

投资评级：推荐（维持）

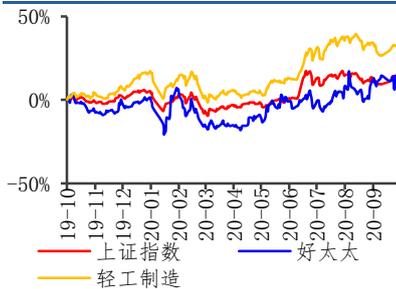
报告日期：2020年10月18日

市场数据

目前股价	15.18
总市值（亿元）	60.87
流通市值（亿元）	10.79
总股本（万股）	40,100
流通股本（万股）	7,111
12个月最高/最低	17.20/10.92

分析师

分析师：张潇 S1070518090001
 ☎ 0755-83881635
 ✉ xiaozhang@cgws.com
 分析师：林彦宏 S1070519060001
 ☎ 0755-83881635
 ✉ linyh@cgws.com
 联系人（研究助理）：邹文婕
 S1070119010007
 ☎ 0755-83559624
 ✉ zouwenjie@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<渠道改革加速下沉，工程渠道放量在即>>
 2020-08-26
 <<短期受疫情影响承压，看好下半年业绩修复>> 2020-04-28
 <<业绩压力增大，调整期不改初心深化智能家居布局>> 2019-10-30

Q3 业绩恢复双位数增长，渠道改革成效初显

——好太太（603848）2020 三季度报点评

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1310	1260	1298	1533	1786
(+/-%)	17.7%	-3.8%	3.0%	18.1%	16.5%
净利润（百万元）	261	279	284	331	384
(+/-%)	26.6%	7.2%	1.7%	16.3%	16.1%
摊薄 EPS	0.65	0.70	0.71	0.82	0.96
PE	23	22	21	18	16

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- Q3 渠道改革出现成效，单季业绩实现双位数增长。** Q1-3 公司实现营业收入 6.93 亿元，同比-19.25%；实现归母净利润 1.52 亿元，同比-13.61%；扣非后归母净利润 1.28 亿元，同比-14.43%。分季度看，Q1/Q2/Q3 分别实现营业收入 1.22/2.51/3.2 亿元，同比分别-53.62%/-19.77%/+13.51%；实现归母净利润 0.2/0.61/0.71 亿元，同比分别-61.29%/-1.62%/+13.01%。Q2 公司对渠道端进行了大刀阔斧的改革，通过实行统仓统配模式降低经销商服务压力，令经销商专注于零售端，降低经销商资本压力，加速渠道拓展与下沉。经过数月磨合，Q3 新模式已步入正轨，单季收入端及利润端增速均快速恢复至 10% 以上。
- 盈利能力保持稳定。** Q1-3 公司毛利率同比+0.76pcpts 至 48.89%；净利率同比+1.39pcpts 至 21.92%。Q3 单季毛利率同比-0.4pcpt 至 48.75%，净利率同比-0.16pcpts 至 22.7%。Q1-3 期间费用率同比-0.62pcpts 至 24.95%；其中，销售费用率+0.52pcpts 至 17.4%；管理费用率（含研发费用率 3.33%）同比-0.57pcpts 至 8.26%；财务费用率同比-0.57pcpts 至-0.72%。Q3 单季期间费用率同比-2.14pcpts 至 22.71%；其中，销售费用率+1.98pcpts 至 17.15%；管理费用率（含研发费用率 2.67%）同比-3.33pcpts 至 6.46%；财务费用率同比-0.79pcpts 至-0.9%。公司整体盈利能力保持稳定，费用结构变化或与渠道模式调整有关。
- Q3 现金流明显恢复，新模式下存货压力可控。** Q1-3 实现经营现金流-0.4 亿元，同比-168.03%；经营现金流/经营活动净收益比值为-26.43%；销售现金流/营业收入同比+0.38pcpts 至 102.35%。Q3 实现经营现金流 1.02 亿元，同比+156.5%。Q3 公司现金流明显修复。周转效率方面，Q1-3 净营业周期-39.11 天，同比上升 7.33 天。其中，存货周转天数 77.25 天，同比上升 38.79 天；应收账款周转天数 26.63 天，同比上升 10.21 天；应付账款周转天数 142.99 天，同比上升 41.67 天。Q3 单季存货周转天数上升 38.8

天，应收账款天数上升 10.2 天，应付账款天数上升 41.7 天。新模式下存货天数上升较多，但公司对上下游话语权较强，整体的经营效率较为稳定。

- **投资建议：** Q3 渠道改革成效显现，业绩恢复较快增长，渠道下沉有望加速；同时工程渠道处于低渗透时期，公司有望持续受益。预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.71/0.82/0.96 元，对应 PE 分别为 21/18/16x，维持“推荐”的投资评级。
- **风险提示：** 宏观经济增速放缓，原材料价格波动，产品推广不及预期，竞争加剧，渠道改革效果不及预期。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1310.21	1260.27	1298.29	1533.06	1785.73	成长能力					
营业成本	751.32	636.22	660.97	783.79	915.52	营业收入增长	17.7%	-3.8%	3.0%	18.1%	16.5%
营业费用	189.01	213.50	226.43	270.44	318.58	营业成本增长	12.5%	-15.3%	3.9%	18.6%	16.8%
管理费用	48.63	55.77	54.86	63.24	71.88	营业利润增长	30.0%	7.0%	0.6%	16.7%	16.6%
研发费用	42.97	52.90	57.09	68.94	80.31	利润总额增长	28.6%	5.3%	1.7%	16.3%	16.1%
财务费用	-1.17	-1.61	-4.43	-10.98	-20.53	净利润增长	26.6%	7.2%	1.7%	16.3%	16.1%
投资净收益	36.20	29.83	29.83	29.83	29.83	获利能力					
营业利润	302.67	323.71	325.54	380.06	443.13	毛利率(%)	42.7%	49.5%	49.1%	48.9%	48.7%
营业外收支	6.78	2.27	6.00	5.52	4.60	销售净利率(%)	19.9%	22.3%	22.0%	21.7%	21.6%
利润总额	309.45	325.98	331.54	385.58	447.73	RCE(%)	20.3%	19.1%	17.3%	17.6%	17.8%
所得税	48.87	44.90	45.66	53.10	61.66	ROIC(%)	129.2%	-291.9%	-281.8%	-273.3%	-163.2%
少数股东损益	0.00	1.62	1.64	1.91	2.22	营运效率					
净利润	260.58	279.47	284.24	330.56	383.84	销售费用/营业收入	14.4%	16.9%	17.4%	17.6%	17.8%
资产负债表						管理费用/营业收入	3.7%	4.4%	4.2%	4.1%	4.0%
流动资产	1212.24	1498.93	1633.55	2004.63	2296.14	研发费用/营业收入	3.3%	4.2%	4.4%	4.5%	4.5%
货币资金	839.03	474.24	662.36	910.62	1299.01	财务费用/营业收入	-0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.7%	-1.1%
应收票据及应收账款	27.21	51.31	10.37	85.15	33.50	投资收益/营业利润	12.0%	9.2%	9.2%	7.8%	6.7%
其他应收款	2.49	4.32	2.69	5.59	4.06	所得税/利润总额	15.8%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%
存货	69.64	120.84	111.88	154.70	111.43	应收账款周转率	76.63	32.10	42.10	32.10	30.10
非流动资产	417.78	443.40	442.47	449.63	446.11	存货周转率	11.81	6.68	5.68	5.88	6.88
固定资产	56.04	58.36	61.23	59.27	54.76	流动资产周转率	1.08	0.93	0.83	0.84	0.83
资产总计	1630.02	1942.33	2076.02	2454.26	2742.25	总资产周转率	0.87	0.71	0.65	0.68	0.69
流动负债	340.43	469.79	417.84	563.86	566.04	偿债能力					
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率(%)	21.1%	24.3%	20.2%	23.0%	20.7%
应付账款	208.52	339.52	283.50	422.04	366.59	流动比率	3.56	3.19	3.91	3.56	4.06
非流动负债	3.01	1.53	1.53	1.53	1.53	速动比率	2.55	2.86	3.57	3.22	3.80
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)					
负债合计	343.45	471.32	419.38	565.40	567.58	EPS	0.65	0.70	0.71	0.82	0.96
股东权益	1286.57	1471.01	1656.64	1888.86	2174.68	每股净资产	3.21	3.66	4.11	4.69	5.40
股本	401.00	401.00	401.00	401.00	401.00	每股经营现金流	0.65	1.39	0.68	0.82	1.12
留存收益	547.97	727.19	910.52	1123.73	1371.31	每股经营现金/EPS	1.00	1.99	0.95	0.99	1.17
少数股东权益	0.00	5.21	6.85	8.77	10.98	估值比率					
负债和股东权益	1630.02	1942.33	2076.02	2454.26	2742.25	P/E	23.36	21.78	21.42	18.41	15.86
现金流量表						PEG	0.93	0.96	1.85	2.18	1.42
经营活动现金流	285.01	305.03	270.73	327.35	447.27	P/B	4.73	4.15	3.69	3.24	2.81
其中营运资本减少	12.09	293.64	1.56	23.19	99.05	EV/EBITDA	17.11	14.13	13.84	11.61	9.26
投资活动现金流	-284.53	-574.33	13.22	10.17	20.83	EV/SALES	4.01	3.81	3.56	2.85	2.23
资本支出	279.13	36.64	-0.93	7.16	-3.52	EV/IC	4.07	3.27	2.80	2.32	1.84
筹资活动现金流	-62.38	-99.44	-95.82	-89.27	-79.72	ROIC/WACC	12.19	-27.55	-26.59	-25.80	-15.41
现金净增加额	-61.90	-368.75	188.13	248.26	388.39	REP	0.33	-0.12	-0.11	-0.09	-0.12

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，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，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>