

公司研究/年报点评

2017年03月31日

轻工制造/家用轻工 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 35.7
合理价格区间(元): 46.40-52.20

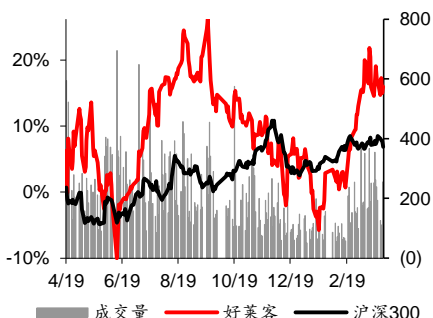
陈羽锋 执业证书编号: S0570513090004
研究员 025-83387511
chenyufeng@htsc.com

张前 0755-82492080
联系人 zhang_qian@htsc.com

相关研究

- 1 《好莱客(603898):经营逐季改善, 中长期发展无忧》2016.12
- 2 《好莱客(603898):业绩驶入快车道, 运营效率有望持续提升》2016.10
- 3 《好莱客一季报点评: 股权激励护航, Q1靓丽业绩有望持续》2016.04

股价走势图



资料来源: Wind

业绩高速增长, 盈利能力持续提升

好莱客(603898)

业绩如期高速增长, 盈利能力进一步提升

好莱客发布 2016 年年报, 实现营业收入 14.3 亿元, 同比增长 32%; 实现归母净利 2.5 亿元, 同比增长 55%; 实现扣非后归母净利 2.4 亿元, 同比增长 57%。其中, Q4 单季实现营业收入 4.8 亿元, 同比增长 39%; 实现归母净利 9854 万元, 同比增长 73%。公司业绩基本符合我们此前的预期。公司 2016 年毛利率提升 1.9 个百分点至 39.75%, 主要由于: (1) 板材利用率提升 3.3 个百分点; (2) 通过集中采购控制原材料价格; (3) 规模效应和费用管控得以加强。

渠道优化成效初显

截至 2016 年年末, 公司共有经销商近 1000 家, 经销商专卖店近 1300 家, 门店数量增长率约 9% (上年同期经销商 926 家, 经销商专卖店 1174 家), 公司计划 2017 年新增加经销商门店数量 300 家左右。2016 年, 好莱客经销商渠道实现收入 13.1 亿元, 同比提升 31.8%, 直营店实现收入 9777 万元, 同比提升 39.8%。公司收入增速远高于门店数量增速, 一方面是由于公司销售体系调整之后, 客户引流能力和订单转换率有所提升; 另一方面是由于全屋体系的完善和原态板产品 (终端售价较高) 的推广提升了客单价 (出厂、终端客单价均比上年提升 15% 以上)。

品牌推广再上台阶, 信息化建设持续加强

2016 年, 公司聘请 Angelababy 作为形象代言人, 有助于提升好莱客品牌在主流消费人群中的知名度。在制造环节, 公司持续通过智能化、信息化的改造, 提升板材利用率、人均产值、资产周转率、交付周期等关键指标, 节约供应链运作的综合成本。公司将在 2017 年对 ERP 进行升级改造, 进一步打通企业内部各运营环节之间的协同度, 并对 3D 设计软件进行升级, 增强云设计及云渲染效果, 降低出错率, 进一步提升前后端的协同效率。

经营改善趋势确立, 重申“买入”评级

好莱客是我国定制家具第一梯队的企业, 公司渠道建设、品牌推广、信息化水平等方面综合实力不断提升, 业绩持续高速增长。上调盈利预测和目标价, 预计公司 2017-2019 年 EPS 为 1.16/1.60/2.25 元, 考虑定制家居子行业高景气度和公司行业优势地位, 给予 2017 年 40-45 倍 PE 估值, 对应股价区间为 46.40-52.20 元, 重申“买入”评级。

风险提示: 原材料成本上涨, 市场竞争加剧。

公司基本资料

总股本 (百万股)	299.90
流通 A 股 (百万股)	87.23
52 周内股价区间 (元)	27.70-38.86
总市值 (百万元)	10,706
总资产 (百万元)	1,572
每股净资产 (元)	3.86

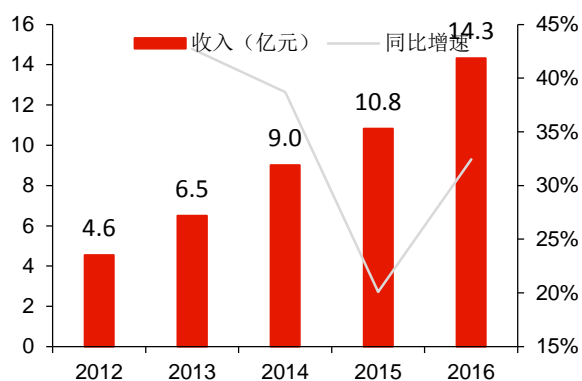
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,082	1,433	2,035	2,849	3,988
+/-%	20.08	32.44	42.00	40.00	40.00
净利润 (百万元)	162.44	252.27	346.66	480.69	676.08
+/-%	14.94	55.30	37.42	38.66	40.65
EPS (元, 最新摊薄)	0.55	0.84	1.16	1.60	2.25
PE (倍)	65.36	42.08	30.62	22.09	15.70

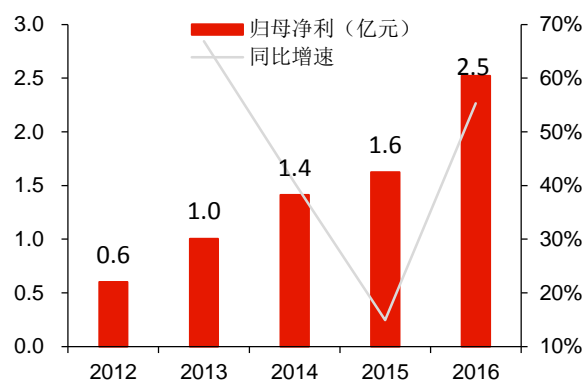
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 公司近五年收入及同比增速



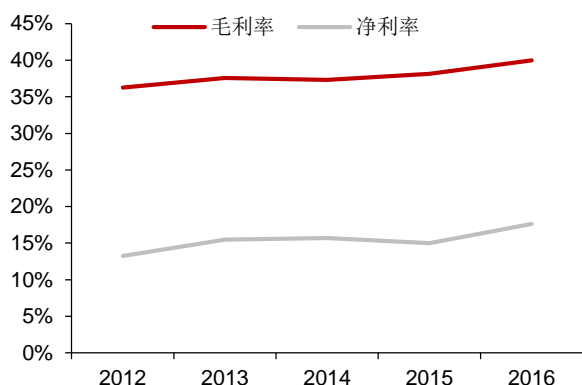
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 公司近五年归母净利润及同比增速



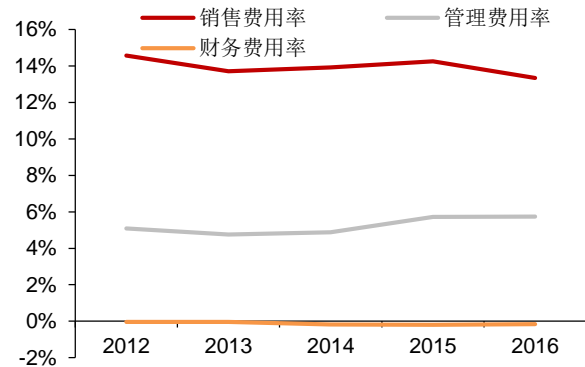
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 公司近五年利润率情况



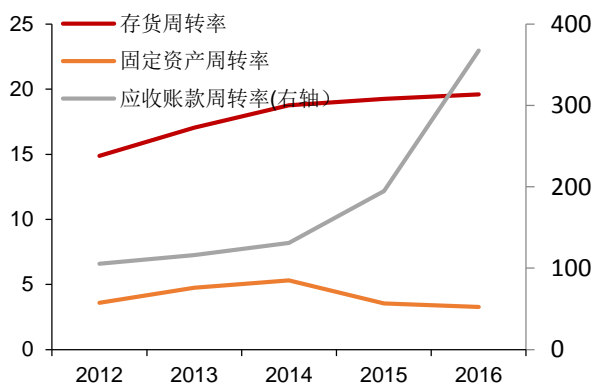
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 公司近五年三费情况



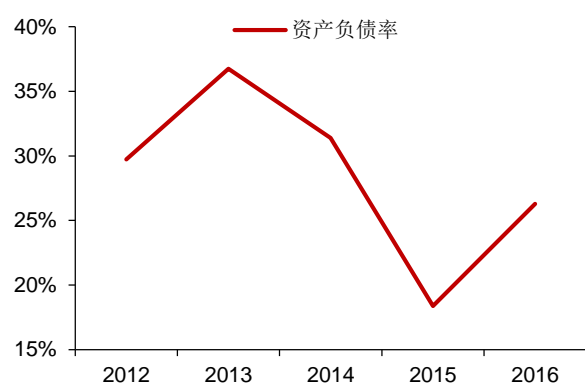
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 公司近五年周转率情况



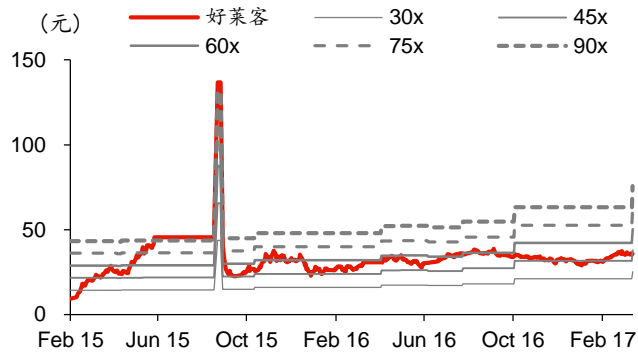
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 公司近五年资产负债率情况



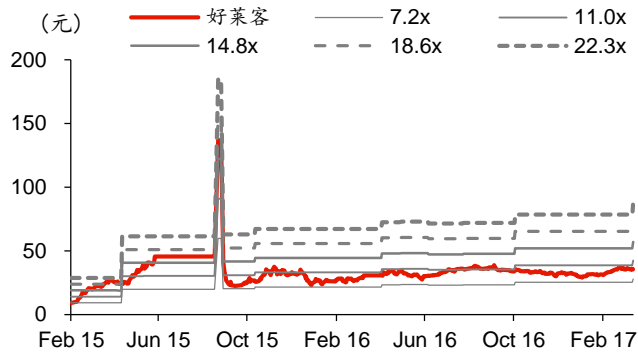
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7： 好莱客历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表8： 好莱客历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	590.37	885.02	1,114	1,594	2,282
现金	532.83	256.46	1,002	1,437	2,063
应收账款	3.89	3.91	9.02	11.61	16.09
其他应收账款	4.83	4.86	9.90	13.60	18.30
预付账款	5.19	20.13	19.44	29.25	42.53
存货	35.99	51.81	73.44	101.79	141.70
其他流动资产	7.63	547.85	0.26	0.22	0.25
非流动资产	571.11	687.01	902.74	1,001	1,103
长期投资	10.00	10.18	7.07	7.88	8.31
固定投资	411.96	464.98	676.55	753.87	828.75
无形资产	37.97	85.16	126.01	168.16	209.91
其他非流动资产	111.18	126.68	93.10	71.10	55.99
资产总计	1,161	1,572	2,017	2,595	3,385
流动负债	211.78	411.99	427.95	565.93	738.69
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	75.13	128.35	166.05	232.14	311.59
其他流动负债	136.65	283.64	261.90	333.79	427.10
非流动负债	1.74	1.37	1.13	1.37	1.30
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1.74	1.37	1.13	1.37	1.30
负债合计	213.52	413.36	429.08	567.30	739.99
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
留存公积	424.97	627.25	973.91	1,414	2,031
归属母公司股	947.96	1,159	1,588	2,028	2,645
负债和股东权益	1,161	1,572	2,017	2,595	3,385

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	214.46	365.03	890.60	600.71	817.04
净利润	162.44	252.27	346.66	480.69	676.08
折旧摊销	31.08	38.55	41.26	52.62	60.29
财务费用	(2.14)	(2.19)	(9.44)	(18.30)	(26.26)
投资损失	(7.01)	(6.80)	(6.87)	(6.84)	(6.85)
营运资金变动	29.50	78.53	528.64	92.73	109.31
其他经营现金	0.59	4.67	(9.66)	(0.19)	4.47
投资活动现金	(368.24)	(672.88)	(236.90)	(142.78)	(158.86)
资本支出	366.58	137.01	200.00	100.00	116.67
长期投资	10.00	542.82	(3.33)	0.89	0.40
其他投资现金	8.35	6.95	(40.23)	(41.90)	(41.79)
筹资活动现金	408.17	31.48	92.04	(22.72)	(32.32)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	220.50	5.90	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	208.96	85.12	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(21.29)	(59.55)	92.04	(22.72)	(32.32)
现金净增加额	254.39	(276.37)	745.74	435.21	625.86

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,082	1,433	2,035	2,849	3,988
营业成本	669.02	860.08	1,230	1,721	2,407
营业税金及附加	10.36	16.47	23.40	32.76	45.86
营业费用	154.18	191.35	274.71	387.45	544.42
管理费用	61.93	82.35	118.02	170.93	233.79
财务费用	(2.14)	(2.19)	(9.44)	(18.30)	(26.26)
资产减值损失	8.48	3.28	3.97	4.31	4.42
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.01	6.80	6.87	6.84	6.85
营业利润	187.15	288.48	401.01	557.84	786.02
营业外收入	5.29	11.44	7.15	7.75	8.06
营业外支出	1.43	4.93	2.81	2.99	3.17
利润总额	191.01	294.99	405.35	562.61	790.92
所得税	28.57	42.73	58.69	81.92	114.84
净利润	162.44	252.27	346.66	480.69	676.08
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	162.44	252.27	346.66	480.69	676.08
EBITDA	216.09	324.85	432.83	592.16	820.06
EPS (元)	0.55	0.84	1.16	1.60	2.25

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	20.08	32.44	42.00	40.00	40.00
营业利润	16.69	54.15	39.00	39.11	40.90
归属母公司净利润	14.94	55.30	37.42	38.66	40.65
获利能力 (%)					
毛利率	38.17	39.98	39.55	39.60	39.65
净利率	15.01	17.60	17.04	16.87	16.95
ROE	17.14	21.77	21.83	23.71	25.56
ROIC	46.18	27.80	60.47	82.95	118.16
偿债能力					
资产负债率 (%)	18.38	26.29	21.27	21.86	21.86
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	2.79	2.15	2.60	2.82	3.09
速动比率	2.61	2.02	2.43	2.64	2.90
营运能力					
总资产周转率	1.26	1.05	1.13	1.24	1.33
应收账款周转率	133.67	222.62	270.90	224.15	238.88
应付账款周转率	9.52	8.45	8.36	8.64	8.85
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.84	1.16	1.60	2.25
每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	1.22	2.97	2.00	2.72
每股净资产(最新摊薄)	3.16	3.86	5.29	6.76	8.82
估值比率					
PE (倍)	65.36	42.08	30.62	22.09	15.70
PB (倍)	11.20	9.16	6.69	5.24	4.01
EV_EBITDA (倍)	47.81	31.80	23.87	17.45	12.60

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com