

好莱客(603898)

全面开启多品类发展纪元 增持(首次)

2017年08月15日

证券分析师 马莉

执业证书编号: S0600517050002
010-66573557

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

执业证书编号: S0600517050001
tangj@dwzq.com.cn

研究助理 史凡可

执业证书编号: S0600517070002
shifk@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,433.03	1,931.14	2,826.25	4,045.86
同比(%)	32.44	34.76	46.35	43.15
净利润(百万元)	252.27	352.03	490.52	680.90
同比(%)	55.30	39.5	39.3	38.8
毛利率(%)	40.0	39.5	39.0	38.6
ROE(%)	23.95	21.64	21.65	25.49
每股收益(元)	0.84	1.11	1.54	2.14
P/E	40.45	28.99	20.81	14.99
P/B	9.69	6.27	4.50	3.82

投资要点

- **公司披露2017年中报。**公司上半年实现营收7.18亿元,同比增35.4%;归母净利润为1.08亿,同比增长56.05%。其中Q2单季收入4.55亿,同比增35.53%;归母净利0.83亿,同比增48.6%;
- **公司公告成立木门子公司。**公司与宁波柯乐芙门业成立子公司,好莱客出资6000万占60%股权。

■ 收入端保持较快增速,结构不断优化。

上半年营收7.18亿,同比增长35.4%。其中同店增长贡献约27%,新增门店订单贡献约8%。

产品结构进一步优化,定制衣柜在所有板式定制柜体收入结构中占比降低约3pct至60%,其他柜体收入占比逐步提升,大家居战略稳步前行。

公司Q2开始全面推进原态板(无醛板,价格带高30%左右),目前原态板销售占比约27%。

涨价进一步助推旺季收入端提速。公司于6月下旬全线涨价约5%,伴随着旺季来临,下半年销售收入有望逐步加速。

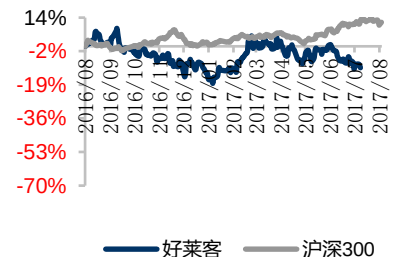
- **原材料涨价压制毛利率。**受制于16年下半年以来的板材持续涨价,公司上半年未调整产品出厂价,故毛利率同比下降1.1pct至38.29%,环比下降1.69pct。伴随着6月下旬涨价的落实,下半年毛利率有望再次提升。

- **期间费用率保持稳定。**报告期内,公司销售费用率同比增加0.06pct至14.97%,管理费用率同比下降0.07pct至6.42%,两者加总为21.39%,与去年同期基本持平。

- **营业利润增速保持平稳。**上半年营业利润同比增长31.24%,Q2同比增28.36%。内生利润增速较低,主要系成本上涨所致,伴随着下半年涨价的落实,盈利能力有望再次提升。

- **渠道加速扩张,客单价保持稳定。**报告期内公司新开经销商专卖店净增加超过150家(其中Q2新开110左右),逐季提速,全年预计净增加250-300家,将为明年业绩增速奠定坚实基础。上半年客单价(出场口径)保持在1.1万元左右,同比提升17%,环比基本持平。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	32.08
一年最低/最高价	28.29/39.11
市净率(倍)	7.88
流通A股市值(百万元)	2,855

基础数据

每股净资产(元)	4.07
资产负债率(%)	23.91
总股本(百万股)	318
流通A股(百万股)	89

相关研究

■ 战略拓展木门及橱柜业务，向多品类延伸。

公司公告与宁波柯乐芙门业成立木门子公司，好莱客占比 60%，将与柯乐芙战略拓展木门业务，全面进军定制木门领域。此外，凭借公司在定制衣柜生产制造的先进工艺和技术，公司计划于 2018 年下半年推出定制橱柜业务，借助现有衣柜门店的协同优势，同时向定制木门、定制橱柜领域战略延伸。

■ 盈利预测与投资建议。考虑到公司 17 年开店加速，并在 18 年起战略推进定制木门和定制橱柜业务，预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 3.52 亿、4.91 亿、6.81 亿，EPS 分别为 1.11 元、1.54 元、2.14 元，同比增速分别为 39.5%、39.3%、38.8%，对应 PE 分别为 29X、21X、15X，首次覆盖给与“增持”评级。

■ 风险提示：地产调控超预期；定制木门和橱柜业务进度低于预期。

好莱客三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	885.02	1,236.68	1,306.02	1,868.53	营业收入	1,433.03	1,931.14	2,826.25	4,045.86
现金	256.46	592.73	617.93	1,135.84	营业成本	860.08	1,168.34	1,724.01	2,486.18
应收款项	3.91	8.97	11.45	17.77	营业税金及附加	16.47	19.20	29.21	42.84
存货	51.81	65.02	91.70	124.49	营业费用	191.35	257.91	380.85	551.25
其他	572.84	569.95	584.94	590.43	管理费用	82.35	111.13	160.73	230.84
非流动资产	687.01	1,309.49	1,694.41	1,670.79	财务费用	(2.19)	(5.65)	(5.91)	(11.29)
长期股权投资	10.18	10.09	10.14	10.11	投资净收益	6.80	12.00	14.60	15.90
固定资产	464.98	622.16	1,051.07	1,090.89	其他	6.98	12.06	14.68	16.01
无形资产	85.16	199.43	282.14	309.52	营业利润	288.48	386.12	541.46	754.59
其他	126.68	477.82	351.07	260.27	营业外净收支	6.51	9.42	9.68	10.46
资产总计	1,572.03	2,546.17	3,000.43	3,539.32	利润总额	294.99	395.54	551.14	765.05
流动负债	411.99	449.23	562.65	631.69	所得税费用	42.73	43.51	60.63	84.16
短期借款	-	-	-	-	少数股东损益	-	-	-	-
应付账款	138.58	149.90	194.90	237.48	归属母公司净利润	252.27	352.03	490.52	680.90
其他	273.41	299.33	367.75	394.21	EBIT	299.24	393.76	560.65	777.59
非流动负债	1.37	1.51	1.44	1.47	EBITDA	332.39	453.21	662.79	886.83
长期借款	-	-	-	-					
其他	1.37	1.51	1.44	1.47					
负债总计	413.36	450.74	564.09	633.17	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	-	-	-	-	每股收益(元)	0.84	1.11	1.54	2.14
					每股净资产(元)	3.86	6.59	7.66	9.14
归属母公司股东权益	1,158.67	2,095.43	2,436.34	2,906.16	发行在外股份(百万股)	299.9	318.12	318.12	318.12
负债和股东权益总计	1,572.03	2,546.17	3,000.43	3,539.32	ROIC(%)	22.09%	16.72%	20.48%	23.81%
					ROE(%)	23.95%	21.64%	21.65%	25.49%
					毛利率(%)	39.98%	39.50%	39.00%	38.55%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT Margin(%)	20.88%	20.39%	19.84%	19.22%
经营活动现金流	365.03	422.85	696.80	837.41	销售净利率(%)	17.60%	18.23%	17.36%	16.83%
投资活动现金流	(672.88)	(667.15)	(479.94)	(79.34)	资产负债率(%)	26.29%	17.70%	18.80%	17.89%
筹资活动现金流	31.48	580.57	(191.66)	(240.16)	收入增长率(%)	32.44%	34.76%	46.35%	43.15%
现金净增加额	(276.37)	336.27	25.19	517.92	净利润增长率(%)	55.30%	39.55%	39.34%	38.81%
折旧和摊销	33.15	59.45	102.14	109.24	P/E	40.45	28.99	20.81	14.99
资本开支	137.01	668.34	480.71	80.23	P/B	9.69	6.27	4.50	3.82
营运资本变动	78.53	22.79	114.23	67.08	EV/EBITDA	31.17	22.20	15.32	10.94
企业自由现金流	504.58	1101.03	1196.06	948.61					

数据来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

