

## 2021 年三季报点评：渠道变革逐步验证，业绩逐步回暖

增持（维持）

2021 年 11 月 1 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）	1,160	1,469	1,713	1,942
同比（%）	-8.0%	26.7%	16.6%	13.4%
归母净利润（百万元）	266	336	387	436
同比（%）	-4.9%	26.5%	15.2%	12.5%
每股收益（元/股）	0.66	0.84	0.97	1.09
P/E（倍）	19.39	15.32	13.30	11.82

### 投资要点

- **业绩增长符合市场预期，经营逐步回暖。**公司 2021Q1-3 实现营业收入 9.5 亿元，同比+36.76%，较 2019 同期+10.44%；归母净利润 2.2 亿元，同比+44.17%，较 2019 年同期+24.55%。2021Q3 单季实现营业收入 3.7 亿元，同比+15.37%，较 2019 年同期+30.95%；归母净利润 0.9 亿元，同比+27.16%，较 2019 年同期+43.70%。公司渠道改革收益显著，经营业绩持续修复。2020 年受到疫情影响业绩下滑，2021 年公司经营逐步恢复常态，2021Q3 整体表现突出。
- **渠道变革逐步验证，为后续持续增长奠定制度基础。**2021Q1-3 公司持续深化零售渠道改革，并取得初步成效。2021H1 线上电商渠道营收超过了传统线下经销商渠道，但 2021Q3 传统经销商渠道重新成为公司的第一大渠道，零售运营平台化改革取得较为明显的成效。
- **期间费用管控有效，盈利能力不断提升。**公司 2021Q1-3 综合毛利率为 45.21%，同比-3.68pp；净利率为 23.17%，同比+1.25pp。2021Q3 单季度综合毛利率为 45.20%，同比-3.55pp，毛利率下行主要与原材料价格上涨有关。期间费用方面，2021Q3 期间费用同比-1.15pp 至 21.56%，其中销售费用率同比-3.61pp，管理费用率同比+0.59pp，研发费用率同比+1.07pp，期间费用控制能力较强。公司注重研发核心技术推动产品结构不断优化，结合期间费用有效管控，2021Q3 单季度净利率 24.34%，同比+2.01pp，环比+1.16pp。
- **2021Q3 拟投资新项目，进一步优化资源配置。**公司 2021 年 10 月 18 日与好莱客签署合作协议，拟共同投资设立广东好好置业有限公司（公司认缴 2.1 亿元，持股比例 70%）。该“创新发展中心”建成，预计未来扩大公司产业布局，提升管理效率；同时满足公司未来产业研发、销售、电子商务、智能展厅的场地需求，以保障公司科研能力提升、未来业务高速发展，进一步提升企业综合竞争能力，促进公司持续的发展。
- **盈利预测与投资评级：**公司渠道改革成效显著，业绩恢复较快增长，基于 2021 年三季报上调盈利预测，我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 3.4、3.9、4.4 亿元（原预测为 3.0、3.2、3.4 亿元），对应 PE 分别为 15、13、12，渠道改革下公司业绩重回增长轨道，维持“增持”的投资评级。
- **风险提示：**宏观经济增速放缓，原材料价格变动，产品推广不及预期，竞争加剧，渠道改革效果不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	12.85
一年最低/最高价	10.77/15.41
市净率(倍)	2.90
流通 A 股市值(百万元)	5152.85

### 基础数据

每股净资产(元)	4.43
资产负债率(%)	19.52
总股本(百万股)	401.00
流通 A 股(百万股)	401.00

### 相关研究

1、《好太太 (603848)：21 年中报点评：电商增长靓丽业绩持续修复，产品结构优化净利率提升》2021-08-21

好太太三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>1,370</b>	<b>1,724</b>	<b>1,997</b>	<b>2,399</b>	<b>营业收入</b>	<b>1,160</b>	<b>1,469</b>	<b>1,713</b>	<b>1,942</b>
现金	119	401	664	1,020	减:营业成本	598	783	922	1,057
应收账款	104	131	133	155	营业税金及附加	11	13	16	18
存货	92	140	139	167	营业费用	181	215	247	277
其他流动资产	1,055	1,051	1,061	1,057	管理费用	54	66	75	83
<b>非流动资产</b>	<b>734</b>	<b>762</b>	<b>815</b>	<b>868</b>	研发费用	45	60	72	82
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	-2	-5	-16	-25
固定资产	58	98	125	148	资产减值损失	16	4	5	6
在建工程	89	54	52	56	加:投资净收益	40	40	40	40
无形资产	104	133	160	186	其他收益	13	7	8	9
其他非流动资产	484	477	477	478	资产处置收益	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2,104</b>	<b>2,486</b>	<b>2,812</b>	<b>3,266</b>	<b>营业利润</b>	<b>305</b>	<b>380</b>	<b>441</b>	<b>496</b>
<b>流动负债</b>	<b>432</b>	<b>576</b>	<b>614</b>	<b>729</b>	加:营业外净收支	1	7	5	6
短期借款	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>306</b>	<b>387</b>	<b>446</b>	<b>502</b>
应付账款	310	401	477	529	减:所得税费用	38	49	56	63
其他流动负债	122	175	136	200	少数股东损益	2	2	3	3
<b>非流动负债</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>266</b>	<b>336</b>	<b>387</b>	<b>436</b>
长期借款	0	0	0	0	EBIT	302	379	430	477
其他非流动负债	6	5	5	4	EBITDA	326	414	473	527
<b>负债合计</b>	<b>439</b>	<b>582</b>	<b>618</b>	<b>734</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	7	9	12	15	每股收益(元)	0.66	0.84	0.97	1.09
归属母公司股东权益	1,659	1,895	2,182	2,518	每股净资产(元)	4.14	4.73	5.44	6.28
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,104</b>	<b>2,486</b>	<b>2,812</b>	<b>3,266</b>	发行在外股份(百万股)	401	401	401	401
					ROIC(%)	158.6%	275.1%	260.2%	333.6%
					ROE(%)	16.1%	17.8%	17.8%	17.3%
					毛利率(%)	48.4%	46.7%	46.2%	45.6%
					销售净利率(%)	22.9%	22.9%	22.6%	22.4%
					资产负债率(%)	20.8%	23.4%	22.0%	22.5%
					收入增长率(%)	-8.0%	26.7%	16.6%	13.4%
					净利润增长率(%)	-4.8%	26.5%	15.2%	12.5%
					P/E	19.39	15.32	13.30	11.82
					P/B	3.11	2.72	2.36	2.05
					EV/EBITDA	12.61	9.26	7.57	6.12

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>

