

好莱客 (603898.SH)

强烈推荐 (维持)

千川出表, 大家居战略持续推进发力零售

消费品/轻工纺服  
目标估值: NA  
当前股价: 11.01 元

事件: 公司发布 2022 年中期报告, 2022 年上半年公司实现营业总收入 13.96 亿元, 同比减少 8.42%, 实现归母净利润 1.25 亿元, 同比减少 9.39%。单 Q2 季度, 公司实现营业总收入 7.8 亿元, 同比-18.4%, 实现归母净利润 0.8 亿元, 同比-17.7%。

基础数据

总股本 (万股)	31128
已上市流通股 (万股)	31128
总市值 (亿元)	34
流通市值 (亿元)	34
每股净资产 (MRQ)	8.8
ROE (TTM)	1.9
资产负债率	46.4%
主要股东	沈汉标
主要股东持股比例	40.84%

□ “新原态+大家居”核心战略成效显著, 大家居订单占比稳步提高。公司产品战略导向与消费者全品类一站式购齐需求深度匹配, 持续加快对产品的迭代升级, 推出“未莱厨房”不锈钢系列产品, 坚持环保理念, 丰富产品矩阵。分产品来看 22 年上半年, 公司整体衣柜实现营业收入 8.19 亿元, 同比减少 6.78%, 公司生产基地进行精细化管理, 生产效率提升, 毛利率达 38.67%, 同比增加 1.31pcts; 22 年上半年公司加大橱柜营销活动, 产能利用率提升, 橱柜产品实现营业收入 1.05 亿元, 同比增长 25.38%; 公司木门产品实现营业收入 3.63 亿元, 同比减少 19.18%, 受房地产行业影响较大, 其占营业收入比重为 26.85%, 但毛利率提升 1.34pcts, 主因木门生产效率提高; 公司成品配套产品实现营业收入 0.52 亿元, 同比减少 1.27%, 受疫情及房地产行业宏观环境影响较大, 产品销售结构调整, 毛利率提升 3.27pcts; 公司门窗产品实现营业收入 0.14 亿元, 瀚隆门窗客户以华东地区为主, 受上海疫情影响, 营收同比减少 50.9%。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	0	-9
相对表现	2	9	4



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 全渠道深化管理, “传统+新兴”渠道同时发力。零售仍为公司核心渠道, 公司一方面推进城市运营平台, 加速下沉, 另一方面全力开发新平台, 深化新渠道布局, 上半年迎合消费者习惯, 推出“美好生活·家具消费体验升级计划”与“呼呼莱装”新品牌, 打造年轻人家居场景。大宗业务上, 房地产市场压力延续, 湖北千川上半年营业收入同比减少 21.27%, 为降低合作风险, 其 2022 年 7 月 1 日起不再纳入公司合并报表范围。分渠道来看, 22 年上半年公司门店实现营业收入 10.20 亿元, 同比减少 4.91%, 其中直营门店实现营业收入 0.43 亿元, 同比增长 21.69%, 经销门店实现营业收入 9.8 亿元, 同减少 5.82%。公司大宗业务实现营业收入 3.3 亿元, 同比减少 20.5%。公司二季度受疫情及其政策影响, 经营收到一定冲击, 但随着疫情形式逐渐向好, 公司经营逐步回归正轨, 公司 22 年上半年毛利率约为 36.2%, 同比增长 2.1pcts, 销售/管理/研发费用率分别为 10.65%/5.90%/4.73%, 分别同比增加 1.7/0.8/0.4pcts。综合来看, 公司 22 年上半年归母净利率为 8.97%, 同比降低 0.1pcts。

相关报告

- 1、《好莱客 (603898) —零售+工程双轮驱动, “大家居”战略稳步推进》2022-04-29
- 2、《好莱客 (603898) —Q3 业绩符合预期, 零售稳增大宗调整》2021-10-30
- 3、《好莱客 (603898) —中报业绩符合预期, “零售和工程”双轮驱动》2021-08-24

□ 盈利预测及投资建议。我们预计公司 22-24 年归母净利润分别为 4.51/3.59/4.25 亿元, 分别同比 590%/-20%/19%, 18 日股价对应 22 年 PE 为 8X, 维持“强烈推荐”投资评级。

赵中平 S1090521080001  
✉ zhaozhongping@cmschina.com.cn  
王鹏 S1090522040002  
✉ wangpeng25@cmschina.com.cn

□ 风险提示: 地产风险、疫情风险、市场竞争加剧风险。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2183	3371	3321	3491	3884
同比增长	-2%	54%	-1%	5%	11%
营业利润(百万元)	315	(8)	483	413	490
同比增长	-24%	-103%	-6133%	-15%	19%
归母净利润(百万元)	276	65	451	359	425
同比增长	-24%	-76%	590%	-20%	19%
每股收益(元)	0.89	0.21	1.45	1.15	1.37
PE	12.4	52.5	7.6	9.6	8.1
PB	1.3	1.3	1.1	1.0	0.9

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	2336	2581	2895	3166	3717
现金	644	531	784	872	1312
交易性投资	200	601	601	601	601
应收票据	540	188	367	402	403
应收款项	154	188	151	174	188
其它应收款	16	29	24	27	30
存货	629	787	744	841	908
其他	152	257	225	248	275
<b>非流动资产</b>	2829	2882	2736	2698	2670
长期股权投资	15	7	7	7	7
固定资产	1735	1742	1749	1755	1761
无形资产商誉	691	604	543	489	440
其他	389	529	437	447	462
<b>资产总计</b>	<b>5165</b>	<b>5463</b>	<b>5631</b>	<b>5864</b>	<b>6387</b>
<b>流动负债</b>	1718	1904	1735	1740	1937
短期借款	14	369	0	0	0
应付账款	678	557	725	707	807
预收账款	387	407	473	476	537
其他	639	571	538	557	593
<b>长期负债</b>	600	752	669	682	701
长期借款	0	0	0	0	0
其他	600	752	669	682	701
<b>负债合计</b>	<b>2318</b>	<b>2656</b>	<b>2404</b>	<b>2422</b>	<b>2638</b>
股本	311	311	311	311	311
资本公积金	749	768	768	768	768
留存收益	1579	1566	1996	2219	2537
少数股东权益	208	163	152	144	134
归属于母公司所有者权益	2639	2644	3074	3298	3616
<b>负债及权益合计</b>	<b>5165</b>	<b>5463</b>	<b>5631</b>	<b>5864</b>	<b>6387</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	556	296	602	343	661
净利润	270	2	440	350	415
折旧摊销	126	181	199	192	186
财务费用	30	47	12	(1)	(3)
投资收益	(27)	(8)	(217)	(22)	(22)
营运资金变动	159	122	155	(173)	80
其它	(2)	(47)	14	(3)	4
<b>投资活动现金流</b>	(233)	(651)	165	(133)	(136)
资本支出	(351)	(247)	(139)	(139)	(139)
其他投资	117	(404)	304	7	3
<b>筹资活动现金流</b>	(215)	208	(514)	(121)	(85)
借款变动	(30)	130	(398)	0	0
普通股增加	2	0	0	0	0
资本公积增加	(62)	19	0	0	0
股利分配	(113)	(43)	(21)	(135)	(108)
其他	(12)	102	(95)	14	22
<b>现金净增加额</b>	<b>108</b>	<b>(147)</b>	<b>253</b>	<b>89</b>	<b>439</b>

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	2183	3371	3321	3491	3884
营业成本	1382	2227	2196	2331	2583
营业税金及附加	25	35	35	36	40
营业费用	238	319	365	367	388
管理费用	135	185	199	192	214
研发费用	103	164	162	170	189
财务费用	23	39	12	(1)	(3)
资产减值损失	(3)	(442)	(86)	(6)	(5)
公允价值变动收益	0	1	0	0	1
其他收益	16	27	21	21	21
投资收益	27	5	196	0	0
<b>营业利润</b>	315	(8)	483	413	490
营业外收入	12	7	8	8	8
营业外支出	15	4	7	7	7
<b>利润总额</b>	311	(4)	484	414	491
所得税	42	(6)	44	64	75
少数股东损益	(7)	(64)	(11)	(9)	(10)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>276</b>	<b>65</b>	<b>451</b>	<b>359</b>	<b>425</b>

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	-2%	54%	-1%	5%	11%
营业利润	-24%	-103%	-6133%	-15%	19%
归母净利润	-24%	-76%	590%	-20%	19%
<b>获利能力</b>					
毛利率	36.7%	33.9%	33.9%	33.2%	33.5%
净利率	12.6%	1.9%	13.6%	10.3%	11.0%
ROE	10.6%	2.5%	15.8%	11.3%	12.3%
ROIC	10.6%	0.3%	13.0%	10.4%	11.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	44.9%	48.6%	42.7%	41.3%	41.3%
净负债比率	0.8%	7.3%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.4	1.4	1.7	1.8	1.9
速动比率	1.0	0.9	1.2	1.3	1.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	3.6	3.1	2.9	2.9	3.0
应收账款周转率	6.0	6.3	7.4	6.4	6.7
应付账款周转率	2.8	3.6	3.4	3.3	3.4
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.89	0.21	1.45	1.15	1.37
每股经营净现金	1.79	0.95	1.93	1.10	2.12
每股净资产	8.48	8.50	9.88	10.59	11.62
每股股利	0.14	0.07	0.43	0.35	0.41
<b>估值比率</b>					
PE	12.4	52.5	7.6	9.6	8.1
PB	1.3	1.3	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	12.2	31.9	7.5	8.6	7.7

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**赵中平：**香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

**刘丽：**对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017年8月加入招商证券，2021年起任美妆时尚联席首席。

**宋盈盈：**CFA，清华大学环境工程本硕，北京大学国发院经济学双学士。2018-2020年，任招商证券环保公用事业行业分析师。2020年起任美妆时尚分析师。

**毕先磊：**山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

**王鹏：**华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021年就职于万联证券，2021年加入招商证券，任研究助理，研究方向为轻工新消费。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。