



2019-10-30

公司点评报告

买入/维持

好莱客(603898)

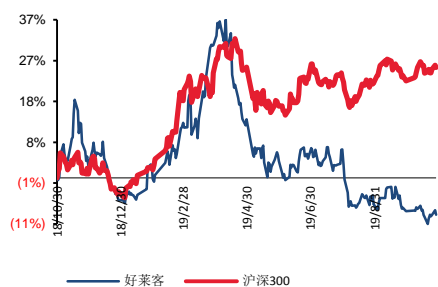
目标价: 20.90

昨收盘: 14.47

轻工制造

短期业绩承压，品类拓展+渠道变革助力未来发展

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	310/310
总市值/流通(百万元)	4,480/4,480
12个月最高/最低(元)	22.14/14.13

相关研究报告:

好莱客(603898)《好莱客: Q2 业绩承压, 品类拓展+产品差异化助力未来发展》--2019/09/01

好莱客(603898)《好莱客: 利润增速放缓, 渠道优化叠加产品升级驱动未来成长》--2019/04/15

好莱客(603898)《收入端符合预期, 利润承压, 看好公司后期在渠道端和产品端的发力》--2018/10/31

证券分析师: 陈天蛟

电话: 021-61376584

E-MAIL: chentj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110002

研究助理: 庞盈盈

电话: 021-61376584

E-MAIL: pangyy@tpyzq.com

事件:

公司发布 2019 年三季报: 2019Q1-Q3 公司营收 15.57 亿元, 同比+2.53%, 归母净利润 2.61 亿元, 同比-14.83%, 扣非净利润 2.32 亿元, 同比-3.68%。利润增速与政府补助同比减少带来的非经常性损益减少有关。现金流方面, 2019Q1-Q3 销售商品、提供劳务收到的现金 17.54 亿元, 同比+2.04%, 经营性现金流净额 2.5 亿元, 同比+2.52%, 零售业务模式维持良性且可持续的经营性现金流。

Q1/Q2/Q3 单季, 营收分别为 3.62、5.75、6.19 亿元, 同比+5.22%、+3.02、+0.58%, 归母净利润 0.38、1.1、1.12 亿元, 同比+8.17%、-24.21%、-10.46%, 扣非净利润 0.3、0.99、1.03 亿元, 同比+6.11%、-0.31%、-9.05%。

点评:

零售同店基本持平, 客单价提升对冲客流下降。 2019Q1-Q3 公司收入 yoy+2.53%, 同店营收基本持平, 客单价提升约 8%, 用户数下降约 8%。渠道端看, 公司收入增长主要来自于零售端, 在手工程订单预计将在 Q3 及明年上半年确认收入, 届时大宗渠道贡献业绩增量。

新品类占比提升拖累毛利率, 产品升级、效率提升对冲盈利影响。 2019Q1-Q3 公司毛利率同比-1.02pct 至 39.35%, 净利率同比-3.87pct 至 16.32%, 期间费用率同比+0.16pct 至 20.83%, 其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 13.02%、4.41%、3.29%、0.11%, 分别同比-1.75、+0.68、+0.83、+0.4pct。Q3 单季毛利率 39.29%, 同比-2.67pct, 净利率 17.64%, 同比-2.75pct。新品类占比提升拖累毛利率, 但是公司通过产品升级、效率提升形成一定对冲, 销售费用下降主要系广告投放策略调整及部分直营门店转为经销商门店所致。

延展品类贡献业绩增量, 部分品类毛利率持续提升。 公司品类拓展已见成效, 成品宅配占比约 3.5%, 橱柜、木门、门窗合计占比约 7.0%, 合计收入占比超过 10%。同时新品类毛利率改善, 橱柜毛利率同比+7.78pct、环比+0.98pct 至 33.04%; 木门毛利率同比+112.57pct、环比+5.81pct 至 10.62%; 门窗毛利率环比从-20.88%提升至-10.63%。

大家居战略持续推进实现多品类集成, 向精细零售管理转型推进全渠道获客。 公司从品牌、数字化系统、运营体系、产品开发等四方面赋能大家居推进, 所有品类使用统一品牌, 一方面在原有门店体系内增加橱柜、木门等品类, 同时开设大家居融合店。同时公司从运营效率和用户体验出发进行零售管理改革, 建立运营模型提升效率、推

进服务标准化升级。公司推进全渠道获客，除传统渠道外，注重社群营销、电商平台、内容平台、家装渠道多元化流量入口。今年4月与齐家网达成合作，承接齐家网精准的C端流量和核心家端公司资源，同时充考虑科技化赋能整装行业，家装渠道有望贡献更多流量。

我们预计公司2019-2020年EPS分别为1.19、1.24元，对应2019-2020年PE分别为12.12、11.63倍，考虑到公司在行业整体承压之时在渠道端和产品端不断寻求变革，看好公司未来在新零售、大宗等新渠道，以及差异化产品方面的布局，预期增量渠道和增量品类的增长贡献有望在2019年逐季加大，目前公司估值优势突出，维持“买入”评级。

风险提示：房地产景气程度低于预期、业务推广不及预期等。

■ 盈利预测和财务指标：

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2133	2240	2329	2469
(+/-%)	14.49	5.02	3.97	6.01
净利润(百万元)	382	385	401	421
(+/-%)	9.84	0.67	4.24	5.01
摊薄每股收益(元)	1.22	1.19	1.24	1.31
市盈率(PE)	12.57	12.12	11.63	11.07

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	475	459	752	972	1233
应收和预付款项	16	29	35	36	39
存货	51	74	65	68	72
其他流动资产	1057	889	891	891	892
流动资产合计	1600	1451	1743	1967	2236
长期股权投资	15	11	11	11	11
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	480	565	718	767	796
在建工程	284	625	647	648	649
无形资产开发支出	83	156	148	140	133
长期待摊费用	0	0			
其他非流动资产	914	1427	1491	1585	1669
资产总计	2514	2878	3234	3552	3905
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	264	362	327	338	360
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	192	206	322	343	367
负债合计	456	567	649	682	728
股本	318	320	322	322	322
资本公积	908	946	946	946	946
留存收益	899	1179	1452	1737	2044
归母公司股东权益	2059	2310	2585	2870	3177
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	2059	2310	2585	2870	3177
负债和股东权益	2514	2878	3234	3552	3905

现金流量表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金流	403	472	414	501	545
投资性现金流	-716	-323	-123	-169	-167
融资性现金流	531	-166	2	-112	-116
现金增加额	0	0	0	0	0

利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1863	2133	2240	2329	2469
营业成本	1149	1289	1375	1416	1516
营业税金及附加	22	22	22	23	25
销售费用	219	314	287	300	309
管理费用	97	140	119	133	136
财务费用	-3	-6	-13	-12	-9
资产减值损失	1	5	-1	0	0
投资收益	23	37	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	411	411	450	469	493
其他非经营损益	-3	50	3	3	3
利润总额	408	462	453	472	496
所得税	60	79	68	71	74
净利润	348	382	385	401	421
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	348	382	385	401	421

预测指标					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	38.34%	39.56%	38.59%	39.20%	38.60%
销售净利率	18.68%	17.92%	17.18%	17.22%	17.06%
销售收入增长率	30.02%	14.46%	5.02%	4.00%	6.00%
EBIT 增长率	38.31%	12.62%	-3.50%	4.42%	5.96%
净利润增长率	37.95%	9.84%	0.67%	4.24%	5.01%
ROE	16.90%	16.55%	14.89%	13.98%	13.26%
ROA	13.84%	13.28%	11.90%	11.29%	10.79%
ROIC	22.05%	20.39%	20.39%	20.56%	21.28%
EPS (X)	1.15	1.22	1.19	1.24	1.31
PE (X)	25.97	12.57	12.12	11.63	11.07
PB (X)	4.61	2.12	1.80	1.63	1.47
PS (X)	5.10	2.30	2.08	2.00	1.89
EV/EBITDA (X)	19.83	8.40	7.77	6.87	5.98

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。