

## 证券研究报告

### 公司研究

### 公司点评报告

好莱客 (603898)

投资评级

上次评级

李宏鹏轻工行业首席分析师  
执业编号: S1500522020003  
邮箱: lihongpeng@cindasc.com

#### 相关研究

《好莱客 (603898): 业绩承诺方拟回购湖北千川, 轻装调整砥砺前行》20220627

信达证券股份有限公司  
CINDASECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 经营调整聚焦零售, 大家居战略稳步推进

2022 年 08 月 18 日

**事件:** 公司公告中报, 2022 年上半年实现营收 13.96 亿元, 同比-8.42%; 归母净利润 1.25 亿元, 同比-9.39%; 扣非后归母净利润 1.12 亿元, 同比-14.37%。Q2 单季度实现营收 7.81 亿元, 同比-18.38%; 归母净利润 0.84 亿元, 同比-14.68%; 扣非归母净利润 0.77 亿元, 同比-20.66%。

#### 点评:

- **受疫情、大宗业务影响收入承压, 持续拓品类橱柜表现优异。**1) 分产品看, H1 衣柜/成品配套收入分别为 8.19 亿元/0.52 亿元, 同比-6.78%/-1.27%, 主要受部分地区疫情反复影响; 橱柜收入为 1.05 亿元, 同比+25.38%, 主要由于公司推进大家居战略, 持续拓品类、加大橱柜营销活动; 木门收入为 3.63 亿元, 同比-19.18%, 主要由于以大宗业务为主的湖北千川收入减少; 门窗收入为 0.14 亿元, 同比-50.90%, 主要由于门窗客户集中在华东地区, 受疫情影响较大。2) 分渠道看, H1 零售业务收入 10.20 亿元, 同比-4.91%, 其中直营/经销收入分别为 0.43/9.77 亿元, 同比+21.69%/-5.82%, 公司全渠道布局日臻完善, 不断进行零售业务深耕, H1 经销门店净增加 100 家, 达到 2106 家, 直营门店净增加 2 家, 品类拓展提升客单值推动直营收入增长; H1 大宗业务收入 3.33 亿元, 同比-20.50%, 主要受房地产宏观环境影响。3) 分地区看, H1 受上海疫情影响, 华东地区收入同比-19.37%; 受区域大宗业务验收减少影响, 华中地区收入同比-18.86%; 西北/东北地区收入同比+18.65%/+20.78%。华东、华中地区 2021 年收入占比分别为 27%、18%, 对整体收入影响较大, 公司重新聚焦零售渠道, 零售收入有望改善。
- **毛利率提升, 现金流水平改善。**1) 毛利率方面, H1 综合毛利率为 36.20%, 同比+2.09pct, 受益于精细化管理、生产效率提升以及产品结构优化, 其中 H1 衣柜/橱柜/木门/成品配套/门窗毛利率分别同比变动 +1.31pct/+8.08pct/+1.34pct/+3.27pct/-24.6pct; 分渠道看, H1 零售渠道/大宗渠道毛利率分别为 35.90%/38.17%, 同比+1.68pct/1.69pct。单 Q2 来看, 综合毛利率为 36.53%, 同比+1.58pct。2) 费用率方面, H1 公司期间费用率 17.83%, 同比+2.53pct, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.65%/5.90%/4.73%/1.28%, 同比变动 +1.70pct/+0.76pct/+0.40pct/+0.07pct, 销售费用率提升主要由于公司加大营销活动投入。单 Q2 期间费用率为 17.09%, 同比+2.87pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率同比变动 +1.91pct/+0.77pct/+0.47pct/+0.19pct。3) 净利率方面, H1 公司归母净利率为 8.97%, 同比-0.10pct, Q2 单季度归母净利率为 10.79%, 同比+0.47pct。4) 现金流方面, H1 经营活动现金流净额为 1.39 亿元, 同比+433.63%, Q2 单季度经营活动现金流净额为 2.28 亿元, 同比+26.26%, 现金流水平提升主要由于公司优化大宗渠道管理, 部分

地产客户调整为现款结算。

- **盈利预测：**公司坚持“新原态+大家居”的核心战略，产品品类布局全面，从衣柜逐步拓展增加橱柜、木门、成品配套等，以满足消费者全品类一站式购齐需求，深耕零售渠道同时持续优化大宗业务结构，全渠道发力下未来成长可期。我们预计公司 2022~2024 年实现归母净利润分别为 4.47 亿元、3.77 亿元、4.33 亿元，同比分别变动+583.8%、-15.7%、+15.1%，目前股价对应 2022 年 PE 为 8x。
- **风险因素：**市场竞争加剧风险、原材料价格上涨风险。

| 重要财务指标            | 2020A  | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 营业总收入(百万元)        | 2,183  | 3,371  | 3,433  | 3,586  | 4,066 |
| 增长率 YoY%          | -1.9%  | 54.4%  | 1.8%   | 4.5%   | 13.4% |
| 归属母公司净利润<br>(百万元) | 276    | 65     | 447    | 377    | 433   |
| 增长率 YoY%          | -24.2% | -76.4% | 583.8% | -15.7% | 15.1% |
| 毛利率%              | 36.7%  | 33.9%  | 30.8%  | 31.6%  | 31.5% |
| 净资产收益率ROE%        | 10.5%  | 2.5%   | 15.1%  | 11.7%  | 12.4% |
| EPS(摊薄)(元)        | 0.89   | 0.21   | 1.43   | 1.21   | 1.39  |
| 市盈率 P/E(倍)        | 18.17  | 58.44  | 7.66   | 9.09   | 7.89  |
| 市净率 P/B(倍)        | 1.90   | 1.44   | 1.16   | 1.07   | 0.98  |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 08 月 17 日收盘价

| 资产负债表   |       | 单位:百万元 |       |       |       |  |
|---------|-------|--------|-------|-------|-------|--|
| 会计年度    | 2020A | 2021A  | 2022E | 2023E | 2024E |  |
| 流动资产    | 2,336 | 2,581  | 2,780 | 2,783 | 3,211 |  |
| 货币资金    | 644   | 531    | 687   | 1,698 | 2,072 |  |
| 应收票据    | 540   | 188    | 94    | 20    | 22    |  |
| 应收账款    | 154   | 188    | 92    | 47    | 54    |  |
| 预付账款    | 32    | 28     | 30    | 31    | 35    |  |
| 存货      | 629   | 787    | 325   | 246   | 279   |  |
| 其他      | 336   | 859    | 1,552 | 742   | 748   |  |
| 非流动资产   | 2,829 | 2,882  | 2,931 | 2,974 | 3,011 |  |
| 长期股权投资  | 15    | 7      | 7     | 7     | 7     |  |
| 固定资产    | 1,735 | 1,742  | 1,803 | 1,853 | 1,894 |  |
| 无形资产    | 203   | 202    | 202   | 202   | 202   |  |
| 其他      | 877   | 931    | 919   | 912   | 908   |  |
| 资产总计    | 5,165 | 5,463  | 5,711 | 5,756 | 6,221 |  |
| 流动负债    | 1,718 | 1,904  | 1,856 | 1,653 | 1,831 |  |
| 短期借款    | 14    | 369    | 245   | 0     | 0     |  |
| 应付票据    | 135   | 136    | 145   | 149   | 170   |  |
| 应付账款    | 542   | 421    | 450   | 464   | 527   |  |
| 其他      | 1,026 | 978    | 1,017 | 1,039 | 1,134 |  |
| 非流动负债   | 600   | 752    | 752   | 752   | 752   |  |
| 长期借款    | 0     | 0      | 0     | 0     | 0     |  |
| 其他      | 600   | 752    | 752   | 752   | 752   |  |
| 负债合计    | 2,318 | 2,656  | 2,608 | 2,404 | 2,582 |  |
| 少数股东权益  | 208   | 163    | 152   | 143   | 133   |  |
| 归属母公司   | 2,639 | 2,644  | 2,951 | 3,209 | 3,506 |  |
| 负债和股东权益 | 5,165 | 5,463  | 5,711 | 5,756 | 6,221 |  |

| 重要财务指标     |        | 单位:百万元 |        |        |       |  |
|------------|--------|--------|--------|--------|-------|--|
| 会计年度       | 2020A  | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E |  |
| 营业总收入      | 2,183  | 3,371  | 3,433  | 3,586  | 4,066 |  |
| 同比         | -1.9%  | 54.4%  | 1.8%   | 4.5%   | 13.4% |  |
| 归属母公司净利润   | 276    | 65     | 447    | 377    | 433   |  |
| 同比         | -24.2% | -76.4% | 583.8% | -15.7% | 15.1% |  |
| 毛利率(%)     | 36.7%  | 33.9%  | 30.8%  | 31.6%  | 31.5% |  |
| ROE%       | 10.5%  | 2.5%   | 15.1%  | 11.7%  | 12.4% |  |
| EPS(摊薄)(元) | 0.89   | 0.21   | 1.43   | 1.21   | 1.39  |  |
| P/E        | 18.17  | 58.44  | 7.66   | 9.09   | 7.89  |  |
| P/B        | 1.90   | 1.44   | 1.16   | 1.07   | 0.98  |  |
| EV/EBITDA  | 11.26  | 12.88  | 8.73   | 5.14   | 3.94  |  |

| 利润表     |       | 单位:百万元 |       |       |       |  |
|---------|-------|--------|-------|-------|-------|--|
| 会计年度    | 2020A | 2021A  | 2022E | 2023E | 2024E |  |
| 营业总收入   | 2,183 | 3,371  | 3,433 | 3,586 | 4,066 |  |
| 营业成本    | 1,382 | 2,227  | 2,376 | 2,452 | 2,786 |  |
| 营业税金及附加 | 25    | 35     | 36    | 37    | 42    |  |
| 销售费用    | 238   | 319    | 378   | 394   | 447   |  |
| 管理费用    | 135   | 185    | 156   | 163   | 185   |  |
| 研发费用    | 103   | 164    | 167   | 175   | 198   |  |
| 财务费用    | 23    | 39     | 30    | 17    | 5     |  |
| 减值损失合   | -1    | -192   | 0     | 0     | 0     |  |
| 投资净收益   | 27    | 5      | 189   | 52    | 58    |  |
| 其他      | 14    | -223   | 20    | 21    | 24    |  |
| 营业利润    | 315   | -8     | 500   | 421   | 485   |  |
| 营业外收支   | -4    | 4      | 4     | 4     | 4     |  |
| 利润总额    | 311   | -4     | 503   | 424   | 489   |  |
| 所得税     | 42    | -6     | 67    | 57    | 65    |  |
| 净利润     | 270   | 2      | 436   | 368   | 423   |  |
| 少数股东损   | -7    | -64    | -11   | -9    | -10   |  |
| 归属母公司   | 276   | 65     | 447   | 377   | 433   |  |
| EBITDA  | 440   | 338    | 421   | 472   | 520   |  |
| EPS(当   | 0.89  | 0.21   | 1.43  | 1.21  | 1.39  |  |

| 现金流量表   |       | 单位:百万元 |       |       |       |  |
|---------|-------|--------|-------|-------|-------|--|
| 会计年度    | 2020A | 2021A  | 2022E | 2023E | 2024E |  |
| 经营活动现金流 | 556   | 296    | 419   | 1,503 | 628   |  |
| 净利润     | 270   | 2      | 436   | 368   | 423   |  |
| 折旧摊销    | 126   | 198    | 101   | 107   | 113   |  |
| 财务费用    | 30    | 47     | 36    | 28    | 24    |  |
| 投资损失    | -27   | -8     | -189  | -52   | -58   |  |
| 营运资金变   | 155   | -337   | 31    | 1,048 | 122   |  |
| 其它      | 2     | 395    | 3     | 4     | 4     |  |
| 投资活动现   | -233  | -651   | 37    | -100  | -94   |  |
| 资本支出    | -351  | -220   | -151  | -152  | -152  |  |
| 长期投资    | 87    | -433   | 0     | 0     | 0     |  |
| 其他      | 30    | 2      | 189   | 52    | 58    |  |
| 筹资活动现   | -215  | 208    | -300  | -392  | -160  |  |
| 吸收投资    | 0     | 0      | 0     | 0     | 0     |  |
| 借款      | 0     | 318    | -124  | -245  | 0     |  |
| 支付利息或股息 | -112  | -50    | -176  | -147  | -160  |  |
| 现金流净增加额 | 108   | -147   | 156   | 1,011 | 374   |  |

## 研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，曾任职于招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得 2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第 4、第 2、第 3 名，2018-2020 年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022 年加入信达证券。

## 机构销售联系人

| 区域       | 姓名  | 手机          | 邮箱                        |
|----------|-----|-------------|---------------------------|
| 全国销售总监   | 韩秋月 | 13911026534 | hanqiyue@cindasc.com      |
| 华北区销售总监  | 陈明真 | 15601850398 | chenmingzhen@cindasc.com  |
| 华北区销售副总监 | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com   |
| 华北区销售    | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com      |
| 华北区销售    | 陆禹舟 | 17687659919 | luyuzhou@cindasc.com      |
| 华北区销售    | 魏冲  | 18340820155 | weichong@cindasc.com      |
| 华北区销售    | 樊荣  | 15501091225 | fanrong@cindasc.com       |
| 华北区销售    | 章嘉婕 | 13693249509 | zhangjiajie@cindasc.com   |
| 华东区销售总监  | 杨兴  | 13718803208 | yangxing@cindasc.com      |
| 华东区销售副总监 | 吴国  | 15800476582 | wuguo@cindasc.com         |
| 华东区销售    | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com  |
| 华东区销售    | 李若琳 | 13122616887 | liruolin@cindasc.com      |
| 华东区销售    | 朱尧  | 18702173656 | zhuyao@cindasc.com        |
| 华东区销售    | 戴剑箫 | 13524484975 | daijianxiao@cindasc.com   |
| 华东区销售    | 方威  | 18721118359 | fangwei@cindasc.com       |
| 华东区销售    | 俞晓  | 18717938223 | yuxiao@cindasc.com        |
| 华东区销售    | 李贤哲 | 15026867872 | lixianzhe@cindasc.com     |
| 华东区销售    | 孙瑾  | 18610826885 | sun tong@cindasc.com      |
| 华东区销售    | 贾力  | 15957705777 | jiali@cindasc.com         |
| 华东区销售    | 石明杰 | 15261855608 | shimingjie@cindasc.com    |
| 华东区销售    | 曹亦兴 | 13337798928 | caoyixing@cindasc.com     |
| 华南区销售总监  | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com   |
| 华南区销售副总监 | 陈晨  | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com     |
| 华南区销售副总监 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com     |
| 华南区销售    | 刘韵  | 13620005606 | liuyun@cindasc.com        |
| 华南区销售    | 胡洁颖 | 13794480158 | hujieying@cindasc.com     |
| 华南区销售    | 郑庆庆 | 13570594204 | zhengqingqing@cindasc.com |

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准                                               | 股票投资评级                      | 行业投资评级                  |
|---------------------------------------------------------|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；<br><br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上； | <b>看好</b> ：行业指数超越基准；    |
|                                                         | <b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%； | <b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平； |
|                                                         | <b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；  | <b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。    |
|                                                         | <b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。  |                         |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。