

收入增速放缓，盈利能力稳中有升

投资要点

- **事件:** 公司发布 2018 年三季度报, 前三季度实现营业收入 15.2 亿元, 同比增长 21.3%, Q1/Q2/Q3 营收同比增速分别为 30.9%、22.7%、15.4%; 实现归母净利润 3.1 亿元, 同比增长 37.3%, 其中 Q1/Q2/Q3 净利润分别增长 38.4%、76.1%、9.2%。扣非后归母净利润为 2.4 亿元, 同比增速为 15.2%。
- **经营效率稳中有升, 盈利能力持续增强:** 公司持续改善后端运营效率, 通过提升板材利用率、人均效能、优化订单流转速度、抵御原材料价格上涨的风险, 2018 前三季度, 公司整体毛利率 40.4%, 同比提升 1.3pp, Q3 单季毛利率为 42%, 同比提升 1.8pp。公司核心产品整体衣柜毛利率稳步提升, 从 H1 数据看, 衣柜毛利率为 40.5%, 提升 1.22pp。公司加力新品类橱柜的推广, 宣传投入加大, 前三季度, 公司销售费用同比增长 38.7%, 销售费率同比上升了 1.8pp 达到 14.8%, 新品类前置投入利于公司长期成长。公司总体费用率为 20.7%, 同比上升了 2.4pp, 但公司收到的政府补助增加, 综合之下, 前三季度公司净利率同比上升 2.4pp 至 20.2%, 盈利能力稳定增强。
- **品类扩张、渠道发力:** 公司传统衣柜品类增速保持稳定, 从 H1 数据看, 半年实现收入 8.8 亿元, 增速达 25%。公司从 2017 年开始推出定制橱柜和定制木门, 目前进入到上样阶段。新老品类将相互引流, 逐渐实现从单品到全屋的转化, 同时公司进一步夯实两大原态板套餐产品占比, 客单价将会得到有效提升。渠道方面, 公司加速门店布点, 不断推进渠道密度和深度建设。公司 2018 年上半年净增经销门店超过 140 家, 目前门店总数接近 1700 家。公司从 2017 年起调整和优化部分运营不佳的经销商, 目前已在大部分省会城市完成了经销商的调整计划, 公司加大了对优质客户的帮扶力度, 行业承压的情况下, 公司对部分符合授信政策的经销商给予授信支持所致, 因此截止三季度公司应收项目同比增长了 237%, 大力帮扶之下, 利于公司加强大客户的合作黏性。
- **多地生产基地逐渐成型:** 2017 年公司惠州二期工程顺利完工投产, 三期立体仓建设接近尾声, 从化基地建设也正顺利推进。公司环绕广州总部投建的萝岗、惠州、从化三角基地群基本成型, 顺利投产后将能达到 40 亿以上的产能设计。公司华中基地也于 2017 年 12 月签订投资合同, 将覆盖定制衣柜、橱柜和木门等品类, 产能扩充将会有力护航公司规模持续扩张。
- **盈利预测与评级:** 考虑到受地产影响行业景气度下行, 调整盈利预测。预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.36、1.65、2.01 元, 对应 PE 分别为 12 倍、10 倍、8 倍。参考同行业给予 19 年 PE12 倍, 目标价 19.8 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 房地产下行的风险, 行业竞争加剧导致终端销售低于预期的风险。

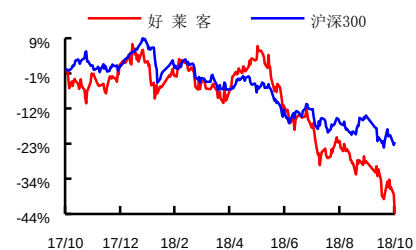
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1863.25	2285.28	2819.56	3500.54
增长率	30.02%	22.65%	23.38%	24.15%
归属母公司净利润(百万元)	348.00	435.60	528.79	642.73
增长率	37.95%	25.17%	21.39%	21.55%
每股收益 EPS(元)	1.09	1.36	1.65	2.01
净资产收益率 ROE	16.90%	18.28%	19.17%	19.98%
PE	15	12	10	8
PB	2.52	2.18	1.88	1.61

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)	3.20
流通 A 股(亿股)	1.09
52 周内股价区间(元)	16.18-31.78
总市值(亿元)	51.82
总资产(亿元)	27.44
每股净资产(元)	7.15

相关研究

1. 好莱客(603898): 产品线优化、运营效率提升助力利润率进一步增强 (2018-08-21)
2. 好莱客(603898): 业绩快速增长, 期待多品类发力 (2018-05-01)
3. 好莱客(603898): 渠道下沉+门店升级, 业绩保持快速增长 (2018-03-28)
4. 好莱客(603898): 再推股权激励计划, 彰显长期发展信心 (2017-11-23)

关键假设：

假设 1：随着公司销售规模扩大，板材利用率和运营效率提升，毛利率继续上行，预计 2018-2020 年公司综合毛利率分别为 39.33%、39.37%、39.47%。

假设 2：未来三年每年新增门店数预计在 200-300 家。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入成本预测

百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
合计						
营业收入	1,081.98	1,433.0	1,863.3	2,285.3	2,819.6	3,500.5
yoy		32.45%	30.02%	22.65%	23.38%	24.15%
营业成本	669.0	860.1	1,148.9	1,386.5	1,709.6	2,118.9
毛利率	38.17%	39.98%	38.34%	39.33%	39.37%	39.47%
整体衣柜及配套家具						
收入	1064.22	1416.4	1831.37	2234.271	2,748.15	3,407.71
yoy		33.09%	29.30%	22.00%	23.00%	24.00%
成本	662.11	854.82	1105.67	1340.563	1,648.89	2,044.63
毛利率	37.78%	39.65%	39.63%	40.00%	40.00%	40.00%
其他						
收入	17.76	16.6	31.9	51.008	71.41	92.83
yoy		-6.36%	91.70%	60.00%	40.00%	30.00%
成本	6.9	5.3	43.2	45.9072	60.70	74.27
毛利率	61.09%	68.37%	-35.48%	10.00%	15.00%	20.00%

数据来源：西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1863.25	2285.28	2819.56	3500.54	净利润	348.00	435.60	528.79	642.73
营业成本	1148.86	1386.47	1709.59	2118.89	折旧与摊销	50.00	49.21	60.08	69.32
营业税金及附加	21.81	26.75	33.01	40.98	财务费用	-2.57	-13.20	-17.26	-21.29
销售费用	219.42	271.95	341.17	430.57	资产减值损失	1.01	2.00	2.00	2.00
管理费用	97.44	121.12	150.85	196.03	经营营运资本变动	-594.00	-264.25	-252.30	-340.22
财务费用	-2.57	-13.20	-17.26	-21.29	其他	600.91	60.00	53.00	98.00
资产减值损失	1.01	2.00	2.00	2.00	经营活动现金流净额	403.36	269.36	374.31	450.54
投资收益	22.59	20.00	20.00	20.00	资本支出	-255.97	-80.00	-100.00	-120.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-459.58	93.60	20.00	20.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-715.54	13.60	-80.00	-100.00
营业利润	410.73	510.19	620.21	753.36	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-3.20	0.04	-1.04	-0.68	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	407.53	510.22	619.17	752.68	股权融资	611.91	10.00	0.00	0.00
所得税	59.54	74.62	90.38	109.95	支付股利	-76.17	-121.80	-152.46	-185.08
净利润	348.00	435.60	528.79	642.73	其他	-4.55	13.20	17.26	21.29
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	531.18	-98.60	-135.20	-163.78
归属母公司股东净利润	348.00	435.60	528.79	642.73	现金流量净额	219.00	184.36	159.12	186.75
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	475.46	659.82	818.94	1005.69	成长能力				
应收和预付款项	21.45	33.49	38.31	48.60	销售收入增长率	30.02%	22.65%	23.38%	24.15%
存货	51.38	123.89	123.21	118.53	营业利润增长率	42.38%	24.21%	21.57%	21.47%
其他流动资产	1051.66	1290.26	1591.83	1976.19	净利润增长率	37.95%	25.17%	21.39%	21.55%
长期股权投资	15.24	15.24	15.24	15.24	EBITDA 增长率	41.04%	19.21%	21.39%	20.87%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	764.54	801.59	847.77	904.72	毛利率	38.34%	39.33%	39.37%	39.47%
无形资产和开发支出	83.36	79.69	76.02	72.35	三费率	16.87%	16.62%	16.84%	17.29%
其他非流动资产	51.23	-25.36	-27.96	-30.55	净利率	18.68%	19.06%	18.75%	18.36%
资产总计	2514.33	2978.62	3483.35	4110.77	ROE	16.90%	18.28%	19.17%	19.98%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	13.84%	14.62%	15.18%	15.64%
应付和预收款项	339.91	435.01	539.24	663.94	ROIC	28.90%	25.71%	27.56%	29.56%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.59%	23.90%	23.52%	22.89%
其他负债	115.71	161.11	185.27	230.34	营运能力				
负债合计	455.63	596.11	724.51	894.28	总资产周转率	0.91	0.83	0.87	0.92
股本	318.12	320.35	320.35	320.35	固定资产周转率	3.94	4.12	4.16	4.57
资本公积	907.81	915.58	915.58	915.58	应收账款周转率	319.70	282.83	293.09	290.69
留存收益	899.07	1212.88	1589.21	2046.86	存货周转率	10.59	5.74	4.80	4.70
归属母公司股东权益	2058.70	2382.51	2758.84	3216.49	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.30%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2058.70	2382.51	2758.84	3216.49	资产负债率	18.12%	20.01%	20.80%	21.75%
负债和股东权益合计	2514.33	2978.62	3483.35	4110.77	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.63	3.62	3.62	3.58
					速动比率	3.51	3.41	3.45	3.44
					股利支付率	21.89%	27.96%	28.83%	28.80%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	每股指标				
EBITDA	458.17	546.20	663.03	801.39	每股收益	1.09	1.36	1.65	2.01
PE	14.89	11.90	9.80	8.06	每股净资产	6.43	7.44	8.61	10.04
PB	2.52	2.18	1.88	1.61	每股经营现金	1.26	0.84	1.17	1.41
PS	2.78	2.27	1.84	1.48	每股股利	0.24	0.38	0.48	0.58
EV/EBITDA	10.14	8.37	6.66	5.27					
股息率	1.47%	2.35%	2.94%	3.57%					

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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

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
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@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
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@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	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn