

2017年11月23日

证券研究报告·动态跟踪报告

好莱客(603898)轻工制造

买入(维持)

当前价: 26.42元

目标价: 37.50元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

再推股权激励计划, 彰显长期发展信心

投资要点

- **事件:** 公司发布 2017 年股权激励计划草案, 拟向 176 名对象定向增发限制性股票 319.00 万股, 占公司股本总额的 1.0%, 授予价格不低于 14.26 元/股, 分三期解锁, 解锁比例分别为 40%、30%、30%, 解锁条件为以 2017 年为基数, 2018、2019、2020 年营收分别增长 25%、59%、106%, 净利润分别增长 25%、56%、95%。
- **深度绑定核心人员利益, 彰显未来发展信心。** 目前公司全部有效期内的激励计划股票数量共 961.5 万股(占公司总股本 3.02%), 2016 年股权激励计划主要针对中高层管理人员及技术骨干, 中高层授予数量占比达 65%。本次激励重点为中层管理人员, 176 名激励对象中有 95 人, 授予股票数量 205.5 万股, 数量占比高达 64%, 其余 81 人均为公司业务/技术骨干。按照本次激励解锁条件, 公司 2017-2020 营收及净利润复合增长率分别不低于 28%、25%, 充分体现公司对未来的发展信心。
- **产品力提升, 渠道、品类拓展有序推进。** 1) 消费者环保需求提升, 利好公司原生态板产品销售增长, 带动客单价持续走高。公司前三季度高端产品原生态板占比提升至 30%, 在 A 类市场占比约 50%, 已达到前期预计全年水平, 高端、高毛利产品占比持续提升带动客单价上行, 目前 2W+客单价占比高达 45%。2) 公司 2017 前三季度新开门店净增加量约 200 家, 目前经销商专卖店总数已接近 1500 家, 全年门店净增加有望超过 250 家, 预计未来公司门店数量仍将保持高速增长为收入提升贡献增量。纵向上公司渠道充分下沉, 截至 2017 年 9 月公司 A、B、C 级市场门店占比分别为 16%、37%、47%, 积极抢占三四线市场份额。根据我们测算公司前三季度同店增长仍保持 20%+的较高水平, 预计第四季度旺季来临后, 收入增长和利润水平还有提升空间。3) 公司产品线已向木门、橱柜延伸, 木门产品预计 2018 年下半年产生收入, 作为家装前端产品有望通过与公司现有优势产品形成协同, 成为公司又一业绩增长点, 此外公司已设立泛家居产业基金带来外延想象空间, 大家居战略持续推进。
- **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 1.12、1.5、1.97 元, 参考同行业给予 18 年 25 倍 PE, 目标价 37.5 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	1919.59	2551.33	3315.38
增长率	32.44%	33.95%	32.91%	29.95%
归属母公司净利润(百万元)	252.27	355.35	477.53	627.19
增长率	55.30%	40.86%	34.38%	31.34%
每股收益 EPS(元)	0.79	1.12	1.50	1.97
净资产收益率 ROE	21.77%	24.75%	26.69%	27.89%
PE	33	24	18	13
PB	7.25	5.85	4.70	3.74

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

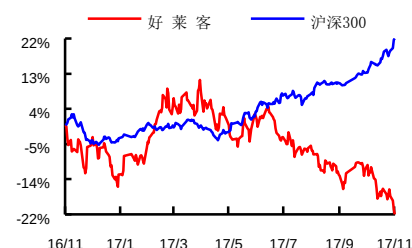
分析师: 蔡欣

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)	26.42-38.26
总市值(亿元)	84.05
总资产(亿元)	23.21
每股净资产(元)	6.04

相关研究

1. 好莱客(603898): 收入稳健增长, 渠道拓展贡献未来增量 (2017-10-24)
2. 好莱客(603898): 同店拉动收入提升, 多业务布局打开想象空间 (2017-08-15)
3. 好莱客(603898): 订单量+客单价双升, 业绩略超预期 (2017-04-21)
4. 好莱客(603898): 管理拐点来临, 进入快速增长轨道 (2017-04-12)
5. 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	1919.59	2551.33	3315.38	净利润	252.27	355.35	477.53	627.19
营业成本	860.08	1135.78	1497.45	1929.87	折旧与摊销	38.55	42.42	48.75	55.71
营业税金及附加	16.47	22.06	29.32	38.10	财务费用	-2.19	-8.01	-12.72	-18.68
销售费用	191.35	255.31	344.43	454.21	资产减值损失	3.28	5.00	5.00	5.00
管理费用	82.35	105.58	142.87	188.98	经营营运资本变动	-489.09	-216.92	-161.31	-234.59
财务费用	-2.19	-8.01	-12.72	-18.68	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	248.84	419.24	539.62
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	409.88	552.98	727.91	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	415.51	558.90	733.73	股权融资	91.02	10.00	0.00	0.00
所得税	42.73	60.16	81.38	106.54	支付股利	-49.98	-88.29	-124.37	-167.13
净利润	252.27	355.35	477.53	627.19	其他	-9.57	8.01	12.72	18.68
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	-70.28	-111.65	-148.45
归属母公司股东净利润	252.27	355.35	477.53	627.19	现金流量净额	-276.37	178.15	215.59	281.17
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	434.61	650.21	931.38	成长能力				
应收和预付款项	28.90	34.86	47.66	60.58	销售收入增长率	32.44%	33.95%	32.91%	29.95%
存货	51.81	66.23	74.41	73.17	营业利润增长率	54.15%	42.08%	34.91%	31.63%
其他流动资产	547.85	734.26	975.78	1267.88	净利润增长率	55.30%	40.86%	34.38%	31.34%
长期股权投资	10.18	10.18	10.18	10.18	EBITDA 增长率	50.33%	36.77%	32.57%	29.87%
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%	41.31%	41.79%
无形资产和开发支出	85.16	81.51	77.86	74.21	三费率	18.95%	18.38%	18.60%	18.84%
其他非流动资产	33.63	-41.44	-42.52	-43.59	净利率	17.60%	18.51%	18.72%	18.92%
资产总计	1572.03	1920.56	2449.91	3099.15	ROE	21.77%	24.75%	26.69%	27.89%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	16.05%	18.50%	19.49%	20.24%
应付和预收款项	290.64	362.82	483.19	628.89	ROIC	40.68%	35.95%	41.51%	47.69%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	22.67%	23.14%	23.09%	23.07%
其他负债	122.73	122.02	177.84	221.32	营运能力				
负债合计	413.36	484.83	661.03	850.21	总资产周转率	1.05	1.10	1.17	1.19
股本	299.90	318.12	318.12	318.12	固定资产周转率	3.27	3.88	4.61	5.38
资本公积	314.12	305.90	305.90	305.90	应收账款周转率	367.33	395.71	385.22	384.51
留存收益	627.25	894.31	1247.46	1707.52	存货周转率	8.52	5.33	4.94	4.78
归属母公司股东权益	1158.67	1435.72	1788.88	2248.94	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	1435.72	1788.88	2248.94	资产负债率	26.29%	25.24%	26.98%	27.43%
负债和股东权益合计	1572.03	1920.56	2449.91	3099.15	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.15	2.63	2.65	2.75
					速动比率	2.02	2.49	2.54	2.66
					股利支付率	19.81%	24.85%	26.05%	26.65%
					每股指标				
					每股收益	0.79	1.12	1.50	1.97
					每股净资产	3.64	4.51	5.62	7.07
					每股经营现金	1.15	0.78	1.32	1.70
					每股股利	0.16	0.28	0.39	0.53
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	324.85	444.29	589.00	764.94					
PE	33.32	23.65	17.60	13.40					
PB	7.25	5.85	4.70	3.74					
PS	5.87	4.38	3.29	2.54					
EV/EBITDA	23.53	18.05	13.25	9.84					
股息率	0.59%	1.05%	1.48%	1.99%					

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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@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
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@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