

好莱客 (603898.SH)

家用轻工行业

评级：买入 首次评级

公司深度研究

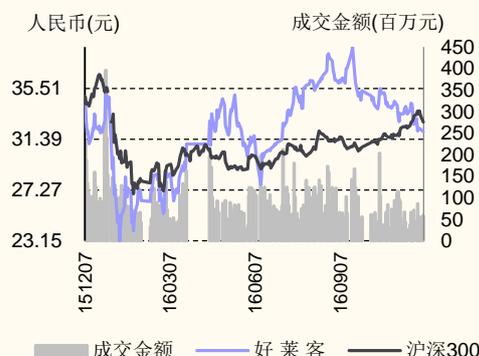
市场价格(人民币): 32.00 元

## 产能逐次释放, 业绩即将跃升

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	87.23
总市值(百万元)	9,596.80
年内股价最高最低(元)	38.86/23.15
沪深 300 指数	3469.41
上证指数	3204.71



## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	1.92	0.55	0.77	1.08	1.55
每股净资产(元)	5.18	3.22	3.93	4.91	6.32
每股经营性现金流(元)	2.22	0.73	1.06	1.45	2.03
市盈率(倍)	N/A	62	42	30	21
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	98	98	98
净利润增长率(%)	40.55%	14.94%	39.30%	40.33%	43.05%
净资产收益率(%)	37.14%	17.14%	19.60%	21.99%	24.44%
总股本(百万股)	73.50	294.00	294.00	294.00	294.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **我国整体衣柜领军品牌:** 公司在行业中最先提出了“整体衣柜”概念, 并成为继索菲亚之后国内第二家定制家居上市公司。2014 年起, 公司提出“全屋原态定制”大家居发展战略, 各项经营能力持续提升且业内领先。
- **定制家具行业成长空间巨大, 分散格局孕育龙头成长空间。** 相较于成品或打制家具, 定制家具由于个性化定制设计、环保性能好等成为家具行业中最具成长性的细分行业, 预计未来每年将保持 18% 以上增速, 到 2020 年定制家具行业整体营收规模将接近 3,500 亿元。另外, 对比大家居行业发展成熟的韩国, 我国家具行业竞争格局较为分散, 在能源运费价格提涨、消费持续升级、供给侧改革加速弱势企业淘汰及环保政策趋严的形势下, 整个大家居行业集中度将不断提升, 行业竞争也将呈现强者恒强的格局。
- **专注做强衣柜主业, 品牌与效益兼备。产品端:** 公司产品设计风格齐全且环保性能突出, 全屋定制大家居战略正稳步推进, 未来多样化品类拓展空间巨大。**渠道端:** 公司在加密一二线城市布局的同时, 积极推进四五线销售网点的下沉; 对比于索菲亚, 公司营收区域更加集中, 有利于形成区域性竞争优势, 并实现由区域龙头发展成为全国龙头的发展目标; 公司积极推进的 O2O 布局也有助于线上线下交互运营效应不断强化。
- **扩产能、提效率、控成本, 共助业绩表现靓丽。** 公司近年产销率超 99%, 随着新增产能逐步释放, 将有效破除公司现存瓶颈, 同时伴随公司智能生产项目推进, 柔性化定制生产能力也将进一步提高。此外, 近年公司不断加强营销改革, 目前期间费率已达五年最低值, 未来随着募投项目持续推进, 智能化生产水平不断提升, 公司营销规模与经营效率仍有较大提升空间。

## 估值和投资建议

- 我们预测公司 2016-2018 年完全摊薄后 EPS 为 0.77/1.08/1.55 元。公司作为国内整体衣柜领军品牌及定制家具第二家上市公司, 品牌竞争优势凸显。考虑到公司 IPO 项目产能即将快速释放, 参考可比公司发展路径亦有向其他定制类家居延伸的可能性, 我们给予公司 2017 年 PE 为 36 倍, 对应目标价 38.9 元/股, 首次给予“买入”评级。

## 风险

- 宏观经济波动风险; 原材料成本上涨风险; 新产能无法及时消化的风险。

揭力

分析师 SAC 执业编号: S1130515080003  
(8621)60935563  
jie\_li@gjzq.com.cn

邱思佳

联系人  
qiujia@gjzq.com.cn

## 内容目录

估值及投资评级 .....	4
公司概况：我国整体衣柜领军品牌 .....	4
行业具备短中长期驱动因素，分散格局孕育龙头成长空间 .....	8
好莱客：专注做强衣柜主业，品牌与效益兼备 .....	12
产品环保品质突出，品类有待提升，“全屋原态定制”值得期待 .....	12
渠道：线下渗透速度加快，O2O 模式交互效应有望进一步加强 .....	16
扩产能、提效率、控成本，共助业绩表现靓丽 .....	18
资本催化“大家居”良好发展预期，股权激励保证运营动力 .....	19
风险因素 .....	20
宏观经济波动风险 .....	20
原材料价格波动风险 .....	20
新产能无法及时消化的风险 .....	20
盈利预测 .....	21
关键假设 .....	21
盈利预测 .....	21

## 图表目录

图表 1：可比公司估值情况 .....	4
图表 2：好莱客 2015 年主营收入分解 .....	5
图表 3：好莱客历史营运表现 .....	5
图表 4：好莱客 2015 年营业利润分解 .....	5
图表 5：好莱客近年盈利表现 .....	5
图表 6：好莱客近年经营效率 .....	5
图表 7：好莱客近年现金流和盈利能力 .....	5
图表 8：好莱客部分品牌荣誉 .....	6
图表 9：好莱客是国内第二家定制家居上市公司 .....	6
图表 10：好莱客已具备业内领先的品牌竞争优势 .....	6
图表 11：好莱客股权结构 .....	7
图表 12：好莱客发展历程 .....	7
图表 13：好莱客业务体量较索菲亚仍有较大差距 .....	8
图表 14：好莱客盈利能力比肩索菲亚 .....	8
图表 15：好莱客应收账款周转率行业居首 .....	8
图表 16：好莱客存货周转率行业居首 .....	8
图表 17：2011-2016 年家具与地产行业景气度跟踪 .....	9
图表 18：2005 年开始我国商品房销售放量明显 .....	9
图表 19：旧房翻新也成为主要家装消费来源之一 .....	9
图表 20：我国历年人口出生率（%） .....	10

图表 21: 各年龄段家具消费情况 .....	10
图表 22: 定制家具产品明显优于传统家具.....	10
图表 23: 定制家具企业市场竞争情况 .....	10
图表 24: 我国大家居行业竞争格局极度分散 .....	11
图表 25: 韩国家具龙头汉森市占率较高 .....	11
图表 26: 定制家具行业市场规模测算 .....	12
图表 27: 好莱客主要产品大类 .....	13
图表 28: 好莱客与索菲亚产品系列对比 .....	13
图表 29: 好莱客致力打造环保品牌.....	14
图表 30: 好莱客原生态系列板材通过美国 CARB 的 NAF 级最高认证.....	14
图表 31: 好莱客全屋定制大家居产品体系已初步成形 .....	15
图表 32: 索菲亚全屋定制布局相对更加成熟完善.....	16
图表 33: 定制衣柜消费市场价格评测 .....	17
图表 34: 好莱客开店速度不断加快.....	17
图表 35: 好莱客营收地区分布比索菲亚更为集中 .....	17
图表 36: 好莱客线上线下交互运营模式 .....	18
图表 37: 好莱客近年产销率均在 99%以上 .....	18
图表 38: 2016 年前三季, 好莱客收入增速伴随产能投放而提高 .....	18
图表 39: 2016 年以来, 好莱客成本增速低于收入增速.....	19
图表 40: 好莱客销售费用率近达近年最低值.....	19
图表 41: 好莱客非公开发行募投项目 .....	19
图表 42: 好莱客股权激励未来解锁情况 .....	20
图表 43: 解锁条件隐含的未来主营收入成长情况.....	20
图表 44: 解锁条件隐含的未来净利润成长情况 .....	20
图表 45: 好莱客盈利预测 .....	21

## 估值及投资评级

- **首次覆盖给予“买入”评级。**好莱客从事整体衣柜及配套家具的制造和销售。我们认为其估值应该参考 A 股中从事家居业务，特别是已经或者正在大力推进定制家居业务的公司。我们选取索菲亚、曲美家居、顾家家居、海鸥卫浴、宜华生活和德尔未来作为估值参考。可比公司 2016-2018 年预测 PE 中值分别为 43/34/27 倍。我们预测公司 2016-2018 年完全摊薄后 EPS 为 0.77/1.08/1.55 元/股。考虑到公司 IPO 项目产能即将快速释放，参考可比公司发展路径亦有向其他定制类家居延伸的可能性，我们给予公司 2017 年 PE 为 36 倍，对应目标价 38.9 元/股，首次给予“买入”评级。

图表 1：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)				PB (倍)		EPS CAGR	PEG
				2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E	2016E	(%)	(倍)	
002572	索菲亚	56.29	259.90	1.04	1.45	1.97	2.59	54	39	29	22	8.2	35.5	1.5	
603818	曲美家居	18.50	89.56	0.26	0.39	0.51	0.66	71	48	36	28	6.4	36.6	1.9	
603816	顾家家居	54.54	224.98	1.51	1.43	1.68	1.97	36	38	32	28	6.1	9.3	3.9	
002084	海鸥卫浴	11.39	51.97	0.11	0.15	0.23	0.37	103	77	49	31	4.3	49.2	2.1	
600978	宜华生活	11.48	170.23	0.42	0.53	0.68	0.86	27	22	17	13	2.3	26.9	1.0	
002631	德尔未来	21.12	137.25	0.21	0.35	0.57	0.80	101	61	37	26	5.1	56.5	1.8	
平均值								65	47	33	25	5.4	35.7	2.0	
中值								63	43	34	27	5.6	36.1	1.9	
603898	好莱客	32.00	95.97	0.55	0.77	1.08	1.55	58	42	30	21	8.1	40.9	1.4	

来源：Wind，国金证券研究所注：股价为 2016 年 12 月 5 日收盘价

## 公司概况：我国整体衣柜领军品牌

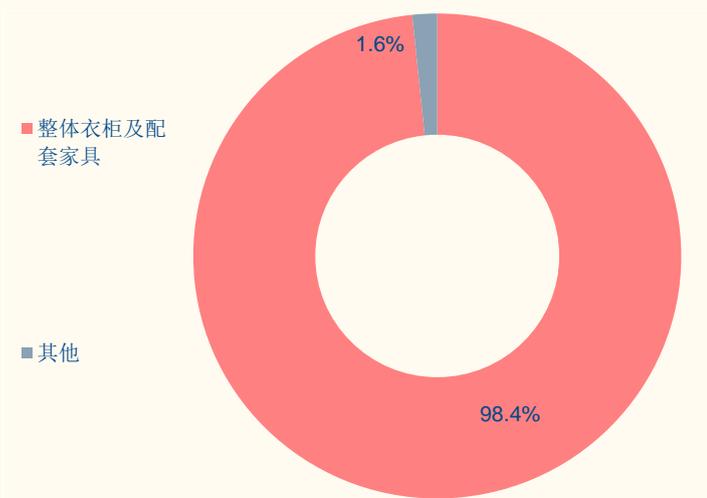
**公司沿革：**好莱客创立于 2002 年，是一家致力于整体衣柜及配套家具制造销售的企业。“好莱客”品牌寓意“Home Like”，即舒适的家。公司秉承大师设计和专业化定制发展理念，目前已经拥有十多个产品系列的整体衣柜领军品牌。

**管理层简介：**沈汉标先生是公司董事长，同时兼任广东好太太科技集团有限公司执行董事，无海外永居留权。沈汉标先生曾任广州第十届政协委员，第十三届人大代表，现为第十四届人大代表，广州工商联委员及广东省家居业联合会副会长等。

**股权结构：**公司董事长沈汉标和董事王妙玉为夫妻关系，分别持有公司 42.80% 和 26.93% 股份，为公司共同实际控制人。2016 年 6 月，公司完成了限制性股票激励计划首次授予登记，激励对象为包括总经理在内的 12 名中高层管理层，限制性股票数量为 590 万股，占公司总股本 2.01%。

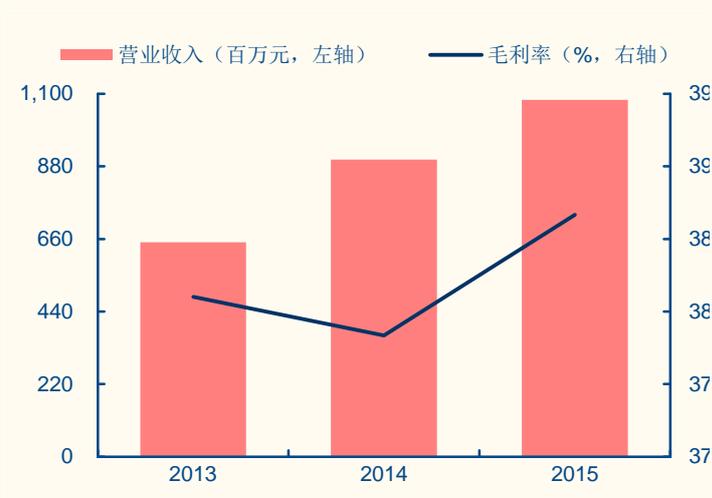
**融资历史与大小非情况：**公司于 2015 年 2 月 17 日首发上市，发行后总股本为 9,800 万股。2015 年 9 月 8 日，公司完成资本公积金转增股本，转增后公司总股本为 29,400 万股。2016 年 4 月 19 日，公司披露 2016 年度非公开发行预案，拟发行 3,234.5 万股，发行价为 25.50 元/股。

图表 2: 好莱客 2015 年主营收入分解



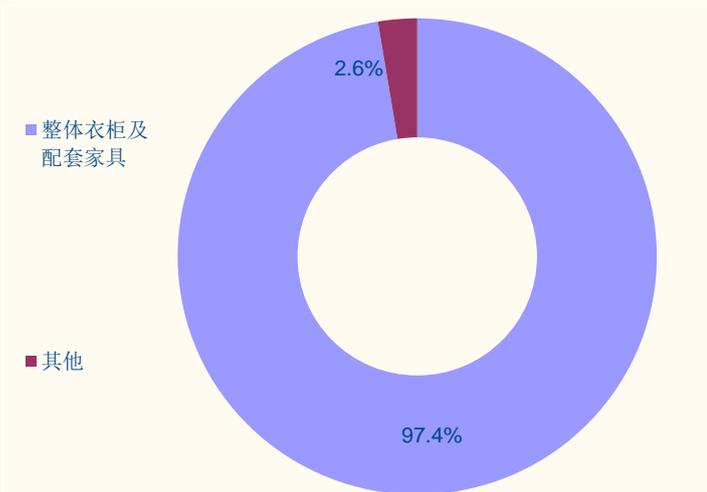
源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 好莱客历史营运表现



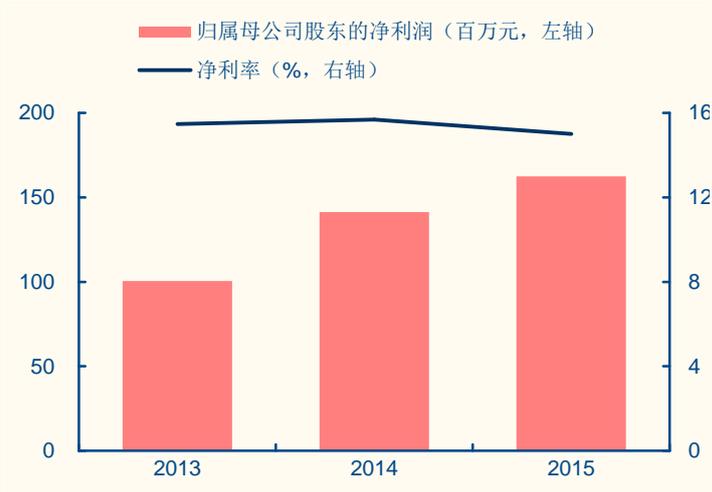
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 好莱客 2015 年营业利润分解



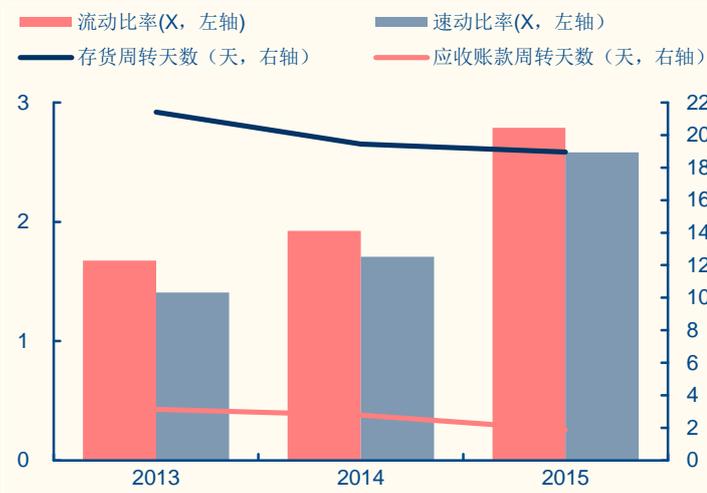
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: 好莱客近年盈利表现

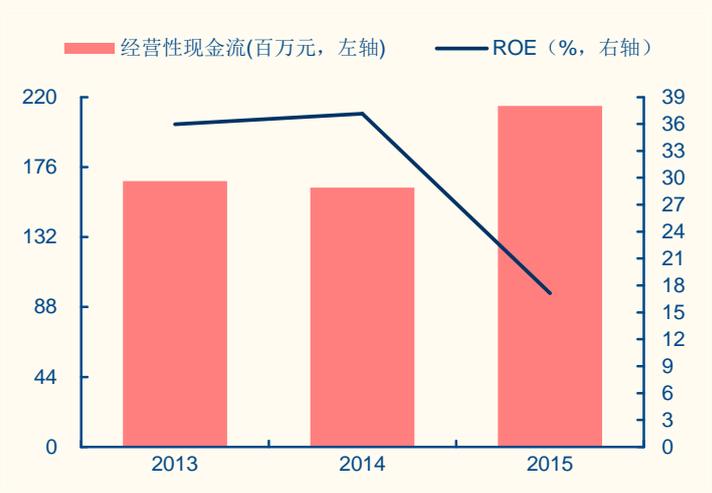


来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 好莱客近年经营效率



图表 7: 好莱客近年现金流和盈利能力



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

- 名列“中国十大衣柜品牌”。公司成立于 2002 年，以开发、生产、销售整体衣柜及配套家具为主营业务，是我国整体衣柜行业的领军品牌之一。公司秉承“以原创定义设计，以可持续经营未来”的经营理念，通过专业化和定制化的服务，为客户提供最满意的家居产品。公司曾多次获得“低碳环保品牌”称号，2014 年被选为“最具品牌价值的中国十大衣柜品牌”。

图表 8：好莱客部分品牌荣誉



来源：公司官网，国金证券研究所整理

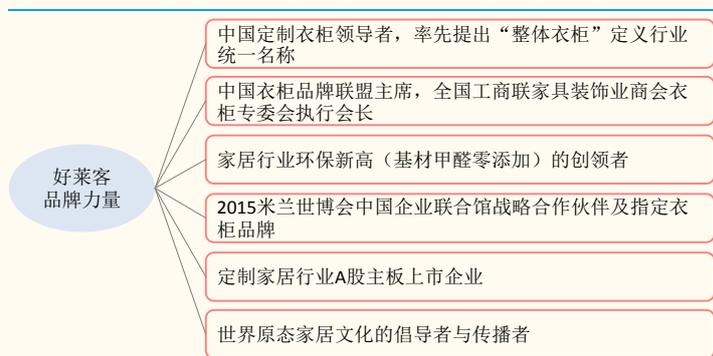
- 主要从事整体衣柜及其配套家具的设计、研发、生产和销售。公司是定制家居整体解决方案提供商。作为国内整体衣柜领军品牌，公司在行业中最先提出了“整体衣柜”概念，并成为继索菲亚之后，国内第二家定制家居上市公司。公司秉承“定制家居大师”的品牌理念，为消费者提供以设计和环保为核心理念的家居产品的整体解决方案，在家居消费群中树立了良好的品牌形象。2014 年，公司提出“全屋原态定制”大家居发展战略，从单纯衣柜定制扩展至全屋家居领域，公司定制龙头地位进一步巩固。

图表 9：好莱客是国内第二家定制家居上市公司

公司名称	索菲亚	好莱客
品牌 LOGO		
上市时间	2011 年 4 月 12 日	2015 年 2 月 17 日
总股本	4.6 亿	3.0 亿
总市值	262 亿	117 亿

来源：wind，国金证券研究所整理

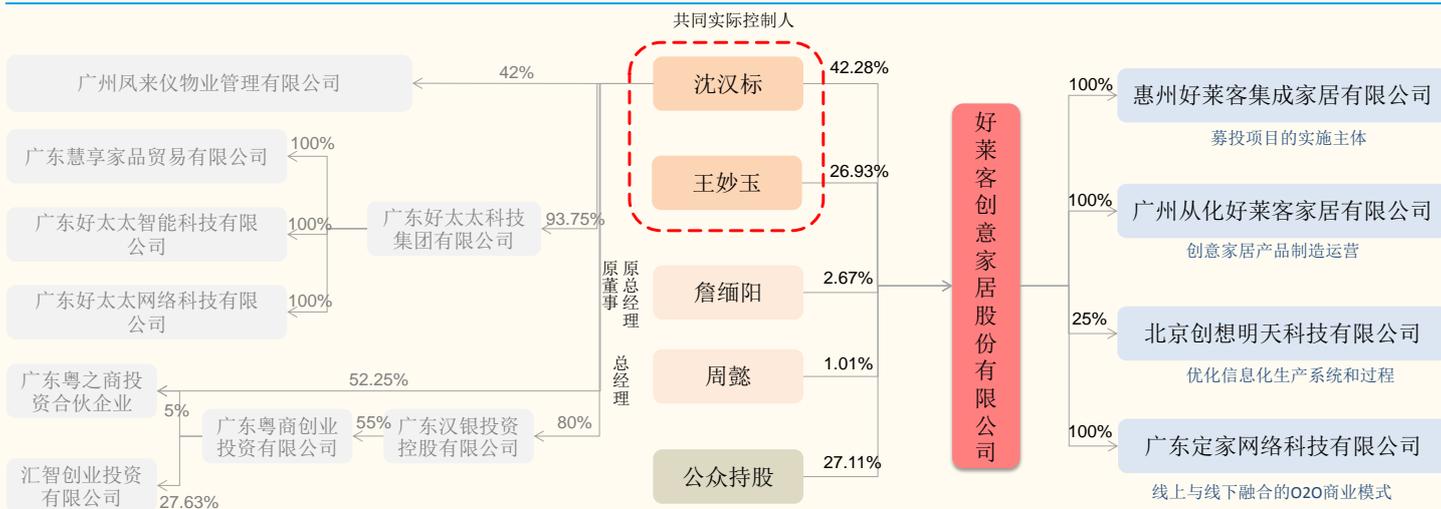
图表 10：好莱客已具备业内领先的竞争优势



来源：www.holike.com，国金证券研究所整理

- 股权高度集中，实际控制人同时控股多家业内公司。公司实际控制人为沈汉标和王妙玉夫妇，合计持有 69.21% 股份，公司股权高度集中。在高度集中的股权结构下，克服了股权分散情况下的集体行动难题，此外公司大股东同时任职于管理层，也有效解决了管理层与大股东的可能存在的代理问题，公司治理更加高效。除了公司之外，实际控制人沈汉标和王妙玉夫妇还同时持股另外 9 家公司，业务范围包括创业投资、计算机网络技术研发、家居批发零售和房屋租赁物业管理等。其中，“好太太 Hotata”是广东好太太科技集团股份有限公司旗下智能高端晾衣架品牌，多次获“广东省名牌产品”称号。好太太科技集团已于 2016 年 2 月 13 日通过股份制改造决议，并于 9 月已披露上市招股说明书。好太太上市后，实际控制人旗下将同时拥有定制家具和智能家居两大快速成长的子行业，大家居版图的协同效益未来也有望逐步显现。

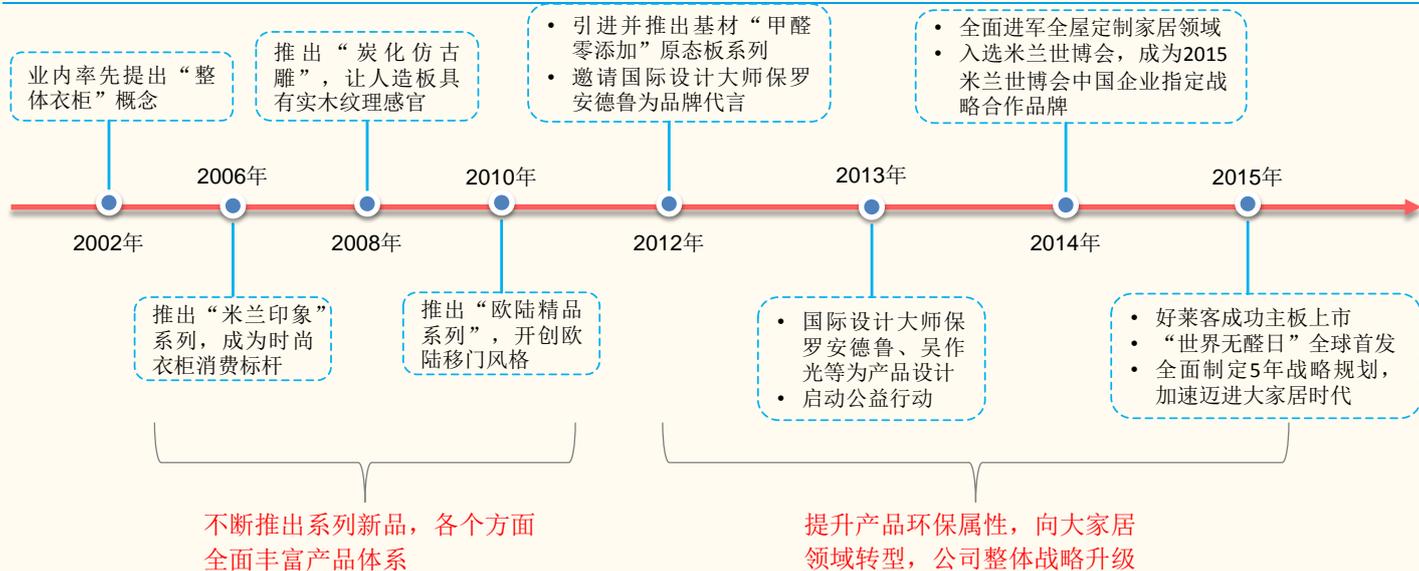
图表 11: 好莱客股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

- **规模实力持续突破：**2002 年，公司创立伊始即提出整体衣柜这一概念，重新定义了衣柜行业。2006 至 2010 年，公司不断推出系列新品，无论从产品设计风格、设计理念，还是产品制造材质，都全面丰富了公司整体产品体系，目前公司旗下共有 13 个主要衣柜系列，涵盖简约、北欧和欧陆等各类设计风格。2012 年至今，公司全面升级公司经营战略。2012 年公司推出“甲醛零添加”系列，全面提升公司产品环保属性，并逐步转向设计为先的大家居发展战略。2014 年开始，公司提出“全屋原态定制”大家居发展战略，产品不断亮相大型国际展会，扩大了公司海外影响力。

图表 12: 好莱客发展历程

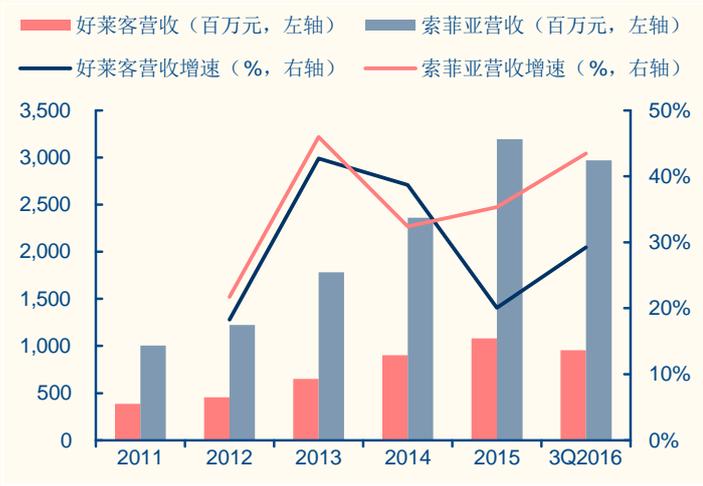


来源：www.holike.com，国金证券研究所整理

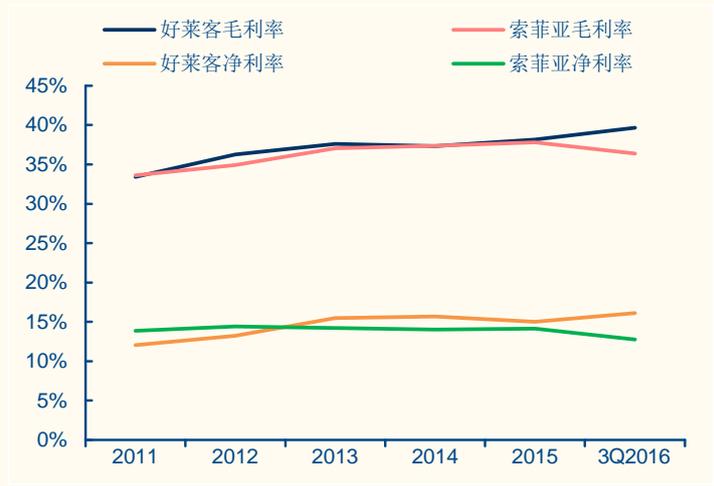
- **财务概况：**盈利能力比肩索菲亚，营运能力行业绝对领先。近年，公司整体营业收入和净利润实现稳健持续增长，年平均增长率分别达到 29.17% 和 36.54%。但受整体经济及行业环境影响，公司收入增长率波动较大。2016 年上半年，公司继续加密一二线城市网点布局，同时加深三四线销售渠道下沉，通过促销和加强店铺管理等方式，上半年业务订单大幅增加，公司实现业绩增速反弹。对标国内定制衣柜龙头索菲亚，公司虽然在整体业务体量尚有较大差距，但是多数年份，尤其在近几年毛利率与净利润率都更好，始终保持行业领先水平。此外，公司应收账款周转率与存货周转率也

处于行业绝对领先的位置。其中，应收账款周转率较高是由于公司采用先收款后发货的销售结算模式，且公司工程客户占比较低，因此整体回款速度较快。公司存货周转率也维持较高水平主要是由于：一方面，面对生产经营原材料不断增加的需求，公司主要是通过提高原材料管理水平及周转效率而非扩充原材料仓储空间；另一方面，公司库存商品中定制化产品占比较高，公司产品主要依据个性化的产品订单安排生产，库存商品主要为已完工尚未发货的产成品；而索菲亚由于产品标准件占比较高，因此期末库存商品也相对较多，使得整体库存商品周转效率低于公司。

图表 13: 好莱客业务体量较索菲亚仍有较大差距



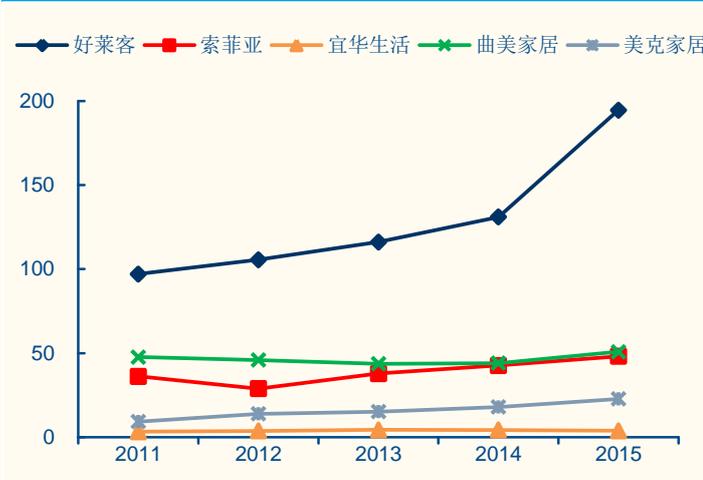
图表 14: 好莱客盈利能力比肩索菲亚



来源: wind, 国金证券研究所

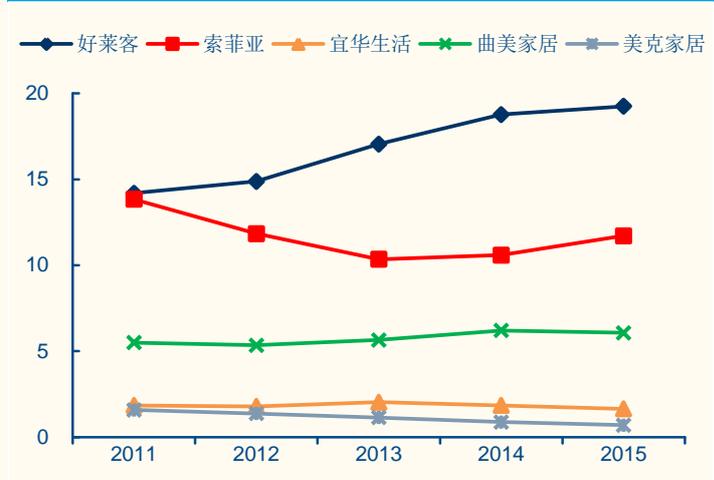
来源: wind, 国金证券研究所

图表 15: 好莱客应收账款周转率行业居首



来源: wind, 国金证券研究所

图表 16: 好莱客存货周转率行业居首



来源: wind, 国金证券研究所

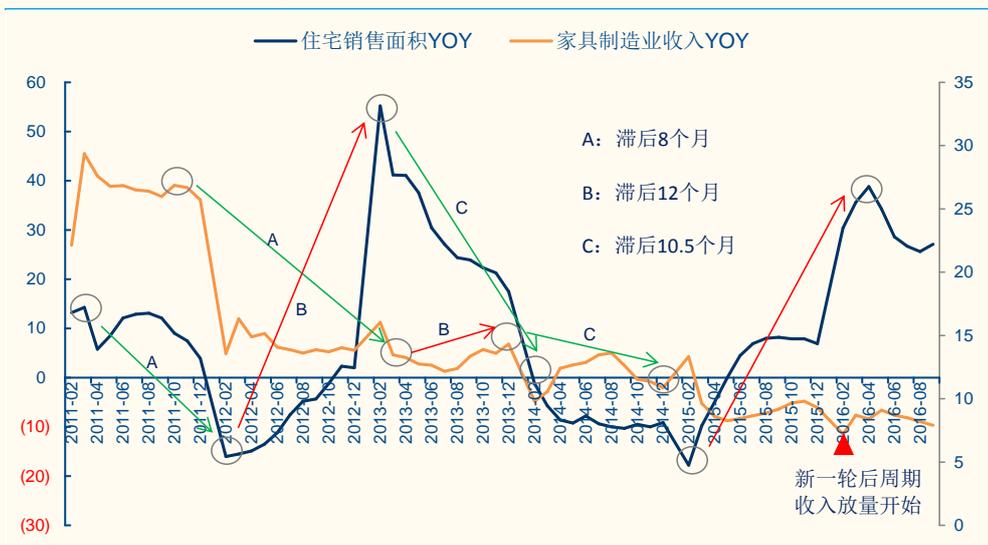
### 行业具备短中长期驱动因素，分散格局孕育龙头成长空间

#### 地产后周期效应仍将持续，消费升级及结婚生育潮双重利好行业中长期发展

- 地产后周期效应还将持续释放。我国房地产行业从 2015 年开始反弹，住宅销售面积增速一路高增，今年 4 月，累计增速创 2 年新高达 38.8%。而从今年 9 月 30 日开始，全国 20 多个城市陆续发布了新一轮房产调控措施，在地方密集调控政策的持续作用下，房地产市场降温明显。家具行业作为房地产业下游行业，其景气度与商品房销售情况紧密相关。我们选取了住宅销售面积增速与家具制造业收入增速进行相关性分析，数据显示，家具销售大致滞后于地产销售 8-12 个月。据此推断，2015 年 2 月持续至 2016 年 4 月以来的地产升温效果应于 2016 年 2 月起至少持续至 2017 年 4 月。

因此我们认为短期内，地产调控对于行业影响不大，后地产周期效应还将持续一段时间。

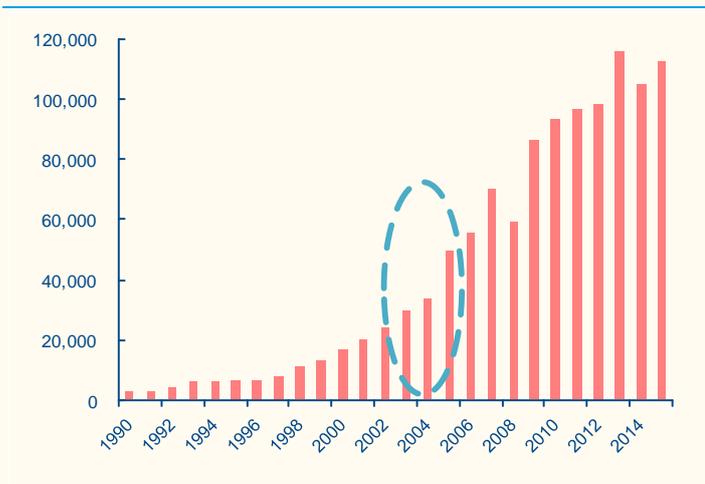
图表 17: 2011-2016 年家具与地产行业景气度跟踪



来源: Wind, 国金证券研究所

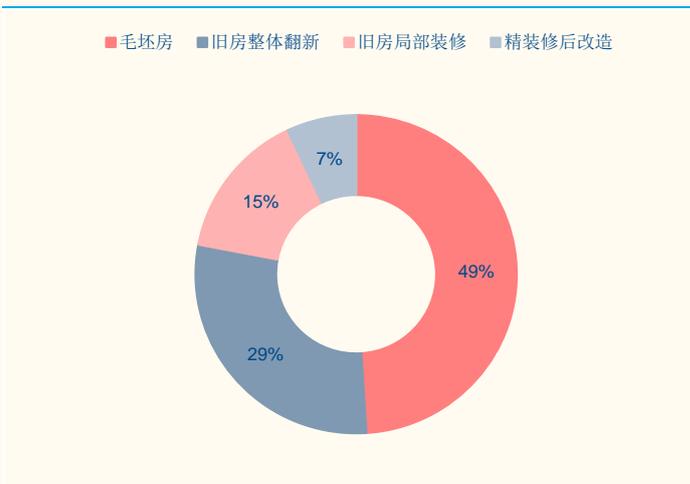
■ **旧房翻新与结婚生育潮保障行业中长期需求。**2005 年开始，我国进入地产行业高速发展的黄金时代。截至 2015 年，十年间我国商品房销售面积已达 8.5 亿平方米。根据行业一般规律，居住 5 年以上房屋即出现翻新需求，居住 10 年以上的房屋约有六成需要重装。从时间节点上看，今年起旧房翻新的市场需求或将逐渐放量。另一方面，2015 年我国住宅存量房面积达到 4.3-4.5 亿平方米，这些空置毛坯或是简装的二手房，同样存在装饰和翻新需求。此外，受一二线城市高房价影响，价格相对较低且建房时间较短的二手房尤其受到市场青睐。与此同时，我国第三次生育高峰期出生的人口已进入 25-35 岁婚育适龄阶段。我们认为，在家具消费领域，该年龄段人口相比 25 岁以下消费人群更具消费能力，相对 40 岁以上人群更具消费活力。加之婚嫁需求下，按照我国传统习俗，结婚一般需购置新房，且婚房装修通常较为讲究，这也将延展家具消费潜在需求。同时，结婚潮人群未来还将生育小孩，尤其在二孩政策催化下，改善性住房需求也将进一步扩容行业消费空间。

图表 18: 2005 年开始我国商品房销售放量明显



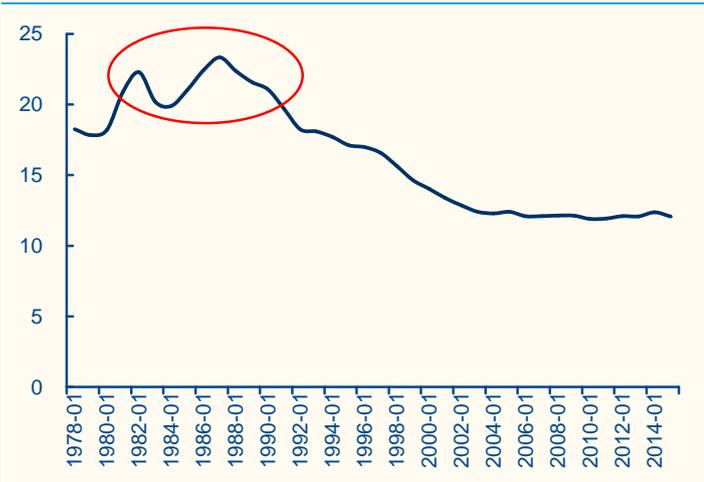
来源: wind, 国金证券研究所

图表 19: 旧房翻新也成为主要家装消费来源之一



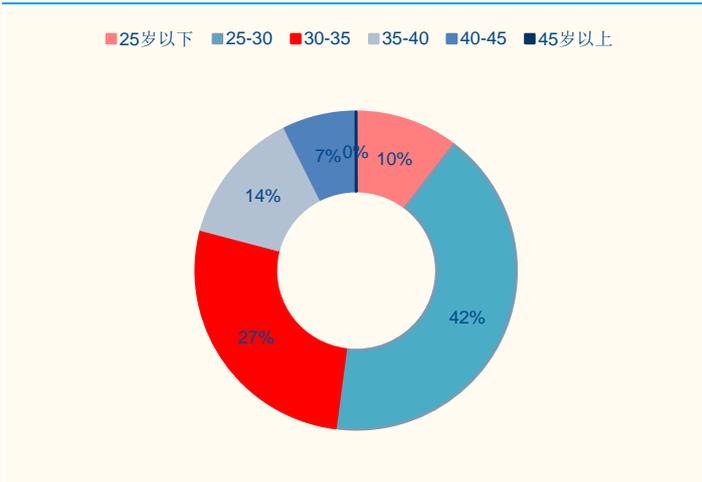
来源: wind, 国金证券研究所

图表 20: 我国历年人口出生率 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 21: 各年龄段家具消费情况



来源: wind, 国金证券研究所

### 定制家具—家具业最确定性成长的子行业，潜在空间巨大

- 定制衣柜是基于消费者空间布局、风格样式、环保健康等多方面的个性化需求特征进行量身定做、个性化设计、标准化和规模化生产的衣柜产品。传统的衣柜产品由于空间利用不合理，设计风格单一，难以满足消费者的个性化设计和多样化风格的需求。而定制衣柜产品根据客户住宅情况量身定做，充分利用室内空间，并且能够与家庭装修风格相协调，增加家居装饰的整体性和艺术感。同时，定制衣柜产品还能够让消费者参与到设计环节，满足不同消费者的独特要求，更加人性化。个性化设计、100%空间利用、美观时尚、环保以及标准化生产等诸多优点，成为行业发展的重要动力。

图表 22: 定制家具产品明显优于传统家具

比较	成品家具	传统手工家具	定制家具
展示	种类有限	难以展示	选择自由
设计	设计师独立完成	客户&设计师共同参与	客户&设计师共同参与
生产	非标准化	一对一手工制作	标准化&柔性生产
价格	经销商加价	无中间商加价	C2B 价格透明
环保	环保、质量有保障	难以保障	环保、质量有保障
渠道	经销商、自营	销售体系不明确	经销商、自营、O2O、C2B
口碑	大众传媒	口口相传	大众传媒

来源: Wind, 国金证券研究所整理

- 传统上，我国消费者习惯于购置成品家具或打制家具，定制家具行业在刚进入市场时渗透率比较低。随着行业的发展，相关技术逐渐优化、生产管理不断规范化，同时定制家具还能给消费者带来更多布局个性化、空间高效化的体验感，消费者对于定制家具这一新兴行业的接受程度不断增强。领先品牌在行业沉淀中，探索出高效规范的生产销售流程，其中索菲亚、好莱客和欧派等先发企业已经建立了很好的品牌知名度和有效的渠道布局，实现了快速扩张，规模优势愈发明显。

图表 23: 定制家具企业市场竞争情况

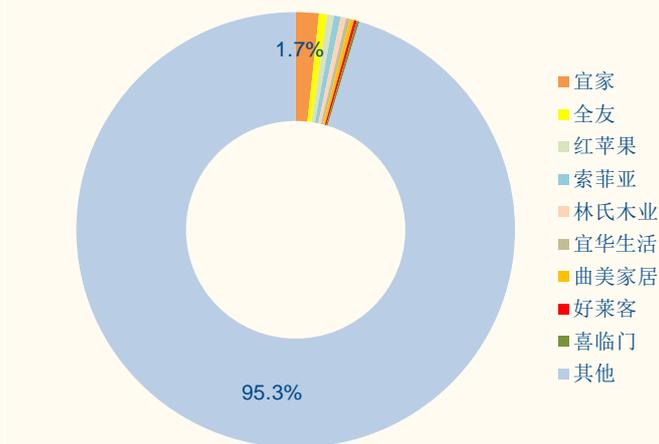
项目	欧派集团	索菲亚	好莱客	尚品宅配
成立时间	1994 年	2003 年	2002 年	2004 年
实体店规模	经销商 2,813 家, 专卖店 4,139 家	经销商 950 多家, 专卖店近 1,600 家	经销商 926 家, 专卖店 1,174 家	直营店 70 多家, 加盟店 900 多家

营业收入 (2015 年末, 亿元)	56.07	31.96	10.82
销售模式	经销商模式为主	“经销商专卖店” 为主的形式, 正在稳步 推进 O2O 计划	经销商模式为主
产品类别	整体厨柜、整体衣柜、 整体卫浴和定制木门等 定制化整体家居产品	定制衣柜及其配件	整体衣柜产品
生产技术	以一个批次的生产容量 为单位, 不限类型和尺 寸, 为同批次板材制定 科学的裁板方案	标准件批量化生产, 非 标件柔性化生产	将订单区分为标准件和 非标件进行加工
			以直营、加盟店为实 体, 新居网、微信公众 号为网络平台, 组成 O2O 立体营销网络 定制衣柜、橱柜、书 柜、组合家具等全屋定 制家具产品及配套家居 产品 前端设计方案确定时同 步生成后端加工信息, 标准件和非标件在同一 条流水线上加工

来源: 国金证券研究所整理

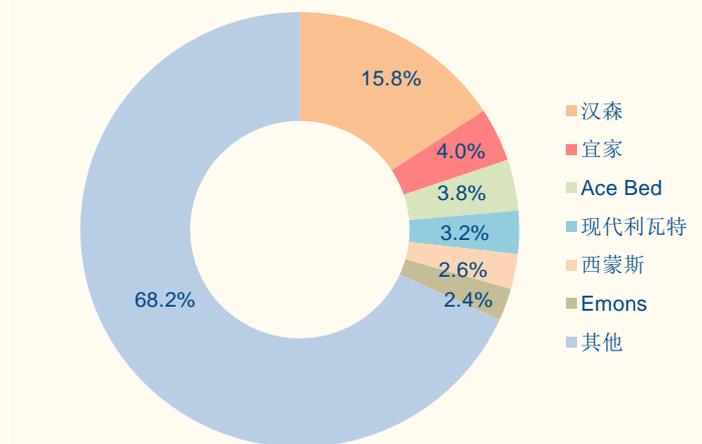
- 定制家具自 2000 年进入国内市场以来发展迅速, 据前瞻产业研究院《2016-2021 年中国家具行业市场需求预测与投资战略规划分析报告》显示, 随着定制家具在商品房及二手房装修的渗透率提升, **定制家具将持续成为家具行业中最具成长性的细分子行业, 未来每年将保持 18% 以上增速。**定制家具的兴起, 最初主要集中在定制橱柜和定制衣柜等领域, 随着家具企业生产技术的提高和我国居民对家具消费理念的成熟, 定制家具逐步拓展到卧室、书房、客厅、餐厅以及厨房等全屋家具领域。
- **我国家具行业渗透率低, 行业格局较为分散。**目前, 定制家具占我国整体家具市场份额约 20%-30%。虽然行业成长迅速, 但是参照日韩等与我国城市发展类似的国家 60%-70% 的渗透率, 定制家具行业发展仍有很大成长空间。同时, 在大家居行业发展较为成熟的韩国, 家具巨头汉森 2015 年营业收入高达 17,105 亿韩元, 市场占有率达 15.8%, Ace Bed、现代利瓦特等其他家具企业市占率也在 3% 以上, 而我国目前没有一家大家居企业市占率超 1%, 行业格局非常分散。我们认为在能源运费价格提涨、消费持续升级、供给侧改革加速弱势企业淘汰及环保政策趋严的形势下, 整个大家居行业集中度将不断提升, 行业竞争也将呈现强者恒强的格局。

图表 24: 我国大家居行业竞争格局极度分散



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

图表 25: 韩国家具龙头汉森市占率较高



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

- 2015 年, 我国家具制造行业实现营业收入 7,872.5 亿, 全年同比增长 9.3%。今年前 9 月, 行业累计增速为 8.3%。如前文所述, 我们认为, 家具行业具备短、中、长期需求支撑, 不过在宏观经济、人口增长、用工成本上升以及人民币币值变动等因素综合作用下, 我们预计行业增速长期呈现缓慢下降趋势。同时, 根据多家家具类上市公司在非公开发行招股书等资料中披露, 目前定制家具占家具行业比重约为 20-30%。我们采用保守估计, 2016 年定制家具行业渗透率为 20% (据此推算出在定制家具行业

内，CR4 约为 7.7%)，假设未来几年保持每年 2 个百分点的渗透率提升，到 2020 年定制家具行业整体营收规模将接近 3,500 亿元。

- **定制衣柜潜在空间大、增速快：**根据 2016 年 5 月泛家居网发布的《2016 年全屋定制程度调查报告》数据显示，2015 年我国定制橱柜市场约为 1,000 亿，定制衣柜为 500 亿左右。由于定制橱柜相较于定制衣柜更早进入市场，发展已经相对成熟。同时，橱柜通常仅限于厨房和部分客厅空间，因此相对而言定制衣柜所占空间更大，客单价也更高。我们认为，未来定制衣柜市场规模增速将显著高于定制橱柜。我们预计未来几年定制衣柜增长中枢为 20%-30%，定制橱柜为 10%-15%左右。

图表 26：定制家具行业市场规模测算

	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
家具行业产值 (亿元)	7,872.5	8,541.7	9,250.6	9,999.9	10,789.9	11,631.5
增速 (%)	9.3	8.5	8.3	8.1	7.9	7.8
<b>定制家具行业</b>						
渗透率 (占家具行业)	20%	22%	24%	26%	28%	30%
市场规模 (亿元)	1,574.5	1,879.2	2,220.1	2,600.0	3,021.2	3,489.5
增速 (%)		19.35	18.15	17.11	16.20	15.50
<b>定制衣柜</b>						
渗透率 (占定制家具行业)	32%	35%	37%	38%	40%	42%
市场规模 (亿元)	503.8	657.7	821.5	988.0	1,208.5	1,465.6
增速 (%)		30.54	24.90	20.27	22.32	21.28
<b>定制橱柜</b>						
渗透率 (占定制家具行业)	63%	60%	58%	55%	52%	50%
市场规模 (亿元)	991.9	1,127.5	1,287.7	1,430.0	1,571.0	1,744.7
增速 (%)		13.67	14.21	11.05	9.86	11.06
<b>其他定制家具</b>						
渗透率 (占定制家具行业)	5%	5%	5%	7%	8%	8%
市场规模 (亿元)	78.7	94.0	111.0	182.0	241.7	279.2
增速 (%)		19.35	18.15	63.95	32.80	15.50

来源：国金证券研究所测算

### 好莱客：专注做强衣柜主业，品牌与效益兼备

#### 产品环保品质突出，品类有待提升，“全屋原态定制”值得期待

- **产品设计风格齐全，品类尚有提升空间。**公司以整体定制衣柜起家，历经多年发展，公司业务已从衣柜拓展至全屋柜体定制和其他相关配套家具。目前，公司拥有 4 大类 13 个产品系列，囊括法式、欧式和美式等主流设计风格。与定制家具龙头索菲亚相比，公司在家具产品品类上略显逊色。目前索菲亚已经完成从单一衣柜定制向全品类家具定制转型，除了索菲亚衣柜品牌之外，旗下还有用司米橱柜和易福诺地板两大品牌，以及自主家具配套零部件生产公司。公司则从衣柜起步，现已拓展到卧室、客厅、餐厅和书房所需的电视柜、书柜和餐柜的柜体制造等，属性接近的橱柜和木门等业务延伸值得期待。同时，公司的配套家具，如沙发、床垫和沙发等都以外包代工生产为主，合作的品牌、产品的丰富程度都有提升空间。

图表 27: 好莱客主要产品大类

产品名称	产品简介	产品展示
整体衣柜	卧室中存放或收纳衣物的壁柜。由于个性化需求越来越多，整体衣柜充分合理的利用有效的空间等优势越来越明显	
整体衣帽间	较大户型居室中存放或收纳衣物等物品的独立储物空间	
整体书柜	书柜用于收纳及展示书籍，用户通常也把装饰品摆放在书柜上，用于物品展示	
配套家具	床、床头柜、梳妆台、鞋柜、门厅柜、电视柜等。主要花色有简白、凯撒红、简雅、北欧阳光	

来源: www.holike.com, 国金证券研究所整理

图表 28: 好莱客与索菲亚产品系列对比

	品牌	索菲亚 <sup>®</sup> 衣柜 — 定制家·索菲亚 —	SCHMIDT 司米 整体橱柜·法国 1934	e floor 易福诺地板 Excellent Floor	广州索菲亚家具 制品有限公司
索菲亚	概况	2001 年，索菲亚品牌的创始人基于中国消费者的需求，创新地发展了定制衣柜，并在中国推出了索菲亚经典百叶系列衣柜，由此，拉开了定制衣柜在中国发展的序幕	SCHMIDT 司米橱柜是法国领军橱柜品牌，2014 年有索菲亚引入中国。将法国橱柜产业链的先进技术及工艺带入中国	2003 年 7 月注册成立，主要从事生产、销售浸渍纸层压木质地板（强化木地板）浸渍纸饰面板（家具用贴面板）、百叶板等装饰线条类的产品	2010 年 8 月后成为索菲亚股份的全资控股子公司。该公司具体从事的业务为外购五金配件半成品或成品，然后进行包覆、组装并包装后销售，以及受委托加工五金配件
	收入占比	90.14%	6.65%	1.88%	1.33%
好莱客	品牌	<b>HOLiKE<sup>®</sup> 好莱客</b> — 全屋原态定制 —			
	概况	创立于 2002 年，公司秉承大师设计和专业化定制发展理念，目前已经拥有十多个产品系列的国内整体衣柜领军品牌			
	收入占比	整体衣柜，100%			

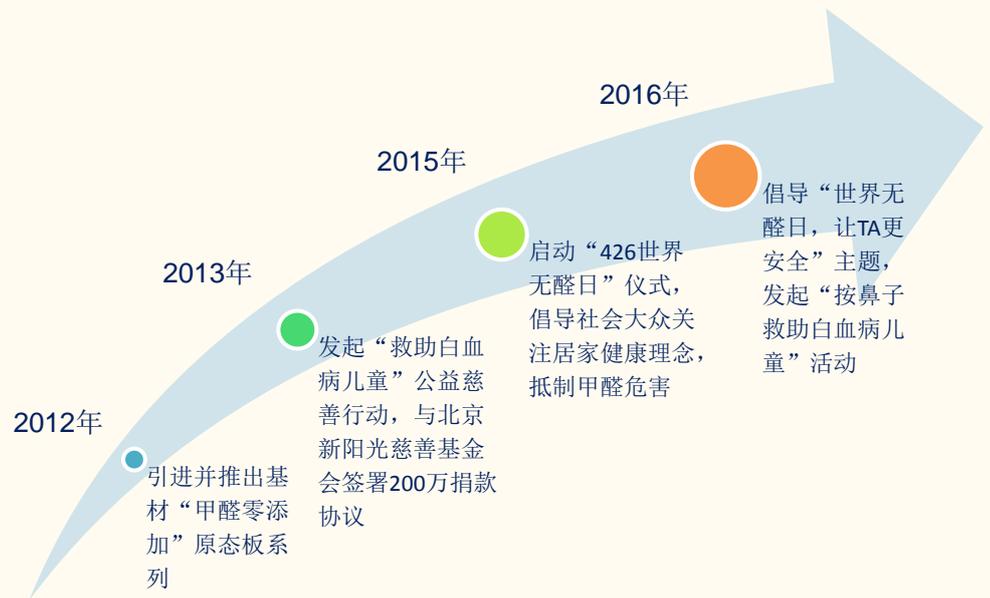
来源: 国金证券研究所整理

- **倡导原态设计，环保性能突出，有效提升客单价。**索菲亚以“注重每个细节”为产品内涵，将众多流行元素融入产品设计，打造了百叶、拉斐特和花语系类等流行系列，产品整体设计上更加注重时尚和潮流。而好莱客产品设计以稳重大方及原创设计为主，并将环保品质始终作为产品的核心优势。2010 年，公司已开始着力打造环保低碳品牌，在全行业较早推出了 E1 级环保产品，并通过“中国环境标志”绿色认证。同时，公司率先引入

国家保护级专利“MDI 无醛科技”，采用“基材甲醛零添加”原生态环保板材、生态胶，从基材到覆膜、辅料和五金均达环保高标准。公司原生态

- 系列产品，采用的是通过 **NAF 认证的原态板基材**，NAF 是美国加州空气资源委员会（CARB）颁发的“无醛豁免认证”，更是目前美国加州空气资源委员会最为严格的认证标准。在供应商选择方面，公司与多家德国企业合作，从粘合剂到面纸、装饰膜，都采用最环保的原材料。2016 年 4 月 26 日“世界无醛日”，公司还与北京新阳光慈善基金会联合成立了“新阳光-好莱客关爱白血病基金”，旨在揭示甲醛危害，提倡居家健康，共建无醛家园。公司在“原态板”上的着力经营，不仅彰显公司出于上市企业的社会责任，推动社会对环保家具的重视，在财务上亦能够有效推动公司客单价的持续提升。同一款式产品，用原态板取代颗粒板能够提高客单价 30% 左右，而目前公司的原态板产品占比仅为 20% 左右，未来公司还将由点及面，大力推动提升原态板产品在终端渠道的销售占比。

图表 29：好莱客致力打造环保品牌



来源：国金证券研究所整理

图表 30：好莱客原态系列板材通过美国 CARB 的 NAF 级最高认证

认证级别	中纤板甲醛释放量要求	备注
P1 级	浓度<0.21PPM	2009 年实施，要求比国标 E1 级高
P2 级	浓度<0.11PPM	2010 年实施，标准仅相当于欧标 E0 级
UNEL 级	厚度>8MM 时，浓度<0.09PPM 厚度<8MM 时，浓度<0.11PPM	ULTRA LOWEMITTING FORMALDEHYDE 超低甲醛级别
NAF 级 (最高级别)	厚度>8MM 时，浓度<0.06PPM 厚度<8MM 时，浓度<0.06PPM	NO-ADDED FORMALDEHYDE 无醛豁免级别 出口美国无需检测甲醛

来源：国金证券研究所整理

- **多维度推进全屋定制大家居战略。**2016 年，公司宣布以大家居战略作为核心，大力推广全屋定制业务。产品运营方面，公司沿大家居战略方向，推出多样化产品系列，满足消费者全屋定制需求。配套生产线升级方面，已完成萝岗基地生产线改造，惠州基地产能建设也稳步推进，预计在人均产值、品质管控、板材利用率及订单交付周期等方面均有提升及改善。定制化量产配套信息系统建设方面，公司首发募投项目中信息系统升级技术改造项目已实施完毕，将有效推动公司先进柔性生产制造系统建设，进一步提升公司生产及经营效率。此外，公司已开始着手打造区域门店的社交化定制服务和交易平台，计划建设以门店为核心的分销体系，并借助平台数据实现精准消费导流，结合 3D 云设计平台的持续优化及推广使用，客单

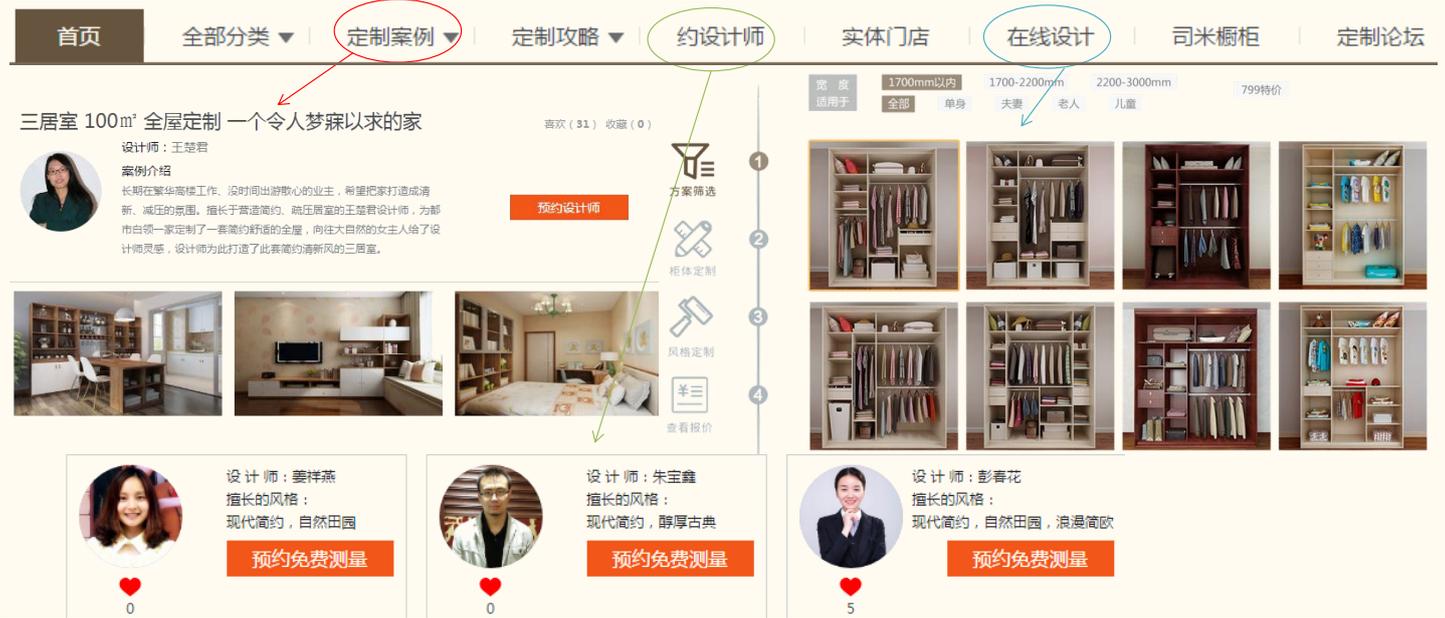
价也有望逐步提升。整体来看，公司已从产品、生产及技术等多方面积极推进“全屋原态定制”的大家居发展战略，有望持续全面带动提升产品线及盈利能力。

图表 31：好莱客全屋定制大家居产品体系已初步成形

来源：www.holike.com，国金证券研究所整理

- **索菲亚在全屋定制领域布局成熟且完善。**目前，索菲亚产品系列可满足不同户型、空间、功能和风格等需求，通过投资数字化生态系统，打造集消费者、设计师和供应商为一体的 3D 协同平台，实现消费者需求与方案库的资源共享以及自动匹配，全面提升客户线上体验。不仅如此，索菲亚已从产品、信息系统、门店建设及生产技术等多方面实现了全屋定制升级。

图表 32：索菲亚全屋定制布局相对更加成熟完善



来源：国金证券研究所整理

- **好莱客正在加速推进“全屋定制”。**总的来看，公司的全屋定制战略相比索菲亚推行虽晚，但后期各项全屋定制配套建设正加速推进并且取得良好成效，**同时好莱客更加强强调“原生态”概念，自身定位及特色较为凸显。**我们认为，在产品端，好莱客与索菲亚战略布局大体相似但也各有特色，索菲亚注重简约时尚，而好莱客则更加崇尚原创环保，虽同为定制龙头企业，但两者受众消费群体也有着不同消费偏好及风格品味，这在一定程度上避免了龙头混战的竞争格局，未来随着双方产品定位特色及品牌建设不断强化，两者龙头地位有望持续巩固。

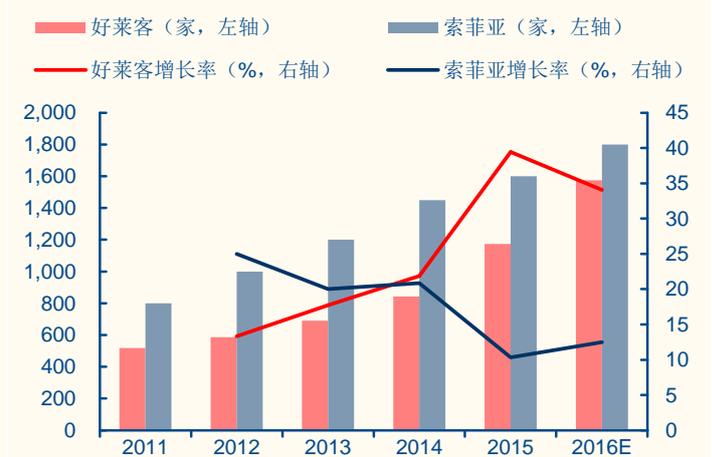
**渠道：线下渗透速度加快，O2O 模式交互效应有望进一步加强**

- **线下门店布局方面，**公司持续加强经销商专卖店销售网络的建设。通过在一、二线城市现有门店调整优化、存量经销商开新店、全新招商加密布局，以及在三、四、五线城市拓展空白区域等措施加大渠道布局力度。截至 2016 年 6 月 30 日，公司共有经销商 900 多家，经销商专卖店 1,200 多家，公司在加密一、二线城市销售网点布局的同时，加强四、五线城市销售网点的下沉。公司经销体系已经基本覆盖全国省会及地级城市，目前正在大力拓展东北、西北和西南以及中部、东部、华南地区广大的县级市场。对比来看，索菲亚的定制衣柜业务拥有经销商 1,000 多家，全部专卖店超过 1,700 家，线下渠道战略布局同样为加密一、二线，下沉四、五线。而在发展更为成熟的定制橱柜领域，龙头企业欧派截至 2015 年 12 月 31 日拥有经销商 2,813 家和专卖店 4,139 家。在线下渠道布局上，索菲亚由于综合售价更高，在四、五线城市竞争力或略逊于公司。同时，由于公司上市晚于索菲亚，渠道布局密集度也稍弱。而在资本助力下，**未来公司的线下布局将有望看齐索菲亚，业务体量也有将实现突破。**

图表 33：定制衣柜消费市场价格评测

样品品牌	购买价格 (元)	购买地点
顶固	5,827	民治国安居建材广场
索菲亚	5,000	福田金海马
曲美	4,300	福田红星美凯龙香蜜湖商场
百得胜	4,139	百安居罗湖店
乐曼丽家	3,998	百安居罗湖店
尚品宅配	3,950	民治国安居建材广场
卡夫诺	3,780	福田乐安居沙嘴店
史丹利	3,739	福田乐安居沙嘴店
好莱客	3,448	民治国安居建材广场
欧派	3,162	福田乐安居沙嘴店
红苹果	2,981	罗湖好百年总店
金苹果	1,650	南山博耐家居

图表 34：好莱客开店速度不断加快

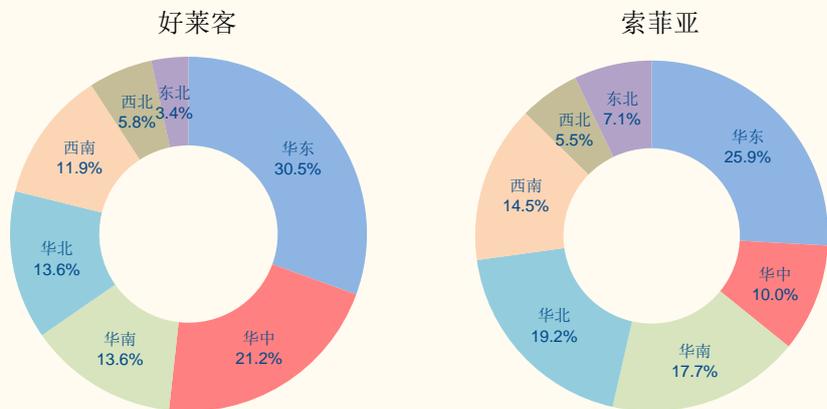


来源：深圳市消费者委员会，国金证券研究所整理 注：衣柜统一尺寸（宽 1.0 米\*高 2.0 米\*深 0.6 米），柜体及门板均采用 E1 级颗粒板

来源：公司公告，国金证券研究所

- 重点区域扩张战略助力确立区域性竞争优势。**公司与索菲亚均采用经销为主、直营为辅的销售模式，线下实体店面遍布全国。与索菲亚在店面全面铺开不同，在线下店面布局战略上，公司采取了错位竞争和重点覆盖的策略。根据今年上半年区域收入占比情况看，好莱客 51% 以上的收入来自华中和华东地区。公司在二线城市加速新店开业的同时，也积极下沉三四线城市销售网点，其中西北地区销售额较去年同期增长了 36.37%。相比之下，索菲亚各区域销售收入则较为平均。公司重点区域店面覆盖的策略，有利于形成区域性竞争优势，待区域性卡位竞争优势确立后，再发展渗透至新战略扩张区域，从而实现由区域龙头发展成为全国龙头的发展目标。

图表 35：好莱客营收地区分布比索菲亚更为集中

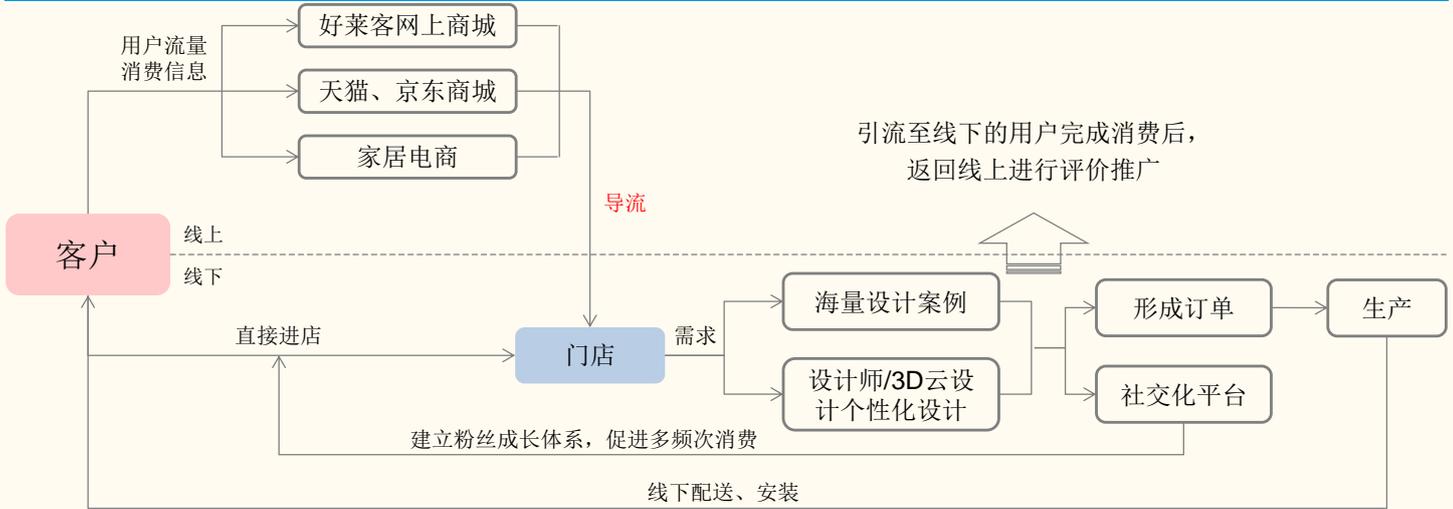


来源：Wind，国金证券研究所

- 积极推进 O2O 战略布局，线上线下同具竞争优势。**2015 年 3 月 21 日，公司宣布拟成立子公司广东定家网络科技有限公司，谋求稳步实施 O2O 商业模式。同年 5 月 30 日，业内首家以无醛原态为主题的好莱客线下 O2O 体验馆在上海试营业。2015 年 10 月 9 日，公司又与 O2O 家居商城优家购达成战略合作，正式入驻优家购商城，拓展 O2O 销售模式。此外，公司也先后成功入驻天猫、京东和齐家网等大型综合电商和家居装饰电商平台。总体上看，自上市以来，公司对于线上电商销售渠道布局积极，并开设线下 O2O 体验馆，形成线上导流线下的闭环模式。我们认为，O2O 模式的核心在于以互联网作为获取流量的工具，并对线下销售起到引流、导流和分流的作用，因此严格来说，真正赢得市场的仍是线下优质的产品与服务。

现阶段公司线上布局仍在不断完善之中，凭借公司产品与线下布局优势，公司线上线下的交互效应也将不断强化。

图表 36：好莱客线上线下交互运营模式

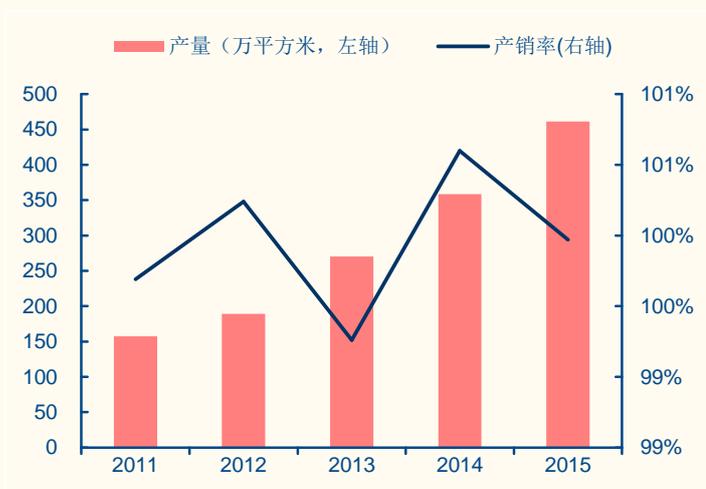


来源：国金证券研究所

扩产能、提效率、控成本，共助业绩表现靓丽

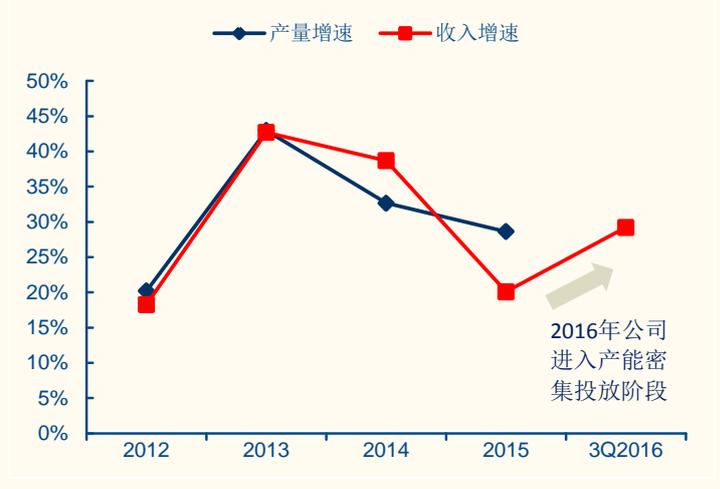
- **新增产能逐步释放，有效破除产能瓶颈。**2015年，公司在上交所首发上市，募集资金42,970万元，主要用于公司整体衣柜技术升级扩建项目，新增萝岗基地整体衣柜设计产能250万平方米/年，较大程度上缓解产能瓶颈对公司的发展制约，目前该部分产能已经完全释放。2016年4月，公司公告变更部分募集资金投向，计划将部分募集资金11,800万元通过增资的方式用于惠州子公司“全屋家居定制项目”以及“补充流动资金项目”。随着惠州生产基地建设的推进，预计2016年下半年的月平均产能将持续提升。2016年9月，公司宣布推进非公开发行项目，将募资约5.98亿元，其中约5.5亿元将在广东从化建设定制家居智能生产项目。公司已经自筹资金启动项目建设，预计2018年底建成，将增加600万平方米/年的产能。整体来看，公司目前三大生产基地正同步扩张产能，根据公司此前收入增速及产销情况来看，产能逐步释放后，公司盈利水平预计将持续大幅提升，同时伴随智能生产项目推进，公司柔性化定制生产能力也将进一步提高。

图表 37：好莱客近年产销率均在 99% 以上



来源：Wind，国金证券研究所

图表 38：2016 年前三季度，好莱客收入增速伴随产能投放而提高



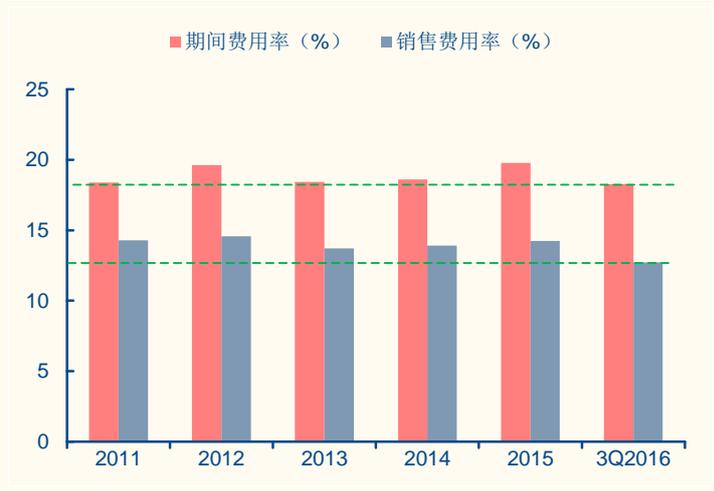
来源：Wind，国金证券研究所

- **营销改革已见效，费用率达五年以来最低值。**从公司收入、成本增速对比及各项费率变动情况来看，近年公司成本管控力度较大，整体经营效率不断提升。一方面，公司原材料采购价格下降，板材利用率及人工效率有所提升，营业成本增幅小于营业收入增幅；另一方面，公司持续升级信息化系统，提升智能制造水平，整体生产及管理实力进一步增强。后期随着三大生产基地信息化柔性生产线及智能化仓储物流系统逐步完善建立，公司在产能扩张、交付周期、产品品质、物流管控和售后服务等方面能力都将同步提升，有力保障了公司未来营销及规模扩张。

图表 39：2016 年以来，好莱客成本增速低于收入增速



图表 40：好莱客销售费用率近五年最低值



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

**资本催化“大家居”良好发展预期，股权激励保证运营动力**

- **定增加码智能生产和信息系统升级。**2016 年 9 月 28 日，公司披露最新非公开发行预案：拟非公开发行 2,361.66 股，发行价格 25.33 元/股，募集资金为 5.98 亿元，将用于“定制家居智能生产建设项目”、“品牌建设项目”和“信息系统升级建设项目”三个项目。
  - 1) 公司此前“整体衣柜技术升级扩建项目”已为公司积累了柔性生产经验和人才储备支持，本次“定制家居智能生产建设项目”中公司计划引进 2 条全新智能化生产线。预计智能生产线顺利落成后，公司将能在扩充产能的同时进一步提高产品质量，缩短交付周期，定制化生产效率将大幅提升。
  - 2) 对于信息系统升级项目，公司计划全面升级包括企业资源计划 (ERP)、供应商关系管理 (SRM) 和制造过程管理 (MES) 三大运营系统，以全面加强公司在内部管理和控制方面的协同性，并为定制家具生产制造环节提供强大的信息系统支持，打通从原材料供应到生产下线的各个环节，同样将有利于提升公司生产效率，缩减营运成本。
  - 3) 在品牌建设方面，公司计划通过 DSP/SEM 广告、SNS 类广告及手机移动端广告等形式提高品牌知名度，并聘请品牌代言人助力打造良好品牌形象。

图表 41：好莱客非公开发行募投项目

序号	募投项目名称	项目实施主体	项目投资总额	募集资金拟投入金额	项目建设周期
1	定制家居智能生产建设项目	广州从化好莱客家居有限公司	55,063	47,671	24 个月
2	品牌建设项目	好莱客	16,799	3,300	36 个月
3	信息系统升级建设项目	好莱客	10,618	8,850	24 个月
合计			82,480	59,821	--

来源：公司公告，国金证券研究所

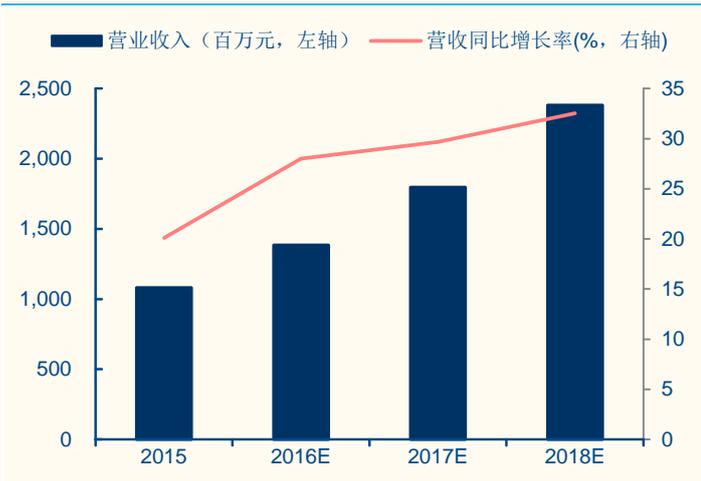
- **股权激励管理和技术骨干，彰显长期业绩增长信心。**2016年4月9日，公司公布首次股权激励草案，计划授予中高层管理和骨干技术人员13人720万股限售股，其中首次授予660万股，占总股本的2.24%。6月20日，公司完成首次授予登记，授予人员调整为12人，授予限售股数为590万股，价格为14.00元/股。从解锁条件看，以2015年为基数，公司未来三年业绩需分别增长20%、50%和95%。从股权授予对象来看，公司将股权授予中高层管理人员和核心技术人员，对于公司整体健康运营、技术研发与品质保障都较为有利。此外，高考核标准将核心员工的利益与公司的长远发展高度绑定，有助于调动各方积极性，保障公司业绩的快速成长。

图表 42：好莱客股权激励未来解锁情况

解锁期	业绩考核目标	解锁时间	解锁比例
第一次解锁	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%；	自首次授予日起12个月后的首个交易日起至首次授予日起24个月内的最后一个交易日当日止	30%
第二次解锁	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%；	自首次授予日起24个月后的首个交易日起至首次授予日起36个月内的最后一个交易日当日止	30%
第三次解锁	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%。	自首次授予日起36个月后的首个交易日起至首次授予日起48个月内的最后一个交易日当日止	40%

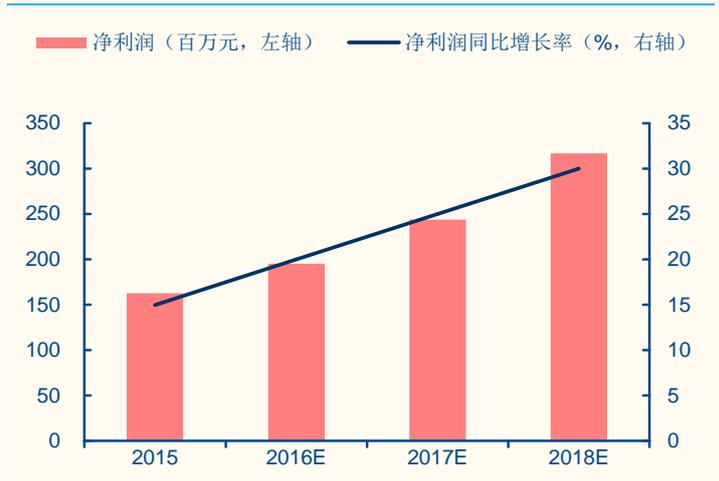
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 43：解锁条件隐含的未来主营业务收入成长情况



来源：国金证券研究所

图表 44：解锁条件隐含的未来净利润成长情况



来源：国金证券研究所

## 风险因素

### 宏观经济波动风险

- 公司所属行业属于周期性行业，易受到经济增长周期性的影响，特别是房地产行业波动的影响。如果经济出现较大波动，终端消费者将减少对民用家具的需求，导致公司主要客户订单需求不稳定性增加，最终影响公司的盈利水平。

### 原材料价格波动风险

- 公司整体衣柜生产所需主要原材料为中密度纤维板、铝型材、百叶板和五金配件等，直接材料成本占比较高。主要原材料采购价格的波动，将直接影响公司的经营业绩。

### 新产能无法及时消化的风险

- 公司近年接连投放多个定制衣柜扩产项目。虽然整体衣柜行业具有良好的市场发展前景，但在项目实施及后续经营过程中，如果出现市场开拓滞后或市场环境不利变化，公司新增产能将存在无法及时消化的风险。

## 盈利预测

### 关键假设

- 整体衣柜技术升级扩建项目已于 2016 年 9 月建成，2016 年内实现满产。
- 全屋家居定制项目部分于 2017 年三季度建成，建成后一个季度内满产，其余部分 2018 年 1 季度建成，建成后一个季度内满产。
- 2016 年非公开发行项目在 2017 年 2 月实施。其中，定制家居智能生产建设项目已由公司自筹资金启动，2018 年底建成后逐步释放产能，建成后两年满产。
- 专卖店数量在 2015 年末 1,174 家的基础上，未来三年年末分别达到 1,250 家、1,600 家和 1,800 家。
- 客单价年均增长 5%。

### 盈利预测

图表 45：好莱客盈利预测

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（万元）	45,523.8	64,966.6	90,102.8	108,198.2	142,077.1	189,388.9	256,191.9
整体衣柜及配套家具	44,941.0	64,189.0	88,915.0	106,422.0	139,412.8	185,419.1	250,315.7
其他	582.8	777.6	1,187.8	1,776.2	2,664.3	3,969.8	5,876.1
营业成本（万元）	29,010.7	40,539.1	56,462.5	66,902.2	87,022.1	114,968.0	154,166.8
整体衣柜及配套家具	28,949.0	40,406.0	56,236.0	66,211.0	86,435.9	114,032.7	152,692.6
其他	61.7	133.1	226.5	691.2	586.1	935.3	1,474.3
业务利润（万元）	16,513.0	24,427.5	33,640.3	41,296.0	55,055.0	74,420.9	102,025.0
整体衣柜及配套家具	15,992.0	23,783.0	32,679.0	40,211.0	52,976.9	71,386.3	97,623.1
其他	521.0	644.5	961.3	1,085.0	2,078.2	3,034.5	4,401.9
毛利率（%）	36.3	37.6	37.3	38.2	38.8	39.3	39.8
整体衣柜及配套家具	35.6	37.1	36.8	37.8	38.0	38.5	39.0
其他	89.4	82.9	80.9	61.1	78.0	76.4	74.9
增速（%）	18.3	42.7	38.7	20.1	31.3	33.3	35.3
整体衣柜及配套家具	17.6	42.8	38.5	19.7	31.0	33.0	35.0
其他	119.0	33.4	52.8	49.5	50.0	49.0	48.0

来源：Wind，国金证券研究所预测

基于以上假设，经模型测算得出公司 2016-2018 年净利润分别为 2.26/3.18/4.54 亿元，三年 CAGR 为 40.9%，全面摊薄后每股收益为 0.77/1.08/1.55 元/股。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>650</b>	<b>901</b>	<b>1,082</b>	<b>1,421</b>	<b>1,894</b>	<b>2,562</b>	货币资金	213	278	533	816	1,122	1,584
增长率		38.7%	20.1%	31.3%	33.3%	35.3%	应收款项	9	14	9	19	25	34
主营业务成本	-405	-565	-669	-870	-1,150	-1,542	存货	27	34	36	52	69	93
%销售收入	62.4%	62.7%	61.8%	61.2%	60.7%	60.2%	其他流动资产	23	10	13	14	17	23
毛利	244	336	413	551	744	1,020	流动资产	272	335	590	901	1,234	1,734
%销售收入	37.6%	37.3%	38.2%	38.8%	39.3%	39.8%	%总资产	61.6%	60.4%	50.8%	61.6%	66.5%	71.8%
营业税金及附加	-6	-8	-10	-14	-18	-25	长期投资	0	0	10	11	10	10
%销售收入	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定投资	164	211	448	511	572	631
营业费用	-89	-125	-154	-205	-271	-360	%总资产	37.0%	38.0%	38.6%	34.9%	30.8%	26.2%
%销售收入	13.7%	13.9%	14.3%	14.4%	14.3%	14.0%	无形资产	3	5	42	38	37	37
管理费用	-31	-44	-62	-82	-104	-134	非流动资产	170	219	571	562	621	681
%销售收入	4.8%	4.9%	5.7%	5.8%	5.5%	5.2%	%总资产	38.4%	39.6%	49.2%	38.4%	33.5%	28.2%
息税前利润 (EBIT)	118	159	186	250	350	502	<b>资产总计</b>	<b>442</b>	<b>555</b>	<b>1,161</b>	<b>1,463</b>	<b>1,855</b>	<b>2,415</b>
%销售收入	18.2%	17.7%	17.2%	17.6%	18.5%	19.6%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	0	2	2	14	20	28	应付款项	150	160	183	257	341	459
%销售收入	0.0%	-0.2%	-0.2%	-1.0%	-1.0%	-1.1%	其他流动负债	12	14	29	51	69	96
资产减值损失	0	0	-8	0	0	0	流动负债	162	174	212	308	411	555
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	7	1	1	1	其他长期负债	0	0	2	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	3.7%	0.5%	0.4%	0.3%	<b>负债</b>	<b>162</b>	<b>174</b>	<b>214</b>	<b>308</b>	<b>411</b>	<b>556</b>
营业利润	118	160	187	265	372	531	<b>普通股股东权益</b>	<b>280</b>	<b>381</b>	<b>948</b>	<b>1,154</b>	<b>1,444</b>	<b>1,859</b>
营业利润率	18.2%	17.8%	17.3%	18.6%	19.6%	20.7%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	3	4	1	1	1	<b>负债股东权益合计</b>	<b>442</b>	<b>555</b>	<b>1,161</b>	<b>1,463</b>	<b>1,855</b>	<b>2,415</b>
税前利润	118	163	191	266	373	533	<b>比率分析</b>						
利润率	18.1%	18.1%	17.7%	18.7%	19.7%	20.8%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-17	-22	-29	-40	-55	-78	<b>每股指标</b>						
所得税率	14.6%	13.5%	15.0%	15.0%	14.9%	14.7%	每股收益	1.37	1.92	0.55	0.77	1.08	1.55
净利润	101	141	162	226	318	454	每股净资产	3.80	5.18	3.22	3.93	4.91	6.32
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	2.27	2.22	0.73	1.06	1.45	2.03
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>101</b>	<b>141</b>	<b>162</b>	<b>226</b>	<b>318</b>	<b>454</b>	每股股利	0.00	0.25	0.17	0.07	0.09	0.14
净利率	15.5%	15.7%	15.0%	15.9%	16.8%	17.7%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	35.96%	37.14%	17.14%	19.60%	21.99%	24.44%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	22.75%	25.48%	13.99%	15.47%	17.12%	18.81%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	36.05%	36.17%	16.71%	18.38%	20.65%	23.03%
净利润	101	141	162	226	318	454	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	42.71%	38.69%	20.08%	31.31%	33.30%	35.27%
非现金支出	11	17	40	40	45	51	EBIT 增长率	65.51%	34.71%	17.19%	33.86%	40.32%	43.32%
非经营收益	0	0	-6	-3	-3	-3	净利润增长率	66.88%	40.55%	14.94%	39.30%	40.33%	43.05%
营运资金变动	55	4	19	50	67	95	总资产增长率	60.28%	25.48%	109.38%	25.94%	26.80%	30.19%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>167</b>	<b>163</b>	<b>214</b>	<b>313</b>	<b>427</b>	<b>597</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-39	-57	-366	-29	-103	-109	应收账款周转天数	3	3	2	3	3	3
投资	0	0	-10	-1	0	0	存货周转天数	21	19	19	22	22	22
其他	0	0	8	1	1	1	应付账款周转天数	47	42	38	51	51	51
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-39</b>	<b>-57</b>	<b>-368</b>	<b>-29</b>	<b>-102</b>	<b>-108</b>	固定资产周转天数	79	80	139	119	100	81
股权募资	0	0	442	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	0	0	0	-1	0	1	净负债/股东权益	-76.19%	-73.17%	-56.21%	-70.69%	-77.66%	-85.18%
其他	-15	-40	-33	0	-20	-28	EBIT 利息保障倍数	-597.7	-97.0	-87.3	-18.1	-17.6	-18.1
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-15</b>	<b>-40</b>	<b>408</b>	<b>-1</b>	<b>-20</b>	<b>-27</b>	资产负债率	36.74%	31.39%	18.38%	21.08%	22.14%	23.03%
<b>现金净流量</b>	<b>114</b>	<b>65</b>	<b>254</b>	<b>283</b>	<b>306</b>	<b>463</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD