

消费升级与娱乐研究中心

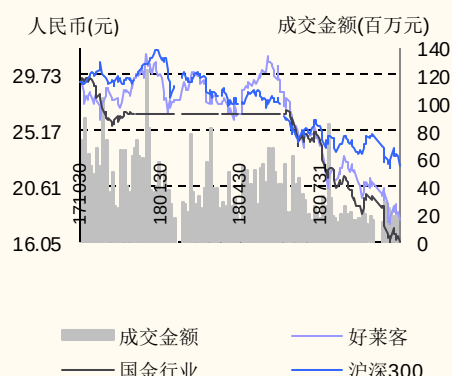
好莱客(603898.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 17.92 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)	5,739.12
年内股价最高最低(元)	31.38/17.49
沪深 300 指数	3076.89
上证指数	2542.10



相关报告

- 1.《好莱客 2018 年中报点评-总体营收稳健增长, 新兴业务顺利推进》, 2018.8.21
- 2.《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
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《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

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

同店经营稳健提升, 新品业绩贡献可期

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	1.94	2.61
每股净资产(元)	3.86	6.47	9.04	10.30	12.45
每股经营性现金流(元)	1.22	1.27	1.60	2.41	3.24
市盈率(倍)	38	27	13	9	7
净利润增长率(%)	55.30%	37.95%	37.86%	35.76%	34.39%
净资产收益率(%)	21.77%	16.90%	15.81%	18.82%	20.94%
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

- 前三季, 公司分别实现营收/归母净利润 15.18 亿元/3.07 亿元, 同比分别增长 21.29%/37.30%, 实现全面摊薄 EPS0.97 元, 符合预期。

经营分析

- **收入增速放缓, 同店经营稳步提升。**受地产持续调控影响, Q3 单季公司实现收入 6.15 亿元, 同比增长 15.38%, 较 Q2 增速下滑 7.30pct。其中经销商渠道同比增长约 17%, 贡献主要增量, 直营渠道与去年同期基本持平。经销商经营情况稳步向好, Q3 同店销售额同比增长 10%-12%, 主要由客单价提升带动。Q3 零售客单价约 2.60 万元, 较 1H2018 增长约 12.6%。公司在 Q3 新建门店 103 家, 截至 9 月底共新建约 250 家门店, 预计全年 300 家的开店目标可以顺利完成。
- **销售结构持续优化, 研发销售投入推升费用率上行。**Q3 公司产品销售毛利率为 41.96%, 较 Q2 单季毛利率 39.62% 小幅提升 2.34pct。公司对于部分引流产品采取了降价策略, 但受益于原态板系列等中高端产品的占比持续提升, 使得公司可以维持较高的毛利率水平。公司扩大对研发端与销售端的投入。其中研发费用同比上升 44.64%, 以布局未来产品与服务。而在销售端, 一方面公司加大了对经销商开店的补贴力度, 另一方面, 公司持续增加对三四五线城市、二手房销售团队的投入, 并积极拓展新零售营销模式, 使得销售费用同比增长 38.65%。费用率的提升使得公司 Q3 单季净利率下滑至 20.39%, 较 Q2 减少 5.69pct。
- **新业务发展势头好, 橱柜木门营收可期。**橱柜方面, 公司已经完成对 300 家门店的上新, 取得上样收入约 400 万元。此外, 前三季度橱柜产品共录得总营收 1072 万元, Q3 单季度取得营收 879 万元, 较前 6 个月总销售额增长超过 350%。另外公司在本期加大了对橱柜、木门产品的营销力度, 随着业务逐渐发展成熟, 未来橱柜、木门有望成为公司新的业绩增长点, 同时产品品类的丰富也有助于公司客单价的提升。

盈利预测与投资建议

- 公司同店经营情况持续向好, 产品结构优化带动客单价稳步提升, 橱柜、木门发展势头良好, 有助于公司实现全屋定制的战略目标, 我们维持公司 2018-2020 年完全摊薄后 EPS 分别为 1.43/1.94/2.61 元 (三年 CAGR36%), 对应 PE 分别为 13/9/7 倍, 维持公司“买入”评级。

风险因素

- 宏观经济波动风险, 原材料价格大幅波动风险, 新业务扩张不及预期风险。

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	18	30	40
%销售收入	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.7%	-0.9%	-0.9%
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%	3.3%	2.4%
营业利润	187	288	400	560	762	1,025
%营业利润率	17.3%	20.1%	21.5%	22.2%	22.4%	22.6%
营业外收支	4	7	8	4	4	4
税前利润	191	295	408	564	766	1,030
利润率	17.7%	20.6%	21.9%	22.4%	22.5%	22.7%
所得税	-29	-43	-60	-85	-115	-154
所得税率	15.0%	14.5%	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	162	252	348	480	651	875
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	480	651	875
净利率	15.0%	17.6%	18.7%	19.0%	19.1%	19.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	162	252	348	480	651	875
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	40	42	51	49	64	78
非经营收益	-6	-7	-18	-23	-29	-29
营运资金变动	19	78	23	30	123	164
经营活动现金净流	214	365	403	536	809	1,087
资本开支	-366	-136	-245	-316	-304	-314
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	-291	-279	-289
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	813	335	684

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	533	256	475	1,288	1,623	2,307
应收款项	9	9	13	31	41	55
存货	36	52	51	87	118	157
其他流动资产	13	568	1,060	1,097	1,130	1,166
流动资产	590	885	1,600	2,502	2,913	3,686
%总资产	50.8%	56.3%	63.6%	68.0%	67.2%	68.9%
长期投资	10	11	15	16	15	15
固定资产	448	558	765	1,005	1,245	1,485
%总资产	38.6%	35.5%	30.4%	27.3%	28.7%	27.8%
无形资产	42	96	109	155	161	161
非流动资产	571	687	914	1,178	1,422	1,663
%总资产	49.2%	43.7%	36.4%	32.0%	32.8%	31.1%
资产总计	1,161	1,572	2,514	3,680	4,335	5,349
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	209	280
流动负债	212	412	441	646	875	1,167
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	875	1,168
普通股股东权益	948	1,159	2,059	3,034	3,460	4,180
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	3,680	4,335	5,349

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	1.94	2.61
每股净资产	3.22	3.86	6.47	9.04	10.30	12.45
每股经营现金净流	0.73	1.22	1.27	1.60	2.41	3.24
每股股利	0.25	0.17	0.25	0.25	0.34	0.46
回报率						
净资产收益率	17.14%	21.77%	16.90%	15.81%	18.82%	20.94%
总资产收益率	13.99%	16.05%	13.84%	13.03%	15.02%	16.36%
投入资本收益率	16.71%	20.86%	15.58%	14.49%	17.37%	19.52%
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%	37.86%	35.76%	34.39%
总资产增长率	109.38%	35.35%	59.94%	46.38%	17.78%	23.39%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2	1	1	3	3	3
存货周转天数	19	19	16	21	21	21
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	90	81	71
偿债能力						
净负债/股东权益	-56.21%	-22.13%	-23.10%	-42.46%	-46.92%	-55.16%
EBIT利息保障倍数	-87.3	-129.0	-146.3	-28.6	-23.7	-23.9
资产负债率	18.38%	26.29%	18.12%	17.56%	20.18%	21.85%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	3	6	16	32
增持	0	0	2	8	13
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.25	1.40	1.33

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	2017-10-09	买入	41.84	52.85~52.85
2	2017-10-27	买入	48.69	N/A
3	2018-03-15	买入	68.28	N/A
4	2018-08-28	买入	34.48	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