

好莱客 (603898)

增持 (维持)

终端量价齐驱，规模信息化扩张利润空间

2017年03月31日

市场数据

报告日期	2017-03-31
收盘价(元)	35.70
总股本(百万股)	299.90
流通股本(百万股)	87.23
总市值(百万元)	10706.43
流通市值(百万元)	3114.25
净资产(百万元)	1158.67
总资产(百万元)	1572.03
每股净资产	3.86

主要财务指标

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1433	1999	2705	3571
同比增长(%)	32.4%	39.5%	35.3%	32.0%
净利润(百万元)	252	344	457	604
同比增长(%)	55.3%	36.5%	32.6%	32.4%
毛利率(%)	40.0%	40.1%	39.7%	39.8%
净利率(%)	17.6%	17.2%	16.9%	16.9%
净资产收益率(%)	21.8%	21.7%	22.4%	22.8%
每股收益(元)	0.84	1.15	1.52	2.02
每股经营现金流(元)	1.22	2.22	1.81	2.52

相关报告

- 《好莱客 2016Q3 点评：营销改革效益渐进，优异经营现金反映全年预期》2016-10-19
- 《好莱客中报点评：规模管理效益提升，营销优化单店挖潜》2016-08-13
- 《好莱客深度报告：规模效益拐点渐显，营销改革迎蝶变》2016-06-07

分析师：

王婉婷

wangwt@xyzq.com.cn

S0190514070009

投资要点

- 经历 2015-2016 年的营销体系整合，好莱客渠道竞争力全面提升，我们测算 2016 年同店增长达到 25%左右，客单价增长约 15-20%左右。2016 年我们测算公司新开门店对销售的拉动为 3-4 个百分点左右，约 25%左右的销售增长来自于同店提升。同店提升如果细分为价\量，客单价对销售的拉动更明显，客单价的提升在 15%以上，10%左右为订单数量增加贡献。
- 我们测算好莱客 2016 年每平米单位成本同比下降 4%，2011-2015 年近五年间单平米成本下降 15%，年均下降 3 个百分点，我们测算近五年刨花板价格整体表现为上涨态势，鱼珠木材市场 20 厘刨花板价格 2011-2015 涨幅约为 2%左右，波动不大，而 2016 年中高端刨花板价格上涨 10%以上，因此好莱客单位成本下降主要得益于规模化信息化所导致的板材利用率等工厂端生产效率的显著提升。
- 渠道力信息化全面提升，泛家居产业基金推进大家居：好莱客优化布局营销渠道，提高规模化生产效能，“营销”“成本”双管齐下，继续做大做强主业，业绩弹性可期；同时公司产业链相关领域整合逐步推进，设立产业基金拟投资于佛山市顺德地区泛家居产业，围绕大家居的发展脉络不断清晰。预计公司 2017-2018 年 EPS 为 1.15 元、1.52 元，维持“增持”评级。
- 风险提示：定制家居市场竞争激烈、大家居拓展风险

## 报告正文

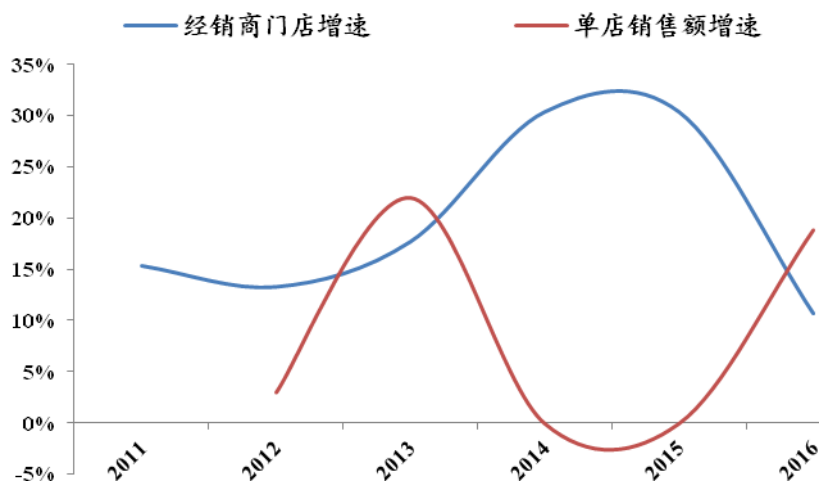
- 经历 2015-2016 年的营销体系整合，好莱客渠道竞争力全面提升，我们测算 2016 年同店增长达到 25% 左右，客单价增长约 15-20% 左右。2016 年我们测算公司新开门店对销售的拉动为 3-4 个百分点左右，约 25% 左右的销售增长来自于同店提升。同店提升如果细分为价\量，客单价对销售的拉动更明显，客单价的提升在 15% 以上，10% 左右为订单数量增加贡献。

2016 年新开店净增加约 100 家，新开门店尚未达到成熟门店的销售水平，我们测算新店对销售收入增长的拉动在 3-4 个百分点左右，而全年对销售贡献更多的是成熟门店。随着门店逐步成熟，经销商盈利能力提升，同店增长加速，经销商信心提振，形成良性循环。

2017 年我们预计公司销售增长量价齐驱，客单价增长仍能达到 15% 以上，主要来自于：1) 推广策略和终端展示强化，提升全屋渗透率；2) 原态产品比例上升拉动客单价水平；3) 全屋配套、软装及其他 OEM 产品配套提高客单价。量的方面，公司将持续侧重于成熟门店同店增长，单店持续提升运营能力，预期订单数量增长 10% 以上。

同时新店的扩张预期将快于 2016 年，净增加门店 250-300 家以上。其中约一半来自于原有经销商开新店，一半来自于新经销商开拓。

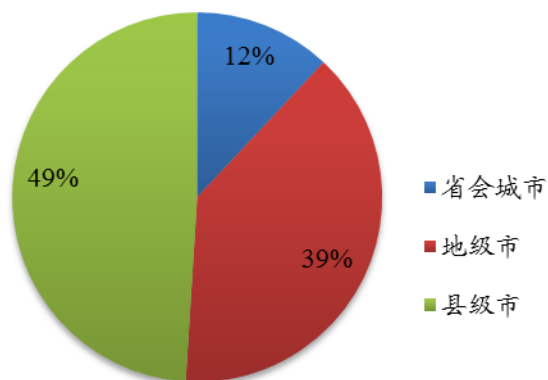
图 1、好莱客门店数量增速及均店销售额增速测算



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

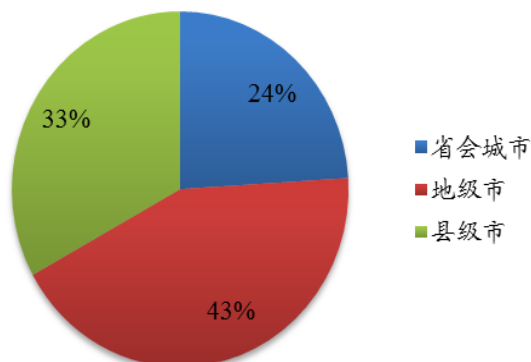
2016 年公司 A 类（以省会、直辖市、副省级城市为主）门店数量占比为 12%，营收占比 24%；B 类（以地级市为主）门店数量占比 39%，营收占比 43%；C 类（以县级市及以下为主）门店数量占比 49%，营收占比 33%。一二线城市定制需求密度高，重点开拓将带来较大弹性，公司三四线销售占比近 80%，将持续得益于三四线库存去化。

图 2、好莱客分地区门店数量占比



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

图 3、好莱客分地区收入占比

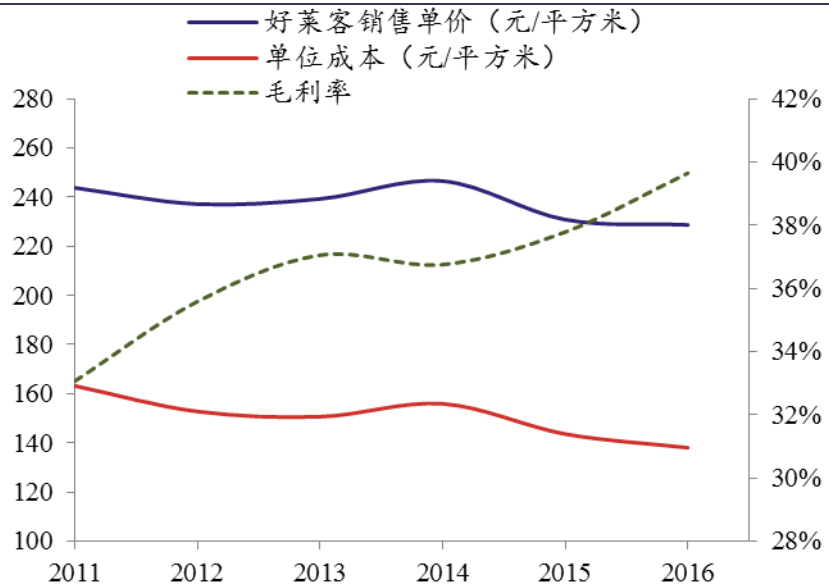


数据来源：公司资料，兴业证券研究所

**毛利率提升单位成本下行，全面构建生产营销信息一体化：**我们认为公司未来产能规模与营销网络扩张将与成本规模化效应相辅相成，实现收入端与利润端双向提振。2016 年公司供应链信息化建设取得显著突破，打通设计端与生产端的 3D 设计与运营平台全面运行，一方面有效降低拆单、审单人数及工厂端出错率，使得全年板材利用率上升 3.28pct，柜体每平方米单位成本降低 3.89%，人均产值同比增长 10.38%。另一方面含多套样板房、组合柜、单元柜及饰品的 3D 模块云平台顺利上线，于 2016 年 12 月开放至全国经销商使用，有效提升了设计效率及展示效果，成为进一步提升客单价水平的重要手段。

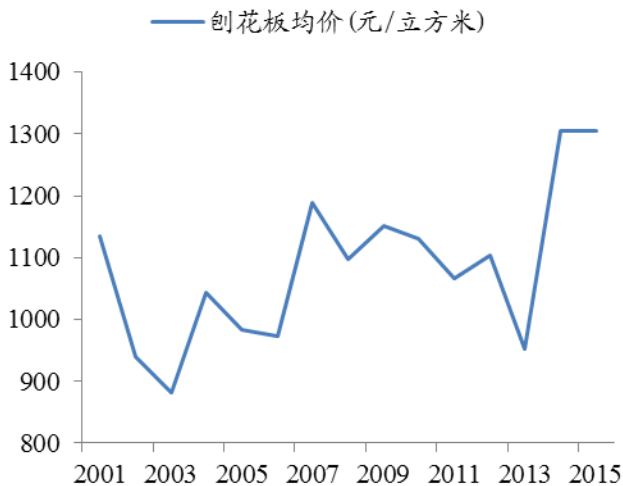
我们测算好莱客 2016 年每平米单位成本同比下降 4%，2011-2015 年近五年间单平米成本下降 15%，年均下降 3 个百分点，我们测算近五年刨花板价格整体表现为上涨态势，鱼珠木材市场 20 厘刨花板价格 2011-2015 涨幅约为 2%左右，波动不大，而 2016 年中高端刨花板价格上涨 10%以上，因此好莱客单位成本下降主要得益于规模化信息化所导致的板材利用率等工厂端生产效率的显著提升。

图 4、好莱客销售单价、单位成本及毛利率



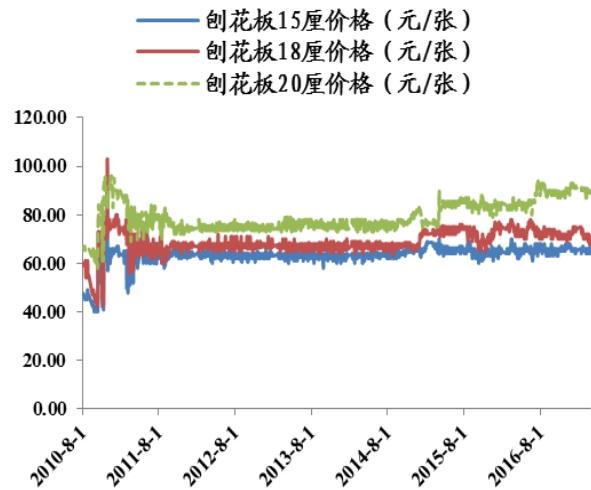
数据来源：公司资料、兴业证券研究所

图 5、刨花板均价



数据来源：wind、兴业证券研究所

图 6、刨花板市场价格

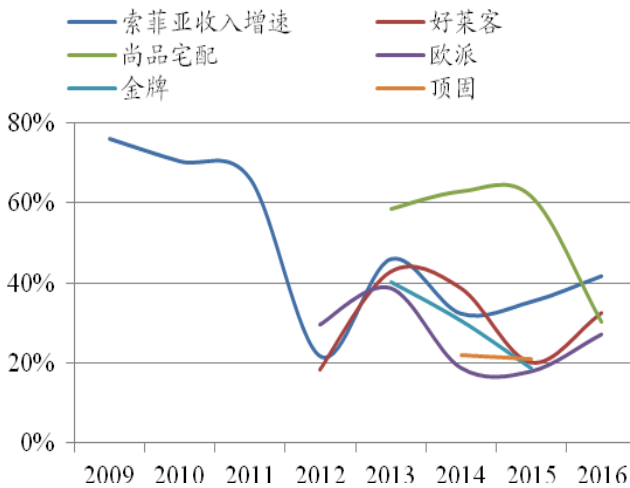


数据来源：wind、兴业证券研究所

2016 年下半年板材、五金、大宗商品价格均上涨，公司采取一系列措施积极应对原材料价格上涨，对供应商集中议价、招投标管理，通过综合手段管理原材料，结合工厂信息化效率提升，对冲了终端原材料价格上涨。

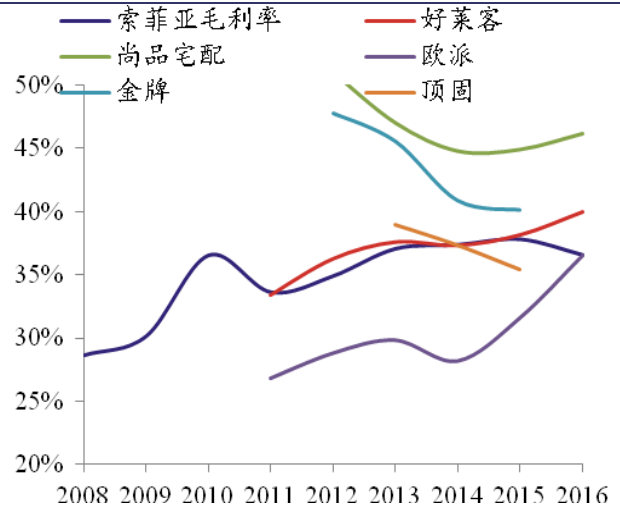
- **优异运营效率及财务表现：**公司营销改革已产生显著成效，运营管理实力不断巩固。总体来看好莱客盈利能力处于行业领先水平，应收账款周转率高，周转期 2-3 天左右，存货周转周期 20 以内。经营性现金流稳健，财务质地优良。

图 7、定制家居品牌企业收入增速



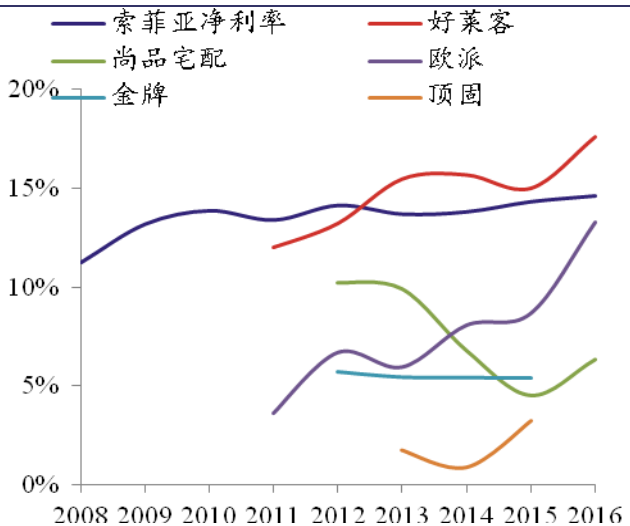
数据来源：公司资料、兴业证券研究所

图 8、定制家居品牌企业毛利率



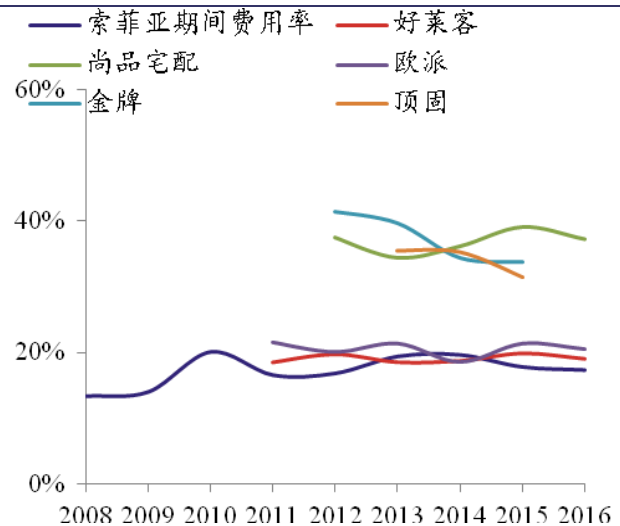
数据来源：公司资料、兴业证券研究所

图 9、定制家居品牌企业净利率



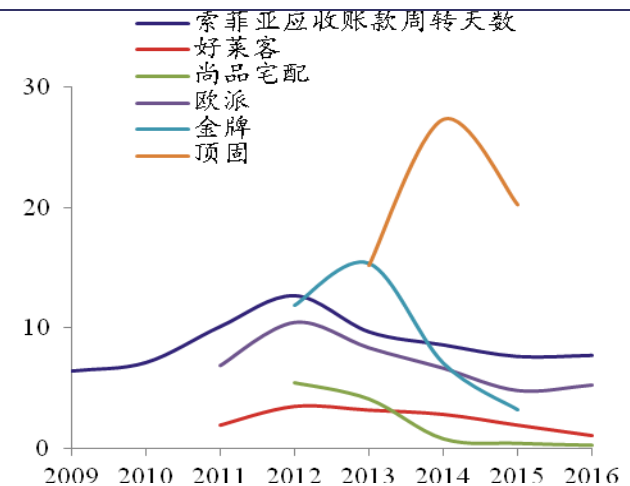
数据来源：公司资料、兴业证券研究所

图 10、定制家居品牌企业期间费用率



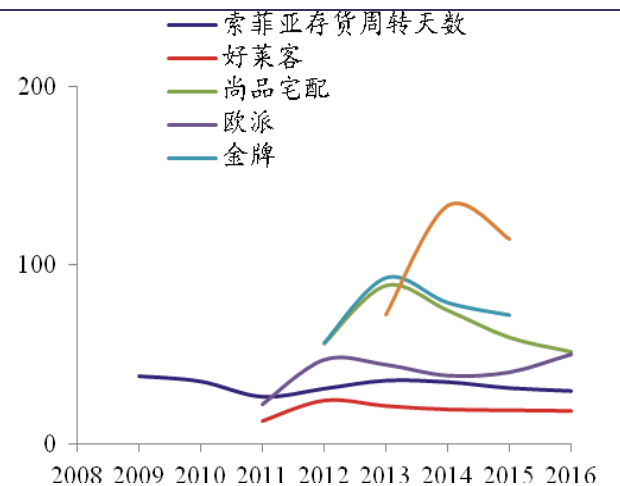
数据来源：公司资料、兴业证券研究所

图 11、定制家居品牌企业应收账款周转天数



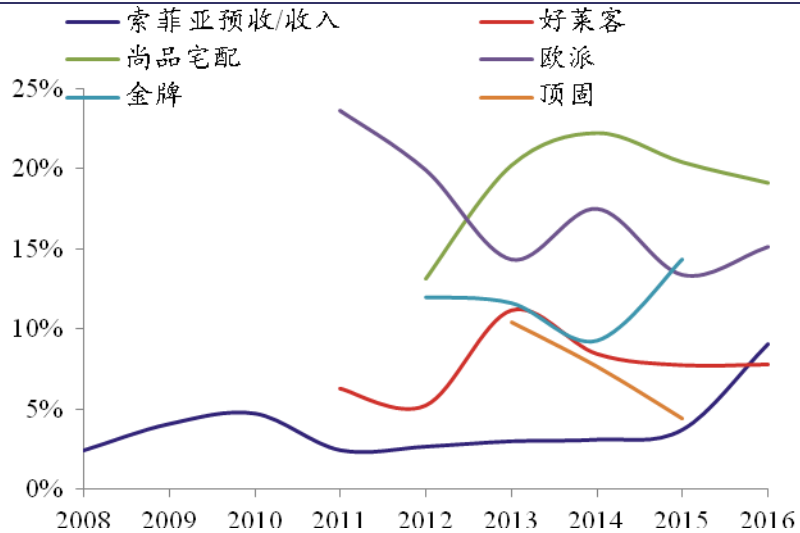
数据来源：公司资料、兴业证券研究所

图 12、定制家居品牌企业存货周转天数



数据来源：公司资料、兴业证券研究所

图 13、定制家居品牌企业预收账款占营业收入比例



数据来源：公司资料、兴业证券研究所

- **三大生产基地协同，产能有序投放：**我们测算公司在建及储备产能全面投产将达 50-60 多亿产值，分布在罗岗、惠州和从化三地。2016 年惠州的二期产能投放，我们预期从化工厂 2017 年开始启动建设。
- **渠道力信息化全面提升，泛家居产业基金推进大家居：**我国定制衣柜行业即使在目前行业高速成长期，龙头企业的市占率提升也十分显著。好莱客优化布局营销渠道，提高规模化生产效能，“营销”“成本”双管齐下，继续做大做强主业，业绩弹性可期；同时公司产业链相关领域整合逐步推进，设立产业基金拟投资于佛山市顺德地区泛家居产业，围绕大家居的发展脉络不断清晰。预计公司 2017-2018 年 EPS 为 1.15 元、1.52 元，维持“增持”评级。
- **风险提示：**定制家居市场竞争激烈、大家居拓展风险



附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	885	1055	1340	1828
货币资金	256	673	875	1293
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	4	8	9	12
其他应收款	5	9	11	14
存货	52	69	95	125
<b>非流动资产</b>	687	994	1268	1534
可供出售金融资产	1	1	1	1
长期股权投资	10	8	9	9
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	465	725	969	1196
在建工程	93	97	98	99
油气资产	0	0	0	0
无形资产	85	118	155	192
<b>资产总计</b>	1572	2049	2607	3362
<b>流动负债</b>	412	463	564	714
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	128	157	219	292
其他	284	306	345	422
<b>非流动负债</b>	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0
其他	1	1	1	1
<b>负债合计</b>	413	463	565	715
股本	300	300	300	300
资本公积	314	314	314	314
未分配利润	551	860	1271	1814
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	1159	1586	2042	2647
<b>负债及权益合计</b>	1572	2049	2607	3362

现金流量表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	252	344	457	604
折旧和摊销	31	44	62	79
资产减值准备	3	2	7	6
无形资产摊销	8	7	8	8
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	0	-2	-2	-3
投资损失	-7	-4	-3	-4
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	79	-296	-12	-74
<b>经营活动产生现金流量</b>	365	666	541	755
<b>投资活动产生现金流量</b>	-673	-334	-342	-341
<b>融资活动产生现金流量</b>	31	85	2	3
现金净变动	-276	417	201	418
现金的期初余额	533	256	673	875
现金的期末余额	256	673	875	1293

利润表

单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1433	1999	2705	3571
营业成本	860	1198	1632	2150
营业税金及附加	16	21	29	38
销售费用	191	280	373	493
管理费用	82	110	149	196
财务费用	-2	-2	-2	-3
资产减值损失	3	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	7	4	3	4
<b>营业利润</b>	288	397	528	700
营业外收入	11	8	9	9
营业外支出	5	2	2	2
<b>利润总额</b>	295	403	534	707
所得税	43	58	78	103
净利润	252	344	457	604
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	252	344	457	604
<b>EPS (元)</b>	0.84	1.15	1.52	2.02

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长性 (%)</b>				
营业收入增长率	32.4%	39.5%	35.3%	32.0%
营业利润增长率	54.1%	37.5%	33.0%	32.7%
净利润增长率	55.3%	36.5%	32.6%	32.4%
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	40.0%	40.1%	39.7%	39.8%
净利率	17.6%	17.2%	16.9%	16.9%
ROE	21.8%	21.7%	22.4%	22.8%

偿债能力 (%)

资产负债率	26.3%	22.6%	21.7%	21.3%
流动比率	2.15	2.28	2.38	2.56
速动比率	2.02	2.13	2.20	2.38

营运能力 (次)

资产周转率	104.8%	110.4%	116.2%	119.6%
应收帐款周转率	14880.7%	15574.8%	15034.5%	14988.2%

每股资料 (元)

每股收益	0.84	1.15	1.52	2.02
每股经营现金	1.22	2.22	1.81	2.52
每股净资产	3.86	5.29	6.81	8.83

估值比率 (倍)

PE	43.6	31.9	24.1	18.2
PB	9.5	6.9	5.4	4.2

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
- 中 性: 相对表现与市场持平
- 回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
- 增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
- 中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
- 减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

### 机构销售经理联系方式

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
			王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
			胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn
姚丹丹	021-38565778	yaodandan@xyzq.com.cn	曹静婷	18817557948	caojt@xyzq.com.cn
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-38565955					
北京地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn	朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn
			刘晓洲	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
袁博	15611277317	yuanb@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
陈殊宏	15117943079	chenshuhong@xyzq.com.cn	王文凯	010-66290197	wangwenkai@xyzq.com.cn
地址：北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605（100033） 传真：010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn
李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址：福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701（518035） 传真：0755-23826017					
国际机构销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
马青岚	021-38565909	maql@xyzq.com.cn	曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn
申胜雄	021-20370768	shensx@xyzq.com.cn	陈俊凯	021-38565472	chenjunkai@xyzq.com.cn
俞晓琦	021-38565498	yuxiaoqi@xyzq.com.cn	蔡明珠	13501773857	caimzh@xyzq.com.cn
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
李桂玲	021-20370658	ligl@xyzq.com.cn	施孜琪	021-20370837	shzq@xyzq.com.cn
王磊	021-20370658	wanglei@xyzq.com.cn			
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-38565955					



**港股机构销售服务团队**

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
王文洲	18665987511	petter.wang@xyzq.com.hk	郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk
陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			

地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852) 3509-5900

**【信息披露】**

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

**【分析师声明】**

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**【法律声明】**

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民, 包括但不限于美国及美国公民(1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 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、复印件或复制品, 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。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

