

好莱客 (603898)

证券研究报告

2020年10月21日

成功收购湖北千川木门，大宗业务布局再提速

10月19日，公司与湖北千川门窗有限公司签署《股权转让》协议，以自有资金收购千川公司51%股权，交易对价为7亿元人民币，目标公司估值约为13.82亿元，收益法评估权益价值账面值为2.41亿元，交易完成后湖北千川公司为好莱客子公司，业绩承诺为2021/2022年度平均净利润(扣除非经常性损益前后孰低)不低于1.8亿元，21/22年参照净利润分别为1.6/2.0亿元，参照净利润不作为业绩承诺指标。

千川为工程木门领域龙头，客户结构优质。湖北千川主要从事成套实木门、实木复合门等家居门类产品的设计、生产、销售，公司主要产品为油漆木门、免漆木门，销售渠道以工程客户为主、经销商为辅，千川木门在全国具备完善的经销渠道和品牌知名度。主要工程客户为中国恒大、融创中国、中海地产、新城控股、金地集团、金科地产、世茂房地产、中南建设、蓝光发展、中国铁建、佳兆业、新希望等地产公司。在工程领域，2018年至今公司连续三年蝉联中国房地产500强首选供应商TOP2，2020年首选率达12%，在工程业务领域公司管理体制完备，团队成熟稳定。

千川木门短期经营受疫情影响，下半年大宗接单显著修复。湖北千川木门2020H/2019年收入分别为2.51/6.43亿元，净利润分别为5119.22/7344.84万元，今年上半年业绩增速放缓，主要由于疫情影响1-3月处于停工状态，随着疫情影响逐步缓解，公司精准施策、强化管理，在保证员工生产安全前提下全力复工复产，截至2020年9月，公司2020年接单量同比增长20%。

形成“零售+工程”双轮驱动。工程业务方面，此次交易完成后公司将以千川公司品牌开拓工程大宗业务，为国内主要地产公司提供优质的产品与服务，精装市场依旧处于黄金发展期，精装市场中高品质和产品多元布局的企业竞争力更优。零售方面，二季度以来随着疫情好转，公司经营逐步修复，整体恢复符合预期。公司将继续以“好莱客”品牌继续深耕家居零售市场，针对零售市场1)品牌升级；2)继续多元跨界合作，增加品牌知名度；3)多种线上平台品牌输出，通过客户画像升级零售管理，及时将需求端动态反馈到供给端，寻找零售市场的新增长点。

盈利预测与估值：考虑到Q1疫情影响对公司业绩的拖累，我们下调公司盈利预测，我们预计20/21/22年公司净利润分别为3.23/3.63/4.11亿元，增速分别为-11.40%/12.27%/13.36%（原预计分别为3.69/4.04/4.42亿元），对应PE分别为16.96X/15.11X/13.33X。（若考虑千川公司业绩并表，假设21/22年湖北千川完成业绩承诺，21/22年参照净利润分别为1.6/2.0亿元，预计21/22年公司归母净利润分别4.45/5.13亿元，维持“增持”评级。

风险提示：地产交付不及预期，精装渗透率显著趋缓，行业竞争加剧，收购风险等；

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,132.69	2,225.15	2,291.49	2,533.79	2,808.32
增长率(%)	14.46	4.34	2.98	10.57	10.83
EBITDA(百万元)	502.02	574.10	415.55	465.93	528.68
净利润(百万元)	382.24	364.52	322.98	362.60	411.06
增长率(%)	9.84	(4.63)	(11.40)	12.27	13.36
EPS(元/股)	1.23	1.17	1.04	1.16	1.32
市盈率(P/E)	14.33	15.03	16.96	15.11	13.33
市净率(P/B)	2.37	2.15	1.99	1.82	1.66
市销率(P/S)	2.57	2.46	2.39	2.16	1.95
EV/EBITDA	8.72	6.83	11.29	9.35	7.24

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6个月评级	增持（维持评级）
当前价格	16.99元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	311.28
流通A股股本(百万股)	311.28
A股总市值(百万元)	5,288.57
流通A股市值(百万元)	5,288.57
每股净资产(元)	7.87
资产负债率(%)	29.92
一年内最高/最低(元)	24.60/13.35

作者

范张翔 分析师
SAC执业证书编号：S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com

刘佳昆 分析师
SAC执业证书编号：S1110520080004
liujiakun@tfzq.com

尉鹏洁 联系人
weipengjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《好莱客-季报点评:Q3 营收实现正增长，大宗业务拓展提速》 2020-10-18
- 2 《好莱客-半年报点评:业绩持续修复，拟收购千川木门》 2020-08-11
- 3 《好莱客-年报点评报告:Q4 业绩显著改善，多品类集成单值提升》 2020-04-22

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	459.11	507.02	183.32	464.23	984.33	营业收入	2,132.69	2,225.15	2,291.49	2,533.79	2,808.32
应收票据及应收账款	13.79	29.08	43.62	56.71	68.05	营业成本	1,288.96	1,333.66	1,439.53	1,593.99	1,761.04
预付账款	15.09	16.32	15.47	18.36	20.88	营业税金及附加	21.56	22.13	22.79	25.20	27.93
存货	73.93	133.69	30.76	164.31	39.73	营业费用	314.35	300.95	303.72	335.84	375.95
其他	888.68	1,094.02	1,695.19	1,567.16	1,454.47	管理费用	86.25	101.17	104.18	110.59	120.12
流动资产合计	1,450.60	1,780.13	1,968.36	2,270.77	2,567.46	研发费用	53.41	87.15	89.75	99.24	109.99
长期股权投资	10.50	16.30	16.30	16.30	16.30	财务费用	(5.58)	5.24	(6.40)	(10.00)	(8.20)
固定资产	565.05	1,023.28	1,228.69	1,358.73	1,430.56	资产减值损失	5.25	(6.04)	1.00	1.00	1.00
在建工程	625.16	554.89	368.93	269.36	191.62	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	155.64	169.68	162.21	154.73	147.25	投资净收益	36.59	31.97	37.00	41.00	53.00
其他	70.56	165.02	61.65	74.87	86.97	其他	(79.42)	(65.72)	(74.00)	(82.00)	(106.00)
非流动资产合计	1,426.91	1,929.18	1,837.78	1,874.00	1,872.71	营业利润	411.31	414.64	373.92	418.93	473.49
资产总计	2,877.51	3,709.31	3,806.14	4,144.77	4,440.17	营业外收入	54.30	2.81	2.81	2.81	2.81
短期借款	0.00	0.00	281.34	183.32	116.06	营业外支出	3.96	0.28	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	253.53	292.70	185.90	382.85	262.19	利润总额	461.64	417.17	376.74	421.74	476.30
其他	283.70	268.04	357.11	283.04	404.60	所得税	79.41	61.83	56.51	63.26	71.45
流动负债合计	537.23	560.73	824.34	849.20	782.84	净利润	382.24	355.34	320.23	358.48	404.86
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	(9.18)	(2.76)	(4.12)	(6.20)
应付债券	0.00	530.04	176.68	235.57	314.10	归属于母公司净利润	382.24	364.52	322.98	362.60	411.06
其他	30.17	45.18	29.90	35.08	36.72	每股收益(元)	1.23	1.17	1.04	1.16	1.32
非流动负债合计	30.17	575.22	206.57	270.65	350.81						
负债合计	567.39	1,135.95	1,030.92	1,119.85	1,133.65						
少数股东权益	0.00	24.02	21.27	17.15	10.95	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
股本	320.08	309.60	311.28	311.28	311.28	成长能力					
资本公积	946.48	787.84	787.84	787.84	787.84	营业收入	14.46%	4.34%	2.98%	10.57%	10.83%
留存收益	2,125.59	2,216.61	2,442.68	2,696.49	2,984.28	营业利润	0.14%	0.81%	-9.82%	12.04%	13.02%
其他	(1,082.04)	(764.71)	(787.84)	(787.84)	(787.84)	归属于母公司净利润	9.84%	-4.63%	-11.40%	12.27%	13.36%
股东权益合计	2,310.11	2,573.36	2,775.23	3,024.92	3,306.51	获利能力					
负债和股东权益总计	2,877.51	3,709.31	3,806.14	4,144.77	4,440.17	毛利率	39.56%	40.06%	37.18%	37.09%	37.29%
						净利率	17.92%	16.38%	14.09%	14.31%	14.64%
						ROE	16.55%	14.30%	11.73%	12.06%	12.47%
						ROIC	21.93%	20.09%	22.15%	17.67%	20.99%
						偿债能力					
						资产负债率	19.72%	30.62%	27.09%	27.02%	25.53%
						净负债率	-19.87%	0.89%	9.90%	-1.50%	-16.76%
						流动比率	2.70	3.17	2.39	2.67	3.28
						速动比率	2.56	2.94	2.35	2.48	3.23
						营运能力					
						应收账款周转率	198.04	103.81	63.04	50.51	45.02
						存货周转率	34.04	21.44	27.87	25.98	27.53
						总资产周转率	0.79	0.68	0.61	0.64	0.65
						每股指标(元)					
						每股收益	1.23	1.17	1.04	1.16	1.32
						每股经营现金流	1.52	1.29	-0.37	1.47	1.99
						每股净资产	7.42	8.19	8.85	9.66	10.59
						估值比率					
						市盈率	14.33	15.03	16.96	15.11	13.33
						市净率	2.37	2.15	1.99	1.82	1.66
						EV/EBITDA	8.72	6.83	11.29	9.35	7.24
						EV/EBIT	9.66	7.76	12.77	10.65	8.23

现金流量表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	382.24	355.34	322.98	362.60	411.06
折旧摊销	73.23	104.77	48.03	57.00	63.39
财务费用	0.51	10.24	(6.40)	(10.00)	(8.20)
投资损失	(36.59)	(31.97)	(37.00)	(41.00)	(53.00)
营运资金变动	203.39	697.83	(441.57)	93.34	213.85
其它	(150.62)	(733.54)	(2.76)	(4.12)	(6.20)
经营活动现金流	472.17	402.67	(116.72)	457.82	620.90
资本支出	526.50	461.64	75.28	74.81	48.36
长期投资	(4.74)	5.80	0.00	0.00	0.00
其他	(845.05)	(1,175.69)	(98.28)	(113.81)	(45.36)
投资活动现金流	(323.29)	(708.25)	(23.00)	(39.00)	3.00
债权融资	0.00	530.04	458.01	418.89	430.15
股权融资	(23.05)	(15.67)	(15.05)	10.00	8.20
其他	(142.76)	(159.93)	(626.95)	(566.80)	(542.15)
筹资活动现金流	(165.81)	354.43	(183.98)	(137.91)	(103.80)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(16.93)	48.85	(323.70)	280.91	520.10

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com