

好莱客(603898)

渠道稳步扩张，明年增长值得期待 增持(维持)

2017 年 10 月 23 日

投资要点

- **公司披露 2017 年三季报。**公司 1-9 月累计实现营收 12.52 亿，同比增 31%；1-9 月实现归母净利润 2.23 亿元，同比增 45.26%；1-9 月实现营业利润 2.6 亿，同比增 30.53%；
- **Q3 业绩概况。**公司 Q3 单季实现营收 5.33 亿元，同比增 25.61%；归母净利润为 1.15 亿元，同比增 36.37%。

■ 促销活动节奏调整，Q3 收入增速略受影响。

整体而言，公司三季度促销活动相对较少，6 月至 8 月中旬主要以自然引流为主，8 月中旬后才开展“8.18”主题促销活动，9 月份订单表现较好。公司今年 Q1-Q3 单季收入增速分别为：35%/36%/26%

1-9 月收入结构估算：新店贡献约 7%-8%；同店增长贡献约 23%（其中，客单价增长贡献约 17%，订单量增长贡献有所下降至 6%左右）。客单值保持较好水平，受促销活动减少以及地产影响，Q3 订单量和客流量有所下降。

- **主营业务毛利率稳中有升。**公司 1-9 月主营业务毛利率为 40%，同比提升 0.69pct，主要系公司生产端智能化、信息化水平的进一步提高，提升公司生产经营效率和人均产值的提高，板材利用率进一步提升（86%+），型材利用率亦稳步上升（型材成本占原材料成本约 15%-20%，占总成本约 10%-15%）。此外，7 月以来的涨价亦有所贡献；

- **期间费用率有所波动，全年较为平稳。**Q3 管理费用和销售费用同比提升约 27%和 12%，管理费用率和销售费用率下降至 10.17%和 4.25%，主要系 Q3 促销活动相对较少所致，销售费用率在 Q4 有望回升至今年上半年水平。

- **营业利润保持平稳。**公司 Q3 实现营业利润 1.36 亿元，同比增 30%，与收入增速保持一致，环比提升 1.55pct，继续保持平稳。

- **经销商扶持力度加大，应收账款有所提升。**期末应收款较期初增加 118.26%，主要系公司对部分优质经销商加大授信支持力度所致。锁定并扶持优质经销商，有助于公司提供强劲的持续增长动力。

- **渠道扩张稳步推进。**公司管理层在 2016 年完成存量门店改造后，2017 年进入加速扩张期。今年前三季度新开店数量分别为 40/110/50，目前新开店数约 200 家，全年维持 250 家的渠道扩张速度。预计明后两年保持+200 家/年的开店速度。

- **战略拓展木门及橱柜业务，向多品类延伸。**公司此前公告与宁波柯乐芙门业成立木门子公司，好莱客占比 60%，将与柯乐芙战略拓展木门业务，全面进军定制木门领域。此外，凭借公司在定制衣柜生产制造的先进工艺和技术，公司计划于 2018 年推出定制橱柜业务，借助现有衣柜门店的协同优势，同时向定制木门、定制橱柜领域战略延伸。

证券分析师 马莉

执业证书编号：S0600517050002
010-66573557
mal@dwzq.com.cn

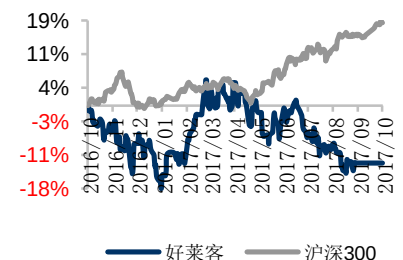
证券分析师 汤军

执业证书编号：S0600517050001
tangji@dwzq.com.cn

证券分析师 史凡可

执业证书编号：S0600517070002
shifk@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	30.67
一年最低/最高价	28.30/39.02
市净率(倍)	5.08
流通 A 股市值(百万元)	2,739

基础数据

每股净资产(元)	6.04
资产负债率(%)	17.17
总股本(百万股)	318
流通 A 股(百万股)	89

相关研究

1. 【东吴轻工】好莱客：小荷才露尖尖角，全面开启多品类发展纪元 -20170815

■ **盈利预测与投资建议。**考虑到公司 17 年开店加速，并在 18 年起战略推进定制木门和定制橱柜业务，预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 3.41 亿、4.53 亿、6.02 亿，EPS 分别为 1.07 元、1.42 元、1.89 元，同比增速分别为 35.3%、32.6%、33%，对应 PE 分别为 29X、22X、16X，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**地产调控超预期；定制木门和橱柜业务进度低于预期。

好莱客三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	885.02	1,584.21	1,829.24	2,154.59	营业收入	1,433.03	1,900.10	2,644.37	3,565.54
现金	256.46	388.59	603.13	891.49	营业成本	860.08	1,140.06	1,613.07	2,191.02
应收款项	3.91	8.76	10.34	15.41	营业税金及附加	16.47	18.89	27.33	37.76
存货	51.81	62.20	84.45	106.08	营业费用	191.35	279.19	382.79	514.33
其他	572.84	1,124.66	1,131.33	1,141.61	管理费用	82.35	97.51	132.80	174.30
非流动资产	687.01	918.67	1,062.57	1,162.88	财务费用	(2.19)	(3.53)	(5.76)	(8.75)
长期股权投资	10.18	10.09	10.14	10.11	投资净收益	6.80	12.00	14.60	15.90
固定资产	464.98	558.97	696.81	634.61	其他	6.98	12.06	14.68	16.01
无形资产	85.16	87.13	89.70	93.04	营业利润	288.48	374.02	498.75	666.15
其他	126.68	262.48	265.92	425.12	营业外净收支	6.51	9.42	9.68	10.46
资产总计	1,572.03	2,502.88	2,891.81	3,317.47	利润总额	294.99	383.44	508.43	676.61
流动负债	411.99	413.48	487.98	498.10	所得税费用	42.73	42.18	55.93	74.43
短期借款	-	-	-	-	少数股东损益	-	-	-	-
应付账款	138.58	142.92	179.69	201.35	归属母公司净利润	252.27	341.27	452.50	602.19
其他	273.41	270.56	308.29	296.75	EBIT	299.24	383.34	515.72	685.89
非流动负债	1.37	1.51	1.44	1.47	EBITDA	332.39	424.98	574.72	744.64
长期借款	-	-	-	-	重要财务与估值指标				
其他	1.37	1.51	1.44	1.47		2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	413.36	414.98	489.42	499.58	每股收益(元)	0.84	1.07	1.42	1.89
少数股东权益	-	-	-	-	每股净资产(元)	3.86	6.56	7.55	8.86
归属母公司股东权益	1,158.67	2,087.89	2,402.38	2,817.89	发行在外股份(百万股)	299.9	318.12	318.12	318.12
负债和股东权益总计	1,572.03	2,502.88	2,891.81	3,317.47	ROIC(%)	22.09%	16.34%	19.11%	21.66%
现金流量表 (百万元)					ROE(%)	23.95%	21.02%	20.15%	23.07%
	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	39.98%	40.00%	39.00%	38.55%
经营活动现金流	365.03	349.29	581.82	637.81	EBIT Margin(%)	20.88%	20.17%	19.50%	19.24%
投资活动现金流	(672.88)	(706.67)	(195.78)	(152.79)	销售净利率(%)	17.60%	17.96%	17.11%	16.89%
筹资活动现金流	31.48	489.51	(171.50)	(196.66)	资产负债率(%)	26.29%	16.58%	16.92%	15.06%
现金净增加额	(276.37)	132.13	214.54	288.36	收入增长率(%)	32.44%	32.59%	39.17%	34.83%
折旧和摊销	33.15	41.64	59.01	58.75	净利润增长率(%)	55.30%	35.28%	32.60%	33.08%
资本开支	137.01	254.72	196.55	153.68	P/E	38.68	28.59	21.56	16.20
营运资本变动	78.53	(24.18)	80.74	(5.14)	P/B	9.26	6.01	4.35	3.74
企业自由现金流	504.58	613.35	795.29	817.73	EV/EBITDA	29.83	23.02	16.78	12.58

数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>