



渠道改善与扩张稳步进行，业绩高增长有望持续

2017. 10. 24

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 年三季度报告显示: 报告期内, 公司实现营业收入 12.52 亿元 (+31.05%), 归母净利润 2.23 亿元 (+45.26%), 每股收益 0.74 元 (+42.31%), 毛利率 40.03%, 同比提升 0.68%。其中, 三季度实现营收 5.33 亿元 (+25.61%), 归母净利润 1.15 亿元 (+36.37%)。

●**客单价增长为主, 订单数与新开店增长为辅, 助营收持续高速攀升:** 1) 原态板作为甲醛零添加环保板材, 是公司主推产品。截至今年 9 月, 公司原态板柜体销售占总营收份额约 29%, 其中, 原态板营收份额在 A 类、B 类城市实现持续提升, 分别达 45%、30% 左右, 在 C 类城市小幅下降至 15% 左右。售价高约 30% 的原态板占比的提升与全屋定制的推广助客单价同比提升 18% (达 2.2 万元); 2) 由于公司三季度仅进行过一次 8.18 大促, 促销力度较小, 订单数量增长放缓 (约 5%), 其中, 除 A 类城市受渠道调整影响, 订单量几乎无增长外, B、C 类城市增长皆超 5%; 3) 去年公司新开店 80 多家, 今年前三季度新开约 200 家 (全年预计新增 250 家), 其中约 150 家开在 4 月份后, 而新开店需 9-12 个月才能步入正轨, 去年至今年的新增店面在前三季度贡献营收增速 6%, 并将于明年加速放量, 推动公司持续高增长。

●**木门与橱柜业务将成公司新兴业务增长点, 并于明年上半年贡献营收:** 公司在宁波设立木门生产基地, 已完成设备采购、团队组建等工作, 筹备进展顺利。橱柜柜体则将与衣柜共用生产线。通过借助已有的终端渠道与开拓新经销商渠道等方式, 两者有望于明年上半年上市, 2017 年下半年至 2018 年实现放量, 成为公司新兴业务增长点, 完善大家居布局, 为消费者提供更全面的一站式采购, 从而进一步提高客单价, 直接利好营收增长。

●**渠道改善空间大, 红利释放促业绩增长:** 1) 公司 2016 年开始进行 A 类城市渠道调整计划, 2016 年与 2017 年 1-9 月, 公司同店营收增速皆超 20%, 调整效果可见一斑。随着明年调整结束, 渠道改善红利将顺利释放, 盈利水平有望进一步提升; 2) 公司计划加大力度开拓社区店、购物中心微店、工程业务等除传统终端店面以外的渠道, 这将导致公司获取客流的方式更加多样化, 直接利好订单数量的增长。

●**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 27、19、13 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	37.45	26.54	18.79	13.23
P/B	7.70	6.01	4.55	3.39
EV/EBITDA	7.72	19.17	13.09	8.56

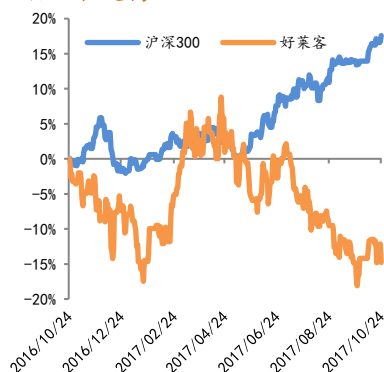
强烈推荐

现价: 29.75

目标价: 38.06

股价空间: 27.94%

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
绝对表现	0.1	-8.3	-19.5
相对表现	-3.1	-14.8	-33.7
沪深 300	3.2	6.4	14.2

基本资料

总市值(亿元)	94.64
总股本(亿股)	3.18
流通股比例	27.98%
资产负债率	17.17%
大股东	沈汉标
大股东持股比例	39.85%

相关报告

好莱客(603898.SH) 深度报告: 生产、渠道、品牌全面改善, 业绩持续高增长 (20170714)

好莱客(603898.SH) 点评报告: 大家居战略扩品类, 增客单价, 助业绩高增长 (20170815)

定制家具专题报告: 定制家具行业高增长可持续, 三大业务线拓展成企业发展核心 (20170915)

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	1189	1690	2527
现金	256	897	1303	2006
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	2006	2668	3613
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	1572	2075	2789
负债和股东权	1572	2006	2668	3613

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	-9	-16	-25
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	584	830
营业外收入	11	7	8	9
营业外支出	5	2	3	3
利润总额	295	416	589	835
所得税	43	59	86	121
净利润	252	356	503	714
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净	252	356	503	714
EBITDA	330	446	622	869
EPS (摊薄)	0.79	1.12	1.58	2.25

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	503	714
折旧摊销	39	39	50	59
财务费用	-2	-9	-16	-25
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	66	16	25
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	-60	15	16	25
现金净增加额	-276	641	405	704

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%	17.6%	18.4%
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	37.45	26.54	18.79	13.23
P/B	7.70	6.01	4.55	3.39
EV/EBITDA	7.72	19.17	13.09	8.56

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。