



2019-04-15

公司点评报告

买入/维持

好莱客(603898)

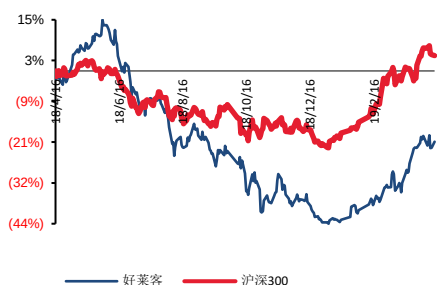
目标价: 25.97

昨收盘: 21.64

轻工制造

利润增速放缓，渠道优化叠加产品升级驱动未来成长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	314/310
总市值/流通(百万元)	6,802/6,700
12 个月最高/最低(元)	31.60/15.22

相关研究报告:

好莱客(603898)《收入端符合预期，利润承压，看好公司后期在渠道端和产品端的发力》--2018/10/31

好莱客(603898)《收入端略超预期，估值优势突出》--2018/08/21

好莱客(603898)《Q1 业绩符合预期，估值便宜，维持“买入”评级》--2018/04/30

证券分析师: 陈天蛟

电话: 021-61376584

E-MAIL: chentj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110002

联系人: 庞盈盈

E-MAIL: pangyy@tpyzq.com

事件:

公司发布 2018 年度报告: 2018 年实现营业收入 21.33 亿元，同比增长 14.46%，归母净利润 3.82 亿元，同比增长 9.84%，扣非净利润 3.08 亿元，同比下滑 4.33%；基本每股收益 1.22 元。现金流方面，2018 年销售商品、提供劳务收到的现金 24.84 亿元，同比增长 15.64%，经营活动产生的现金流净额 4.72 亿元，同比增长 17.06%。

公司发布 2019 年一季报: 2019 年第一季度实现营业收入 3.62 亿元，同比增长 5.22%，归母净利润 0.38 亿元，同比增长 8.17%，扣非净利润 0.30 亿元，同比增长 6.11%。

点评:

分季度来看，公司 2018 年 Q1/Q2/Q3/Q4 单季度分别实现营业收入 3.45/5.58/6.15/6.15 亿元，分别同比增长 30.89%/22.68%/15.38%/0.48%，归母净利润 Q1/Q2/Q3/Q4 单季为 0.36/1.46/1.25/0.76 亿元，同比增长 38.41%/76.07%/9.16%/-39.34%。Q4 利润下滑，系公司对经销商的补贴多在四季度确认、股权激励终止产生的加速折旧摊销和资产减值损失等财务口径一次性确认、研发、管理费用投入较多等。

毛利率稳中有升，费用率提升拖累净利润。2018 年公司毛利率 39.56%，同比增加 1.22pct，净利率 17.92%，同比去年减少 0.76pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.74%/4.04%/2.50%/-0.26%，同比变动 2.96/0.82/0.50/-0.12pct。2019Q1 单季公司毛利率 39.31%，同比增加 0.57pct，净利率 10.11%，同比下滑 0.2pct，Q1 单季销售/管理/研发/财务费用率分别为 19.10%/6.21%/3.38%/-0.17%，同比去年分别变动 0.59/-0.08/0.35/0.13pct。公司费用投入较多主要用于加大对经销商支持、产品研发、新销售模式探索等，2019 年费用增幅比 2018 大幅下降，未来盈利能力有望逐渐释放。

客单价提升驱动同店增长，A 类城市增速较快。2018 年公司经销商门店（存续一年以上）同店增长约 13%，客单值增加约 10%，客户数基本持平。2019Q1 客流相比 2018Q4 有所企稳，其中 3 月份呈现修复向上趋势，期望 Q2 开始客流稳中向好。公司 A/B/C 类城市收入分别较去年同期增长 15.92%/12.23%/15.40%，A 类城市的显著增长得益于 16-17 年对核心城市经销商调整取得良好效果，B/C 类城市由于地产显性红利消退增长相对放缓，公司正对下沉市场进行颗粒度更细致的经营管理及营销活动。

产品结构稳步优化，加强中高端差异化。2018年，公司衣柜及全屋产品/橱柜产品/木门产品/成品配套产品分别实现营收 19.86 亿元/2470 万元/708 万元/7199 万元，2019 年橱柜争取实现盈利，木门力争接近盈亏平衡，预计新品类全年拉动 5%-10% 的营收增长。公司产品升级持续，木门原态 K 板在 2019 年一季度全线上市，产品风格不断丰富，素璞系列于 2018 年 5 月上市，梵星、骏影、布诺等新系列于 2019 年一季度上市。

合作齐屹科技促进整装业务发展，推进全渠道获客转型。2019 年 4 月 8 日，公司与齐屹科技签订《战略合作协议》，交叉持股并设立合资公司，旨在承接齐家网精准的 C 端流量和核心家端公司资源，同时充考虑科技化赋能整装行业，预计整装业务半年内会有良好推进。公司实现多元渠道获取流量，2018 年公司在天猫的订单转化率超过 10% 且持续攀升，公司组建多个目标楼盘社群，家装渠道采用垂直一体化的运营思路，2018 年累计建店逾 200 家。公司还与红星美凯龙、居然之家展开更深度的战略合作，超 20 个主要城市的店面位置得到优化，并着力打通商超渠道，为 2019 年储备了新的优质店面资源。预计 2019 年公司新增门店 150+ 家，同时持续开发拎包入住和工程渠道。

我们预计公司 2019-2020 年 EPS 分别为 1.5、1.79 元，对应 2019-2020 年 PE 分别为 14.39、12.11 倍，考虑到公司在行业整体承压之时在渠道端和产品端不断寻求变革，看好公司未来在新零售、大宗等新渠道，以及差异化产品方面的布局，预期增量渠道和增量品类的增长贡献有望在 2019 年逐季加大，目前公司估值优势突出，维持“买入”评级。

风险提示：房地产景气程度低于预期、业务推广不及预期等。

■ 盈利预测和财务指标：

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2133	2510	3009	3537
(+/-%)	14.5	17.7	19.9	17.5
净利润(百万元)	382	485	576	676
(+/-%)	9.84%	26.81%	18.84%	17.38%
摊薄每股收益(元)	1.22	1.50	1.79	2.10
市盈率(PE)	12.57	14.39	12.11	10.32

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	475	459	1154	1611	2212	营业收入	1863	2133	2510	3009	3537
应收和预付款项	16	29	39	47	55	营业成本	1149	1289	1515	1818	2141
存货	51	74	72	87	102	营业税金及附加	22	22	25	30	35
其他流动资产	1057	881	892	894	897	销售费用	219	314	284	340	403
流动资产合计	1600	1443	2157	2639	3266	管理费用	97	140	133	172	195
长期股权投资	15	11	11	11	11	财务费用	-3	-6	-13	-26	-30
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	1	5	-1	0	0
固定资产	480	0	204	319	416	投资收益	23	37	0	0	0
在建工程	284	0	22	23	24	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	83	156	148	140	133	营业利润	411	411	567	675	792
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	-3	50	3	3	3
其他非流动资产	914	237	352	511	663	利润总额	408	462	570	678	795
资产总计	2514	1679	2509	3150	3929	所得税	60	79	86	102	119
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	348	382	485	576	676
应付和预收款项	264	108	363	436	513	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	348	382	485	576	676
其他负债	192	121	261	280	345						
负债合计	456	229	624	716	858						
股本	318	320	322	322	322	预测指标					
资本公积	908	946	946	946	946		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
留存收益	899	1179	1611	2161	2798	毛利率	38.34%	39.56%	39.67%	39.57%	39.47%
归母公司股东权益	2059	2310	2745	3294	3931	销售净利率	18.68%	17.92%	19.31%	19.14%	19.12%
少数股东权益	0	0	0	0	0	销售收入增长率	30.02%	14.46%	17.71%	19.87%	17.53%
股东权益合计	2059	2310	2745	3294	3931	EBIT 增长率	38.31%	12.62%	22.27%	16.93%	17.44%
负债和股东权益	2514	2539	3369	4010	4789	净利润增长率	37.95%	9.84%	26.81%	18.84%	17.38%
						ROE	16.90%	16.55%	17.66%	17.49%	17.20%
						ROA	13.84%	15.05%	14.39%	14.36%	14.12%
						ROIC	22.05%	20.39%	29.78%	32.90%	37.84%
现金流量表(百万)						EPS (X)	1.15	1.22	1.50	1.79	2.10
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	PE (X)	25.97	12.57	14.39	12.11	10.32
经营性现金流	403	0	816	679	794	PB (X)	4.61	2.12	2.54	2.12	1.77
投资性现金流	-716	0	-123	-169	-167	PS (X)	5.10	2.30	2.78	2.32	1.97
融资性现金流	531	0	2	-53	-26	EV/EBITDA (X)	19.83	9.75	10.22	8.07	6.07
现金增加额	0	0	0	0	0						

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。