

好莱客 (603898)

证券研究报告

2024年05月10日

新渠道持续发力

公司发布 2023 年报及 24 年一季报

24Q1 收入 4.03 亿元, 同增 15.9%; 归母净利润 0.13 亿元, 同增 5.4%; 扣非归母 0.05 亿元, 同增 426.1%;

23Q4 收入 6.38 亿元, 同减 9.1%; 归母净利润 0.39 亿元, 同减 22.4%; 扣非归母 0.26 亿元, 同减 48.9%;

23A 收入 22.65 亿元, 同减 19.8%; 归母净利润 2.17 亿元, 同减 49.6%; 扣非归母 1.58 亿元, 同减 36.3%。

23 年业绩有所减少主要系: ①房地产持续调整以及居民大宗消费信心波动, 终端零售市场仍在恢复中②22 年同期转让湖北千川股权, 确认较大投资收益所致。

因湖北千川自 2022 年 7 月 1 日起不再并表, 导致公司 2023 年度合并报表经营数据同比口径存在差异。剔除湖北千川 2022 年上半年并表损益及回购。2023 年好莱客自身营业收入同减 10.52%, 归母净利润同减 7.84%, 扣非归母同减 31.57%

2023 年公司拟派发 6536.96 万元 (含税), 分红率 30.09%。

分品类, 整体衣柜收入 16.7 亿元, 同减 12.5%, 毛利率 38.9%, 同增 0.2pct; 橱柜收入 2.96 亿元, 同增 2.9%, 毛利率 26.1%, 同减 0.7pct; 木门收入 0.9 亿元, 同减 72.4%, 毛利率 24.9%, 同减 10.0pct; 成品配套收入 0.98 亿元, 同减 16.3%, 毛利率 20.5%, 同减 4.3pct。

23 年毛利率 35.1%, 同减 0.1pct; 净利率 9.6%, 同减 6.5pct

2023 年公司积极通过精益管理、技术创新、供应链优化等方式实现降本增效, 进而提升经营质量。一方面, 公司通过资源整合、商务联盟、战略库存、集中采购等策略有效控制采购成本, 另一方面通过数字化转型和精细化管理, 持续迭代升级 MES 智能制造系统, 引入精益生产理念, 消除无效或低效环节, 减少浪费, 助力提升供应链运营效率。

为拉通全链条的高效协同, 公司研产销关键团队协同第三方专业力量全面导入 IPD, 用于优化产品研发流程, 提升产品质量和上市速度, 并确保产品更好地满足市场需求。从市场分析、产品规划、设计、验证到生产的全过程管理, 形成新品开发及下市管理的流程和标准机制。

在拎包、个性化家装、艺术整装、新零售、外贸等新渠道持续发力

零售业务仍是公司的核心渠道, 公司在零售渠道及品牌建设方面继续加大投入, 持续在头部市场推动城市运营平台模式加密网点, 同时积极开拓下沉市场覆盖空白城市, 在拎包、个性化家装、艺术整装、新零售、外贸等新渠道持续发力。

2023 年好莱客加速推进全球化战略, 不断扩张海外版图, 好莱客门店全新布局马来西亚、新加坡、阿曼、迪拜、加拿大、巴拿马、澳大利亚等共计 7 个国家 9 个城市, 为全球消费者提供更加多元化、个性化的生活方式, 将好莱客原生态理念渗透全球, 让世界看到中国定制家居的力量, 感受中国的新质生产力。

整装渠道作为公司的重要补充渠道, 2023 年公司整装业务实现业务规模同比增加超 70%。公司通过组织重构, 产品赋能, 打造标杆等多重方式快速推动, 根据渠道及业务属性布局了直营家装、艺术整装、经销商家装等多种商业模式。直营家装方面, 2023 年公司加快与整屋软装新零售品牌满屋研选等多家头部装企达成合作, 通过资源整合与优势互补共创整装新生态, 公司从营销、运营、交付、流量、技术、行业等六大维度全方位赋能合作

投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	9 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)	2,801.55
流通 A 股市值(百万元)	2,801.55
每股净资产(元)	9.70
资产负债率(%)	28.86
一年内最高/最低(元)	11.71/6.73

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《好莱客-半年报点评:发布员工持股计划草案, 绑定人才激发干劲》2023-09-12
- 《好莱客-年报点评报告:大家居成效显著, 全渠道管理深化》2023-04-28
- 《好莱客-公司点评:22 年业绩略超预期彰显韧性, 低估值稳健增长典范》2023-01-20

伙伴,为全国万千家庭提供一体化整体家居服务解决方案;艺术整装方面,公司召开了2023年好莱客艺术整装首届全国经销商峰会,明确好莱客艺术整装的战略方向和经营策略,同时邀请优秀的整装经销商代表分享实战案例,全方位赋能经销商,助力公司整装渠道保持业绩增长。

调整盈利预测,维持“增持”评级

好莱客是集设计、研发、生产和销售于一体,致力于为消费者提供全屋整体解决方案的家居定制企业。公司提供多样化的产品种类与服务,主要产品包括但不限于整体衣柜、整体衣帽间、整体书柜、整体电视柜、整体酒柜、榻榻米、整体厨房、定制木门、定制门窗、阳台及其它配套产品,满足消费者在全屋定制的设计、空间利用、功能等多方面的综合需求。考虑到终端零售市场仍在恢复中,我们调整盈利预测,预计公司24-26年归母净利润分别为1.9/2.3/3.0亿元(24-25年前值分别为3.6/4.1亿元),EPS分别为0.61/0.75/0.95元/股,对应PE分别为14/12/9x。

风险提示: 市场变化风险;市场竞争风险加剧及潜在价格战的风险;原材料价格波动风险;季节性波动风险;经营管理风险;产能过剩风险等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,823.17	2,264.83	2,504.83	2,770.26	3,055.41
增长率(%)	(16.25)	(19.78)	10.60	10.60	10.29
EBITDA(百万元)	883.62	485.89	415.02	470.13	547.98
归属母公司净利润(百万元)	431.06	217.24	190.79	234.27	296.23
增长率(%)	560.07	(49.60)	(12.18)	22.79	26.44
EPS(元/股)	1.38	0.70	0.61	0.75	0.95
市盈率(P/E)	6.39	12.68	14.44	11.76	9.30
市净率(P/B)	0.91	0.89	0.86	0.80	0.73
市销率(P/S)	0.98	1.22	1.10	0.99	0.90
EV/EBITDA	3.02	3.97	4.00	2.11	1.49

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)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	249.75	480.68	200.39	743.98	918.67	营业收入	2,823.17	2,264.83	2,504.83	2,770.26	3,055.41
应收票据及应收账款	151.93	167.07	372.22	173.96	209.78	营业成本	1,830.71	1,470.72	1,699.78	1,852.75	2,012.60
预付账款	14.27	7.96	29.05	8.02	30.15	营业税金及附加	28.28	25.10	27.76	30.71	33.87
存货	234.44	239.07	619.76	235.63	763.71	销售费用	285.37	291.98	255.49	285.34	305.54
其他	1,246.66	1,306.62	1,688.79	1,487.36	1,699.33	管理费用	161.57	153.66	137.77	149.59	164.99
流动资产合计	1,897.05	2,201.41	2,910.19	2,648.96	3,621.65	研发费用	141.02	120.39	125.24	132.97	146.66
长期股权投资	404.28	402.06	402.06	402.06	402.06	财务费用	35.05	33.80	36.00	34.95	34.92
固定资产	1,466.75	1,367.02	1,342.88	1,313.74	1,279.60	资产/信用减值损失	(41.26)	(9.79)	(15.00)	(15.00)	(15.00)
在建工程	15.10	11.59	11.59	11.59	11.59	公允价值变动收益	(3.68)	0.32	0.00	0.00	0.00
无形资产	206.71	196.04	183.95	171.86	159.77	投资净收益	210.52	22.98	15.00	5.00	5.00
其他	388.25	369.28	379.25	365.63	368.21	其他	(341.50)	(73.18)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2,481.09	2,345.99	2,319.73	2,264.88	2,221.23	营业利润	517.09	228.85	222.79	273.95	346.84
资产总计	4,381.37	4,553.27	5,229.93	4,913.83	5,842.88	营业外收入	1.64	1.66	1.66	1.66	1.66
短期借款	0.00	5.50	146.17	3.52	2.81	营业外支出	11.59	3.89	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	248.91	244.42	509.19	243.66	633.73	利润总额	507.14	226.62	224.45	275.62	348.50
其他	183.72	197.58	599.61	429.59	649.02	所得税	53.07	9.39	33.67	41.34	52.28
流动负债合计	432.64	447.50	1,254.97	676.77	1,285.57	净利润	454.07	217.24	190.79	234.27	296.23
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	23.01	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	587.46	612.46	587.14	595.69	598.43	归属于母公司净利润	431.06	217.24	190.79	234.27	296.23
其他	216.05	200.68	202.29	206.34	203.10	每股收益(元)	1.38	0.70	0.61	0.75	0.95
非流动负债合计	803.50	813.14	789.43	802.03	801.53						
负债合计	1,338.20	1,454.52	2,044.40	1,478.80	2,087.10	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
股本	311.28	311.28	311.28	311.28	311.28	营业收入	-16.25%	-19.78%	10.60%	10.60%	10.29%
资本公积	814.40	706.26	706.26	706.26	706.26	营业利润	-6554.70%	-55.74%	-2.65%	22.96%	26.60%
留存收益	2,044.01	2,045.43	2,236.21	2,470.49	2,766.71	归属于母公司净利润	560.07%	-49.60%	-12.18%	22.79%	26.44%
其他	(126.53)	35.77	(68.23)	(52.99)	(28.48)	获利能力					
股东权益合计	3,043.16	3,098.74	3,185.53	3,435.04	3,755.77	毛利率	35.15%	35.06%	32.14%	33.12%	34.13%
负债和股东权益总计	4,381.37	4,553.27	5,229.93	4,913.83	5,842.88	净利率	15.27%	9.59%	7.62%	8.46%	9.70%
						ROE	14.16%	7.01%	5.99%	6.82%	7.89%
						ROIC	22.37%	11.50%	13.62%	12.56%	19.39%
						偿债能力					
						资产负债率	30.54%	31.94%	39.09%	30.09%	35.72%
						净负债率	11.68%	5.07%	17.43%	-3.63%	-7.90%
						流动比率	3.55	3.44	2.32	3.91	2.82
						速动比率	3.12	3.07	1.83	3.57	2.22
						营运能力					
						应收账款周转率	10.68	14.20	9.29	10.14	15.92
						存货周转率	5.53	9.57	5.83	6.48	6.11
						总资产周转率	0.57	0.51	0.51	0.55	0.57
						每股指标(元)					
						每股收益	1.38	0.70	0.61	0.75	0.95
						每股经营现金流	1.10	1.49	-0.56	2.55	0.89
						每股净资产	9.78	9.95	10.23	11.04	12.07
						估值比率					
						市盈率	6.39	12.68	14.44	11.76	9.30
						市净率	0.91	0.89	0.86	0.80	0.73
						EV/EBITDA	3.02	3.97	4.00	2.11	1.49
						EV/EBIT	3.62	5.52	5.95	3.02	2.04

现金流量表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	454.07	217.24	190.79	234.27	296.23
折旧摊销	179.63	152.93	136.23	141.23	146.23
财务费用	45.22	39.05	36.00	34.95	34.92
投资损失	(211.12)	(26.71)	(15.00)	(5.00)	(5.00)
营运资金变动	(444.82)	66.72	(521.12)	389.29	(195.05)
其它	319.60	14.12	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	342.58	463.35	(173.11)	794.75	277.32
资本支出	(244.19)	35.15	98.39	95.95	103.24
长期投资	397.31	(2.22)	0.00	0.00	0.00
其他	(594.39)	(93.64)	(183.39)	(190.95)	(198.24)
投资活动现金流	(441.27)	(60.72)	(85.00)	(95.00)	(95.00)
债权融资	(389.37)	(1.23)	81.81	(171.38)	(32.14)
股权融资	(247.19)	54.16	(104.00)	15.23	24.51
其他	516.85	(225.36)	0.00	(0.00)	0.00
筹资活动现金流	(119.71)	(172.43)	(22.19)	(156.15)	(7.63)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(218.41)	230.21	(280.29)	543.60	174.69

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com