

管理拐点来临, 进入快速增长轨道

投资要点

- **定制家具领军企业, 业绩高速增长。**公司是定制家具行业领军企业, 主要从事全屋定制家居及其配套家具的设计、研发、生产和销售, 产品包括整体衣柜、整体衣帽间、整体书柜、整体电视柜、整体酒柜、榻榻米及其它配套产品等。2012年至2016年, 公司营收年均复合增长率为33.2%。2016年, 公司实现营业收入14.3亿元, 同比增长32.4%, 实现净利润2.5亿元, 同比增长55.3%, 业绩实现高速增长。
- **产品以原态板为特色, 盈利能力较强:**16年公司对生产线进行梳理改造, 推动柜体板材利用率提升3.3%, 柜体每平方的单位成本下降3.9%, 人均产值增加10.4%, 毛利率提升1.9个百分点至39.7%, 净利率达到17.6%。与同行业比较, 公司盈利能力有较明显优势。未来公司还将通过提升原态板占比、扩充品类提升客单价等方式促进盈利能力进一步提升。
- **消除产能瓶颈, 完善渠道建设。**2016年公司完成广州萝岗、惠州、从化三大生产基地的产能规划, 未来3-5年公司全屋定制的发展提供充分产能保障。萝岗、惠州、从化三大生产基地总计产值将达到50亿元左右, 随着三大生产基地完成产能规划, 产能瓶颈将有效消除。渠道方面, 2016年公司完成对经销体系梳理, 经销商门店数量同比增速出现明显下降。目前公司约有1300家经销商门店。2017年, 公司计划新增经销商门店250-300家, 这意味着公司在经过对经销商体系梳理后, 重新加快开店速度。
- **积极提升信息化水平, 落实大家居战略。**公司与创想明天(25%股权)合作研发3D设计软件。目前已完成由原设计软件向3D设计软件的切换。定增募集资金也将投入信息系统升级建设项目, 进一步提高公司生产智能化水平和柔性化生产能力。2016年公司推出六个全新产品系列, 为终端消费者提供更加完整的家居解决方案, 从产品上落实大家居战略。
- **盈利预测与投资建议。**预计2017-2019年EPS分别为1.17元、1.57元、2.06元, 考虑到定制家具行业广阔成长空间和公司在行业中的优势地位, 给予公司2017年35倍PE, 对应目标价40.95元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:**原材料价格大幅上涨的风险; 终端销售情况低于预期的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1433.03	1940.84	2579.59	3352.11
增长率	32.44%	35.44%	32.91%	29.95%
归属母公司净利润(百万元)	252.27	351.69	470.94	616.86
增长率	55.30%	39.41%	33.91%	30.98%
每股收益EPS(元)	0.84	1.17	1.57	2.06
净资产收益率ROE	21.77%	24.56%	26.46%	27.64%
PE	43	31	23	18
PB	9.33	7.55	6.07	4.84

数据来源: Wind, 西南证券

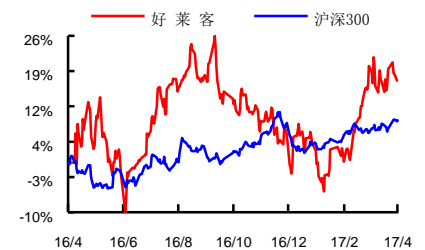
西南证券研究发展中心

分析师: 李佳颖
执业证号: S1250513090001
电话: 023-63786561
邮箱: lijy@swsc.com.cn

联系人: 蔡欣
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn

联系人: 徐稚涵
电话: 021-68415526
邮箱: xyhan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.00
流通A股(亿股)	0.87
52周内股价区间(元)	27.7-38.86
总市值(亿元)	108.08
总资产(亿元)	15.72
每股净资产(元)	3.86

相关研究

1. 好莱客(603898): 客单价提升+渠道发力, 业务步入高成长期 (2017-03-30)

目 录

1 定制家具领军企业，业绩高速增长.....	1
2 同行业比较：以原态板为特色，盈利能力强	2
3 消除产能瓶颈，完善渠道建设	4
3.1 规划布局三大生产基地，产能稳步提升	4
3.2 理顺经销商体系，优化网点布局	5
4 积极提升信息化水平，落实大家居战略.....	6
4.1 投资研发 3D 设计软件，提升公司信息化水平	6
4.2 完善产品品类，扎实推进大家居战略	7
5 盈利预测与估值.....	9
6 风险提示	9

图 目 录

图 1: 公司 2012 年以来营业收入 (百万元) 及增速	1
图 2: 公司 2015 年以来单季度营业收入 (百万元) 及增速	1
图 3: 公司 2012 年以来净利润 (百万元) 及增速	1
图 4: 公司 2015 年以来单季度净利润 (百万元) 及增速	1
图 5: 公司分区域营业收入占比情况	2
图 6: 2016 年分区域营业收入 (百万元) 及增速	2
图 7: 同行业公司毛利率比较	3
图 8: 2012 年以来公司三费率情况	3
图 9: 同行业公司三费率比较	3
图 10: 同行业公司净利率比较	3
图 11: 同行业公司存货周转天数比较	4
图 12: 同行业公司应收账款周转天数比较	4
图 13: 好莱客三大生产基地布局	4
图 14: 公司经销商门店数量 (家) 及增速	5
图 15: 索菲亚经销商门店数量 (家) 及增速	5
图 16: 不同类型门店数量占比	6
图 17: 不同类型门店收入占比	6
图 18: 创想明天 3D 定制家居系统全流程图	6
图 19: 创想明天 3D 定制家居系统前端设计软件	6

表 目 录

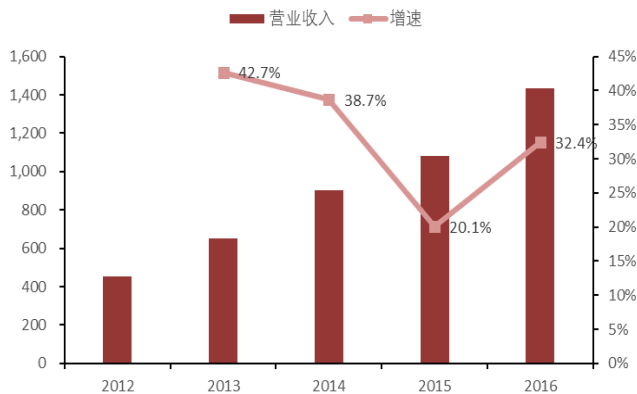
表 1: 定制家具行业渠道数量对比 (家)	2
表 2: 2016 年公司推出的新产品系列	7
表 3: 分业务收入及毛利率预测	9
附表: 财务预测与估值	10

1 定制家具领军企业，业绩高速增长

公司是定制家具行业的领军企业，主要从事全屋定制家居及其配套家具的设计、研发、生产和销售，产品包括整体衣柜、整体衣帽间、整体书柜、整体电视柜、整体酒柜、榻榻米及其它配套产品等。2012年至2016年，公司年均复合增长率为33.2%。2016年，公司实现营业收入14.3亿元，同比增长32.4%，实现净利润2.5亿元，同比增长55.3%，业绩实现高速增长。

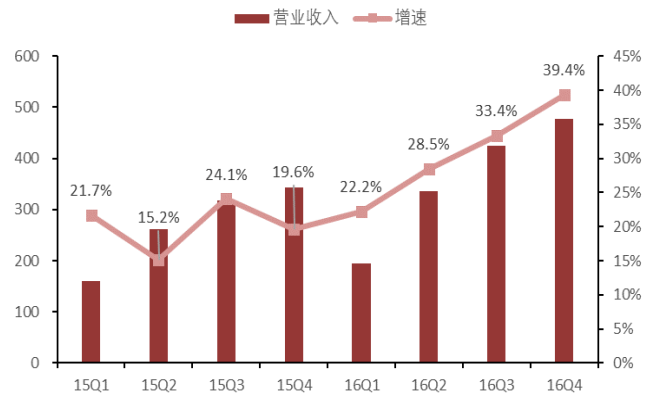
公司能够在过去几年快速成长的主要原因是：1) 整个定制家具行业近几年实现接近20%的快速增长，大幅超过家具行业整体10%的增长率，再加上定制家具行业在整个家居行业的占比只有约20%，因此在消费升级的背景下，渗透率会加速提升，未来定制家具将有能力继续保持高速增长的态势。2) 公司通过丰富产品体系和大力推广原态板，推动出厂客单价在2016年同比提升15%以上。目前，公司的原态板占比为20%，预计在2017年原态板占比将提升至40%，同时原态板的终端价格比刨花板高30%，因此原态板占比的提升预计将进一步提高客单价。3) 原有门店和新开门店对收入的贡献，2016年新开门店带动收入增长4%-5%，而同店增长率为20%。2017年公司开店目标是新增250-300家，对比欧派家居的门店数量，公司未来还有进一步开店的空间。

图1：公司2012年以来营业收入（百万元）及增速



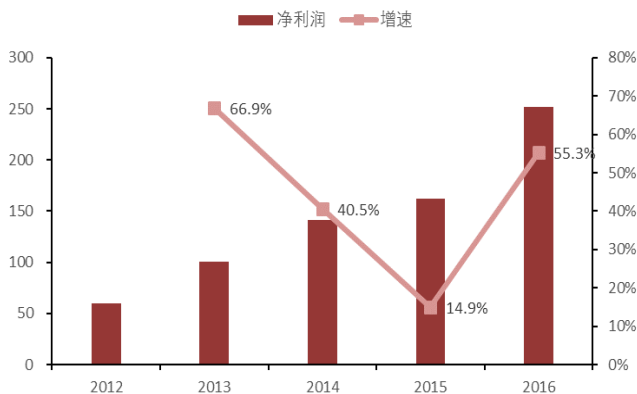
数据来源：Wind，西南证券整理

图2：公司2015年以来单季度营业收入（百万元）及增速



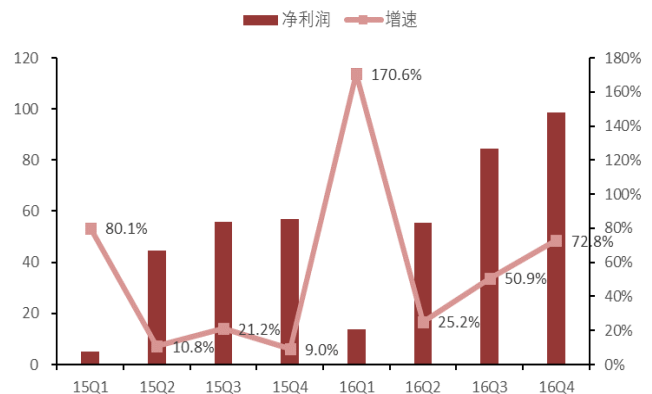
数据来源：Wind，西南证券整理

图3：公司2012年以来净利润（百万元）及增速



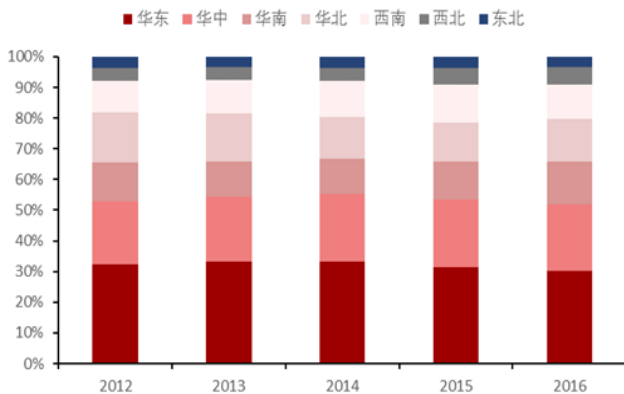
数据来源：Wind，西南证券整理

图4：公司2015年以来单季度净利润（百万元）及增速

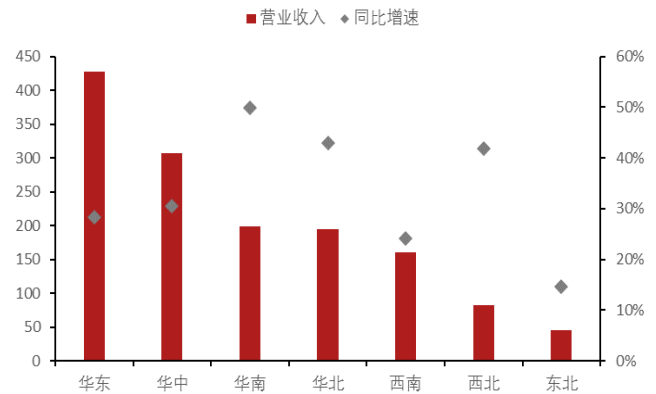


数据来源：Wind，西南证券整理

从区域看，华东、华中和华南三个区域在营业收入中总占比超过 60%，西南、东北、西北空白点还较多，存在很大提升空间。其中华南地区营业收入在 2016 年同比增长 50%，主要是因为 1) 华南地区直营店收入增长；2) 公司在广州、佛山和深圳地区试点原态板，广州地区原态板销售占比近 70%，带动客单价提升。从增速看，华北与西北在 2016 年的同比增速超过了平均增速 33%，反映出这些相对弱势区域管理层改善的拐点到来，将进入快速发展阶段。

图 5：公司分区域营业收入占比情况


数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：2016 年分区域营业收入（百万元）及增速


数据来源：Wind，西南证券整理

2 同行业比较：以原态板为特色，盈利能力强

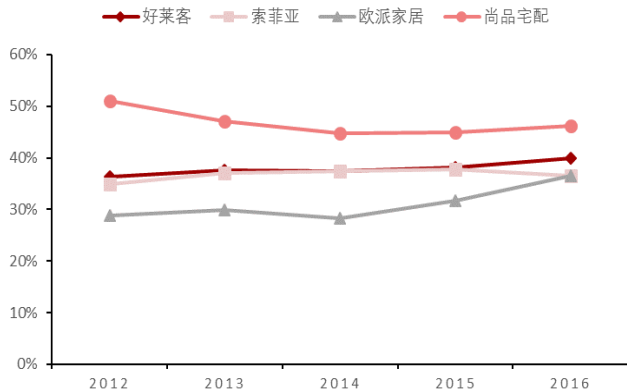
去年 A 股市场增添了几大优质的定制家具标的，为更加充分的了解好莱客所处的行业地位，我们将其与欧派、索菲亚、尚品宅配进行对比。首先从渠道情况来看，欧派渠道布局最为完善，包括了衣柜、橱柜、卫浴和木门等全系列，而好莱客目前仍以衣柜为主，门店数还较少，布局还有很多空白点，未来还有较大下沉空间。

表 1：定制家具行业渠道数量对比（家）

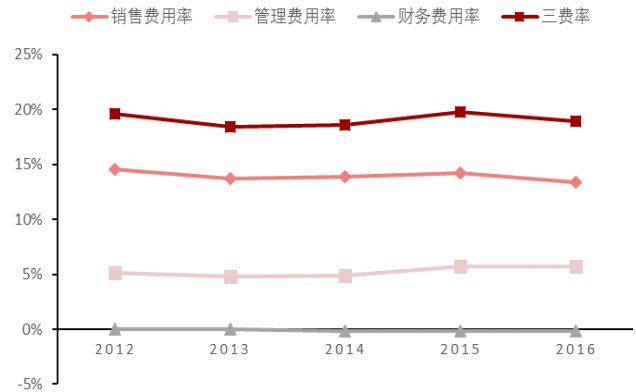
	好莱客	索菲亚	欧派	尚品宅配
衣柜	1300	1900	1394	1157
橱柜	—	600	2088	—
其他	—	—	1228	—
合计	1300	2500	4710	1157

数据来源：公司公告，西南证券整理

与同行业其他公司相比，我们认为公司在盈利能力上具有比较明显的优势。公司毛利率处于领先水平，2016 年毛利率上升 1.9 个百分点至 39.7%，归因于公司采用柔性化生产技术，推动柜体板材利用率提升 3.3%，柜体每平方的单位成本下降 3.9%，人均产值增加 10.4%。随着公司 3D 设计平台和信息化建设的不断完善，毛利率还有进一步提升的空间。此外，公司正在积极推广原态板，出于让利经销商的考虑，虽目前原态板仅提高客单价而不影响毛利率，但随着原态板市场认可度不断提高，规模效应上升，原态板对毛利率的积极影响将逐渐显现。尚品宅配的整体毛利率较高主要是因为其直营店营收占比较大所致。

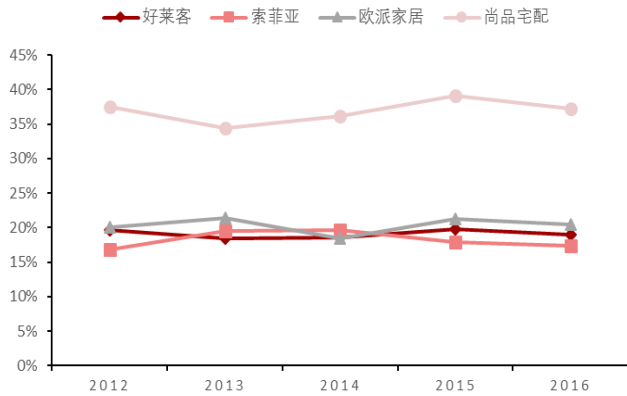
图 7：同行业公司毛利率比较


数据来源：Wind，西南证券整理

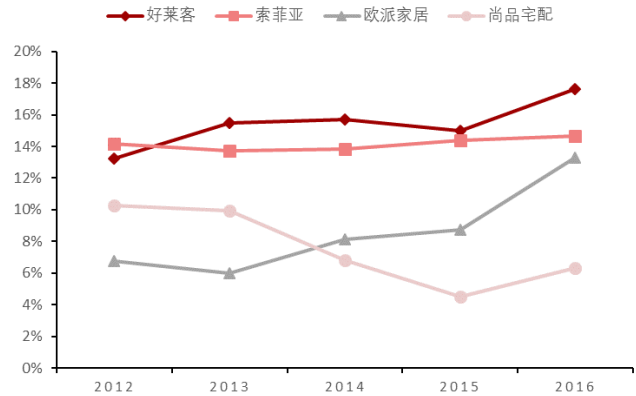
图 8：2012 年以来公司三费率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

公司三费率在 2016 年下降 0.8 个百分点至 18.9%，费用控制较好。随着公司规模扩大，为提高公司品牌影响力和增强核心经销商的竞争力，预计公司在 2017 年的销售费用将保持增长，使得整体三费率有所上升。从同行业对比上看，公司三费率处于较低的水平，净利率领先同行，反映出公司具有较强的盈利能力。尚品宅配由于其经营模式不同，受到直营店租赁费、装修费、线上引流费、设计师薪酬福利支出较高以及广告投入较高的影响，三费率在四家公司中处于最高水平，这也导致其净利率水平偏低，2016 年的净利率比好莱客低 11.3 个百分点。

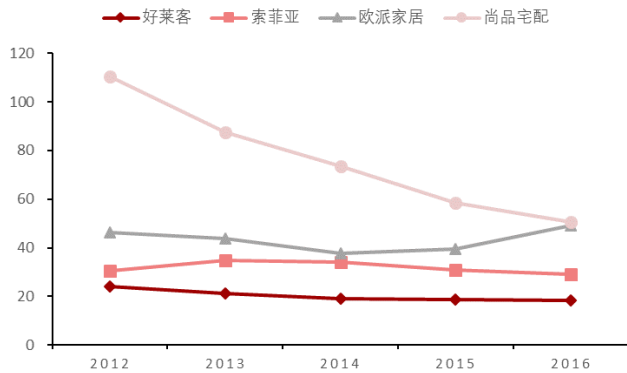
图 9：同行业公司三费率比较


数据来源：Wind，西南证券整理

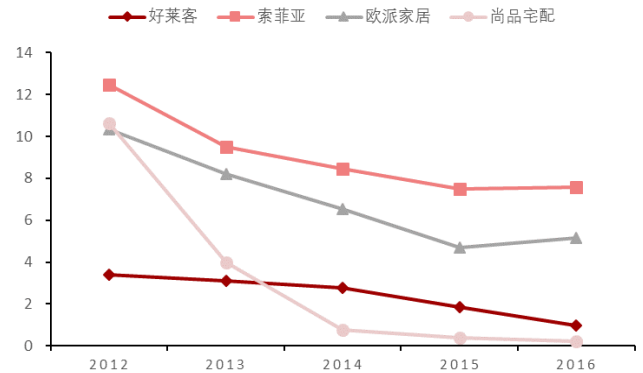
图 10：同行业公司净利率比较


数据来源：Wind，西南证券整理

公司经过前期的组织结构调整和梳理经销体系，在营运效率方面已经实现明显的提升。2016 年，公司存货周转天数同比下降 0.3 天至 18.4 天，存货周转率为 19.6，而应收账款周转天数同比下降 0.9 天至 1 天，应收账款周转率为 367.3。与同属于定制家具行业的另外三家公司相比，公司的存货周转天数最少，而应收账款周转天数也处于较低水平，反映公司具有较高的营运效率。

图 11: 同行业公司存货周转天数比较


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 12: 同行业公司应收账款周转天数比较


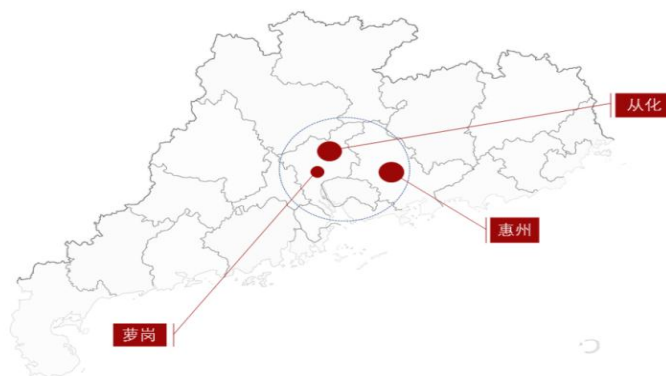
数据来源: Wind, 西南证券整理

3 消除产能瓶颈，完善渠道建设

3.1 规划布局三大生产基地，产能稳步提升

2016 年公司完成广州萝岗、惠州、从化三大生产基地的产能规划及建设方案，为未来 3-5 年公司全屋定制的发展提供充分的产能保障。其中，广州萝岗生产基地预计产值为 10 亿元，用于非柔性化生产，目前正在进行信息化改造；惠州生产基地预计产值为 20 亿元，一期项目已经于 2015 年上半年投产，主要是非柔性化生产，二期项目于 2016 年 12 月投产，用于柔性化生产，三期项目预计在 2017 年上半年投产，也用于柔性化生产；从化生产基地预计产值为 20 亿元，属于定增项目，预计在 2019 年投产。随着三大生产基地完成产能规划以及有序开展建设，产能将稳步提升，从而有效消除产能瓶颈。

同时，公司选择在广东省内进行生产基地的布局，从产业链和成本角度看均较为有利。产业链角度，两广地区在板材、五金、封边条等原材料及配套产品上具有较为完善的产业链。成本角度，完善而又集中的产业链能够为公司提供大量可供选择的供应商，提高公司对原材料及配套产品的议价能力，节约成本；其次，三大生产基地处于一小时经济圈内，有助于减少管理半径和提高管理效率，基地之间进行存货调度将更加灵活。

图 13: 好莱客三大生产基地布局


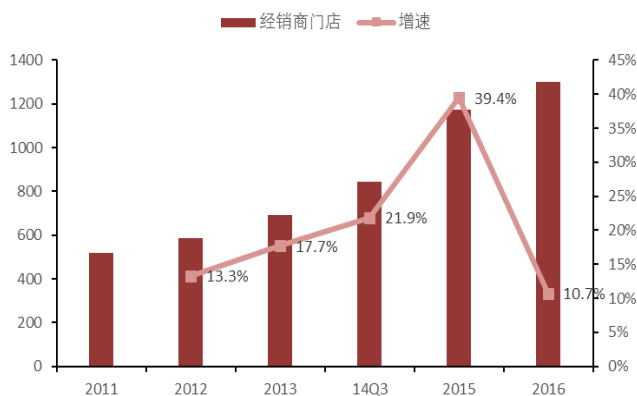
数据来源: 公司公告, 西南证券

3.2 理顺经销商体系，优化网点布局

公司采取的销售模式是以经销商为主、直营店为辅，2016 年经销商营业收入在总营业收入中占比为 93.4%，直营店主要是发挥窗口功能，探索和试验公司政策，其定位并不是为了直接获取经济收益。因此，经销商体系的优劣将会直接对公司的业绩和盈利情况产生影响。2011-2015 年期间，公司的经销商门店数量保持着较为快速的增长，2015 年经销商门店同比增速约为 39.4%。2016 年由于公司对经销体系进行梳理，对经销商进行调整，经销商门店数量同比增速出现明显下降。截止 2016 年年底，公司约有 1300 家经销商门店，被淘汰的经销商占比约为 14%。2017 年，公司计划新增加经销商门店 250-300 家，这意味着公司在经过对经销商体系梳理后，重新加快开店速度。对比欧派家居门店布局情况，公司门店还有很多的增长空间。随着原有门店的成熟以及新门店的增加，预计将会对公司未来业绩形成重要支撑。

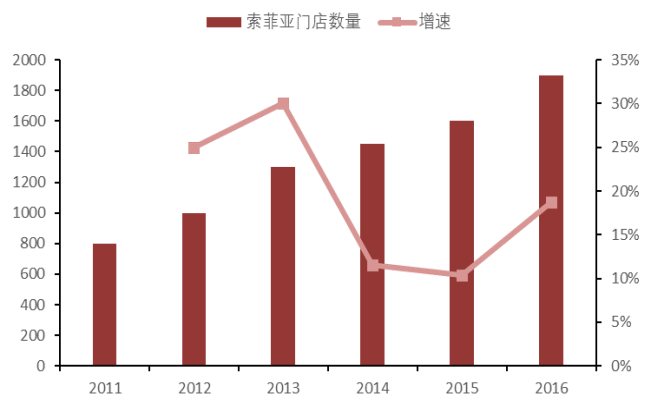
公司进一步完善经销商管理体系，通过细分不同等级的市场，将经销商放在可比的市场上进行排名，排名靠前的经销商将获得提货价格上的优惠。公司也会为经销商选择店址和店面数量合理布局提供专业性指导，以达到市场销售最快启动和市场份额最大化。同时，由于当前公司正在积极推广原态板，在给经销商的定价时仅保留与颗粒板相同的毛利率，而原态板在销售端的价格要比颗粒板高出 30%，因此经销商在其中将获得更高的利润。通过采取这些措施，将有助于调动经销商的积极性，形成经销体系的良性循环。

图 14：公司经销商门店数量（家）及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

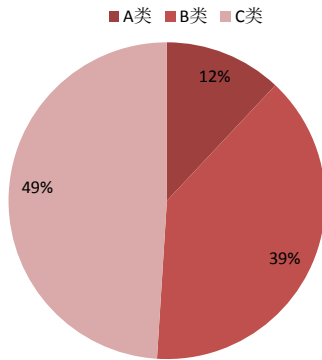
图 15：索菲亚经销商门店数量（家）及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

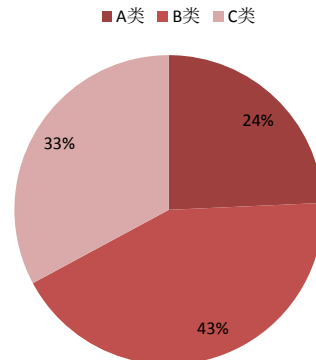
根据公司对不同等级经销商门店的划分，省会、副省级城市的门店约 150 家，收入占比 24%，单店收入高于地级市门店（B 类）和县级市门店（C 类）。反映出公司目前的销售重心还是来自于三四线城市。目前一二线城市门店还有较大加密空间，由于一二线城市的人口密度大、消费能力较强，盈利能力有望进一步提高；三四线城市目前不足 1000 家网店，空白区还有较大覆盖需求。从客单价方面比较，目前好莱客终端客单价约 1.9 万元，略高于索菲亚客单价（约 1.7 万元）。主要原因一是好莱客高价的原态板产品占比提升，二是索菲亚最近几年通过效率提升成本压缩，价格带下移。因此虽客单价上有差异，但盈利能力都比较强。

图 16: 不同类型门店数量占比



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 17: 不同类型门店收入占比



数据来源: Wind, 西南证券整理

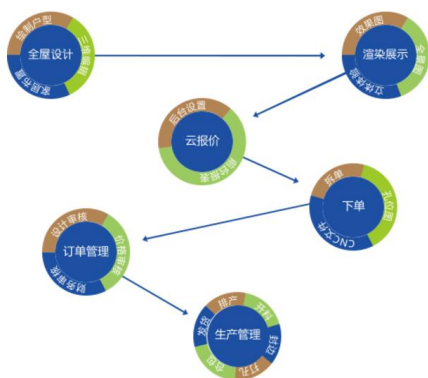
4 积极提升信息化水平, 落实大家居战略

4.1 投资研发 3D 设计软件, 提升公司信息化水平

定制家具行业对信息化有着较高的要求, 信息化水平将会直接对板材利用率、一次安装成功率和客户满意度产生影响。从客户下单开始, 设计系统将能够为客户提供个性化的定制, 将设计安装效果更直观的展示给客户; 而在生产领域, 信息化系统能够实现更加精准的拆单、审单和排单生产, 降低人工操作的出错率。

公司于 2015 年以现金出资 1000 万元增资入股创想明天取得其 25% 股权, 目的是希望能够利用北京创想明天科技有限公司在 3D 设计与生产软件系统等方面的技术优势, 进一步加强 3D 技术在公司定制家居产品生产过程中的应用, 增强公司智能制造的信息化优势。2016 年 10 月, 公司全面完成由原设计软件向 3D 设计软件的切换, 该系统能够为公司带来以下积极影响: 1) 推动设计效率和展示效果的提升, 并且实现客单价的提高; 2) 由计算机智能实现拆单与审单, 从而减少人为因素可能带来的差错; 3) 系统中包含 3D 模块云平台, 能够为经销商的产品推广和销售提供支持。通过借助于 3D 设计与生产软件系统, 能够实现从销售前端到生产后台的高效连接, 提升公司业务开展效率。

图 18: 创想明天 3D 定制家居系统全流程图



数据来源: 公司网站, 西南证券整理

图 19: 创想明天 3D 定制家居系统前端设计软件



数据来源: 公司网站, 西南证券整理

此外，公司于 2016 年 4 月公布非公开发行股票预案并已经过会，拟募集资金 8.2 亿元用于“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”，其中信息系统升级建设项目主要是对 ERP、SRM、MES 系统进行升级改造，配合定制家居智能生产建设项目，将提高公司生产智能化水平和柔性化生产能力。

4.2 完善产品品类，扎实推进大家居战略

2014 年，公司开始全面进军全屋家居领域，将整个品牌的经营理念定义为“全屋原生态定制”，在此基础上提出大家居战略，积极完善产品品类。2016 年公司衣柜类产品占营业收入 60%，但是考虑到标准全屋订单金额可达到 8-10 万元，而衣柜在其中大约为 3 万元，订单中剩下的 70%均是其他家居产品，因此其他产品比衣柜的长尾更多，这也是公司推进全屋定制和大家居战略的原因。

目前，公司拥有整体衣柜、整体衣帽间、整体书柜、整体电视柜、整体酒柜、整体阳台柜、整体门厅柜、榻榻米及配套家具等产品，产品范围能够覆盖卧室、餐厅、客厅、书房及儿童房等，基本能够为客户提供全屋家居产品的定制服务。2016 年 11 月，公司在原有的产品系列基础上推出波尔多庄园、阿尔卑斯、贝加尔湖畔、挪威森林蒙特里安和天空之城六个全新产品系列，这六大系列产品能够覆盖从儿童至 50 岁左右的年龄区间用户群体，并且针对每个年龄段的用户品位与需求均提供针对性的设计，从而更加贴合市场需求，为终端消费者提供更加完整的家居解决方案，有助于公司大家居战略的落实。

2017 年，公司为进一步推进“大家居”战略，拟以自有资金出资 1000 万元设立全资子公司深圳前海好莱客投资有限公司，深圳好莱客以自有资金出资 325 万元合伙设立产业基金管理人广东好莱客投资管理合伙企业（有限合伙），同时以自有资金出资 5000 万元参与设立泛家居产业基金。通过成立合伙企业和泛家居产业基金，以股权投资等资本运作形式，投资于具有成长潜力的泛家居领域企业，这将有助于公司产业延伸以及战略升级。

表 2：2016 年公司推出的新产品系列

产品系列	目标客户群体	样张
波尔多庄园系列	40-50 岁社会中坚力量，享受型用户，收入较丰厚，追求品质感和崇尚理性消费。	
阿尔卑斯系列	30-40 岁偏年轻人群，准中产阶级，改善型消费，经济基础稳定，追求高品质生活享受。	

产品系列	目标客户群体	样张
<p>贝加尔湖畔系列</p>	<p>面向 25-35 岁首次置业者，中端刚需型用户，购房主要用途为婚房，有独立风格和主张个性消费，崇尚极简、理性风格。</p>	
<p>挪威森林系列</p>	<p>80、90 后一代，刚需型用户群，工作压力大，付完首付后的装修预算不多。</p>	
<p>蒙特里安系列</p>	<p>面向消费能力有限，生活质量要求高，住宅容积小的白领准中产阶层。</p>	
<p>天空之城系列</p>	<p>主要是为儿童提供个性化和空间充分利用的儿童房。</p>	

数据来源：公司网站，西南证券整理

5 盈利预测与估值

关键假设:

考虑到定制家具处于高速成长期,终端销售景气度持续向好,我们对公司盈利预测如下:

假设 1: 公司板材利用率和一次安装正确率持续提升, 17~19 年综合毛利率分别为 40.83%, 41.3%, 41.79%;

假设 2: 随着公司渠道拓展, 产品认可度增强, 衣柜及配套产品客单价持续上涨, 门店下沉, 开店数提升, 17~19 年增速分别为 35.5%, 33%, 30%。

基于以上假设, 我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表:

表 3: 分业务收入及毛利率预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
合计				
营业收入	1,433.0	1,940.8	2,579.6	3,352.1
yoy	32.44%	35.44%	32.91%	29.95%
营业成本	860.1	1,148.4	1,514.1	1,951.4
毛利率	39.98%	40.83%	41.30%	41.79%
整体衣柜及配套家具				
收入	1416.4	1919.222	2,552.57	3,318.33
yoy	33.09%	35.50%	33.00%	30.00%
成本	854.82	1141.937	1,506.01	1,941.23
毛利率	39.65%	40.50%	41.00%	41.50%
其他				
收入	16.63	21.619	27.02	33.78
yoy	-6.47%	30.00%	25.00%	25.00%
成本	5.28	6.4857	8.11	10.13
毛利率	68.25%	70.00%	70.00%	70.00%

数据来源: Wind, 西南证券整理

预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.17 元、1.57 元、2.06 元, 考虑到定制家具行业广阔成长空间和公司在行业中的优势地位, 给予公司 2017 年 35 倍 PE, 对应目标价 40.95 元, 维持“买入”评级。

6 风险提示

原材料价格大幅上涨的风险; 终端销售情况低于预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1433.03	1940.84	2579.59	3352.11	净利润	252.27	351.69	470.94	616.86
营业成本	860.08	1148.42	1514.12	1951.36	折旧与摊销	38.55	42.42	48.75	55.71
营业税金及附加	16.47	22.30	29.64	38.52	财务费用	-2.19	0.64	0.84	1.10
销售费用	191.35	258.13	348.24	459.24	资产减值损失	3.28	5.00	5.00	5.00
管理费用	82.35	106.75	144.46	191.07	经营营运资本变动	-489.09	-222.97	-163.10	-237.20
财务费用	-2.19	0.64	0.84	1.10	其他	562.21	71.00	62.00	105.00
资产减值损失	3.28	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	365.03	247.77	424.44	546.47
投资收益	6.80	6.00	8.00	10.00	资本支出	-147.95	-80.00	-100.00	-120.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-524.93	79.60	8.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-672.88	-0.40	-92.00	-110.00
营业利润	288.48	405.60	545.28	715.83	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	6.51	5.63	5.92	5.82	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	294.99	411.23	551.20	721.65	股权融资	91.02	10.00	0.00	0.00
所得税	42.73	59.54	80.26	104.79	支付股利	-49.98	-88.29	-123.09	-164.83
净利润	252.27	351.69	470.94	616.86	其他	-9.57	-0.64	-0.84	-1.10
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	31.48	-78.93	-123.94	-165.93
归属母公司股东净利润	252.27	351.69	470.94	616.86	现金流量净额	-276.37	168.45	208.50	270.54
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	256.46	424.91	633.41	903.95	成长能力				
应收和预付款项	28.90	35.24	48.19	61.26	销售收入增长率	32.44%	35.44%	32.91%	29.95%
存货	51.81	69.14	78.25	78.33	营业利润增长率	54.15%	40.60%	34.44%	31.28%
其他流动资产	547.85	742.39	986.58	1281.92	净利润增长率	55.30%	39.41%	33.91%	30.98%
长期股权投资	10.18	10.18	10.18	10.18	EBITDA 增长率	50.33%	38.11%	32.59%	29.88%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	558.04	600.34	656.32	725.33	毛利率	39.98%	40.83%	41.30%	41.79%
无形资产和开发支出	85.16	81.51	77.86	74.21	三费率	18.95%	18.83%	19.13%	19.43%
其他非流动资产	33.63	-41.44	-42.52	-43.59	净利率	17.60%	18.12%	18.26%	18.40%
资产总计	1572.03	1922.27	2448.28	3091.59	ROE	21.77%	24.56%	26.46%	27.64%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	16.05%	18.30%	19.24%	19.95%
应付和预收款项	290.64	366.84	488.56	635.87	ROIC	40.68%	36.23%	41.70%	47.86%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	22.67%	23.12%	23.06%	23.05%
其他负债	122.73	123.36	179.80	223.77	营运能力				
负债合计	413.36	490.20	668.36	859.64	总资产周转率	1.05	1.11	1.18	1.21
股本	299.90	299.90	299.90	299.90	固定资产周转率	3.27	3.93	4.66	5.44
资本公积	314.12	324.12	324.12	324.12	应收账款周转率	367.33	397.46	385.22	384.51
留存收益	627.25	890.65	1238.50	1690.53	存货周转率	8.52	5.35	4.94	4.78
归属母公司股东权益	1158.67	1432.06	1779.92	2231.95	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	118.97%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1158.67	1432.06	1779.92	2231.95	资产负债率	26.29%	25.50%	27.30%	27.81%
负债和股东权益合计	1572.03	1922.27	2448.28	3091.59	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.15	2.60	2.62	2.71
					速动比率	2.02	2.46	2.50	2.62
					股利支付率	19.81%	25.11%	26.14%	26.72%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	324.85	448.66	594.87	772.63	每股收益	0.84	1.17	1.57	2.06
PE	42.85	30.73	22.95	17.52	每股净资产	3.86	4.78	5.94	7.44
PB	9.33	7.55	6.07	4.84	每股经营现金	1.22	0.83	1.42	1.82
PS	7.54	5.57	4.19	3.22	每股股利	0.17	0.29	0.41	0.55
EV/EBITDA	32.41	23.26	17.19	12.89					
股息率	0.46%	0.82%	1.14%	1.53%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn