



2019-08-31

公司点评报告

买入/维持

好莱客(603898)

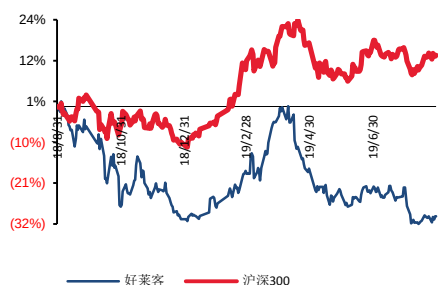
目标价: 17.83

昨收盘: 14.86

轻工制造

Q2 业绩承压，品类拓展+产品差异化助力未来发展

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	310/310
总市值/流通(百万元)	4,700/4,700
12 个月最高/最低(元)	22.43/14.73

相关研究报告:

好莱客(603898)《好莱客:利润增速放缓,渠道优化叠加产品升级驱动未来成长》--2019/04/15

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

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

电话: 021-61376584

E-MAIL: pangyy@tpyzq.com

事件:

公司发布 2019 年中报: 2019H1 公司营收 9.38 亿元, 同比增长 3.86%, 归母净利润 1.49 亿元, 同比下滑 17.86%, 主要系今年政府补助较去年同期减少 4576 万元, 扣非净利润 1.29 亿元, 同比增长 1.11%。Q2 单季营收 5.75 亿元, 同比增长 3.02%, 归母净利润 1.1 亿元, 同比下滑 24.21%, 扣非净利润 0.99 亿元, 同比下滑 0.31%。

现金流方面, 2019H1 销售商品、提供劳务收到的现金 10.12 亿元, 同比下滑 1.17%, 经营性现金流净额 1.21 亿元, 同比下滑 37%, 主要系政府补助同比减少影响。2019H1 预收账款 0.77 亿元, 同比下滑 15.4%, 主要系为缓解经销商压力进行一定赊销。

点评:

中高端产品对冲新增品类毛利影响, 政府补助减少拖累净利率。

2019H1 公司毛利率 39.39%, 同比+0.11pct, 净利率 15.44%, 同比-4.62pct, 期间费用率 22.06%, 同比+0.41pct, 销售、管理、研发、财务费用率分别为 14.16%、4.7%、3.32%、-0.14%, 分别同比-0.97%、+0.52%、+0.75%、+0.1pct, 销售费用下降主要系减少硬广、调整营销投放策略所致, 管理费用增加主要系新增门窗事业部及杭州瀚隆运营分部带来的薪酬、办公费用增加。Q2 单季毛利率 39.44%, 同比-0.18pct, 净利率 18.8%, 同比-7.28pct。

衣柜销售承压、毛利率提升, 延展品类贡献业绩增量。 分产品来看, 2019H1 衣柜收入 8.27 亿元, yoy-2.86%, 毛利率 43.17%, 同比+1.8pct, 衣柜毛利率提升主要系高端产品(环保原生态系列、轻奢系列)占比提升; 橱柜收入 0.25 亿元, yoy+1218%, 毛利率 32.06%, 同比+15.7pct, 橱柜去年 6 月试产, 故同比增幅较大; 成品配套收入 0.34 亿元, yoy+15.54%, 毛利率 23.28%, 同比+7.87pct, 主要系对供应商体系重新梳理; 木门收入 0.15 亿元, 毛利率 4.81%, 木门去年 7 月试产; 门窗 0.19 亿元, 毛利率-20.88%, 瀚隆门窗今年 3 月正式上市。

零售端客流承压, 大宗贡献业绩增量。 2019H1 零售端收入 8.94 亿元, yoy+1.21%, 毛利率 41.55%, 同比+1.1pct, 其中经销收入 8.54 亿元, yoy+2.12%, 毛利率 40.66%, 同比+1.63pct, 直营收入 0.4 亿元, yoy-14.97%, 毛利率 60.28%, 同比-5.16pct。预计公司同店基本持平, 客流量同比-10%, 受益新增品类及中高端产品客单值+10%。大宗收入 0.08 亿元, 毛利率 33.16%, 目前公司大宗在手订单约 5000 万元, 后续贡献业绩增量。另外, A、B、C 类城市收入 yoy 分别+0%、0.24%、

6.19%。

大家居战略持续推进，实现多品类的集成。公司从品牌、数字化系统、运营体系、产品开发等四方面赋能大家居推进，所有品类使用统一品牌，一方面在原有门店体系内增加橱柜、木门等品类，同时开设大家居融合店。截止 2019H1，公司门店合计 1818 家，相比年初净增加 52 家（均为大家居店），原有门店内橱柜上样门店 700 家、木门 500 家，预计年底橱柜、木门上样门店均达 1000 家。

向精细零售管理转型，推进全渠道获客。公司从运营效率和用户体验出发进行零售管理改革，建立运营模型提升效率、推进服务标准化升级。公司推进全渠道获客，除传统去道外，注重社群营销、电商平台、内容平台、家装渠道多元化流量入口。目前家装渠道收入占比超 5%，进驻城市超 600 个，今年 4 月与齐家网达成合作，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，家装渠道有望贡献更多流量。

我们预计公司 2019-2020 年 EPS 分别为 1.19、1.24 元，对应 2019-2020 年 PE 分别为 12.45、11.94 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	2240	2329	2469
(+/-%)	14.49	5.02	3.97	6.01
净利润(百万元)	382	385	401	421
(+/-%)	9.84	0.67	4.24	5.01
摊薄每股收益(元)	1.22	1.19	1.24	1.31
市盈率(PE)	12.57	12.45	11.94	11.37

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	752	972	1233	营业收入	1863	2133	2240	2329	2469
应收和预付款项	16	29	35	36	39	营业成本	1149	1289	1375	1416	1516
存货	51	74	65	68	72	营业税金及附加	22	22	22	23	25
其他流动资产	1057	889	891	891	892	销售费用	219	314	287	300	309
流动资产合计	1600	1451	1743	1967	2236	管理费用	97	140	119	133	136
长期股权投资	15	11	11	11	11	财务费用	-3	-6	-13	-12	-9
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	565	718	767	796	投资收益	23	37	0	0	0
在建工程	284	625	647	648	649	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	450	469	493
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	1427	1491	1585	1669	利润总额	408	462	453	472	496
资产总计	2514	2878	3234	3552	3905	所得税	60	79	68	71	74
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	348	382	385	401	421
应付和预收款项	264	362	327	338	360	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	385	401	421
其他负债	192	206	322	343	367	预测指标					
负债合计	456	567	649	682	728		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
股本	318	320	322	322	322	毛利率	38.34%	39.56%	38.59%	39.20%	38.60%
资本公积	908	946	946	946	946	销售净利率	18.68%	17.92%	17.18%	17.22%	17.06%
留存收益	899	1179	1452	1737	2044	销售收入增长率	30.02%	14.46%	5.02%	4.00%	6.00%
归母公司股东权益	2059	2310	2585	2870	3177	EBIT 增长率	38.31%	12.62%	-3.50%	4.42%	5.96%
少数股东权益	0	0	0	0	0	净利润增长率	37.95%	9.84%	0.67%	4.24%	5.01%
股东权益合计	2059	2310	2585	2870	3177	ROE	16.90%	16.55%	14.89%	13.98%	13.26%
负债和股东权益	2514	2878	3234	3552	3905	ROA	13.84%	13.28%	11.90%	11.29%	10.79%
现金流量表(百万)						ROIC	22.05%	20.39%	20.39%	20.56%	21.28%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EPS (X)	1.15	1.22	1.19	1.24	1.31
经营性现金流	403	472	414	501	545	PE (X)	25.97	12.57	12.45	11.94	11.37
投资性现金流	-716	-323	-123	-169	-167	PB (X)	4.61	2.12	1.85	1.67	1.51
融资性现金流	531	-166	2	-112	-116	PS (X)	5.10	2.30	2.14	2.06	1.94
现金增加额	0	0	0	0	0	EV/EBITDA (X)	19.83	8.40	8.02	7.10	6.20

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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@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	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@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	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@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	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。