

业绩持续恢复，零售+工程渠道双轮驱动

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:	24.6/13.35
目标价格:		总市值(亿)	56.09
最新收盘价:	18.02	自由流通市值(亿)	56.09
		自由流通股数(百万)	311.28

事件概述

公司发布2020年年报及2021年一季度报，2020年公司实现营业收入21.83亿元，同比-1.88%；归母净利润2.76亿元，同比-24.25%；扣非后归母净利润2.42亿元，同比-24.71%。其中，2020Q4单季度营业收入7.77亿元，同比+16.23%；归母净利润0.96亿元，同比-6.83%；扣非后归母净利润0.90亿元，同比-0.31%。此外，公司拟每10股派发现金红利1.38元（含税）。

2021Q1营业收入5.68亿元，同比+203.00%；归母净利润0.39亿元，同比+328.81%；扣非后归母净利润0.33亿元，同比+291.09%。业绩大幅增长，主要为并表湖北千川及销售规模的增长。

分析判断:

► 收入端：零售渠道有所下降，大宗业务高速发展

分产品看，2020年公司衣柜及全屋产品、橱柜产品、木门产品、成品配套产品、门窗产品销售额分别为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%。整体衣柜业务销售额有所下滑，主要为公司为在基材升级成本上升的背景下，为支持经销商经营，让利终端，价格维持稳定；橱柜业务翻倍，主要得益于橱柜大宗业务增加；木门业务显著增长，主要为并表湖北千川以及公司积极推出木门产品促销政策。

分渠道看，2020年公司经销、直营、大宗业务销售额分别为19.43、0.66、1.23亿元，同比分别-4.20%、-25.04%、+962.50%。零售业务有所下降，主要为疫情冲击以及让利终端。门店方面，2020年公司经销店、直营店分别净增214、8家至1992、25家，开店速度加快。大宗业务表现靓丽，主要为公司并表湖北千川以及公司积极推出木门产品促销政策。

► 盈利端：让利终端&产品结构变化，盈利能力有所下滑

2020年公司毛利率、净利率分别为36.70%、12.35%，同比分别-3.36pct、-3.62pct，盈利能力有所下滑，主要为产品结构变化以及让利终端；2021Q1毛利率、净利率分别为32.68%、10.18%，同比分别-2.41pct、+20.77pct，毛利率有所下滑，主要为汉川、从化等新基地启用、产品结构变化、数字化建设、新品研发等影响，净利率提升显著，主要受去年低基数影响。分产品看，2020年公司整体衣柜、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%，同比分别-3.26pct、-2.59pct、+19.21pct、+4.17pct、+3.17pct；分渠道看，2020年公司经销店、直营店、大宗业务毛利率分别为37.34%、63.62%、29.60%，同比分别-3.44pct、-5.69pct、+0.61pct。期间费用方面，公司2020年期间费用率22.90%，同比+0.68pct，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10.89%、6.20%、4.73%、1.08%，同比-2.63pct、+1.65pct、+0.81pct、+0.84pct；2021Q1公司期间费用率21.64%，同比-24.44pct，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9.58%、5.92%、4.50%、1.65%，同比分别-13.61pct、-7.79pct、-2.41pct、-0.62pct，期间费用率下降明显，主要得益于公司业务持续恢复，销售规模增加。

► 现金充裕，零售+工程渠道双轮驱动

公司目前现金较为充裕，截至2020年底，公司货币资金6.44亿元，交易性金融资产（主要为理财产品）2.00亿元。此外，零售业务持续恢复，也有助于现金流的持续提升，2020年公司经营活动产生的现金流量净额5.56亿元，同比+38.10%；2021Q1经营活动产生的现金流量净额-1.55亿元，同比+4.78%。2020年11月30日，湖北千

川完成并表，工程渠道短板得以补齐。后续好莱客在持续深耕零售市场的基础上，协同千川的木门产能，持续推进大家居战略。此外，好莱客自身拥有良好的现金流，以及借助好莱客上市公司的平台，千川财务成本有望得到下降，且可将自身客户资源、经验优势与好莱客屋品类实现互补，进一步做大做强工程业务。

投资建议：

持续看好公司零售端业务的逐季向好以及公司工程渠道的大力发展。此外，公司收购千川公司加速布局 B 端渠道，好莱客有望开启“2B+2C”双轮驱动。考虑到千川并购，调整公司盈利预测，21-22 年收入由此前的 24.32、26.87 亿元调至 41.12、49.77 亿元；归母净利润由此前的 3.68、4.09 亿元调至 4.14、4.74 亿元，预计 2023 年营业收入、归母净利润分别为 59.02、5.73 亿元，对应 PE 分别为 14 倍、12 倍、10 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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,225	2,183	4,112	4,977	5,902
YoY (%)	4.3%	-1.9%	88.3%	21.0%	18.6%
归母净利润(百万元)	365	276	414	474	573
YoY (%)	-4.6%	-24.2%	49.9%	14.6%	20.7%
毛利率 (%)	40.1%	36.7%	33.9%	33.0%	32.1%
每股收益 (元)	1.17	0.89	1.33	1.52	1.84
ROE	14.3%	10.5%	13.3%	13.0%	13.5%
市盈率	15.39	20.31	13.55	11.83	9.79

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

分析师：杨维维

邮箱：yangww@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080001

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,183	4,112	4,977	5,902	净利润	270	407	464	561
YoY (%)	-1.9%	88.3%	21.0%	18.6%	折旧和摊销	126	138	142	152
营业成本	1,382	2,718	3,334	4,005	营运资金变动	155	1,024	-142	-278
营业税金及附加	25	43	53	65	经营活动现金流	556	1,560	457	429
销售费用	238	514	622	720	资本开支	-351	-89	-69	-19
管理费用	135	226	269	331	投资	87	0	0	0
财务费用	23	18	17	12	投资活动现金流	-233	-56	-39	11
资产减值损失	-1	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	27	33	30	30	债务募资	0	0	0	0
营业利润	315	473	537	651	筹资活动现金流	-215	-25	-25	-25
营业外收支	-4	1	1	1	现金净流量	108	1,479	393	415
利润总额	311	474	538	652					
所得税	42	67	74	91	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	270	407	464	561	成长能力				
归属于母公司净利润	276	414	474	573	营业收入增长率	-1.9%	88.3%	21.0%	18.6%
YoY (%)	-24.2%	49.9%	14.6%	20.7%	净利润增长率	-24.2%	49.9%	14.6%	20.7%
每股收益	0.89	1.33	1.52	1.84	盈利能力				
					毛利率	36.7%	33.9%	33.0%	32.1%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	12.3%	9.9%	9.3%	9.5%
货币资金	644	2,123	2,517	2,932	总资产收益率 ROA	5.3%	6.5%	6.5%	6.8%
预付款项	32	43	57	75	净资产收益率 ROE	10.5%	13.3%	13.0%	13.5%
存货	629	555	845	1,219	偿债能力				
其他流动资产	1,030	809	1,091	1,504	流动比率	1.36	1.44	1.55	1.67
流动资产合计	2,336	3,530	4,509	5,730	速动比率	0.95	1.18	1.23	1.28
长期股权投资	15	15	15	15	现金比率	0.38	0.86	0.87	0.86
固定资产	1,735	1,767	1,768	1,701	资产负债率	44.9%	48.0%	47.8%	47.6%
无形资产	203	213	222	229	经营效率				
非流动资产合计	2,829	2,842	2,821	2,732	总资产周转率	0.42	0.65	0.68	0.70
资产合计	5,165	6,372	7,330	8,462	每股指标 (元)				
短期借款	14	14	14	14	每股收益	0.89	1.33	1.52	1.84
应付账款及票据	678	1,332	1,634	1,963	每股净资产	8.48	10.00	11.69	13.67
其他流动负债	1,026	1,111	1,252	1,451	每股经营现金流	1.79	5.01	1.47	1.38
流动负债合计	1,718	2,457	2,900	3,428	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	600	600	600	600	PE	20.31	13.55	11.83	9.79
非流动负债合计	600	600	600	600	PB	1.90	1.80	1.54	1.32
负债合计	2,318	3,057	3,500	4,028					
股本	311	311	311	311					
少数股东权益	208	202	191	179					
股东权益合计	2,847	3,315	3,830	4,433					
负债和股东权益合计	5,165	6,372	7,330	8,462					

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，8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，4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，3年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

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。