

信义山证 汇通天下

证券研究报告

家具

好莱客 (603898.SH)

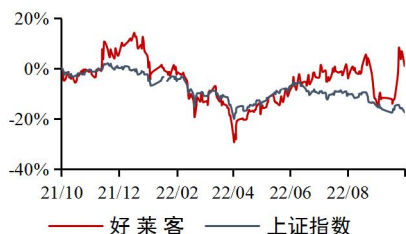
增持-A(维持)

22Q3 湖北千川出表, 橱柜品类增速持续提升

2022 年 10 月 24 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据: 2022 年 10 月 24 日

收盘价 (元):	11.25
年内最高/最低 (元):	12.95/7.70
流通 A 股/总股本 (亿):	3.11/3.11
流通 A 股市值 (亿):	35.02
总市值 (亿):	35.02

分析师:

王冯

执业登记编码: S0760522030003

邮箱: wangfeng@sxzq.com

研究助理:

孙萌

邮箱: sunmeng@sxzq.com

事件描述

➤ 10 月 24 日, 公司披露 2022 年第三季度报告, 2022 年前三季度, 公司实现营业收入 21.21 亿元, 同比下降 12.65%; 实现归母净利润 3.81 亿元, 同比增长 62.83%, 实现扣非净利润 1.97 亿元, 同比下降 8.77%。

事件点评

➤ 剔除湖北千川影响后, 好莱客前三季度归母净利润同比双位数增长。2022 年前三季度, 公司实现营业收入 21.21 亿元, 同比下降 12.65%, 其中 22Q3 实现营业收入 7.26 亿元, 同比下降 19.77%。2022 年前三季度, 公司实现归母净利润 3.81 亿元, 同比增长 62.83%, 实现扣非净利润 1.97 亿元, 同比下降 8.77%。其中 22Q3 实现归母净利润及扣非净利润 2.56、0.86 亿元, 同比增长 167.05%、下滑 0.25%。22Q3 公司归母净利润增速显著高于扣非口径主要系报告期内湖北千川门窗业绩承诺方回购公司所持湖北千川 51% 股权, 本次交易事项确认投资收益 1.88 亿元, 公司非经常性损益同比大幅增加。湖北千川自 22H2 起不再纳入公司合并报表范围, 剔除湖北千川上半年并表损益及回购事项损益的影响, 预计好莱客 2022 年前三季度营收同比持平, 归母净利润同比增长 11.15%, 扣非净利润同比增长 8.08%。

➤ 22Q3 橱柜品类继续逆势增长, 木门品类营收规模收缩系湖北千川出表。分品类看, 2022 年前三季度, 公司整体衣柜、橱柜、木门、成品配套、门窗分别实现营业收入 13.64、1.85、3.88、0.89、0.21 亿元, 同比增长分别为 -5.1%、34.2%、-41.3%、-7.5%、-51.3%, 其中 22Q3 公司整体衣柜、橱柜、木门、成品配套、门窗分别实现营业收入 5.45、0.80、0.24、0.37、0.08 亿元, 同比增长分别为 -2.5%、47.7%、-88.4%、-15.1%、-51.9%。公司大家居战略持续推进, 橱柜品类实现高速增长, 且季度增速环比持续提升, 目前公司终端零售客单价为 3~4 万元。木门产品单季度同比下降 88.4%, 主要为湖北千川出表影响, 门窗品类单季度同比下滑 51.9% 主要系主要布局的华东、华南区域受疫情影响仍较大。各品类毛利率方面, 2022 年前三季度, 整体衣柜、橱柜、木门、成品配套、门窗毛利率分别为 39.2%、28.6%、36.4%、26.3%、-23.3%, 同比变化分别为 +1.8、+7.1、+0.4、+3.7、-23.8pct。

➤ 湖北千川出表致使大宗业务承压, 好莱客大宗渠道 22Q3 营收高双位数增长。分渠道看, 2022 年前三季度, 公司直营店、经销店、大宗渠道分别实现营收 0.67、16.1、3.7 亿元, 同比增长 21.8%、下降 6.9%、下降 37.3%。22Q3 公司直营店、经销店、大宗渠道分别实现营业收入 0.24、6.36、0.34 亿元, 同比增长 21.9%、-8.6%、-79.7%。零售



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



渠道方面，2022 年前三季度公司直营、经销门店较年初净增加 1 家、净减少 190 家至 28 家、1816 家，经销门店 22Q3 净减少 290 家主要系湖北千川出表。大宗渠道方面，预计好莱客品牌大宗渠道 22Q3 营收同比实现高双位数增长，Q4 收入有望加速确认。

➤ **盈利能力同比提升，疲软环境下加大营销费用投放：**盈利能力方面，2022 年前三季度，公司毛利率同比提升 1.9pct 至 35.97%，其中 22Q3 毛利率同比提升 1.6pct 至 35.53%。毛利率提升主要受益于公司运营效率提升及产能爬坡顺利。费用率方面，2022 年前三季度，公司期间费用率合计提升 2.0pct 至 21.67%，其中销售/管理/研发/财务费用率为 10.2%/5.5%/4.8%/1.2%，同比+1.2/+0.5/+0.4/0.0pct，综合影响下，2022 年前三季度，公司扣非净利润率为 9.30%，同比提升 0.4pct，22Q3 扣非净利润率为 11.8%，同比提升 2.3pct。存货方面，截至 22Q3 末，公司存货 2.88 亿元/-65.1%，存货周转天数 107 天，同比下降 16 天。现金流方面，2022 年前三季度公司经营活动现金流净额为 2.52 亿元，22Q3 经营活动现金流净额为 1.13 亿元，经营现金流高于扣非净利，公司经营质量保持良好。

投资建议

➤ 公司三季度经营虽然继续受到疫情及消费疲软影响，但剔除千川影响后，好莱客品牌整体表现稳健，前三季度归母净利润同比增长双位数，橱柜品类继续高增，衣柜品类降幅环比收窄。公司将继续坚持“新原态+大家居”战略，推动客单价提升，继续加大经销商帮扶力度，保证终端渠道持续拓展。预计公司 2022-2024 年每股收益分别为 1.45、1.14 和 1.31 元，对应公司 22、23 年 PE 约 7.9、10.0 倍，维持“增持-A”评级。

风险提示

➤ 地产销售恢复不及预期；大家居战略推进不及预期；原材料价格大幅上涨；市场竞争加剧。

财务数据与估值：

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,183	3,371	3,055	3,407	3,782
YoY(%)	-1.9	54.4	-9.4	11.5	11.0
净利润(百万元)	276	65	450	355	409
YoY(%)	-24.2	-76.4	588.8	-21.0	15.2
毛利率(%)	36.7	33.9	35.5	35.6	35.7
EPS(摊薄/元)	0.89	0.21	1.45	1.14	1.31
ROE(%)	9.5	0.1	13.9	10.1	10.5
P/E(倍)	12.9	54.3	7.9	10.0	8.7
P/B(倍)	1.4	1.4	1.2	1.1	1.0
净利率(%)	12.6	1.9	14.7	10.4	10.8

数据来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2336	2581	2375	3185	2756
现金	644	531	1160	1149	1393
应收票据及应收账款	694	377	0	400	0
预付账款	32	28	25	39	29
存货	629	787	444	927	594
其他流动资产	336	859	745	669	740
非流动资产	2829	2882	2705	2989	3152
长期投资	15	7	406	406	406
固定资产	1735	1742	1506	1596	1710
无形资产	203	202	217	236	246
其他非流动资产	877	931	576	751	790
资产总计	5165	5463	5080	6174	5908
流动负债	1718	1904	1355	2212	1660
短期借款	14	369	128	170	222
应付票据及应付账款	678	557	485	801	551
其他流动负债	1026	978	742	1241	886
非流动负债	600	752	489	429	347
长期借款	534	562	389	310	211
其他非流动负债	66	190	100	119	136
负债合计	2318	2656	1843	2641	2007
少数股东权益	208	163	163	163	163
股本	311	311	311	311	311
资本公积	814	833	833	833	833
留存收益	1590	1614	1947	2216	2513
归属母公司股东权益	2639	2644	3074	3370	3738
负债和股东权益	5165	5463	5080	6174	5908

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	556	296	892	317	685
净利润	270	2	450	355	409
折旧摊销	126	181	139	121	135
财务费用	23	39	15	-4	-6
投资损失	-27	-5	-195	0	0
营运资金变动	156	-335	451	-152	152
其他经营现金流	8	415	33	-4	-5
投资活动现金流	-233	-651	182	-260	-382
筹资活动现金流	-215	208	-445	-68	-60
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.89	0.21	1.45	1.14	1.31
每股经营现金流(最新摊薄)	1.79	0.95	2.87	1.02	2.20
每股净资产(最新摊薄)	8.16	8.18	9.56	10.51	11.69

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2183	3371	3055	3407	3782
营业成本	1382	2227	1969	2193	2433
营业税金及附加	25	35	33	37	40
营业费用	238	319	373	426	492
管理费用	135	185	168	194	212
研发费用	103	164	151	172	193
财务费用	23	39	15	-4	-6
资产减值损失	-1	-192	-59	-87	-128
公允价值变动收益	0	1	0	0	1
投资净收益	27	5	195	0	0
营业利润	315	-8	599	474	544
营业外收入	12	7	7	9	8
营业外支出	15	4	7	9	6
利润总额	311	-4	600	474	546
所得税	42	-6	150	118	136
税后利润	270	2	450	355	409
少数股东损益	-7	-64	0	0	0
归属母公司净利润	276	65	450	355	409
EBITDA	455	220	744	581	663

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-1.9	54.4	-9.4	11.5	11.0
营业利润(%)	-24.0	-102.5	7578.2	-20.9	14.9
归属于母公司净利润(%)	-24.2	-76.4	588.8	-21.0	15.2
获利能力					
毛利率(%)	36.7	33.9	35.5	35.6	35.7
净利率(%)	12.6	1.9	14.7	10.4	10.8
ROE(%)	9.5	0.1	13.9	10.1	10.5
ROIC(%)	8.8	-0.4	12.0	8.5	9.0
偿债能力					
资产负债率(%)	44.9	48.6	36.3	42.8	34.0
流动比率	1.4	1.4	1.8	1.4	1.7
速动比率	0.9	0.8	1.3	0.9	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	6.0	6.3	38.7	17.0	20.7
应付账款周转率	2.8	3.6	3.8	3.4	3.6
估值比率					
P/E	12.9	54.3	7.9	10.0	8.7
P/B	1.4	1.4	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.7	16.8	3.5	4.8	3.6

数据来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴
世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业
园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话: 010-83496336

