

消费升级与娱乐研究中心

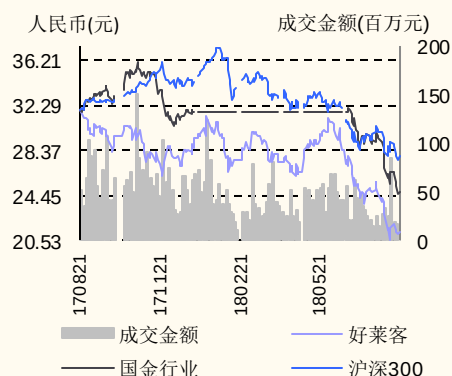
好莱客 (603898.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 21.31 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	108.59
总市值(百万元)	6,824.81
年内股价最高最低(元)	31.90/20.53
沪深 300 指数	3267.25
上证指数	2698.47



相关报告

- 1.《好莱客 2018 年一季报点评-Q1 同店增长良好, 新渠道拓展利好...》, 2018.4.28
- 2.《好莱客 2017 年年报点评-量价齐升有保障, 产能布局追龙头》, 2018.3.27
- 3.《好莱客 2017 年业绩快报点评-大家居战略稳步走, 产能渐次释放...》, 2018.3.5
- 4.《好莱客公司点评-看好中长期持续高增, 利好频传消市场疑虑》, 2017.11.24
- 5.《好莱客 2017 年三季报点评-规模效应日益凸显, 业绩高增还将持...》, 2017.10.24

揭力

分析师 SAC 执业编号: S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

袁艺博

联系人
yuanyibo@gjzq.com.cn

总体营收稳健增长, 新兴业务顺利推进

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.84	1.09	1.43	1.95	2.63
每股净资产(元)	3.86	6.47	9.04	10.32	12.48
每股经营性现金流(元)	1.22	1.27	1.62	2.39	3.21
市盈率(倍)	38	27	15	11	8
净利润增长率(%)	55.30%	37.95%	38.36%	36.26%	34.53%
净资产收益率(%)	21.77%	16.90%	15.86%	18.93%	21.06%
总股本(百万股)	299.90	318.12	335.81	335.81	335.81

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2018 上半年, 公司分别实现营收/归母净利润 9.03 亿元/1.81 亿元, 同比分别增长 25.69%/67.15%, 实现全面摊薄 EPS0.57 元, 高于市场预期。

经营分析

- 定制衣柜订单量与客单价增速虽有放缓, 但仍旧维持两位数增长。公司在产品升级和品牌影响两方面均作出调整。**产品端:** 上半年对全屋定制套餐进行横纵双向优化升级, 延伸 7 大套餐系列, 客单价同比提升约 10% 左右, 并力推原态板套餐收入贡献达到 30%, 毛利率同比提升 1pct. 至 39.28%。**品牌营销:** 公司在策划传统春节开门红预售、315 全国百城联动等活动的时候, 也将独有的 426 世界无醛日活动与上半年最火爆的短视频软件结合, 实施全明星抖音的互联网推广, 服务客户数约达到 7.63 万户, 同比增长 13.63%。
- 渠道依旧处在扩张期, 经销商调整步入尾声。上半年, 公司净增加门店 140 家, 同比增长 21.43%, 同店收入增长 3.16%。从公司披露的数据来看, 存续期超过一年的门店, 同店增长在 15% 左右, 据此推算今年上半年为公司贡献绝大部分收入与增长的门店数不足 1,500 家。对于公司今年全年的收入增长, 首先全年预计新增门店 300 家, 贡献增速约 20%。其次, 下半年为家居消费旺季, 伴随促销活动的增加, 整体单店收入增长有望向上改善, 此外, 公司自 2016 年以来的经销商调整已步入尾声, A 类城市经销商收入同比增长约 40%, 经销商优化带来的业绩提升效应开始逐渐释放。因此, 我们看好今年全年公司至少在收入端维持 25%-30% 的增长。
- 橱柜业务贡献收入, 未对整体盈利形成明显拖累。目前, 整体橱柜已完成 13 套橱柜新品开发, 全国超 200 个经销商要求上样, 橱柜业务运营逐步步入正轨。上半年橱柜贡献收入 192.79 万元, 毛利率为 16.36%。结合索菲亚司米橱柜 17% 左右毛利率盈亏平衡的标准考量, 目前公司整体橱柜新业务并未对原有定制衣柜业务形成明显的盈利拖累, 且伴随下半年样品覆盖率的提升, 以及批量新品的继续投放, 今年年内橱柜业务存在盈亏平衡可能。

盈利预测与投资建议

- 公司是整体衣柜领军品牌, 大家居战略加速落地, 延续量价齐升趋势。我们维持公司 2018-2020 年 EPS 预测为 1.43/1.95/2.63 元 (三年 CAGR36.4%), 对应 PE 为 15/11/8 倍, 维持公司“买入”评级。

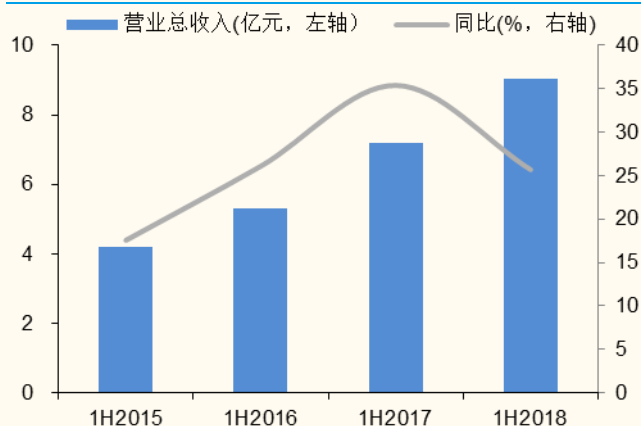
风险因素

- 房地产业宏观调控变动风险; 原材料价格上涨风险; 市场竞争加剧风险。

中报增长符合预期，新业务未拖累盈利，高毛利特性延续 地产因素影响，定制衣柜业务增速稍有减缓

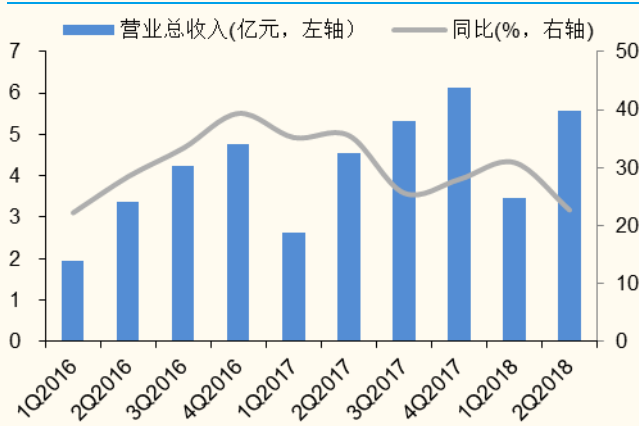
- **地产因素影响，Q2 单季收入增速放缓较明显。**上半年，公司实现收入 9.03 亿元，同比增长 25.69%。其中，Q2 单季收入增速为 22.68%，较 Q1 与去年同期，环比和同比分别下降 8.21pct.和 12.85pct.。地产行业步入严调控期，一二线城市限购限贷，三四线城市去库存逐渐深入，对公司收入增长产生一定压制。同时，结合其他定制家居上市公司中报或中报预告来看，Q2 单季度收入增速均出现不同程度下降，公司 Q2 增速放缓为正常的行业现象。

图表 1：好莱客近年中报收入增长情况



来源：wind，国金证券研究所

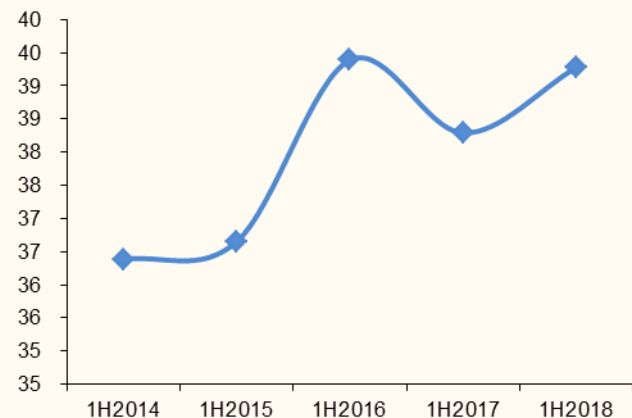
图表 2：好莱客近三年单季收入增长情况



来源：wind，国金证券研究所

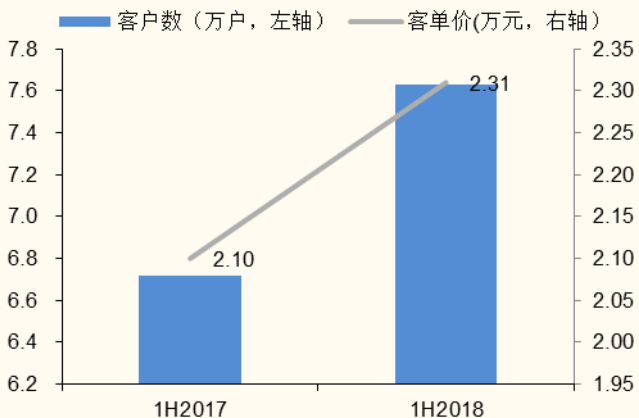
- **定制衣柜订单量与客单价增速虽有放缓，但仍旧维持两位数增长。**针对地产景气度下降的客观现实，公司在产品升级和品牌影响两方面均作出调整。**首先在产品端**，上半年公司力推全屋定制套餐，并对套餐进行横纵双向优化升级，延伸 7 大全屋套餐系列，客单价同比提升约 10% 左右。其中，公司在全国范围内全面推广两大原态板套餐，使得原态板收入贡献达到 30%，力保高毛利率特性延续，同比提升 1pct.至 39.28%。**在品牌营销方面**，公司实行“准投入、多渠道、强曝光、大覆盖”的营销策略。在策划传统春节开门红预售、315 全国百城联动等活动的时候，公司也将独有的 426 世界无醛日活动与上半年最火爆的短视频软件结合，实施全明星抖音的互联网推广。受益传统+新型双向品牌推广的拉动，公司上半年服务客户数约达到 7.63 万户，同比增长 13.63%。与去年量价均实现 15% 左右的增长相比，公司今年量价增势略有减弱，但在行业竞争日趋激烈的情况仍维持两位数增长实属难得。

图表 3：好莱客近年中报毛利率变化情况 (%)



来源：wind，国金证券研究所

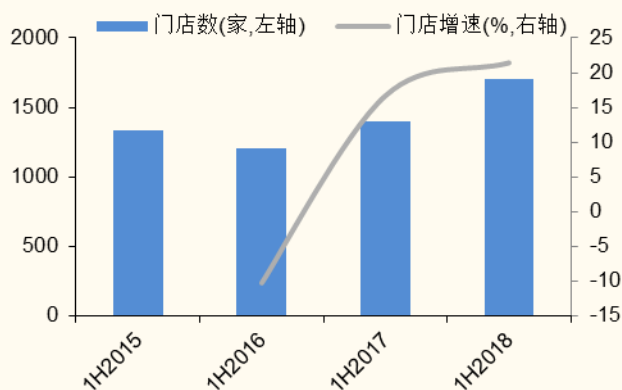
图表 4：好莱客客户数与终端客单价情况



来源：公司公告，国金证券研究所

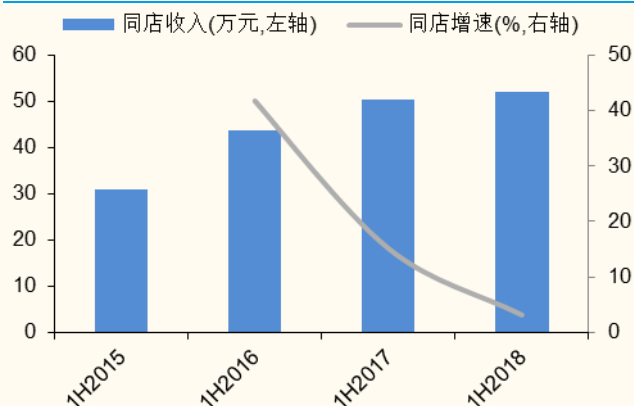
- **渠道依旧处在扩张期，经销商调整步入尾声。**上半年，公司净增加门店140家，总门店数达到1,700家（含装修），同比增长21.43%，同店收入增长3.16%。从公司披露的数据来看，存续期超过一年的门店，同店增长在15%左右，据此推算今年上半年为公司贡献绝大部分收入与增长的门店数不足1,500家。也就是说上半年公司新增门店基本没有收入贡献，甚至去年Q4新增门店对于同店增长也可能没有贡献。对于公司今年全年的收入增长，我们认为，首先今年全年预计新增门店300家，贡献增速约20%。其次，下半年为家居消费旺季，伴随促销活动的增加，整体单店收入增长有望向上改善，此外，公司自2016年以来的经销商调整已步入尾声，A类城市经销商收入同比增长约40%，经销商优化带来的业绩提升效应开始逐渐释放。因此，我们看好今年全年公司至少在收入端维持25%-30%的增长。

图表 5：好莱客近年中报门店变化情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：好莱客近年中报单店收入变化情况



来源：公司公告，国金证券研究所

新业务进展顺利，橱柜年内有望盈亏平衡

- **橱柜业务贡献收入，未对整体盈利形成明显拖累。**公司于去年中期经销商大会上，正式启动橱柜和木门项目。目前，整体橱柜已有产品上市，并完成13套橱柜新品开发，全国超200个经销商要求上样，橱柜业务运营逐步步入正轨。上半年橱柜贡献收入192.79万元，毛利率为16.36%。结合索菲亚司米橱柜17%左右毛利率盈亏平衡的标准考量，目前公司整体橱柜新业务并未对原有定制衣柜业务形成明显的盈利拖累，且伴随下半年样品覆盖率的提升，以及批量新品的继续投放，今年年内橱柜业务存在盈亏平衡可能。另一方面，公司木门业务完成平口门开发97款，T型门开发24款，以及护墙板开发56款，基本能满足市场需求。未来定制衣柜+橱柜+木门将实现一体化展示，进一步提升公司全屋定制产品输出能力。

盈利预测与投资建议

- 公司是整体衣柜领军品牌，大家居战略加速落地，延续量价齐升趋势。我们维持公司2018-2020年EPS预测为1.43/1.95/2.63元（三年CAGR36.4%），对应PE为15/11/8倍，维持公司“买入”评级。

风险因素

- 房地产业宏观调控变动风险；原材料价格上涨风险；市场竞争加剧风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	1,082	1,433	1,863	2,520	3,409	4,545
增长率		32.4%	30.0%	35.3%	35.3%	33.3%
主营业务成本	-669	-860	-1,149	-1,506	-2,043	-2,730
%销售收入	61.8%	60.0%	61.7%	59.8%	59.9%	60.1%
毛利	413	573	714	1,014	1,366	1,815
%销售收入	38.2%	40.0%	38.3%	40.2%	40.1%	39.9%
营业税金及附加	-10	-16	-22	-24	-32	-43
%销售收入	1.0%	1.1%	1.2%	1.0%	1.0%	0.9%
营业费用	-154	-191	-219	-338	-453	-592
%销售收入	14.3%	13.4%	11.8%	13.4%	13.3%	13.0%
管理费用	-62	-82	-97	-135	-173	-219
%销售收入	5.7%	5.7%	5.2%	5.4%	5.1%	4.8%
息税前利润 (EBIT)	186	283	376	517	707	960
%销售收入	17.2%	19.7%	20.2%	20.5%	20.7%	21.1%
财务费用	2	2	3	20	35	49
%销售收入	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.8%	-1.0%	-1.1%
资产减值损失	-8	-3	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	7	7	23	25	25	25
%税前利润	3.7%	2.3%	5.5%	4.4%	3.2%	2.4%
营业利润	187	288	400	562	768	1,034
营业利润率	17.3%	20.1%	21.5%	22.3%	22.5%	22.8%
营业外收支	4	7	8	4	4	4
税前利润	191	295	408	566	772	1,038
利润率	17.7%	20.6%	21.9%	22.5%	22.6%	22.8%
所得税	-29	-43	-60	-85	-116	-156
所得税率	15.0%	14.5%	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	162	252	348	482	656	883
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	162	252	348	482	656	883
净利率	15.0%	17.6%	18.7%	19.1%	19.2%	19.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	162	252	348	482	656	883
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	40	42	51	43	49	55
非经营收益	-6	-7	-18	-23	-29	-29
营运资金变动	19	78	23	42	127	169
经营活动现金净流	214	365	403	544	803	1,077
资本开支	-366	-136	-245	-121	-151	-154
投资	-10	-543	-493	0	0	0
其他	8	6	23	25	25	25
投资活动现金净流	-368	-673	-716	-96	-126	-129
股权募资	442	83	592	581	-110	0
债权募资	0	0	0	-14	0	1
其他	-33	-51	-61	0	-85	-116
筹资活动现金净流	408	31	531	567	-195	-115
现金净流量	254	-276	219	1,015	481	832

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	533	256	475	1,491	1,972	2,803
应收账款	9	9	13	26	35	46
存货	36	52	51	80	109	146
其他流动资产	13	568	1,060	1,097	1,130	1,166
流动资产	590	885	1,600	2,693	3,246	4,162
%总资产	50.8%	56.3%	63.6%	73.1%	74.8%	77.6%
长期投资	10	11	15	16	15	15
固定资产	448	558	765	864	963	1,064
%总资产	38.6%	35.5%	30.4%	23.5%	22.2%	19.9%
无形资产	42	96	109	107	115	118
非流动资产	571	687	914	989	1,095	1,200
%总资产	49.2%	43.7%	36.4%	26.9%	25.2%	22.4%
资产总计	1,161	1,572	2,514	3,682	4,341	5,361
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	183	361	365	492	666	888
其他流动负债	29	51	76	154	210	281
流动负债	212	412	441	646	876	1,169
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	2	1	14	0	0	0
负债	214	413	456	646	876	1,170
普通股股东权益	948	1,159	2,059	3,036	3,466	4,192
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,161	1,572	2,514	3,682	4,341	5,361

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.55	0.84	1.09	1.43	1.95	2.63
每股净资产	3.22	3.86	6.47	9.04	10.32	12.48
每股经营现金净流	0.73	1.22	1.27	1.62	2.39	3.21
每股股利	0.25	0.17	0.25	0.25	0.35	0.47
回报率						
净资产收益率	17.14%	21.77%	16.90%	15.86%	18.93%	21.06%
总资产收益率	13.99%	16.05%	13.84%	13.08%	15.11%	16.46%
投入资本收益率	16.71%	20.86%	15.58%	14.48%	17.34%	19.47%
增长率						
主营业务收入增长率	20.08%	32.44%	30.02%	35.26%	35.27%	33.31%
EBIT增长率	17.19%	51.63%	32.87%	37.64%	36.73%	35.78%
净利润增长率	14.94%	55.30%	37.95%	38.36%	36.26%	34.53%
总资产增长率	109.38%	35.35%	59.94%	46.45%	17.89%	23.50%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2	1	1	2	2	2
存货周转天数	19	19	16	19	19	19
应付账款周转天数	38	43	47	46	46	46
固定资产周转天数	139	118	94	74	58	46
偿债能力						
净负债/股东权益	-56.21%	-22.13%	-23.10%	-49.11%	-56.89%	-66.86%
EBIT利息保障倍数	-87.3	-129.0	-146.3	-25.7	-19.9	-19.6
资产负债率	18.38%	26.29%	18.12%	17.56%	20.17%	21.82%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：贝格数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-12-05	买入	32.22	38.90~38.90
2	2017-02-27	买入	33.37	N/A
3	2017-03-30	买入	35.40	N/A
4	2017-04-21	买入	38.26	N/A
5	2017-08-02	买入	32.79	N/A
6	2017-08-15	买入	32.08	N/A
7	2017-10-24	买入	30.67	N/A
8	2017-11-24	买入	27.55	N/A

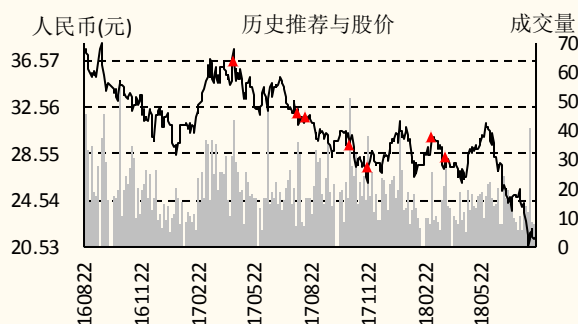
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH