

2021 年三季度报点评：零售业务表现稳健，利润短期略承压

增持（维持）

2021 年 11 月 01 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	3,517	4,093	4,666
同比（%）	-1.9%	61.1%	16.4%	14.0%
归母净利润（百万元）	276	348	415	489
同比（%）	-24.2%	25.9%	19.4%	17.7%
每股收益（元/股）	0.89	1.12	1.33	1.57
P/E（倍）	12.46	9.89	8.28	7.04

投资要点

- **收入端表现符合我们预期，利润端短期承压。**公司 2021Q1-3 实现营业收入 24.29 亿元，同比+72.7%，较 2019 年同期+56.0%；归母净利润 2.34 亿元，同比+30.1%，较 2019 年同期-10.3%。其中 2021Q3 实现营业收入 9.05 亿元，同比+35.9%，较 2019Q3+46.2%；归母净利润 0.96 亿元，同比-7.2%，较 2019Q3-14.3%。
- **受益于湖北千川并表，收入端实现高增。**营业收入分产品来看，2021Q1-3 公司整体衣柜、橱柜、木门、成品配套、门窗产品营业收入分别同比增长 22.5%、48.1%、2273.7%、96.4%、38.4%至 14.38 亿元、1.38 亿元、6.60 亿元、0.96 亿元、0.44 亿元。木门高增主要由湖北千川并表带来。**分渠道来看**，2021Q1-3 公司直营店、经销店、大宗业务收入分别为 0.55 亿元、17.33 亿元、5.84 亿元，零售渠道（经销+零售）收入同比+38%，其中大宗渠道收入受益于湖北千川并表同比+1212%。公司持续优化零售渠道门店建设，截至 2021Q3 末，门店数量较 2020 年末净增 114 家至 2131 家。
- **盈利能力有所下降，后续有望逐步修复。**盈利能力方面，公司 2021Q1-3 毛利率同比-3.97pp 至 34.05%，销售净利率同比+0.03pp 至 12.26%。**分产品来看**，衣柜、橱柜、木门、成品配套、门窗的毛利率分别同比-5.23pp、-1.19pp、+16.03pp、-5.29pp、+2.10pp 至 37.33%、21.58%、36.02%、22.58%、0.44%。**分渠道来看**，直营店、经销店、大宗业务毛利率分别同比-7.44pp、-6.60pp、+17.59pp 至 58.34%、33.47%、36.53%。公司 2021Q3 盈利能力及归母净利润同比有所下降，原因主要包括：1）新业务孵化投入较大：公司家装渠道、整装渠道等新渠道、新业务处于孵化初期，前期盈利水平较低，对公司整体盈利能力有所拖累。2）大宗业务受恒大事件影响。3）公司延续经销商扶持及让利政策，叠加原材料价格上涨和限电政策影响，盈利水平受到短期扰动。后续来看，随着大宗业务新客户的持续引入和培育、原材料价格和限电政策影响边际缓解，2021Q4 公司盈利水平更有望环比修复。
- **盈利预测与投资评级：**基于公司短期盈利能力受原材料价格上涨及让利经销商策略等因素拖累略下调盈利预测，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 3.5、4.2、4.9 亿元（原预测为 3.8、4.5、5.2 亿元），对应 PE 分别为 10、8、7X，后续压制盈利能力的因素有望边际缓和，公司当前估值处于低位，维持“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)	11.05
一年最低/最高价	10.42/18.73
市净率(倍)	1.27
流通 A 股市值(百万元)	3439.61

基础数据

每股净资产(元)	8.71
资产负债率(%)	43.01
总股本(百万股)	311.28
流通 A 股(百万股)	311.28

相关研究

1、《好莱客 (603898)：2021 中报点评：业绩符合我们预期，下半年盈利能力有望回升》
2021-08-24

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	2,542	3,089	3,448	营业收入	2,183	3,517	4,093	4,666
现金	644	893	926	1,357	减:营业成本	1,382	2,328	2,687	3,050
应收账款	694	633	972	876	营业税金及附加	25	38	43	50
存货	629	629	804	809	营业费用	238	344	397	448
其他流动资产	368	387	387	406	管理费用	135	208	229	252
非流动资产	2,829	2,816	2,949	2,992	研发费用	103	158	180	210
长期股权投资	15	11	8	5	财务费用	23	4	-2	-10
固定资产	1,735	1,735	1,861	1,872	资产减值损失	1	7	7	7
在建工程	231	231	243	271	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	5,358	6,038	6,440	营业利润	315	475	593	702
流动负债	1,718	1,644	2,004	1,998	加:营业外净收支	-4	16	5	6
短期借款	14	14	14	14	利润总额	311	492	598	708
应付账款	678	492	787	738	减:所得税费用	42	74	90	103
其他流动负债	1,026	1,137	1,203	1,246	少数股东损益	-7	70	92	116
非流动负债	600	492	398	293	归属母公司净利润	276	348	415	489
长期借款	534	427	332	227	EBIT	328	485	584	684
其他非流动负债	66	66	66	66	EBITDA	455	612	721	822
负债合计	2,318	2,136	2,402	2,291	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	208	279	371	487	每股收益(元)	0.89	1.12	1.33	1.57
归属母公司股东权益	2,639	2,944	3,265	3,662	每股净资产(元)	8.16	9.14	10.17	11.45
负债和股东权益	5,165	5,358	6,038	6,440	发行在外股份(百万股)	311	311	311	311
					ROIC(%)	12.4%	17.8%	19.7%	24.5%
					ROE(%)	9.5%	13.0%	14.0%	14.6%
					毛利率(%)	36.7%	33.8%	34.3%	34.6%
					销售净利率(%)	12.6%	9.9%	10.1%	10.5%
					资产负债率(%)	44.9%	39.9%	39.8%	35.6%
					收入增长率(%)	-1.9%	61.1%	16.4%	14.0%
					净利润增长率(%)	-24.2%	25.9%	19.4%	17.7%
					P/E	12.46	9.89	8.28	7.04
					P/B	1.35	1.21	1.09	0.97
					EV/EBITDA	7.50	5.23	4.40	3.35

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>