

2021 中报点评：业绩符合我们预期，下半年 盈利能力有望回升 增持（首次）

2021 年 08 月 24 日

证券分析师 张潇

执业证号：S0600521050003

zhangxiao@dwzq.com.cn

证券分析师 邹文婕

执业证号：S0600521060001

zouwj@dwzq.com

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,183	3,962	4,612	5,258
同比（%）	-1.9%	81.5%	16.4%	14.0%
归母净利润（百万元）	276	382	445	517
同比（%）	-24.2%	38.4%	16.5%	16.0%
每股收益（元/股）	0.89	1.23	1.43	1.66
P/E（倍）	13.68	9.89	8.49	7.31

投资要点

■ **业绩符合我们预期，内生增速靓丽。**公司 2021H1 实现营业收入 15.24 亿元，同比+105.79%，较 2019H1 增长 62.6%；剔除湖北千川后的内生收入 11.85 亿元，同比+60.04%，较 2019H1+26.51%。实现归母净利润 1.38 亿元，同比+80.06%，较 2019H1-7.2%；剔除湖北千川并表后归母净利润 0.99 亿元，同比+29.06%，较 2019H1-33.46%。

■ **配套品收入贡献提升。**分产品来看，整体衣柜、橱柜产品、木门产品、成品配套产品、门窗产品的营业收入分别为 8.79 亿元、8351 万元、4.49 亿元（其中湖北千川并表收入 3.39 亿元）、5,278 万元、2,796 万元，同比增长 40.94%、80.93%、3282.66%、122%、76.76%。公司深化大家居战略，木门、橱柜、成品配套等延展品类对收入贡献显著提升。分渠道看，经销、直营、大宗业务收入分别为 10.37 亿元、3530 万元、4.18 亿元，零售渠道（经销+零售）同比+59.08%，大宗渠道受益于湖北千川并表同比+1258.62%。2021H1 末公司门店数量较 2020 年末净增 32 家至 2049 家，通过推进城市运营平台模式、存量店面翻新及数字化系统建设持续对终端门店进行优化提升。

■ **盈利能力方面，2021H1 公司毛利率同比-3.54pp 至 34.11%，其中 2021Q2 毛利率 34.96%，同比-3.57pp。**细分品类来看，衣柜、橱柜、木门、成品配套、门窗毛利率同比分别-4.80pp、-5.72pp、+18.67pp、-3.36pp、+10.45pp 至 37.36%、20.55%、35.98%、23.83%、0.72%。2021H1 公司净利润率较 2019H1 下滑 3.52pp 至 11.92%，其中 2021Q1/2021Q2 净利率分别为 10.18%、12.95%。盈利能力回落的原因包括原材料价格上涨、产品结构变化（低毛利品类如橱柜、成品配套占比提升）以及公司主动加大让利力度，以短期利润换取份额提升。下半年来看，原材料价格逐步回归合理区间，湖北千川新增产能持续爬坡，盈利能力有望稳中有升。

■ **向“潮牌”进化，贴合“Z 世代”打造品牌差异化。**公司提出“原生态生活潮我看”的品牌主张，持续强化“原生态”和好莱客双 IP，通过跨界联合、潮空间、潮玩等设计元素的引入，贴合年轻一代的需求，打造差异化的品牌及产品。此外，公司自 2020H2 起，产品基材全面升级为无醛添加原生态系列板材，原生态净醛竹板销售占比稳步提升，持续深化环保 IP。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 3.8、4.5、5.2 亿元，对应 PE 分别为 9.9、8.5、7.3X。2021H1 公司收入端增速靓丽，盈利能力暂时承压，后续有望随着原材料价格回归常态及产能利用率提升而修复。向潮牌进阶打造差异化竞争优势，首次覆盖，给予“增持”评级。

■ **风险提示：**产能爬坡不及市场预期；地产调控趋严；原材料价格上涨。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.14
一年最低/最高价	11.30/20.10
市净率(倍)	1.44
流通 A 股市值(百万元)	3778.90

基础数据

每股净资产(元)	8.45
资产负债率(%)	44.47
总股本(百万股)	311.28
流通 A 股(百万股)	311.28

相关研究

好莱客三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,336	2,745	3,161	3,728	营业收入	2,183	3,962	4,612	5,258
现金	644	754	938	1,238	减:营业成本	1,382	2,623	3,028	3,436
应收账款	694	801	1,007	1,075	营业税金及附加	25	43	49	57
存货	629	789	826	992	营业费用	238	388	465	536
其他流动资产	368	402	389	423	管理费用	239	412	461	521
非流动资产	2,829	2,843	3,003	3,063	研发费用	103	178	203	237
长期股权投资	15	11	8	5	财务费用	23	8	2	-7
固定资产	1,735	1,745	1,895	1,917	资产减值损失	6	10	12	14
在建工程	231	248	264	296	加:投资净收益	27	27	27	27
无形资产	203	204	221	219	其他收益	16	19	15	15
其他非流动资产	646	636	616	626	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	5,165	5,588	6,164	6,790	营业利润	315	524	636	743
流动负债	1,718	1,830	2,048	2,230	加:营业外净收支	-4	16	5	6
短期借款	14	14	14	14	利润总额	311	540	641	749
应付账款	678	624	818	900	减:所得税费用	42	81	97	109
其他流动负债	1,026	1,192	1,215	1,316	少数股东损益	-7	77	99	123
非流动负债	600	495	402	298	归属母公司净利润	276	382	445	517
长期借款	534	429	336	232	EBIT	328	536	629	726
其他非流动负债	66	66	66	66	EBITDA	455	664	768	866
负债合计	2,318	2,325	2,450	2,528	重要财务与估值指标				
少数股东权益	208	285	384	507		2020A	2021E	2022E	2023E
归属母公司股东权益	2,639	2,978	3,330	3,755	每股收益(元)	0.89	1.23	1.43	1.66
负债和股东权益	5,165	5,588	6,164	6,790	每股净资产(元)	8.16	9.25	10.38	11.75
					发行在外股份(百万股)	311	311	311	311
					ROIC(%)	12.4%	18.3%	20.7%	23.8%
					ROE(%)	9.5%	14.1%	14.6%	15.0%
现金流量表 (百万元)					毛利率(%)	36.7%	33.8%	34.3%	34.6%
					销售净利率(%)	12.6%	9.6%	9.7%	9.8%
经营活动现金流	556	297	640	660	资产负债率(%)	44.9%	41.6%	39.7%	37.2%
投资活动现金流	-233	-114	-272	-172	收入增长率(%)	-1.9%	81.5%	16.4%	14.0%
筹资活动现金流	-215	-74	-184	-187	净利润增长率(%)	-24.2%	38.4%	16.5%	16.0%
现金净增加额	108	110	184	300	P/E	13.68	9.89	8.49	7.31
折旧和摊销	126	127	139	140	P/B	1.49	1.31	1.17	1.03
资本开支	351	17	164	63	EV/EBITDA	8.25	5.56	4.58	3.74
营运资本变动	156	-270	-18	-86					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>