

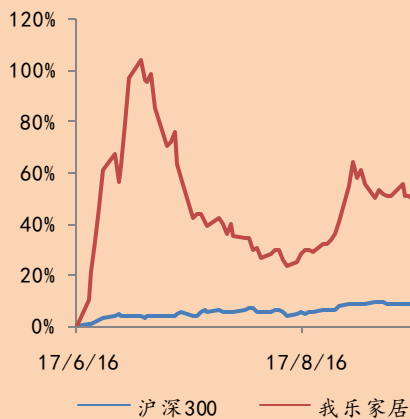


我乐家居 (603326)

投资评级: 增持 (首次覆盖)

报告日期: 2017-09-18

股价走势:



研究员: 宫模恒
0551-65161836
gongmoheng@163.com
S0010512060001

联系人: 高欣宇
0551-65161836
gaoxy_pro@126.com

联系人: 袁道升
0551-65161836
neilyds@163.com

订单饱满业绩持续向好, 迎合市场加码全屋定制业务

——我乐家居调研报告

主要观点:

□ 中期业绩稳增, 在手订单饱满, 重点发展一二三线城市业务

公司 2017 年 H1 实现营收 3.39 亿元, 同比增长 47.22%, 归母净利润 1239.49 万元, 同比增长 1694.28%, 业绩大涨。上半年公司业绩增长主要来自于对渠道建设的持续发力: 直营渠道以南京市为主, 2017 年 H1 实现营收 2049.75 万元, 同比增长近 4 倍; 优选经销商销售网点, 新开经销商专卖店数量增加超过 100 家, 全年预增 200 家。公司产品下单到出货大约有半年左右的周期, 考虑到在手订单已经基本饱和, 公司已经开始限制开店速度, 未来将发展重点集中于一二三线城市, 对四五六线城市专卖店进行优化精简。

□ 募投项目建设中, 静待产能放量

公司于 2017 年 6 月完成 IPO, 募投项目正在建设中, 部分产线已进入试生产阶段, 预计年底前将正式投产, 届时公司可实现日产 200 户全屋产品 (三室两厅)。募投项目是基于工业 4.0 理念, 集公司自主设计的 IE 动线和自主开发设计的 MES 信息化系统为一体的全屋柜体生产线。未来原厂房将以定制橱柜生产为主, 新建厂房将以全屋定制产品生产为主, 公司定制橱柜和全屋定制的产能均可达到 12 亿元, 全屋定制业务或将撼动橱柜业务在公司主营中的地位, 两项业务将同步发展。

□ 股权激励稳定管理层, 助力业绩持续增长

2017 年 8 月 21 日公司召开股东大会决定对公司高管及核心人员实施股权激励, 激励对象 122 名, 授予的限制性股票数量 128 万股。计划中授予的限制性股票分三期解锁, 每期解锁股票数量分别为 33%、33%、34%, 解锁条件是以 2016 年营收和扣非后归母净利润为基数, 2017 年、2018 年、2019 年营收和扣非后归母净利润增长率均不低于 30%、69%、119.7%。对营收和利润同时提出要求彰显了公司对业务发展的信心, 根据公司上半年表现来看, 第一期股权激励达成条件压力不大, 后两期条件的达成需要看公司产能释放情况, 就当前公司订单饱满程度来看, 业绩增长达成有望。

□ 定制家具行业发展上升期, 精装房推广助推行业需求

定制家具行业属于新兴行业, 仍处于发展上升期, 近 3 年发展较快, 大部分衣柜和橱柜企业纷纷转型布局全屋定制。2016 年下半年限购以来, 我国房地产新增数量明显放缓, 但对下游家具行业, 尤其是定制家具行业影响不大: 新房交付量趋于平稳, 但二手房翻新量明显增多, 翻修的数量足以支撑新的装修需求。另外, 我国现已提高了对新房精装房率的要求, 在房屋风格已经确定的情况下, 精装房的推广将为全屋定制的发展拓宽了道路。

□ 公司借技术优势稳固业内地位，品牌建设同步发力

全屋定制行业属于资本和技术密集型行业，设计技术壁垒较高，市场上目前具备全屋定制生产能力的企业并不多，公司是其中之一。公司的主要竞争优势体现在外观设计能力和定制生产技术方面，其中公司研发的全柔性化生产系统可以解决当前全屋定制的需求。另外，公司注重品牌建设，2016年10月签约高圆圆成为公司形象代言人，2017年为电视剧欢乐颂2提供大部分家具产品。从公司当前技术储备和品牌建设来看，已经跻身全屋定制行业第一梯队。随着新厂房产能放量，公司业内地位有望得到进一步稳固。

□ 盈利预测与估值

公司业绩持续向好，订单饱满，募投项目正处于建设中，产能待放量，全屋定制业务将继续加码，一二三级城市将成为公司下阶段业务发展重点。定制家具行业正处发展上升期，公司有望借力设计和生产的优势及前期对品牌的建设跻身行业领军梯队，同时公司推出股权激励计划稳定军心，要求相对较高的解锁条件也彰显了公司对未来发展的信心。我们认为，公司2017-2019年EPS分别为0.80元/股、1.03元/股、1.32元/股，对应PE为26倍、20倍、16倍，给予“增持”评级。

盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	676	926	1232	1614
收入同比(%)	17%	37%	33%	31%
归属母公司净利润	69	96	123	158
净利润同比(%)	22%	40%	28%	28%
毛利率(%)	34.7%	35.1%	35.3%	35.4%
ROE(%)	22.6%	24.2%	24.0%	23.8%
每股收益(元)	0.43	0.80	1.03	1.32
P/E	47.79	25.60	20.00	15.61
P/B	10.81	8.28	6.39	4.96
EV/EBITDA	0	20	15	12

资料来源：wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	223	391	503	650	营业收入	676	926	1,232	1,614
现金	91	185	246	323	营业成本	441	601	797	1,043
应收账款	34	62	76	96	营业税金及附加	6	7	10	13
其他应收款	2	8	7	9	销售费用	87	120	163	218
预付账款	9	8	10	3	管理费用	60	85	116	153
存货	35	66	76	99	财务费用	0	1	4	3
其他流动资产	52	61	88	120	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	275	350	391	467	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	187	175	164	152	营业利润	81	111	144	185
无形资产	17	16	15	14	营业外收入	2	3	3	3
其他非流动资产	71	159	212	301	营业外支出	2	1	2	2
资产总计	497	740	894	1,116	利润总额	81	113	145	186
流动负债	189	336	366	431	所得税	12	17	22	28
短期借款	0	138	139	142	净利润	69	96	123	158
应付账款	57	74	100	132	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
其他流动负债	132	123	127	157	归属母公司净利润	69	96	123	158
非流动负债	4	8	14	23	EBITDA	101	126	160	200
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.43	0.80	1.03	1.32
其他非流动负债	4	8	14	23					
负债合计	193	343	380	455					
少数股东权益	0	(0)	(0)	(0)	主要财务比率				
股本	120	120	120	120	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
资本公积	68	68	68	68	成长能力				
留存收益	116	209	326	474	营业收入	16.80%	37.00%	33.00%	31.00%
归属母公司股东权益	304	397	514	662	营业利润	25.96%	37.58%	28.93%	28.53%
负债和股东权益	497	740	894	1,116	归属于母公司净利润	21.77%	40.01%	27.99%	28.13%
					获利能力				
					毛利率(%)	34.72%	35.10%	35.30%	35.40%
					净利率(%)	净利率	10.17%	10.39%	10.00%
					ROE(%)	22.59%	24.25%	23.95%	23.84%
					ROIC(%)	37.08%	62.68%	27.20%	30.57%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	38.87%	46.39%	42.47%	40.72%
					净负债比率(%)	16.92%	2.04%	-9.39%	-12.81%
					流动比率	1.18	1.16	1.38	1.51
					速动比率	0.99	0.97	1.17	1.28
					营运能力				
					总资产周转率	1.53	1.50	1.51	1.61
					应收账款周转率	20.19	21.30	20.04	20.73
					应付账款周转率	12.73	14.10	14.12	13.93
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.43	0.80	1.03	1.32
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.91	0.13	0.46	0.53
					每股净资产(最新摊薄)	1.90	2.48	3.21	4.14
					估值比率				
					P/E	47.8	25.6	20.0	15.6
					P/B	10.8	8.3	6.4	5.0
					EV/EBITDA	0.00	20.12	15.44	11.93

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。