

# 好莱客 (603898.SH) 家用轻工行业

评级：买入 维持评级

公司点评

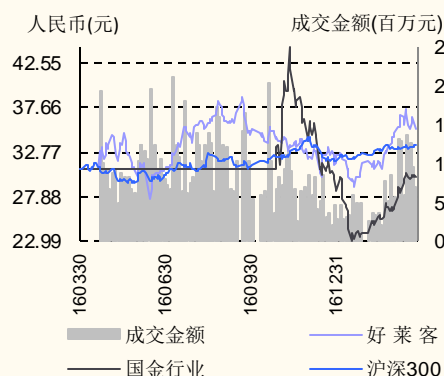
市场价格(人民币): 35.32 元

## 业绩增长明确,“大家居”战略提速

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	87.23
总市值(百万元)	10,592.47
年内股价最高最低(元)	38.86/27.70
沪深 300 指数	3478.04
上证指数	3266.96



### 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.55	0.84	1.23	1.80	2.62
每股净资产(元)	3.22	3.86	4.99	6.37	8.76
每股经营性现金流(元)	0.73	1.22	3.13	2.40	3.39
市盈率(倍)	62	38	29	20	14
行业优化市盈率(倍)	93	82	58	191	191
净利润增长率(%)	14.94%	55.30%	46.28%	46.17%	45.44%
净资产收益率(%)	17.14%	21.77%	24.68%	28.22%	29.86%
总股本(百万股)	294.00	299.90	299.90	299.90	299.90

来源: Wind、国金证券研究所

### 业绩简评

■ 2016 年, 公司分别实现营业收入、营业利润和归属于上市公司股东的净利润 14.33 亿元、2.88 亿元和 2.52 亿元, 同比分别增长 32.44%、54.14% 和 55.30%。实现全面摊薄 EPS0.86 元/股, 符合预期。经营活动净现金流为 3.65 亿元, 高于同期净利润。分季度看, 公司 Q1/Q2/Q3/Q4 营收同比增速分别为 22.21%/28.47%/33.38%/39.36%, 归母净利润同比增速分别为 170.62%/25.21%/50.85%/72.79%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利人民币 2.54 元(含税)。

### 经营分析

- **整体收入高速增长, 盈利能力持续增强。**2016 年, 公司收入继续保持高速增长(+32.44%), 毛利率小幅提升至 39.65% (1.87pct.)。期间费用率下降 0.83pct.。其中, 销售费用率与财务费用率均有所下降 (-0.90pct./-0.05pct.), 而管理费用率增加 0.03pct., 主要系由于公司经营规模扩大, 各项管理成本增加所致。此外, 2016 年公司归母净利润率为 17.60% (+2.59pct.), 公司盈利能力持续提升。
- **渠道扩张带动客单量增长, “大家居”持续推进客单价再提升。**截止 2016 年 12 月 31 日, 公司在全国共拥有经销商近 1,000 家, 经销专卖店近 1,300 家。凭借原经销商的单店坪效提升, 以及新门店的扩张, 2016 年公司客单量获得有效增长。2017 年, 公司计划在全国新增 300 家门店, 加密一、二线城市网点布局, 加大三、四、五线城市下沉力度, 覆盖更多“无人区”。公司销售网络的持续扩张和下沉, 使客单量具备再提升可能。另外, 2016 年, 公司三、四线城市店面增速为 39%, 主营收入贡献率为 43%, 是公司收入来源的核心区域。而目前三、四线城市地产销售出现回暖, 公司在这些区域收入增长将持续受益。2016 年 11 月, 公司推出波尔多庄园、阿尔卑斯和贝加尔湖畔等 6 款新产品, 家居覆盖空间已从原来的卧室, 扩展至客厅和阳台, 同时公司也加大了配套家具的投放, 全屋定制业务逐步完善。2016 年 10 月, 公司完成 3D 设计软件切换, 配合“大家居”战略的实施, 公司客单价较 2015 年提升 15% 左右。未来“大家居”战略的持续推进, 公司客单价依旧具备提升可能。
- **信息化推进控费增效, 公司盈利能力显著增强。**2016 年 12 月, 公司完成全国经销商 3D 设计软件切换, 促使前端设计和后端制造全程打通。2016 年,

### 相关报告

1. 《扩产提效, 发展步入快车道-好莱客公司点评》, 2017.2.27
2. 《好莱客 (603898.SH) 深度研究-产能逐次释放, 业绩即将...》, 2016.12.5

### 揭力

分析师 SAC 执业编号: S1130515080003  
(8621)60935563  
jie\_li@gjzq.com.cn

### 邱思佳

联系人  
qiusijia@gjzq.com.cn

板材利用率较 2015 年提升 3.28pct，人均产值提升 10.38pct，每平方米柜体成本下降 3.89pct，毛利率提升 1.87pct，公司整体运营效率、控费能力和盈利能力有效增强。目前，公司非公开发行已于 2016 年末获证监会审核通过，其中将斥资 8,850 万元用于“信息系统升级建设项目”，进一步提高公司的定制家居生产智能化水平和信息化管理水平。

- **推动品牌和营销升级，匹配产能渐次投放。**2017 年，公司将加大营销投入，成立驻地营销中心、数字营销部、主动营销部等部门，深化 O2O 模式，增加营销培训和营销策划。同时还将设立专项奖金加大对经销商和终端销售人员的激励。品牌推广方面，公司于 2016 年聘请全新代言人，开启双代言模式。2017 年，公司计划在传统宣传渠道基础上，大力发展视频网站、微信、电视和影院等新媒介渠道，旨在年轻人中扩大品牌影响力。目前，公司惠州二期工厂产能已于 2016 年三季度开始逐步释放，整体产能规模已达到 20 亿元。随着 IPO 募投全面达产和定增项目的逐步实施，2017 年至 2019 年公司还将持续有新增产能投放，预计所有募投项目达产后，产能规模将达到 50 亿元。目前，公司推动品牌和营销升级，将与产能投放相匹配，推动公司整体营收迈上新台阶。
- **设立“泛家居”产业基金，“大家居”战略值得期待。**2017 年 3 月 10 日，公司公告将设立“泛家居”产业基金，推进“大家居”战略发展。公司于 2015 年开始推进“大家居”战略，逐步升级全屋定制，提升“一站式”服务能力。此次设立产业基金，公司旨在以股权投资为纽带，借助投资并购等多种资本运作方式，推动定制家具产业延伸和升级。基金设立后，公司在包括定制家居不同细分领域在内的“大家居”产业链做进一步拓展，值得期待。

#### 风险因素

- 房地产业宏观调控变动风险；原材料价格上涨风险；市场竞争加剧风险。

#### 盈利预测与投资建议

- **维持盈利预测，维持“买入”评级。**公司是整体衣柜领军品牌，2016 年起，伴随着产能建设逐步落地，公司大力推动营销变革，品牌影响力和业绩表现长期向好，我们维持公司 2017/2018 年 EPS 预测为 1.23/1.80 元/股（已按股数变动调整），预测公司 2019 年 EPS 为 2.62 元/股，（三年 CAGR45.9%），对应 2017-2019 年 PE 为 29/20/14 倍，维持公司“买入”评级。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>901</b>	<b>1,082</b>	<b>1,433</b>	<b>1,961</b>	<b>2,787</b>	<b>3,953</b>
增长率		20.1%	32.4%	36.9%	42.1%	41.9%
<b>主营业务成本</b>	<b>-565</b>	<b>-669</b>	<b>-860</b>	<b>-1,163</b>	<b>-1,653</b>	<b>-2,345</b>
%销售收入	62.7%	61.8%	60.0%	59.3%	59.3%	59.3%
<b>毛利</b>	<b>336</b>	<b>413</b>	<b>573</b>	<b>798</b>	<b>1,134</b>	<b>1,608</b>
%销售收入	37.3%	38.2%	40.0%	40.7%	40.7%	40.7%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-8</b>	<b>-10</b>	<b>-16</b>	<b>-19</b>	<b>-26</b>	<b>-37</b>
%销售收入	0.9%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%
<b>营业费用</b>	<b>-125</b>	<b>-154</b>	<b>-191</b>	<b>-263</b>	<b>-371</b>	<b>-515</b>
%销售收入	13.9%	14.3%	13.4%	13.4%	13.3%	13.0%
<b>管理费用</b>	<b>-44</b>	<b>-62</b>	<b>-82</b>	<b>-105</b>	<b>-142</b>	<b>-191</b>
%销售收入	4.9%	5.7%	5.7%	5.4%	5.1%	4.8%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>159</b>	<b>186</b>	<b>283</b>	<b>411</b>	<b>595</b>	<b>865</b>
%销售收入	17.7%	17.2%	19.7%	21.0%	21.4%	21.9%
<b>财务费用</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>14</b>	<b>28</b>	<b>42</b>
%销售收入	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.7%	-1.0%	-1.1%
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>-8</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
%税前利润	0.0%	3.7%	2.3%	0.6%	0.4%	0.3%
<b>营业利润</b>	<b>160</b>	<b>187</b>	<b>288</b>	<b>428</b>	<b>626</b>	<b>910</b>
营业利润率	17.8%	17.3%	20.1%	21.8%	22.5%	23.0%
<b>营业外收支</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>7</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
<b>税前利润</b>	<b>163</b>	<b>191</b>	<b>295</b>	<b>431</b>	<b>629</b>	<b>913</b>
利润率	18.1%	17.7%	20.6%	22.0%	22.6%	23.1%
<b>所得税</b>	<b>-22</b>	<b>-29</b>	<b>-43</b>	<b>-62</b>	<b>-89</b>	<b>-128</b>
所得税率	13.5%	15.0%	14.5%	14.4%	14.2%	14.1%
<b>净利润</b>	<b>141</b>	<b>162</b>	<b>252</b>	<b>369</b>	<b>539</b>	<b>784</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>141</b>	<b>162</b>	<b>252</b>	<b>369</b>	<b>539</b>	<b>784</b>
净利率	15.7%	15.0%	17.6%	18.8%	19.4%	19.8%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>净利润</b>	<b>141</b>	<b>162</b>	<b>252</b>	<b>369</b>	<b>539</b>	<b>784</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>非现金支出</b>	<b>17</b>	<b>40</b>	<b>42</b>	<b>56</b>	<b>58</b>	<b>60</b>
<b>非经营收益</b>	<b>0</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>	<b>-4</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>4</b>	<b>19</b>	<b>78</b>	<b>518</b>	<b>127</b>	<b>179</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>163</b>	<b>214</b>	<b>365</b>	<b>940</b>	<b>718</b>	<b>1,018</b>
<b>资本开支</b>	<b>-57</b>	<b>-366</b>	<b>-136</b>	<b>-73</b>	<b>-103</b>	<b>-109</b>
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>-10</b>	<b>-543</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>8</b>	<b>6</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-57</b>	<b>-368</b>	<b>-673</b>	<b>-71</b>	<b>-100</b>	<b>-106</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>442</b>	<b>83</b>	<b>0</b>	<b>-76</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>其他</b>	<b>-40</b>	<b>-33</b>	<b>-51</b>	<b>0</b>	<b>-32</b>	<b>-47</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-40</b>	<b>408</b>	<b>31</b>	<b>-1</b>	<b>-109</b>	<b>-46</b>
<b>现金净流量</b>	<b>65</b>	<b>254</b>	<b>-276</b>	<b>868</b>	<b>510</b>	<b>866</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>货币资金</b>	<b>278</b>	<b>533</b>	<b>256</b>	<b>1,124</b>	<b>1,634</b>	<b>2,500</b>
<b>应收款项</b>	<b>14</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>23</b>	<b>32</b>	<b>46</b>
<b>存货</b>	<b>34</b>	<b>36</b>	<b>52</b>	<b>67</b>	<b>95</b>	<b>135</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>10</b>	<b>13</b>	<b>568</b>	<b>18</b>	<b>25</b>	<b>35</b>
<b>流动资产</b>	<b>335</b>	<b>590</b>	<b>885</b>	<b>1,232</b>	<b>1,786</b>	<b>2,715</b>
%总资产	60.4%	50.8%	56.3%	63.6%	70.4%	77.2%
<b>长期投资</b>	<b>0</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>11</b>	<b>11</b>
<b>固定资产</b>	<b>211</b>	<b>448</b>	<b>558</b>	<b>618</b>	<b>676</b>	<b>735</b>
%总资产	38.0%	38.6%	35.5%	31.9%	26.7%	20.9%
<b>无形资产</b>	<b>5</b>	<b>42</b>	<b>96</b>	<b>72</b>	<b>63</b>	<b>55</b>
<b>非流动资产</b>	<b>219</b>	<b>571</b>	<b>687</b>	<b>704</b>	<b>752</b>	<b>803</b>
%总资产	39.6%	49.2%	43.7%	36.4%	29.6%	22.8%
<b>资产总计</b>	<b>555</b>	<b>1,161</b>	<b>1,572</b>	<b>1,936</b>	<b>2,538</b>	<b>3,518</b>
<b>短期借款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>160</b>	<b>183</b>	<b>361</b>	<b>361</b>	<b>512</b>	<b>725</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>14</b>	<b>29</b>	<b>51</b>	<b>80</b>	<b>115</b>	<b>165</b>
<b>流动负债</b>	<b>174</b>	<b>212</b>	<b>412</b>	<b>441</b>	<b>627</b>	<b>890</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>174</b>	<b>214</b>	<b>413</b>	<b>441</b>	<b>627</b>	<b>891</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>381</b>	<b>948</b>	<b>1,159</b>	<b>1,495</b>	<b>1,911</b>	<b>2,627</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>555</b>	<b>1,161</b>	<b>1,572</b>	<b>1,936</b>	<b>2,538</b>	<b>3,518</b>

**比率分析**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.92	0.55	0.84	1.23	1.80	2.62
每股净资产	5.18	3.22	3.86	4.99	6.37	8.76
每股经营现金净流	2.22	0.73	1.22	3.13	2.40	3.39
每股股利	0.25	0.17	0.00	0.11	0.16	0.23
<b>回报率</b>						
净资产收益率	37.14%	17.14%	21.77%	24.68%	28.22%	29.86%
总资产收益率	25.48%	13.99%	16.05%	19.06%	21.25%	22.30%
投入资本收益率	36.17%	16.71%	20.86%	23.56%	26.71%	28.29%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	38.69%	20.08%	32.44%	36.85%	42.09%	41.87%
EBIT 增长率	34.71%	17.19%	51.63%	45.44%	44.66%	45.39%
净利润增长率	40.55%	14.94%	55.30%	46.28%	46.17%	45.44%
总资产增长率	25.48%	109.38%	35.35%	23.15%	31.10%	38.62%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	3	2	1	3	3	3
存货周转天数	19	19	19	21	21	21
应付账款周转天数	42	38	43	44	44	44
固定资产周转天数	80	139	118	93	70	52
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-73.17%	-56.21%	-22.13%	-75.19%	-85.49%	-95.12%
EBIT 利息保障倍数	-97.0	-87.3	-129.0	-29.1	-21.0	-20.4
资产负债率	31.39%	18.38%	26.29%	22.76%	24.70%	25.33%

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	3	7	18
增持	0	0	0	0	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.18

来源：朝阳永续

**历史推荐和目标定价(人民币)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-12-05	买入	32.00	38.90~38.90
2	2017-02-27	买入	33.66	N/A

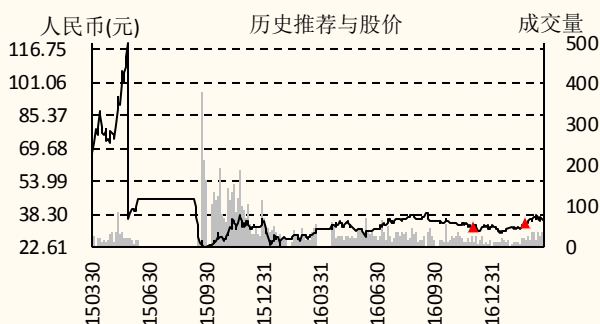
来源：国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持


**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD