

信义山证 汇通天下

证券研究报告

轻工制造

好莱客 (603898.SH)

增持-A(首次)

22Q2 营收业绩增长承压，千川出表聚焦零售业务发展

2022 年 8 月 20 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2022 年 8 月 19 日

收盘价 (元):	10.84
年内最高/最低 (元):	13.27/7.70
流通 A 股/总股本 (亿):	3.11/3.11
流通 A 股市值 (亿):	33.74
总市值 (亿):	33.74

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

8 月 18 日，公司披露 2022 年半年报，2022H1，公司实现营业收入 13.96 亿元，同比下降 8.42%，实现归母净利润 1.25 亿元，同比下降 9.39%。

事件点评

22Q2 疫情影响经营承压，营收环比已现复苏态势。2022H1，公司实现营收 13.96 亿元，同比下降 8.42%，其中 22Q1、22Q2 营收分别为 6.15、7.81 亿元，同比增长 8.35%、下降 18.38%。2022H1，公司实现归母净利润 1.25 亿元，同比下降 9.39%，其中，22Q1、22Q2 归母净利润分别为 0.41、0.84 亿元，同比增长 3.87%、下降 14.68%。2 季度受疫情影响扰动及严格管控影响，公司经营受到一定冲击，叠加房地产市场弱势，大宗业务增长乏力，公司上半年营收和业绩出现下滑，剔除湖北千川影响，估算公司 22H1 营收降幅收窄至 3.50%。随疫情得到有效控制，目前公司各月营收环比已呈现复苏态势。

持续聚焦“新原态+大家居”核心战略，橱柜品类逆势增长。分品类看，2022H1，公司衣柜及全屋、橱柜、木门、成品配套、门窗实现营业收入分别为 8.19、1.05、3.63、0.52、0.14 亿元，同比增长分别为-6.78%、25.38%、-19.18%、-1.27%、-50.90%，占家具制造业收入比重分别为 60.5%、7.7%、26.8%、3.9%、1.0%。公司坚定践行大家居战略，橱柜品类实现高速增长，大家居订单占比稳步提升，终端客单价预计已达 3-4 万元。木门产品同比下降 19.18%，主要为以大宗业务为主的湖北千川收入下滑 21.27%。门窗产品同比下降 50.90%，主要为瀚隆门窗客户以华东地区为主，受上海疫情影响较重。在产品方面，公司继续对健康环保的原态系列产品进行迭代升级，重磅推出“原态 G6”产品，自 2012 年首张原态板面世至今，原态系列产品历经 10 年 7 次迭代升级，已形成“原态板”、“原态净醛竹板”、“原态 G6”三重梯度的系列产品，实现了从板材环保到空间环保的升级。

零售业务多渠道布局，大宗业务受房地产市场影响较重。分渠道看，公司直营店、经销店、大宗渠道分别实现营业收入 0.43、9.77、3.33 亿元，同比增长 21.69%、-5.82%、-20.50%。零售渠道方面，上半年公司直营、经销门店较年初净增 2 家、100 家至 29 家、2106 家。同时，公司深化拎包、个性化家装、艺术整装、新零售、外贸等新渠道的布局，上半年公司推出“呼呼莱装”新品牌，瞄准旧改局改细分市场，把握存量房趋势。大宗渠道方面，今年上半年房地产市场延续去年下半年以来的弱势表现，叠加疫情影响，公司大宗渠道收入下滑 20.50%，公司目前明确了以央企、国企为核心、优质民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。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



➤ **22H1 生产效率提升，带动盈利能力同比优化：**盈利能力方面，22H1，公司毛利率同比提升 2.1pct 至 36.20%，其中 22Q2 毛利率同比提升 1.6pct 至 36.53%。毛利率提升主要受益于衣柜、橱柜、木门生产效率提升与配套产品结构优化。费用率方面，22H1，公司期间费用率合计提升 2.9pct 至 22.6%，其中销售/管理/研发/财务费用率为 10.7%/5.9%/4.7%/1.3%，同比+1.7/+0.8/+0.4/+0.1pct，综合影响下，22H1，公司销售净利率为 11.3%，同比下滑 0.7pct。存货方面，截至 22H1 末，公司存货 8.01 亿元/+5.62%，存货周转天数 160 天，同比增加 36 天。现金流方面，22H1 公司经营活动现金流净额为 1.39 亿元，同比增长 433.63%，主要系公司对部分房地产客户调整为以现款结算所致。

投资建议

➤ 今年上半年疫情与房地产市场对公司经营造成冲击，营收和业绩下滑，但受益于大家居战略的稳步推进，公司橱柜业务实现逆势增长。湖北千川业绩承诺方于 2022 年 7 月回购公司所持湖北千川 51% 股权，22H2 开始湖北千川不再纳入公司合并报表范围，公司重新聚焦零售业务。我们预计公司 2022-2024 年每股收益分别为 1.49、1.22 和 1.41 元，对应公司 22、23 年 PE 约 7、9 倍，给予“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；市场竞争加剧。

财务数据与估值：

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,183	3,371	3,270	3,719	4,184
YoY(%)	-1.9	54.4	-3.0	13.7	12.5
净利润(百万元)	276	65	464	379	439
YoY(%)	-24.2	-76.4	611.1	-18.5	15.8
毛利率(%)	36.7	33.9	34.4	34.5	34.5
EPS(摊薄/元)	0.89	0.21	1.49	1.22	1.41
ROE(%)	9.5	0.1	14.3	10.6	11.1
P/E(倍)	12.2	51.7	7.3	8.9	7.7
P/B(倍)	1.3	1.3	1.1	1.0	0.9
净利率(%)	12.6	1.9	14.2	10.2	10.5

数据来源：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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2336	2581	2837	3550	3227
现金	644	531	2060	1302	2384
应收票据及应收账款	694	377	0	437	0
预付账款	32	28	29	42	34
存货	629	787	0	1099	66
其他流动资产	336	859	747	670	743
非流动资产	2829	2882	2440	2784	3000
长期投资	15	7	6	2	-2
固定资产	1735	1742	1612	1758	1926
无形资产	203	202	217	236	246
其他非流动资产	877	931	605	788	831
资产总计	5165	5463	5276	6334	6227
流动负债	1718	1904	1518	2308	1878
短期借款	14	369	128	170	222
应付票据及应付账款	678	557	578	850	672
其他流动负债	1026	978	812	1287	983
非流动负债	600	752	507	456	381
长期借款	534	562	407	337	244
其他非流动负债	66	190	100	119	136
负债合计	2318	2656	2025	2764	2259
少数股东权益	208	163	163	163	163
股本	311	311	311	311	311
资本公积	814	833	833	833	833
留存收益	1590	1614	1957	2244	2563
归属母公司股东权益	2639	2644	3088	3408	3806
负债和股东权益	5165	5463	5276	6334	6227

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	556	296	1487	-401	1546
净利润	270	2	464	379	439
折旧摊销	126	181	139	123	140
财务费用	23	39	-5	-26	-33
投资损失	-27	-5	-197	0	0
营运资金变动	156	-335	1052	-873	1005
其他经营现金流	8	415	33	-4	-5
投资活动现金流	-233	-651	450	-322	-440
筹资活动现金流	-215	208	-407	-36	-24
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.89	0.21	1.49	1.22	1.41
每股经营现金流(最新摊薄)	1.79	0.95	4.78	-1.29	4.97
每股净资产(最新摊薄)	8.16	8.18	9.60	10.63	11.91

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2183	3371	3270	3719	4184
营业成本	1382	2227	2146	2437	2741
营业税金及附加	25	35	35	40	45
营业费用	238	319	392	465	544
管理费用	135	185	180	205	230
研发费用	103	164	162	186	213
财务费用	23	39	-5	-26	-33
资产减值损失	-1	-192	-63	-95	-142
公允价值变动收益	0	1	0	0	1
投资净收益	27	5	197	0	0
营业利润	315	-8	618	505	583
营业外收入	12	7	7	9	8
营业外支出	15	4	7	9	6
利润总额	311	-4	619	505	585
所得税	42	-6	155	126	146
税后利润	270	2	464	379	439
少数股东损益	-7	-64	0	0	0
归属母公司净利润	276	65	464	379	439
EBITDA	455	220	750	598	691

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-1.9	54.4	-3.0	13.7	12.5
营业利润(%)	-24.0	-102.5	7820.3	-18.4	15.6
归属于母公司净利润(%)	-24.2	-76.4	611.1	-18.5	15.8
获利能力					
毛利率(%)	36.7	33.9	34.4	34.5	34.5
净利率(%)	12.6	1.9	14.2	10.2	10.5
ROE(%)	9.5	0.1	14.3	10.6	11.1
ROIC(%)	8.8	-0.4	12.1	8.7	9.2
偿债能力					
资产负债率(%)	44.9	48.6	38.4	43.6	36.3
流动比率	1.4	1.4	1.9	1.5	1.7
速动比率	0.9	0.8	1.8	1.0	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	6.0	6.3	38.7	17.0	20.7
应付账款周转率	2.8	3.6	3.8	3.4	3.6
估值比率					
P/E	12.2	51.7	7.3	8.9	7.7
P/B	1.3	1.3	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	7.4	16.0	2.1	4.1	1.9

数据来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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,本报告的任一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

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴
世纪金融广场 3 号楼 802 室

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

