

## 费用上升致业绩承压，渠道和产品拓展持续推进

### 投资要点

- 业绩总结:** 公司发布 2019 年三季度报。前三季度公司实现营业收入 8.6 亿元，同比下滑 4.8%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.7 亿元，同比下滑 5.8%；实现扣非后归属于上市公司股东的净利润 1.5 亿元，同比下滑 2.9%。
- 材料费用下降致毛利率水平提升，现金流整体稳定。** 公司前三季度整体毛利率为 48.1%，同比上升 6.7pp，主要受益于原材料五金、铝材、塑料等价格下降，以及公司生产工艺改进，规模效应显现。公司前三季度期间费用率 25.6%，同比增长 5.2pp。其中，销售费率 16.9%，同比增长 3.8pp；公司继续增加智能家居研发投入，管理+研发费率 8.8%，同比增长 1.4pp；财务费率上半年-0.15%，同比基本持平。公司归母净利率为 20.5%，同比微降 0.1pp。由于前三季度工程客户应收款增加以及新品推广信用额度增加，应收账款环比 18 年末增长 224%，达 0.8 亿元。现金流方面整体稳定，Q3 经营性现金流为 5910 万，同比微降约 7%。
- 持续加大产品研发投入。** 公司加力多元化产品的开发，研发费用同比增长 32%；截至 19 上半年，公司累计有效专利 429 项，新申请数量 99 项，其中发明 29 项，实用 42 项，外观 27 项，软件著作权 1 项。此外，公司加力智能家居的布局，欲将科徕尼打造成智能家居领先品牌，并且科徕尼旗下 AI 智能锁产品得到了快速的推广和发展。
- 渠道全面布局。** 截至上半年，公司共有经销商超 850 家，专卖店超 2300 多家，分别比 2018 年底增加约 50 家/100 家，终端销售网点超 30000 家。同时公司加大核心家居卖场的布局密度，持续深化一、二线城市网点布局，加大三、四线城市渠道下沉力度。公司深入推进新零售模式，促进线下门店服务与线上零售的融合，上半年电商销售 1.5 亿元，占比 25.7%，同比增加 36.0%。同时公司加力拓展工程渠道，与恒大、富力、碧桂园、绿地、中海等知名房地产商达成战略合作关系。此外，公司积极探寻异业合作模式，分别与华为、阿里、海尔、京东、尚品宅配等一系列知名企业通过深度定制产品等合作模式，形成联动机制。
- 盈利预测与投资建议。** 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.74 元、0.87 元、1.03 元，对应 PE 分别为 19 倍、16 倍、14 倍。维持“增持”评级。
- 风险提示:** 原材料价格波动风险；市场竞争加剧风险；智能家居产品销量或不及预期。

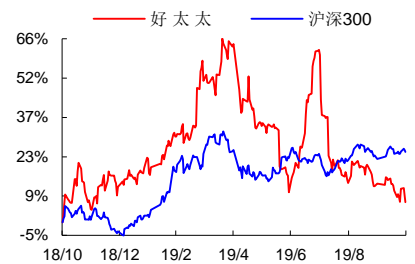
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1310.21	1405.04	1545.08	1748.47
增长率	17.75%	7.24%	9.97%	13.16%
归属母公司净利润(百万元)	260.58	296.54	346.89	414.74
增长率	26.60%	13.80%	16.98%	19.56%
每股收益 EPS(元)	0.65	0.74	0.87	1.03
净资产收益率 ROE	20.25%	19.05%	18.56%	18.51%
PE	22	19	16	14
PB	4.41	3.64	3.04	2.53

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣  
执业证号: S1250517080002  
电话: 023-67511807  
邮箱: cxin@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	4.01
流通 A 股(亿股)	0.71
52 周内股价区间(元)	13.41-22.2
总市值(亿元)	56.74
总资产(亿元)	16.46
每股净资产(元)	3.40

### 相关研究

- 好太太(603848): 费用上升影响业绩, 渠道持续拓展 (2019-08-28)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1310.21	1405.04	1545.08	1748.47	净利润	260.58	296.54	346.89	414.74
营业成本	751.32	738.71	840.35	967.81	折旧与摊销	22.50	18.96	22.50	26.51
营业税金及附加	11.69	12.50	13.76	15.56	财务费用	-1.17	-25.68	-33.27	-41.76
销售费用	189.01	245.88	231.76	236.04	资产减值损失	4.45	4.00	5.00	5.00
管理费用	48.63	112.40	108.16	104.91	经营营运资本变动	-8.35	-28.14	35.31	-45.59
财务费用	-1.17	-25.68	-33.27	-41.76	其他	7.00	-38.49	-37.62	-36.06
资产减值损失	4.45	4.00	5.00	5.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>285.01</b>	<b>227.19</b>	<b>338.80</b>	<b>322.84</b>
投资收益	36.20	34.39	32.67	31.04	资本支出	0.71	-40.00	-40.00	-45.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-285.25	50.49	29.99	27.46
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-284.53</b>	<b>10.49</b>	<b>-10.01</b>	<b>-17.54</b>
<b>营业利润</b>	<b>302.67</b>	<b>351.62</b>	<b>412.01</b>	<b>491.94</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	6.78	-1.32	-1.52	-1.45	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>309.45</b>	<b>350.30</b>	<b>410.49</b>	<b>490.49</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	48.87	53.75	63.60	75.75	支付股利	-62.13	-26.06	-34.60	-43.36
净利润	260.58	296.54	346.89	414.74	其他	-0.25	25.68	33.27	41.76
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-62.38</b>	<b>-0.38</b>	<b>-1.32</b>	<b>-1.60</b>
归属母公司股东净利润	260.58	296.54	346.89	414.74	<b>现金流量净额</b>	<b>-61.90</b>	<b>237.30</b>	<b>327.47</b>	<b>303.70</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	839.03	1076.33	1403.81	1707.50	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	31.71	28.45	33.27	37.10	销售收入增长率	17.75%	7.24%	9.97%	13.16%
存货	69.64	68.53	78.21	90.43	营业利润增长率	29.97%	16.17%	17.18%	19.40%
其他流动资产	271.85	303.94	327.41	374.38	净利润增长率	26.60%	13.80%	16.98%	19.56%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	33.04%	6.45%	16.33%	18.81%
投资性房地产	24.14	8.05	10.73	14.31	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	62.85	74.74	85.00	93.62	毛利率	42.66%	47.42%	45.61%	44.65%
无形资产和开发支出	62.67	74.37	84.17	96.60	三费率	18.05%	23.67%	19.85%	17.11%
其他非流动资产	268.13	265.57	263.01	260.45	净利率	19.89%	21.11%	22.45%	23.72%
<b>资产总计</b>	<b>1630.02</b>	<b>1899.98</b>	<b>2285.61</b>	<b>2674.39</b>	ROE	20.25%	19.05%	18.56%	18.51%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	15.99%	15.61%	15.18%	15.51%
应付和预收款项	323.78	323.54	394.62	409.20	ROIC	84.34%	80.55%	85.91%	91.64%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.73%	24.55%	25.97%	27.26%
其他负债	19.66	19.38	21.63	24.46	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>343.45</b>	<b>342.93</b>	<b>416.25</b>	<b>433.66</b>	总资产周转率	0.87	0.80	0.74	0.71
股本	401.00	401.00	401.00	401.00	固定资产周转率	21.70	22.67	21.15	21.19
资本公积	337.61	337.61	337.61	337.61	应收账款周转率	83.01	62.31	68.34	67.45
留存收益	547.97	818.45	1130.75	1502.13	存货周转率	11.42	10.36	11.12	11.18
归属母公司股东权益	1286.57	1557.06	1869.35	2240.73	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	119.43%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1286.57</b>	<b>1557.06</b>	<b>1869.35</b>	<b>2240.73</b>	资产负债率	21.07%	18.05%	18.21%	16.22%
负债和股东权益合计	1630.02	1899.98	2285.61	2674.39	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.56	4.35	4.46	5.13
					速动比率	3.36	4.14	4.27	4.92
					股利支付率	23.84%	8.79%	9.97%	10.46%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	324.00	344.90	401.23	476.70	每股收益	0.65	0.74	0.87	1.03
PE	21.78	19.13	16.36	13.68	每股净资产	3.21	3.88	4.66	5.59
PB	4.41	3.64	3.04	2.53	每股经营现金	0.71	0.57	0.84	0.81
PS	4.33	4.04	3.67	3.25	每股股利	0.15	0.06	0.09	0.11
EV/EBITDA	13.95	12.56	9.96	7.72					
股息率	1.10%	0.46%	0.61%	0.76%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn