

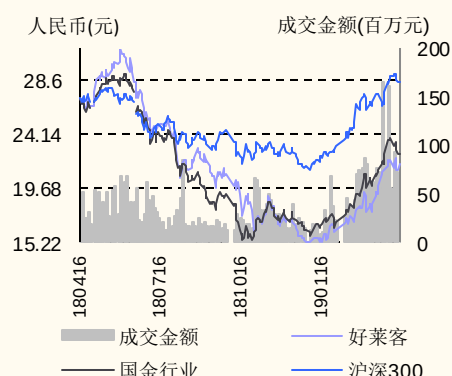
好莱客 (603898.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 21.64 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	309.60
总市值(百万元)	6,801.87
年内股价最高最低(元)	31.20/15.22
沪深 300 指数	3975.52
上证指数	3177.79

**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

揭力

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

袁艺博

分析师 SAC 执业编号: S1130519020005
yuanyibo@gjzq.com.cn

Q2 增速有改善预期, 与家装合作打开流量入口**公司基本情况(人民币)**

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	1.09	1.19	1.36	1.57	1.87
每股净资产(元)	6.47	7.22	8.81	9.86	11.12
每股经营性现金流(元)	1.24	1.40	1.39	1.86	2.19
市盈率(倍)	27	13	16	14	12
净利润增长率(%)	37.95%	9.84%	13.51%	15.83%	19.09%
净资产收益率(%)	16.90%	16.55%	15.38%	15.92%	16.82%
总股本(百万股)	318.12	320.08	320.08	320.08	320.08

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2018 年营收/归母净利润 21.33 亿元/3.82 亿元, 增长 14.46%/9.84%, 全面摊薄 EPS1.22 元, 低于市场预期。19Q1 营收/归母净利润 3.62 亿元/3,842.71 万元, 增长 5.22%/8.17%。18 年拟向全体股东每 10 股派 3.71 元 (含税)。

经营分析

- **19Q1 预收回暖看好 Q2 收入增速提升。**去年 10、11 月公司终端订单增长乏力, 12 月虽有所增长, 但 Q4 收入增速几乎无增。叠加销售费用率同比大幅提升 5.23pct., 导致 Q4 业绩下滑。今年 3 月公司订单实现近两位数增长, 但由于 1、2 月订单与去年同期持平, 致使 Q1 收入增速也仅个位数。Q1 公司预收款同比增长 40%以上, Q2 收入增速有望向上改善。去年公司衣柜收入实现小两位数增长, 借助高端产品和原态板推广毛利率提升 1.77pct.。新业务橱柜实现营收 2.47 亿元, 收入占比虽不高, 但其毛利率在去年达到 28.57%略高于索菲亚司米橱柜盈利水平, 基本实现盈亏平衡。
- **老店收入和客单价均实现两位数增长。**剔除大宗和新开店的影响, 18 年老店收入实现 13%的增长。其中, 客单价增长约 10%, 但客流与 17 年持平, 且 Q4 有所下滑。进入今年, 公司终端客流开始企稳, 3 月出现回升趋势, 预期 Q2 将稳中向好。Q1 公司新板材原态 K 板与部分高端系列产品上市, 有望为客单价维稳提升形成支撑。渠道端, 去年公司新增门店逾 200 家, 总门店数近 1,800 家, A/B/C 城市门店占比分别为 15%/38%/47%。其中, A 级城市收入增长 15.92%, 仍为整体收入增长的核心推动力。去年内公司实现与万达、苏宁等商场的战略合作, 今年将开始尝试开拓新的门店渠道。
- **与齐屹科技合作扩大客流来源。**今年 4 月 9 日, 公司与齐屹科技 (01739.HK) 签署合作协议, 明确交叉持股和设立子公司的事项。齐屹科技作为国内互联网家装龙头企业, 18 年收入增长 34%, APP 月活保持 30% 左右增长。公司通过此次合作, 将打开流量入口, 为产品销售赋能。

投资建议与盈利预测

- 公司与家装公司合作寻找流量、赋能销售, 但新品和新业务推进将导致销售费用大增, 同时定制家居行业竞争进一步加剧, 我们下调公司 2019/2020 年完全摊薄后 EPS 预测至 1.36/1.57 元 (原为 1.94/2.61 元, 下调幅度为 30.1%/39.8%), 预测公司 2021 年 EPS 为 1.87 元, 三年 CAGR16.1%, 对应 PE 分别为 16/14/12 倍, 维持公司“买入”评级。

风险提示

- 价格战压制盈利的风险; 与家装公司合作流量不及预期的风险; 新业务亏损扩大的风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	1,433	1,863	2,133	2,422	2,884	3,405
增长率		30.0%	14.5%	13.6%	19.1%	18.1%
主营业务成本	-860	-1,149	-1,289	-1,488	-1,804	-2,154
%销售收入	60.0%	61.7%	60.4%	61.5%	62.6%	63.3%
毛利	573	714	844	933	1,080	1,251
%销售收入	40.0%	38.3%	39.6%	38.5%	37.4%	36.7%
营业税金及附加	-16	-22	-22	-24	-28	-34
%销售收入	1.1%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-191	-219	-314	-303	-346	-378
%销售收入	13.4%	11.8%	14.7%	12.5%	12.0%	11.1%
管理费用	-82	-97	-140	-151	-180	-212
%销售收入	5.7%	5.2%	6.5%	6.3%	6.2%	6.2%
息税前利润 (EBIT)	283	376	368	455	525	628
%销售收入	19.7%	20.2%	17.3%	18.8%	18.2%	18.4%
财务费用	2	3	6	13	19	24
%销售收入	-0.2%	-0.1%	-0.3%	-0.5%	-0.6%	-0.7%
资产减值损失	-3	-1	-5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	7	33	43	40	45	50
%税前利润	2.3%	8.2%	9.3%	7.7%	7.5%	7.0%
营业利润	288	411	411	508	589	702
营业利润率	20.1%	22.0%	19.3%	21.0%	20.4%	20.6%
营业外收支	7	-3	50	9	9	9
税前利润	295	408	462	517	598	711
利润率	20.6%	21.9%	21.6%	21.4%	20.7%	20.9%
所得税	-43	-60	-79	-78	-90	-107
所得税率	14.5%	14.6%	17.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	252	348	382	440	509	604
少数股东损益	0	0	0	6	6	6
归属于母公司的净利润	252	348	382	434	503	598
净利率	17.6%	18.7%	17.9%	17.9%	17.4%	17.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	252	348	382	440	509	604
少数股东损益	0	0	0	6	6	6
非现金支出	36	41	54	56	62	69
非经营收益	-7	-18	-16	-49	-54	-59
营运资金变动	78	23	28	0	79	88
经营活动现金净流	360	394	448	446	595	702
资本开支	-136	-245	-554	-235	-248	-261
投资	-543	-493	190	0	0	0
其他	6	23	41	40	45	50
投资活动现金净流	-673	-716	-323	-195	-203	-211
股权募资	83	592	32	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	1
其他	-51	-61	-198	77	-166	-198
筹资活动现金净流	31	531	-166	77	-166	-196
现金净流量	-282	209	-41	328	227	295

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	256	475	459	787	1,014	1,309
应收款项	9	13	22	17	20	23
存货	52	51	74	69	84	100
其他流动资产	568	1,060	896	904	916	929
流动资产	885	1,600	1,451	1,778	2,034	2,361
%总资产	56.3%	63.6%	50.4%	52.4%	52.9%	54.0%
长期投资	11	15	11	11	11	11
固定资产	558	765	1,190	1,382	1,580	1,783
%总资产	35.5%	30.4%	41.4%	40.7%	41.1%	40.8%
无形资产	96	109	184	180	177	175
非流动资产	687	914	1,427	1,615	1,810	2,012
%总资产	43.7%	36.4%	49.6%	47.6%	47.1%	46.0%
资产总计	1,572	2,514	2,878	3,393	3,845	4,373
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	361	365	447	443	533	632
其他流动负债	51	76	91	93	112	132
流动负债	412	441	537	536	644	764
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	1	14	30	30	31	31
负债	413	456	567	566	675	796
普通股股东权益	1,159	2,059	2,310	2,821	3,158	3,558
少数股东权益	0	0	0	6	12	18
负债股东权益合计	1,572	2,514	2,878	3,393	3,845	4,373

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.841	1.094	1.194	1.356	1.570	1.870
每股净资产	3.864	6.472	7.217	8.813	9.865	11.117
每股经营现金净流	1.199	1.237	1.400	1.395	1.860	2.193
每股股利	0.254	0.326	0.000	0.447	0.518	0.617
回报率						
净资产收益率	21.77%	16.90%	16.55%	15.38%	15.92%	16.82%
总资产收益率	16.05%	13.84%	13.28%	12.79%	13.07%	13.69%
投入资本收益率	20.86%	15.58%	13.13%	13.64%	14.04%	14.87%
增长率						
主营业务收入增长率	32.44%	30.02%	14.46%	13.56%	19.09%	18.06%
EBIT增长率	51.63%	32.87%	-2.01%	23.69%	15.37%	19.51%
净利润增长率	55.30%	37.95%	9.84%	13.51%	15.83%	19.09%
总资产增长率	35.35%	59.94%	14.44%	17.91%	13.31%	13.74%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.0	1.1	1.8	1.2	1.2	1.2
存货周转天数	18.6	16.4	17.7	17.0	17.0	17.0
应付账款周转天数	43.2	47.4	59.9	55.0	55.0	55.0
固定资产周转天数	118.4	94.1	96.7	91.0	81.1	72.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-22.13%	-23.10%	-19.87%	-27.85%	-32.00%	-36.57%
EBIT利息保障倍数	-129.0	-146.3	-66.0	-35.3	-28.2	-26.1
资产负债率	26.29%	18.12%	19.72%	16.69%	17.56%	18.21%

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	1	1	4	6	17
增持	2	2	3	3	7
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.67	1.67	1.43	1.33	1.42

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-08-02	买入	32.79	N/A
2	2017-08-15	买入	32.08	N/A
3	2017-10-24	买入	30.67	N/A
4	2017-11-24	买入	27.55	N/A
5	2018-03-05	买入	28.82	N/A
6	2018-03-27	买入	27.65	N/A
7	2018-04-28	买入	26.81	N/A
8	2018-08-21	买入	21.31	N/A

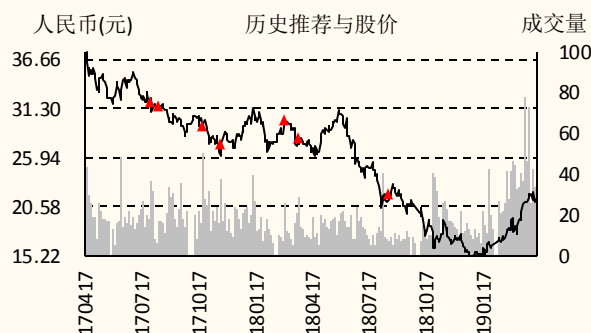
来源：国金证券研究所

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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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