



买入

21% ↑
目标价格:人民币 27.00

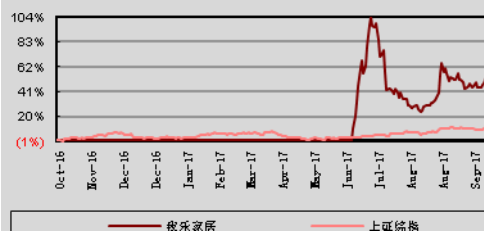
603326.CH

价格:人民币 22.23

目标价格基础:30 倍 18 年市盈率

板块评级:未有评级

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	56.4	3.6	(11.0)	0.0
相对上证指数	48.5	3.4	(16.9)	(10.7)

发行股数(百万)	160
流通股(%)	25
流通股市值(人民币 百万)	889
3 个月日均交易额(人民币 百万)	99
净负债比率(%) (2017E)	净现金
主要股东(%)	
Nina Yanti Miao	65

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2017 年 10 月 12 日收市价为标准

相关研究报告

《全屋定制, 强者舞台——定制家具行业专题报告》2017.6.26

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造: 家用轻工

杨志威

(8621)20328510

zhiwei1.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515060001

赵综艺

(8621)20328592

zongyi.zhao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516080001

我乐家居

整体橱柜专家, 步入全屋定制快车道

公司是我国整体橱柜前十强企业, 在橱柜主业稳健增长的同时, 积极拓展增速更快的全屋定制业务。大规模柔性化生产能力和信息化运营的优势为公司转型全屋定制提供条件。随着渠道恢复扩张并提速, 产能释放和股权激励落地, 公司业绩有望高增长。我们对该股给予买入的首次评级, 目标价格 27.00 元。

支撑评级的要点

- **全屋定制: 增速快、壁垒高的定制家具行业新生力量。**近几年, 定制家具成为家具业内的明星子行业, 而全屋定制是定制家具行业中的新起之秀, 正处于发展前期, 随着渗透率提升, 未来将是定制家具行业内增速最快的分类。相比衣柜和橱柜, 全屋定制对企业的设计服务能力、生产柔性化和信息化水平提出了更高的要求, 行业壁垒更高, 技术实力领先的公司优势大。
- **我乐家居: 借助信息化优势, 向全屋定制快车道延伸。**公司是注重“设计”与“科技”的定制家具企业, 传统优势业务是橱柜, 全屋定制是未来战略发展重心。公司股权结构稳定, 实际控制人夫妇控制 71.26% 的股权, 核心高管也间接持有公司股份。过去三年橱柜主业稳健增长, 衣柜发展迅速, 在积极布局全屋定制后, 公司 2017 年上半年营收和利润增长提速, 分别增长 47.22% 和 1694%。公司拥有大规模柔性化制造的能力、高效信息化生产管理系统和自动化立体仓库, 凭借自主研发的“我乐橱柜设计软件”, 公司成为业内少有的做到设计展示图到后端生产自动衔接的企业之一, 信息化优势有助于其向全屋定制拓展。
- **渠道扩张提速、产能释放、股权激励助力业绩成长。**1, 由于产能限制, 公司 2016 年对经营不达标、单店收入较小的门店进行撤销, 全年经销商净减少 101 家, 门店净减少 56 家, 渠道精简后单店提货额增长 20%。2017 年渠道恢复扩张并提速, 上半年净开店 100 家, 预计全年净增加 200 家, 未来全屋定制渠道快速铺设值得看好。2, 以全屋定制为主的募投产能预计将于今年年底开始陆续投产, 完全达产后将拥有 5.17 亿元的产值。随着产能逐渐充裕, 凭借大规模柔性化制造能力和信息化运营的优势, 公司在全屋定制领域内大展拳脚更值得期待。3, 今年 9 月, 公司完成限制性股票授予, 拥有股权的管理层覆盖面进一步扩大。股权激励隐含的业绩目标为 2017-2019 年收入和扣非后净利润每年增长不低于 30%, 较 16 年之前业绩增速有所提升, 展现公司对全屋定制业务快速发展的信心。

评级面临的主要风险

- 全屋定制拓展不达预期。

估值

- 我们预计公司 2017-2019 年每股收益分别为 0.60、0.90、1.22 元, 分别增长 38.79%、38.98%、34.97%。鉴于公司的信息化优势, 以及积极向增长更快的全屋定制领域拓展, 我们给予公司 2018 年 30 倍市盈率, 对应目标价 27.00 元, 首次覆盖给予买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	579	676	914	1,227	1,612
变动(%)	n.a.	17	35	34	31
净利润(人民币 百万)	56	69	95	133	179
全面摊薄每股收益(人民币)	0.353	0.430	0.596	0.902	1.217
变动(%)	n.a.	21.7	38.8	51.3	35.0
全面摊薄市盈率(倍)	63.0	51.8	37.3	24.7	18.3
价格/每股现金流量(倍)	44.0	24.5	31.3	23.0	17.5
每股现金流量(人民币)	0.51	0.91	0.71	0.97	1.27
企业价值/息税折旧前利润(倍)	42.8	35.1	24.6	17.9	13.4
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.179	0.249
股息率(%)	n.a.	n.a.	n.a.	0.8	1.1

资料来源: 公司数据及中银证券预测

目录

全屋定制：增速快、壁垒高的定制家具行业新生力量	4
我乐家居：借助信息化优势，向全屋定制快车道延伸	8
渠道扩张提速、产能释放、股权激励助力业绩成长	12
盈利预测	15
研究报告中所提及的有关上市公司	17

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 尚品宅配全屋定制产品	4
图表 2. 全屋定制尚处于成长前期	5
图表 3. 不同品类定制家具渗透率对比	5
图表 4. 各类定制家具产品市场规模及增速预测（终端价口径）	5
图表 5. 定制家具制造技术	6
图表 6. 全屋定制行业壁垒	7
图表 7. 我乐家居股权结构	8
图表 8. 2012-2017H1 我乐家居营业收入及其增速	9
图表 9. 2012-2016 我乐家居净利润及其增速	9
图表 10. 2016 年我乐家居产品收入结构	9
图表 11. 2012-2016 年公司各项业务毛利率对比	9
图表 12. 2012-2016 年我乐家居橱柜收入及其增速	10
图表 13. 2012-2016 年我乐家居衣柜收入及其增速	10
图表 14. 2016 年我乐家居收入按销售渠道拆分	10
图表 15. 2016 年我乐家居收入按销售区域拆分	10
图表 16. 2013-2016 年我乐家居经销门店个数	11
图表 17. 大部分企业由设计转化为生产的效率较低	11
图表 18. 我乐家居打通了销售和生产端的信息化衔接	11
图表 19. 2016 年我乐家居各地区收入占比	12
图表 20. 2017 年 H1 我乐家居各级城市门店分布情况	12
图表 21. 2014-2016 年我乐家居新进和退出经销商数量	12
图表 22. 2014-2016 年我乐家居单店提货额及其增速	12
图表 23. 2015/2016 年我乐家居新进和退出经销商单店提货额对比	13
图表 24. 2016 年我乐家居各类产品产能、产量、销量情况	13
图表 25. 2016 年我乐家居全屋定制收入占比 11%	14
图表 26. 我乐家居上市募投项目	14
图表 27. 2017 年我乐家居限制性股票激励计划	14
图表 28. 2015-19E 年公司收入拆分及预测（百万元）	15

全屋定制：增速快、壁垒高的定制家具行业新生力量

近几年，定制家具成为家具业内的明星子行业，在我们此前的报告《全屋定制，强者舞台》中，我们详细说明了定制家具的优势，定制家具如何能普及，定制家具的成长空间，以及定制家具拥有的护城河，并分析了行业竞争格局。全屋定制是定制家具行业中的新起之秀，正处于发展前期，随着渗透率提升，未来将是定制家具行业内增速最快的分类。全屋定制对企业的设计服务能力、生产柔性化和信息化水平提出了更高的要求，行业壁垒相比橱柜、衣柜更高，技术实力领先的公司优势大。

全屋定制是为消费者提供家居设计、家具产品和安装服务的一站式家居定制解决方案，极大地方便了消费者的家具购买和优化了房屋空间利用。全屋定制提供的产品涵盖卧室、书房、客餐厅、浴室、阳台、厨房等，全屋定制企业一般为消费者生产橱柜、衣柜、木门、定制柜组合、榻榻米等产品，并搭配餐桌椅、软装产品等配套家具。

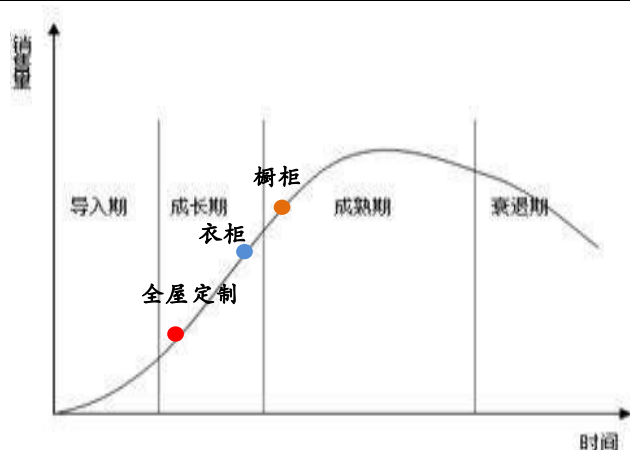
图表 1. 尚品宅配全屋定制产品

应用空间	卧室	书房	青少年房	客餐厅	厨房
定制家具	整体衣柜、衣帽间、定制床、书柜组合、飘窗、装饰柜组合、电视柜组合	功能室、榻榻米	衣柜组合、上下床、书柜组合、书桌组合、飘窗、榻榻米	电视柜组合、餐柜组合、沙发茶几组合、鞋柜组合、隔断柜组合、吧台组合	整体橱柜
配套家居	软床、床垫			沙发、餐桌椅	厨电、厨房五金

资料来源：尚品宅配公司公告，中银证券

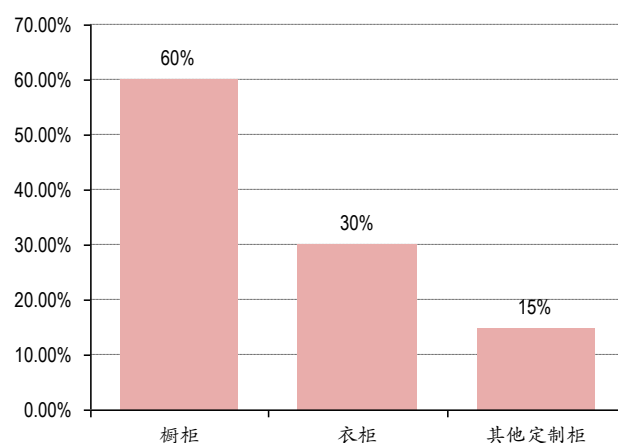
全屋定制较橱柜和衣柜行业渗透率更低，处于发展前期。定制家具的高景气度来源于其渗透率提升，侵蚀成品家具和手工打制家具的市场份额，2009年，定制衣柜在衣柜行业内的渗透率为15%，2016年达到30%，依靠渗透率提升，定制衣柜公司的收入实现高速增长。在定制家具品类中，据我们此前报告测算，橱柜相对较成熟，渗透率为60%，定制衣柜渗透率为30%，次于橱柜，其他定制柜产品渗透率为15%。相比橱柜和衣柜行业，全屋定制处于更早的产品生命周期，2014年之前仅个别企业（如尚品宅配）提供全屋定制服务，随着欧派、索菲亚等定制家具龙头企业的加入，全屋定制行业进入成长的爆发期。

图表 2.全屋定制尚处于成长前期



资料来源：中银证券

图表 3. 不同品类定制家具渗透率对比



资料来源：公司公告，中银证券

渗透率提升和每户平均购买柜体个数增加促使全屋定制行业规模增长。未来，除了新房装修和二次翻新带动的需求增长外，全屋定制行业的成长来自于在消费人群中的渗透率提升，以及单户购买柜子个数的增加。随着柔性化生产和信息化系统的发展，更多定制家具企业有条件提供全屋定制产品和服务，越来越多的消费者在购买橱柜或衣柜的同时选择附带购买其他柜类产品和配套家具，全屋定制柜渗透率将持续提升。据草根调研显示，目前每户购买的定制柜体个数平均为 3 个左右（不含衣柜），而平均每户所需求的柜体个数（包含装饰柜、书柜、电脑柜、衣帽间、矮柜等）不含衣柜可以达到 6 个，有翻倍空间。据我们预测，2016-2020 年其他定制柜类的行业规模 CAGR 将高达 33.9%，远高于衣柜和橱柜增速，其 2020 年行业规模将达 898 亿元，超过定制衣柜。

图表 4.各类定制家具产品市场规模及增速预测（终端价口径）

	2009 年	2016 年	2017E	2018E	2019E	2020E
全国住宅成交量（万套）	804	1,050	1,040	1,030	1,020	1,000
存量住宅套数（万套）	15,000	20,000	21,050	22,090	23,120	24,140
存量翻新比例(%)	2	3	3	3	3	3
装修需求套数（万套）	1,134	1,550	1,566	1,582	1,598	1,604
定制衣柜渗透率(%)	15	30	33	36	39	42
每户需求套数	1	2	2	2	2	2
定制衣柜需求套数	204	698	827	968	1,122	1,280
定制衣柜市场规模（亿元）	122	419	496	581	673	768
定制衣柜行业增速(%)		19	19	17	16	14
橱柜渗透率(%)	36	60	63	66	69	72
橱柜市场规模（亿元）	612	1,395	1,529	1,671	1,819	1,963
橱柜行业增速(%)		13	10	9	9	8
其他定制柜渗透率(%)	5	15	20	25	30	35
每户需求套数（柜体）	2	3	3	4	4	4
其他定制柜需求套数（按柜体算）	85	698	1,002	1,384	1,822	2,245
其他定制柜市场规模（亿元）	34	279	401	554	729	898
其他定制柜增速(%)		35	44	38	32	23

资料来源：万得，中银证券

生产柔性化、信息化推动了定制家具行业发展。定制家具订单拥有多品种、小批量的特点，适合多个订单统一生产，因此生产柔性化、生产流程信息化至关重要。回顾定制家具行业的历史，行业的发展离不开技术的进步，尤其是柔性化生产和信息化技术的成熟。2004-2007 年是“推台锯”时代，衣柜厂家使用手动推台锯，开料速度慢、交货慢、高差错率和低加工质量影响消费体验，制约行业的发展。随后德国豪迈公司研发了“CutRite”软件，配合电子开料锯，能够把订单中所有板件全部合并在一起，在订单足够多的时候找出相同尺寸或者某一个方向相同尺寸的板件，利用电脑技术自动优化排单，技术工艺的改革让定制家具行业进入“电子开料锯时代”。产能瓶颈解决后，伴随订单量增加，错漏问题困扰行业，此后企业通过二维码使得整个生产、销售流程信息化，困扰逐步得以解决。

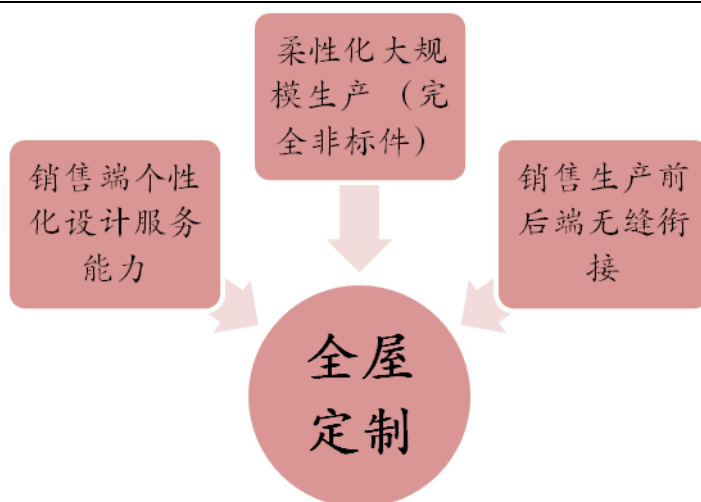
图表 5. 定制家具制造技术

成组技术	• 根据零件的结构形状特点、工艺过程和加工方法的相似性对所有产品的零件进行系统分组。
柔性生产技术	• 依靠有高度柔性的以计算机数控机床为主的制造设备来实现多品种、小批量的生产方式。
生产流程信息化	• 采用二维码作为板件识别技术，电子开料锯根据数据裁切板材后，联机的条码打印机同时打印出条形码
ERP+CRM系统	• ERP管理企业的物流、资金流、信息流。定制家具企业将ERP和CRM系统融合，将设计、制造、销售系统整合为一体。

资料来源：《定制家具专著：设计、制造、营销》

全屋定制对企业的信息化能力提出更高的要求。橱柜和衣柜的生产可以通过标件与非标件结合的方式，而全屋定制柜的尺寸、样式更为丰富，采用完全非标件方式的生产才有效率，因此对企业生产系统的柔性化和生产过程的信息化管控要求更高。全屋定制也加大了销售终端的设计服务工作量，如何通过软件使得前后端信息高效、便捷地转化衔接，对提升终端设计师工作效率、减少出错率起到了更为重要的作用。此外，全屋定制服务对终端设计师的个性化设计服务能力也提出了更高的要求，企业的设计、展示软件也将构成前端销售的差异化。

图表 6. 全屋定制行业壁垒



资料来源：尚品宅配公司公告，中银证券整理

我乐家居：借助信息化优势，向全屋定制快车道延伸

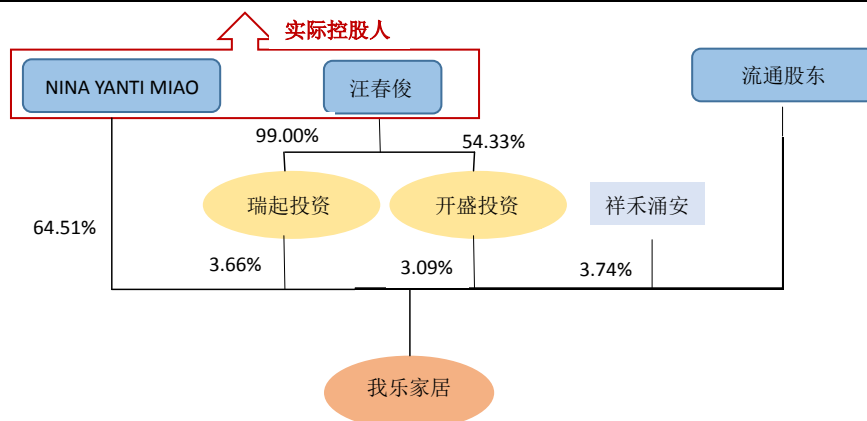
注重“设计”与“科技”的定制家具企业，全屋定制是未来战略布局重点。

我乐家居致力于定制家具产品的设计、研发、生产、销售及相关服务的提供。

“设计让家更美，科技让美实现”的理念展现出公司注重产品设计与科技创新。目前，公司拥有整体橱柜、定制衣柜、全屋定制家具三大品类产品，其中橱柜是公司创立至今主要业绩贡献产品，衣柜是为满足客户需求配置的基本品类，全屋定制家具是公司的战略布局产品，有望成为公司的另一重要业绩增长贡献板块。

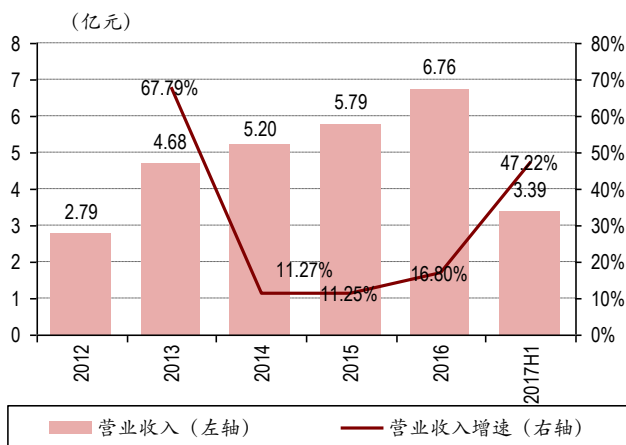
股权结构稳定，核心高管间接持股。YANTI MIAO 和王春俊夫妇是公司实际控制人，其中 MIAO 女士持有公司 64.51% 的股权，总经理王俊春通过瑞起投资和开盛投资间接持有公司 3.66% 和 3.09% 的股权。公司核心高管也通过瑞起投资和开盛投资间接持有公司股权，其中，董秘兼总经理助理张宪华持有瑞起投资 1% 的股权，开盛投资 54.33% 的股权为汪春俊所有，其余股权为 24 名核心高管持有。

图表 7. 我乐家居股权结构

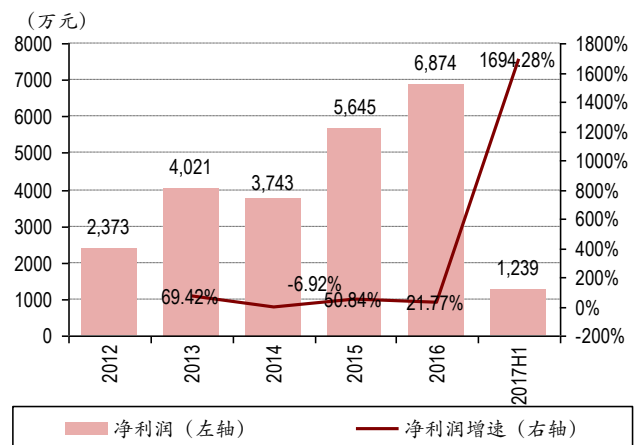


资料来源：招股说明书，万得，中银证券

2017 年 H1 营收和利润增长提速。公司 2013-2016 年营收 CAGR 为 13.08%，2016 年收入达到 6.76 亿元；2013-2016 年净利润 CAGR 为 19.57%，2016 年净利润为 6874 万元。由于公司自 2016 年开始全面推广全屋定制品类业务，以及渠道、品牌的日益完善成熟，公司 2017 年上半年营收同比增长 47.22%。由于规模效应显现，以及公司继续降低毛利率较低的大宗业务占比，公司 2017 上半年毛利率增加 7.22 个百分点，促使净利润同比大增至 1,239 万元。

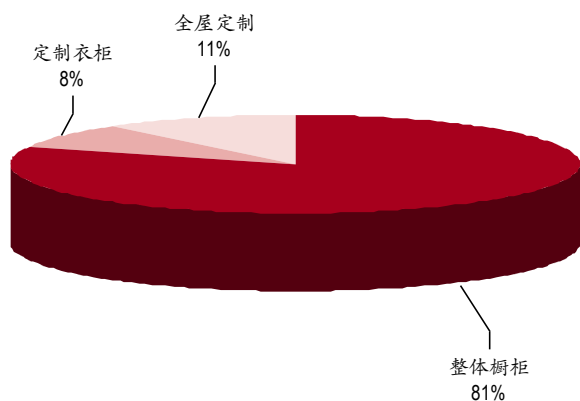
图表 8. 2012-2017H1 我乐家居营业收入及其增速


资料来源：万得

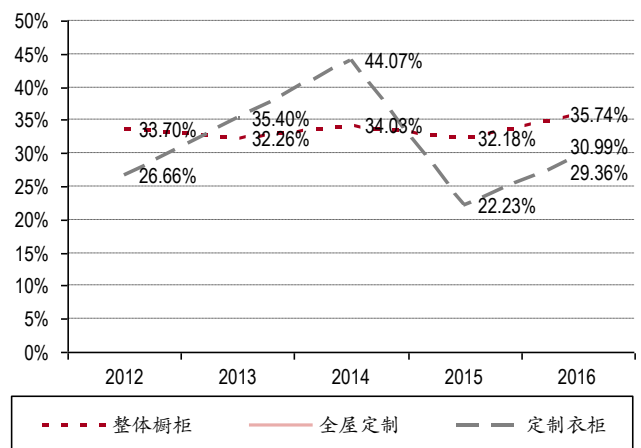
图表 9. 2012-2016 我乐家居净利润及其增速


资料来源：万得

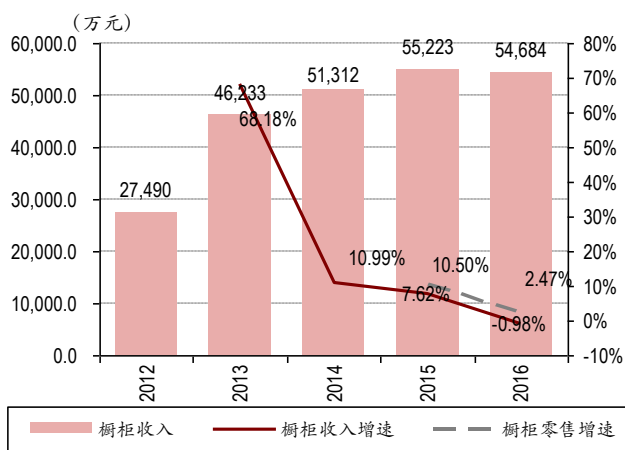
橱柜主业稳健增长，衣柜、全屋定制发展迅速。公司拥有整体橱柜、定制衣柜、全屋定制三大类产品，其中橱柜是传统主业，公司被中国建筑装饰协会评选为“2016 年整体橱柜领军企业 10 强”。橱柜是目前业绩的主要贡献产品，2016 年橱柜收入占总收入的 81%，2013-2016 年 CAGR 为 5.76%，其中大宗业务收入拖累橱柜收入增长。剔除大宗业务，2015 年橱柜收入增速为 10.50%，2016 年因门店调整，橱柜零售收入增速为 2.47%。衣柜业务自 2014 年以来发展迅速，2016 年公司衣柜收入为 5,446 万元，较 2015 年翻倍，是 2014 年的 7.5 倍，16 年衣柜收入占总收入的 8%。全屋定制拥有客单价高的天然优势，公司自 15 年开始布局该业务，2016 年收入即达到 7,466 万元，占总收入的 11%，成为橱柜外的第二业绩贡献点。

图表 10. 2016 年我乐家居产品收入结构


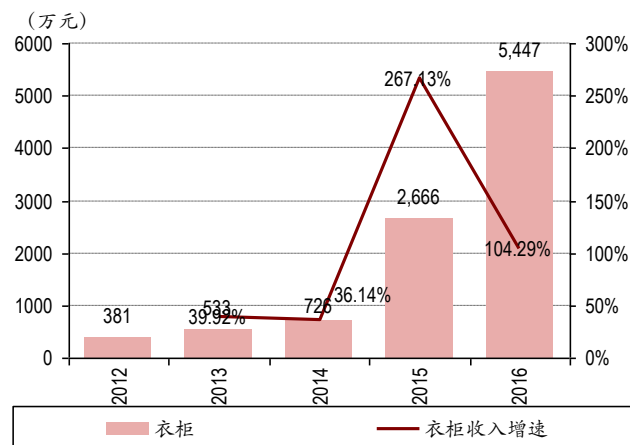
资料来源：我乐家居招股说明书

图表 11. 2012-2016 年公司各项业务毛利率对比


资料来源：万得

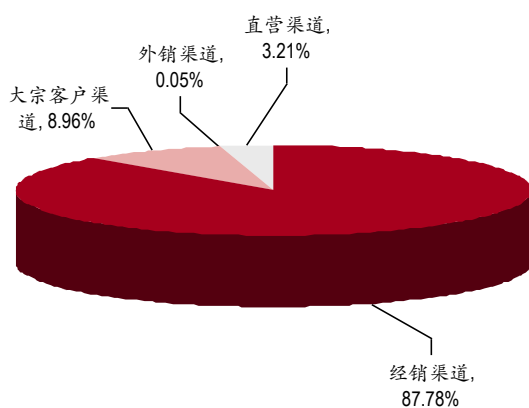
图表 12. 2012-2016 年我乐家居橱柜收入及其增速


资料来源：招股说明书，中银证券

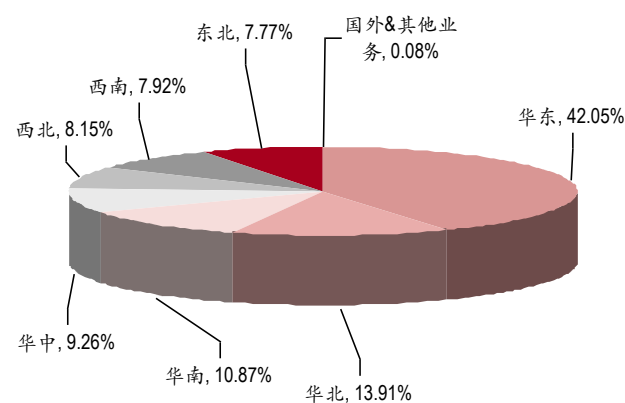
图表 13. 2012-2016 年我乐家居衣柜收入及其增速


资料来源：招股说明书，中银证券

销售渠道以经销为主，华东是公司最强势区域。公司销售渠道以经销为主，2016 年经销渠道收入占比达到 87.78%。2013-2015 年公司经销门店稳步增加，2015 年达到 787 家，2016 年公司撤销不达标的经销商资质，大部分退出经销商的单店收入小于 50 万，因此 2016 年经销门店数量有所下降，为 731 家。公司对回款较慢的大宗客户渠道进行控制，2014 年大宗客户渠道收入占比 16.08%，2016 年下降到 8.96%，反映了公司更注重零售业务的战略。作为经销渠道的补充，公司于 2016 年起在南京和苏州开设了 3 家直营店，2016 年直营渠道收入占比达到 3.21%。按区域划分，公司 42.05% 的收入来自总部所在的华东区域，其他地区的收入占比较为平均。

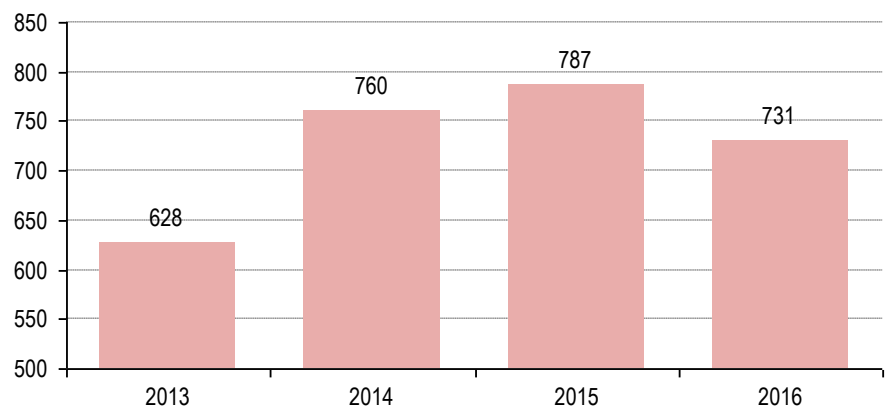
图表 14. 2016 年我乐家居收入按销售渠道拆分


资料来源：招股说明书

图表 15. 2016 年我乐家居收入按销售区域拆分


资料来源：招股说明书

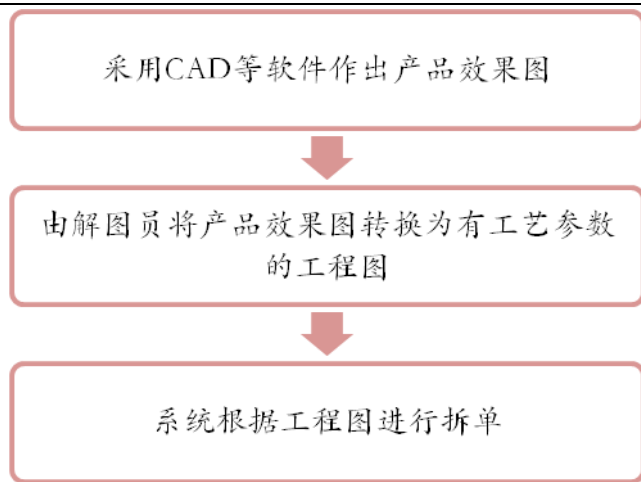
图表 16. 2013-2016 年我乐家居经销门店个数



资料来源：招股说明书

具备信息化优势，有助于成功转型全屋定制，迈向行业快车道。公司的信息化和自动化程度高，曾荣获工信部的互联网与工业融合创新试点企业和江苏省两化融合转型升级示范企业等荣誉。在生产端，公司拥有高度自动化工厂、高效生产管理系统和自主研发的自动化立体仓库，能够实现大规模柔性化生产。在前后端衔接方面，公司通过自主研发设计的“我乐橱柜设计软件”，能够实现效果图与具备工艺参数的工程图自动融合，提升设计师工作效率，是业内少有的做到前后端自动衔接的企业之一。如我们上文所述，全屋定制对企业的信息化能力有更高的要求，公司的信息化优势将助力其成功向全屋定制业务延伸，迈向行业的快车道。

图表 17. 大部分企业由设计转化为生产的效率较低



资料来源：招股说明书

图表 18. 我乐家居打通了销售和生產端的信息化衔接



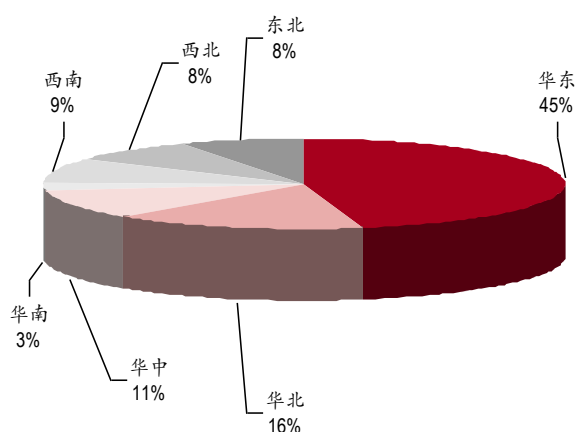
资料来源：招股说明书

渠道扩张提速、产能释放、股权激励助力业绩成长

公司在保持橱柜主业稳健增长的同时，正积极向全屋定制延伸，站在当前时间点，我们认为公司以下几个变化将促进业绩快速增长：1，渠道精简优化后，扩张再次加速。2，产能释放助力公司向全屋定制快车道进击。3，推出员工持股计划，高管动力足。

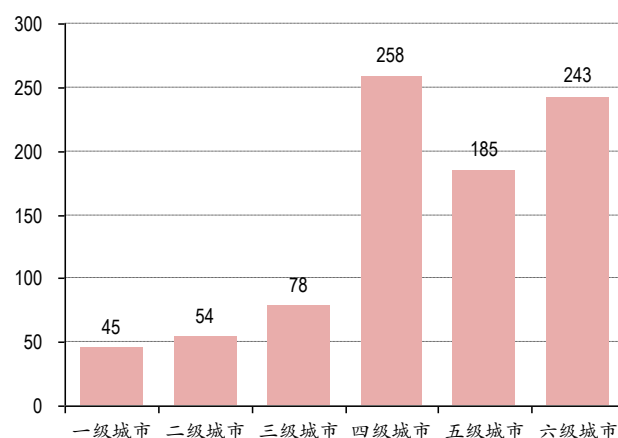
渠道精简优化，单店提货额显著提升。公司门店在低线城市的比重较大，截至 2017 年上半年，公司拥有经销商专卖店 860 多家，其中四级及以下城市数量占 80%。2016 年，受制于产能限制，公司对经营不达标、单店收入较小的门店进行撤销，全年共退出经销商数量为 201 家，较 2015 年翻倍，新进家数为 100 家。退出的经销商中单店收入在 10 万以下的占 65%，在 50 万以上的仅占 8%，新进经销商中单店收入在 10 万以下的仅 10%，大于 50 万的占 30%。在渠道精简优化后，公司单店提货额显著提升，2016 年达到 78 万，较 2015 年增长 20.65%，渠道质量大幅改善。

图表 19. 2016 年我乐家居各地区收入占比



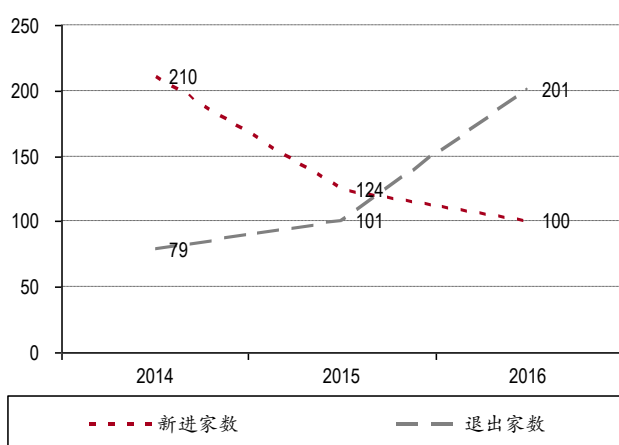
资料来源：招股说明书

图表 20. 2017 年 H1 我乐家居各级城市门店分布情况



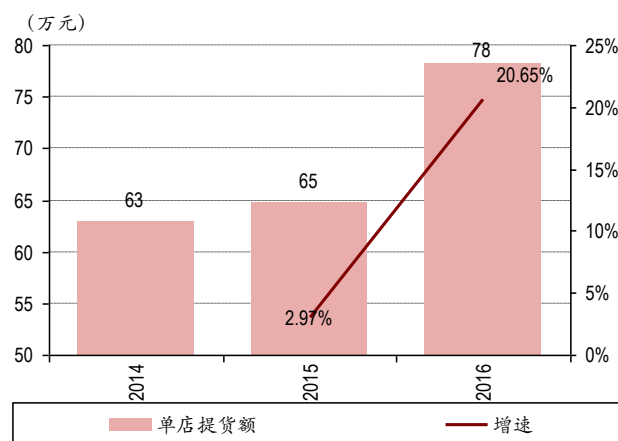
资料来源：公司公告

图表 21. 2014-2016 年我乐家居新进和退出经销商数量



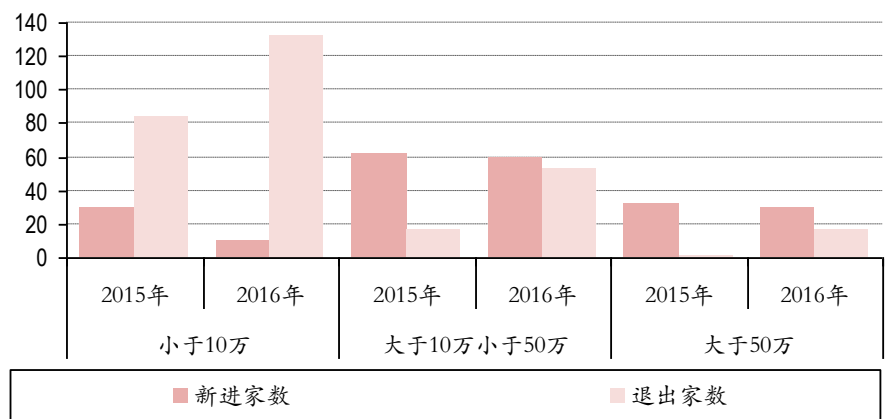
资料来源：招股说明书

图表 22. 2014-2016 年我乐家居单店提货额及其增速



资料来源：中银国际整理（门店数量采取年初和年末的门店数量平均数）

图表 23. 2015/2016 年我乐家居新进和退出经销商单店提货额对比



资料来源：公司公告

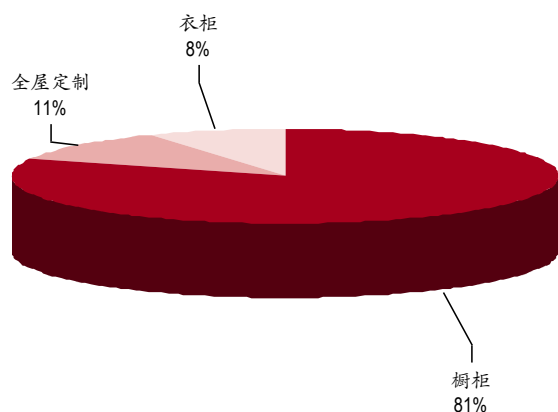
渠道扩张再次加速，全屋定制渠道快速铺设值得看好。公司今年继续加密一、二线城市网点，加强三至五线城市网点的选化，截至 2017 年上半年，经销专卖店数量达到 860 家，较年初净增加 100 家，预计全年净增加 200 家，门店数量增速超过 30%，渠道扩张的再次提速将对未来业绩产生积极影响。根据公司招股书中的未来规划，公司将完善橱柜经销网络布局，争取 2019 年实现店面覆盖超过 1,000 家，全力开拓全屋定制家具销售渠道，力争 2017 年数量超过 250 家，2019 年达到 500 家。全屋定制门店拥有客单价高的优势，赚钱效应明显，公司未来快速铺设全屋门店值得看好。

转向全屋定制快车道，产能释放促增长。公司于 2015 年开始布局全屋定制业务，2016 年收入就达到 7,466 万元。全屋定制将是定制家具行业中增长最快速的板块，公司拥有大规模柔性化制造和信息化运营的优势，未来全屋定制收入有望高增长。目前，公司产能达到饱和状态，募投项目将新增 174 万平方米的全屋定制产能、8.3 万平米的实木家具生产线、8.3 万平米的台面加工线，预计将于今年年底开始陆续投产，完全达产后将拥有 5.17 亿元的产值。随着产能逐渐充裕，公司在全屋定制领域内大展拳脚更值得期待。

图表 24. 2016 年我乐家居各类产品产能、产量、销量情况

	产能 (套)	产量 (套)	产能利用率	销量 (套)	产销率
整体橱柜	72,580	65,708	90.53%	70,945	107.97%
定制衣柜	22,600	21,810	96.50%	21,168	97.06%
全屋定制	3,500	3,673	104.94%	3,571	97.22%

资料来源：招股说明书

图表 25. 2016 年我乐家居全屋定制收入占比 11%


资料来源：招股说明书

图表 26. 我乐家居上市募投项目

全屋定制智能家居系统项目	
项目总投资	4.05 亿元
建设周期	18 个月
达产后产值	5.17 亿元
达产后可实现净利润	9872 万元
生产线	
新增产能（万平方米）	
全屋定制家具生产线	174
实木家具生产线	8.3
台面加工线	8.3

资料来源：招股说明书

股权激励覆盖面广、业绩目标高，展现管理层信心。公司除实际控制人外的 24 位高管已通过瑞起投资和开盛投资间接持有公司股权。今年 9 月份，公司完成限制性股票的授予，共有 117 名高管、中层管理人员和核心技术人员获得 124.17 万股，股权激励的覆盖面进一步扩张。本次股权激励业绩隐含目标为 2017-2019 年收入和扣非后净利润每年增长不低于 30%，较 16 年之前业绩增速有所提升，展现公司对全屋定制业务快速发展的信心。

图表 27. 2017 年我乐家居限制性股票激励计划

授予人员	5 位高管，公司及子公司中层管理人员和核心技术人员，共 117 人
授予数量	首次授予 124.17 万股，预留 31.04 万股
授予价格	12.15 元/股
收入目标	以 2016 年营收为基数，2017-2019 年增长率分别不低于 30%、69%、119.7%
利润目标	以 2016 年扣非后净利润为基数，2017-2019 年增长率分别不低于 30%、69%、119.7%

资料来源：公司公告

盈利预测

我们预计 2017-2019 年公司经销门店将分别新增 230、200、200 家，在门店数量和单店提货额提升的共同作用下，预计 2017-2019 年经销门店收入增速分别为 33.75%、35.45%、33.11%。

大宗客户业务有价格低、回款慢的劣势，预计未来收入比重将进一步降低，预计 2017-2019 年大宗客户收入将分别下降 10%、10%、0%。

根据招股说明书，公司正在重要战略城市筹备增加直营网点，我们保守估计 2017-2019 年公司直营门店将分别新增 2、1、1 家，预计直营门店收入增速分别为 200%、57.5%、28.33%。

我们预计公司 2017-2019 年每股收益分别为 0.60、0.90、1.22 元，分别增长 38.79%、38.98%、34.97%。鉴于公司的信息化优势，以及积极向增长更快的全屋定制领域拓展，我们给予公司 2018 年 30 倍市盈率，对应目标价 27.00 元，首次覆盖给予 **买入** 评级。

图表 28. 2015-19E 年公司收入拆分及预测（百万元）

盈利预测及主要项目假设	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入					
经销门店	501.20	593.38	793.68	1,075.01	1,430.97
同比增长(%)	14.77	18.39	33.75	35.45	33.11
大宗客户	77.68	60.56	54.50	49.05	49.05
同比增长(%)	(7.16)	(22.04)	(10.00)	(10.00)	0.00
直营门店		21.70	65.10	102.53	131.58
同比增长(%)			200.00	57.50	28.33
毛利率(%)					
其中：经销门店(%)	34.12	35.42	35.50	35.80	36.00
大宗客户(%)	13.42	23.09	20.00	20.00	20.00
直营门店(%)	0.00	48.74	50.00	52.00	54.00
费用率(%)					
销售费用率(%)	10.27	12.91	13.50	13.80	14.00
管理费用率(%)	8.82	8.82	8.82	9.00	9.00

资料来源：公司资料，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	579	676	914	1,227	1,612
销售成本	(395)	(441)	(589)	(779)	(1,016)
经营费用	(102)	(136)	(186)	(258)	(347)
息税折旧前利润	82	99	139	190	249
折旧及摊销	(14)	(17)	(27)	(33)	(39)
经营利润(息税前利润)	68	81	113	157	210
净利息收入/(费用)	(2)	0	1	2	3
其他收益/(损失)	(13)	(18)	(27)	(34)	(39)
税前利润	66	81	112	156	210
所得税	(10)	(12)	(17)	(23)	(32)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	56	69	95	133	179
核心净利润	55	69	96	133	179
每股收益(人民币)	0.353	0.430	0.596	0.902	1.217
核心每股收益(人民币)	0.342	0.431	0.598	0.904	1.219
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.179	0.249
收入增长(%)	n.a.	17	35	34	31
息税前利润增长(%)	n.a.	20	38	39	34
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	21	41	36	31
每股收益增长(%)	n.a.	22	39	51	35
核心每股收益增长(%)	n.a.	26	39	51	35

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	66	81	112	156	210
折旧与摊销	14	17	27	33	39
净利息费用	3	0	0	0	(0)
运营资本变动	(108)	(12)	0	0	0
税金	10	12	17	23	32
其他经营现金流	97	47	(42)	(58)	(77)
经营活动产生的现金流	81	145	113	155	204
购买固定资产净值	(35)	392	(100)	(100)	(100)
投资减少/增加	1	0	0	0	0
其他投资现金流	(2)	(482)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(36)	(90)	(100)	(100)	(100)
净增权益	93	0	40	0	0
净增债务	(38)	0	49	0	0
支付股息	0	0	0	(29)	(40)
其他融资现金流	(84)	(8)	0	(0)	1
融资活动产生的现金流	(28)	(8)	76	(29)	(39)
现金变动	16	48	90	26	65
期初现金	28	49	91	181	206
公司自由现金流	45	56	15	57	106
权益自由现金流	4	56	62	54	104

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	49	91	181	206	271
应收帐款	35	32	44	59	77
库存	37	35	47	62	81
其他流动资产	67	64	87	116	152
流动资产总计	188	223	358	443	582
固定资产	169	187	271	341	405
无形资产	10	17	16	16	16
其他长期资产	17	69	60	57	54
长期资产总计	197	275	348	415	476
总资产	385	497	706	858	1,057
应付帐款	49	57	76	101	131
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	93	132	150	174	203
流动负债总计	142	189	226	275	335
长期借款	0	0	49	49	49
其他长期负债	0	4	4	4	4
股本	120	120	160	160	160
储备	123	184	279	383	522
股东权益	243	304	439	530	669
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	385	497	706	858	1,057
每股帐面价值(人民币)	1.52	1.90	2.75	3.31	4.18
每股有形资产(人民币)	1.94	2.39	2.64	3.50	4.45
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.41)	(0.76)	(0.82)	(0.98)	(1.39)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	14.1	14.6	15.2	15.5	15.5
息税前利润率(%)	11.7	12.0	12.3	12.8	13.0
税前利润率(%)	11.4	11.9	12.3	12.7	13.1
净利率(%)	9.8	10.2	10.4	10.8	11.1
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.2	1.6	1.6	1.7
利息覆盖率(倍)	22.7	197.8	89.3	62.1	83.3
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.1	1.0	1.4	1.4	1.5
估值					
市盈率(倍)	63.0	51.8	37.3	24.7	18.3
核心业务市盈率(倍)	64.9	51.6	37.2	24.6	18.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	78.9	62.6	45.2	29.9	22.2
市净率(倍)	14.6	11.7	8.1	6.7	5.3
价格/现金流(倍)	44.0	24.5	31.3	23.0	17.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	42.8	35.1	24.6	17.9	13.4
周转率					
存货周转天数	34.6	30.0	25.5	25.6	25.7
应收帐款周转天数	21.8	17.5	15.2	15.3	15.4
应付帐款周转天数	31.0	30.8	26.6	26.3	26.3
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	0.0	21.6	22.2
净资产收益率(%)	23.3	22.6	25.7	27.7	29.8
资产收益率(%)	15.1	13.9	15.9	17.0	18.7
已运用资本收益率(%)	28.1	26.9	29.2	30.1	32.8

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

索菲亚 (002572.CH/人民币 39.43, 买入)

欧派家居(603833.CH/人民币 112.33, 买入)

尚品宅配(300616.CH/人民币 156.00, 买入)

以 2017 年 10 月 12 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371