.93)	(693.17)	(644.59)	(431.15)	(1,181.69)
筹资活动现金流	354.43	(215.04)	(198.24)	702.80	(428.84)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	48.85	107.62	(4.50)	463.47	1,139.23

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