

林纸产品/原材料

好莱客 (603898)

## 渠道拓展持续下沉，全屋定制快速推进

## ——好莱客 2016 年报点评

	穆方舟 (分析师)	吴晓飞 (研究助理)	林昕宇 (研究助理)
	0755-23976527	0755-23976003	0755-23976212
	mufangzhou@gtjas.com	wuxiaofei@gtjas.com	linxinyu@gtjas.com
证书编号	S0880512040003	S0880115100027	S0880116080319

## 本报告导读：

公司 2016 年业绩超出市场预期，凭借在生产端、销售端的持续改善，盈利能力将不断提升，新产能释放将带来全屋定制战略的快速推进。

## 投资要点：

**维持目标价 46.8 元，维持增持评级。**公司凭借在渠道、品牌、供应链等方面优化实现业绩逐季环比和同比提升。随着在生产端、销售端持续改善，盈利能力将不断提升；伴随新产能释放，公司全屋定制战略将快速推进。考虑新产能达产进程，调整 2017/18 年 EPS 预测为 1.19/1.65 元（原预测 1.17/1.75 元），维持目标价 46.8 元，对应 2017 年 40 倍 PE，增持评级。

**渠道拓展及费用端改善持续发力，业绩超出市场预期。**公司 2016 年实现营收 14.33 亿，同增 32.44%；归属净利润 2.52 亿，同增 55.3%，折合 EPS 为 0.86 元，超出市场预期。业绩增长源于营收增加、毛利率提升及销售费用率下降。

**渠道下沉的布局战略卓见成效，三四线地产复苏将带动订单增长。**从门店数量和收入这两个口径来看，地级、县级城市占比分别为 39%/49% 和 43%/33%。公司未来将在加密原有城市网点布局的基础上开辟新区域，继续深耕三、四、五线城市渠道建设。考虑三四线地产复苏以及家具行业对地产的滞后期效应，公司的渠道下沉布局将带来业绩稳步提升。

**信息化建设及供应链管理卓见成效，新产能释放助力全屋定制战略快速推进。**公司在信息化建设和供应链管理建设持续推进，打通前端设计-后端制造全流程，在满足个性化定制需求的同时，进一步提升设计、运营与生产效率，从而带动产品毛利率、板材利用率、人均产值等重要指标持续提升。随着新产能落地化解产能瓶颈，公司全屋定制战略将有效推进。

**风险提示：**原材料价格波动的风险，房地产波动的风险

财务摘要 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,082	1,433	2,082	2,915	4,023
(+/-)%	20%	32%	45%	40%	38%
经营利润 (EBIT)	186	283	402	563	777
(+/-)%	17%	52%	42%	40%	38%
净利润	162	252	357	494	677
(+/-)%	15%	55%	41%	38%	37%
每股净收益 (元)	0.55	0.84	1.19	1.65	2.26
每股股利 (元)	0.17	0.25	0.25	0.25	0.25

利润率和估值指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营利润率 (%)	17.2%	19.7%	19.3%	19.3%	19.3%
净资产收益率 (%)	17.1%	21.8%	24.8%	26.6%	27.5%
投入资本回报率 (%)	39.1%	27.1%	42.4%	64.8%	109.0%
EV/EBITDA	45.4	32.2	22.7	15.7	10.6
市盈率	64.1	42.1	29.8	21.5	15.7
股息率 (%)	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：46.80

上次预测：46.80

当前价格：36.76

2017.04.03

## 交易数据

52 周内股价区间 (元)	27.10-39.40
总市值 (百万元)	11,024
总股本/流通 A 股 (百万股)	300/87
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	29%
日均成交量 (百万股)	153.26
日均成交值 (百万元)	52.31

## 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,159
每股净资产	3.86
市净率	9.5
净负债率	-22.13%

EPS (元)	2016A	2017E
Q1	0.05	0.05
Q2	0.19	0.31
Q3	0.28	0.40
Q4	0.34	0.43
全年	0.86	1.19

## 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	9%	14%	19%
相对指数	10%	10%	12%

## 相关报告

《渠道品类双轮驱动，资本优势助力业绩》  
2016.08.14

模型更新时间: 2017.04.02

## 股票研究

原材料  
林纸产品

好莱客 (603898)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **46.80**

上次预测: 46.80

当前价格: 36.76

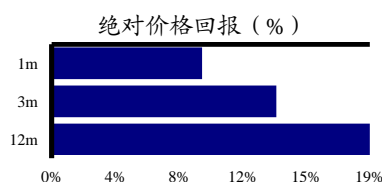
公司网址

www.holike.com

## 公司简介

公司一直致力于整体衣柜领域发展,是引领中国整体衣柜发展的领军品牌。

近年,世界设计大师、国家大剧院总设计师——保罗安德鲁出任公司品牌代言人和设计总顾问,中国家居界唯一的德国红点奖获得者吴作光等一批优秀设计师为公司设计系列产品,让“好莱客世界之作”增添全新的品牌高度和产品内涵。



52 周价格范围

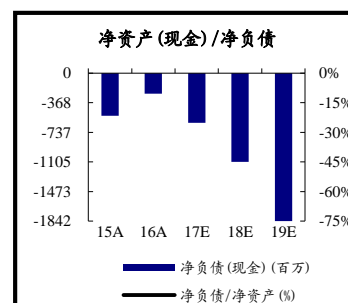
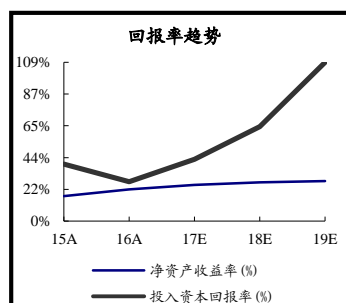
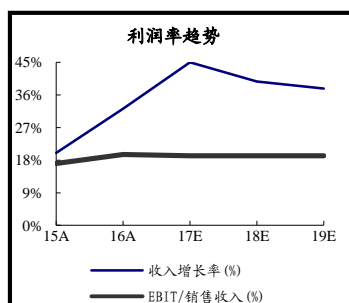
27.10-39.40

市值 (百万)

11,024

## 财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,082	1,433	2,082	2,915	4,023
营业成本	669	860	1,258	1,761	2,430
税金及附加	10	16	24	33	46
销售费用	154	191	279	391	539
管理费用	62	82	120	168	231
EBIT	186	283	402	563	777
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	7	7	7	7	7
财务费用	-2	-2	-2	-2	-2
营业利润	187	288	411	571	785
所得税	29	43	60	84	115
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	162	252	357	494	677
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	533	256	619	1,106	1,842
其他流动资产	8	548	548	548	548
长期投资	10	11	11	11	11
固定资产合计	448	558	633	705	772
无形资产及其他资产	111	115	158	201	242
资产合计	1,161	1,572	2,079	2,723	3,624
流动负债	212	412	637	862	1,161
非流动负债	2	1	0	1	1
股东权益	948	1,159	1,440	1,860	2,462
投入资本(IC)	406	892	811	743	609
现金流量表					
NOPLAT	159	242	344	481	664
折旧与摊销	31	39	38	43	48
流动资金增量	40	169	12	182	242
资本支出	-366	-136	-150	-150	-150
自由现金流	-136	314	244	556	804
经营现金流	214	365	506	706	954
投资现金流	-368	-673	-144	-144	-144
融资现金流	408	31	0	-75	-75
现金流净增加额	254	-276	362	488	736
财务指标					
成长性					
收入增长率	20.1%	32.4%	45.3%	40.0%	38.0%
EBIT 增长率	17.2%	51.6%	42.1%	40.0%	38.0%
净利润增长率	14.9%	55.3%	41.4%	38.5%	37.1%
利润率					
毛利率	38.2%	40.0%	39.6%	39.6%	39.6%
EBIT 率	17.2%	19.7%	19.3%	19.3%	19.3%
净利润率	15.0%	17.6%	17.1%	17.0%	16.8%
收益率					
净资产收益率(ROE)	17.1%	21.8%	24.8%	26.6%	27.5%
总资产收益率(ROA)	14.0%	16.0%	17.2%	18.1%	18.7%
投入资本回报率(ROIC)	39.1%	27.1%	42.4%	64.8%	109.0%
运营能力					
存货周转天数	19	19	19	19	19
应收账款周转天数	2	1	1	1	1
总资产周转天数	289	348	320	301	288
净利润现金含量	1.32	1.45	1.42	1.43	1.41
资本支出/收入	34%	10%	7%	5%	4%
偿债能力					
资产负债率	18.4%	26.3%	30.7%	31.7%	32.1%
净负债率	-56.2%	-22.1%	-43.0%	-59.5%	-74.8%
估值比率					
PE	64.1	42.1	29.8	21.5	15.7
PB	11.0	9.2	7.4	5.7	4.3
EV/EBITDA	45.4	32.2	22.7	15.7	10.6
P/S	9.6	7.4	5.1	3.6	2.6
股息率	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt_jaresearch@gtjas.com		