

好莱客(603898.SH)

评级: 买入 维持评级

公司点评

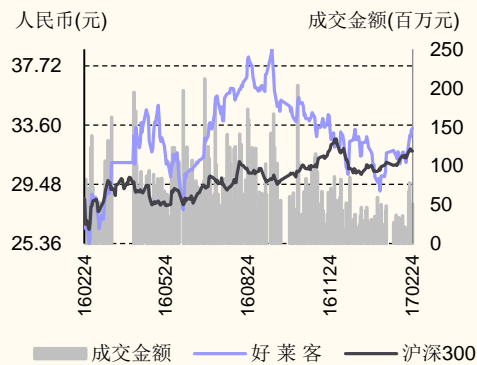
市场价格(人民币): 33.37元

扩产提效, 发展步入快车道

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)	10,007.66
年内股价最高最低(元)	38.86/25.36
沪深300指数	3473.85
上证指数	3253.43



相关报告

1. 《好莱客(603898.SH)深度研究-产能逐次释放, 业绩即将...》, 2016.12.5

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	0.85	1.26	1.83
每股净资产(元)	5.18	3.22	4.00	5.15	6.82
每股经营性现金流(元)	2.22	0.73	1.17	1.67	2.39
市盈率(倍)	N/A	62	39	27	18
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%	54.58%	46.97%	45.83%
净资产收益率(%)	37.14%	17.14%	21.33%	24.38%	26.84%
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

- **双代言模式扩大品牌影响力, “原态定制”全面推广。**2016年11月, 公司签约 Angelababy 为形象代言人, 同时继续保留法国建筑设计大师保罗·安德鲁的代言, 正式开启品牌双代言模式。公司希望更多地传递年轻、时尚和国际化的品牌形象给潜在客户, 扩大品牌影响力, 提升品牌认知度。根据我们的草根调研, 从12月起, 公司全新代言人的宣传广告已经在车站、机场和户外广告牌进行投放。环保属性优越的“原态定制”产品是近年公司主打的核心产品, 平均售价较其他普通定制产品约高30%左右。在消费升级大背景下, 消费者对于家具环保属性关注度不断提升, 国家对于家具产品的环保要求也不断趋严, “原态定制”产品将有较高的潜在市场空间。
- **量价和效率共升, 业绩增长步入快车道。**公司2016年业绩预告中预计2016年年度实现归属于上市公司股东的净利润同比增加50%至60%, 显示公司已经走出2015年的调整期, 从2016年1季度起逐季改善。2015年, 公司开始在北方地区进行直营转经销的替换。通过对经销商进行补贴, 公司完成了统一形象店面建设, 提升经销商的整体市场竞争力。通过经销商对直营店的替代, 从2016年前三季情况看, 销量和客单价同步提升, 均有15%左右增长。同时, 公司于2015年IPO上市后就加快了信息化系统建设, 有效连接了前端销售和后端制造仓储, 实现各环节的协同, 提升板材利用率、人工效率和整体运营效率。此外, 公司非公开发行已于2016年末获证监会审核通过, 其中将斥资8,850万元用于“信息系统升级建设项目”, 进一步提高公司的定制家居生产智能化水平和信息化管理水平。
- **产能渐次释放, 加大营销投入, 聚势合力保障中长期增长。**公司惠州二期工厂产能于2016年第三季度开始逐渐释放, 整体产能规模已达到20亿元。结合公司IPO和定增募投项目建设周期, 2017年至2019年还将持续有新增产能释放, 预计募投项目全面达产后公司整体产能规模将达到50亿元左右。过去几年, 受制于产能瓶颈, 公司的广告投放主要集中在火车站、机场和户外等渠道。随着产能逐步释放, 公司正在加大营销投入, 包括提高营销费用率, 成立驻地营销中心, 成立数字营销部加强线上导流力度, 成立主动营销部负责营销培训和营销活动策划, 以及设立专项奖金加大对经销商和终端销售人员的激励。品牌推广方面, 公司除了坚持传统宣传渠道以外, 还在大力发展视频网站、微信、电视和影院等新媒介渠道。这些举措, 不仅有利

揭力

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

邱思佳

联系人
qiusijia@gjzq.com.cn

于健全销售网络，扩大影响力，同时也有利于公司及时消化新增产能，实现中长期快速发展。

估值和投资建议

- **上调盈利预测，维持“买入”评级。**公司是整体衣柜领军品牌，2016年起，伴随着产能建设逐步落地，公司大力推动营销变革，品牌影响力和业绩表现长期向好，我们上调公司2016-2018年EPS预测至0.85/1.26/1.83元/股，（三年CAGR49.1%，原为0.77/1.08/1.55元/股），对应2017年PE为31倍，维持公司“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，信息化建设不及预期。

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
主营业务收入	650	901	1,082	1,465	2,032	2,845	货币资金	213	278	533	846	1,214	1,776
增长率		38.7%	20.1%	35.4%	38.7%	40.0%	应收款项	9	14	9	20	27	38
主营业务成本	-405	-565	-669	-886	-1,215	-1,692	存货	27	34	36	53	73	102
%销售收入	62.4%	62.7%	61.8%	60.5%	59.8%	59.5%	其他流动资产	23	10	13	14	18	25
毛利	244	336	413	579	817	1,153	流动资产	272	335	590	933	1,333	1,941
%销售收入	37.6%	37.3%	38.2%	39.5%	40.2%	40.5%	%总资产	61.6%	60.4%	50.8%	62.4%	68.2%	74.0%
营业税金及附加	-6	-8	-10	-14	-19	-27	长期投资	0	0	10	11	10	10
%销售收入	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%	固定资产	164	211	448	511	572	631
营业费用	-89	-125	-154	-210	-289	-396	%总资产	37.0%	38.0%	38.6%	34.2%	29.3%	24.1%
%销售收入	13.7%	13.9%	14.3%	14.4%	14.2%	13.9%	无形资产	3	5	42	38	37	37
管理费用	-31	-44	-62	-78	-103	-137	非流动资产	170	219	571	562	621	681
%销售收入	4.8%	4.9%	5.7%	5.4%	5.1%	4.8%	%总资产	38.4%	39.6%	49.2%	37.6%	31.8%	26.0%
息税前利润 (EBIT)	118	159	186	276	406	593	资产总计	442	555	1,161	1,495	1,954	2,622
%销售收入	18.2%	17.7%	17.2%	18.9%	20.0%	20.8%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	0	2	2	14	21	31	应付款项	150	160	183	264	363	506
%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	54	77	109
资产减值损失	0	0	-8	0	0	0	流动负债	162	174	212	318	440	616
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%	0.3%	0.2%	负债	162	174	214	318	440	617
营业利润	118	160	187	292	429	625	普通股股东权益	280	381	948	1,177	1,514	2,005
营业利润率	18.2%	17.8%	17.3%	19.9%	21.1%	22.0%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	3	4	1	1	1	负债股东权益合计	442	555	1,161	1,495	1,954	2,622
税前利润	118	163	191	293	430	626	比率分析						
利润率	18.1%	18.1%	17.7%	20.0%	21.2%	22.0%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-17	-22	-29	-42	-61	-88	每股指标						
所得税率	14.6%	13.5%	15.0%	14.4%	14.2%	14.1%	每股收益	1.37	1.92	0.55	0.85	1.26	1.83
净利润	101	141	162	251	369	538	每股净资产	3.80	5.18	3.22	4.00	5.15	6.82
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	1.17	1.67	2.39
归属于母公司的净利润	101	141	162	251	369	538	每股股利	0.00	0.25	0.17	0.07	0.11	0.16
净利率	15.5%	15.7%	15.0%	17.1%	18.2%	18.9%	回报率						
							净资产收益率	35.96%	37.14%	17.14%	21.33%	24.38%	26.84%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	22.75%	25.48%	13.99%	16.80%	18.89%	20.53%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	36.05%	36.17%	16.71%	20.10%	23.02%	25.40%
净利润	101	141	162	251	369	538	增长率						
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%	35.44%	38.69%	39.96%
非现金支出	11	17	40	40	45	51	EBIT 增长率	65.51%	34.71%	17.19%	48.15%	47.05%	45.92%
非经营收益	0	0	-6	-3	-3	-3	净利润增长率	66.88%	40.55%	14.94%	54.58%	46.97%	45.83%
营运资金变动	55	4	19	55	80	115	总资产增长率	60.28%	25.48%	109.38%	28.69%	30.70%	34.19%
经营活动现金净流	167	163	214	343	491	701	资产管理能力						
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
投资活动现金净流	-39	-57	-368	-29	-102	-108	固定资产周转天数	79	80	139	116	93	73
股权募资	0	0	442	0	0	0	偿债能力						
债权募资	0	0	0	-1	0	1	净负债/股东权益	-76.19%	-73.17%	-56.21%	-71.89%	-80.18%	-88.54%
其他	-15	-40	-33	0	-22	-32	EBIT 利息保障倍数	-597.7	-97.0	-87.3	-19.5	-19.2	-19.4
筹资活动现金净流	-15	-40	408	-1	-22	-31	资产负债率	36.74%	31.39%	18.38%	21.25%	22.51%	23.52%
现金净流量	114	65	254	313	368	562							

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
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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。

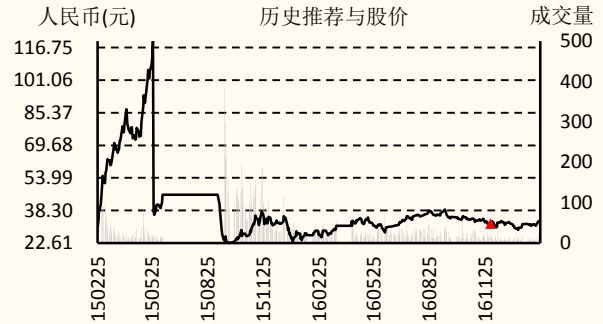
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-12-05	买入	32.00	38.90~38.90

来源：国金证券研究所



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