

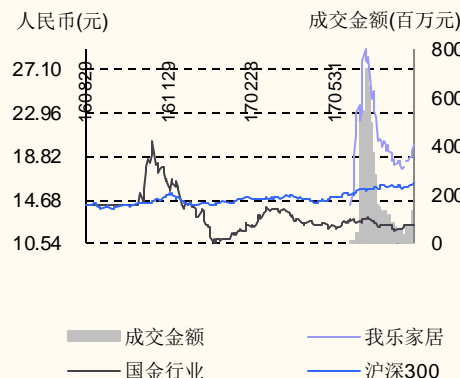
市场价格 (人民币): 19.96 元

渠道建设成效已现, 新建产能年内释放

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)	40.00
总市值(百万元)	3,193.60
年内股价最高最低(元)	29.00/14.21
沪深 300 指数	3795.75
上证指数	3331.52



相关报告

1. 《我乐家居新股研究报告-高端橱柜专家, IPO 加码全屋定制》, 2017.6.5

揭力

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

袁艺博

联系人
yuanyibo@gjzq.com.cn

邱思佳

联系人
qiusijia@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.47	0.57	0.62	0.86	1.17
每股净资产(元)	2.02	2.53	4.62	5.12	5.91
每股经营性现金流(元)	0.67	1.21	0.57	1.10	1.45
市盈率(倍)	N/A	N/A	32	23	17
行业优化市盈率(倍)	32	33	34	34	34
净利润增长率(%)	50.84%	21.77%	44.31%	39.17%	35.42%
净资产收益率(%)	23.27%	22.61%	13.42%	16.84%	19.78%
总股本(百万股)	120.00	120.00	160.00	160.00	160.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 2017 年上半年, 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 3.39 亿元、1,807 万元和 1,239.49 万元, 同比分别增长 47.22%、1,404.16% 和 1,694.28%。实现全面摊薄 EPS0.10 元/股, 高于市场预期。经营活动净现金流为 7,878.41 万元, 高于同期净利润。分季度看, 公司 Q1/Q2 营收同比增速分别为 103.28%/27.92%, 归母净利润同比增速分别为 72.11%/102.44%。

经营分析

- 上半年收入与利润大增, 盈利能力同比提升明显。上半年, 公司收入高速增长 (+47.22%), 毛利率同比提升 7.22pct. 至 36.22%。期间费用率提升 1.84pct.。其中, 销售费用率提升 4.46pct., 主要系公司加大品牌运营以及业务宣传投入等所致。管理费用率与财务费用率下降 (2.52pct./0.11pct.), 主要系募集资金到位后存款利息所致。公司归母净利润率为 3.66% (+3.36pct.), 公司盈利能力大幅提升。
- 渠道与品牌建设深化, 对收入的拉动作用已开始显现。目前, 公司整体业务结构采取“橱柜+全屋”的双线发展模式。而为了支撑这一模式的发展, 公司在上半年完成对南京和上海等城市直营门店的全品类拓展, 并围绕橱柜及全屋定制展开营销及推广活动, 促使直营渠道收入得以提升。其中, 南京直营店上半年收入达到 2,049.75 万元, 同比增长接近 4 倍。针对经销商渠道, 公司持续加密一、二线城市销售网点布局, 加速下沉和优化三至五线城市网点。截止 6 月 30 日, 公司在全国拥有经销商 750 家, 新增专卖店超过 100 家, 总数达到 860 余家, 预计年底门店总数将接近 1,000 家。除了对门店的持续扩张之外, 公司还开始对终端门店进行装潢升级, 以提升客户到店消费体验度, 提高成交率以及客单价。另一方面, 公司通过“开门红, 我乐好优惠”和“一室生春新品惠发”等一系列营销活动, 保持品牌市场热度, 并借助产品植入的方式, 通过热播剧“欢乐颂 2”, 在市场上掀起了一场“安迪”热潮。我们认为, 公司目前渠道建设正逐步优化完善, 品牌影响力也伴随上市后在不断的扩大, 两大因素已奠定未来长远发展基石。
- 公司年内即有新产能释放, 全年业绩高增基本无忧。公司 IPO 上市募投“全屋定制智能家居系统项目”, 预计第一期将于 2017 年 10 月左右完成。初期可投入为公司基于工业 4.0 创新制造理念、自主设计 IE 动线、自主开

发设计 MES 信息化为一体的全屋柜体生产线，预计可实现日产 200 户全屋产品（三室两厅）的产能。上市之前，公司橱柜、衣柜和全屋定制产能利用率，分别为 90.53%、96.51%和 104.95%产能瓶颈较为明显。因此，我们认为，新建产能的释放将缓解公司产能压力，有利于公司提高市场占有率，且基本保障今年业绩高增无忧。

- **信息化优化提升经营效率，股权激励拉动管理效率。**目前，公司正在加快对销售前端 3D 设计软件的优化升级，并已完成云平台上新模块的使用，使得设计周期由原来的 2 天缩短至 2 小时。为了实现与前端销售的协同，公司以 SAP 和 ERP 系统为核心，通过提升数据处理能力，实现对内部原有各系统的优化升级。总结来看，公司目前已进一步提高了内部各运营环节之间的协同度，促使整体经营效率大幅提升，并为大数据分析处理夯实基础。8 月 2 日，公司公告，拟向 122 名中高级管理人员和核心业务人员，授予 160 万股限制性股票，授予价格为 12.15 元/股，其中首次授予 128 万股。公司本次股权激励，实现了核心员工与公司的利益捆绑，有利于提高员工工作热情和积极性，提高管理效率利好未来发展。

盈利预测与投资建议

- IPO 募投资项目达产后将增强公司“一站式”服务能力，进一步提升公司客单价。同时，伴随公司标准门店和全屋定制旗舰店的开设，未来订单数量将会获得增长。我们上调公司 2017-2019 年完全摊薄后 EPS 预测为 0.62/0.86/1.17（三年 CAGR39.6%，原为 0.55/0.71/0.93 元），对应 PE 为 32/23/17 倍，维持公司“增持”评级。

风险因素

- 房地产行业波动风险；主要原材料价格大幅波动风险；经销商销售模式风险；募投资金项目投资风险。

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
主营业务收入	520	579	676	949	1,317	1,787
增长率		11.3%	16.8%	40.3%	38.9%	35.7%
主营业务成本	-343	-395	-441	-632	-886	-1,211
%销售收入	65.8%	68.3%	65.3%	66.6%	67.2%	67.8%
毛利	178	184	235	316	432	576
%销售收入	34.2%	31.7%	34.7%	33.4%	32.8%	32.2%
营业税金及附加	-3	-5	-6	-9	-12	-15
%销售收入	0.6%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-67	-59	-87	-119	-162	-214
%销售收入	13.0%	10.3%	12.9%	12.5%	12.3%	12.0%
管理费用	-50	-51	-60	-81	-109	-143
%销售收入	9.6%	8.8%	8.8%	8.5%	8.3%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	57	69	82	108	148	203
%销售收入	11.0%	11.8%	12.1%	11.4%	11.3%	11.4%
财务费用	-5	-4	0	7	13	15
%销售收入	1.0%	0.6%	0.1%	-0.7%	-1.0%	-0.8%
资产减值损失	-2	-1	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	0	1	1	1
%税前利润	0.3%	1.0%	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%
营业利润	50	64	81	116	161	219
营业利润率	9.6%	11.1%	12.0%	12.2%	12.3%	12.3%
营业外收支	3	2	0	1	1	1
税前利润	53	66	81	117	162	220
利润率	10.2%	11.4%	11.9%	12.3%	12.3%	12.3%
所得税	-16	-10	-12	-18	-24	-33
所得税率	29.6%	14.4%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	37	56	69	99	138	187
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	37	56	69	99	138	187
净利率	7.2%	9.8%	10.2%	10.5%	10.5%	10.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	37	56	69	99	138	187
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	12	18	24	24	29	34
非经营收益	4	3	0	-1	-2	-2
营运资金变动	3	4	53	-31	11	14
经营活动现金净流	56	81	145	91	176	233
资本开支	-49	-37	-90	20	-35	-37
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	1	0	1	1	1
投资活动现金净流	-49	-36	-90	20	-35	-37
股权募资	3	45	0	369	-12	0
债权募资	20	-60	0	-4	0	1
其他	-30	-13	-8	0	-33	-46
筹资活动现金净流	-6	-28	-8	365	-45	-45
现金净流量	1	16	48	476	97	151

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	28	49	91	567	663	814
应收款项	72	78	81	115	160	217
存货	53	37	35	73	102	140
其他流动资产	11	23	16	21	28	38
流动资产	164	188	223	776	954	1,209
%总资产	48.0%	48.9%	44.8%	77.0%	80.0%	83.2%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	164	177	198	203	203	201
%总资产	48.0%	45.9%	39.9%	20.1%	17.0%	13.8%
无形资产	13	19	38	25	33	41
非流动资产	178	197	275	231	239	244
%总资产	52.0%	51.1%	55.2%	23.0%	20.0%	16.8%
资产总计	342	385	497	1,007	1,192	1,453
短期借款	23	0	0	0	0	0
应付款项	108	124	164	195	272	370
其他流动负债	33	18	26	72	101	137
流动负债	164	142	189	267	372	506
长期贷款	38	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	4	0	0	0
负债	201	142	193	267	372	507
普通股股东权益	141	243	304	739	820	945
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	342	385	497	1,007	1,192	1,453

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	1.39	0.47	0.57	0.62	0.86	1.17
每股净资产	5.23	2.02	2.53	4.62	5.12	5.91
每股经营现金净流	2.07	0.67	1.21	0.57	1.10	1.45
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.20	0.28	0.39
回报率						
净资产收益率	26.51%	23.27%	22.61%	13.42%	16.84%	19.78%
总资产收益率	10.93%	14.66%	13.82%	9.85%	11.58%	12.87%
投入资本收益率	19.95%	24.19%	22.83%	12.47%	15.37%	18.26%
增长率						
主营业务收入增长率	11.27%	11.25%	16.80%	40.28%	38.87%	35.66%
EBIT增长率	1.42%	20.37%	18.95%	32.95%	36.72%	37.09%
净利润增长率	-6.92%	50.84%	21.77%	44.31%	39.17%	35.42%
总资产增长率	25.38%	12.50%	29.18%	102.41%	18.44%	21.82%
资产管理能力						
应收账款周转天数	24	22	18	21	21	21
存货周转天数	51	42	30	42	42	42
应付账款周转天数	36	41	44	38	38	38
固定资产周转天数	104	107	101	78	60	46
偿债能力						
净负债/股东权益	22.42%	-20.36%	-29.91%	-76.63%	-80.89%	-86.03%
EBIT利息保障倍数	10.8	18.8	203.7	-16.1	-11.8	-13.5
资产负债率	58.75%	36.98%	38.87%	26.55%	31.24%	34.93%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	3	3	3	3
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

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作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。

本报告仅限于中国大陆使用。

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