

好莱客 (603898.SH)

家用轻工行业

评级：买入 维持评级

公司点评

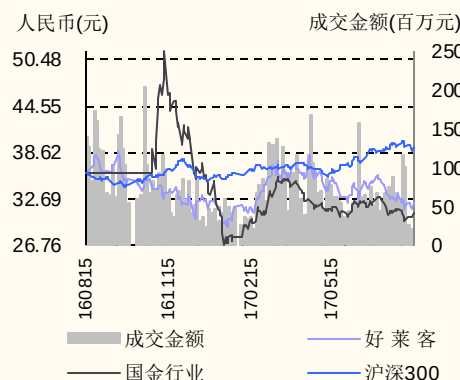
市场价格 (人民币): 32.08 元

全面发力，多点突破，业绩高增进行时

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)	89.00
总市值(百万元)	10,205.23
年内股价最高最低(元)	38.86/29.01
沪深 300 指数	3694.68
上证指数	3237.36



相关报告

- 1.《好莱客公司点评-大家居加速兑现，开启业绩高增 2.0》，2017.8.2
- 2.《好莱客 2017 年一季报点评-业绩持续高歌猛进，“大家居”战略...》，2017.4.21
- 3.《好莱客 2016 年年报点评-业绩增长明确，“大家居”战略提速》，2017.3.30
- 4.《扩产提效，发展步入快车道-好莱客公司点评》，2017.2.27
- 5.《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

邱思佳

联系人
qiusijia@gjzq.com.cn

袁艺博

联系人
yuanyibo@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	1.18	1.73	2.50
每股净资产(元)	3.22	3.86	6.55	7.89	10.18
每股经营性现金流(元)	0.73	1.22	2.98	2.29	3.24
市盈率(倍)	62	38	27	19	13
行业优化市盈率(倍)	93	82	58	191	191
净利润增长率(%)	14.94%	55.30%	48.32%	46.94%	44.62%
净资产收益率(%)	17.14%	21.77%	17.98%	21.94%	24.60%
总股本(百万股)	294.00	299.90	317.59	317.59	317.59

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2017 年上半年，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 7.18 亿元、1.24 亿元和 1.08 亿元，同比分别增长 35.40%、31.24%和 56.05%。实现全面摊薄 EPS0.37 元/股，高于市场预期。经营活动净现金流为 1.04 亿元，低于同期净利润。分季度看，公司 Q1/Q2 营收同比增速分别为 35.19%/35.53%，归母净利润同比增速分别为 86.09%/48.60%。

经营分析

- 收入业绩同步高增，生产运营及各项费率维持稳定。2017 年上半年，公司收入继续保持高速增长 (+35.40%)，毛利率略降至 38.29% (-1.10pct.)，公司通过信息化、智能化生产水平的提升，有效对冲了原材料采购价格上涨的影响。公司期间费用率增加 0.04pct.，基本与上期持平，其中，销售费用率与财务费用率分别增加 0.06pct./0.05pct.，管理费用率降低 0.07pct.。公司归母净利润率为 15.09% (+2.0pct.)，盈利能力持续提升。
- 量价齐升持续带动收入增长，生产效率提升保障高盈利弹性区间。公司销量增长主要来自于同店增长及新店扩张两方面，在营销体系升级、全屋定制市场开拓带动下，公司品牌及渠道竞争力全面加强。同时公司继续加强渠道端扩张，上半年公司新开店超过 150 家，全年预计新增量 250-300 家，未来随着新开店运营不断成熟化，预计对应销售增量仍有明显提升空间。得益于公司原态板持续推广（按柜体面积口径，占比达 29%）及大家居战略深入推进，公司客单价持续提升，目前公司客单价水平已超过 2.1 万。盈利端，信息化推进下控费增效效应持续，上半年公司柜体板材利用率同比增加 1.20pct.，公司整体板材利用率与生产效率的提升有效对冲了成本端原材料采购价格上涨。业内显著领先的毛利率水平也充分体现了公司高度的信息化与智能化建设水平，后续伴随公司信息智能化水平持续加强投入，尤其是公司再融资升级信息化建设，将进一步提升柔性化制造程度，公司盈利弹性有望同步提升。
- 品牌、营销、设计及产能全面升级，业绩高增 2.0 时代开启。品牌：自 2016 年起，公司已开始对品牌进行升级。2016 年 11 月，公司增聘 Angelababy 为新代言人，进一步打开在年轻人中的品牌流量入口，同年年中核心经销商大会中，公司发布全新品牌 logo，将品牌定位升级为“高贵，

轻奢、国际范”。我们认为，公司品牌的全新定位，符合当下消费升级的大背景，符合新一代消费者的消费习惯、消费诉求和家居生活追求，有利于保持公司客户开发的可持续性。**营销：**为了加速线上线下渠道的全面结合，提升引流量和客户转化率，公司加大促销力度推出贯穿全年的“16800 全屋整装”套餐。同时，在下半年需求旺季到来之际，公司也将进行“818 十五周年大庆”、“9 月大师设计月”等促销活动，以锁定客户资源带动订单数量增长。我们认为，公司加速大家居战略兑现，并配合促销升级，将促使公司量价齐升趋势得以延续。**设计：**2016 年，公司完成销售前端 3D 设计软件的切换，打通定制家居产销售制造的全流程，大幅提升经营效率。设计素材的持续更新和完善，有利于公司继续提高前端设计效率，进一步缩短产品生产周期，扩大信息化建设控费增效的成果。**产能：**8 月 1 日，公司公告定增融资已经完成募集资金到位，非公开发行股票已经上市，顺利达产后，公司整体产值规模将达 50 亿元左右，相当于公司 2016 年全年营收的 3.6 倍，三大基地整体规划建设的有序推动将为未来 3 年公司全屋定制发展提供充分保障。

- **大家居战略加速兑现，木门、橱柜打造新增长点。**近年，公司持续推进大家居战略的发展，并已在衣柜经销渠道中投放成品家具，对整体产品线实现完善与补充，公司客单价也得以稳步提升。公司年中经销商大会中，已确立了“以定制为中轴，家配+家装为双翼”的整体大家居发展思路，并启动木门和橱柜业务加速战略兑现。根据公司公告，公司将携手柯乐芙家居共同成立木门公司（好莱客注册资本占比 60%），公司将充分利用自身品牌、营销和管理优势以及柯乐芙在定制木门领域生产与工艺资源，深入推进定制木门业务发展。此外，作为全屋定制的重要组成部分，公司对于橱柜业务蓄势已久，公司计划将对橱柜业务采用新系统、新设计、新工艺，这不仅是对定制业务的进一步强化，更是为中长期有效增长培育了全新增长点。我们认为，在公司已有定制衣柜业务端强势品牌、渠道及制造优势基础上，橱柜、木门等大家居分支业务的推进也将更加顺畅，未来在多方业务协同发展下，公司大家居战略将持续深化，公司整体规模与实力也将步入新台阶。

风险因素

- 房地产业宏观调控变动风险；原材料价格波动风险；市场竞争加剧风险；新业务推进不达预期的风险。

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，并已正式开启木门和橱柜业务，加速大家居战略落地。配合渠道、营销等方面的优化升级，未来量价齐升趋势将得以延续。我们维持公司 2017-2019 年 EPS 预测为 1.18/1.73/2.50 元/股（三年 CAGR46.6%），对应 PE 为 27/19/13 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	20	40	55
%销售收入	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-1.0%	-1.4%	-1.4%
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	434	638	922
营业利润率	17.8%	17.3%	20.1%	22.1%	22.9%	23.3%
营业外收支	3	4	7	3	3	3
税前利润	163	191	295	437	641	925
利润率	18.1%	17.7%	20.6%	22.3%	23.0%	23.4%
所得税	-22	-29	-43	-63	-91	-130
所得税率	13.5%	15.0%	14.5%	14.4%	14.2%	14.1%
净利润	141	162	252	374	550	795
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	374	550	795
净利率	15.7%	15.0%	17.6%	19.1%	19.7%	20.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	141	162	252	374	550	795
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	945	729	1,029
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	581	-76	0
债权募资	0	0	0	-1	0	1
其他	-40	-33	-51	0	-33	-48
筹资活动现金净流	-40	408	31	580	-109	-47
现金净流量	65	254	-276	1,454	520	876

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	278	533	256	1,710	2,230	3,106
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	1,818	2,382	3,321
%总资产	60.4%	50.8%	56.3%	72.1%	76.0%	80.5%
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%	24.5%	21.6%	17.8%
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%	27.9%	24.0%	19.5%
资产总计	555	1,161	1,572	2,522	3,134	4,124
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	116	166
流动负债	174	212	412	441	628	891
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	628	892
普通股股东权益	381	948	1,159	2,081	2,506	3,232
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	2,522	3,134	4,124

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	1.92	0.55	0.84	1.18	1.73	2.50
每股净资产	5.18	3.22	3.86	6.55	7.89	10.18
每股经营现金净流	2.22	0.73	1.22	2.98	2.29	3.24
每股股利	0.25	0.17	0.00	0.10	0.15	0.22
回报率						
净资产收益率	37.14%	17.14%	21.77%	17.98%	21.94%	24.60%
总资产收益率	25.48%	13.99%	16.05%	14.84%	17.54%	19.28%
投入资本收益率	36.17%	16.71%	20.86%	16.93%	20.37%	22.99%
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%	48.32%	46.94%	44.62%
总资产增长率	25.48%	109.38%	35.35%	60.43%	24.27%	31.58%
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%	-82.19%	-88.97%	-96.06%
EBIT 利息保障倍数	-97.0	-87.3	-129.0	-20.4	-14.7	-15.8
资产负债率	31.39%	18.38%	26.29%	17.49%	20.03%	21.63%

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	4	9	9	9	12
增持	2	2	2	2	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.18	1.18	1.18	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
4	2017-04-21	买入	38.26	N/A
5	2017-08-02	买入	32.42	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。

本报告仅限于中国大陆使用。

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