

Q4 增长环比提速，橱柜、木门顺利培育 买入（维持）

2020年04月22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

研究助理 傅嘉成

fujch@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2,225	2,252	2,478	2,718
同比 (%)	4.3%	1.2%	10.1%	9.7%
归母净利润 (百万元)	365	349	382	419
同比 (%)	-4.6%	-4.2%	9.3%	9.7%
每股收益 (元/股)	1.18	1.13	1.23	1.35
P/E (倍)	12.45	13.00	11.89	10.84

投资要点

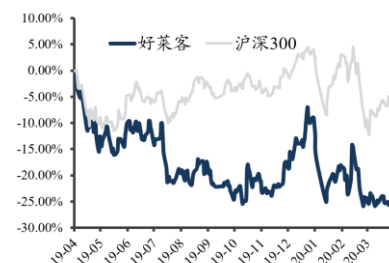
■ **公司发布 2019 年快报：**报告期内实现营收 22.25 亿 (+4.34%)，归母净利润 3.65 亿 (-4.63%)，扣非净利 3.22 亿 (+4.58%)；单 Q4 收入 6.69 亿 (+8.80%)，归母净利润 1.03 亿 (+36.69%)，扣非净利 0.90 亿 (+34.19%)，Q4 增长提速，系公司经营环比改善且 18Q4 基数较低。19 年非经常性损益 0.42 亿 (单 Q4 为 0.18 亿)，主要来自政府补助 (0.17 亿) 及理财收益 (0.32 亿)。同时，公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 3.65 元，股利支付率达 30.83%。

■ **衣柜增长承压，橱柜、木门培育顺利实现高增：**19 年公司衣柜实现营收 19.39 亿元 (-2.38%)，主要受到门店客流下滑影响，但预计 Q4 有积极的改善；但得益于中高端轻奢系列及新产品销售提升，衣柜毛利率实现历史新高，同增 1.94pct 至 43.79%。期内公司持续推进大家居战略，橱柜、木门、门窗等新品类运营顺利，成为营收新增长点。报告期内橱柜实现营收 0.70 亿元 (+182.55%)，占收入比重 3.14% (+1.98pct)，毛利率下降 0.70pct 至 27.87%，主要系公司采取性价比产品策略，同时适度加大经销商利润空间；19 年木门业务实现营收 0.39 亿元 (+448.02%)，因产能逐步提升，毛利率同比大幅提升 53.04pct 至 12.96%，实现扭亏为盈。同时，公司报告期内新引入门窗业务，实现营收 0.55 亿元，毛利率在 H2 已实现转正，环比 H1 增加 27.39pct 至 6.51%。展望 20 年，公司将继续着力发展衣柜以外的新品类，多产品矩阵完善打开增长空间，带动客单价提升。

■ **全渠道布局捕捉碎片化流量，工程业务订单储备充分、奠基 20 年增长。**

(1) 传统经销渠道持续下沉，19 年公司携手红星美凯龙、居然之家，并着力打通商超渠道，为 2020 年储备优质店源。报告期内，经销门店净增 33 家至 1778 家，且市场逐渐下沉到三至五线城市 (A 类经销商收入下滑 3%，B 类、C 类增长 2%、6%)，20 年计划新开 150-200 家。(2) 线上方面，全年电商平台有效客户增加 26%，转化率明显提升；同时，疫情期间公司抓住 MCN 趋势，在多个平台启动直播带货，累积直播场次超 100 场，总观看人数超 2000 万，总曝光量超 3 亿，意在构建社群+直播+健康的全面营销。(3) 家装方面，截至报告期末公司已与遍布全国的 89 家装企形成合作伙伴关系，完成家装进驻店超过 400 家，出货额增速每月环比均有提升，家装渠道营收占比已超过 7%，实现收入倍增。随着公司多元渠道持续发力，积极应对流量分散化趋势，获客能力将稳步提高。(4) 工程方面，报告期内公司积极开拓房地产商客户，大宗业务实现营收 0.12 亿元，同比增长 795.25%，基数仍然较低，但公司储备的在手订单较为充足有望在 20 年转化为收入。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.66
一年最低/最高价	13.40/21.77
市净率(倍)	1.86
流通 A 股市值(百万元)	4538.79

基础数据

每股净资产(元)	7.90
资产负债率(%)	30.62
总股本(百万股)	309.60
流通 A 股(百万股)	309.60

相关研究

1、《好莱客 (603898)：好莱客：18Q4 费用计提拖累表现，19Q1 实现稳健增长》2019-04-16

- **费用率略增管控优良，盈利能力持续向好。**公司 19 年综合毛利率较 18 年上升 1.21pct 至 40.77%，主要系衣柜业务高毛利率新品占比提升及新品类拓展，叠加稳步提升的材料利用率、采购流程优化带来原料价格的降低。期间费用率同增 1.20pct 至 22.22%，其中销售费用率同减 1.22pct 至 13.52%，主要系公司调整营销策略，注重以新营销方式为主的优质内容的精准投放，传统营销支出下降；管理+研发费用率同增 1.91pct 至 8.46%，其中研发费用率同增 1.41pct 至 3.92%，主要是公司品类增多，加大产品研发及设计投入所致；财务费用率同增 0.50pct 至 0.24%，主要系报告期内计提可转换债券利息费用所致。综合来看 19 年公司归母净利率 16.38%，同减 1.54pct，剔除非经常性损益的影响后，净利率同增 0.03pct 至 14.47%。
- **工程业务增长较快，应收款增多。**截至报告期末公司存货 1.34 亿，较去年增加 0.60 亿，存货周转天数较去年增加 10.52 天至 28.02 天，主要是新品类规模扩张所致；应收账款及票据较去年增 0.15 亿至 0.29 亿，应收账款周转天数较去年增加 1.65 天至 3.47 天，主要系公司对部分符合授信政策的经销商给予授信支持，同时工程项目应收增加。综合来看，报告期内公司经营现金流净额 4.03 亿，较上年同期下降 0.69 亿，主要系当期收到的其他与经营活动有关的现金下降较多。
- **盈利预测与投资评级：**疫情期间公司汉川基地位于疫区、但 3 月以来已经逐渐恢复生产，线下门店也与 3 月中旬开始陆续开业、预计三四线城市已经客流和订单已经恢复较好，且 2-3 月线上直播订单开始转化，看好公司 Q2 业绩环比改善。我们预计 2020-2022 年，公司营业收入分别为 22.52 亿元、24.78 亿元和 27.18 亿元，同比增速分别为 +1.2%、+10.1%和 +9.7%；归母净利润分别为 3.49 亿元、3.82 亿元和 4.19 亿元，同比增速分别为 -4.2%、+9.3%和 +9.7%。当前股价对应 20-22 年 PE 分别为 13.00X、11.89X 和 10.84X，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	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
营业总收入	344.51	558.19	615.44	614.55	362.48	575.05	618.99	668.63
YOY	30.89%	22.68%	15.38%	0.48%	5.22%	3.02%	0.58%	8.80%
归母净利润	35.53	145.60	125.46	75.65	38.43	110.35	112.34	103.41
YOY	38.41%	76.07%	9.16%	-39.34%	8.17%	-24.21%	-10.46%	36.69%
扣非归母净利润	28.12	99.15	113.51	67.19	29.83	98.85	103.24	90.16
YOY	40.08%	27.85%	1.85%	-40.46%	6.11%	-0.31%	-9.05%	34.19%
毛利率	38.74%	39.62%	41.96%	37.57%	39.31%	39.44%	39.29%	41.72%
期间费用率	27.54%	18.02%	19.23%	21.91%	28.52%	17.98%	18.97%	25.47%
其中：销售费用	63.77	72.85	87.65	90.10	69.23	63.56	69.86	98.30
销售费用率	18.51%	13.05%	14.24%	14.66%	19.10%	11.05%	11.29%	14.70%
其中：管理费用	32.13	28.82	18.84	29.67	22.50	21.61	24.51	32.55
研发费用	0.00	0.00	14.17	16.02	12.26	18.92	20.11	35.86
管理+研发费用率	9.33%	5.16%	5.36%	7.44%	9.59%	7.05%	7.21%	10.23%
其中：财务费用	-1.02	-1.10	-2.33	-1.14	-0.61	-0.68	2.93	3.59
财务费用率	-0.30%	-0.20%	-0.38%	-0.18%	-0.17%	-0.12%	0.47%	0.54%
归母净利率	10.31%	26.08%	20.39%	12.31%	10.60%	19.19%	18.15%	15.47%
存货	56.88	63.68	81.07	73.93	86.33	107.05	111.40	133.69
较上年同期增减	15.50%	31.88%	58.75%	43.87%	51.78%	68.10%	37.41%	80.84%
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.54	0.54	0.54	0.52
较上年同期增减	0.00	0.00	0.00	0.00	0.54	0.54	0.54	0.52
应收账款	16.56	29.70	26.09	13.79	40.15	36.61	35.18	28.56
较上年同期增减	8.14	23.49	17.56	6.04	23.59	6.90	9.09	14.77
应付账款及应付票据	131.21	218.01	187.97	253.53	242.53	272.53	222.75	292.70
较上年同期增减	46.72	100.22	51.70	83.79	111.32	54.52	34.78	39.17
预收账款	56.49	90.78	69.01	108.33	79.41	76.74	105.77	132.33
较上年同期增减	-7.08	-17.45	-17.50	14.55	22.92	-14.04	36.76	24.00
经营性现金流净额	-86.04	277.72	52.43	228.05	-44.61	165.34	129.54	152.40
较上年同期增减	-5.72	93.01	-77.45	58.98	41.42	-112.38	77.11	-75.65
筹资性现金流净额	31.87	-34.06	-81.49	-82.12	-75.60	-108.30	615.20	-76.87
较上年同期增减	31.87	32.65	-662.33	-99.18	-107.47	-74.24	696.69	5.25
资本开支	125.70	124.08	116.11	189.60	128.17	106.55	145.49	108.35
较上年同期增减	69.06	80.20	16.24	144.09	2.47	-17.54	29.38	-81.25
ROE	1.71%	6.82%	5.63%	3.29%	1.66%	4.77%	4.65%	4.08%
YOY (±)	-0.48%	-0.04%	-1.68%	-2.98%	-0.05%	-2.05%	-0.98%	0.79%
资产负债率	15.38%	22.26%	16.53%	19.72%	17.01%	18.01%	28.59%	30.62%
YOY (±)	-4.94%	-1.66%	-0.64%	1.60%	1.63%	-4.25%	12.07%	10.91%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 2: 好莱客收入拆分一览

单位: 百万元	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1	2019H2	2019
营业收入	901.03	1081.98	1433.03	1863.25	2132.69	937.53	1287.62	2225.15
YOY	38.69%	20.08%	32.44%	30.02%	14.46%	3.86%	4.69%	4.34%
毛利率	37.34%	38.17%	39.98%	38.34%	39.56%	39.39%	41.77%	40.77%
整体衣柜及配套家具	889.15	1,064.22	1,416.40	1,831.37	2058.26	861.43	1158.54	2019.97
YOY	38.52%	19.70%	33.09%	29.30%	12.38%	-2.25%	-1.57%	-1.86%
占比	98.68%	98.36%	98.84%	98.29%	96.51%	91.88%	89.98%	90.78%
毛利率	36.75%	37.78%	39.65%	39.63%	40.94%	42.38%	43.34%	42.93%
销售量 (万平方米)		461.05	619.34	849.07	982.17	422.18	601.86	1024.04
单价 (元/平方米)		230.83	228.70	215.69	209.56	204.04	192.49	197.25
其中: 整体衣柜	648.98			1,793.30	1,986.28	827.42	1,111.59	1,939.01
YOY	64.23%			28.16%	10.76%			-2.38%
占比	72.03%			96.25%	93.13%	88.26%	86.33%	87.14%
毛利率	45.24%			40.08%	41.85%	43.17%	44.25%	43.79%
成品配套	240.17			38.07	71.99	34.01	46.96	80.97
YOY	-2.66%			121.75%	89.10%			12.47%
占比	26.66%			2.04%	3.38%	3.63%	3.65%	3.64%
毛利率	13.81%			18.06%	15.85%	23.28%	21.71%	22.37%
橱柜					24.7	25.4	44.39	69.79
YOY						1216.06%	94.95%	182.55%
占比					1.16%	2.71%	3.45%	3.14%
毛利率					28.57%	32.06%	25.47%	27.87%
木门					7.08	14.98	23.82	38.80
YOY							236.44%	448.02%
占比					0.33%	1.60%	1.85%	1.74%
销售量 (万樘)					0.47	0.92	1.49	2.41
单价 (万元/万樘)					1506.38	1628.26	1594.38	1607.29
毛利率					-40.08%	4.81%	18.09%	12.96%
门窗						18.67	36.14	54.81
占比						1.99%	2.81%	2.46%
销售量 (万平方米)						4.09	5.55	9.64
单价 (元/平方米)						456.48	651.17	568.57
毛利率						-20.88%	6.51%	-2.82%

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)					利润表(百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1780	1765	1958	1995	营业收入	2225	2252	2478	2718
现金	507	563	655	762	减:营业成本	1334	1365	1502	1648
应收账款	29	8	32	12	营业税金及附加	22	24	25	28
存货	134	79	155	101	营业费用	301	286	308	339
其他流动资产	1111	1115	1116	1120	管理费用	188	185	206	228
非流动资产	1929	2150	2405	2660	财务费用	5	-6	-7	-8
长期股权投资	16	13	15	14	资产减值损失	-8	1	13	1
固定资产	1023	1143	1196	1250	加:投资净收益	32	30	29	20
在建工程	555	748	938	1126	其他收益	16	0	0	0
无形资产	170	170	179	190	营业利润	407	422	459	502
其他非流动资产	165	76	77	81	加:营业外净收支	3	-1	-0	1
资产总计	3709	3916	4363	4656	利润总额	417	421	459	502
流动负债	561	521	666	633	减:所得税费用	62	62	68	74
短期借款	0	0	0	1	少数股东损益	9	9	9	9
应付账款	293	253	348	311	归属母公司净利润	365	349	382	419
其他流动负债	268	268	319	320	EBIT	402	416	462	502
非流动负债	575	570	573	572	EBITDA	433	437	483	524
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	575	570	573	572	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	1136	1092	1239	1204	每股收益(元)	1.18	1.13	1.23	1.35
少数股东权益	24	24	24	24	每股净资产(元)	8.23	9.04	10.01	11.07
归属母公司股东权益	2549	2800	3100	3427	发行在外股份(百万股)	310	310	310	310
负债和股东权益	3709	3916	4363	4656	ROIC(%)	11.0%	10.6%	10.8%	10.7%
					ROE(%)	14.6%	13.3%	13.1%	13.0%
					毛利率(%)	40.1%	39.4%	39.4%	39.4%
					销售净利率(%)	16.4%	15.5%	15.4%	15.4%
					资产负债率(%)	30.6%	27.9%	28.4%	25.9%
					收入增长率(%)	4.3%	1.2%	10.1%	9.7%
					净利润增长率(%)	-4.6%	-4.2%	9.3%	9.7%
					P/E	12.45	13.00	11.89	10.84
					P/B	1.78	1.62	1.46	1.32
					EV/EBITDA	11.94	11.61	10.61	9.51

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>