



大家居战略扩品类，增客单价，助业绩高增长

2017.08.15

王亮(分析师)

电话: 010-57385534

邮箱: wangl_a@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310514080002

刘凯娜(研究助理)

020-37392941

liukn@gzgzhs.com.cn

A1310117060002

事件: 公司 2017 年半年度报告显示: 报告期内, 公司实现营业收入 7.18 亿元 (+35.40%), 归母净利润 1.08 亿元 (+56.05%), 归母扣非净利润 0.98 亿元 (+45.60%), 每股收益 0.37 元 (+54.17%)。其中, 二季度实现营收 4.55 亿元 (+35.53%), 归母净利润 0.83 亿元 (+48.60%)。

● **客单价、订单量、新开店面**的增长助业绩持续高增长: 公司今年上半年营收同比增长 35.40%, 归母净利润同比增长 56.05%, 剔除去年同期适用 25% 的所得税税率造成的影响后, 归母净利润同比增速为 35.55%, 仍维持高增长。这主要是因为: 1) 持续推进大家居战略, 使定制衣柜以外的板式定制柜体占比明显提升; 大力推广售价高于普通颗粒板约 30% 的“原生态板”系列产品, 使其营收占比由 2016 年的 20% 提升至今年 6 月(按柜体面积口径)的 29%。多重作用之下, 公司终端销售客单价同比增长约 15%, 超 2.1 万元; 2) 通过开展“3.15 爱家行动”、“4.26 世界无醛日”、“5.1 整装大放价”、“6.1 大师面对面, 为 baby 定制爱”等一系列营销活动, 成功竖立并巩固其“年轻、时尚、国际化”的大师级品牌形象, 助订单量持续增长, 我们预测其贡献营收增幅约 15%; 3) 新开经销商专卖店数量超 150 家(达 1400 多家), 预测贡献营收增速约 4%, 全年预计净增加 250-300 家, 将贡献营收增速约 7%-8%。

● **制造与产能建设释放公司产能瓶颈, 提升公司生产效率:** 公司三大生产基地中, 萝岗基地生产线升级改造已有成效, 惠州基地产能稳步爬坡, 从化基地智能工厂建设即将开始, 三大基地约 50 亿产值的逐步释放在解除公司产能瓶颈的同时, 助生产效率进一步提升。与此同时, 通过对关键供应链环节的有效优化, 公司在人均效率、人均产值、订单交付周期、板材利用率等方面都取得提升与改善, 其中, 柜体板材利用率同比增加 1.20 个百分点。

● **坚定推进大家居战略, 进军橱柜与木门领域, 进一步实现品类扩充与客单价提升:** 公司在 2017 年中核心经销商大会上明确表示, 将以定制为中轴主线, 以家配+家装为双翼, 延展橱柜与木门业务。其中, 公司以现金出资 6 千万元(占注册资本的 60%), 与宁波柯乐芙家居合资设立好莱客柯乐芙木门有限公司, 主营定制木门业务。柯乐芙成立于 2004 年, 专业生产烤漆、膜压、实木橱柜门、家具门等, 拥有宁波、成都、北仑、天津四大生产基地, 配备数条贝高和豪迈全套生产线, 是国内门板制造行业的龙头企业。公司与柯乐芙的强强联合能充分发挥木门作为家装前端流量入口的导流作用, 与现有的全屋定制业务协同发展。

● **投资建议:** 我们预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.12 元、1.58 元、2.25 元, 对应 29、20、14 倍估值, 维持“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	356.06	502.90	714.33
同比	55.30%	41.15%	41.24%	42.04%
毛利率	39.98%	40.30%	41.26%	42.25%
ROE	23.95%	26.08%	27.58%	29.38%
每股收益(元)	0.79	1.12	1.58	2.25
P/E	40.34	28.58	20.23	14.25
P/B	8.29	6.47	4.91	3.65
EV/EBITDA	7.72	20.80	14.26	9.40

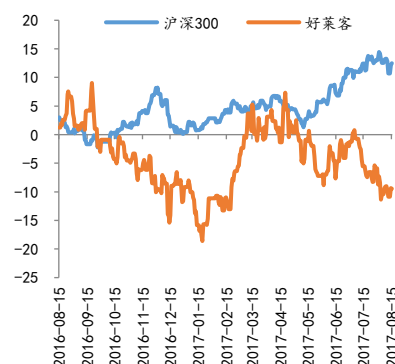
强烈推荐

现价: 32.04

目标价: 42.72

股价空间: 33.33%

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
绝对表现	-4.1	-8.5	4.4
相对表现	-4.2	-17.5	-4.2
沪深 300	0.1	9.0	8.6

基本资料

总市值(亿元)	101.93
总股本(亿股)	3.18
流通股比例	27.98%
资产负债率	23.91%
大股东	沈汉标
大股东持股比例	39.85%

表 1 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%	42.5%	42.0%	42.1%
归属于母公司净利润	55.3%	41.1%	41.2%	42.0%
获利能力				
毛利率	40.0%	40.3%	41.3%	42.2%
净利率	17.6%	17.6%	18.4%	19.4%
ROE	23.9%	26.1%	27.6%	29.4%
ROIC	21.5%	22.2%	23.6%	24.9%
偿债能力				
资产负债率	26.3%	21.6%	22.2%	22.8%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.15	2.75	2.85	3.07
速动比率	2.02	2.59	2.70	2.92
营运能力				
总资产周转率	1.05	1.13	1.17	1.17
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)	0.79	1.12	1.58	2.25
每股经营现金流(最	1.22	2.30	1.85	2.67
每股净资产(最新摊	3.86	4.95	6.53	8.78
估值比率				
P/E	40.34	28.58	20.23	14.25
P/B	8.29	6.47	4.91	3.65
EV/EBITDA	7.72	20.80	14.26	9.40

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。