

同店价量齐升，大家居战略持续推进 买入（维持）

2018 年 08 月 21 日

证券分析师 史凡可

执业证号：S0600517070002
021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632
mal@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,863	2,384	2,999	3,779
同比（%）	30.0%	28.0%	25.8%	26.0%
归母净利润（百万元）	348	476	600	770
同比（%）	37.9%	36.9%	26.0%	28.3%
每股收益（元/股）	1.09	1.49	1.87	2.40
P/E（倍）	19.48	14.33	11.38	8.87

投资要点

■ **事件：**好莱客发布中期业绩：18H1 实现收入 9.03 亿（+25.69%），归母净利 1.81 亿（+67.15%），扣非净利 1.27 亿（+30.36%），非经常性损益主由 0.46 亿元政府补助构成；其中 Q2 单季实现收入 5.58 亿（+22.68%），归母净利 1.46 亿（+76.07%），扣非净利 0.99 亿（+27.85%）。

■ **定制衣柜稳健增长，大家居战略全面推进。**报告期内，公司传统业务（整体衣柜及配套家具）收入同增 24.99%至 8.81 亿元，毛利率达 40.50%（+1.22pct）；橱柜业务 18H1 面市并实现收入 193 万元，目前 13 套橱柜新品已开发完毕，下半年预计仍有批量新品面世贡献收入；定制木门正在稳步推进，未来有望成为新增长点。报告期内，重点城市店面升级建设驱动华南营收同增 42.03%；东北、西北、西南区营收则同增 30% 以上。

■ **同店价量齐升，渠道变革进行时。**拆分来看，得益于两大原态套餐夯实原态产品占比（报告期内原态产品销售面积平均占比约 30%，A 类城市连续第 4 个季度占比超过 50%）和轻奢及欧式套餐锁定中高端消费群体，公司客单值提升约 10%；品牌营销和店面升级致同店订单量稳健提升并贡献 5%的收入增速；此外 18H1 公司净增加经销门店超 140 家至近 1700 家，预计贡献约 10%的收入增速。公司加速渠道变革，A 类（省级）经销商调整效果显现，期内收入同增约 40%。同时，公司积极通过社群营销、电商平台、内容平台等多种新兴渠道获取流量，后续成效可期。

■ **毛利率小幅增加，略超预期。**报告期公司毛利率同比增加 0.99pct 至 39.28%，主因通过提升产品价格、材料利用率、人均效能等措施有效控制成本。期内公司三费率合计上升 0.38 pct 至 21.65%：其中销售费用率同增 0.16 pct 至 15.13%；研发投入和员工薪酬增加导致管理费用率同增 0.33 pct 至 6.75%。综合来看，公司净利率 20.06%，大幅提升。

■ **应收账款小幅增加，经营性现金流良好。**公司期内的经营性现金流净额 1.92 亿元，剔除政府补助影响后同增约 17.9%，略低于营收增速。截至报告期末，公司预收账款为 0.91 亿元，较期初下降 3.2%；应收账款为 0.30 亿元，较期初增长 283.41%，主由报告期内公司对部分符合授信政策的经销商给予授信支持所致。

■ **盈利预测与投资评级：**预计 2018-2020 年，公司营业收入分别为 23.8 亿元、30.0 亿元和 37.8 亿元，同比增速分别为 28.0%、25.8%和 26.0%；归母净利润分别为 4.8 亿元、6.0 亿元和 7.7 亿元，同比增速分别为 36.9%、26.0%和 28.3%。当前股价对应 18-20 年 PE 分别为 14.3X、11.4X 和 8.9X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**橱柜木门业务开拓不及预期，定制家居行业竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.31
一年最低/最高价	20.09/32.53
市净率(倍)	3.15
流通 A 股市值(百万元)	2314.05

基础数据

每股净资产(元)	6.77
资产负债率(%)	22.26
总股本(百万股)	320.26
流通 A 股(百万股)	108.59

相关研究

- 1、《【东吴轻工】好莱客：业绩符合预期，估值处于历史底部：》2018-03-28
- 2、《【东吴轻工马莉】好莱客：发布股权激励草案，深度绑定上下利益，低估值品种》2017-11-23
- 3、《【东吴轻工】好莱客：渠道稳步扩张，明年增长值得期待》2017-10-24

表 1：季度财务数据一览

单位：百万元	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业总收入	194.70	335.73	424.65	477.95	263.22	455.00	533.41	611.63	344.51	558.19
YOY	22.21%	28.47%	33.38%	39.36%	35.19%	35.53%	25.61%	27.97%	30.89%	22.68%
归母净利润	13.79	55.65	84.28	98.54	25.67	82.70	114.94	124.70	35.53	145.60
YOY	170.62%	25.21%	50.85%	72.79%	86.09%	48.60%	36.37%	26.55%	38.41%	76.07%
毛利率	36.78%	40.90%	39.98%	40.64%	38.27%	38.30%	40.19%	36.79%	38.74%	39.62%
期间费用率	26.87%	17.95%	14.57%	20.31%	28.48%	17.09%	14.26%	13.98%	27.54%	18.02%
其中：销售费用率	19.55%	12.21%	9.99%	14.61%	19.95%	12.09%	10.17%	9.43%	18.51%	13.05%
管理费用率	7.51%	5.90%	4.77%	5.79%	8.70%	5.10%	4.25%	4.69%	9.33%	5.16%
财务费用率	-0.19%	-0.16%	-0.20%	-0.09%	-0.17%	-0.09%	-0.16%	-0.14%	-0.30%	-0.20%
归母净利率	7.08%	16.58%	19.85%	20.62%	9.75%	18.17%	21.55%	20.39%	10.31%	26.08%
ROE	1.44%	5.77%	8.32%	8.90%	2.19%	6.86%	7.31%	6.27%	1.71%	6.82%
YOY (±)	0.59%	0.38%	1.85%	2.70%	0.74%	1.09%	-1.02%	-2.63%	-0.48%	-0.04%
资产负债率	14.37%	26.07%	24.37%	26.29%	20.33%	23.91%	17.17%	18.12%	15.38%	22.26%
YOY (±)	1.36%	8.45%	7.35%	7.91%	5.95%	-2.16%	-7.20%	-8.17%	-4.94%	-1.66%
存货周转天数	26.02	20.05	17.50	18.37	27.99	20.33	18.22	16.17	23.09	18.89
较上年同期增减	-1.88	-4.04	-2.39	-0.33	1.97	0.28	0.72	-2.21	-4.90	-1.43
应收账款天数	2.47	1.83	1.23	0.98	2.11	1.27	1.34	1.13	3.17	3.73
较上年同期增减	-2.89	-2.11	-1.98	-0.87	-0.37	-0.57	0.11	0.15	1.07	2.47
经营性现金流净额	-27.54	159.82	91.71	141.04	-80.32	184.72	129.88	169.08	-86.04	277.72
较上年同期增减	38.58	45.42	20.95	45.63	-52.78	24.90	38.17	28.03	-5.72	93.01
筹资性现金流净额	0.00	31.74	-0.15	-0.12	0.00	-66.71	580.84	17.06	31.87	-34.06
较上年同期增减	-441.61	65.30	-0.15	-0.24	0.00	-98.45	580.99	17.17	31.87	32.65
资本开支	15.67	11.94	80.80	28.59	56.64	43.88	99.88	45.51	125.70	124.08
较上年同期增减	-157.02	-72.40	55.40	-55.56	40.97	31.94	19.08	16.92	69.06	80.20

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

表 2：好莱客收入拆分（按产品分类）

好莱客，单位：百万元	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1
营业收入	901.03	1,081.98	1,433.03	1,863.25	718.21	902.70
YOY	-	20.08%	32.45%	30.02%	35.40%	25.69%
毛利率	37.34%	38.17%	39.98%	38.34%	38.29%	39.28%
按产品分类						
整体衣柜及配套家具	889.15	1,064.22	1,416.40	1,831.37	705.06	881.24
YOY	-	19.69%	33.09%	29.30%	34.36%	24.99%
占比	98.68%	98.36%	98.84%	98.29%	98.17%	97.62%
毛利率	36.75%	37.78%	39.65%	39.63%	39.28%	40.50%
销售量（万平方米）	-	461.05	619.34	849.07	321.83	400.65
单价（元/平方米）	-	230.83	228.70	215.69	219.08	219.95
其中：整体衣柜	648.98	-	-	1,793.30	-	-
YOY	-	-	-	-	-	-
占比	72.03%	-	-	96.25%	-	-
毛利率	45.24%	-	-	40.08%	-	-
成品配套	240.17	-	-	38.07	-	-
YOY	-	-	-	-	-	-
占比	26.66%	=	=	2.04%	-	-
毛利率	13.81%	-	-	18.06%	-	-
橱柜	-	-	-	-	-	1.93
YOY	-	-	-	-	-	-
占比	-	-	-	-	-	0.22%
毛利率	-	-	-	-	-	16.36%
销售量（万平方米）	-	-	-	-	-	0.82
单价（元/平方米）	-	-	-	-	-	235.37

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

表 3：好莱客收入拆分（按销售渠道）

好莱客，单位：百万元	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1
营业收入	901.03	1,081.98	1,433.03	1,863.25	718.21	902.70
YOY	-	20.08%	32.45%	30.02%	35.40%	25.69%
毛利率	37.34%	38.17%	39.98%	38.34%	38.29%	39.28%
按渠道分类						
经销商专卖店	-	-	1,307.64	1,725.68	661.81	835.81
YOY	-	-	-	31.97%	-	26.29%
占比	-	-	91.25%	92.62%	92.15%	92.59%
经销商店数	-	1,174	1,300	1,500	1,400	1,700
单店收入（万元/店）	-	-	100.59	115.05	47.27	49.17
直营专卖店	-	-	97.77	105.65	43.25	47.36
YOY	-	-	-	8.06%	-	9.50%
占比	-	-	6.82%	5.67%	6.02%	5.25%
按ABC类区域拆分						
A类占主营业务收入	-	-	24%	22%	23%	-
A类门店数量占比	-	-	12%	14%	14%	-
B类占主营业务收入	-	-	43%	43%	43%	-
B类门店数量占比	-	-	39%	39%	38%	-
C类占主营业务收入	-	-	33%	35%	34%	-
C类门店数量占比	-	-	49%	47%	48%	-

注：A类（以省会、直辖市、副省级城市为主）；B类（以地级市为主）；C类（以县级市及以下为主）

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

表 4：好莱客收入拆分（按销售区域）

好莱客，单位：百万元	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1
营业收入	901.03	1,081.98	1,433.03	1,863.25	718.21	902.70
YOY	-	20.08%	32.45%	30.02%	35.40%	25.69%
毛利率	37.34%	38.17%	39.98%	38.34%	38.29%	39.28%
按区域分类						
华东	296.15	332.77	427.22	544.51	213.54	245.84
YOY	-	12.37%	28.38%	27.45%	33.25%	15.13%
占比	32.87%	30.76%	29.81%	29.22%	29.73%	27.23%
毛利率	37.20%	37.04%	38.36%	37.93%	-	-
华中	195.51	235.35	307.03	402.69	153.13	179.26
YOY	-	20.38%	30.46%	31.16%	37.58%	17.06%
占比	21.70%	21.75%	21.43%	21.61%	21.32%	19.86%
毛利率	34.95%	35.73%	37.05%	36.38%	-	-
华北	120.44	135.98	194.42	247.04	97.15	121.85
YOY	-	12.90%	42.98%	27.07%	36.52%	25.42%
占比	13.37%	12.57%	13.57%	13.26%	13.53%	13.50%
毛利率	34.28%	35.64%	36.76%	36.39%	-	-
华南	101.54	132.90	199.30	238.56	87.56	124.37
YOY	-	30.88%	49.96%	19.70%	22.86%	42.04%
占比	11.27%	12.28%	13.91%	12.80%	12.19%	13.78%
毛利率	45.14%	49.18%	53.41%	57.79%	-	-
西南	104.19	128.91	159.91	211.62	85.11	116.70
YOY	-	23.73%	24.05%	32.34%	35.83%	37.12%
占比	11.56%	11.91%	11.16%	11.36%	11.85%	12.93%
毛利率	34.85%	35.70%	36.70%	36.39%	-	-
西北	37.46	58.22	82.54	118.84	42.34	58.44
YOY	-	55.42%	41.77%	43.98%	38.73%	38.03%
占比	4.16%	5.38%	5.76%	6.38%	5.90%	6.47%
毛利率	34.93%	35.31%	36.80%	36.33%	-	-
东北	33.85	40.08	45.98	68.11	26.23	36.71
YOY	-	18.40%	14.72%	48.13%	49.12%	39.95%
占比	3.76%	3.70%	3.21%	3.66%	3.65%	4.07%
毛利率	34.79%	35.88%	36.92%	36.31%	-	-

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

好莱客三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1600	1644	1813	2066	营业收入	1863	2384	2999	3779
现金	475	464	651	824	减:营业成本	1149	1418	1775	2221
应收账款	8	9	12	15	营业税金及附加	22	26	34	43
存货	51	78	77	116	营业费用	219	285	362	457
其他流动资产	1065	1093	1073	1110	管理费用	97	123	152	190
非流动资产	914	1250	1579	1882	财务费用	-3	-3	-4	-5
长期股权投资	15	13	14	13	资产减值损失	1	4	8	5
固定资产	480	602	710	794	加:投资净收益	23	30	34	36
在建工程	284	483	682	881	其他收益	11	0	0	0
无形资产	83	85	88	92	营业利润	411	561	707	906
其他非流动资产	51	66	84	102	加:营业外净收支	-3	-3	-4	-4
资产总计	2514	2894	3392	3948	利润总额	408	558	703	902
流动负债	441	403	460	441	减:所得税费用	60	81	103	132
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	170	114	195	147	归属母公司净利润	348	476	600	770
其他流动负债	272	290	265	294	EBIT	398	558	711	911
非流动负债	14	14	14	14	EBITDA	438	591	744	951
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	14	14	14	14	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	456	418	474	455	每股收益(元)	1.09	1.49	1.87	2.40
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	6.47	7.73	9.11	10.90
					发行在外股份(百万股)	318	320	320	320
归属母公司股东权益	2059	2476	2918	3493	ROIC(%)	16.5%	19.2%	20.8%	22.3%
负债和股东权益	2514	2894	3392	3948	ROE(%)	21.6%	21.0%	22.2%	24.0%
					毛利率(%)	38.3%	40.5%	40.8%	41.2%
现金流量表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	18.7%	20.0%	20.0%	20.4%
经营活动现金流	403	330	759	626	资产负债率(%)	18.1%	14.4%	14.0%	11.5%
投资活动现金流	-716	-402	-402	-403	收入增长率(%)	30.0%	28.0%	25.8%	26.0%
筹资活动现金流	531	60	-170	-50	净利润增长率(%)	37.9%	36.9%	26.0%	28.3%
现金净增加额	219	-12	187	174	P/E	19.48	14.33	11.38	8.87
折旧和摊销	40	33	34	40	P/B	3.29	2.76	2.34	1.95
资本开支	246	402	403	404	EV/EBITDA	15.55	11.47	8.93	6.79
营运资本变动	686	82	112	272					

数据来源: 贝格数据, 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>