

好莱客 (603898.SH) 家用轻工行业

评级：买入 维持评级

公司点评

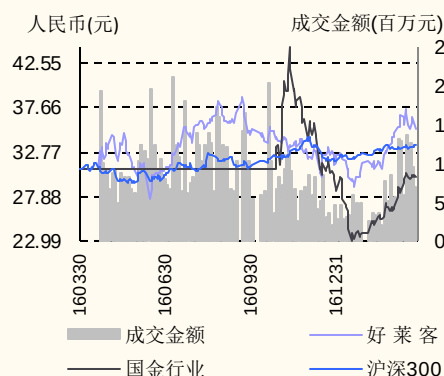
市场价格 (人民币): 38.26 元

业绩持续高歌猛进, “大家居” 战略展开

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)	10,592.47
年内股价最高最低 (元)	38.86/27.70
沪深 300 指数	3461.55
上证指数	3172.10



相关报告

1. 《业绩增长明确, “大家居” 战略提速-好莱客 2016 年年报点评》2017.3.20
2. 《扩产提效, 发展步入快车道-好莱客公司点评》, 2017.2.27
3. 《好莱客 (603898.SH) 深度研究-产能逐次释放, 业绩即将...》, 2016.12.5

揭力

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

袁艺博

联系人
yuanyibo@gjzq.com.cn

邱思佳

联系人
qiusijia@gjzq.com.cn

公司基本情况 (人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益 (元)	0.55	0.84	1.23	1.80	2.62
每股净资产 (元)	3.22	3.86	4.99	6.37	8.76
每股经营性现金流 (元)	0.73	1.22	3.13	2.40	3.39
市盈率 (倍)	62	38	31	21	15
行业优化市盈率 (倍)	93	82	58	191	191
净利润增长率 (%)	14.94%	55.30%	46.28%	46.17%	45.44%
净资产收益率 (%)	17.14%	21.77%	24.68%	28.22%	29.86%
总股本 (百万股)	294.00	299.90	299.90	299.90	299.90

来源: Wind、国金证券研究所

业绩简评

■ 2017 年第一季度, 公司分别实现营业收入、营业利润和归属于上市公司股东的净利润 2.63 亿元、2,778.35 万元和 2,566.59 万元, 同比分别增长 35.19%、42.23%和 86.09%。实现全面摊薄 EPS0.09 元/股, 符合预期。经营活动净现金流为-8,301.71 万元, 低于同期净利润。

经营分析

■ 整体收入高速增长, 盈利能力持续增强。2017 年第一季度, 公司收入继续保持高速增长 (+35.19%), 毛利率小幅提升至 38.27% (1.49pct.)。期间费用率增加 1.61pct.。其中, 销售费用率与财务费用率均增长 (0.40pct./1.19pct.), 销售费用率增加主要系由于公司伴随销售规模扩大, 加大了宣传费用投入所致; 管理费用率增加 1.19pct., 主要系由于报告期内新增限制性股票激励费用摊销所致。此外, 2017 年第一季度, 公司归母净利润率为 9.75% (+2.67pct.), 公司盈利能力持续提升。

■ 量价齐升助收入增长, 信息化建设支撑盈利提升。2017 年第一季度, 公司在销售端延续了订单数量和客单价同步增长趋势, 促使营业收入和营业利润继续高速增长。同时, 公司于 2017 年 3 月 16 日获得高新技术企业认证, 使得公司得以继续享受 15% 的优惠税率。与去年同期相比, 国内纤维板和胶合板价格分别上涨 22%和 44%左右。而在原材料大幅涨价的情况下, 公司毛利率和净利率水平依旧分别提升 1.49pct.和 2.67pct.。我们认为, 主要有两点原因促使公司盈利能力增强: 1) 公司在近期提高产品出厂价格, 以对冲原材料上涨对盈利的负面影响; 2) 公司信息化的深入建设, 延续了 2016 年以来原材料使用率 (2016 年同比提升 3.28pct.) 和人均产值 (2016 年同比提升 10.38pct.) 提升的趋势。

■ 公司近期推进 “大家居” 战略动作频频。公司近期在 “大家居” 战略推进上动作频频, 从近期披露信息看, 公司发起设立了 “泛家居” 产业基金, 同时计划成立投资公司。1) 公司计划通过 “泛家居” 产业基金, 以股权为纽带向具备成长潜质的定制家居、智能家居和建材等企业进行投资, 谋求良好投资回报。2) 公司拟通过成立全资子公司前海好莱客投资公司, 与创象资产合伙设立广东好莱客投资管理合伙企业。目前, 公司全资子公司前海好莱客已完成工商登记。广州好莱客投资将围绕 “大家居” 战略, 通过股权投资、并购等方式推动定制家居产业延伸。

- **推动品牌和营销升级，匹配产能渐次投放。**2016 年，公司借助全新招商、旧店翻新和完善市场制度等措施，进一步优化营销体系和销售渠道，开启双代言模式，公司品牌影响力在年轻人中得到提升。2017 年，公司计划加大营销投入，成立驻地营销中心、数字营销、主动营销等部门，深化 O2O 模式，增强营销培训和策划能力，优化升级现有营销模式。大力发展视频网站、微信、电视和影院等新媒介渠道，持续扩大品牌影响力，提升品牌形象。目前，伴随公司惠州二期工厂产能逐步释放，整体产能规模已达到 20 亿元。2017 年至 2019 年公司还将持续有新增产能投放，预计所有募投项目达产后，产能规模将达到 50 亿元。我们认为，公司推动品牌和营销升级，将与产能投放相匹配，推动公司整体营收迈上新台阶。
- **渠道扩张带动订单数量增长，“大家居”持续推进客单价再提升。**1) 截止 2016 年 12 月 31 日，公司在全国共拥有经销商近 1,000 家，经销专卖店近 1,300 家。凭借对引流以及订单转化率方面的管理加强，公司原经销商单店坪效得以提升，且新增门店也为公司贡献增量订单。2017 年，公司计划在全国新增 300 家门店，并加大三、四线渠道下沉力度。公司销售网络的持续扩张，将使订单量得到进一步增长。2) 目前，公司全屋定制产品家居覆盖空间从卧室，扩展至客厅和阳台。公司全屋定制业务逐步完善，同时配合前端设计和展示的优化，客单价提升 15% 左右。未来“大家居”战略的持续推进，公司客单价依旧具备提升可能。

风险因素

- 房地产业宏观调控变动风险；原材料价格上涨风险；市场竞争加剧风险。

盈利预测与投资建议

- **维持盈利预测，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，我们维持公司 2017-2019 年 EPS 预测为 1.23/1.80/2.62 元/股（三年 CAGR45.9%），对应 PE 为 31/21/15 倍，维持公司“买入”评级。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	901	1,082	1,433	1,961	2,787	3,953
增长率		20.1%	32.4%	36.9%	42.1%	41.9%
主营业务成本	-565	-669	-860	-1,163	-1,653	-2,345
%销售收入	62.7%	61.8%	60.0%	59.3%	59.3%	59.3%
毛利	336	413	573	798	1,134	1,608
%销售收入	37.3%	38.2%	40.0%	40.7%	40.7%	40.7%
营业税金及附加	-8	-10	-16	-19	-26	-37
%销售收入	0.9%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%
营业费用	-125	-154	-191	-263	-371	-515
%销售收入	13.9%	14.3%	13.4%	13.4%	13.3%	13.0%
管理费用	-44	-62	-82	-105	-142	-191
%销售收入	4.9%	5.7%	5.7%	5.4%	5.1%	4.8%
息税前利润 (EBIT)	159	186	283	411	595	865
%销售收入	17.7%	17.2%	19.7%	21.0%	21.4%	21.9%
财务费用	2	2	2	14	28	42
%销售收入	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.7%	-1.0%	-1.1%
资产减值损失	0	-8	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	7	7	3	3	3
%税前利润	0.0%	3.7%	2.3%	0.6%	0.4%	0.3%
营业利润	160	187	288	428	626	910
营业利润率	17.8%	17.3%	20.1%	21.8%	22.5%	23.0%
营业外收支	3	4	7	3	3	3
税前利润	163	191	295	431	629	913
利润率	18.1%	17.7%	20.6%	22.0%	22.6%	23.1%
所得税	-22	-29	-43	-62	-89	-128
所得税率	13.5%	15.0%	14.5%	14.4%	14.2%	14.1%
净利润	141	162	252	369	539	784
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	141	162	252	369	539	784
净利率	15.7%	15.0%	17.6%	18.8%	19.4%	19.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	141	162	252	369	539	784
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	17	40	42	56	58	60
非经营收益	0	-6	-7	-4	-5	-5
营运资金变动	4	19	78	518	127	179
经营活动现金净流	163	214	365	940	718	1,018
资本开支	-57	-366	-136	-73	-103	-109
投资	0	-10	-543	-1	0	0
其他	0	8	6	3	3	3
投资活动现金净流	-57	-368	-673	-71	-100	-106
股权募资	0	442	83	0	-76	0
债权募资	0	0	0	-1	0	1
其他	-40	-33	-51	0	-32	-47
筹资活动现金净流	-40	408	31	-1	-109	-46
现金净流量	65	254	-276	868	510	866

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	278	533	256	1,124	1,634	2,500
应收款项	14	9	9	23	32	46
存货	34	36	52	67	95	135
其他流动资产	10	13	568	18	25	35
流动资产	335	590	885	1,232	1,786	2,715
%总资产	60.4%	50.8%	56.3%	63.6%	70.4%	77.2%
长期投资	0	10	11	12	11	11
固定资产	211	448	558	618	676	735
%总资产	38.0%	38.6%	35.5%	31.9%	26.7%	20.9%
无形资产	5	42	96	72	63	55
非流动资产	219	571	687	704	752	803
%总资产	39.6%	49.2%	43.7%	36.4%	29.6%	22.8%
资产总计	555	1,161	1,572	1,936	2,538	3,518
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	160	183	361	361	512	725
其他流动负债	14	29	51	80	115	165
流动负债	174	212	412	441	627	890
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	2	1	0	0	0
负债	174	214	413	441	627	891
普通股股东权益	381	948	1,159	1,495	1,911	2,627
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	555	1,161	1,572	1,936	2,538	3,518

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	1.92	0.55	0.84	1.23	1.80	2.62
每股净资产	5.18	3.22	3.86	4.99	6.37	8.76
每股经营现金净流	2.22	0.73	1.22	3.13	2.40	3.39
每股股利	0.25	0.17	0.00	0.11	0.16	0.23
回报率						
净资产收益率	37.14%	17.14%	21.77%	24.68%	28.22%	29.86%
总资产收益率	25.48%	13.99%	16.05%	19.06%	21.25%	22.30%
投入资本收益率	36.17%	16.71%	20.86%	23.56%	26.71%	28.29%
增长率						
主营业务收入增长率	38.69%	20.08%	32.44%	36.85%	42.09%	41.87%
EBIT 增长率	34.71%	17.19%	51.63%	45.44%	44.66%	45.39%
净利润增长率	40.55%	14.94%	55.30%	46.28%	46.17%	45.44%
总资产增长率	25.48%	109.38%	35.35%	23.15%	31.10%	38.62%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3	2	1	3	3	3
存货周转天数	19	19	19	21	21	21
应付账款周转天数	42	38	43	44	44	44
固定资产周转天数	80	139	118	93	70	52
偿债能力						
净负债/股东权益	-73.17%	-56.21%	-22.13%	-75.19%	-85.49%	-95.12%
EBIT 利息保障倍数	-97.0	-87.3	-129.0	-29.1	-21.0	-20.4
资产负债率	31.39%	18.38%	26.29%	22.76%	24.70%	25.33%

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	3	3	12
增持	0	0	0	0	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.20

来源：朝阳永续

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
2	2017-02-27	买入	33.66	N/A
3	2017-03-30	买入	35.40	N/A

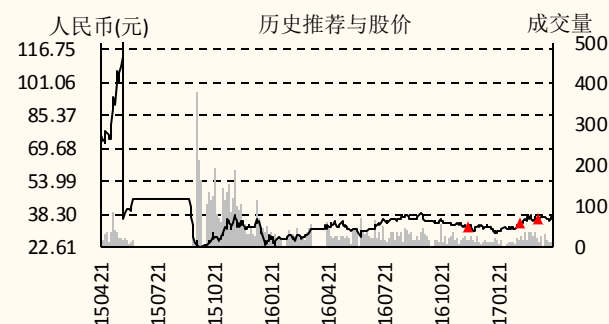
来源：国金证券研究所

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为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