


2024年05月11日
好莱客 (603898.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

家具

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

11.46元

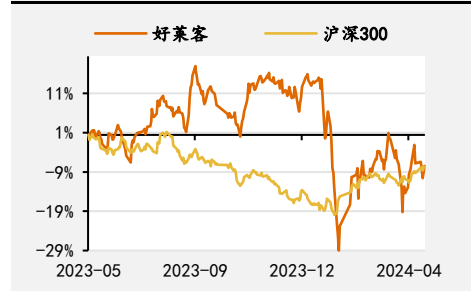
股价 (2024-05-10)

9.00元

交易数据

总市值(百万元)	2,801.55
流通市值(百万元)	2,801.55
总股本(百万股)	311.28
流通股本(百万股)	311.28
12个月价格区间	6.9/11.49元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.7	10.9	-4.4
绝对收益	-2.1	19.8	-12.6

罗乾生

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522010002

luoqs1@essence.com.cn

相关报告

大家居战略稳步推进, 整装	2023-04-29
渠道蓄势待发	
重新聚焦零售渠道, Q3 盈利持续回升	2022-10-30

持续聚焦大家居战略, 24Q1 业绩稳健增长

■ **事件:** 好莱客发布 2023 年报及 2024 年一季报。2023 年公司实现营业收入 22.65 亿元, 同比下降 19.78%; 归母净利润 2.17 亿元, 同比下降 49.60%; 扣非后归母净利润 1.58 亿元, 同比下降 36.32%。其中 2023Q4 当季公司实现营业收入 6.38 亿元, 同比下降 9.09%; 归母净利润 0.39 亿元, 同比下降 22.38%; 扣非后归母净利润 0.26 亿元, 同比下降 48.90%。

此外, 2024 年一季度公司实现营业收入 4.03 亿元, 同比增长 15.86%; 归母净利润 0.13 亿元, 同比增长 5.35%; 扣非后归母净利润 0.05 亿元, 同比增长 426.10%。

5月10日, 公司发布 2023 年年度股东大会会议资料。

■ 坚持贯彻大家居战略, 橱柜产品稳定增长

公司持续聚焦“新原态+大家居”核心战略, 积极拓展产品品类, 全渠道拓展优化。在大家居战略的推动下, 公司大家居订单占比稳中有升, 零售客单值也维持增长态势, 橱柜产品、木门产品在主营业务收入中的比重继续保持提升。分品类看, 23 年公司整体衣柜、橱柜、木门、成品配套、门窗产品分别实现营收 16.73/2.96/0.90/0.98/0.04 亿元, 同比分别-12.31%/+2.85%/+2.92%/-16.28%/-86.09%。其中门窗业务营收下降主因切换品牌后经营模式变化所致。公司在 2023 年年度股东大会发布 24 年工作计划: 1) 公司将进一步提升品牌力, 坚持“定制家居大师”的中高端品牌定位; 2) 将进一步进行全渠道拓展优化, 以实现做强零售、做大整装、做优工程的目标; 3) 将持续加快对产品的迭代升级; 4) 对组织架构进行调整, 进一步优化公司资源配置, 提高运营效率及管理水平。

■ 深化全渠道管理, 大宗业务高速增长

分渠道看, 2023 年公司直营店、经销店、大宗业务分别实现收入 0.75/18.76/2.10 亿元, 同比-13.77%/-14.22%/+37.68%, 其中大宗业务收入同比增加主要系报告期内房企工程项目竣工验收增加所致。具体来看, 1) 公司加大零售渠道和品牌建设投入, 持续推动城市运营平台模式, 积极开拓下沉市场并拓展新渠道, 提升服务水平, 加速全球化战略, 不断扩张海外版图, 全新布局 7 个国家 9 个城市。2) 整装业务规模同比增加超 70%, 直营家装方面, 加强头部装企合作, 通过资源整合与优势互补共创整装新生态; 艺术整装方面, 公司召开 2023 年好莱客艺术整装首届全国经销商峰会, 赋能整装渠道。

目 23 年盈利能力短期承压，剥离千川后现金流改善明显

23 年公司综合毛利率为 35.06%，同比下降 0.09pct。24Q1 公司综合毛利率 33.18%，同比下降 2.36pct。预计与业务结构变化有关。

期间费用方面，23 年公司期间费用率为 26.48%，同比增长 4.42pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.89%/6.78%/5.32%/1.49%，同比分别 +2.78%/+1.06%/+0.32%/+0.25pct。24Q1 公司期间费用率为 31.71%，同比下降 4.36pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.31%/8.96%/5.56%/1.88%，同比分别 -1.48%/-1.71%/-0.54%/-0.63pct。综合影响下，23 年公司净利率为 9.59%，同比下降 6.49pct。24Q1 公司净利率为 3.14%，同比下降 0.31pct。

公司现金流改善明显，23 年经营性净现金流同比增长 35.26%至 4.63 亿元，主要系公司购买商品、接受劳务支付的现金减少所致。

目 投资建议：公司大家居战略不断推进，剥离湖北千川后公司重新聚焦零售渠道，未来业绩有望持续提升。我们预计好莱客 2024-2026 年营业收入为 24.76、27.31、29.88 亿元，同比增长 9.34%、10.29%、9.41%；归母净利润为 2.46、2.75、3.04 亿元，同比增长 13.10%、11.94%、10.66%，对应 PE 为 11.4x、10.2x、9.2x，给予 24 年 14.52xPE，目标价 11.46 元，维持买入-A 的投资评级。

目 风险提示：原材料价格波动风险；产品需求增长不及预期风险；行业竞争加剧及潜在价格战的风险；季节性波动风险；经营管理风险；产能过剩风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	2,823.2	2,264.8	2,476.4	2,731.3	2,988.3
净利润	431.1	217.2	245.7	275.0	304.4
每股收益(元)	1.38	0.70	0.79	0.88	0.98
每股净资产(元)	9.78	9.95	10.42	11.07	11.88

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	6.5	12.9	11.4	10.2	9.2
市净率(倍)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
净利润率	15.3%	9.6%	9.9%	10.1%	10.2%
净资产收益率	14.2%	7.0%	7.6%	8.0%	8.2%
股息收益率	7.7%	0.0%	2.4%	2.5%	1.9%
ROIC	22.4%	11.5%	17.2%	15.7%	21.0%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034