

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2019年10月30日

市场数据

目前股价	14.47
总市值（亿元）	44.80
流通市值（亿元）	44.80
总股本（万股）	30,960
流通股本（万股）	30,960
12个月最高/最低	22.01/14.03

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

业绩仍有承压，静待新业务成长

——好莱客（603898）2019Q3 点评

盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入	2250	2542	2924
(+/-%)	5.5%	13.0%	15.0%
净利润	390	434	497
(+/-%)	2.1%	11.1%	14.6%
摊薄 EPS	1.26	1.40	1.61
PE	11	10	9

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- Q3 收入继续承压，静待工程业务及新品类成长。** 实现营业收入 15.57 亿元，同比+2.53%；实现归母净利润 2.61 亿元，同比-14.83%；扣非后归母净利润 2.32 亿元，同比-3.68%。分季度看，Q1/Q2/Q3 分别实现营业收入 3.62/5.75/6.19 亿元，同比分别+5.22%/+3.02%/+0.58%；实现归母净利润 0.38/1.1/1.12 亿元，同比分别+8.17%/-24.21%/-10.46%；扣非后归母净利润 0.3/0.99/1.03 亿元，同比分别+6.11%/-0.31%/-9.05%。Q3 公司业绩整体承压，收入端零售业务流量红利消退压力延续，新品类仍需继续培育；工程业务尚处开发早期贡献有限。利润端政府补助等非经损益项目金额及确认时点变化对归母净利润增速影响较大。
- 新品占比提升拖累整体毛利率，期间费用率控制较为有效。** 2019Q1-3 毛利率同比-1.02pcpts 至 39.35%；净利率同比-3.87pcpts 至 16.32%。期间费用率同比+0.16pcpts 至 20.83%；其中，销售费用率-1.75pcpts 至 13.02%；管理费用率（含研发费用率 3.29%）同比+1.51pcpts 至 7.7%；财务费用率同比+0.4pcpts 至 0.11%。Q3 单季毛利率同比-2.67pcpts 至 39.29%；净利率同比-2.75pcpts 至 17.64%；期间费用率同比-0.26pcpts 至 18.97%。为适应更加激烈的竞争环境，公司积极进行橱柜、木门、门窗等新品类的开发。新品毛利尚处于爬坡提升阶段，对公司整体毛利率及净利率造成负面影响，但已呈现逐渐改善态势，预计明年新品类对毛利率的拖累将有所降低。
- 经营现金流维持良好表现，周转效率持续提升。** 2019Q1-3 实现经营现金流 2.5 亿元，同比+2.52%；经营现金流/经营活动净收益比值为 91.93%；销售现金流/营业收入同比-1.55pcpts 至 112.7%。净营业周期-37.36 天，同比下降 9.5 天；其中，存货周转天数 26.5 天，同比上升 6.75 天；应收账款周转天数 4.25 天，同比上升 1.24 天；应付账款周转天数 68.11 天，同比上升 17.49 天。目前公司业务仍以 2C 为主，经营现金流延续良好表现。整体营运效率持续提升，对供应商有较强议价能力，应付账款周转天数显著高于应收周转天数，净营业周期为负数，周转效率持续提升。
- 投资建议：** 公司扩品类战略进展顺利，橱柜、木门、门窗等新业务不断放

量，同时公司积极推动销售渠道优化升级，进一步扩宽获客渠道，积极与地产家装等头部企业开展战略合作，预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.26、1.40、1.61 元，对应 PE 分别为 11、10、9X，维持“推荐”的投资评级。

- **风险提示：** 房地产政策调控力度加大；开店速度不及预期；竞争加剧等。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1863.25	2132.69	2249.98	2542.48	2923.86	成长能力					
营业成本	1148.86	1288.96	1358.99	1545.83	1789.40	营业收入增长	35.7%	30.4%	26.1%	44.4%	29.8%
营业费用	219.42	314.35	303.75	340.69	385.95	营业成本增长	44.0%	25.7%	18.9%	53.2%	32.3%
管理费用	97.44	86.25	95.49	110.45	129.94	营业利润增长	-18.6%	31.5%	80.3%	33.9%	24.2%
研发费用	0.00	53.41	74.25	81.36	87.72	利润总额增长	-23.4%	31.9%	82.1%	32.9%	24.3%
财务费用	-2.57	-5.58	-6.19	-9.56	-16.40	净利润增长	-22.2%	19.4%	94.2%	32.6%	23.6%
投资净收益	22.59	36.59	37.67	37.52	37.28	获利能力					
营业利润	410.73	411.31	442.94	490.85	559.23	毛利率(%)	29.5%	32.1%	36.0%	32.1%	30.8%
营业外收支	-3.20	50.33	17.88	21.67	29.96	销售净利率(%)	6.6%	6.4%	9.5%	8.7%	8.3%
利润总额	407.53	461.64	460.82	512.52	589.19	ROE(%)	9.9%	10.4%	16.9%	19.3%	20.1%
所得税	59.54	79.41	70.57	78.94	92.10	ROIC(%)	12.7%	13.5%	20.4%	18.2%	22.0%
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营运效率					
净利润	348.00	382.24	390.25	433.58	497.09	销售费用/营业收入	12.1%	13.2%	15.0%	12.9%	12.4%
						管理费用/营业收入	8.5%	5.3%	5.6%	5.0%	5.0%
资产负债表						研发费用/营业收入	0.0%	2.9%	2.5%	1.9%	1.6%
流动资产	1420.84	2102.40	1775.07	2252.75	2587.91	财务费用/营业收入	1.5%	0.1%	0.8%	0.8%	0.8%
货币资金	617.01	1061.20	658.78	97.24	463.88	投资收益/营业利润	3.2%	-13.4%	1.2%	-1.1%	-1.0%
应收票据及应收账款	389.47	567.92	444.75	1092.36	948.88	所得税/利润总额	16.3%	18.6%	17.3%	17.4%	17.8%
其他应收款	41.10	49.36	50.10	102.75	96.20	应收账款周转率	7.71	6.37	7.60	7.23	7.06
存货	325.63	368.10	470.79	798.23	884.69	存货周转率	5.99	5.97	5.87	5.94	5.93
非流动资产	887.84	1273.45	1509.09	1738.22	1866.03	流动资产周转率	1.65	1.73	1.98	2.76	2.98
固定资产	502.09	725.91	983.08	1196.30	1340.11	总资产周转率	1.09	1.07	1.16	1.53	1.71
资产总计	2308.68	3375.85	3284.16	3990.98	4453.94	偿债能力					
流动负债	741.37	1112.27	796.07	1204.18	1269.62	资产负债率(%)	33.1%	44.2%	34.1%	36.9%	33.0%
短期借款	337.60	673.66	235.45	272.83	311.86	流动比率	1.92	1.89	2.23	1.87	2.04
应付账款	284.55	331.33	381.20	706.63	732.22	速动比率	1.41	1.51	1.45	1.07	1.19
非流动负债	22.45	378.46	324.65	269.24	198.04	每股指标 (元)					
长期借款	2.73	362.53	308.73	253.32	182.11	EPS	0.48	0.58	1.12	1.49	1.84
负债合计	763.82	1490.72	1120.72	1473.42	1467.66	每股净资产	4.75	5.32	6.14	7.23	8.67
股东权益	1544.86	1885.13	2153.18	2507.30	2976.02	每股经营现金流	1.15	0.52	1.34	-0.17	2.54
股本	240.00	240.00	322.26	322.26	322.26	每股经营现金/EPS	2.38	0.91	1.19	-0.12	1.38
留存收益	403.16	589.23	765.46	999.28	1288.57	估值比率					
少数股东权益	13.63	30.63	33.31	37.26	42.60	P/E	34.68	29.04	14.96	11.28	9.12
负债和股东权益	2308.68	3375.85	3284.16	3990.98	4453.94	PEG	6.49	4.82	0.67	0.24	0.20
现金流量表						P/B	3.53	3.15	2.73	2.32	1.93
经营活动现金流	58.82	175.04	431.11	-55.65	818.59	EV/EBITDA	22.30	16.29	10.16	8.71	6.60
其中营运资本减少	141.23	-144.03	-27.90	-673.93	55.03	EV/SALES	2.23	1.78	1.41	1.07	0.77
投资活动现金流	-32.13	-504.09	-298.58	-319.36	-236.08	EV/IC	2.68	1.87	1.96	1.93	1.58
资本支出	190.10	418.63	213.26	206.85	105.61	ROIC/WACC	1.36	1.44	2.17	1.91	2.27
筹资活动现金流	-6.84	767.93	-534.95	-186.53	-215.87	REP	1.97	1.29	0.90	1.01	0.70
现金净增加额	16.75	436.51	-402.42	-561.54	366.64						

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。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

李双红：0755-83699629, lishuanghong@cgws.com
程曦：0755-83516187, chengxi@cgws.com
黄秋璐：0755-83515203, huangqiuyu@cgws.com
黄永泉：0755-83699629, huangyq@cgws.com
佟骥：0755-83661411, tongji@cgws.com

北京联系人

赵东：010-88366060-8730, zhaodong@cgws.com
王媛：010-88366060-8807, wyuan@cgws.com
秦韵然：-, qinyunran@cgws.com
褚颖：010-88366060-8795, chuying@cgws.com
王旻：010-88366060-1133, wangdanqi@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚：021-61680314, xieyw@cgws.com
陈钟山：021-31829712, chenzs@cgws.com
周申力：021-31829708, zhoushenli@cgws.com
张好元：021-31829699, zhangyuyuan@cgws.com
张溪钰：021-31829710, zhangxiyu@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层
邮编：518034 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