

业绩符合预期，估值处于历史底部 买入(维持)

2018 年 03 月 27 日

证券分析师 史凡可

021-60199793

执业证书编号 S0600517070002

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

010-66573557

执业证书编号 S0600517050002

mal@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1,863.25	2,545.62	3,252.01	4,114.14
同比 (%)	30.02%	36.62%	27.75%	26.51%
净利润 (百万元)	348.00	454.55	554.78	706.87
同比 (%)	37.95%	30.63%	22.04%	27.41%
毛利率 (%)	38.34%	39.00%	38.55%	38.55%
ROE (%)	21.63%	20.19%	21.04%	23.01%
每股收益 (元)	1.09	1.42	1.73	2.21
P/E	26.12	20.13	16.50	12.95
P/B	4.41	3.74	3.24	2.76

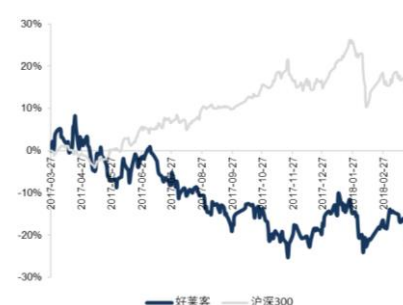
投资要点:

■ **公司发布 17 年年度业绩:** 公司披露 2017 年年报。公司 2017 年实现营收 18.63 亿元, 同比增长 30.02%; 归母净利 3.48 亿元, 同比增长 37.95%, 净利率 18.68%。其中 Q4 单季实现营收 6.12 亿元, 同比增长 27.97%; 归母净利 1.25 亿元, 同比增长 26.55%。

■ **成品配套快速增长, 产能布局加快推进:** 报告期内公司上样波尔多庄园、阿尔卑斯、贝加尔湖畔、挪威森林、蒙特里安及儿童房天空之城等六个系列新产品, 实现产品的多样化升级。传统业务整体衣柜实现营收 17.93 亿, 同比增长 28.16%, 毛利率达 40.08% (+0.23pct), 支撑公司营收维持快速增长。公司增加并优化餐边柜、餐桌等多系列成品配套, 使得成品配套业务迅猛发展, 尽管由于材料成本上升使毛利率下降 4.76pct 至 18.06%, 但全年实现营收 3.81 亿元, 同比增长达 121.75%, 成为一大亮点。同时, 公司加快产能布局, 惠州二期完工投产, 三期接近尾声, 从化基地顺利推进, 建成后能保证 40 亿以上的产能任务。华中基地开始布局, 有望建成全国三角基地群, 缩短物流半径和交货周期, 并为快速增长的全屋定制业务提供有力支撑。

■ **同店量价齐升, 渠道调整开拓:** 报告期内公司以“16800”全屋套餐等方式, 深化全屋定制, 使出厂客单价和经销商终端客单价同比均增长 15% 以上。得益于高强度的品牌推广和营销活动, 公司全年订单量同增 12%, 实现订单量和客单价的同步提升, 同店营收增长 20% 以上。报告期内公司调整各地优化经销商, 推进新城市布局, 净增经销门店超 250 家, 翻新门店 221 家, 加速渠道下沉。截至报告期末, 全国门店数共计 1500 多家, 省会 (A 类)、地级 (B 类)、县级 (C 类) 城市门店数各占 14%/39%/47%, 销售收入各占 22%/43%/35%, A 类渠道调整进入尾期, 预计 18 年快速成长。

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	28.57
一年最低/最高价	26.21/39.02
市净率 (倍)	4.41
流通 A 股市值 (亿元)	25.43

基础数据

每股净资产 (元)	6.47
资产负债率 (%)	18.12
总股本 (亿股)	3.20
流通 A 股 (亿股)	0.89

相关研究

1. 好莱客: 发布股权激励草案, 深度绑定上下利益低估值品种 -20171122
2. 好莱客: 渠道稳步扩张明年增长值得期待-20171024
3. 好莱客: 全面开启多品类发展纪元-20170817

■ **成本上涨无碍毛利稳定, 扩张期费率管控有效:** 由于公司产品核心原材料价格上涨, 报告期公司毛利率 38.34%, 相比 16 年小幅下降 1.64pct。得益于销售效率的提升, 在加大广告费用投入的情况下, 公司全年销售费用率 11.78%, 相较于 16 年降低 1.57pct。报告期内公司加大产品研发与设计, 研发费用增长达 32.74%, 使得管理费用费用同比增长 18.31%。同时, 公司推进信息化管理系统应用, 有效提高管理效率, 全年管理费用率 5.32%, 较 16 年下降 0.52pct。公司报告期净利率 18.68%, 在毛利润率下降的情况下反而较去年上涨 1.08pct, 良好的费用管理显示出公司在扩张期有效的生产管理, 体现了周期波动下较好的弹性经营能力。

■ **经营性现金流向好, 营运能力提升:** 公司 2017 年经营性现金流量净额 4.03 亿元, 同比增长 10.50%, 表现持续向好。报告期内公司非公开募集资金完成, 业务扩张迅速, 使得总资产增长达 59.94%。公司存货周转天数从 18.37 降至 16.17, 同时预收款项 0.94 亿元, 同比减少 15.57%, 预收账款周转天数从 24.77 降至 20.06, 体现出良好的营运能力。由于订单量增加, 本期应收账款 774.73 万元, 同比增长 98.20%。报告期内公司增加惠州三期建造工程、新总部大楼装修工程及从化子公司定制家居智能生产建设项目的投资, 使得在建工程较期初大幅增长 205.46%。

■ **定制木门成为战略重点, 渠道下沉继续推进:** 报告期内, 公司新启动定制橱柜和木门项目, 预计 18 年上市, 完善全屋定制项目。定制橱柜作为全屋定制闭环, 定制木门也将成为公司新的战略重点。2018 年, 公司将加快渠道下沉, 预计新增 300 家门店, 翻新 300 家店面, 并有序推进工程渠道建设, 深化线上线下结合。同时, 公司将持续加大研发投入力度, 优化生产管理效率, 提升盈利能力。

■ **盈利预测及投资评级:** 预计公司未来三年归母净利润分别为 4.55 亿、5.55 亿和 7.07 亿, 同比增速分别为 30.63%、22.04%、27.41%, EPS 分别为 1.42 元、1.73 元和 2.21 元, 当前市值 91.52 亿, 对应 PE 分别为 20X、17X、13X, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 新品类扩张不达预期; 渠道下沉规模不达预期。

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,599.96	1,996.93	2,264.46	2,764.12	营业收入	1,863.25	2,545.62	3,252.01	4,114.14
现金	475.46	797.94	1,091.70	1,493.50	营业成本	1,148.86	1,552.83	1,998.36	2,528.14
应收款项	7.75	10.64	12.85	16.86	营业税金及附加	21.81	27.81	36.99	46.64
存货	51.38	89.78	83.99	135.85	销售费用	219.42	356.43	445.82	561.05
其他	1,065.37	1,098.57	1,075.93	1,117.91	管理费用	97.44	125.71	155.56	194.01
非流动资产	914.37	939.11	1,024.27	1,089.98	财务费用	(2.57)	(5.04)	(7.12)	(9.97)
长期股权投资	15.24	12.71	13.98	13.35	投资净收益	22.59	30.49	34.43	36.41
固定资产	480.28	602.52	516.58	412.76	其他	21.68	30.24	34.11	35.92
无形资产	83.36	85.44	88.14	91.64	营业利润	410.73	513.81	648.91	825.78
其他	335.49	238.44	405.57	572.23	营业外净收支	(3.20)	(3.05)	(3.82)	(3.84)
资产总计	2,514.33	2,936.05	3,288.73	3,854.10	利润总额	407.53	510.76	645.10	821.94
流动负债	441.29	476.24	446.16	523.78	所得税费用	59.54	56.18	90.31	115.07
短期借款	-	-	-	-	少数股东损益	-	-	-	-
应付账款	138.58	171.99	175.55	213.39	归属母公司净利润	348.00	454.58	554.78	706.87
其他	302.71	304.25	270.61	310.38	EBIT	397.53	510.65	652.27	830.94
非流动负债	14.34	14.41	14.37	14.39	EBITDA	437.72	543.92	679.63	858.09
长期借款	-	-	-	-					
其他	14.34	14.41	14.37	14.39					
负债总计	455.63	490.65	460.53	538.17					
少数股东权益	-	-	-	-					
归属母公司股东权益	2,058.70	2,445.40	2,828.20	3,315.94					
负债和股东权益总计	2,514.33	2,936.05	3,288.73	3,854.10					
现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	403.36	481.09	548.26	710.31	每股收益(元)	1.09	1.42	1.73	2.21
投资活动现金流	(715.54)	(90.80)	(152.30)	(153.20)	每股净资产(元)	6.47	7.63	8.83	10.35
筹资活动现金流	531.18	(67.81)	(102.21)	(155.30)	发行在外股份(百万股)	318.12	320.35	320.35	320.35
现金净增加额	219.00	322.48	293.76	401.80	ROIC(%)	16.49%	18.59%	19.83%	21.55%
折旧与摊销	40.20	33.27	27.35	27.15	ROE(%)	21.63%	20.19%	21.04%	23.01%
资本开支	245.91	91.47	153.06	153.98	毛利率(%)	38.34%	39.00%	38.55%	38.55%
营运资本变动	21.34	24.16	(0.21)	17.75	EBIT Margin(%)	21.34%	20.06%	20.06%	20.20%
企业自由现金流	646.90	603.38	741.16	913.49	销售净利率(%)	18.68%	17.86%	17.06%	17.18%
					资产负债率(%)	18.12%	16.71%	14.00%	13.96%
					收入增长率(%)	30.02%	36.62%	27.75%	26.51%
					净利润增长率(%)	37.95%	30.63%	22.04%	27.41%
					P/E	26.12	20.13	16.50	12.95
					P/B	4.41	3.74	3.24	2.76
					EV/EBITDA	20.86	16.26	12.54	9.55

数据来源: Wind 资讯, 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>