

好莱客 (603898)

证券研究报告

2017 年 03 月 29 日

经营势头越来越好，坚定看好公司成长前景

营业收入同比上升 32.4%，净利润同比增长 55.3%

公司发布 2016 年报，营收同比上升 32.4% 至 14.3 亿，2016 年公司门店数量增加了 100 家左右，对营收的拉动作用只有 3-4%，营收增长主要来自老店的坪效提升，2016 年客单价同比提升 15% 以上。分区域来看，华南区域营业收入同比增幅最大，达到 50%，主要是广州直营店的销售增长以及华南地区产品结构优化连带销售增长。华中、华北、西北区域的营业收入较上年同期分别增长 30.5%、43% 和 41.8%，2016 年公司加密上述区域渠道布局以及加大了对经销商的扶持力度。

2016 年公司归母净利润同比大幅增长 55.3% 至 2.5 亿元，折合 EPS 为 0.84 元。2016 年利润分配预案为 10 股派发现金红利 2.54 元（含税）。

毛利率同比上升 1.8 个百分点，期间费用率同比减少 0.8 个百分点

2016 年公司的毛利率为 40%，同比上升 1.8 个百分点，主要受益于公司信息化技术能力不断提升，连带生产端效率优化，板材利用率较上年提升 3.3 个百分点。2016 年公司的期间费用率为 18.9%，同比降低 0.9 个百分点，分项目看，销售费用率与去年同期相比减少 0.8 个百分点，更加精准的营销投放令公司的销售费用率得到有效控制；管理费用率和财务费用率与上年基本持平，分别为 5.7% 和 -0.2%。

信息化助力客单价提升，渠道持续下沉，受益三四线地产销售高增长

2016 年公司通过加大对 3D 设计软件的研发以及优化，通过提升设计效率以及展示效果，提升客单价。未来公司将构建大量不同户型的家居设计展示图，进一步提升前端销售人员的展示效率和效果；与此同时，新的信息系统已能够完成自动拆单，节省了中间环节的拆单和审单人员数量，并且降低了出错率，对效率的提升帮助显著。

目前公司在一线城市的门店数量占比为 12%，二线和三线及以下门店的占比分别为 43%、33%，2017 年公司计划新增经销商门店 300 家，在加密一、二线城市的同时，更将加大下沉力度至尚未覆盖的三、四、五线城市，随着渠道的下沉，公司亦将分享三四线城市地产销售高增长的红利。

我们预计公司 2017-2018 年 EPS 为 1.14 元 1.56 元，当前股价对应 PE 为 31 倍、23 倍，考虑公司未来具备高成长性以及目前市值仅 106 亿，给予“买入”评级。

风险提示：房地产调控。

投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	35.40 元
目标价格	42.48 元
上次目标价	43.7 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	299.90
流通 A 股股本(百万股)	87.23
A 股总市值(百万元)	10,616.46
流通 A 股市值(百万元)	3,088.08
每股净资产(元)	3.52
资产负债率(%)	24.37
一年内最高/最低(元)	39.40/27.10

作者

姜浩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110004
jiangh@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《好莱客-首次覆盖报告:设立产业基金,推进大家居产业布局,给予“买入”评级》 2017-03-10

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,081.98	1,433.03	1,995.23	2,741.54	3,585.00
增长率(%)	20.08	32.44	39.23	37.40	30.77
EBITDA(百万元)	210.59	319.44	419.63	569.59	743.40
净利润(百万元)	162.44	252.27	341.71	467.79	612.93
增长率(%)	14.94	55.30	35.46	36.90	31.03
EPS(元/股)	0.54	0.84	1.14	1.56	2.04
市盈率(P/E)	65.36	42.08	31.07	22.69	17.32
市净率(P/B)	11.20	9.16	6.95	5.52	4.30
市销率(P/S)	9.81	7.41	5.32	3.87	2.96
EV/EBITDA	44.55	29.48	23.01	16.19	11.66

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	532.83	256.46	926.00	1,354.95	1,914.65
应收账款	8.72	8.77	30.09	17.78	40.96
预付账款	5.19	20.13	6.67	35.87	15.85
存货	35.99	51.81	71.17	96.95	122.75
其他	7.63	547.85	186.69	247.39	327.31
流动资产合计	590.37	885.02	1,220.63	1,752.93	2,421.52
长期股权投资	10.00	10.18	10.18	10.18	10.18
固定资产	411.96	464.98	502.55	544.18	575.27
在建工程	36.36	93.06	91.83	103.10	91.86
无形资产	37.97	85.16	82.01	78.86	75.71
其他	74.82	33.63	35.58	42.22	32.57
非流动资产合计	571.11	687.01	722.16	778.55	785.59
资产总计	1,161.48	1,572.03	1,942.79	2,531.48	3,207.11
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	99.53	249.70	195.73	361.54	390.60
其他	112.25	162.29	217.83	245.56	343.95
流动负债合计	211.78	411.99	413.56	607.10	734.55
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1.74	1.37	1.04	1.38	1.26
非流动负债合计	1.74	1.37	1.04	1.38	1.26
负债合计	213.52	413.36	414.60	608.48	735.82
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	294.00	299.90	299.90	299.90	299.90
资本公积	228.99	314.12	314.12	314.12	314.12
留存收益	653.96	941.37	1,228.29	1,623.10	2,171.40
其他	(228.99)	(396.72)	(314.12)	(314.12)	(314.12)
股东权益合计	947.96	1,158.67	1,528.19	1,923.00	2,471.30
负债和股东权益总	1,161.48	1,572.03	1,942.79	2,531.48	3,207.11

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	162.44	252.27	341.71	467.79	612.93
折旧摊销	31.08	38.55	26.81	30.24	33.31
财务费用	0.00	0.00	(2.19)	(4.00)	(4.00)
投资损失	(7.01)	(6.80)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(25.02)	(391.44)	333.21	83.89	28.09
其它	52.97	472.45	6.80	6.80	6.80
经营活动现金流	214.46	365.03	706.34	584.73	677.13
资本支出	306.03	190.61	60.34	79.65	50.12
长期投资	10.00	0.19	0.00	0.00	0.00
其他	(684.27)	(863.67)	(127.13)	(166.45)	(106.91)
投资活动现金流	(368.24)	(672.88)	(66.80)	(86.80)	(56.80)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	431.59	10.62	84.79	4.00	4.00
其他	(23.43)	20.86	(54.79)	(72.98)	(64.64)
筹资活动现金流	408.17	31.48	30.00	(68.98)	(60.64)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00
现金净增加额	254.39	(276.37)	669.54	429.95	561.70

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,081.98	1,433.03	1,995.23	2,741.54	3,585.00
营业成本	669.02	860.08	1,194.12	1,639.65	2,137.91
营业税金及附加	10.36	16.47	21.95	30.16	39.44
营业费用	154.18	191.35	277.34	381.07	498.32
管理费用	61.93	82.35	115.72	159.01	207.93
财务费用	(2.14)	(2.19)	(2.19)	(4.00)	(4.00)
资产减值损失	8.48	3.28	0.07	0.10	0.11
公允价值变动收益	0.00	0.00	6.80	6.80	6.80
投资净收益	7.01	6.80	0.00	1.00	2.00
其他	(14.02)	(13.59)	(13.59)	(15.59)	(17.59)
营业利润	187.15	288.48	395.02	543.34	714.10
营业外收入	5.29	11.44	11.00	11.00	11.00
营业外支出	1.43	4.93	4.00	4.00	4.00
利润总额	191.01	294.99	402.02	550.34	721.10
所得税	28.57	42.73	60.30	82.55	108.16
净利润	162.44	252.27	341.71	467.79	612.93
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	162.44	252.27	341.71	467.79	612.93
每股收益（元）	0.54	0.84	1.14	1.56	2.04

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	20.08%	32.44%	39.23%	37.40%	30.77%
营业利润	16.69%	54.15%	36.93%	37.55%	31.43%
归属于母公司净利润	14.94%	55.30%	35.46%	36.90%	31.03%
获利能力					
毛利率	38.17%	39.98%	40.15%	40.19%	40.37%
净利率	15.01%	17.60%	17.13%	17.06%	17.10%
ROE	17.14%	21.77%	22.36%	24.33%	24.80%
ROIC	162.63%	71.94%	38.44%	80.91%	114.79%
偿债能力					
资产负债率	18.38%	26.29%	21.34%	24.04%	22.94%
净负债率	-11.00%	-27.56%	10.27%	-26.59%	-30.21%
流动比率	2.79	2.15	2.95	2.89	3.30
速动比率	2.62	2.02	2.78	2.73	3.13
营运能力					
应收账款周转率	96.63	163.81	102.67	114.54	122.08
存货周转率	31.13	32.64	32.45	32.61	32.64
总资产周转率	1.26	1.05	1.14	1.23	1.25
每股指标（元）					
每股收益	0.54	0.84	1.14	1.56	2.04
每股经营现金流	0.72	1.22	2.36	1.95	2.26
每股净资产	3.16	3.86	5.10	6.41	8.24
估值比率					
市盈率	65.36	42.08	31.07	22.69	17.32
市净率	11.20	9.16	6.95	5.52	4.30
EV/EBITDA	44.55	29.48	23.01	16.19	11.66
EV/EBIT	50.71	32.90	24.58	17.09	12.21

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com