

好莱客：18Q4 费用计提拖累表现，19Q1 实现稳健增长

买入（维持）

2019 年 04 月 16 日

证券分析师 史凡可

执业证号：S0600517070002

021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,133	2,456	2,835	3,281
同比（%）	14.5%	15.2%	15.4%	15.7%
归母净利润（百万元）	382	422	467	518
同比（%）	9.8%	10.3%	10.7%	11.0%
每股收益（元/股）	1.19	1.34	1.49	1.65
P/E（倍）	18.12	16.13	14.57	13.12

投资要点

■ **好莱客发布 2018 年年报和 2019 年一季报。**18 年实现收入 21.33 亿（+14.46%），归母净利 3.82 亿（+9.84%），扣非净利 3.08 亿（-4.33%）；其中 Q4 单季实现收入 6.15 亿（+0.48%），归母净利 0.76 亿（-39.34%），扣非净利 0.67 亿（-40.46%）。19Q1 实现收入 3.62 亿（+5.22%），归母净利 0.38 亿（+8.17%），扣非净利 0.30 亿（+6.11%）。由于公司 18Q4 逆势加大渠道及新品费用投入，单季度表现承压，19Q1 表现触底回升。

■ **主营业务稳定增长，泛全屋定制逐步推进。**年度内公司橱柜及木门产品上市，整体衣柜及成品配套产品升级，大家居品类丰富助力客单价提升及收入增长。报告期内，公司整体衣柜业务收入同增 10.76%至 19.86 亿元，毛利率达 41.85%（+1.77pct）；橱柜业务 18 年实现收入 2470 万元，下半年批量新品面世，有望成为新的增长点；定制木门收入 708 万元，未来增长蓄势待发；期内公司全屋套系理念推广取得成效，成品配套营业收入比上年同期增加 89.10%至 7199 万元。公司重视产品升级，中高端产品销售占比稳定，终端定价能力维持较好，供应链持续优化有助效益提高。

■ **多元渠道变革，市场不断下沉。**报告期内，公司与红星美凯龙、居然之家携手，超 20 个主要城市店面位置优化；着力打通商超渠道，与万达、苏宁和银泰等知名购物商城形成战略合作，为 2019 年储备优质店面资源。报告期内，公司净增加经销门店 256 家至 1745 家，市场逐渐下沉到三至五线城市。A 类（省级）经销商调整效果显现（收入+15.9%），期内门店数量占比达到 15%、主营业务收入占比达到 23%。同时，公司也通过社群营销、电商平台、内容平台等多种新兴渠道获取流量。此外好莱客 4 月 8 日公告与齐屹科技签订战略合作协议，双方交叉持股并设立子公司以整装渠道运营好莱客产品。

■ **毛利率小幅增加，净利率维持稳定。**18 年公司毛利率达 40.52%（+0.89pct），具体归源于材料利用率提高、集中议价等有效控制原材料价格和人均效能提升，其中华南、华中和华北多地毛利率在 40%以上。期内公司三费率合计 21.03%，其中销售费用率同增 2.96pct 至 14.74%；研发投入和员工薪酬增加导致管理+研发费用率合计同增 1.32pct 至 6.55%。综合来看，公司销售净利率 17.92%表现稳健。

■ **Q1 预收账款表现较好，利好 Q2 表现。**18 年公司经营性现金流净额 4.72 亿元，同增 17.06%，高于营收增速。公司预收账款为 1.08 亿元，较期初上升 15.52%；应收票据及应收账款为 0.14 亿元，较上年增长 78.01%，主由报告期内公司对部分符合授信政策的经销商给予授信支持所致。19Q1 公司预收款同比增长 40.58%，较为靓丽，预期利好 19Q2 的表现。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.64
一年最低/最高价	14.82/32.06
市净率(倍)	2.94
流通 A 股市值(百万元)	6699.76

基础数据

每股净资产(元)	7.37
资产负债率(%)	17.01
总股本(百万股)	314.32
流通 A 股(百万股)	309.60

相关研究

1、《好莱客 (603898)：同店销量齐升，大家居战略持续推进》
2018-08-21

2、《【东吴轻工】好莱客：业绩符合预期，估值处于历史底部》
2018-03-28

■ **盈利预测与投资评级：**预计 2019-2021 年，公司营业收入分别为 24.6 亿元、28.4 亿元和 32.8 亿元，同比增速分别为 15.2%、15.4%和 15.7%；归母净利润分别为 4.2 亿元、4.7 亿元和 5.2 亿元，同比增速分别为 10.3%、10.7%和 11.0%。当前股价对应 19-21 年 PE 分别为 16.1X、14.6X 和 13.1X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**橱柜木门业务拓展不及预期，定制家居行业竞争加剧。

表 1：好莱客季度数据一览

单位：百万元	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
营业总收入	263.22	455.00	533.41	611.63	344.51	558.19	615.44	614.55	362.48
YOY	35.19%	35.53%	25.61%	27.97%	30.89%	22.68%	15.38%	0.48%	5.22%
归母净利润	25.67	82.70	114.94	124.70	35.53	145.60	125.46	75.65	38.43
YOY	86.09%	48.60%	36.37%	26.55%	38.41%	76.07%	9.16%	-39.34%	8.17%
毛利率	38.27%	38.30%	40.19%	36.79%	38.74%	39.62%	41.96%	37.57%	39.31%
期间费用率	28.48%	18.41%	15.50%	14.52%	27.54%	19.61%	20.05%	21.02%	28.52%
其中：销售费用率	19.95%	12.09%	10.17%	9.43%	18.51%	13.05%	14.24%	14.66%	19.10%
管理+研发费用率	8.70%	6.42%	5.49%	5.23%	9.33%	6.75%	6.19%	6.55%	9.59%
财务费用率	-0.17%	-0.09%	-0.16%	-0.14%	-0.30%	-0.20%	-0.38%	-0.18%	-0.17%
归母净利率	9.75%	18.17%	21.55%	20.39%	10.31%	26.08%	20.39%	12.31%	10.60%
存货	49.25	48.29	51.07	51.38	56.88	63.68	81.07	73.93	86.33
较上年同期增减	-	-	-	-0.43	7.63	15.39	30.00	22.54	29.45
应收账款	8.41	6.21	8.53	7.75	16.56	29.70	26.09	13.79	40.15
较上年同期增减	-	-	-	3.84	8.14	23.49	17.56	6.04	23.59
应付账款及应付票据	84.49	117.79	136.27	169.74	131.21	218.01	1099.82	824.28	825.28
较上年同期增减	-	-	-	41.39	46.72	100.22	963.55	654.54	694.07
预收账款	63.57	108.23	86.51	93.78	56.49	90.78	69.01	108.33	79.41
较上年同期增减	-	-	-	-17.30	-7.08	-17.45	-17.50	14.55	22.92
经营性现金流净额	-80.32	184.72	129.88	169.08	-86.04	277.72	52.43	228.05	-44.61
较上年同期增减	-52.78157	24.90	38.17	28.03	-5.72	93.01	-77.45	58.98	41.42
筹资性现金流净额	0.00	-66.71	580.84	17.06	31.87	-34.06	-81.49	-82.12	-75.60
较上年同期增减	0.00	-98.45	580.99	17.17	31.87	32.65	-662.33	-99.18	-107.47
资本开支	56.64	43.88	99.88	45.51	125.70	124.08	116.11	189.60	128.17
较上年同期增减	40.97	31.94	19.08	16.92	69.06	80.20	16.24	144.09	2.47
ROE	2.19%	6.86%	7.31%	6.27%	1.71%	6.82%	5.63%	3.29%	1.66%
YOY (±)	-	-	-	-2.63%	-0.48%	-0.04%	-1.68%	-2.98%	0.00
资产负债率	20.33%	23.91%	17.17%	18.12%	15.38%	22.26%	16.53%	19.72%	17.01%
YOY (±)	-	-	-	-8.17%	-4.94%	-1.66%	-0.64%	1.60%	0.02

数据来源：Wind，东吴证券研究所

好莱客三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1451	1405	1503	1633	营业收入	2133	2456	2835	3281
现金	459	425	485	617	减:营业成本	1289	1539	1781	2060
应收账款	14	4	17	7	营业税金及附加	22	27	31	35
存货	74	60	95	84	营业费用	314	297	362	442
其他流动资产	904	916	906	925	管理费用	86	124	142	162
非流动资产	1427	1600	1888	2185	财务费用	-6	-3	-3	-4
长期股权投资	11	13	12	12	资产减值损失	5	4	6	6
固定资产	565	589	655	726	加:投资净收益	37	44	47	49
在建工程	625	824	1023	1222	其他收益	7	0	0	0
无形资产	156	85	88	92	营业利润	411	512	566	628
其他非流动资产	71	88	110	133	加:营业外净收支	50	-2	-2	-2
资产总计	2878	3005	3391	3818	利润总额	462	509	564	626
流动负债	537	227	248	275	减:所得税费用	79	88	97	108
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	0	0	0	0	归属母公司净利润	382	422	467	518
其他流动负债	537	227	248	275	EBIT	443	497	550	616
非流动负债	30	25	27	26	EBITDA	492	517	570	637
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	30	25	27	26	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	567	251	276	302	每股收益(元)	1.19	1.34	1.49	1.65
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	7.22	8.76	9.91	11.19
	2310	2753	3115	3517	发行在外股份(百万股)	320	314	314	314
归属母公司股东权益					ROIC(%)	15.9%	14.9%	14.6%	14.5%
负债和股东权益	2878	3005	3391	3818	ROE(%)	17.5%	16.7%	15.9%	15.6%
					毛利率(%)	39.6%	37.3%	37.2%	37.2%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	17.9%	17.2%	16.5%	15.8%
经营活动现金流	472	420	432	518	资产负债率(%)	19.7%	8.4%	8.1%	7.9%
投资活动现金流	-323	-401	-402	-403	收入增长率(%)	14.5%	15.2%	15.4%	15.7%
筹资活动现金流	-166	-52	30	17	净利润增长率(%)	9.8%	10.3%	10.7%	11.0%
现金净增加额	-17	-34	60	132	P/E	18.12	16.13	14.57	13.12
折旧和摊销	49	20	20	20	P/B	3.00	2.47	2.18	1.93
资本开支	556	402	403	404	EV/EBITDA	14.04	12.82	11.56	10.19
营运资本变动	-245	265	76	103					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>