

2018 年 1 月 19 日

顾向君

H70420@capitalcom.tw

目标价(元)

37

公司基本资讯

产业别	轻工制造
A 股价(2018/01/18)	30.81
上证综指(2018/01/18)	3474.75
股价 12 个月高/低	39.02/26.21
总发行股数(百万)	318.12
A 股数(百万)	89.00
A 市值(亿元)	27.42
主要股东	沈汉标 (39.85%)
每股净值(元)	6.04
股价/账面净值	5.10
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	6.83 1.12 6.96

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

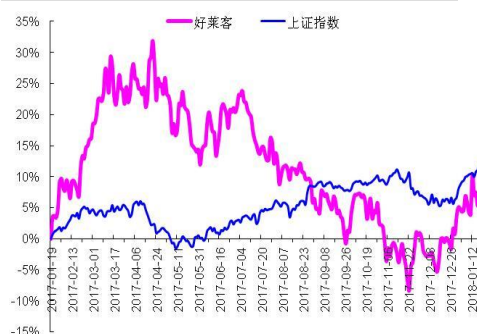
产品组合

整体衣柜及配套家具	100%
-----------	------

机构投资者占流通 A 股比例

基金	40.0%
一般法人	2.3%

股价相对大盘走势



好莱客(603898.SH)

BUY 买入

经营基础不断夯实，深化激励利益绑定更加牢固

结论与建议：

公司主要从事全屋定制家居及配套家具的生产销售，主要产品包括整体衣柜、衣帽间、书柜等等，是国内定制家居领先企业。目前公司通过完善生产基地布局、调整深耕管道、股权激励绑定中层利益等措施，不断夯实公司经营基础，另外，高业绩目标和延长限售期承诺彰显管理层信心。综合来看，我们认为公司经营向好。

■ **受益行业高景气，公司业绩增长迅速：**定制家具行业为家具业的集成新兴行业，发展迅速，目前受地产周期影响较小，2013-2016 年年均复合增长率为 28%。受益行业高景气，公司业绩持续高增，2017 年前三季度净利润增幅达 45%。参照往年规律，下半年为销售旺季，预计四季度公司业绩将维持高增长。

■ **产能布局更加完善，生产瓶颈逐渐消除：**近几年，随着前端需求日渐旺盛，受公司产能制约，公司生产压力加大。通过对三大基地升级改造，公司生产瓶颈逐渐消除，整体衣柜产量不断上升，2011-2016 年产量复合增长率达 32%，产销率接近 100%。另一方面，公告设立华中生产基地，预计建成后将新增 1000 万 m² 衣柜、10 万套厨柜和 40 万樘木门产能，公司生产布局将更加完善，产能进一步扩大。其中，厨柜和木门为公司新业务，这两项业务中，公司将重点布局木门，厨柜业务将补充全屋定制产品品类。产能瓶颈打开后，公司生产能力增强，经营基础将更加扎实。

■ **A 类城市调整接近尾声，整体管道持续优化：**公司销售以经销商为主，经销商专卖店销售收入占比超 90%。按地区来分，公司管道分为 A 类（省级、副省级、直辖市）、B 类（地级市）和 C 类（县级及以下）三类，2016 年，三类管道门店数分别占比 12%、39%、49%，营收分别占比 24%、43%、33%。2015-2017 年，相较竞争对手，受管道调整影响，公司经销商专卖店增速较慢。当前，公司 A 类城市管道调整已接近尾声，整体管道还处于持续优化和发展中，以期未来实现全国均衡布局。另一方面，公司重视电商管道，预计 2018 年公司线上电商 O2O 规划将形成。受益管道优化，公司订单量预计将持续增长。

■ **深化激励彰显经营信心：**2017 年 11 月公司发布股权激励计划，经调整后激励计划包含中层管理人员及核心技术（业务）骨干 157 人，相较 2016 年股权激励计划，本次计划里涉及的中层管理和技术骨干人数与持股数进一步上升（2016 年计划中层为 9 人），公司与中层管理利益绑定更加紧密。另一方面，股权激励计划设置了较高的业绩目标，加上公司公告控股股东承诺延长首发股份限售期一年，管理层对公司经营充满信心。

盈利预测：预计 2017-2019 年公司将实现净利润 3.67 亿、4.79 亿和 6.11 亿，同比增 45%、31%和 28%，EPS 分别为 1.15 元、1.51 元和 1.92 元，当前股价对应 2017-2019 年 PE 分别为 27、20 和 16 倍，予以买入投资评级。

风险提示：地产周期影响扩大、原材料涨价、行业竞争加剧

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2015	2016	2017F	2018F	2019F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	162	252	367	479	611
同比增减	%	14.94	55.30	45.34	30.59	27.61
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.55	0.84	1.15	1.51	1.92
同比增减	%	-71.27	52.24	37.01	30.59	27.61
市盈率(P/E)	X	56.02	36.68	26.79	20.40	16.05
股利 (DPS)	RMB 元	0.17	0.25	0.35	0.45	0.58
股息率 (Yield)	%	0.55	0.82	1.12	1.46	1.86

营运分析

公司主要从事全屋定制家居及配套家具的生产销售，主要产品包括整体衣柜、衣帽间、书柜等等，是国内定制家居领先企业。实际控制人为沈汉标、王妙玉夫妇（分别持股 39.85%、25.39%），合计持股 65.24%。

定制家具业为家具制造业的集成创新行业，发展速度高于行业均速。2013-2016 年，定制家具营收年均复合增速为 28%（成品家具为 15%），净利年均复合增速为 41%（成品家具为 18%）。另一方面，由于目前占整个家具行业比重较小，约 20%，定制家具行业受地产周期影响暂不明显，行业抗周期能力相对较强。

受益行业高景气，公司业绩持续高增

图 1：行业营收增速及商品房销售面积增速

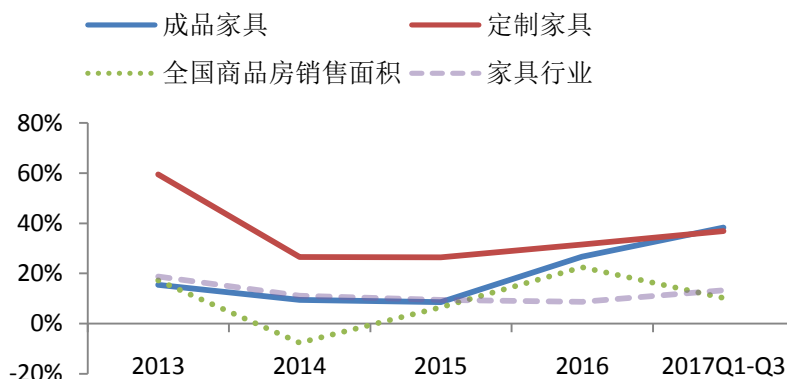
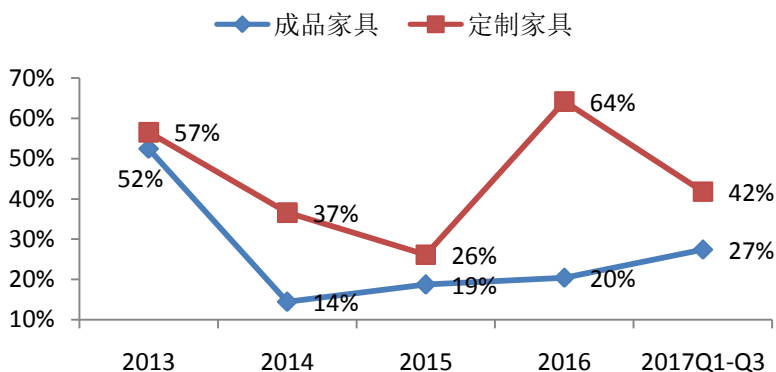


图 2：成品家具与定制家具归母净利润增速比较



资料来源：国家统计局，群益金鼎证券

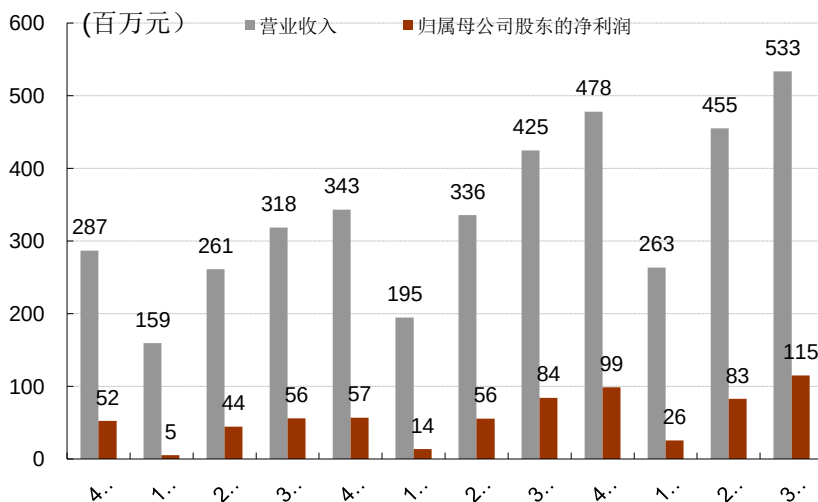
注 1：成品家具包括：美克家具、宜华生活、曲美家居、顾家家居、亚振家具

注 2：定制家具包括：好莱客、欧派家居、尚品宅配、索菲亚、金牌厨柜、皮卡诺、志邦股份、我乐我家

受益行业高景气度，公司业绩增长迅速。2017 年 1-3Q 公司实现营收 12.5 亿元，同比增 31.05%，实现归属上市公司股东净利润 2.23 亿元，同比增 45.26%，EPS 为 0.74 元，毛利率为 39.1%。单季度来看，3Q 公司实现营收 5.33 亿元，同比增 25.6%，实现归属上市公司股东净利润 1.15 亿元，同比增 36.37%，毛利率为 40.2%。参照往年规律，下半年为销售旺季，预计四季度公司业绩将维持高增

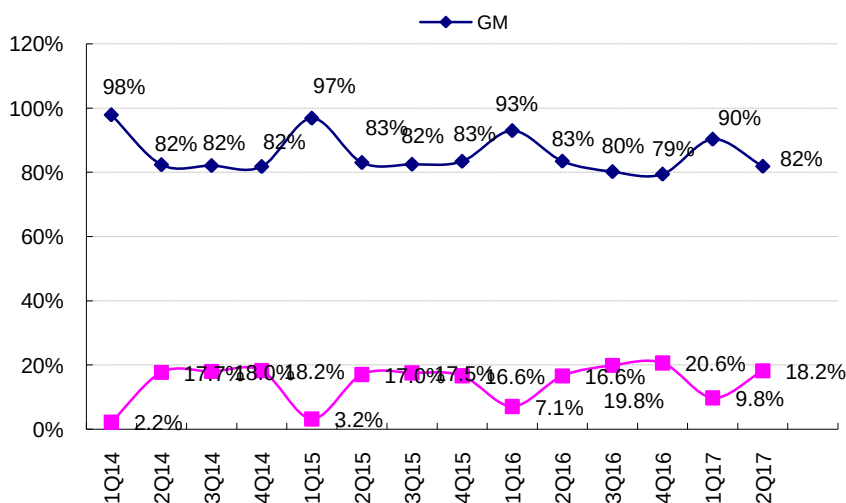
长。

图 3：公司营收及净利润情况 单位：百万元



资料来源：公司公告，群益金鼎证券

图 4：公司毛利率及净利率情况



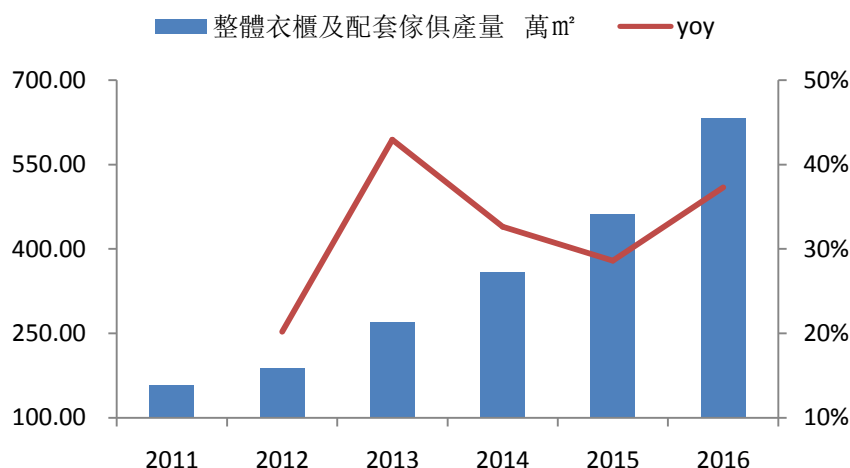
资料来源：公司公告，群益金鼎证券

产能瓶颈逐渐消除，生产布局更加完善

受公司生产能力制约，公司规模较索菲亚等行业龙头仍有一定距离。据公司招股说明书，2013 年末公司拥有 301.5 万 m² 整体衣柜产能。产能支撑前端订单有一定压力。2015 年，公司 IPO 募投资金用于建设 250 万 m² 新增产能，使产能得到扩充。通过对广州萝岗、惠州、从化三大生产基地升级改造，公司生产瓶颈逐渐消除。2011-2016 年间，公司整体衣柜及配套家俱产量增长迅速，年均复合增速达 32%，至 2016 年，公司整体衣柜产量达 633.16 万平方米，为 2011 年产量的 4 倍，期间产销率接近 100%。

目前，公司以零售业务为主，已设立独立团队负责工程业务及家装业务。我们认为，随着产能瓶颈逐渐缩小，产能释放将促进公司业绩继续向好。

图 5：公司整体衣柜及配套家俱年产量 单位：万平方米



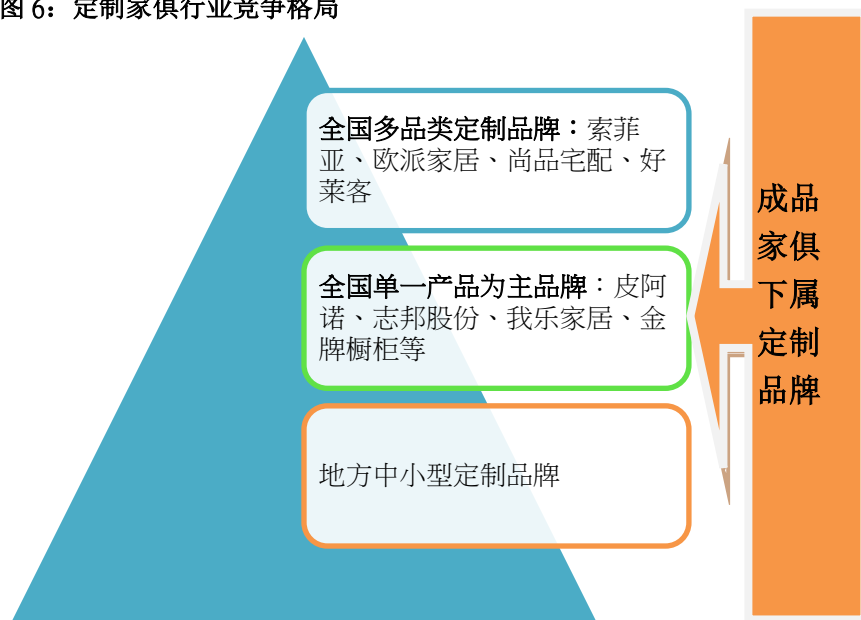
资料来源：公司公告，群益金鼎证券

新业务中，木门暂无全国性龙头品牌，行业集中度低，成为公司重点布局方向。

另一方面，公司公告设立全资子公司湖北好莱客以推进“好莱客（湖北）定制家居工业 4.0 制造基地专案”，建设期不超过 5 年，总投资约 20 亿元，其中固定资产投资不低于 15 亿元，预计建成后将新增 1000 万m²衣柜、10 万套橱柜和 40 万樘木门产能。华中基地设立后，公司生产布局将更加完善。

橱柜和木门为公司两项新业务。从行业来看，正如我们之前在定制家具行业报告中所说，在定制衣柜、橱柜两大类中已出现索菲亚、欧派两大全国性龙头，加之成品家具商正加码布局定制家具业务，两个市场中竞争格局已基本形成，因此公司橱柜业务将主要起补充全屋定制产品品类的作用。

图 6：定制家具行业竞争格局



资料来源：群益金鼎证券

当前，木门行业集中度较低，多区域性品牌，尚未出现全国性龙头品牌。2011-2016 年木门行业年均复合增长率约 9.1%。随着一站式定制家装需求日渐升温，木门成为定制家具企业布局的新方向。当前，木门业务已成为公司重点布局方向。

A 类城市管道调整收尾，整体管道持续深化

公司销售以经销商为主，经销商专卖店销售收入占比超 90%。公司管道分为 A 类（省级、副省级、直辖市）、B 类（地级市）和 C 类（县级及以下）三类，2016 年，三类管道门店数分别占比 12%、39%、49%，营收分别占比 24%、43%、33%。管道规模由 2014 年中期 643 家经销商，797 家经销商专卖店分别增长至 2017 年中期 1100、1400 家。2017 年，公司计划在一、二线城市加密网点布局、在三、四、五线城市加大管道下沉力度，新增经销商门店数 300 家左右。

对比索菲亚，2015-2017 年中期，公司经销商规模与索菲亚衣柜业务经销商规模相近，但经销商专卖店增速远不及。2015-2017 年中期，索菲亚衣柜业务经销商专卖店累计新增 550 家，而公司经销商专卖店累计新增 226 家，存在差距的原因在于 2016-2017 年，公司处于管道调整阶段。公司管道调整主要涉及以下两方面：一、升级门店形象；二、建立经销商优化淘汰机制，尤其是在 A 类城市，公司经销商淘汰力度极大。

表 1：公司与索菲亚管道规模对比

		2015	2016	2017H1
经销商（个）	索菲亚	950	1000	1100
	好莱客	926	1000	1100
经销商专卖店（家）	索菲亚	1600	1900	2150
	好莱客	1174	1300	1400

资料来源：公司公告，群益金鼎证券

当前，根据公司公告，公司 A 类城市管道调整已接近尾声，将持续加密和下沉三至五线城市销售网站，优化整体管道布局，以期未来实现全国均衡布局另一方面，公司重视电商管道，预计 2018 年公司线上电商 O2O 规划将形成。我们认为，管道调整效果正逐渐显现，随着公司管道加密和下沉不断深化，加上经销商品质不断提高和电商管道逐渐打开，公司订单量将持续增长。

深化激励+股东承诺彰显经营信心

2017 年 11 月，公司发布股权激励计划，经调整后激励计划将授予中层管理人员及核心技术（业务）骨干 157 人，加上预留股票合计 294 万股，占当前公司总股本约 0.9%。相较 2016 年股权激励计划，本次计划里涉及的中层管理和技术骨干人数与持股数进一步上升（2016 年计划面向中高层管理，中层为 9 人，股票数为 191 万股），公司与中层管理利益更加紧密。

另一方面，本次股权激励设立的考核目标较高，2018-2020 年营收分别较 2017 年增 25%、59%、106%，净利润分别较 2017 年增 25%、56%、95%。加上近日公司控股股东沈汉标、王妙玉夫妇承诺将首发股份限售期延长一年至 2019 年 2 月 17 日，管理层对公司未来业绩充满信心。

盈利预测

综上，我们认为公司目前产能瓶颈逐渐消除，管道整合效果正在显现，公司经营实力不断夯实，订单量和生产能力均将有明显提升。另一方面，通过股权激励公司与管理层利益绑定更加紧密，高业绩目标和控股股东延长限售期承诺释放信号，彰显公司管理信心。

预计 2017-2019 年公司将实现净利润 3.67 亿、4.79 亿和 6.11 亿，EPS 分别为 1.15 元、1.51 元和 1.92 元，当前股价对应 2017-2019 年 PE 分别为 27、20 和 16 倍，予以买入投资评级。

预期报酬(Expected Return; ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$)；买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$)；强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

百万元	2015	2016	2017F	2018F	2019F
营业收入	1082	1433	1899	2407	3004
经营成本	669	860	1140	1432	1773
营业税金及附加	10	16	21	27	33
销售费用	154	191	227	279	344
管理费用	62	82	106	135	168
财务费用	-2	-2	-2	-3	-4
资产减值损失	8	3	4	3	3
投资收益	7	7	17	15	15
营业利润	187	288	421	550	702
营业外收入	5	11	7	7	7
营业外支出	1	5	5	4	4
利润总额	191	295	423	553	705
所得税	29	43	57	74	94
少数股东损益					
归属于母公司所有者的净利润	162	252	367	479	611

附二：合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017F	2018F	2019F
货币资金	533	256	487	281	263
应收账款	4	4	6	8	10
存货	36	52	65	81	93
流动资产合计	590	885	1513	1740	1914
长期股权投资	10	10	11	12	13
固定资产	412	465	535	615	707
在建工程	36	93	279	307	338
非流动资产合计	571	687	893	982	1081
资产总计	1161	1572	2407	2723	2995
流动负债合计	212	412	453	476	500
非流动负债合计	2	1	3	2	2
负债合计	214	413	457	478	502
少数股东权益					
股东权益合计	948	1159	1950	2245	2493
负债及股东权益合计	1161	1572	2407	2723	2995

附三：合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017F	2018F	2019F
经营活动产生的现金流量净额	214	365	380	481	601
投资活动产生的现金流量净额	(368)	(673)	(680)	(544)	(435)
筹资活动产生的现金流量净额	408	31	530	(144)	(183)
现金及现金等价物净增加额	254	(276)	230	(206)	(17)

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。