



东兴证券
DONGXING SECURITIES

渠道优化叠加品类拓展，绑定齐家网探索泛家居成长道路

——好莱客（603898）18年及19Q1财报业绩点评

2019年04月17日

推荐/首次

好莱客

财报点评

投资要点：

- **事件 1:** 4/15 公司发布 2018 年报，报告期内实现营业收入 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%；扣非后归母净利润为 3.08 亿元，同比下降 4.33%。
- **事件 2:** 4/15 公司发布 2019 年一季报，实现营业收入 3.6 亿元，同比增长 5.2%，归母净利润 3842.7 万元，同比增长 8.17%，扣非后增长 6.11%。
- **19Q1 业绩环比改善，订单转暖有望在 Q2 体现。** 行业基本面承压，18Q4 单季度同比仅增长 0.5%，经营放缓拖累全年收入增速；地产的边际改善带动 19Q1 订单量环比回暖，3 月份接近双数增长，但在去年同期高基数影响下，19Q1 仅维持 5.2% 的增速。从预收情况来看，19Q1 的预收账款同比增长 40.6%，订单的改善有望体现在 19Q2 的收入增速中。
- **新品类拓展贡献增量业绩，立足零售渠道开启新渠道建设。** 公司逐步由单一品类增长转向多品类并行，加快橱柜、木门等新品类的建设。18 年衣柜实现 19.86 亿元（+10.76%yoy）；新品橱柜实现营收 2470 万元，已在超 500 家门店完成上新样，基本保持盈亏平衡；木门实现营收 707.95 万元。新品培育进展顺利，有望在下半年体现出对业绩的贡献。此外，公司全面提升产品、设计和服务能力，中高端产品的比例逐步提升，产品力对客单价形成有力的支撑作用。渠道建设在立足零售渠道的同时，增量渠道的开拓也不断进行。2018 年公司经销渠道收入 19.92 亿元（15.47%yoy），经销商门店同店增长约 13%，主要来自于客单价不断提升（约 10%yoy），显示出门店在形成厨柜-衣柜-木门-全屋配套的一站式产品体系后，品类联动对客单值的贡献作用。公司逆势加大对经销渠道的资源支持，将重点更多放在终端管理能力，细化用户运营，以充分挖掘零售渠道的效用，并逐步优化经营效率。19Q1 的客流已环比企稳，预计 Q2 稳中向好的趋势可期。新渠道方面，公司不断探索新零售渠道的营销模式，通过社群、电商平台、家装渠道等多元渠道获取流量。电商平台收入倍增，目前已实现订单转化率超过 10%且呈现持续攀升趋势；家装渠道报告期内累计建店逾 200 家。预计增量渠道对收入增长的拉动作用也将在今年逐步体现。
- **与齐家网深度合作，整装探索有望取得较大进展。** 公司 4 月 8 日公告称，与齐屹科技（齐家网）达成了战略合作，双方将通过股权绑定并成立合资公司的方式进行深度战略合作。齐家网是中国最大的网上室内设计及建筑平台，流量优势明显。公司有望承接齐家网的 C 端流量和核心家装公司资源，采取独立大家居服务商+新设立品牌的方式探索整装模式。这样的方式既可节省公司的投入，也有效解决经销商的利润分配问题，预计今年内在整装方向上有望实现较大进展。
- **毛利率稳中有升，费用率提升幅度较大。** 2018 年公司综合毛利率 40.52%，同比增长 0.89%，稳定的中高端产品结构保证公司的毛利率处于行业内较高水平。在公司投入资源换发展的战略下，2018 年各项费用率提升幅度较大，销售费用率上升 2.96pct 至 21.03%，管理费用率上升 1.32pct 至 6.55%，主因系新增品类培育和宣传投入较大。预计今年仍将保持小幅上浮趋势。
- **盈利预测与投资评级：** 预计公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 24.86 亿元、28.51 亿元和 32.32 亿元；净利润分别为 4.39 亿元、4.94 亿元和 5.52 亿元，EPS 分别为 1.40 元、1.57 元和 1.76 元，对应当前股价的 PE 分别为 14.37x、12.77x 和 11.42x。首次覆盖，给与公司“推荐”评级。
- **风险提示：** 原材料价格加剧的风险、市场竞争加剧的风险

首席分析师：刘畅

010-66554017

liuchang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

研究助理：魏鹤冲

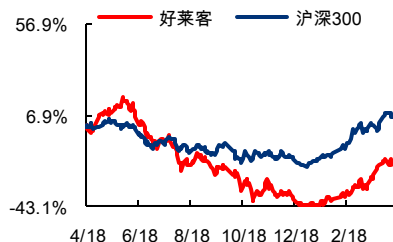
010-66554044

weihch@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间 (元)	20.07-27.54
总市值 (亿元)	63.08
流通市值 (亿元)	62.14
总股本/流通 A 股 (万股)	31432/30960
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	1.13

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,863.25	2,132.69	2,485.52	2,850.76	3,231.80
增长率 (%)	30.02%	14.46%	16.54%	14.69%	13.37%
净利润 (百万元)	348.00	382.24	439.08	493.95	552.42
增长率 (%)	37.95%	9.84%	14.87%	12.50%	11.84%
净资产收益率 (%)	16.90%	16.55%	15.91%	15.84%	15.70%
每股收益 (元)	1.09	1.19	1.40	1.57	1.76
PE	18.35	16.81	14.37	12.77	11.42
PB	3.10	2.78	2.29	2.02	1.79

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

表 1:各品类营业收入 (百万)

	2015	2016	2017	2018
衣柜	1064.21	1416.40	1793.30	1986.28
yoy	19.70%	33.09%	28.16%	10.76%
成品配套			38.07	71.99
yoy			121.75%	89.11%
橱柜				24.70
木门				7.08
合计	1064.21	1416.40	1831.37	2909.05

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表 2:门店分布情况 (%)

	2016	2017	2018
省会	156	210	270
地级	507	585	684
四五线	637	705	846
合计	1300	1500	1800

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表 3:公司费用率情况 (%)

	2016	2017	2018
销售费用率	13.35	11.78	14.74
管理费用率	5.75	5.23	6.55
销售成本率	60.02	61.66	60.44
销售净利率	17.60	18.68	17.92

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	1600	1451	3152	3240	4026	营业收入	1863	2133	2486	2851	3232
货币资金	475	459	2360	2653	3653	营业成本	1149	1289	1503	1724	1954
应收账款	8	14	16	18	21	营业税金及附加	22	22	25	29	33
其他应收款	6	8	9	11	12	营业费用	219	314	391	457	525
预付款项	8	15	23	32	43	管理费用	97	86	125	147	166
存货	51	74	86	99	112	财务费用	-3	-6	-8	-21	-32
其他流动资产	1050	880	657	425	184	资产减值损失	1	5	5	5	5
非流动资产合计	914	1427	229	563	245	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	15	11	11	11	11	投资净收益	23	37	37	37	37
固定资产	480	565	0	0	0	营业利润	411	411	480	546	617
无形资产	83	156	148	141	134	营业外收入	2	54	54	54	54
其他非流动资产	17	39	39	39	39	营业外支出	5	4	4	4	4
资产总计	2514	2878	3382	3803	4271	利润总额	408	462	530	597	667
流动负债合计	441	537	592	655	721	所得税	60	79	91	103	115
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	348	382	439	494	552
应付账款	170	254	292	334	379	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	94	108	125	145	167	归属母公司净利润	348	382	439	494	552
一年内到期的	0	0	0	0	0	EBITDA	529	606	472	525	585
非流动负债合计	14	30	30	30	30	EPS (元)	1.09	1.19	1.40	1.57	1.76
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	456	567	622	685	751	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	30.02%	14.46%	16.54%	14.69%	13.37%
实收资本(或股	318	320	314	314	314	营业利润增长	42.38%	0.14%	16.69%	13.81%	12.93%
资本公积	908	946	946	946	946	归属于母公司净利	14.87%	12.50%	14.87%	12.50%	11.84%
未分配利润	789	1041	1202	1383	1586	获利能力					
归属母公司股	2059	2310	2759	3118	3520	毛利率(%)	38.34%	39.56%	39.51%	39.52%	39.53%
负债和所有者	2514	2878	3382	3803	4271	净利率(%)	18.68%	17.92%	17.67%	17.33%	17.09%
现金流量表						偿债能力					
单位: 百万元						总资产净利润(%)	13.44%	13.84%	13.28%	12.98%	12.99%
						ROE(%)	16.90%	16.55%	15.91%	15.84%	15.70%
经营活动现金	403	472	688	718	777	营运能力					
净利润	348	382	439	494	552	总资产周转率	0.91	0.79	0.79	0.79	0.80
折旧摊销	38	45	0	0	0	应收账款周转率	320	198	166	165	164
财务费用	-3	-6	-8	-21	-32	应付账款周转率	12.50	10.08	9.12	9.11	9.06
应收账款减少	0	0	-2	-2	-2	每股指标(元)					
预收帐款增加	0	0	17	19	22	每股收益(最新摊	1.09	5.00	1.40	1.57	1.76
投资活动现金	-716	-323	31	31	31	每股净现金流(最	0.69	-0.05	2.35	2.02	2.19
公允价值变动	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	6.47	7.22	8.78	9.92	11.20
长期股权投资	0	0	0	0	0	估值比率					
投资收益	23	37	37	37	37	P/E	18.35	16.81	14.37	12.77	11.42
筹资活动现金	531	-166	18	-114	-119	P/B	3.10	2.78	2.29	2.02	1.79
应付债券增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	11.16	9.84	8.37	6.96	4.54
长期借款增加	0	0	0	0	0						
普通股增加	18	2	-6	0	0						
资本公积增加	594	39	0	0	0						
现金净增加额	219	-17	738	636	689						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所，东方基金，泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

研究助理简介

魏鹤翀

中山大学应用经济学硕士，2018年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。