



生产、渠道、品牌全面改善，业绩持续高增长

2017.07.14

王亮(分析师)

刘凯娜(研究助理)

电话: 010-57385534

010-57385534

邮箱: wangl_a@gzgzhs.com.cn

liukn@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310514080002

●我国定制家具行业正处于低渗透率、低集中度、大市场规模的较高速增长期，公司作为行业龙头，将持续受益：1)我国定制衣柜渗透率不足30%，定制橱柜渗透率不足60%，其它定制柜体家具渗透率不足15%，未来消费升级与小户型住宅份额的扩大将助推渗透率持续提升，进一步扩大市场规模；2)我国定制家具行业CR3=8.09%，其中，排名第一的品牌份额更是低至3.51%，远低于与我国居住环境及文化相似的日本（超10%）、韩国（超35%），可见行业集中度仍有很大提升空间，龙头企业有望率先获益；3)2017-2019年，定制家具行业将以16.1%、15.2%、14.3%的速度增长，三年市场规模（出厂口径）将超7千亿元。

●生产、渠道、品牌层面的改善红利释放，将助推公司今年营收增长超40%：1)生产层面，公司三大生产基地将有约50亿产值逐步投产，有效解除公司产能瓶颈（2015-2016年，公司产能利用率皆超95%）；2)渠道层面，公司通过更换经销商、直营转经销、调整经销商管理模式等途径，有效改善一二线城市渠道质量。与此同时，公司在三四线城市渠道占比高达88%，能有效抵消一二线房地产市场下滑带来的不利影响，并获取三四线城市房地产市场高速增长带来的市场机遇；3)品牌层面，公司最新启用双代言人模式，在维持“大师”定位的同时，兼顾了时尚、认知度、话题度等元素，结合一系列营销策略，实现了品牌的高效推广。

●原态板加速推广与3D设计软件成功切换加码客单价提升，高盈利能力助业绩高速增长：1)定价比颗粒板高约30%的原态板作为公司的环保主打产品，2016年营收占比20%，2017年公司将加大推广力度（如广州直营店已仅供应原态板产品），年末占比预计达40%，全年平均可达30%，对客单价起明显拉升作用；2)公司参与研发的3D设计软件已于去年底完成全国切换，其不仅能借3D模块提升设计效率与展示效果，还顺利打通前端设计至后端制造的全流程，大幅提升公司运营效率；3)2012-2016年，公司存货周转率提升至19.59%（+4.71%），始终处于绝对领先地位；毛利率提升至39.98%（+3.77%），仅次于直营店营收占比高达49.15%的尚品宅配；净利率提升至17.60%（+4.37%），连续四年占据行业领头羊位置。高盈利能力使其营收具备高边际效应，助业绩持续高速增长。

●投资建议：我们预测公司2017-2019年EPS分别为1.19元、1.67元、2.38元，对应29、21、15倍估值；2017年公司市值为128.16亿元，目标价为42.72元/股，对应20170714收盘价33.42元/股，还有27.83%的涨幅空间，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

●风险提示：商品房成交量大幅低于预期；原材料价格大幅上涨。

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1433.03	2022.85	2729.95	3674.42
同比	32.44%	41.16%	34.96%	34.60%
归属母公司净利润(百万元)	252.27	355.74	502.24	713.67
同比	55.30%	41.02%	41.18%	42.10%
毛利率	39.98%	40.30%	41.26%	42.25%
ROE	23.95%	26.55%	28.34%	29.99%
每股收益(元)	0.84	1.19	1.67	2.38
P/E	41.13	29.17	20.66	14.54
P/B	8.96	6.82	5.13	3.79
EV/EBITDA	6.77	21.36	14.67	9.69

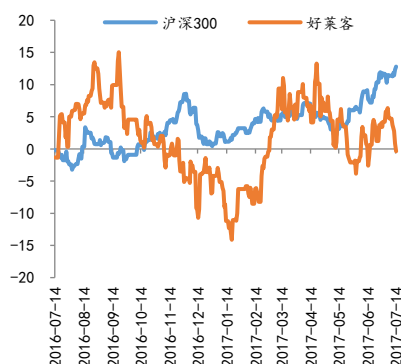
强烈推荐（首次覆盖）

现价: 33.42

目标价: 42.72

股价空间: 27.83%

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
绝对表现	-0.9	-6.7	9.5
相对表现	-4.3	-12.1	-1.6
沪深300	3.4	5.4	11.1

基本资料

总市值(亿元)	100.40
总股本(亿股)	3.00
流通股比例	29.63%
资产负债率	20.33%
大股东	沈汉标
大股东持股比例	42.28%

目录

1. 公司股权结构稳定，营收持续高速增长	5
2. 定制家具行业未来三年将维持约 15% 的增长，出厂规模超七千亿元	8
2.1 我国整体衣柜行业已步入快速发展的成长期	8
2.2 整体衣柜优势凸显，尤其契合占比持续提升的小户型住宅需求	9
2.3 定制家具行业 CR3 低至 8%，龙头企业将持续受益于市场份额的提升	10
3. 改善红利释放，高盈利水平助推，公司今年营收增速有望达 40%	12
3.1 生产、渠道、品牌层面均实现有效改善，公司拐点已然到来	12
3.1.1 公司 50 亿产值逐步释放，有效解除产能瓶颈	12
3.1.2 公司重点改善一二线城市渠道质量，加速三四线城市渠道布局	13
3.1.3 加大品牌推广投入，双代言人模式传递“大师”与“时尚”定位	14
3.2 原态板与 3D 软件加码客单价有效提升	17
3.2.1 今年原态板产品占比将提升至 30%，助推公司营收增长	17
3.2.2 公司研发的 3D 设计软件成功转换，将有效提升销售客单价	18
3.3 公司盈利能力处于行业领先水平	19
4. 公司盈利预测与假设	20
5. 投资建议	20



图目录

图 1 公司发展历程一览	5
图 2 公司股权架构及参控股公司	5
图 3 公司 2016 年营收持续增长	7
图 4 公司 2016 年归母净利润增速明显提升	7
图 5 公司销售毛利率和净利率呈上升趋势	8
图 6 公司管理费用率有所提升	8
图 7 我国定制衣柜行业发展历程	8
图 8 2016 年 90 平方米以下小户型住宅占上海住宅成交套数的 49.1%	10
图 9 2016 年 90 平方米以下小户型住宅占深圳住宅成交套数的 70.5%	10
图 10 90 平方米以下住宅占整体房地产住宅开发投资完成额比例呈上升趋势	10
图 11 公司产能持续扩张	12
图 12 公司产能利用率逐年攀升	12
图 13 三四线城市需求驱动房地产市场增长	14
图 14 居民中长期贷款占新增贷款比例回升	14
图 15 个人购房贷款余额增速持续上升	14
图 16 公司三四线城市贡献营收占比达 76%	14
图 17 公司与索菲亚门店数量地域分布对比	14
图 18 公司秉承“定制家具大师”的品牌理念	15
图 19 公司秉承“定制家具大师”的品牌理念	15
图 20 公司宣传广告费用投入加大	17
图 21 公司广告投入占营收比重仅次于尚品宅配	17
图 22 NAF 为板材甲醛释放量最严标准	17
图 23 公司原态板材辅料均采用高标准环保产品	17
图 24 公司产品系列一览	18
图 25 公司存货周转率 (%) 保持行业领先地位	19
图 26 公司应收账款周转率 (%) 保持行业领先地位	19
图 27 公司毛利率 (%) 持续攀升	19
图 28 公司期间费用率 (%) 处于行业低位	19
图 29 公司净利率 (%) 保持行业领先地位	20
图 30 公司人均产值 (万元/人) 回升至行业前列	20



表目录

表 1 公司主要产品一览	6
表 2 整体衣柜、成品衣柜、木工现场打制衣柜综合比对	9
表 3 定制家具市场规模测算	11
表 4 2016 年定制家具行业市场格局一览	11
表 5 公司近年生产建设项目一览	13
表 6 2016 年定制家具品牌定位及广告费用一览	15
表 7 公司主要品牌传播行动一览	16
表 8 美国 CARB 认证级别一览	17
表 9 公司营业收入假设与预测	20
表 10 盈利预测表（单位：百万元）	22

1. 公司股权结构稳定，营收持续高速增长

广州好莱客创意家居股份有限公司的前身——广州好莱客家具有限公司，设立于 2007 年 4 月 9 日，主营家具及其零配件、塑料制品、金属制品的生产、销售及其售后服务。经过三次股权转让与增资后，2011 年 6 月 26 日，公司依法整体变更为“广州好莱客创意家居股份有限公司”，主营整体衣柜产品的开发、生产、销售及服务，致力于成为引领中国整体衣柜发展的领军品牌。2015 年 2 月 17 日，公司在上海证券交易所挂牌上市，成为上交所第一家定制整体衣柜上市企业。

图 1 公司发展历程一览



资料来源：公司首次招股说明书，公司官网，广证恒生整理

公司股权结构稳定。截至 2017 年第一季度，公司控股股东沈汉标持有公司 42.28% 的股份，其配偶王妙玉持有公司 26.93% 的股份，夫妻二人共持有公司股份 69.21%，为公司实际控制人。

公司全资控股两家负责生产制造的子公司（惠州好莱客、广州从化好莱客）与一家主营软件和信息技术服务的子公司（广东定家网络），并通过参股北京创想明天，助公司 3D 设计和生产软件系统成功落地。

图 2 公司股权架构及参控股公司



资料来源：公司公告，广证恒生整理

公司以整体衣柜起家，秉承“定制家居大师”的品牌理念，不断扩大产品品类，丰富产品线，成为集整体衣柜、整体衣帽间、整体书柜、整体酒柜、整体电视柜、整体阳台柜、整体门厅柜等家具及配套家居产品于一体的全屋定制家居整体解决方案提供商。

表 1 公司主要产品一览

产品	图示	简介
整体衣柜		卧室中存放或收纳衣物的壁柜。
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； 电脑桌供书写、摆放电脑或阅读之用，通常配抽屉分格和文件架。
整体电视柜		电视柜用于客厅摆放电视、收纳物品等功能，电视柜除可以摆放电视以外，也可用于摆放装饰品、书籍、充电线、电线板等物品。
整体酒柜		较大户型居室中，餐厅位置会摆放酒柜，酒柜既可摆放酒，也可用于摆放装饰品的作用，与餐桌椅结合，使餐厅更显品味。
整体阳台柜		阳台柜可用于摆放清洁用品，大多配有放洗衣机的位置和放置脏衣物的脏衣篮，使用起来美观方便。

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

整体门厅柜		门厅柜配有小物件收纳空间，如钥匙、雨伞等，同时设有换鞋凳，使用户刚进门就感受到家的温暖。
榻榻米		睡觉时可作床。白天又可做起居室，同时又是对弈品茗的绝佳场所，过客时这是客房，孩子玩耍时，它又成了游戏场所，是生活与娱乐的完美结合。
配套家具		床、床垫、床头柜、梳妆台等作为卧室配套家具； 沙发、茶几作为客厅配套家具； 餐桌椅作为餐厅配套家具； 书桌椅作为书房配套家具。

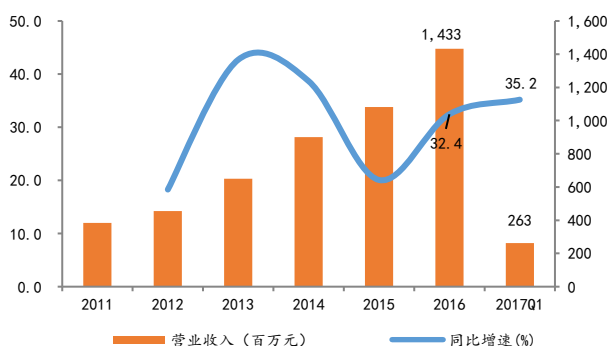
资料来源：公司年报，广证恒生整理

整体衣柜是公司的主营产品，2016 年公司整体衣柜及配套家具贡献营收 14.16 亿元，占公司总营收的 98.84%。随着全屋定制的进一步推广，公司营收构成将愈发多样化，营收贡献点的增加也将进一步推动公司总营收的快速增长。

今年一季度，公司实现营收 2.63 亿元，同比增长 35.2%，实现归母净利润 0.26 亿元，同比增长 86.1%。归母净利润的大幅增长有部分源自：1) 公司赎回部分保本浮动收益型理财产品，使投资收益同比增长 134.28%；2) 获得较多政府补助，使营业外收入同比增加 2,506.67%；3) 区别于 2016Q1 按 25% 税率计提所得税，2017Q1 开始按高新技术企业享有的 15% 的税率计提，使所得税率减少。

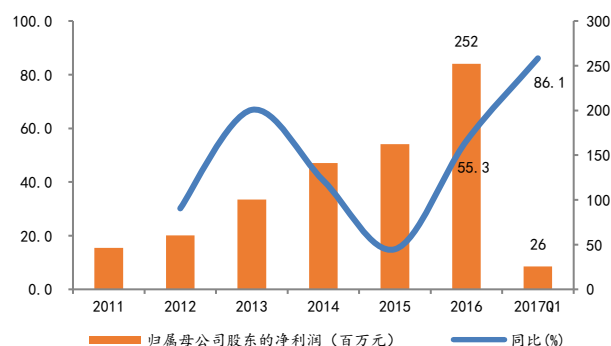
与此同时，公司盈利水平持续提升。2011-2016 年，公司毛利率提升至 40.0% (+6.6%)，归母净利润提升至 17.6% (+5.6%)。随着销售规模的扩大，公司期间费用率始终较为稳定，仅提升 0.9% 至 19.1%。

图 3 公司 2016 年营收持续增长



资料来源：Wind，广证恒生整理

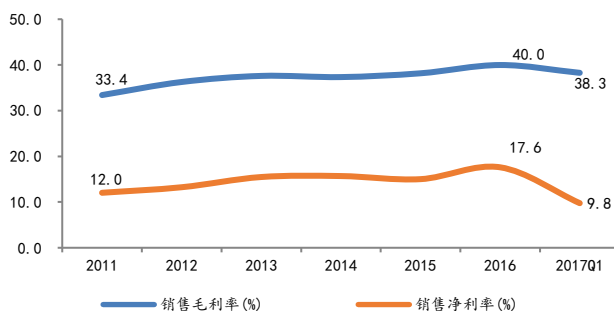
图 4 公司 2016 年归母净利润增速明显提升



资料来源：Wind，广证恒生整理

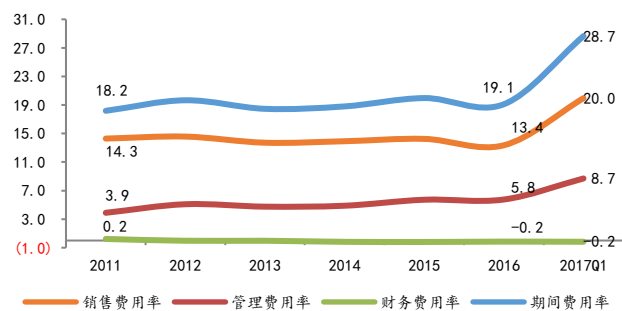


图5 公司销售毛利率和净利率呈上升趋势



资料来源: Wind, 广证恒生整理

图6 公司管理费用率有所提升



资料来源: Wind, 广证恒生整理

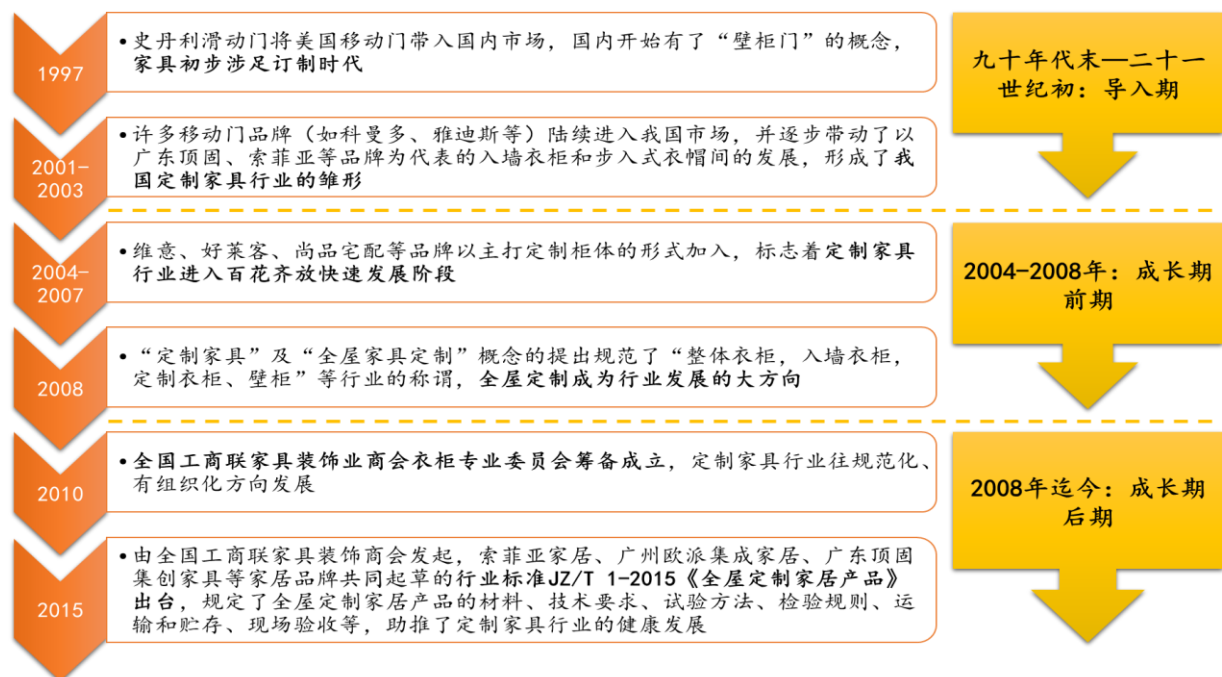
2. 定制家具行业未来三年将维持约 15% 的增长，出厂规模超七千亿元

公司主营业务属于木制家具制造业中的整体衣柜行业。整体衣柜又名定制衣柜、入墙衣柜、衣帽间，是指按照用户需求，根据具体的室内空间位置，通过现场测量、量身定制、个性化设计、标准化规模化生产、现场安装而成的，依附于建筑物某一部分，并与其形成刚性连接的集成柜类家具。整体衣柜的本质是定制家具，其整合了建筑业、室内装饰业与家具制造业，利用先进的设计理念与生产工艺，实现了大规模定制化生产。

2.1 我国整体衣柜行业已步入快速发展的成长期

90 年代末，整体衣柜进入我国市场。二十一世纪初，随着人们生活水平的提高，整体衣柜优点逐渐突显，并被越来越多消费者认可，生产厂家如雨后春笋般出现，最终形成以广州、上海、北京、成都为主的产业聚集地。

图7 我国定制衣柜行业发展历程



资料来源:《中国人造板》2016 年 07 月刊, 广证恒生整理

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

2.2 整体衣柜优势凸显，尤其契合占比持续提升的小户型住宅需求

将整体衣柜与传统的木工现场打制衣柜及成品衣柜进行综合比对，可发现其无论在产品品质、售后服务等传统消费评估维度上，还是在健康环保、个性化、定制化等新兴消费评估维度上，都具备明显优势。

表 2 整体衣柜、成品衣柜、木工现场打制衣柜综合比对

整体衣柜	成品衣柜	木工现场打制衣柜
规模化生产	可规模化生产	无法规模化生产
用时	从下单到安装约 20-30 天	用时很短，可随时购买使用
健康环保	可采用环保材质，健康安全	材料和工艺有限，专业性欠缺，易散发有害气体
品质	稳定，有保障	不稳定，无保障
空间利用率	较高	较低
定制化	可量身定制	无法量身定制
个性化	可依据个人喜好设计，具备独特性，彰显个性	只能从已有的成品中选择，无法体现个人风格
整体性	与室内装潢风格一致，尺寸合适	与安放环境不匹配，易显突兀
售后服务	提供专业售后服务	无售后服务

资料来源：《西北林学院学报》2012 年 04 期，广证恒生整理

总的来说，整体衣柜具备如下四大特征：

1) 环保健康

随着人们消费意识的提高，环保健康成为能左右人们消费抉择的主要因素之一。据中国室内装饰协会统计数据显示，我国每年由室内装修污染导致的死亡人数高达 11.1 万人。装修污染问题不容小觑。

由于专业性欠缺，木工现场打制衣柜采用的板材、胶水等原材料质量较差，长期持续散发出的有害气体不利于人体健康。与之相比，整体衣柜厂商追求环保健康的意识更强，采用的板材大部分都符合 E1 甚至 E0 级环保标准，好莱客更是推出甲醛释放量远低于 E0 级标准的原态板产品，可见定制家具环保健康的定位已非常明晰，而这也契合当今消费发展趋势，满足消费升级需求。

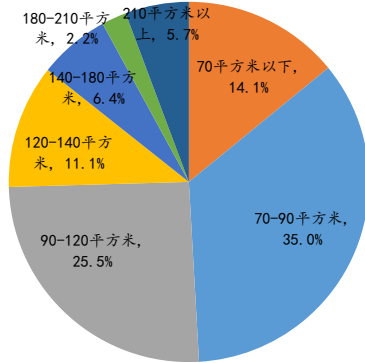
2) 量身定制

个性化与定制化是我国消费升级的特征之一。相较在设计、尺寸、板材等的选择皆受限的成品衣柜，整体衣柜可按照客户需求进行量身定制，从而使其与室内装潢的风格协调，尺寸契合，且无论在外观或功能上都能满足客户的个性化需求。

3) 节省空间

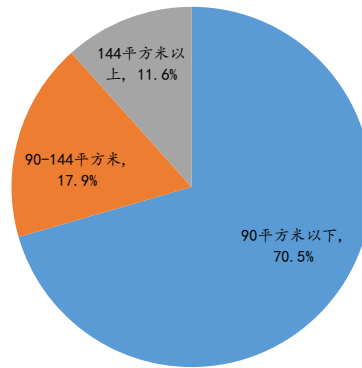
房价上涨，以一线城市为首的住宅商品房平均面积呈逐渐下降趋势，小户型住宅成为越来越多人的选择。2016 年，上海、深圳的 90 平方米以下的小户型住宅占比分别为 49.1%、70.5%，处于绝对主流地位。

图 8 2016 年 90 平方米以下小户型住宅占上海住宅成交套数的 49.1%



资料来源：上海市房地产管理局，广证恒生整理

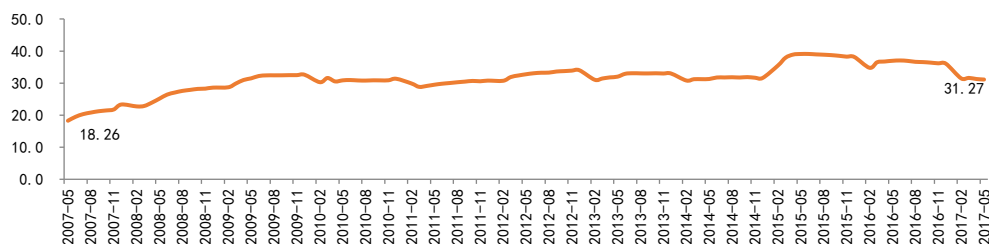
图 9 2016 年 90 平方米以下小户型住宅占深圳住宅成交套数的 70.5%



资料来源：深圳市规划和国土资源委员会，广证恒生整理

纵观全国，在过去 10 年间，我国 90 平方米以下住宅占整体房地产住宅开发投资完成额比例由 17.16% 提升至 31.11%，增幅达 12.85%。

图 10 90 平方米以下住宅占整体房地产住宅开发投资完成额比例呈上升趋势



资料来源：国家统计局，广证恒生整理

住房面积下降，空间利用率提升就成为提升生活质量的一大途径。整体衣柜可根据个人需求，通过巧妙的空间利用，设计出满足个人需求的功能布局，从而通过空间利用率最大化来达到节省空间的效果。

4) 时尚美观

整体衣柜厂商通常有专业的设计师负责产品设计，能走在时尚前沿。与此同时，定制化的特性使其能根据室内装潢风格进行调整与搭配，从而与整体环境完美融合，较成品家具更为美观大方。

2.3 定制家具行业 CR3 低至 8%，龙头企业将持续受益于市场份额的提升

如今，包括整体衣柜在内的全屋定制行业正处于快速发展期，前景广阔，空间巨大，被称为“家居行业的最后一块蛋糕”。为进一步明确定制家具行业市场格局及发展潜力，我们对其规模进行了测算。

定制家具市场需求可分为三类：新房新增需求、二手房新增需求、存量房更新需求；产品品类也可分为三大类：定制衣柜、定制橱柜、其它全屋定制柜体。我们假设：

1) 每套商品房住宅平均面积为 100 平方米；

2) 2017-2019 年，商品房住宅销售面积同比增速分别为 6%、5%、4%，二手房住宅销售面积同比增速维持 3%，存量房市场平均十年更新一次全屋家具；

3) 2017-2019 年，定制衣柜、定制橱柜出厂均价皆维持 6000 元/套房，考虑到其它全屋定制柜体家具普及的产品品类将逐年增多，出厂均价定为 6000 元/套房、7000 元/套房、8000 元/套房；

4) 由于定制家具在新房、二手房、存量房市场的渗透率不同，我们对三大市场进行分开测算。

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

表 3 定制家具市场规模测算

产品	项目	2016	2017E	2018E	2019E
住宅	新房销售面积(万平方米)	137,540	145,792	153,082	159,205
	二手房销售面积(万平方米)	53,212	54,808	56,452	58,146
	存量房面积(万平方米)	1,270,287	1,416,079	1,569,161	1,728,367
定制衣柜	新房市场渗透率	30%	32%	34%	36%
	二手房市场渗透率	25%	27%	29%	31%
	存量房市场渗透率	25%	27%	29%	31%
	需求套数(万套)	863	997	1139	1289
	客单价(万元)	0.6	0.6	0.6	0.6
	市场规模(亿元)	518	598	684	774
	市场规模同比增速	—	15.5%	14.3%	13.2%
定制橱柜	新房市场渗透率	60%	62%	64%	66%
	二手房市场渗透率	40%	42%	44%	46%
	存量房市场渗透率	60%	62%	64%	66%
	需求套数(万套)	1800	2012	2232	2459
	客单价(万元)	0.6	0.6	0.6	0.6
	市场规模(亿元)	1080	1207	1339	1475
	市场规模同比增速	—	11.8%	10.9%	10.1%
其它全屋定制柜体家具	新房市场渗透率	15%	16%	17%	18%
	二手房市场渗透率	10%	11%	12%	13%
	存量房市场渗透率	15%	16%	17%	18%
	需求套数(万套)	450	520	595	673
	客单价(万元)	0.5	0.6	0.7	0.8
	市场规模(亿元)	225	312	416	539
	市场规模同比增速	—	38.7%	33.4%	29.4%
定制家具整体市场	市场规模(亿元)	1823	2117	2439	2787
	市场规模同比增速	—	16.1%	15.2%	14.3%

资料来源: Wind, 广证恒生整理

与此同时,我们可得出前十大定制家具上市企业在定制家具行业的市场份额与除橱柜外的定制柜体家具行业的市场份额。

表 4 2016 年定制家具行业市场格局一览

公司	除橱柜外的定制柜体营收(亿元)	市场份额	定制家具营收(亿元)	市场份额
索菲亚	40.8	5.50%	45.0	2.47%
尚品宅配	28.2	3.79%	38.7	2.12%
欧派家居	20.2	2.72%	63.9	3.51%

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告



好莱客	14.2	1.91%	14.2	0.78%
顶固集创	4.3	0.58%	4.3	0.24%
德尔未来	4.0	0.54%	4.0	0.22%
皮阿诺	1.1	0.15%	6.2	0.34%
志邦股份	0.9	0.12%	15.1	0.83%
我乐家居	0.5	0.07%	6.8	0.37%
金牌厨柜	0.0	0.00%	9.3	0.51%
合计	114.3	15.39%	207.4	11.38%

资料来源: Wind, 广证恒生整理 (注: 尚品宅配除橱柜外的定制柜体家具营收占公司总营收的 70%左右; 定制家具营收包括定制衣柜、定制橱柜、其它全屋定制产品营收)

由上表可知, 以出厂价口径统计, 2016 年除橱柜外的其它定制柜体产品营收规模约为 743 亿元, 索菲亚、尚品宅配、欧派家居的市场份额排名前三, 分别为 5.50%、3.79%、2.72%, CR3=12.01%; 定制家具整体市场规模达 1823 亿元, 欧派家居、索菲亚、尚品宅配排名前三, CR3=8.09%, 其中, 排名第一的品牌份额更是低至 3.51%, 远低于与我国居住环境相似的日本 (超 10%) 与韩国 (超 35%), 可见行业集中度持续提升是其发展的一大趋势。未来三年, 其行业市场规模同比增速将达 16.1%、15.2%、14.3%。在行业增长较快, 集中度偏低的大背景下, 公司作为行业龙头企业之一, 将持续受益于行业的壮大与集中度的提升, 未来发展前景值得期待。

3. 改善红利释放, 高盈利水平助推, 公司今年营收增速有望达 40%

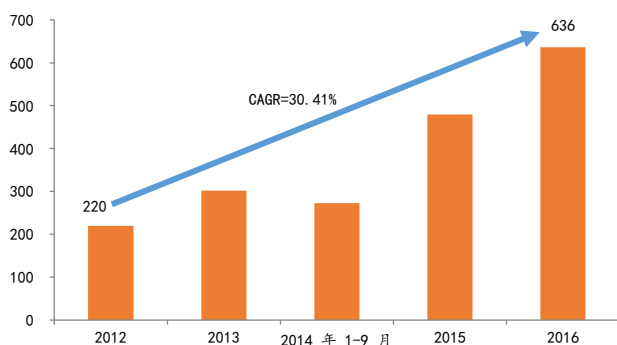
3.1 生产、渠道、品牌层面均实现有效改善, 公司拐点已然到来

2015-2016 年, 随着公司管理层的部分更换, 公司在生产、渠道、品牌方面进行了一系列布局与改革, 成功释放产能瓶颈, 改善渠道质量, 优化品牌战略, 迎来了公司基本面的拐点。

3.1.1 公司 50 亿产值逐步释放, 有效解除产能瓶颈

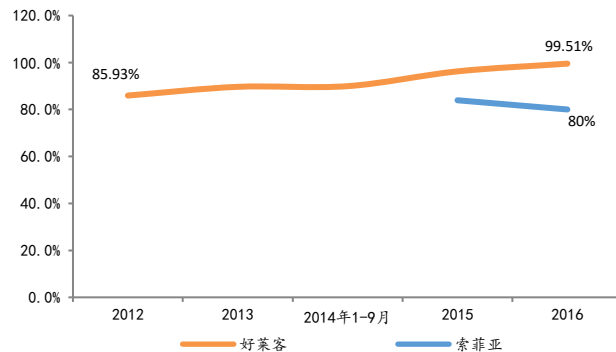
2012-2016 年, 公司产能持续扩张, 由 220 万平方米增长至 636 万平方米, 年复合增速达 30.41%。与此同时, 公司销售业绩亦一路高升, 使产能利用率由 85.93% 攀升至 99.51%, 明显高于索菲亚 80% 的平均产能利用率, 可见产能不足成为制约公司发展的一大瓶颈。

图 11 公司产能持续扩张



资料来源: 公司公告, 广证恒生整理

图 12 公司产能利用率逐年攀升



资料来源: 公司招股说明书, 公司年报, 广证恒生整理

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

为解除产能瓶颈，使营销能力能充分转化为营销业绩，公司近年持续加大生产基地投入，先后落地数个生产建设项目。

表 5 公司近年生产建设项目一览

投资项目	生产基地	投资总额(万元)	预定可使用日期	计划产能(m ² /年)	计划产值(亿元)
整体衣柜技术升级扩建项目	萝岗	21,048	2016 年 9 月	250 万	10
全屋家居定制项目	惠州	13,600	2017 年 Q4(三期)	——	20
定制家居智能生产建设项目	从化	55,063	2018 年末	600 万	20

资料来源：公司公告，广证恒生整理

广州萝岗生产基地通过引进先进的智能设备，完成了整体衣柜生产线的升级改造，使产能增加 250 万 m²/年；惠州生产基地以高标准进行战略定位与布局，二期工程已在今年 2 月实现部分投产，三期工程将在今年第四季度实现投产；从化生产基地将新建厂房、智能立体仓库以及其他配套设施，并通过引进先进的智能设备，打造 2 条智能化定制家居生产线，从而提升公司智能化生产水平，并新增 600 万 m²的年产能。

随着产能的陆续释放，制约公司发展的一大瓶颈将被消除。未来 3-5 年，公司将全力发展全屋定制战略，收获产品优化、结构升级带来的销售放量。

3.1.2 公司重点改善一二线城市渠道质量，加速三四线城市渠道布局

公司自 2015 年更换部分管理层后，开始着重加强经销商管理，改善渠道质量，以求从根本上提升销售效益。主要举措有：

1) **将直营模式转为经销模式。**2015 年，公司将北京的营销模式由直营转为经销，由远东神华代理。远东神华是我国家居建材流通领域最有影响力的企业之一，代理经营的品牌有“法恩莎”卫浴、“箭牌”卫浴、“维卫”卫浴、“冠珠”瓷砖、“金牌”厨柜、“梦天”木门等。自其成为公司北京地区的经销商后，北京专卖店数量由 2015 年的 9 家增至 2016 年的 26 家（有 3 家正在装修），今年预计超 30 家。与此同时，去年北京地区营收同比增长超 100%，预计今年将维持翻倍增长。

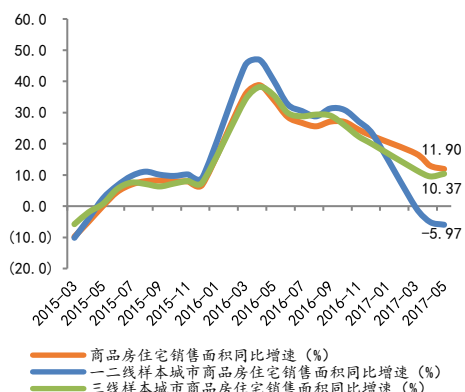
2) **更换业绩不佳的经销商。**以西安为例，2015 年由新的经销商接手后，店面数量新增 6 家，2016 年销售额同比增速达 90%，改善效果显著。除此之外，公司还更换了沈阳、哈尔滨、长春等地区的经销商。2016 年全年，公司经销商专卖店坪效同比增长 25%以上，转化作用明显。今年公司仍将继续淘汰不合格的经销商，渠道改善红利值得期待。

3) **优化经销商管理机制。**一方面，公司将全国的营销中心数量由 2014 年的 8 个增加至 2016 年的 24 个，为区域经销商提供了更紧密的互动与帮扶；另一方面，公司新设数字营销部与主动营销部，在 O2O 营销等方面为经销商提供更多培训与销售支持。除此之外，公司还将经销商考核与激励机制进行了全面梳理与调整，力求最大限度地激发经销商的销售动力，实现业绩的增长。

若说公司在一二线城市的经销商门店是渠道改善红利的主要贡献者，其在三四线城市的渠道下沉优势则能有效抵消房地产收紧政策带来的部分不利影响。

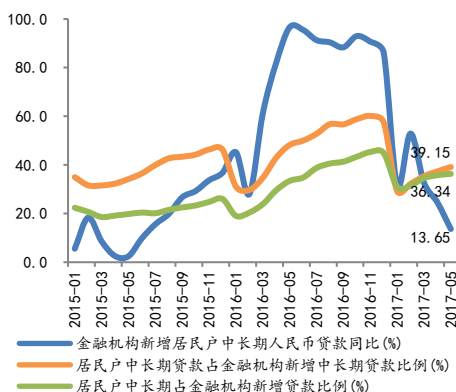
国家统计局数据显示，截至 2017 年 5 月，我国商品房住宅销售面积同比增长 11.90%，其中，4 个一线城市与 23 个二线样本城市销售面积同比减少 5.97%，13 个三线样本城市同比增长 10.37%，可见三四线城市是拉动房地产销售增长的主要动力。另据中国人民银行数据显示，截至 2017 年 5 月，金融机构新增居民中长期人民币贷款仍维持双位数增长，与此同时，其占新增人民币贷款、新增中长期人民币贷款的比例皆自今年 1 月起停止下降，并持续回升；截至 2017 年 3 月，主要金融机构提供的个人购房贷款余额同比增长 35.70%。这些都再次印证了三四线城市房地产市场的高景气度。在此大背景下，于定制家具行业而言，三四线城市的市场表现预计将比一二线城市更为亮眼。

图 13 三四线城市需求驱动房地产市场增长



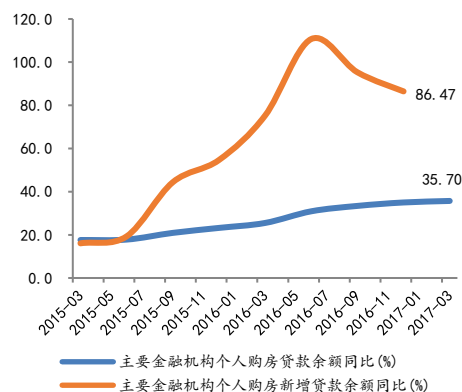
资料来源：国家统计局，广证恒生整理

图 14 居民中长期贷款占新增贷款比例回升



资料来源：中国人民银行，广证恒生整理

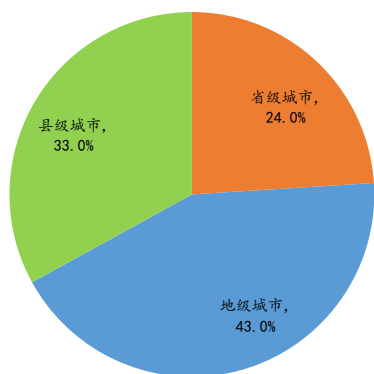
图 15 个人购房贷款余额增速持续上升



资料来源：中国人民银行，广证恒生整理

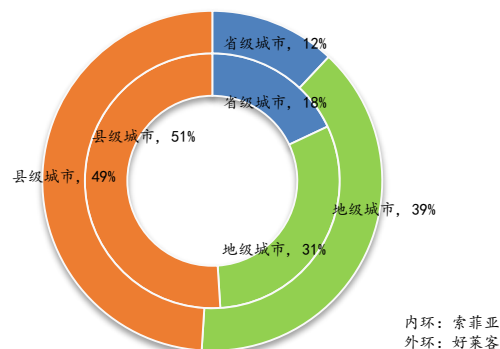
公司很早就开始重视三四线城市市场的开拓，经过数年渠道下沉与深耕，截至 2016 年，公司在省会城市、地级城市、县级城市的营收占比分别为 24%、43%、33%，门店数量占比分别为 12%、39%、49%，即其在三四线城市门店数量占比达 88%，较索菲亚高 6 个百分点，在对冲地产调控带来的不利影响上更具优势。

图 16 公司三四线城市贡献营收占比达 76%



资料来源：公司年报，广证恒生整理

图 17 公司与索菲亚门店数量地域分布对比



资料来源：公司年报，广证恒生整理

2017 年公司预计新增 250-300 家店面，其中约 30%将以网点加密的形式铺设在一二线城市，约 70%将以进入无人区为主、网点加密为辅的方式进入三四线城市。与此同时，公司将继续加强对经销商的支持力度，并适当地将资源向一二线核心城市倾斜，通过打造优秀的核心经销商，提升公司渠道质量，获取规模扩张与效益提升的双重红利。

3.1.3 加大品牌推广投入，双代言人模式传递“大师”与“时尚”定位

早在 2012 年，公司就签约中国国家大剧院总设计师保罗·安德鲁为公司品牌形象代言人与设计总顾问，2013 年又诚邀我国家具设计首位德国红点奖获得者吴作光担任店面形象创新设计与产品设计顾问。一路走来，公司坚持原创，与知名设计团队广泛合作，奠定了其大师级创意设计品牌调性，将“定制家具大师”的品牌理念贯彻到底。

图 18 公司秉承“定制家具大师”的品牌理念



资料来源：百度图片，广证恒生整理

图 19 公司秉承“定制家具大师”的品牌理念



资料来源：百度图片，广证恒生整理

为将公司年轻、时尚、国际化的品牌形象传递给 28-45 岁的目标消费群体，2016 年 11 月，公司正式签约 Angelababy 为公司品牌形象代言人，与代表大师级工匠精神的保罗·安德鲁一起，组成公司独特的“品牌双代言”模式，向消费者传递“专业舒适、健康时尚的大师级设计”的品牌标签。

表 6 2016 年定制家具品牌定位及广告费用一览

品牌	品牌代言人	广告语	图示
好莱客	杨颖 保罗·安德鲁	我的定制家居大师，好莱客	
尚品宅配	周迅	全屋家具，定制专家	
顶固集团	范冰冰	高端衣柜顶固范	
欧派家居	孙俪	有家，有爱，有欧派	
索菲亚	舒淇	定制家·索菲亚	

资料来源：公司公告，公开资料，广证恒生整理

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

随后，公司融合电视、院线、户外、网络、杂志等多种媒体的一系列品牌传播策略有序落地，用空前大手笔、多渠道、强曝光的推广战略实现了大范围、立体式、全方位覆盖，成功塑造品牌新高度，在已有的“定制家具大师”的基础上，再度深化了其年轻、时尚、国际化的品牌形象。

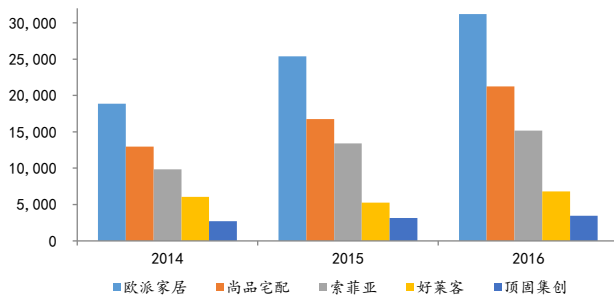
表 7 公司主要品牌传播行动一览

渠道	内容	图示
电视	以央视为主流渠道投放电视广告	
院线	主要投放《三少爷的剑》和《摆渡人》等影片的院线放映前广告，精准高效，预计覆盖全国近 200 个城市近千家核心主流影院，影响过亿都市主流消费人群	
户外	除公交、卖场等广告位外，主要锁定传播力、扩散效应最强的北京、上海、广州等全国客流吞吐量前 20 位的核心机场、高铁站等极具视觉冲击力的广告位置	
视频平台	与乐视进行千万级合作签约，对 Angelababy 主演的《孤芳不自赏》进行视频类广告投放，深耕粉丝运营的同时，实现精准营销	
门户网站	携手网易，发起“Baby 征集令 为 Baby 定制爱”主题活动，征集 16 组幸运家庭前往北京，与时尚大师 Angelababy、家居设计大师 Stefano 和 Sophia、育儿大师王荣辉面对面，共同探讨原态的家对儿童成长的影响	

资料来源：公开资料，广证恒生整理

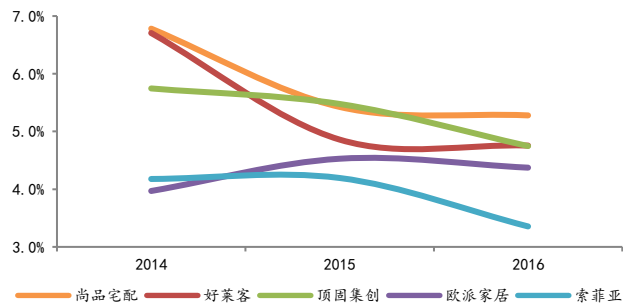
2016 年，公司宣传广告费的投入达 6815 万元，占公司总营收的 4.76%，仅次于以销售费用较高的直营渠道为主的尚品宅配 (5.28%)，其加大品牌塑造及推广的决心可见一斑。2017 年下半年，公司将继续探寻通过自媒体运营、Angelababy 相关节目的赞助或广告植入等方式进行品牌营销的可能性。随着公司品牌认知度提高，销售加快放量的品牌红利值得期待。

图 20 公司宣传广告费用投入加大



资料来源：公司年报，广证恒生整理

图 21 公司广告投入占营收比重仅次于尚品宅配



资料来源：公司年报，广证恒生整理

3.2 原态板与 3D 软件加码客单价有效提升

3.2.1 今年原态板产品占比将提升至 30%，助推公司营收增长

近年来，我国人均收入逐步提高，消费观念也随之改进，健康环保的消费意识得到加强。这反映在定制家具的消费情景中，则是消费者愈发关注产品与健康环保相关的元素。在此大背景下，公司推崇的“自然、简约、健康”的生活理念与消费需求完美契合。

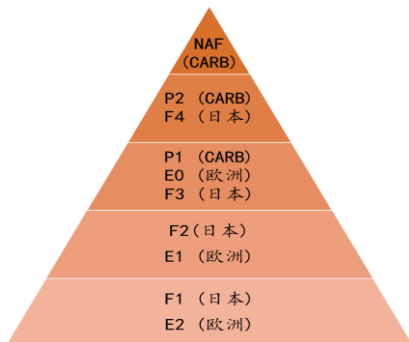
2012 年，公司引进并推出基材“甲醛零添加”原态板系列。该系列优选美国 CARB（加州空气资源委员会）NAF（无醛豁免认证）级认证的原态板基材、食品级环保品质的德国进口 PP 膜，和医疗级环保水平的零甲醛 MDI 生态粘合剂，从基材到辅料均采用世界一流公司的至高环保产品，以求全方位呵护家人健康。

表 8 美国 CARB 认证级别一览

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	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	无醛豁免级别 出口美国无须检测甲醛

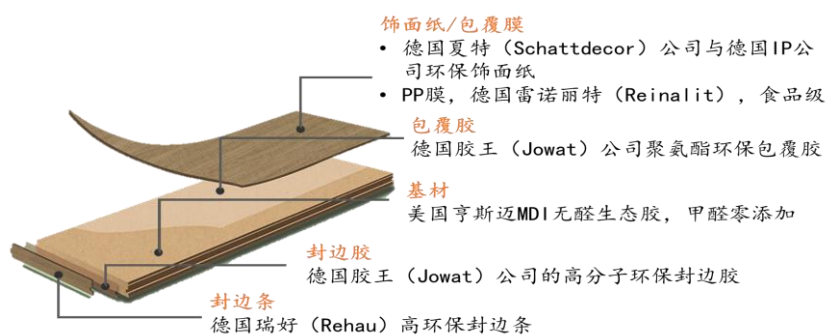
资料来源：公司天猫官方旗舰店，广证恒生整理（注：PPM：百万分之一）

图 22 NAF 为板材甲醛释放量最严标准



资料来源：公开资料，广证恒生整理

图 23 公司原态板材辅料均采用高标准环保产品



资料来源：公司天猫官方旗舰店，广证恒生整理

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告



2016年,公司开始以广州直营店为主要试点渠道,辅以部分经销商渠道,大力推广售价较颗粒板高30%左右的原态板产品。2016年,广州直营店的原态板营收占比由50%提升至70%,助客单价同比增长19%(达2.4万元);县级城市山西介休(开设2个店面)通过将原态板占比提升至超60%,实现了营收同比增长超80%(达900万元),客单价更是高达3万元。整体来看,2016年公司原态板产品营收占整体营收的20%,助推公司出厂客单价及经销商终端客单价均同比增长15%以上。这进一步印证了消费者对健康环保产品的强烈诉求,也论证了公司大力推广原态板产品,从而实现产品结构化升级的战略方向是正确的。

今年公司将继续加大原态板推广力度,我们预计2017年第四季度原态板渗透率可达40%,全年平均渗透率将提升至30%。如今公司为加快原态板产品推进速度,选择将原态板较颗粒板的30%溢价让利给经销商。未来待公司回收部分溢价,产品毛利率将随之提高,利好公司盈利水平的提升。

3.2.2 公司研发的3D设计软件成功转换,将有效提升销售客单价

公司秉承“定制家居大师”的品牌理念,与“以原创定义设计”的经营理念,为人们提供“还原生活本质”的设计理念及作品。

2012年,公司签约中国国家大剧院总设计师保罗·安德鲁为品牌代言与设计总顾问;2013年,公司全面启动国际设计大师作为品牌顾问并参与产品设计;2014年,公司荣膺2015年米兰世博会中国企业联合馆指定衣柜品牌。一路走来,公司将“专业化、定制化”的“百变设计”贯彻到底,为整体家居空间量身定制“尺寸、风格、功能”可变的时尚家具,成就产品设计大师之作。

图24 公司产品系列一览



北欧风情系列
回到简约、温暖旧时光



简雅系列(金科楠)
随心所欲组合,任意搭配的DIY主义



卡普里系列
蓝色的梦幻在这里扬帆



曼特宁系列
大师原创设计原态定制只为您



巴黎风尚系列
法式经典流传一个家族的优雅



伊莲系列
如花朵清香,拂面沁心



天鹅堡
DIY自由组合与孩子一起筑梦



杰斐逊庄园系列
传承贵族气度演绎美式风情



格雅系列
乐在当下,追求真我



简雅系列(西子红+爵士白)
演绎西式轻盈优雅诉说东方



赤杨天蓝系列
玩转20平米空间利用



凯撒红系列
发现莎士比亚的思想

资料来源:公司天猫官方旗舰店,广证恒生整理

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告



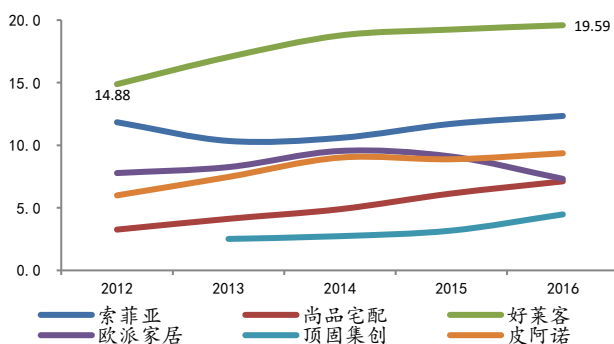
2016 年 11 月，公司推出波尔多庄园、阿尔卑斯、贝加尔湖畔、挪威森林、蒙特里安和天空之城六大全新系列产品，进一步丰富产品系列，贴合市场需求，更好地为终端消费者提供更完整的家居解决方案。

除了产品系列的丰富，公司还于 2016 年 10 月全面完成了原设计软件 2020 到 3D 的顺利切换，并于 2016 年 12 月开放至全国经销商使用。3D 是公司和北京创想明天联合研发的设计和生软件系统，内含多套样板房、组合柜、单元柜及饰品的 3D 模块，能有效提升设计效率及展示效果，进而提高销售客单价。除此之外，3D 设计软件还将前端设计至后端制造的全流程顺利打通，将审单人数降至 50 多人，并由人工拆单转为系统自动拆单，降低了人工审核的出错率，大幅提升了公司运营效率。

3.3 公司盈利能力处于行业领先水平

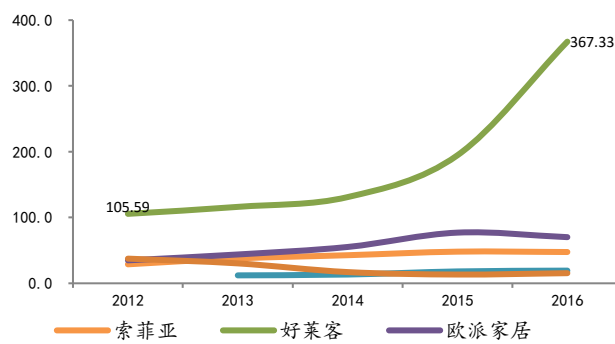
与业内同类上市公司相比，2012-2016 年，公司存货周转率提升 4.71 个百分点，达 19.59%，处于绝对领先地位；剔除几乎没有工程渠道营收的尚品宅配后，公司 367.33% (+261.74%) 的应收账款周转率也明显优于同类企业。可见公司在供应链、经销商管理的改善与优化上成效显著。

图 25 公司存货周转率 (%) 保持行业领先地位



资料来源: Wind, 广证恒生整理

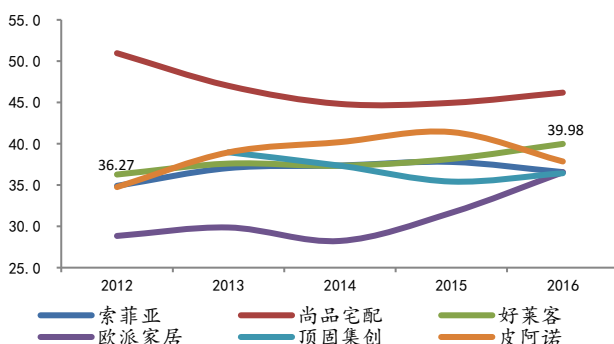
图 26 公司应收账款周转率 (%) 保持行业领先地位



资料来源: Wind, 广证恒生整理

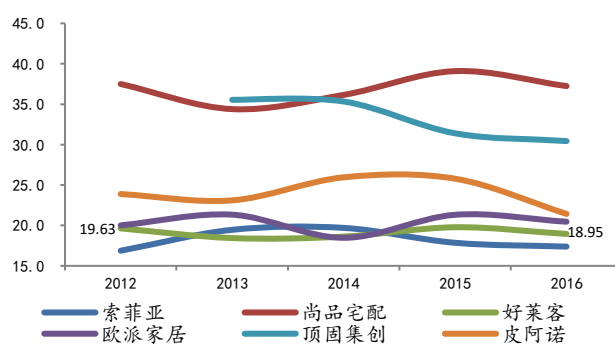
2016 年，公司毛利率由 2012 年的 36.27% 提升至 39.98% (+3.77%)，仅次于尚品宅配（因其直营店营收占比高达 49.15%，故毛利率较高）；期间费用率则由 19.63% 降至 18.95% (-0.69%)，明显低于索菲亚、尚品宅配等龙头企业。最终，公司净利率持续攀升，由 2012 年的 13.24% 提升至 17.60% (+4.37%)，连续第四年占据行业领头羊位置；人均产值则由 2013 年的 39.23 万元提升至 48.73 万元 (+24.20%)，仅次于索菲亚。总的来说，公司盈利水平处于行业领先地位。

图 27 公司毛利率 (%) 持续攀升



资料来源: Wind, 广证恒生整理

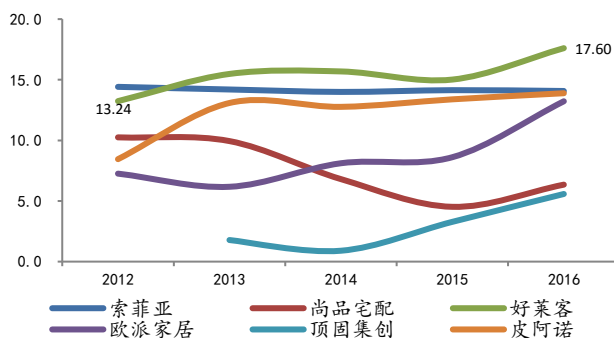
图 28 公司期间费用率 (%) 处于行业低位



资料来源: Wind, 广证恒生整理

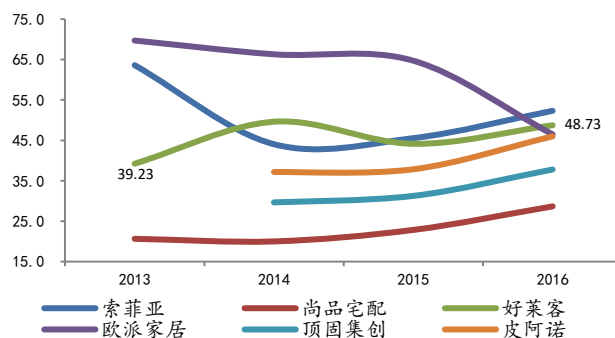


图 29 公司净利率 (%) 保持行业领先地位



资料来源: Wind, 广证恒生整理

图 30 公司人均产值 (万元/人) 回升至行业前列



资料来源: Wind, 广证恒生整理

4. 公司盈利预测与假设

根据对公司业务的分析及相应市场评估, 我们对其 2017-2019 年的业务盈利状况进行了如下假设:

- 1) 经销商新开专卖店数量分别为 250/200/200 家;
- 2) 经销商专卖店坪效同比增速分别为 15%/17%/19%;
- 3) 经销商专卖店平均单店面积分别为 200/203/206 平方米;
- 4) 经销商专卖店渠道营收占公司整体营收的比例维持在 93%;
- 5) 整体衣柜及配套家具柜体毛利率分别为 40%/41%/42%;
- 6) 其它项业务收入同比增速分别为 20%/25%/30%, 毛利率维持 70%;

最终对公司的盈利预测结果如下表所示:

表 9 公司营业收入假设与预测

业务 (百万元)		2016	2017E	2018E	2019E
整体衣柜及配套家具柜体	收入	1,416.4	2,002.9	2,705.0	3,642.0
	同比增长	33.1%	41.41%	35.05%	34.64%
	毛利率	39.7%	40.0%	41.0%	42.0%
其他	收入	16.6	20.0	24.9	32.4
	同比增长	-6.4%	20.0%	25.0%	30.0%
	毛利率	68.4%	70.0%	70.0%	70.0%
营业收入合计	收入	1433.0	2022.9	2730.0	3674.4
	增长率	32.4%	41.2%	35.0%	34.6%

资料来源: Wind, 广证恒生整理

5. 投资建议

定制家具行业市场规模超千亿, 未来三年均有望维持双位数增长。与此同时, 较低的行业渗透率 (衣柜不足 30%, 橱柜不足 60%, 其它全屋定制柜体不足 15%) 与明显偏低的行业集中度 (CR3=8%) 表明该行业仍有很大的成长空间, 公司作为行业龙头企业之一, 有望通过份额的持续提升而获益。

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

如今，在产能层面，公司将有 50 亿产值逐步投产，解除公司产能瓶颈；在渠道层面，公司通过更换经销商、直营转经销、调整经销商管理模式等方式，有效改善一二线城市渠道质量。与此同时，公司在三四线城市渠道占比高达 88%，能有效抵消一二线房地产市场下滑带来的不利影响，并获取三四线城市房地产市场高增长带来的市场机遇；在品牌层面，公司启用双代言人模式，在强调“大师”定位的同时，兼顾了时尚、认知度、话题度等元素，结合一系列营销策略，对品牌实现了有效推广。我们认为公司拐点已现，改善红利即将放量，助推公司业绩持续高速增长。

我们预测 2017 年公司归母净利润将达 3.56 亿元，参考索菲亚、欧派家居、尚品宅配等对标标的估值，及行业平均市盈率，我们给予公司 36 倍估值，2017 年公司市值预计达 128.16 亿元，对应当前 3 亿股公司股本，预计股价可达 42.72 元/股，对应 2017 年 7 月 14 日收盘价 33.42 元/股，有 27.83% 的涨幅空间，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示：商品房成交量大幅低于预期；原材料价格大幅上涨。

表 10 盈利预测表 (单位: 百万元)

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	885	1138	1638	2475
现金	256	846	1251	1954
应收账款	4	10	10	14
其它应收款	5	9	13	18
预付账款	20	17	25	38
存货	52	70	92	124
其他	548	187	247	327
非流动资产	687	816	978	1085
长期投资	10	7	9	9
固定资产	465	599	728	815
无形资产	85	110	145	180
其他	127	100	97	82
资产总计	1572	1955	2617	3560
流动负债	412	433	592	822
短期借款	0	0	0	0
应付账款	128	152	207	286
其他	284	281	385	537
非流动负债	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0
其他	1	1	1	1
负债合计	413	434	593	824
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股	1159	1521	2023	2737
负债和股东权	1572	1955	2617	3560

利润表	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1433	2023	2730	3674
营业成本	860	1208	1603	2122
营业税金及附	16	20	28	39
营业费用	191	280	377	502
管理费用	82	113	155	208
财务费用	-2	-8	-16	-24
资产减值损失	3	4	5	4
公允价值变动	0	0	0	0
投资净收益	7	5	6	6
营业利润	288	411	583	829
营业外收入	11	7	8	9
营业外支出	5	2	3	3
利润总额	295	415	588	834
所得税	43	59	86	121
净利润	252	356	502	714
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净	252	356	502	714
EBITDA	330	446	622	869
EPS (摊薄)	0.84	1.19	1.67	2.38

现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	365	730	586	849
净利润	252	356	502	714
折旧摊销	39	39	50	59
财务费用	-2	-8	-16	-24
投资损失	-7	-5	-6	-6
营运资金变动	79	358	66	97
其它	5	-10	-9	10
投资活动现金流	-673	-155	-198	-170
资本支出	-137	-131	-159	-134
长期投资	543	4	-2	0
其他	-1079	-28	-36	-37
筹资活动现金流	31	15	16	24
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	-60	15	16	24
现金净增加额	-276	590	405	703

主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	32.4%	41.2%	35.0%	34.6%
营业利润增长率	54.1%	42.4%	42.0%	42.2%
归属于母公司净利润	55.3%	41.0%	41.2%	42.1%
获利能力				
毛利率	40.0%	40.3%	41.3%	42.2%
净利率	25.0%	17.6%	17.6%	
ROE	23.9%	26.6%	28.3%	30.0%
ROIC	21.5%	22.9%	24.2%	25.3%
偿债能力				
资产负债率	26.3%	22.2%	22.7%	23.1%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.15	2.63	2.77	3.01
速动比率	2.02	2.47	2.61	2.86
营运能力				
总资产周转率	1.05	1.15	1.19	1.19
应收账款周转率	367.3	297.9	276.0	308.2
应付账款周转率	8.45	8.62	8.93	8.61
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.84	1.19	1.67	2.38
每股经营现金流(最	1.22	2.44	1.96	2.83
每股净资产(最新摊	3.86	5.07	6.75	9.13
估值比率				
P/E	41.13	29.17	20.66	14.54
P/B	8.96	6.82	5.13	3.79
EV/EBITDA	6.77	21.36	14.67	9.69

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

机构销售团队：

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北机构销售	张岚	(86) 18601241803	zhanglan@gzgzhs.com.cn
	褚颖	(86) 13552097069	chuy@gzgzhs.com.cn
	孙宜农	(86) 17701220342	
上海机构销售	王静	(86) 18930391061	wjing@gzgzhs.com.cn
	张妤	(86) 13814033622	zhang_yu@gzgzhs.com.cn
广深机构销售	步娜娜	(86) 18320711987	bunn@gzgzhs.com.cn
	吴昊	(86) 15818106172	wuhao@gzgzhs.com.cn
	廖敏华	(86) 13632368942	liaomh@gzgzhs.com.cn
	樊正兰	(86) 18898886127	fanzl@gzgzhs.com.cn
战略与拓展部	李文晖	(86) 13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn
	姚澍	(86) 15899972126	yaoshu@gzgzhs.com.cn
	邓玲	15914306876	dengl@gzgzhs.com.cn

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。