

同店拉动收入提升，多业务布局打开想象空间

投资要点

- **事件:** 公司发布 2017 年半年报, 2017H1 共实现营业收入 7.2 亿元, 同比增长 35.4%; 归母净利润 1.1 亿元, 同比增长 56.1%, 扣非后净利润增长 45.6%。其中 Q2 实现营业收入 4.6 亿元, 同比增长 35.5%, 归母净利润 8270 万元, 同比增长 48.6%。业绩增速符合市场预期。
- **客户数+客单价提升拉动收入增长:** 1) 效率提升对冲成本上涨。衣柜及配套家具毛利率稳定在 39.28% (+0.06pp), 在上游原材料较同期涨幅明显, 而公司仅对少量板材部分提价、五金件未提价的情况下, 通过板材利用率提升 (+1.2pp) 及客单价提升对冲部分成本; 受益于所得税率降低至 15%, 净利率提升 2pct 至 15.09%, 追溯调整后净利润增速 36%, 高毛利原态板产品 6 月占比已达 30%, 后续有望持续提升公司盈利能力。2) 门店扩展顺利, 全屋定制支撑客单价提升。报告期内经销商专卖店达到 1400 多家, 上半年新开专卖店逾 150 家, 全年净增加预计达 250-300 家, 其中 Q1 开店 37 家, Q2 开店 113+家, 公司门店在一二线城市占比仅 14%, 新开门店渠道下沉或继续受益于三四线去库存。全屋策略的有效推行提升公司的客单价至 2.1 万元 (较去年底+10.5%), 下半年除继续推行环保原态产品以外, 将推出 16800 全屋套餐, 继续助推公司订单量上升。3) **同店增速显著。**由于去年开店仅 80 余家, 对收入增量贡献有限, 我们预计同店增长在 25%+, 同店增长是收入提升的主要推动力。
- **有序布局大家居, 产品结构渐丰富。**1) 橱柜业务将在 18Q1 正式推出, 产能利用率提升。5 个产品系列与目前衣柜业务相配合, 新开门店均已为橱柜留出空间, 暂不单开橱柜门店。柜体由原有衣柜生产线自产, 部分台面采用代工方式, 较大程度避免新增产能带来的亏损, 产能利用率将大幅提升。2) **合资进军木门业务。**公司出资 60% 与宁波柯乐芙成立木门合资公司, 正式进军木门领域, 在全屋定制之路迈进新的一步, 依靠宁波柯乐芙在门板领域的先发资源及产线优势, 公司木门业务有望快速与其他业务形成协同效应。橱柜和木门产品均预计明年出产, 未来将成为公司业绩新亮点。
- **盈利预测与估值:** 随着公司新开门店增加、产品类别丰富以及盈利能力的有效提升, 预计业绩有望实现较快增长。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.13、1.52、1.99 元, 参考同行业给予 17 年 PE33 倍, 目标价 37.29 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅上涨的风险; 三四线地产行情低于预期的风险。

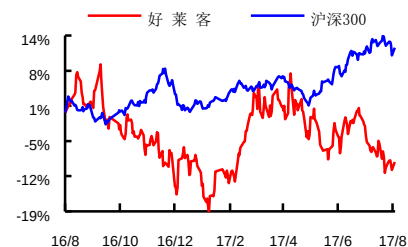
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1433.03	1940.84	2579.59	3352.11
增长率	32.44%	35.44%	32.91%	29.95%
归属母公司净利润 (百万元)	252.27	359.05	482.50	633.78
增长率	55.30%	42.33%	34.38%	31.35%
每股收益 EPS (元)	0.79	1.13	1.52	1.99
净资产收益率 ROE	21.77%	24.94%	26.86%	28.03%
PE	40	28	21	16
PB	8.81	7.09	5.68	4.51

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
 执业证号: S1250517080002
 电话: 023-67511807
 邮箱: cxin@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)	3.18
流通 A 股(亿股)	0.89
52 周内股价区间(元)	29.01-38.86
总市值(亿元)	102.05
总资产(亿元)	14.92
每股净资产(元)	3.96

相关研究

1. 好莱客 (603898): 订单量+客单价双升, 业绩略超预期 (2017-04-21)
2. 好莱客 (603898): 管理拐点来临, 进入快速增长轨道 (2017-04-12)
3. 好莱客 (603898): 客单价提升+渠道发力, 业务步入高成长期 (2017-03-30)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1433.03	1940.84	2579.59	3352.11	净利润	252.27	359.05	482.50	633.78
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	-7.97	-12.68	-18.69
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	-7.97	-12.68	-18.69	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	246.53	422.47	543.60
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	414.21	558.80	735.61	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	419.84	564.72	741.43	股权融资	91.02	10.00	0.00	0.00
所得税	42.73	60.79	82.23	107.66	支付股利	-49.98	-88.29	-125.67	-168.87
净利润	252.27	359.05	482.50	633.78	其他	-9.57	7.97	12.68	18.69
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	-70.32	-112.99	-150.19
归属母公司股东净利润	252.27	359.05	482.50	633.78	现金流量净额	-276.37	175.81	217.48	283.41
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	256.46	432.27	649.75	933.16	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%	43.58%	34.91%	31.64%
其他流动资产	547.85	742.39	986.58	1281.92	净利润增长率	55.30%	42.33%	34.38%	31.35%
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%	18.39%	18.61%	18.84%
其他非流动资产	33.63	-41.44	-42.52	-43.59	净利率	17.60%	18.50%	18.70%	18.91%
资产总计	1572.03	1929.63	2464.62	3120.80	ROE	21.77%	24.94%	26.86%	28.03%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	16.05%	18.61%	19.58%	20.31%
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	1.17	1.20
股本	299.90	318.12	318.12	318.12	固定资产周转率	3.27	3.93	4.66	5.44
资本公积	314.12	305.90	305.90	305.90	应收账款周转率	367.33	397.46	385.22	384.51
留存收益	627.25	898.01	1254.84	1719.74	存货周转率	8.52	5.35	4.94	4.78
归属母公司股东权益	1158.67	1439.43	1796.26	2261.16	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	1439.43	1796.26	2261.16	资产负债率	26.29%	25.40%	27.12%	27.55%
负债和股东权益合计	1572.03	1929.63	2464.62	3120.80	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.15	2.62	2.64	2.74
					速动比率	2.02	2.48	2.53	2.65
					股利支付率	19.81%	24.59%	26.05%	26.65%
					每股指标				
					每股收益	0.79	1.13	1.52	1.99
					每股净资产	3.64	4.52	5.65	7.11
					每股经营现金	1.15	0.77	1.33	1.71
					每股股利	0.16	0.28	0.40	0.53
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	324.85	448.66	594.87	772.63					
PE	40.45	28.42	21.15	16.10					
PB	8.81	7.09	5.68	4.51					
PS	7.12	5.26	3.96	3.04					
EV/EBITDA	28.76	21.90	16.15	12.07					
股息率	0.49%	0.87%	1.23%	1.65%					

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 20 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	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@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
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@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
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn