

投资评级：推荐（维持）

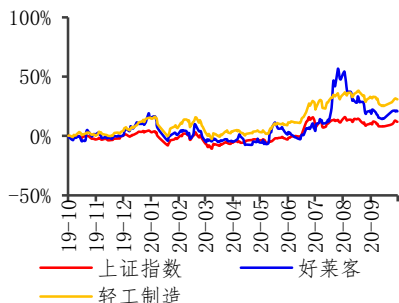
报告日期：2020年10月15日

市场数据

目前股价	17.3
总市值（亿元）	53.85
流通市值（亿元）	53.85
总股本（万股）	31,128
流通股本（万股）	31,128
12个月最高/最低	24.60/13.05

分析师

分析师：张潇 S1070518090001
 ☎ 0755-83881635
 ✉ xiaozhang@cgws.com
 分析师：林彦宏 S1070519060001
 ☎ 0755-83881635
 ✉ linyh@cgws.com
 联系人（研究助理）：邹文婕
 S1070119010007
 ☎ 0755-83559624
 ✉ zouwenjie@cgws.com

股价表现


数据来源：wind

Q3 收入端增速回正，利润端逐季改善

——好莱客（603898）2020Q3 点评

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2133	2225	2270	2565	2924
(+/-%)	14.5%	4.3%	2.0%	13.0%	14.0%
净利润（百万元）	382	365	370	412	454
(+/-%)	9.8%	-4.6%	1.5%	11.5%	10.2%
摊薄 EPS	1.23	1.18	1.20	1.33	1.47
PE	14	15	14	13	12

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- Q3 单季收入端增速转正，利润端降幅收窄至 10% 以内。** Q1-3 公司实现营业收入 14.06 亿元，同比-9.66%；实现归母净利润 1.8 亿元，同比-31.14%。分季度看，Q1/Q2/Q3 分别实现营业收入 1.87/5.53/6.66 亿元，同比分别-48.3%/-3.81%/+7.53%；实现归母净利润-0.17/0.94/1.03 亿元，同比分别-144.81%/-14.88%/-8.24%。疫情之后，公司业绩逐渐修复，Q3 单季收入端增速转正，利润端逐季改善，Q3 利润端降幅已收窄至 10% 以内。
- 橱柜增速靓丽，大宗业务占比快速提升。** 分产品看，Q1-3 公司衣柜及全屋产品、橱柜产品、木门产品、成品配套产品、门窗产品收入分别为 11.74、0.93、0.28、0.49、0.32 亿元，同比分别-14.28%、+108.15%、+9.28%、-7.87%、-15.08%。延展品类占比较 2019 年提升 3.44pcpts 至 14.6%，扩品效果良好，其中橱柜产品增速亮眼。分渠道看，经销、直营、大宗业务收入分别为 12.49 亿元、4,675 万元、4,450 万元，同比分别-12.13%、-25.48%、+413.64%。大宗渠道增速较快，收入占比较 19 年的 0.53% 提升 2.71pcpts 至 3.24%。未来湖北千川门窗收购事项落地后，大宗业务有望步入新阶段。
- 毛利率基本恢复至正常水平，净利率略有下行。** Q1-3 公司毛利率同比-1.33pcpts 至 38.02%；Q1/Q2/Q3 毛利率分别为 35.09%、38.53%、38.42%，Q2 起毛利率已恢复至正常水平。Q1-3 净利率同比-4.09pcpts 至 12.23%；Q1/Q2/Q3 净利率分别为-10.59%、16.44%、15.16%。Q1-3 期间费用率同比+3.69pcpts 至 24.52%；其中，销售费用率-0.72pcpts 至 12.3%；管理费用率（含研发费用率 4.63%）同比+3.38pcpts 至 11.08%；财务费用率同比+1.02pcpts 至 1.13%。除管理费用率因收入规模下滑而有所增加外，其余费用较为稳定。
- 现金流及周转效率表现良好。** 前三季度实现经营现金流 2.22 亿元，同比-11.2%；经营现金流/经营活动净收益比值为 129.59%；销售现金流/营业收入同比-10.57pcpts 至 103.13%。净营业周期-31.67 天，同比上升 5.69 天；其中，存货周转天数 46.25 天；同比上升 19.75 天；应收账款周转天数 7.27

天；同比上升 3.02 天；应付账款周转天数 85.19 天；同比上升 17.08 天。

- **投资建议：**2020 年受疫情影响仍有压力，公司的新渠道、新品类可贡献一定增量，同时进军工程业务将为公司带来新的增长驱动。暂不考虑湖北千川并表，预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.20、1.33、1.47 元，对应 PE 分别为 14X、13X、12X。维持“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**疫情影响超预期；房地产政策调控力度加大；原材料价格上升；人工成本上升；行业竞争加剧等。

附：盈利预测表

利润表						主要财务指标					
单位:百万元											
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2132.69	2225.15	2269.65	2564.71	2923.76	成长能力					
营业成本	1288.96	1333.66	1370.87	1559.34	1789.34	营业收入增长	14.5%	4.3%	2.0%	13.0%	14.0%
营业费用	314.35	300.95	306.40	343.67	385.94	营业成本增长	12.2%	3.5%	2.8%	13.7%	14.8%
管理费用	86.25	101.17	107.73	124.30	144.63	营业利润增长	0.1%	0.8%	0.7%	10.4%	12.7%
研发费用	53.41	87.15	79.44	82.07	87.71	利润总额增长	13.3%	-9.6%	4.0%	11.6%	10.2%
财务费用	-5.58	5.24	6.71	10.28	11.08	净利润增长	9.8%	-4.6%	1.5%	11.5%	10.2%
投资净收益	36.59	31.97	32.41	32.12	32.04	获利能力					
营业利润	411.31	414.64	417.41	460.97	519.49	毛利率(%)	39.6%	40.1%	39.6%	39.2%	38.8%
营业外收支	50.33	2.53	16.55	23.14	14.08	销售净利率(%)	17.9%	16.0%	16.2%	16.0%	15.4%
利润总额	461.64	417.17	433.96	484.11	533.56	ROE(%)	16.5%	13.8%	13.0%	13.1%	12.9%
所得税	79.41	61.83	66.30	74.93	83.74	ROIC(%)	20.4%	25.7%	26.9%	27.9%	29.6%
少数股东损益	0.00	-9.18	-2.37	-3.30	-4.54	营运效率					
净利润	382.24	364.52	370.03	412.48	454.36	销售费用/营业收入	14.7%	13.5%	13.5%	13.4%	13.2%
						管理费用/营业收入	4.0%	4.5%	4.7%	4.8%	4.9%
						研发费用/营业收入	2.5%	3.9%	3.5%	3.2%	3.0%
						财务费用/营业收入	-0.3%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%
						投资收益/营业利润	8.9%	7.7%	7.8%	7.0%	6.2%
						所得税/利润总额	17.2%	14.8%	15.3%	15.5%	15.7%
						应收账款周转率	198.04	103.81	100.00	98.00	97.00
						存货周转率	20.57	12.85	11.00	10.00	9.50
						流动资产周转率	1.40	1.38	1.17	1.16	1.20
						总资产周转率	0.79	0.68	0.59	0.61	0.65
						偿债能力					
						资产负债率(%)	19.7%	30.6%	29.4%	28.3%	25.9%
						流动比率	2.70	3.17	2.95	2.70	2.67
						速动比率	0.90	2.79	2.67	2.38	2.39
						每股指标(元)					
						EPS	1.23	1.18	1.20	1.33	1.47
						每股净资产	7.46	7.90	8.73	9.74	10.86
						每股经营现金流	2.13	3.86	1.67	1.72	2.07
						每股经营现金/EPS	1.73	3.27	1.39	1.29	1.41
						估值比率					
						P/E	14.01	14.69	14.47	12.99	11.79
						PEG	0.42	1.21	7.83	5.65	1.44
						P/B	2.32	2.19	1.98	1.78	1.59
						EV/EBITDA	9.43	8.13	7.65	6.78	5.67
						EV/SALES	2.31	1.98	1.79	1.49	1.20
						EV/IC	2.11	1.42	1.21	1.07	0.92
						ROIC/WACC	2.08	2.63	2.75	2.81	2.92
						REP	1.01	0.54	0.44	0.38	0.31

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1450.60	1780.13	2094.00	2343.18	2531.66
货币资金	459.11	507.02	850.31	994.22	1207.54
应收票据及应收账款合计	13.79	29.08	16.31	36.03	24.26
其他应收款	8.90	7.14	9.22	9.27	11.81
存货	73.93	133.69	115.56	196.31	180.40
非流动资产	1426.91	1929.18	1911.11	2026.86	2164.06
固定资产	565.05	1023.28	1088.49	1215.91	1347.59
资产总计	2877.51	3709.31	4005.11	4370.04	4695.72
流动负债	537.23	560.73	709.16	866.82	949.30
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	253.53	292.70	316.58	425.97	468.71
非流动负债	30.17	575.22	467.93	367.88	268.92
长期借款	0.00	530.04	422.75	322.70	223.74
负债合计	567.39	1135.95	1177.09	1234.70	1218.22
股东权益	2310.11	2573.36	2828.02	3135.34	3477.49
股本	320.08	309.60	309.60	309.60	309.60
留存收益	1179.11	1428.77	1684.23	1968.22	2279.52
少数股东权益	0.00	24.02	21.65	18.35	13.81
负债和股东权益	2877.51	3709.31	4005.11	4370.04	4695.72

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	472.17	402.67	515.60	532.13	642.11
其中营运资本减少	228.95	762.67	71.84	50.89	105.19
投资活动现金流	-323.29	-708.25	-51.32	-177.52	-213.23
资本支出	555.50	488.56	-22.93	111.18	132.71
筹资活动现金流	-165.81	354.43	-120.99	-210.70	-215.57
现金净增加额	-16.93	48.43	343.29	143.91	213.32

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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他人作出邀请。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，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cqws.com>