

2017 年 03 月 30 日
好莱客 (603898.SH)

蜕变已兑现，扬帆正当时

■好莱客 16 年年报：1) 16 年营业收入 14.3 亿元，同比增长 32.4%，归母净利润 2.5 亿元，同比增长 55.3%，EPS 0.84 元；2) 利润分配方案：每 10 股派发现金股利 2.54 元（含税）。

■营收逐季提速，改变正在兑现：报 16 年初我们判断：15 年是公司经营谷底，16 年公司基本面将拐头向上，17-18 年将加速增长。公司 16 年全年收入增长 32.4%，净利润增长 55.3%；收入及净利润增速分别上升 12.4 个百分点、40.4 个百分点，符合我们预期，也验证了我们的前瞻判断。其中单四季度收入 4.8 亿元，同比增长 39.4%，收入增长呈现逐季向好趋势；净利润 9854.1 万元，同比增长 72.8%，高增长部分受益公司通过高新技术企业重新认定，所得税由前三季度的 25% 调整为 15%，追溯调整税费降低，剔除此影响，我们测算公司四季度净利润增长约 30%。16 年是公司打基础迎蜕变的一年，公司净新增门店不足 100 家，收入高增长主要来源于店效的提升：1) 客单价：公司 15 年 7 月开始推进大家居布局，16 年提出“定制家居大师”品牌定位，并配套进行门店升级，由原来的以衣柜为主转变为包括衣柜、书柜、电视柜等多种定制柜体及餐桌椅、沙发、床等成品家具全屋展示，并引入场景化布置、3D 设计服务等，带动全屋定制订单销售。16 年公司客单价达 1.8 万元以上，同比提升 15%+；2) 优化经销商，淘汰经营不善的落后经销商，特别在重点城市引入实力雄厚的经销商，改善显著；3) 16 年地产销售较好也贡献部分增量。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,082.0	1,433.0	2,009.1	2,768.5	3,765.2
净利润	162.4	252.3	342.2	468.9	634.3
每股收益(元)	0.54	0.84	1.06	1.45	1.96
每股净资产(元)	3.16	3.86	4.81	6.04	7.71

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	65.4	42.1	33.5	24.4	18.1
市净率(倍)	11.2	9.2	7.4	5.9	4.6
净利润率	15.0%	17.6%	17.0%	16.9%	16.8%
净资产收益率	17.1%	21.8%	22.0%	24.0%	25.4%
股息收益率	0.5%	0.0%	0.4%	0.6%	0.8%
ROIC	162.6%	71.9%	38.3%	80.4%	133.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

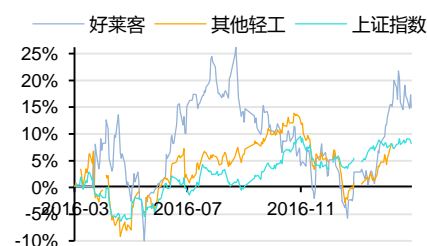
其他轻工

 投资评级 **买入-A**
维持评级
6 个月目标价：43.07 元
股价 (2017-03-29) 35.40 元

交易数据

总市值(百万元)	10,616.46
流通市值(百万元)	3,088.08
总股本(百万股)	299.90
流通股本(百万股)	87.23
12 个月价格区间	27.70/38.86 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.78	7.73	6.1
绝对收益	5.17	12.42	17.11

周文波

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515080001
 zhouwb@essence.com.cn
 021-35082778

雷慧华

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516090002
 leihh@essence.com.cn
 021-35082719

袁雯婷

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030002
 yuanwt@essence.com.cn

相关报告

好莱客：成立产业基金，大家居布局有望加速	2017-03-13
好莱客：好莱客：定增过会，开启增长新通道	2016-12-29
好莱客：收入增速持续回升，改善逻辑得到验证	2016-10-19
好莱客：二季度收入增速开始回升	2016-08-10
好莱客：纳新、蝶变，新起点、新纪元	2016-04-19

■**自动化升级见成效，盈利能力稳步提升：**16 年公司利润增长高于收入端，主要受益于公司 16 年加强自动化、信息化升级，生产效率（人均产值增加 10.3%）、板材利用率稳步提升（板材利用率提升 3.28%），加上集中采购议价能力提升及对制造费用的严格管控，综合毛利率 39.65%，同比提升 1.9pct。报告期内，公司期间费用率下降 0.8 个百分点，主要因为销售费用率下降 0.9pct。报告期内，公司净利率达到 17.6%，同比提升 2.6pct。

■**战略布局：渠道扩张加速，新产品+新代言助力销售增长：**16 年公司重点是打好基础，理顺组织架构及机制，积极推行全屋定制战略。为了降低试错成本，渠道扩张速度略有放缓。16 年公司启用新代言人 Baby、新产品线年末已落地，随着公司产品及扩张策略的定型，我们认为公司 17/18 年增长将加速，驱动因素在于：1) 门店扩张加速，未来预计将以 200-300 家/年速度扩张；2) 产品结构升级：公司加强原态板推广，原态板销售比例有望上升。相比普通刨花板，原态板更环保，符合消费升级趋势，价格高约 30%；3) 全屋定制战略深入实施，加强品类延伸，与知名单品合作推进沙发/床垫等软装产品，橱柜、木门等可能通过外延方式布局，完善大家居战略；4) 继续深化重点城市经销商更换，引入资金实力强、行业经验丰富的经销商，我们草根调研更换后区域销售都有明显提升。

■**内部管理：实施股权激励，同心协力谋发展：**15、16 年是公司管理团队大幅调整的一年，公司引进了包括美的厨卫事业部总裁周懿、广州科溥电子总经理林昌胜等核心高管，并引入一批行业经验丰富的中高层管理团队。16 年 6 月公司推行股权激励，行权条件未来三年收入、净利润复合增速不低于 30%、25%，充分说明高管团队对公司未来成长的信心。我们草根调研：公司新团队对行业、及对公司理解及执行都有显著改善。

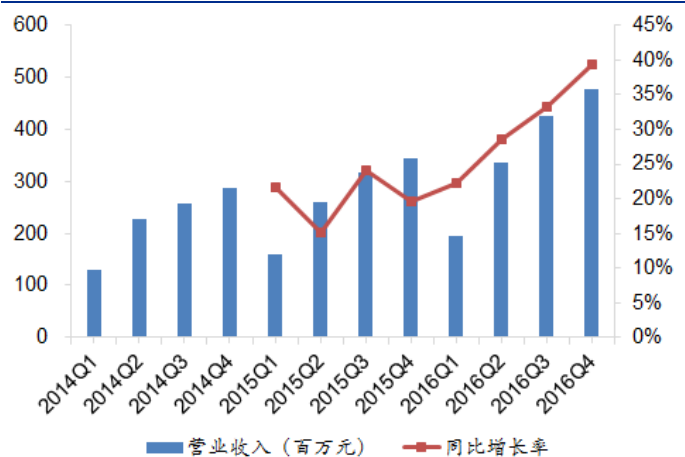
■**信息系统全面升级，竞争力有望得到提升：**定制化模式的核心在于通过柔性生产线+信息化，解决个性化需求与规模化生产的矛盾。工业 4.0 升级是公司完善柔性生产流程，建立规模优势，树立行业壁垒的必经之路；也是公司降低成本，提升利润率与综合竞争力的重要手段，这一点在龙头企业索菲亚身上已经验证：公司通过信息化、智能化建设，降低生产出错率，提高板材利用率，在原材料价格上涨、终端价格下调的背景下做到利润率持续提升。2016 年 12 月底，公司定增过会，募集资金将用于“定制家居智能生产建设项目”、“品牌建设项目”及“信息系统升级建设项目”三个项目，有利于公司信息系统的全面升级，提升定制家居方面的竞争力。在营销上，公司着手打造基于线下区域门店的社交化定制服务及交易平台，结合线上移动电商，构建以门店为核心的分销体系；在设计及订单处理上，公司将不断完善 3D 设计、生产软件系统及云设计平台，优化前端销售体验、提升设计效率与审单效率；在生产端，公司在广州、惠州、从化三个生产基地全面布局信息化柔性生产线，建立智能化的仓储物流系统，在生产效率、成本控制等方面不断提升和改善，我们预计公司会越来越好！

■**盈利预测及投资建议：**预计公司 17-19 年净利润 3.4 亿元、4.7 亿元、6.3 亿元，分别增长 35.6%、37%、35.3%，EPS1.06 元、1.45 元、1.96 元；维持“买入-A”评

级。

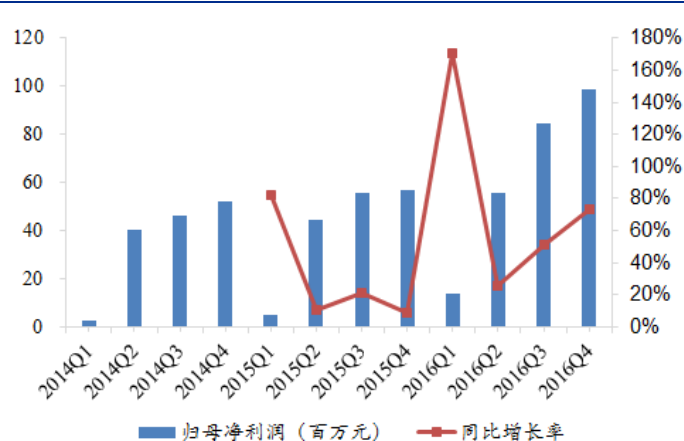
■风险提示：管理团队磨合不及预期，地产销售大幅下滑。

图 1：好莱客营业收入



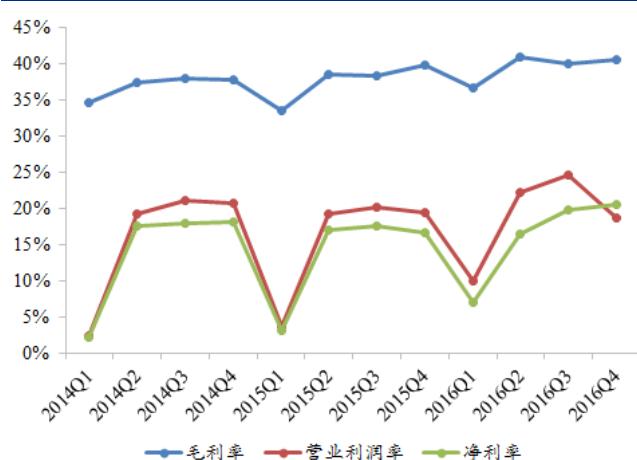
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 2：好莱客净利润



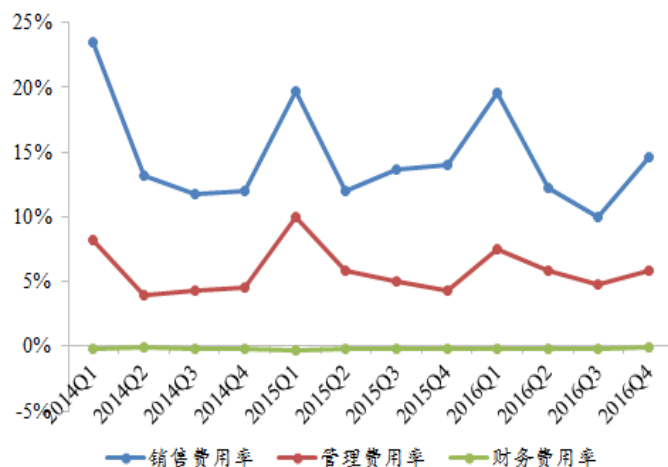
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 3：好莱客利润率



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 4：好莱客期间费用率



资料来源：wind，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,082.0	1,433.0	2,009.1	2,768.5	3,765.2	成长性					
减:营业成本	669.0	860.1	1,216.5	1,683.3	2,291.1	营业收入增长率	20.1%	32.4%	40.2%	37.8%	36.0%
营业税金	10.4	16.5	20.0	27.5	37.4	营业利润增长率	16.7%	54.1%	38.8%	37.2%	35.4%
销售费用	154.2	191.3	267.2	368.2	500.8	净利润增长率	14.9%	55.3%	35.6%	37.0%	35.3%
管理费用	61.9	82.4	114.5	157.8	218.4	EBITDA 增长率	22.2%	51.7%	41.7%	32.4%	31.8%
财务费用	-2.1	-2.2	-9.6	-17.9	-26.7	EBIT 增长率	16.6%	54.7%	36.5%	36.0%	34.9%
资产减值损失	8.5	3.3	-	-	-	NOPLAT 增长率	14.6%	55.6%	35.7%	36.0%	34.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	251.7%	155.2%	-35.3%	-18.7%	-28.3%
投资和汇兑收益	7.0	6.8	-	-	-	净资产增长率	149.1%	22.2%	34.2%	25.6%	27.6%
营业利润	187.2	288.5	400.5	549.7	744.2	利润率					
加:营业外净收支	3.9	6.5	2.0	2.0	2.0	毛利率	38.2%	40.0%	39.5%	39.2%	39.2%
利润总额	191.0	295.0	402.5	551.7	746.2	营业利润率	17.3%	20.1%	19.9%	19.9%	19.8%
减:所得税	28.6	42.7	60.4	82.7	111.9	净利润率	15.0%	17.6%	17.0%	16.9%	16.8%
净利润	162.4	252.3	342.2	468.9	634.3	EBITDA/营业收入	19.5%	22.3%	22.5%	21.6%	21.0%
						EBIT/营业收入	17.1%	20.0%	19.5%	19.2%	19.1%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	102	110	92	72	52
货币资金	532.8	256.5	948.7	1,441.2	2,118.1	流动营业资本周转天数	-45	8	7	-22	-24
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	154	185	190	200	214
应收账款	8.7	8.8	24.3	21.3	35.4	应收账款周转天数	4	2	3	3	3
应收票据	-	-	0.0	0.0	0.0	存货周转天数	12	11	11	11	11
预付账款	5.2	20.1	6.0	31.2	24.5	总资产周转天数	286	343	318	295	281
存货	36.0	51.8	74.9	99.1	137.4	投资资本周转天数	73	152	128	66	38
其他流动资产	7.6	547.8	186.7	247.4	327.3	投资回报率					
可供出售金融资产	-	0.7	0.2	0.3	0.4	ROE	17.1%	21.8%	22.0%	24.0%	25.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	14.0%	16.0%	17.3%	18.3%	19.1%
长期股权投资	10.0	10.2	10.2	10.2	10.2	ROIC	162.6%	71.9%	38.3%	80.4%	133.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	412.0	465.0	557.9	553.1	532.7	销售费用率	14.3%	13.4%	13.3%	13.3%	13.3%
在建工程	36.4	93.1	49.0	27.0	16.0	管理费用率	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.8%
无形资产	38.0	85.2	79.5	73.8	68.1	财务费用率	-0.2%	-0.2%	-0.5%	-0.6%	-0.7%
其他非流动资产	74.8	33.0	44.2	55.2	46.6	三费/营业收入	19.8%	18.9%	18.5%	18.4%	18.4%
资产总额	1,161.5	1,572.0	1,981.7	2,559.8	3,316.7	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	18.4%	26.3%	21.5%	23.7%	24.8%
应付账款	99.5	249.7	205.4	357.2	454.5	负债权益比	22.5%	35.7%	27.4%	31.0%	33.0%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	2.79	2.15	2.92	3.04	3.21
其他流动负债	112.3	162.3	219.9	247.4	367.9	速动比率	2.62	2.02	2.74	2.88	3.05
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-86.59	-130.58	-40.54	-29.67	-26.88
其他非流动负债	1.7	1.4	1.0	1.4	1.3	分红指标					
负债总额	213.5	413.4	426.4	605.9	823.6	DPS(元)	0.17	-	0.16	0.22	0.29
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	30.8%	0.0%	15.0%	15.0%	15.0%
股本	294.0	299.9	323.5	323.5	323.5	股息收益率	0.5%	0.0%	0.4%	0.6%	0.8%
留存收益	654.0	941.4	1,231.8	1,630.4	2,169.6						
股东权益	948.0	1,158.7	1,555.3	1,953.9	2,493.1						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	162.4	252.3	342.2	468.9	634.3	EPS(元)	0.54	0.84	1.06	1.45	1.96
加:折旧和摊销	31.1	38.6	61.8	67.5	72.1	BVPS(元)	3.16	3.86	4.81	6.04	7.71
资产减值准备	8.5	3.3	-	-	-	PE(X)	65.4	42.1	33.5	24.4	18.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	11.2	9.2	7.4	5.9	4.6
财务费用	-	-	-9.6	-17.9	-26.7	P/FCF	-130.9	-38.5	17.7	20.0	15.0
投资损失	-7.0	-6.8	-	-	-	P/S	9.8	7.4	5.7	4.1	3.0
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	44.6	29.5	23.1	16.6	11.8
营运资金的变动	-25.0	-391.4	338.4	61.5	100.7	CAGR(%)	42.4%	36.0%	34.3%	42.4%	36.0%
经营活动产生现金流量	214.5	365.0	732.7	579.9	780.4	PEG	1.5	1.2	1.0	0.6	0.5
投资活动产生现金流量	-368.2	-672.9	-104.6	-35.1	-35.1	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	408.2	31.5	64.1	-52.3	-68.3	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

周文波、雷慧华、袁雯婷声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034