消费升级与娱乐研究中心

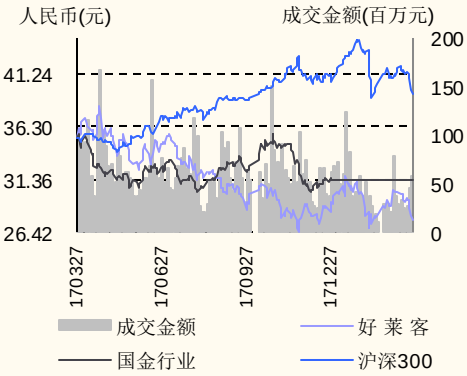
好莱客 (603898.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：27.65 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	89.00
总市值(百万元)	8,857.77
年内股价最高最低(元)	38.26/26.42
沪深 300 指数	3879.89
上证指数	3133.72



相关报告

1.《好莱客 2017 年业绩快报点评-大家居战略稳步走，产能渐次释放…》，2018.3.5
2.《好莱客公司点评-看好中长期持续高增，利好频传消市场疑虑》，2017.11.24
3.《好莱客 2017 年三季报点评-规模效应日益凸显，业绩高增还将持…》，2017.10.24
4.《好莱客 2017 年半年报点评-全面发力，多点突破，业绩高增进行…》，2017.8.15
5.《好莱客公司点评-大家居加速兑现，开启业绩高增 2.0》，2017.8.2

揭力 分析师 SAC 执业编号：S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

袁艺博 联系人
yuanyibo@gjzq.com.cn

邱思佳 联系人
qiusijia@gjzq.com.cn

量价齐升有保障，产能布局追龙头

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.84	1.06	1.43	1.95	2.62
每股净资产(元)	3.86	6.47	9.03	10.31	12.46
每股经营性现金流(元)	1.22	1.27	1.62	2.39	3.21
市盈率(倍)	38	28	19	14	11
行业优化市盈率(倍)	82	178	168	168	168
净利润增长率(%)	55.30%	33.64%	42.27%	36.38%	34.62%
净资产收益率(%)	21.77%	16.38%	15.81%	18.90%	21.05%
总股本(百万股)	299.90	318.12	335.81	335.81	335.81

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2017 年，公司分别实现营业收入/归母净利润 18.63 亿元/2.23 亿元，同比增长 30.02%/37.96%，实现全面摊薄 EPS1.15 元，符合预期。2017 年，公司分配预案为每 10 股派现金红利 3.26 元（含税）。

经营分析

- **全屋套餐+原态板成效显现，同店增长超 20%。**2017 年，公司门店总数 1,500 家，新增 250 家，全力推进“16800 全屋套餐”，加强终端引流，订单量同比增长 12%。配合产品优化和原态板（占比+8pct.约至 30%）全面推广，客单价提升 15%，主营毛利率达 39.63%。公司完成品牌升级，翻新门店 221 家，加快全屋业务发展。今年，计划新增和翻新门店均为 300 家，套餐持续推进利好公司新店订单数量增长。公司原态板产品销售以 A 类城市为主，渠道下沉将提升 C 类城市原态板销售，利好量价齐升延续。
- **今年橱柜、木门面试，大家居闭环成型。**目前，公司橱柜已有样柜产品下线，预计上半年正式投放渠道。橱柜无论渠道还是产品，都将实现与衣柜的融合与搭配，形成柜类定制闭环，多品类带动客单价提升。定制木门作为公司战略重点，也将于下半年投放渠道。目前定制木门行业品牌效应尚未形成且渗透率低，未来具备极大发展潜力。通过共享衣橱柜供应链，木门产品具备制造成本优势，且前端独立门店开设也将有利于木门实现快速突破。
- **信息化增效持续，全国产能布局拉开序幕。**公司 3D 设计软件全面升级，空间效果图超 8,000 个，全屋全景图超 1,000 个，助力设计效率提升。依靠 SAP 等信息化系统，公司实现 99%自动拆单，人均产值和售后投诉等指标均有显著改善，净利率同比提升 1.07pct.。去年，公司惠州二期完工投产，三期立体仓抵近完工，从化基地正在建设，整体产能建设进度顺利。同时，去年 12 月，公司签署湖北华中基地投资合同，正式拉开全国产能布局序幕，未来将缩短物流辐射半径和交货周期，控本增效成果将更加明显。

盈利预测与投资建议

- 公司是整体衣柜领军品牌，加速大家居战略落地，延续量价齐升趋势。我们预测公司 2018-2020 年完全摊薄后 EPS 为 1.43/1.95/2.62 元（三年 CAGR37.7%），对应 PE 为 19/14/11 倍，维持公司“买入”评级。

风险因素

- 房地产业宏观调控变动风险；原材料价格上涨风险；市场竞争加剧风险。

敬请参阅最后一页特别声明

用使司公限有理管金基银瑞投国供仅告报此

此报告仅供国投瑞银基金管理有限公司使用

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	**1,082**	**1,433**	**1,863**	**2,520**	**3,409**	**4,545**
增长率		32.4%	30.0%	35.3%	35.3%	33.3%
主营业务成本	-669	-860	-1,149	-1,506	-2,043	-2,730
%销售收入	61.8%	60.0%	61.7%	59.8%	59.9%	60.1%
毛利	413	573	714	1,014	1,366	1,815
%销售收入	38.2%	40.0%	38.3%	40.2%	40.1%	39.9%
营业税金及附加	-10	-16	-22	-24	-32	-43
%销售收入	1.0%	1.1%	1.2%	1.0%	1.0%	0.9%
营业费用	-154	-191	-219	-338	-453	-592
%销售收入	14.3%	13.4%	11.8%	13.4%	13.3%	13.0%
管理费用	-62	-82	-97	-135	-173	-219
%销售收入	5.7%	5.7%	5.2%	5.4%	5.1%	4.8%
息税前利润（EBIT）	186	283	376	517	707	960
%销售收入	17.2%	19.7%	20.2%	20.5%	20.7%	21.1%
财务费用	2	2	3	20	35	49
%销售收入	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.8%	-1.0%	-1.1%
资产减值损失	-8	-3	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	7	7	23	25	25	25
%税前利润	3.7%	2.3%	5.7%	4.4%	3.2%	2.4%
营业利润	187	288	400	562	768	1,034
营业利润率	17.3%	20.1%	21.5%	22.3%	22.5%	22.8%
营业外收支	4	7	-3	2	2	2
税前利润	191	295	397	564	770	1,036
利润率	17.7%	20.6%	21.3%	22.4%	22.6%	22.8%
所得税	-29	-43	-60	-85	-115	-155
所得税率	15.0%	14.5%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	162	252	337	480	654	881
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**162**	**252**	**337**	**480**	**654**	**881**
净利率	15.0%	17.6%	18.1%	19.0%	19.2%	19.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	162	252	348	480	654	881
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	40	42	51	43	49	55
非经营收益	-6	-7	-18	-20	-27	-27
营运资金变动	19	78	23	42	127	169
经营活动现金净流	**214**	**365**	**403**	**544**	**803**	**1,077**
资本开支	-366	-136	-245	-123	-154	-157
投资	-10	-543	-493	0	0	0
其他	8	6	23	25	25	25
投资活动现金净流	**-368**	**-673**	**-716**	**-98**	**-129**	**-132**
股权募资	442	83	592	581	-110	0
债权募资	0	0	0	-14	0	1
其他	-33	-51	-61	0	-86	-117
筹资活动现金净流	**408**	**31**	**531**	**567**	**-196**	**-116**
现金净流量	**254**	**-276**	**219**	**1,013**	**479**	**829**

资产负债表（人民币百万元）

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	533	256	475	1,489	1,967	2,797
应收款项	9	9	13	26	35	46
存货	36	52	51	80	109	146
其他流动资产	13	568	1,060	1,097	1,130	1,166
流动资产	590	885	1,600	2,692	3,241	4,155
%总资产	50.8%	56.3%	63.6%	73.1%	74.7%	77.6%
长期投资	10	11	15	16	15	15
固定资产	448	558	765	864	963	1,064
%总资产	38.6%	35.5%	30.4%	23.5%	22.2%	19.9%
无形资产	42	96	109	107	115	118
非流动资产	571	687	914	989	1,095	1,200
%总资产	49.2%	43.7%	36.4%	26.9%	25.3%	22.4%
资产总计	**1,161**	**1,572**	**2,514**	**3,680**	**4,337**	**5,355**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	183	361	365	492	666	888
其他流动负债	29	51	76	155	210	282
流动负债	212	412	441	647	876	1,170
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	2	1	14	0	0	0
负债	**214**	**413**	**456**	**647**	**876**	**1,171**
普通股股东权益	948	1,159	2,059	3,034	3,461	4,184
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**1,161**	**1,572**	**2,514**	**3,680**	**4,337**	**5,355**

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.55	0.84	1.06	1.43	1.95	2.62
每股净资产	3.22	3.86	6.47	9.03	10.31	12.46
每股经营现金净流	0.73	1.22	1.27	1.62	2.39	3.21
每股股利	0.25	0.17	0.25	0.26	0.35	0.47
回报率						
净资产收益率	17.14%	21.77%	16.38%	15.81%	18.90%	21.05%
总资产收益率	13.99%	16.05%	13.41%	13.03%	15.08%	16.45%
投入资本收益率	16.71%	20.86%	15.51%	14.49%	17.37%	19.50%
增长率						
主营业务收入增长率	20.08%	32.44%	30.02%	35.26%	35.27%	33.31%
EBIT 增长率	17.19%	51.63%	32.87%	37.64%	36.73%	35.78%
净利润增长率	14.94%	55.30%	33.64%	42.27%	36.38%	34.62%
总资产增长率	109.38%	35.35%	59.94%	46.38%	17.84%	23.46%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2	1	1	2	2	2
存货周转天数	19	19	16	19	19	19
应付账款周转天数	38	43	47	46	46	46
固定资产周转天数	139	118	94	74	58	46
偿债能力						
净负债/股东权益	-56.21%	-22.13%	-23.10%	-49.08%	-56.85%	-66.82%
EBIT 利息保障倍数	-87.3	-129.0	-146.3	-25.7	-20.0	-19.7
资产负债率	18.38%	26.29%	18.12%	17.57%	20.20%	21.86%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
	0	6	9	9	30
	0	1	3	3	6
	0	2	3	4	7
	0	0	0	0	0
	0.00	**1.56**	**1.60**	**1.69**	**1.47**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-02-27	买入	33.66	N/A
2	2017-03-30	买入	35.40	N/A
3	2017-04-21	买入	38.26	N/A
4	2017-08-02	买入	32.42	N/A
5	2017-08-15	买入	32.08	N/A
6	2017-10-24	买入	30.67	N/A
7	2017-11-24	买入	27.55	N/A
8	2018-03-05	买入	28.82	N/A

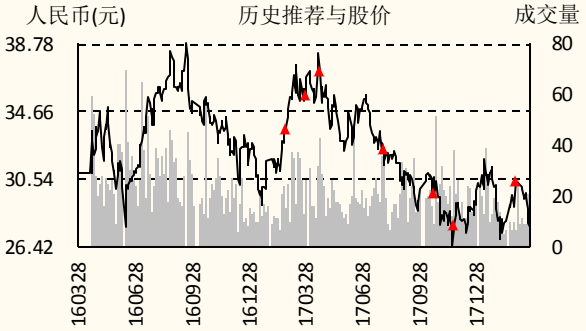
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归"国金证券股份有限公司"（以下简称"国金证券"）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为"国金证券股份有限公司"，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

本报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH