

坚定看好定制家居未来 2-3 年发展, 新管理层效应逐步发挥

好莱客 (603898.SH)

推荐 维持评级

核心观点:

1、非常确定性看好定制家具行业两三年之内的发展: 行业在发展、企业在进步、行业渗透率在逐步提升, 渗透率提升的关键在于年轻消费者理念的变化, 需要一站式满足各种需求, 也恰恰对应着传统建材城及大卖场的清淡。2016 年地产销售数据又偏好, 短期行业内几家龙头的业绩完全不用担心。

2、好莱客去年经历了管理层更替的阵痛, 目前人员都已经到位, 管理层经过大变动之后基本消化完毕, 4 月份完成股权激励, 未来体系建设会有比较大的发力空间。(1) 从渠道建设角度, 公司去年年末 1200 家左右店铺, 相较于欧派 3000 家门店仍有较大扩张空间, 我们预计 2016 年扩张规模在 400 家左右, 此外, 在一线城市开店也有望取得突破; (2) 客单价提升有很大空间, 原有年轻消费者消费习惯变化, 全屋定制是公司发展方向, 我们认为对具有定制基因和定制属性标的外延式并购会是比较好的切入新品类方式。

3、促销套餐重在引流, 企业间的差距更多是软实力的差距: 现在行业发展趋势很好、基本全款现货, 接近 40% 的毛利率说明行业根本未处于所谓的价格战阶段, 799、777、888 的价格属于促销套餐, 更多是引流方式, 主要销售的是套餐以外的产品。就各个企业之间的差距, 设备、信息技术、广告等都是可以通过资本实现的, 真正的差距是软实力的差距 (服务、对消费者把握等); 通过软实力的提升未来毛利率还会有小幅的 1-2% 提升, 40% 以上的毛利率是很难实现的。

4、好莱客无疑是一家务实的企业, 在行业 2016 年处于高速发展期、未来两到三年基于行业渗透率提升仍能实现较高增长, 随着公司新的管理团队到位、股权激励完成, 根据公司股权激励行权条件, 未来三年收入复合增速约为 30%, 我们预计公司 2016、2017 年净利润增速分别为 40%、35%, 净利润规模分别为 2.24 亿、3 亿, 当前 90 亿元市值对应 PE 分别为 40、30 倍, 继续维持对公司推荐评级。

分析师

马莉 轻工制造业首席分析师

☎: (8610) 6656 8489

✉: mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020012

特此鸣谢

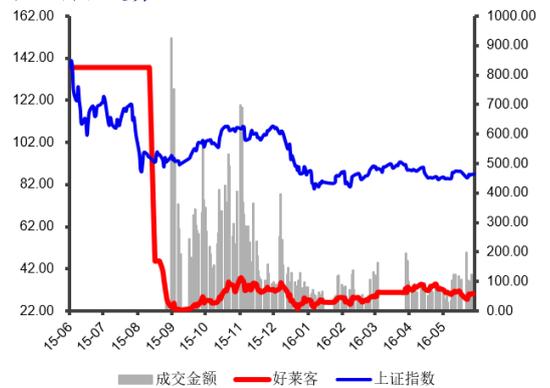
郝帅

☎: (8610) 83571374

✉: haoshuai@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

板块价格走势:



资料来源: WIND 中国银河证券研究部

一、市场普遍关心的问题

（一）好莱客目前的订单情况及行业发展趋势

订制行业收入季节性非常明显，去年一季度基数比较低，所以一季度业绩没有参考性。

好莱客去年经历了一个阵痛，管理层的更替、在各行各业招聘，目前人员都已经到位，未来体系建设会有比较大的发力空间。**管理层经过大的变动之后基本已经消化完，二季度的情况从4、5月份平稳上升的趋势，4月份完成股权激励**，总体还不错。

非常确定性看好行业两三年之内的发展，今年完全不用担心业绩，行业在发展、企业在进步、房地产数据偏好，行业渗透率在逐步提升，短期内业绩没有什么需要担忧的。

一定要谈行业风险：（1）随着渗透率达到一定阶段后才会出现——替代性趋势，和房地产销售还不是100%相关性，不过现在渗透率确实很低；（2）单纯以产品谋生的企业是不是会被颠覆不好说，如果出现改变生活方式、模式业态创新黑马可能会颠覆现有业态。

（二）经销商盈利、渠道开拓及布局

经销商5折左右提货，其毛利水平40%-50%之间，整个行业大概如此，净利率在10%以上、15%左右（成熟状态）。公司层面会有指导价，在这个指导价上下会有个10%的浮动。

经销商一般开业6个月到12个月就可以达到收支平衡，这和当地的经济总量、人工工资、租金成本有关系，这个行业现在是非常好的行业，90%的经销商都是可以赚钱的。所以招商一点都不麻烦，对经销商要求非常高，量体、设计、安装三方面都要具备。

好莱客目前每个地区发展都比较均衡，华东相对比较好一些，占收入33%，其次华南29%，再往下就是华中等地区，没有特别弱势的区域，门店数量在全国各个省市基本覆盖，华东做得好主要原因还是地区经济发展强一些、相对讲究生活品质。

从渠道发展瓶颈上，欧派橱柜3000多家门店，定制衣柜3000家以内没有问题。空白网点做覆盖是很有必要的（15万以上人口县级市未覆盖到的还是很多），提升单店的盈利能力也是有必要的，好莱客不会偏向于哪一点，预计两三年内开店都会保持一个高速增长、毕竟网点数确实不够。

公司经销商网点三四线城市占多数，销售收入三四线城市占85%，网点数量差不多也是这个比例。考虑到索菲亚有先发优势，所以公司决定走市场差异化路线，深耕三四线城市，采取农村包围城市战略。

好莱客进入15、16年进入一二线城市机会也在出现，原来是建材商超是主渠道，15、16年传统卖场人流也下来了，年轻人买家具的买法也发生了变化、信赖品牌追求个性，现在有些店也开在城市综合体内，大家机会相对均等。一二线城市发力也是可期的。

今年目标开设经销商数量门店300-500家，估计二季度尤其是下半年开店速度会加快，预计全年400家左右（去年年末接近1200家）。

好莱客目前大概 20 多家直营店，主要是广州和上海地区，但是直营店是在收缩。原来北京、广州、上海都有，后来北京的直营店在 14 年就转出来了。好莱客本身的经营模式就是以经销商为主，但是大城市开直营店是因为大城市要求比较高，需要有一两个直营标杆店给经销商学习，做产品测试用，未来肯定还是以经销商为主。

（三）毛利率和净利润率提升可能性

毛利率水平好莱客跟同行比较接近、37%-38%左右，会有一个向上的空间、但也就是 1、2 个点的提升，40%上下的毛利率非常不错了——毕竟目前两家用的都是世界级最先进的生产设备，信息化技术水平较高，未来提升只能依靠订单、大数据积累，提升效率还是可能的。

（四）怎么看跟索菲亚的优势地位、追赶的可能性

索菲亚之所以是行业龙头，渠道深耕细作、经销商服务能力、品牌推广知名度、供应链整合做的都很好。

能用钱解决的差距都不是差距，现金流很好，有资本市场平台，公司到目前为止，生产能力和水平不会有太大差距，何况一条生产线就是几千万事情，软件也不会是问题。要实现追赶的关键要么是体系的建设及服务能力的提升、对消费者需求的把握，要么是新模式出现。靠着传统竞争模式想要超越索菲亚概率不大，索菲亚增 10%、就要靠好莱客增 30% 才能实现同体量增加。

（五）怎么看跟索菲亚的优势地位、追赶的可能性

目前没有到价格战阶段，如果是、不可能有接近 40% 毛利率的；目前行业处于替代阶段、日子很好过，大家都是全款现货；索菲亚是有 799 的促销方案，好莱客有 777、888，这些促销套餐都是引流的手段，进去买的大部分不是这种套餐。

（六）客单价提升的来源，全屋定制的实现

收入端是可期的，依赖于客单价的提升，门店数量的扩展。尤其是客单价提升是必然，随着消费者年轻化更期望可以一站式解决消费的问题，作为衣柜定制起家的公司，客单价的提升不是靠实木等比例提升，靠的一站式家居。公司目前定制衣柜可以打 80 分，但其他餐桌、电视柜等可能目前处于 20 分、达到 40 分是很快的，这部分产能不是问题、关键是设计和安装。关于全屋定制，我们估计也不排除通过并购整合方式实现供应链快速提升——需要有定制基因和定制属性。

（七）安装的熟练工是不是扩张的瓶颈

经销商自己会培训安装工，而且板式家具的安装非常简单（所有空位都是打好孔、对着图纸安装即可），安装工社会化也是一个趋势。但是其他服务是需要制定标准的，服务质量难点不在安装上，而是专业化的服务水平、让消费者体验感很好。

（八）安装的熟练工是不是扩张的瓶颈

高新技术认定目前还没有下来，现在公司 6 月份正在申报。

定增还没有报会，一年锁定询价方式；好莱客是扎实务实的企业，不是以圈钱为主的企业。第一阵营，除了索菲亚和好莱客，尚品宅配、欧派，四家可以占到订制家具 20% 份额。

二、公司背景资料要点

2015 年 2 月 17 日上市，目前最新交易日总市值 89.6 亿，流通市值 24.8 亿，2015 年公司营业总收入 10.82 亿元，比上年同期增加 20.08%，归属母公司股东净利润 1.6 亿元，比上年同期增加 14.94%；截至 2015 年末，公司共有经销商 926 家，经销商专卖店 1,174 家（不含在设计未接订单的店面数量）。公司第一大股东沈汉标持股 42.9%，第二大股东王妙玉持股 27.5%，沈汉标与王妙玉为夫妻关系共持股 70.5%，为公司实际控制方。

（一）公司实际控制人及总经理增持情况：

沈汉标先生于 2016 年 1 月 8 日增持公司股份 33.93 万股，平均增持股价为 27.34 元/股；2016 年 1 月 12 日至 2 月 3 日增持了 44.55 万股，平均增持股价为 25.23 元/股。

公司总经理周懿先生于 2016 年 1 月 13 日增持 25,000 股，平均增持股价为 25.23 元/股；2016 年 1 月 14 日增持 18,425 股，平均增持股价为 22.32 元/股；2016 年 1 月 27 日增持 42,200 股，平均增持股价为 23.55 元/股。

（二）公司限制性股权激励情况：

2016 年 4 月 9 日公司公告限制性股票激励计划，向公司高层管理层及中层管理人员、技术骨干共 12 人授予上市公司股票，本激励计划拟授予的限制性股票数量 720 万股，占公司股本的 2.45%，2015 年首次授予限制性股权 590 万股，价格为 14 元/股，其中总经理周懿占 294 万股，副总经理林昌胜占 70 万股，公司限制性股权激励计划分三年解锁，解锁比例分别为 30%、30%、40%；解锁条件分别为以 2015 年为基数，公司 2016 年净利润增长率不低于 20%，营业收入增长率不低于 28%；以 2015 年为基数，公司 2017 年净利润增长率不低于 50%，营业收入增长率不低于 66%；以 2015 年为基数，公司 2018 年净利润增长率不低于 95%，营业收入增长率不低于 120%，其中净利润指扣除非经常性损益的净利润。

原定参与限制性股权激励计划的董事、副总经理、董事会秘书蒋乾乾于 2016 年 6 月 18 日离职，放弃参与限制性股权激励计划，我们估计是上一年度高管变动的延续。

以此推算未达到此解锁条件，2016-2018 年营业收入分别达到：13.85 亿元、17.96 亿元、23.80 亿元；扣非净利润分别达到 1.83 亿元、2.23 亿元、2.92 亿元。

(三) 公司非公开发行股票情况:

2016年4月19日,公司公告非公开发行预案,发行3234万股,募集资金不超过8.25亿元,价格为不低于25.50元/股,发行对象未确定一年以内采取锁定询价方式,募投资金5.51亿元用于定制家居智能生产建设项目,1.68亿元用于品牌建设项目,1.06亿元用于信息系统升级建设项目。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

马莉，轻工制造行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn