

2023 年 04 月 28 日
好莱客 (603898. SH)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

家具

大家居战略稳步推进， 整装渠道蓄势待发

■ **事件：**好莱客发布 2022 年报及 2023 年一季报。2022 年公司实现营业收入 28.23 亿元，同比下降 16.25%；归母净利润 4.31 亿元，同比增长 560.07%；扣非后归母净利润 2.48 亿元，同比增长 538.07%。剔除湖北千川 2022 年上半年并表损益及回购事项损益的影响，好莱客实现营业收入 25.31 亿元，同比减少 2.59%，归母净利润 2.36 亿元，同比增长 7.97%，扣非后归母净利润 2.31 亿元，同比增长 16.51%。其中 2022Q4 当季公司实现营业收入 7.02 亿元，同比下降 25.54%；归母净利润 0.50 亿元，同比增长 129.88%；扣非后归母净利润 0.51 亿元，同比增长 128.83%。

■ 此外，2023 年一季度公司实现营业收入 3.48 亿元，同比下降 43.47%；归母净利润 0.12 亿元，同比下降 70.66%；扣非后归母净利润 0.01 亿元，同比下降 97.21%。

■ 22 年橱柜维持高增，大家居战略持续推动客单价提升

公司持续深化大家居战略，目前已形成衣柜+橱柜+木门+护墙+成品配套的品类矩阵，并在满足全品类的基础上着力探索门墙柜一体化。2022 年公司大家居订单占比稳步提升，零售客单值同比提升超 15%，衣柜产品、橱柜产品在主营业务收入中的比重持续提升，大家居战略成效显著。分品类看，1) 公司整体衣柜 22 年实现营收 19.12 亿元，同比下滑 6.16%。2) 橱柜产品 22 年实现营收 2.88 亿元，同比增长 37.20%，实现逆势增长，主因公司贯彻大家居战略，加大橱柜营销活动，且工程大宗业务增长所致。3) 木门产品 22 年实现营收 3.75 亿元，同比下滑 55.58%，主因湖北千川 22 年 7 月起业务出表。4) 成品配套产品 22 年实现营收 1.17 亿元，同比下滑 13.47%。5) 门窗业务 22 年实现营收 0.27 亿元，同比下滑 55.70%，主因门窗市场受居民消费减弱影响较大，同时公司对门窗业务进行品牌切换调整所致。

■ 持续深化零售渠道下沉，整装业务增长靓丽

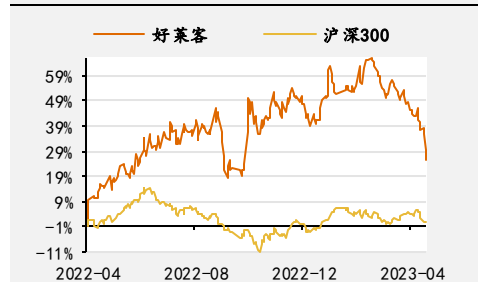
分渠道看，2022 年公司自身经销、大宗、直营渠道分别实现收入 21.87 亿元/1.52/0.87 亿元，同比-8.71%/+297.80%/+11.82%。具体来看，1) 零售业务方面，公司积极开拓下沉市场，推进空白城市的门店覆盖，同时深化拎包、个性化家装、艺术整装、新零售、外贸等新渠道的布局。其中，公司整装业务加大与头部装企的合作力度，同时作为独立渠道进行招商，收入规模同比增长超 60%。2) 大宗业务方面，为强化对大宗业务的风险管控，公司坚持以央企国企为核心、优质民

投资评级	买入-A 维持评级
6 个月目标价	12.12 元
股价 (2023-04-27)	10.10 元

交易数据

总市值(百万元)	3,143.96
流通市值(百万元)	3,143.96
总股本(百万股)	311.28
流通股本(百万股)	311.28
12 个月价格区间	8.05/13.33 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-16.9	-12.6	19.9
绝对收益	-17.5	-17.2	22.3

罗乾生 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522010002

luoqs1@essence.com.cn

相关报告

重新聚焦零售渠道，Q3 盈利持续回升 2022-10-30

营企业为辅的客户结构，夯实规模的基础上，持续优化客户结构，降低合作风险。

目 22 年盈利能力实现回升，期间费用率管控较好

22 年公司综合毛利率为 35.15%，同比增长 1.21pct，主要系主要是好莱客通过商务联盟、战略库存、集中采购等策略有效控制采购成本，提升供应链运营效率所致。23Q1 公司综合毛利率 35.53%，同比下降 0.24pct。

期间费用方面，22 年公司期间费用率为 22.07%，同比增长 1.08pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.11%/5.72%/5.00%/1.24%，同比分别+0.64/+0.23/+0.13/+0.08pct。23Q1 公司期间费用率为 36.07%，同比增长 12.53pct。综合影响下，22 年公司净利率为 16.08%，同比增长 16.03pct，主要系计提减值损失同比减少及转让千川股权确认投资收益所致。23Q1 公司净利率为 3.45%，同比下滑 5.45pct。

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 2023-2025 年营业收入为 30.59、34.77、39.02 亿元，同比增长 8.36%、13.65%、12.22%；归母净利润为 3.05、3.65、4.07 亿元，同比增长-29.24%、19.69%、11.49%，对应 PE 为 10.3x、8.6 x、7.7x，给予 23 年 12xPE，目标价 12.12 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；行业竞争加剧风险。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	3,371.0	2,823.2	3,059.3	3,476.9	3,901.8
净利润	65.3	431.1	305.0	365.1	407.0
每股收益(元)	0.21	1.38	0.98	1.17	1.31
每股净资产(元)	8.50	9.78	11.01	12.01	13.19

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	48.1	7.3	10.3	8.6	7.7
市净率(倍)	1.2	1.0	0.9	0.8	0.8
净利润率	1.9%	15.3%	10.0%	10.5%	10.4%
净资产收益率	2.5%	14.2%	8.9%	9.8%	9.9%
股息收益率	0.6%	0.0%	1.5%	1.8%	1.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,371.0	2,823.2	3,059.3	3,476.9	3,901.8	成长性					
减: 营业成本	2,226.9	1,830.7	1,920.5	2,198.6	2,462.8	营业收入增长率	54.4%	-16.3%	8.4%	13.7%	12.2%
营业税费	35.1	28.3	32.7	36.0	41.1	营业利润增长率	-102.5%	-6,554.7%	-29.1%	18.6%	11.0%
销售费用	319.1	285.4	351.8	396.4	429.2	净利润增长率	-76.4%	560.1%	-29.2%	19.7%	11.5%
管理费用	185.1	161.6	177.4	208.6	234.1	EBITDA 增长率	141.9%	-25.1%	-11.2%	-3.2%	11.4%
研发费用	164.1	141.0	143.7	166.8	183.4	EBIT 增长率	168.1%	-29.3%	-16.3%	-5.8%	14.0%
财务费用	39.2	35.0	35.5	51.1	58.5	NOPLAT 增长率	-104.2%	-4,143.9%	-30.5%	20.9%	11.3%
资产减值损失	-437.2	-41.3	-60.0	-3.0	-10.0	投资资本增长率	-8.6%	-0.9%	-11.1%	2.7%	-10.0%
加: 公允价值变动收益	0.9	-3.7	-0.9	-1.2	-1.9	净资产增长率	-1.4%	8.4%	12.8%	9.2%	9.9%
投资和汇兑收益	4.9	210.5	30.0	20.0	2.0						
营业利润	-8.0	517.1	366.8	435.1	482.8	利润率					
加: 营业外净收支	3.6	-10.0	-6.3	-2.6	-1.2	毛利率	33.9%	35.2%	37.2%	36.8%	36.9%
利润总额	-4.4	507.1	360.5	432.5	481.6	营业利润率	-0.2%	18.3%	12.0%	12.5%	12.4%
减: 所得税	-6.1	53.1	52.6	63.1	70.2	净利润率	1.9%	15.3%	10.0%	10.5%	10.4%
净利润	65.3	431.1	305.0	365.1	407.0	EBITDA/营业收入	30.5%	27.3%	22.4%	19.0%	18.9%
						EBIT/营业收入	26.2%	22.1%	17.1%	14.2%	14.4%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	186	205	167	139	117
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	-13	16	26	21	21
货币资金	530.6	249.7	894.4	1,142.7	1,729.1	流动资产周转天数	263	286	320	348	347
交易性金融资产	601.0	820.6	819.7	818.4	816.5	应收账款周转天数	21	49	47	33	37
应收账款	217.6	551.4	245.7	389.5	411.2	存货周转天数	76	65	66	67	66
应收票据	188.5	5.7	537.2	267.9	252.8	总资产周转天数	568	628	604	588	554
预付账款	28.1	14.3	40.4	17.3	46.6	投资资本周转天数	247	281	243	204	175
存货	786.8	234.4	883.3	418.2	1,003.5						
其他流动资产	228.7	24.1	124.2	125.7	91.3	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	2.5%	14.2%	8.9%	9.8%	9.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.0%	10.4%	5.2%	6.8%	6.3%
长期股权投资	7.0	404.3	404.3	404.3	404.3	ROIC	-0.5%	22.4%	15.7%	21.3%	23.1%
投资性房地产	132.1	166.4	166.4	166.4	166.4	费用率					
固定资产	1,741.9	1,466.7	1,368.4	1,311.7	1,228.4	销售费用率	9.5%	10.1%	11.5%	11.4%	11.0%
在建工程	104.6	15.1	15.1	15.1	15.1	管理费用率	5.5%	5.7%	5.8%	6.0%	6.0%
无形资产	202.1	206.7	193.6	180.4	167.3	研发费用率	4.9%	5.0%	4.7%	4.8%	4.7%
其他非流动资产	694.2	221.8	188.7	212.7	198.3	财务费用率	1.2%	1.2%	1.2%	1.5%	1.5%
资产总额	5,463.1	4,381.4	5,881.1	5,470.3	6,530.8	四费/营业收入	21.0%	22.1%	23.2%	23.7%	23.2%
短期债务	368.8	-	-	-	-	偿债能力					
应付账款	491.9	307.8	828.9	332.2	945.8	资产负债率	48.6%	30.5%	41.7%	31.5%	37.0%
应付票据	135.6	-	187.9	27.2	194.2	负债权益比	94.6%	44.0%	71.4%	46.0%	58.7%
其他流动负债	907.9	226.9	714.6	607.6	515.2	流动比率	1.36	3.55	2.05	3.29	2.63
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	0.94	3.12	1.54	2.86	2.02
其他非流动负债	751.6	803.5	718.4	757.9	759.9	利息保障倍数	22.57	17.81	14.72	9.64	9.59
负债总额	2,655.7	1,338.2	2,449.7	1,724.8	2,415.1	分红指标					
少数股东权益	163.0	-	2.8	7.1	11.4	DPS(元)	0.06	-	0.15	0.18	0.13
股本	311.3	311.3	311.3	311.3	311.3	分红比率	30.3%	0.0%	15.1%	15.1%	10.1%
留存收益	2,447.0	2,858.4	3,117.3	3,427.1	3,793.0	股息收益率	0.6%	0.0%	1.5%	1.8%	1.3%
股东权益	2,807.4	3,043.2	3,431.4	3,745.5	4,115.7						
						现金流量表					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	1.7	454.1	305.0	365.1	407.0
						加: 折旧和摊销	180.9	179.6	161.5	169.8	176.4
						资产减值准备	191.8	13.7	-	-	-
						公允价值变动损失	-0.9	3.7	-0.9	-1.2	-1.9
						财务费用	46.7	45.2	35.5	51.1	58.5
						投资收益	-7.8	-211.1	-30.0	-20.0	-2.0
						少数股东损益	-63.6	23.0	2.9	4.4	4.4
						营运资金的变动	-379.3	-573.5	164.1	-145.5	116.9
						经营活动产生现金流量	296.1	342.6	638.1	423.7	759.3
						投资活动产生现金流量	-651.1	-441.3	-18.1	-77.5	-74.1
						融资活动产生现金流量	208.5	-119.7	24.7	-97.8	-98.7
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.21	1.38	0.98	1.17	1.31
						BVPS(元)	8.50	9.78	11.01	12.01	13.19
						PE(X)	48.1	7.3	10.3	8.6	7.7
						PB(X)	1.2	1.0	0.9	0.8	0.8
						P/FCF	4.8	32.3	6.0	9.8	5.2
						P/S	0.9	1.1	1.0	0.9	0.8
						EV/EBITDA	3.3	3.5	2.4	2.1	1.1
						CAGR(%)	497.5%	-3.2%	4.5%	497.5%	-3.2%
						PEG	0.1	-2.3	2.3	-	-2.4
						ROIC/WACC	-0.1	3.6	2.5	3.4	3.7
						REP	-19.1	0.3	0.3	0.2	0.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

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 ■■■

安信证券股份有限公司 (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 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（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“安信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。

安信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。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

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