

# 好莱客 (603898)

证券研究报告

2021年08月24日

## 聚焦“新原态+大家居”，大宗业务盈利亮眼

公司 21H1 实现收入 15.24 亿元，同比+105.79%，较 19H1 增长 62.56%，其中 Q1/Q2 收入分别为 5.68/9.56 亿元，同比分别+203%/+72.88%，较 19 年同期分别+56.70%/66.25%。公司聚焦“新原态+大家居”核心战略，订单较上年同期显著增长，叠加千川增厚工程业务收入，公司收入实现显著高增长。21H1 实现归母净利 1.38 亿元，同比+80.06%，其中 Q1/Q2 归母净利润分别为 0.39 亿元/0.99 亿元，同比分别+328.81%/5.11%；21H1 扣非归母净利润 1.3 亿，同比增长 131.76%。21H1 归母净利率为 9.06%，同比-1.3pct；其中 Q1/Q2 单季度归母净利率分别为 6.94%/10.32%，同比+16.13pct/-6.66pct。21H 湖北千川合并报表实现收入 4.22 亿元，实现净利润 0.90 亿元，净利率为 21.5%。剔除湖北千川，公司收入约为 11.02 亿元，净利润约为 0.91 亿元。

**收入业绩符合市场预期，大宗业务持续发力，大家居订单带动橱柜、成品、门窗业务增长。**上半年衣柜实现营业收入 8.79 亿元，同比+40.94%，衣柜毛利率 37.36%，同比下降 4.80pct。上半年橱柜业务实现收入 0.84 亿元，同比+80.93%，橱柜毛利率 20.55%，同比下降 5.72pct。上半年木门业务占比提升至 30.11%，木门实现 4.49 亿元，同比+328.26%，木门毛利率 35.98%，千川品牌口碑良好，综合服务能力强，盈利能力凸显。上半年衣柜/橱柜毛利率同比有所下降主要由于：（1）规模为市场竞争中的首选，一方面，公司积极推进产品升级，推进新品上市；另一方面，公司支持经销商，让利终端，在基材升级成本上升的情况下价格维持稳定。（2）公司板式家具已经形成汉川、从化、惠州、萝岗四大基地，其中汉川基地处于产能爬坡阶段，从化基地预期 21 年底实现投产，新基地启用短期内会带来制造费用的上升；（3）原材料价格波动影响；（4）公司从过去的单一品类拓展至全品类，收入结构变化，橱柜、木门、大宗业务收入大幅增长；（5）运输费用按新会计准则从销售费用调至成本。

**降本增效持续推进，费用率显著优化。**21H 公司综合毛利率 34.11%，同比下降 3.55pct，其中 Q1/Q2 毛利率分别为 32.68%/34.96%；21H 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.95%/5.14%/4.33%/1.21%，同比分别下降 5.51%/2.50%/0.27%/0.11%，上半年费用端大幅下行，销售费用显著下滑主要是由于运输费按新会计准则从销售费调至成本。21H 归母净利率 9.06%，同比下降 1.30pct。

**产品领先：净醛竹板占比持续提升，通过跨界联合推进潮牌进阶。**公司较早采用以不含甲醛的 MDI 生态胶生产的原态板，实现基材甲醛零添加，自 2020 年下半年起，公司产品基材全面升级为无醛添加原态板。另外，公司开拓用天然竹木纤维为基材的净醛板，净醛板通过无甲醛添加的粘合剂进行生态粘合，并于饰面融入纳米净醛生态涂层，今年公司专利产品原态净醛竹板销售占比稳步提升。产品方面，公司品牌主张为“原态生活潮我看”，以“潮”为外衣，融入“原态”理念，积极拥抱年轻客群。

**盈利预测与估值：**上半年公司收入显著高增长，大宗业务盈利能力亮眼，我们预计公司 21/22 年归母净利润分别为 3.73/4.29 亿元，同比+35.14%/14.89%，对应 21/22 年 PE 分别为 10.02X/8.72X，维持“增持”评级。

**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

### 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	12.14 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)	3,778.90
流通 A 股市值(百万元)	3,778.90
每股净资产(元)	8.45
资产负债率(%)	44.47
一年内最高/最低(元)	20.10/11.30

### 作者

<b>范张翔</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518080004	
fanzhangxiang@tfzq.com	
<b>尉鹏洁</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521070001	
weipengjie@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《好莱客-年报点评报告:橱柜、木门增速亮眼，零售+工程双轮驱动收入增长》 2021-04-15
- 《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

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	3,808.69	4,413.67	5,072.66
增长率(%)	4.34	(1.88)	74.45	15.88	14.93
EBITDA(百万元)	574.10	526.51	587.05	658.21	758.32
净利润(百万元)	364.52	276.14	373.17	428.72	495.21
增长率(%)	(4.63)	(24.25)	35.14	14.89	15.51
EPS(元/股)	1.17	0.89	1.20	1.38	1.59
市盈率(P/E)	10.26	13.54	10.02	8.72	7.55
市净率(P/B)	1.47	1.42	1.25	1.12	1.01
市销率(P/S)	1.68	1.71	0.98	0.85	0.74
EV/EBITDA	6.83	9.11	5.96	5.79	3.27

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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	507.02	644.32	589.67	1,059.55	2,154.88
应收票据及应收账款	29.08	694.28	1,041.42	1,353.84	1,624.61
预付账款	16.32	32.25	32.95	50.91	50.59
存货	133.69	629.44	54.50	916.96	42.24
其他	1,094.02	335.70	571.33	402.89	442.85
<b>流动资产合计</b>	<b>1,780.13</b>	<b>2,335.99</b>	<b>2,289.86</b>	<b>3,784.15</b>	<b>4,315.17</b>
长期股权投资	16.30	14.52	14.52	14.52	14.52
固定资产	1,023.28	1,734.64	1,794.15	1,833.97	1,848.97
在建工程	554.89	231.26	174.75	152.85	121.71
无形资产	169.68	202.75	192.79	182.84	172.88
其他	165.02	646.24	593.20	609.11	605.20
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,929.18</b>	<b>2,829.40</b>	<b>2,769.41</b>	<b>2,793.29</b>	<b>2,763.28</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,709.31</b>	<b>5,165.39</b>	<b>5,059.27</b>	<b>6,577.44</b>	<b>7,078.44</b>
短期借款	0.00	14.21	0.00	589.67	264.89
应付票据及应付账款	292.70	677.56	545.79	1,038.10	919.15
其他	268.04	1,026.40	823.70	719.44	1,188.56
<b>流动负债合计</b>	<b>560.73</b>	<b>1,718.18</b>	<b>1,369.49</b>	<b>2,347.21</b>	<b>2,372.60</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	530.04	534.37	354.80	473.07	454.08
其他	45.18	65.77	47.04	52.66	55.16
<b>非流动负债合计</b>	<b>575.22</b>	<b>600.14</b>	<b>401.84</b>	<b>525.73</b>	<b>509.24</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,135.95</b>	<b>2,318.32</b>	<b>1,771.33</b>	<b>2,872.94</b>	<b>2,881.83</b>
少数股东权益	24.02	208.38	292.53	380.34	481.77
股本	309.60	311.28	311.28	311.28	311.28
资本公积	787.84	814.28	814.28	814.28	814.28
留存收益	2,216.61	2,404.27	2,684.13	3,012.88	3,403.56
其他	(764.71)	(891.13)	(814.28)	(814.28)	(814.28)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,573.36</b>	<b>2,847.08</b>	<b>3,287.94</b>	<b>3,704.50</b>	<b>4,196.61</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,709.31</b>	<b>5,165.39</b>	<b>5,059.27</b>	<b>6,577.44</b>	<b>7,078.44</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	355.34	269.58	373.17	428.72	495.21
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	(292.08)	(649.42)	917.21
其它	(733.54)	(677.41)	84.15	87.81	101.43
<b>经营活动现金流</b>	<b>402.67</b>	<b>556.10</b>	<b>196.77</b>	<b>(99.85)</b>	<b>1,552.74</b>
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(708.25)</b>	<b>(233.44)</b>	<b>(31.00)</b>	<b>(51.00)</b>	<b>(21.00)</b>
债权融资	530.04	573.48	363.10	1,073.80	733.72
股权融资	(15.67)	(95.35)	83.25	10.00	8.20
其他	(159.93)	(693.17)	(666.77)	(463.07)	(1,178.32)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>354.43</b>	<b>(215.04)</b>	<b>(220.42)</b>	<b>620.73</b>	<b>(436.41)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>48.85</b>	<b>107.62</b>	<b>(54.65)</b>	<b>469.88</b>	<b>1,095.34</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>2,225.15</b>	<b>2,183.30</b>	<b>3,808.69</b>	<b>4,413.67</b>	<b>5,072.66</b>
营业成本	1,333.66	1,382.12	2,548.73	2,985.54	3,428.74
营业税金及附加	22.13	25.33	44.20	51.22	58.86
营业费用	300.95	237.79	342.78	377.37	423.57
管理费用	101.17	135.43	209.48	242.75	279.00
研发费用	87.15	103.30	171.39	198.62	228.27
财务费用	5.24	23.49	(6.40)	(10.00)	(8.20)
资产减值损失	(6.04)	(1.44)	1.00	1.00	1.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	31.97	26.93	29.00	29.00	29.00
其他	(65.72)	(64.94)	(58.00)	(58.00)	(58.00)
<b>营业利润</b>	<b>414.64</b>	<b>315.28</b>	<b>526.51</b>	<b>596.18</b>	<b>690.42</b>
营业外收入	2.81	11.50	11.50	11.50	11.50
营业外支出	0.28	15.49	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>417.17</b>	<b>311.30</b>	<b>538.01</b>	<b>607.68</b>	<b>701.92</b>
所得税	61.83	41.72	80.70	91.15	105.29
<b>净利润</b>	<b>355.34</b>	<b>269.58</b>	<b>457.31</b>	<b>516.53</b>	<b>596.63</b>
少数股东损益	(9.18)	(6.56)	84.15	87.81	101.43
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>364.52</b>	<b>276.14</b>	<b>373.17</b>	<b>428.72</b>	<b>495.21</b>
每股收益(元)	1.17	0.89	1.20	1.38	1.59

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	4.34%	-1.88%	74.45%	15.88%	14.93%
营业利润	0.81%	-23.96%	67.00%	13.23%	15.81%
归属于母公司净利润	-4.63%	-24.25%	35.14%	14.89%	15.51%
<b>获利能力</b>					
毛利率	40.06%	36.70%	33.08%	32.36%	32.41%
净利率	16.38%	12.65%	9.80%	9.71%	9.76%
ROE	14.30%	10.46%	12.46%	12.90%	13.33%
ROIC	20.09%	20.80%	18.28%	18.08%	17.07%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	30.62%	44.88%	35.01%	43.68%	40.71%
净负债率	0.89%	-2.49%	-6.89%	0.38%	-33.86%
流动比率	3.17	1.36	1.67	1.61	1.82
速动比率	2.94	0.99	1.63	1.22	1.80
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	103.81	6.04	4.39	3.69	3.41
存货周转率	21.44	5.72	11.14	9.09	10.58
总资产周转率	0.68	0.49	0.74	0.76	0.74
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.17	0.89	1.20	1.38	1.59
每股经营现金流	1.29	1.79	0.63	-0.32	4.99
每股净资产	8.19	8.48	9.62	10.68	11.93
<b>估值比率</b>					
市盈率	10.26	13.54	10.02	8.72	7.55
市净率	1.47	1.42	1.25	1.12	1.01
EV/EBITDA	6.83	9.11	5.96	5.79	3.27
EV/EBIT	7.76	11.13	6.73	6.50	3.64

### 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