

家具

好莱客 (603898.SH)

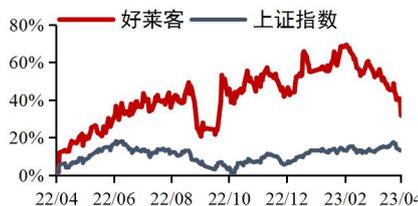
增持-A(维持)

2022 年大家居战略有序推进, 23Q1 经营短期承压

2023 年 4 月 26 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源: 最闻

市场数据: 2023 年 4 月 26 日

收盘价(元):	10.37
年内最高/最低(元):	13.55/7.70
流通 A 股/总股本(亿):	3.11/3.11
流通 A 股市值(亿):	32.28
总市值(亿):	32.28

基础数据: 2023 年 3 月 31 日

基本每股收益:	0.04
摊薄每股收益:	0.04
每股净资产(元):	9.82
净资产收益率:	0.39

资料来源: 最闻

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

4 月 25 日, 公司披露 2022 年年报及 2023 年 1 季报, 2022 年, 公司实现营业收入 28.23 亿元, 同比下降 16.25%; 实现归母净利润 4.31 亿元, 同比增长 560.07%, 实现扣非净利润 2.48 亿元, 同比增长 538.07%。23Q1, 公司实现营业收入 3.48 亿元, 同比下滑 43.47%, 实现归母净利润 0.12 亿元, 同比下滑 70.66%, 实现扣非净利润 0.01 亿元, 同比下滑 97.21%。公司拟每股派发现金红利 0.719 元 (含税), 派息率 52.1%。

事件点评

剔除湖北千川影响后, 2022 年好莱客营收同比下滑低单位数。2022 年, 公司实现营业收入 28.23 亿元, 同比下降 16.25%, 22Q1-23Q1 分别实现营收 6.15、7.81、7.26、7.02、3.48 亿元, 同比增长 8.35%、-18.38%、-19.77%、-25.54%、-43.47%。2022 年, 公司实现归母净利润 4.31 亿元, 同比增长 560.07%, 22Q1-23Q1 分别实现归母净利润 0.41、0.84、2.56、0.50、0.12 亿元, 同比增长 3.87%、-14.68%、167.05%、129.88%、-70.66%。因湖北千川业绩承诺方回购公司所持湖北千川 51% 股权, 湖北千川自 22H2 起不再纳入公司合并报表, 剔除湖北千川, 公司 2022 年营业收入为 25.31 亿元, 同比下滑 2.6%, 归母净利润 2.36 亿元, 同比增长 7.97%, 扣非净利 2.31 亿元, 同比增长 16.51%。23Q1 主营业务收入 3.27 亿元, 同比下滑 24.6%, 营收下滑主要由于 22Q4 公司前端接单受到疫情影响, 以及产品交付较订单接单存在滞后性。

客单值同比增长超过 15%, 大家居订单占比及品类丰富度有望进一步提升。剔除湖北千川, 分品类看, 2022 年, 公司整体衣柜、橱柜、木门、成品配套、门窗分别实现营业收入 19.08、2.88、0.87、1.17、0.27 亿元, 同比增长分别为 -5.9%、37.2%、5.0%、-13.5%、-55.7%。23Q1, 上述品类营收分别为 2.57、0.38、0.13、0.18、0.01 亿元, 同比下降 24.9%、11.4%、8.3%、37.3%、79.5%。在大家居战略推动下, 2022 年橱柜品类营收占比提升 4pct, 预计公司大家居订单占比约 40%, 零售客单值预计超过 4 万元, 同比提升超过 15%, 目前公司约 95% 的门店已更新为大家居门店。各品类毛利率方面, 2022 年, 整体衣柜、橱柜、木门、成品配套、门窗毛利率分别为 38.7%、26.8%、22.9%、24.8%、-22.9%, 同比变化分别为 +1.5、+0.2、+1.6、+2.5、-23.3pct。

2023 年加密高线城市同时拓展下沉市场, 大宗业务全年有望高速增长。剔除湖北千川, 分渠道看, 2022 年, 公司直营店、经销店、大宗渠道分别实现营收 0.88、21.87、1.52 亿元, 同比增长 11.8%、下降 8.7%、增长 297.8%。23Q1, 直营店、经销店、大宗



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1





渠道分别实现营收 0.16、2.98、0.13 亿元，同比增长-17.9%、-26.1%、25.1%。门店数量方面，2022 年，公司直营、经销门店较年初净增加 1 家、净减少 217 家至 28 家、1789 家，关店主要由于湖北千川出表影响。23Q1 公司门店数量净增 32 家至 1849 家，预计 2023 年公司门店数量净增 250-300 家。公司整装业务加大与头部装企的合作力度，作为独立渠道进行招商，整装业务规模同比增长 60%以上，预计 2023 年公司整装业务收入增长 50%以上。

➤ **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，公司毛利率同比提升 1.2pct 至 35.15%，其中 22Q4 毛利率同比下滑 1.0pct 至 32.69%，23Q1 毛利率同比下滑 0.2pct 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，公司期间费用率合计提升 1.1pct 至 22.07%，其中销售/管理/研发/财务费用率为 10.1%/5.7%/5.0%/1.2%，同比+0.6/+0.2/+0.1/+0.1pct，叠加投资收益占收入比重提升 7.31pct，以及减值损失大幅下降，综合影响下，2022 年，公司销售净利润率为 16.08%，同比提升 16pct。存货方面，截至 22 年末，公司存货 2.34 亿元/-70.2%，存货周转天数 118 天，同比下降 13 天。现金流方面，2022 年，公司经营活
动现金流净额为 3.43 亿元，同比增长 15.70%。

投资建议

➤ 2022 年，剔除千川影响后，好莱客品牌整体表现稳健，营收低个位数下滑，归母净利润实现正增长。战略方面，公司继续坚持“新原态+大家居”战略，推动橱柜品类快速增长，进而挖掘单一客户价值；渠道方面，公司今年展店计划乐观，主要加密高线城市，并拓展下沉市场。预计公司 2023-2025 年每股收益分别为 0.98、1.20 和 1.44 元，4 月 26 日收盘价 10.37 元，对应公司 23、24 年 PE 为 11、9 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；门店拓展不及预期。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,371	2,823	2,901	3,427	4,034
YoY(%)	54.4	-16.3	2.8	18.1	17.7
净利润(百万元)	65	431	304	374	449
YoY(%)	-76.4	560.1	-29.4	22.9	20.2
毛利率(%)	33.9	35.2	34.7	35.0	35.2
EPS(摊薄/元)	0.21	1.38	0.98	1.20	1.44
ROE(%)	0.1	14.9	9.7	11.0	12.0
P/E(倍)	52.1	7.9	11.2	9.1	7.6
P/B(倍)	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
净利率(%)	1.9	15.3	10.5	10.9	11.1



资料来源：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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2581	1900	2742	2014	3061
现金	531	250	572	461	482
应收票据及应收账款	377	152	605	230	682
预付账款	28	14	38	20	47
存货	787	234	863	450	1054
其他流动资产	859	1250	665	853	798
非流动资产	2882	2481	3096	3354	3574
长期投资	7	404	802	800	799
固定资产	1742	1467	1424	1638	1896
无形资产	202	207	221	226	230
其他非流动资产	931	403	649	691	650
资产总计	5463	4381	5838	5368	6635
流动负债	1904	535	2040	1349	2378
短期借款	369	0	128	308	255
应付票据及应付账款	557	249	784	347	944
其他流动负债	978	286	1129	694	1180
非流动负债	752	804	674	617	519
长期借款	562	587	517	430	332
其他非流动负债	190	216	157	188	187
负债合计	2656	1338	2714	1967	2897
少数股东权益	163	0	0	0	0
股本	311	311	311	311	311
资本公积	833	814	814	814	814
留存收益	1614	2044	2248	2477	2741
归属母公司股东权益	2644	3043	3124	3402	3738
负债和股东权益	5463	4381	5838	5368	6635

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	296	343	833	285	605
净利润	2	454	304	374	449
折旧摊销	181	180	101	112	133
财务费用	39	35	24	20	24
投资损失	-5	-211	-62	-67	-75
营运资金变动	-335	-197	467	-152	63
其他经营现金流	415	81	-2	-3	11
投资活动现金流	-651	-441	-381	-411	-305
筹资活动现金流	208	-120	-130	-127	-293
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.21	1.38	0.98	1.20	1.44
每股经营现金流(最新摊薄)	0.95	1.10	2.68	0.91	1.94
每股净资产(最新摊薄)	8.18	9.46	9.72	10.61	11.69

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3371	2823	2901	3427	4034
营业成本	2227	1831	1893	2228	2614
营业税金及附加	35	28	31	36	42
营业费用	319	285	334	387	448
管理费用	185	162	166	196	230
研发费用	164	141	145	171	202
财务费用	39	35	24	20	24
资产减值损失	-437	-41	-42	-50	-59
公允价值变动收益	1	-4	1	1	1
投资净收益	5	211	62	67	75
营业利润	-8	517	409	502	605
营业外收入	7	2	7	5	5
营业外支出	4	12	10	9	10
利润总额	-4	507	406	498	599
所得税	-6	53	101	125	150
税后利润	2	454	304	374	449
少数股东损益	-64	23	0	0	0
归属母公司净利润	65	431	304	374	449
EBITDA	220	718	517	624	747

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	54.4	-16.3	2.8	18.1	17.7
营业利润(%)	-102.5	6554.7	-20.9	22.6	20.6
归属于母公司净利润(%)	-76.4	560.1	-29.4	22.9	20.2
获利能力					
毛利率(%)	33.9	35.2	34.7	35.0	35.2
净利率(%)	1.9	15.3	10.5	10.9	11.1
ROE(%)	0.1	14.9	9.7	11.0	12.0
ROIC(%)	-0.4	12.6	7.8	8.7	10.0
偿债能力					
资产负债率(%)	48.6	30.5	46.5	36.6	43.7
流动比率	1.4	3.6	1.3	1.5	1.3
速动比率	0.8	3.0	0.8	1.1	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	6.3	10.7	7.7	8.2	8.9
应付账款周转率	3.6	4.5	3.7	3.9	4.0
估值比率					
P/E	52.1	7.9	11.2	9.1	7.6
P/B	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	16.1	4.3	6.1	5.3	4.2

资料来源：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。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰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

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

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

