

好莱客 (603898)

公司研究/点评报告

18 年业绩增速放缓，多渠道驱动公司成长

—好莱客 (603898) 2018 年报及 2019 年一季报点评

点评报告/轻工制造

2019 年 04 月 16 日

一、事件概述

4 月 15 日，公司发布 2018 年年报。报告期内，公司实现营业收入 21.33 亿元，同比增长 14.46%；实现归母净利润 3.82 亿元，同比增长 9.84%；实现基本每股收益 0.80 元，利润分配方案为拟向全体股东每 10 股派发现金红利 3.71 元（含税）。同时，公司发布 2019 年一季报，19Q1 实现营业收入 3.62 亿元，同比增长 5.22%；实现归母净利润 0.38 亿元，同比增长 8.17%。

二、分析与判断

➤ 业绩增速放缓，橱柜事业部基本盈亏平衡

公司 18 年营收、归母净利润分别同比增长 14.5%、9.8%，18 年收入与利润端有较明显降速；其中 Q4 增速分别为 0.5%、-39.3%，19Q1 分别为 5.2%、8.2%，分产品看，衣柜实现收入 19.86 亿元，同比增长 10.8%；橱柜事业部基本盈亏平衡，实现收入 2470 万元；木门事业部已接受全国逾 300 个门店的上样申请，全年实现收入 708 万元；成品配套品类丰富升级，实现收入 0.72 亿元，同比增长 89.1%。

➤ 毛利率同比提升，期间费用增加使净利率承压

公司 2018 年由于销售规模扩大及新拓橱木品类，销售费用率、管理费用率分别同比上升 2.96pct、0.82pct 至 14.74%、4.04%，研发费用率上升 0.50pct 至 2.50%，利息收入增加使财务费用率下降 0.12pct 至 -0.26%，期间费用率整体上升 4.16pct 至 21.03%。全年来看，受益于信息化水平提升及成本的有效管控，公司整体毛利率上升 1.22pct 至 39.56%，其中衣柜毛利率提升 1.77pct 至 41.85%；期间费用增加较多使净利率下降 0.75pct 至 17.92%。

19Q1 销售费用率、研发费用率分别同比上升 0.59pct、0.35pct 至 19.10%、3.38%，增幅趋向稳定；管理费用率、财务费用率分别下降 0.08pct、0.10pct 至 6.21%、-0.28%，期间费用率整体上升 0.75pct 至 28.41%。盈利能力方面，毛利率同比提升 0.57pct 至 39.31%，净利率下降 0.20pct 至 10.31%。

➤ 多渠道驱动公司成长

(1) 经销渠道方面，公司积极给予经销商产品折扣、建店装修补贴、广告对投、新零售拓展等支持，经销渠道贡献收入 19.92 亿元，同比增长 15.5%；其中同店增长约 13%，客单值增加约 10%，客户数量基本持平。店面数净增 256 家至 1745 家。分区域看，公司在 ABC 类城市门店数量分别占比分别为 15%、38%和 47%，贡献收入比例分别为 23%、43%和 34%，分别同比增长 15.9%、12.2%和 15.4%，A 类门店增速较快得益于 17 年以来针对性的优化调整策略。

(2) 直营渠道收入有所下滑，实现收入 0.96 亿元，同比下降 8.7%，店面数净减 1 家至 21 家。(3) 大宗业务快速发展，实现收入 129.82 万元，同比增长 3271.6%，毛利率同比提升 13.92pct 至 30.38%。此外，公司亦与齐家网达成战略合作，有望借助齐家网流量进一步升级营销体系、赋能线下门店。

推荐

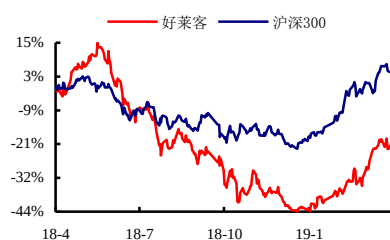
维持评级

当前价格： 21.64 元

交易数据 2019-4-15

近 12 个月最高/最低(元)	31.6/15.22
总股本(百万股)	314
流通股本(百万股)	310
流通股比例(%)	98.50
总市值(亿元)	68
流通市值(亿元)	67

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：陈柏儒

执业证号： S0100512100003
电话： 010-85127729
邮箱： chenbairu@mszq.com

研究助理：聂贻哲

执业证号： S0100117110075
电话： 01085127729
邮箱： nieyizhe@mszq.com

相关研究

- 1.好莱客 (603898) 2018 年半年报点评：业绩快速增长，橱柜、木门稳步推进助力大家居起航
- 2.好莱客 (603898) 2018 年半年度业绩预增公告点评：渠道优化、信息化建设显成效，利润端保持快速增长

三、盈利预测与投资建议

我们看好公司大家居战略的发展前景，预计 2019、2020、2021 年实现基本每股收益 1.35 元、1.59 元、1.83 元，对应 PE 分别为 16X、14X、12X。公司估值位于历史底部区域附近，**维持“推荐”评级。**

四、风险提示

原材料价格大幅波动、行业竞争加剧、地产销售增速下行。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,133	2,453	2,852	3,337
增长率（%）	14.5%	15.0%	16.3%	17.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	382	430	506	584
增长率（%）	9.8%	12.6%	17.6%	15.5%
每股收益（元）	1.22	1.35	1.59	1.83
PE（现价）	18	16	14	12
PB	3.0	2.6	2.2	1.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2,133	2,453	2,852	3,337
营业成本	1,289	1,463	1,697	1,994
营业税金及附加	22	27	31	36
销售费用	314	331	385	451
管理费用	86	98	114	133
EBIT	368	472	554	640
财务费用	(6)	(1)	(1)	(1)
资产减值损失	5	4	3	3
投资收益	37	22	27	29
营业利润	411	491	579	667
营业外收支	50	0	0	0
利润总额	462	509	600	696
所得税	79	79	95	112
净利润	382	430	506	584
归属于母公司净利润	382	430	506	584
EBITDA	441	526	614	707
研发费用	53	653	741	830
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	459	646	789	1150
应收账款及票据	14	10	12	14
预付款项	15	18	19	23
存货	74	70	81	95
其他流动资产	881	881	881	881
流动资产合计	1451	1632	1790	2174
长期股权投资	11	11	11	11
固定资产	565	621	680	743
无形资产	156	194	233	274
非流动资产合计	1427	1713	2026	2342
资产合计	2878	3345	3815	4516
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	254	212	253	299
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	537	693	657	774
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	30	30	30	30
非流动负债合计	30	30	30	30
负债合计	567	723	688	804
股本	320	319	319	319
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2310	2622	3128	3712
负债和股东权益合计	2878	3345	3815	4516

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	14.5%	15.0%	16.3%	17.0%
EBIT 增长率	-2.0%	28.2%	17.3%	15.6%
净利润增长率	9.8%	12.6%	17.6%	15.5%
盈利能力				
毛利率	39.6%	40.3%	40.5%	40.2%
净利润率	17.9%	17.5%	17.7%	17.5%
总资产收益率 ROA	13.3%	12.9%	13.3%	12.9%
净资产收益率 ROE	16.5%	16.4%	16.2%	15.7%
偿债能力				
流动比率	2.7	2.4	2.7	2.8
速动比率	2.6	2.3	2.6	2.7
现金比率	0.9	0.9	1.2	1.5
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	1.8	1.5	1.5	1.6
存货周转天数	17.7	17.4	17.4	17.5
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	1.2	1.3	1.6	1.8
每股净资产	7.2	8.2	9.8	11.6
每股经营现金流	1.5	1.5	1.8	2.2
每股股利	0.4	0.4	0.0	0.0
估值分析				
PE	17.7	16.0	13.7	11.8
PB	3.0	2.6	2.2	1.9
EV/EBITDA	14.4	11.7	9.8	8.0
股息收益率	1.7%	1.7%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	382	430	506	584
折旧和摊销	78	58	63	70
营运资金变动	28	43	68	94
经营活动现金流	472	491	588	689
资本开支	554	326	355	356
投资	190	0	0	0
投资活动现金流	(323)	(304)	(328)	(328)
股权募资	32	(0)	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(166)	(0)	(118)	0
现金净流量	(17)	187	142	362

分析师与研究助理简介

陈柏儒，北京交通大学技术经济学硕士，2012年加盟民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

聂贻哲，浙江大学工学硕士，2017年加入民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元；200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。