

消费升级与娱乐研究中心

我乐家居 (603326.SH) 买入 (上调评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 20.64 元
 目标价格 (人民币): 26.60-26.60 元

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)	3,331.71
年内股价最高最低(元)	29.00/14.21
沪深 300 指数	4074.25
上证指数	3279.25

高端橱柜专家，全屋业务进入收获期

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	0.56	0.89	1.39
每股净资产(元)	2.02	2.53	4.58	5.10	6.04
每股经营性现金流(元)	0.67	1.21	0.56	1.20	1.74
市盈率(倍)	N/A	N/A	37	23	15
行业优化市盈率(倍)	32	33	34	34	34
净利润增长率(%)	50.84%	21.77%	31.19%	57.55%	56.98%
净资产收益率(%)	23.27%	22.61%	12.30%	17.40%	23.09%
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

投资逻辑

- **整体橱柜后起之秀，全屋定制推进先驱。**公司成立于 2005 年，以整体橱柜业务起家，多年名列国内前十大橱柜品牌。2016 年，公司开始全力推进全屋定制业务。
- **整体橱柜行业成长依旧，份额确定性向龙头集中。**家具行业从今年开始逐步回归 7%-8% 之间的中速平稳增长，且明年突破万亿级规模。2017 年整体橱柜行业规模 1,300 亿元，根据我们的测算，2020 年整体橱柜需求将突破 1,700 万套。但是行业集中度依然很低，龙头公司市占率显著低于发达国家。目前整体橱柜行业渗透率已经较高，后续渗透率提升将会有所放缓，行业仍处集中度提升阶段。
- **全屋定制：扩容规模、巩固优势、拉大差距。**全屋定制可以扩容行业规模、提升利润率，是企业致力推进该业务的重要原因。通过多品类渗透，我们预计 2020 年，全屋定制规模将超过 4,200 亿元。定制家居企业切入全屋定制，将直接带动终端客单价提升，增强盈利能力，在此过程中，诸如“前店后厂”模式等不具备大规模柔性制造能力的家居企业将逐步被淘汰。
- **整体橱柜专家，持续加码全屋定制。**公司卡位 34-45 岁人群，使得原创设计优势尽显。极强的智能柔性制造能力，让公司具备切入全屋定制的能力。对于公司未来成长，我们认为，现有橱柜门店单店收入的增长将拉动橱柜收入增长。全屋定制业务方面，公司具备充足开店空间，且现有市场环境足以支撑全屋门店落地，新设门店将促使全屋业务步入快速发展通道。公司募投产能建设完成 2017 年已经拥有 5 亿全屋产值，今年 9 月将再释放 5 亿，且 2019 年仍有产能投放，看好产能瓶颈突破后的长效增长。

估值与投资建议

- 公司产品精准卡位 35-45 岁消费能力较强人群，募投产能已经释放，开店空间广阔，全屋定制业务将是未来主要增长极。我们预测公司 2017-2019 年完全摊薄后 EPS 分别为 0.56/0.89/1.39 元，给予公司 2018 年 PE 30X，对应目标价为 26.64 元/股，上调评级至“买入”。

风险

- 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；橱柜单店增长不及预期；新增产能无法及时消化。

相关报告

- 1.《我乐家居 2017 年半年报点评-渠道建设成效已现，新建产能年内...》，2017.8.28
- 2.《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

内容目录

估值及投资评级.....	4
整体橱柜后起之秀，全屋定制推进先驱.....	4
整体橱柜行业稳健增长，行业集中度不断提高.....	7
家具增长将回归常态，看好整体橱柜份额向龙头企业集中.....	7
全屋定制：扩容规模、巩固优势、拉大差距.....	14
消费者存在全屋定制诉求，企业具备发展全屋定制动力.....	14
我乐家居：高端整体橱柜专家，全面发力全屋定制.....	17
公司业务体量虽不大，但差异化优势明显.....	17
同店增长将促使橱柜延续稳发展.....	21
持续加码全屋定制，打造核心增长极.....	22
风险提示.....	24
盈利预测.....	25
关键假设.....	25

图表目录

图表 1：可比公司估值情况.....	4
图表 2：我乐家居公司股权结构以及限售股解禁时间与比例.....	5
图表 3：我乐家居主营收入结构.....	5
图表 4：我乐家居毛利结构.....	5
图表 5：我乐家居主营收入情况.....	6
图表 6：我乐家居净利润情况.....	6
图表 7：我乐家居 17 年前三季收入增速行业领跑（%）.....	6
图表 8：我乐家居 17 年前三季净利润增长情况（%）.....	6
图表 9：2017 年我乐家居毛利率情况（%）.....	6
图表 10：销售费用率提升影响净利率提高（%）.....	6
图表 11：家具行业全年保持 10% 以上增长.....	7
图表 12：2017 年地产收获 5 个点小幅增长.....	7
图表 13：从图形上看家具滞后地产 8-14 个月.....	8
图表 14：商品房销售与家具销售滞后 8 个月相关性最强.....	8
图表 15：住宅竣工面积与家具销售滞后 21 个月.....	9
图表 16：2016 年竣工住宅家具需求将从明年开始释放.....	9
图表 17：全球整体橱柜行业市场规模.....	9
图表 18：整体橱柜渗透率已在 55% 以上.....	10
图表 19：千亿级整体橱柜市场已经确定.....	10
图表 20：国内整体橱柜行业各类品牌占比情况.....	10
图表 21：整体橱柜行业 CR5 占比不足 5%.....	10
图表 22：德国柏丽橱柜营业收入情况.....	11

图表 23: 上市橱柜企业与非上市橱柜企业在全国渠道布局上差异明显	11
图表 24: 上市公司整体橱柜产能建设项目	12
图表 25: 全装修政策之下橱柜企业的 B 端渠道拓展情况	12
图表 26: 国内整体橱柜产量情况	13
图表 27: 未来整体橱柜市场需求将突破 1,700 万套	13
图表 28: 小户型装修比例较高成为全屋定制发展的基础	14
图表 29: 全屋定制未来具备较大提升空间	14
图表 30: 全屋定制的成长就是对成品家具的渗透和手工打制家具的替代	15
图表 31: 2020 年全屋定制行业突破 4200 亿元	15
图表 32: 拥有全屋定制制造能力的企业具备较强盈利能力	16
图表 33: 定制家居全流程信息化示意图	17
图表 34: 尚品宅配官网更强调自主设计具备较强的引流效果, 而公司官网侧重产品展示	19
图表 35: 我乐家居产品制造流程	20
图表 36: 我乐家居制造端生产设备先进	21
图表 37: 我乐家居橱柜业务增长情况	21
图表 38: 我乐家居单店收入前五	21
图表 39: 近三年我乐家居单店收入快速增长	22
图表 40: 我乐家居区域性单店收入差异较大	22
图表 41: 我乐家居 2017 年全屋定制新品——新中式	22
图表 42: 我乐家居商场店	23
图表 43: 上市前我乐家居产能情况	24
图表 44: 我乐家居盈利预测	25

估值及投资评级

- **上调评级至“买入”。**公司以高端整体橱柜业务为依托，全力推进全屋定制业务。IPO 上市后，公司全屋定制业务实现产能瓶颈的突破，成为公司未来高速发展的主要驱动力。我们选取索菲亚、金牌厨柜、皮阿诺、尚品宅配、欧派家居、好莱客和志邦股份作为估值参考。可比公司 2017-2019 年预测 PE 中值分别为 47/35/27 倍。我们预测公司 2017-2019 年完全摊薄后 EPS 分别为 0.56/0.89/1.39 元，给予公司 2018 年 PE 30X，对应目标价为 26.64 元/股，上调评级至“买入”。

图表 1：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)				PB (倍)	EPS CAGR (%)	PEG (倍)
				2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E			
002572	索菲亚	34.70	320.43	1.48	1.04	1.35	1.82	23	33	26	19	0.0	7.2	3.3
603180	金牌厨柜	175.81	118.67	1.92	2.43	3.33	4.60	92	72	53	38	19.5	33.9	2.7
002853	皮阿诺	29.05	45.13	1.88	0.79	1.05	1.37	15	37	28	21	0.0	(10.1)	(1.5)
300616	尚品宅配	203.11	224.21	3.15	3.49	4.88	6.53	64	58	42	31	0.0	27.5	2.3
603833	欧派家居	144.88	609.36	2.54	3.01	3.97	5.18	57	48	36	28	11.7	26.8	2.1
603898	好莱客	29.67	95.05	0.86	1.09	1.44	1.90	35	27	21	16	0.0	30.1	1.1
603801	志邦股份	69.80	111.68	1.48	1.46	2.05	2.74	47	47	35	27	0.0	20.5	2.3
平均								48	46	34	26	4.5	19.4	1.8
中值								47	47	35	27	0.0	26.8	2.3
603326	我乐家居	20.64	33.32	0.57	0.56	0.89	1.39	36	37	23	15	4.5	34.5	1.0

来源：Wind，国金证券研究所 注：市盈率以 2018 年 3 月 19 日收盘价计算

整体橱柜后起之秀，全屋定制推进先驱

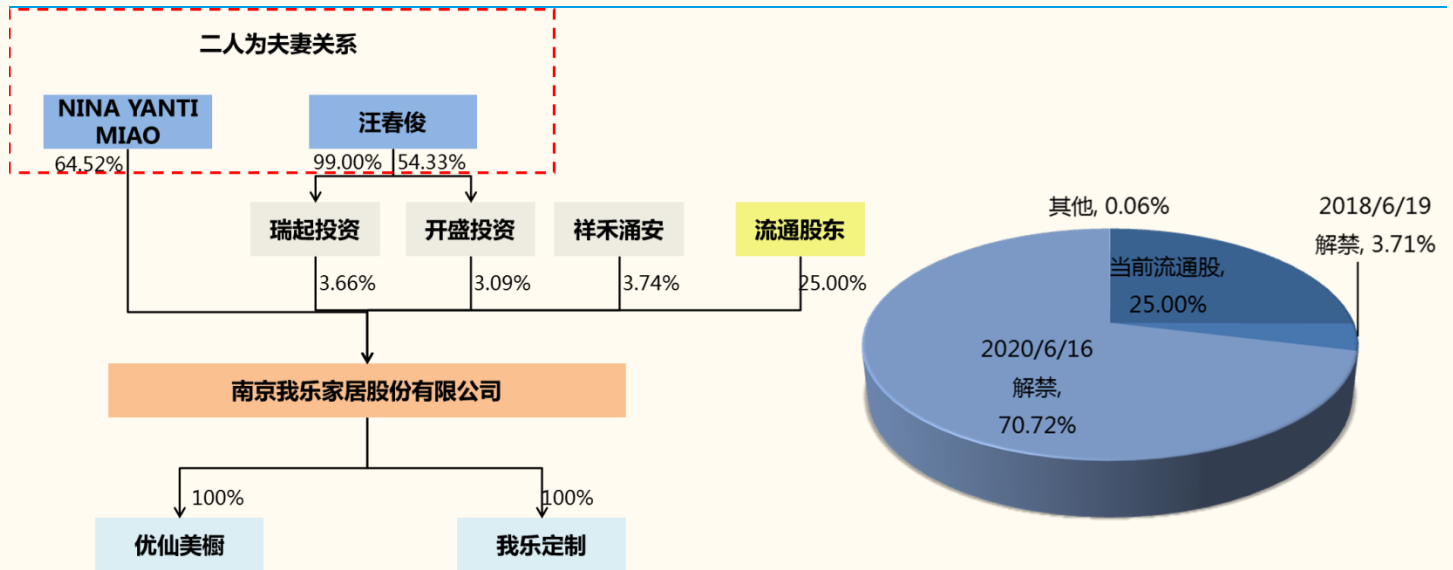
公司简介：南京我乐家居股份有限公司成立于 2005 年，是一家集欧洲设计与德国制造工艺于一体的整体橱柜制造企业。2015 年，公司开始布局全屋定制业务，2016 年开始投放市场。

管理层简介：公司董事长缪妍缇女士，美籍华人，博士研究生学历，曾担任美国知名通讯企业朗讯科技的工程研究员。公司董事兼总经理汪春俊先生，曾先后任职迪生电子分公司和南京柏汇木业，2006 年开始担任公司总经理一职。

股权结构：公司总股本为 1.61 亿股，董事长缪妍缇女士（NINA YANTI MIAO）直接持有公司 64.52% 的股份，董事兼总经理汪春俊先生通过瑞起投资与开盛投资合计 6.75% 的股份。两人为夫妻关系，是公司的共同实际控制人。

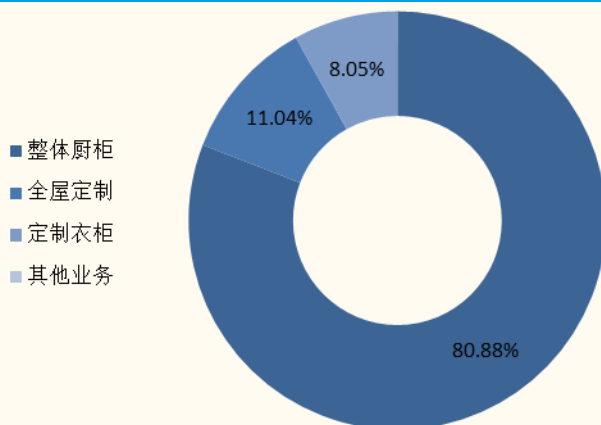
融资历史与大小非情况：公司于 2017 年 6 月 16 日在上海证券交易所上市，新发 4,000 万股，发行价格为 9.87 元/股，募集总额 3.95 亿元，发行后总股本为 1.61 亿股。祥禾涌安持有的 597.60 万股，将于 2018 年 6 月 19 日解禁，占公司总股本的 3.71%。

图表 2：我乐家居公司股权结构以及限售股解禁时间与比例



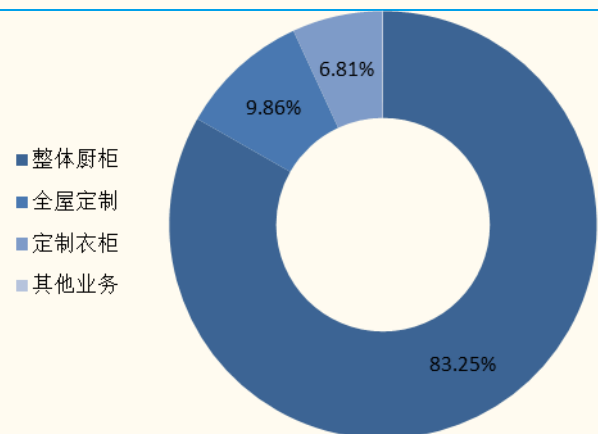
来源：公司招股说明书，wind，国金证券研究所

图表 3：我乐家居主营收入结构



来源：wind，国金证券研究所

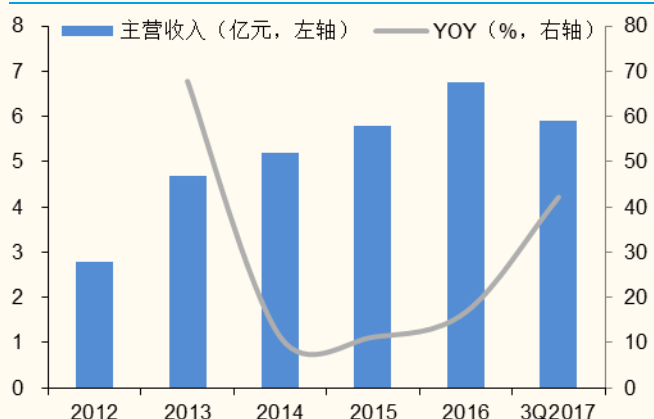
图表 4：我乐家居毛利结构



来源：wind，国金证券研究所

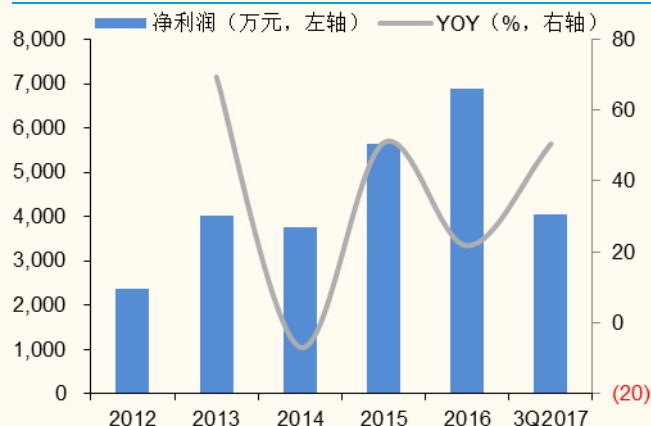
- 经销商调整成效开始显现，加速推进门店扩张。2016 年，公司对原有经销体系进行调整，至年底门店总数为 731 家。虽然较 2015 年门店减少 56 家，但是经销商调整成效在 2017 年已经开始显现。首先，2017 年前三季度公司收入和净利润分别为 5.92 亿元和 4046.16 万元，同比分别增长 42.22%和 50.54%，增速为近年最快；另一方面，2017 年上半年，公司净增门店 100 家，总门店达到 860 多家，预计全年门店将增加 200-300 家，总数接近千家，这一速度不仅是近年最快，同时在整个定制家居行业中也名列前茅。我们认为，综合新增门店运营周期来看，公司 17 年新增门店大部分将从 2018 年开始贡献收入，奠定收入持续高增的基础。

图表 5：我乐家居主营收入情况



来源：wind，国金证券研究所

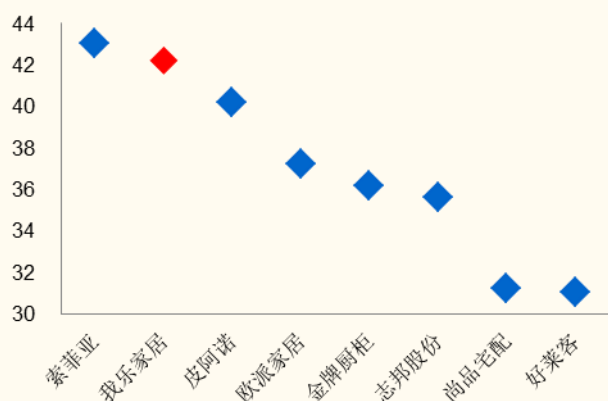
图表 6：我乐家居净利润情况



来源：wind，国金证券研究所

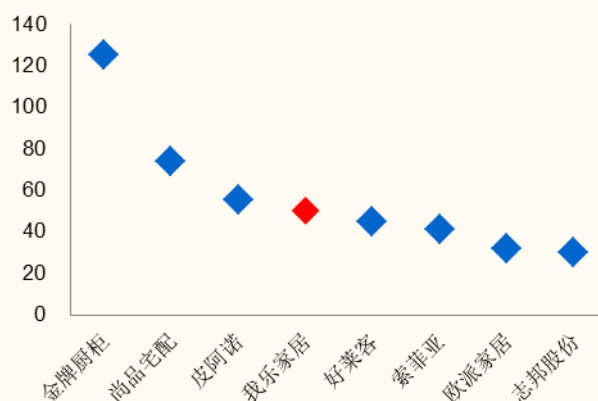
- 全屋业务缔造行业领先增长，并推动盈利能力日益增强。2017 年，公司采取了橱柜+全屋定制的双线发展策略，并开始逐步将业务重心从橱柜业务转向全屋业务。从盈利能力上看，全屋定制业务致力于为消费者提供一站式家居服务，对应的终端客单价也明显高于单品类定制家具，促使公司毛利率水平在 15 年之后持续攀升，前三季同比提升 4.76pct，达到 37.09%。公司于 2016 年在南京开启直营策略，推进全屋定制业务发展，17 年前三季度直营门店的收入也获得大幅提升。不过，由于直营业务先期投入大，相应地，公司的销售费用增长 86.58%，销售费用率同比提升 4.34pct.，导致公司净利率同比仅提升 0.36pct.，显著低于毛利率提升幅度。

图表 7：我乐家居 17 年前三季度收入增速行业领跑 (%)



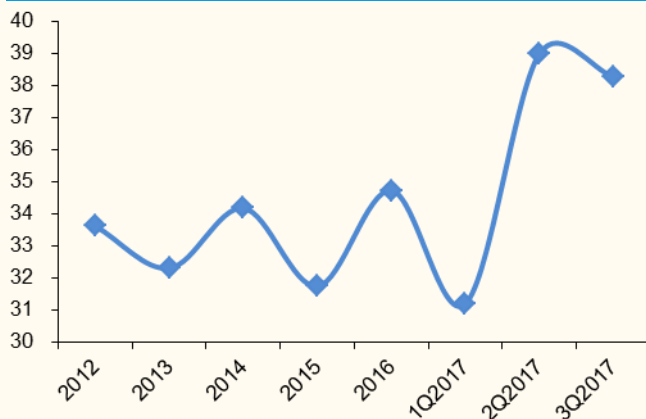
来源：wind，国金证券研究所

图表 8：我乐家居 17 年前三季度净利润增长情况 (%)

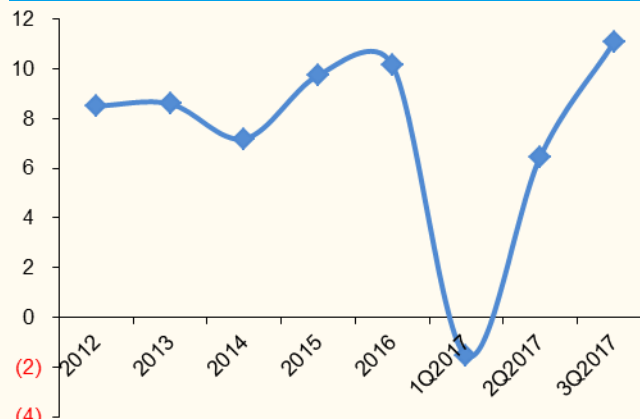


来源：wind，国金证券研究所

图表 9：2017 年我乐家居毛利率情况 (%)



图表 10：销售费用率提升影响净利率提高 (%)



来源：wind，国金证券研究所

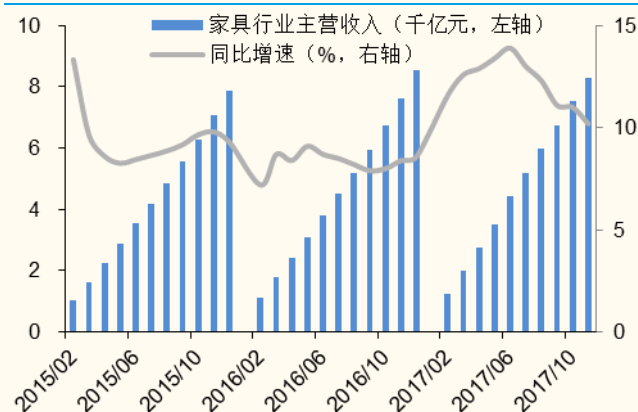
来源：wind，国金证券研究所

整体橱柜行业稳健增长，行业集中度不断提高

家具增长将回归常态，看好整体橱柜份额向龙头企业集中

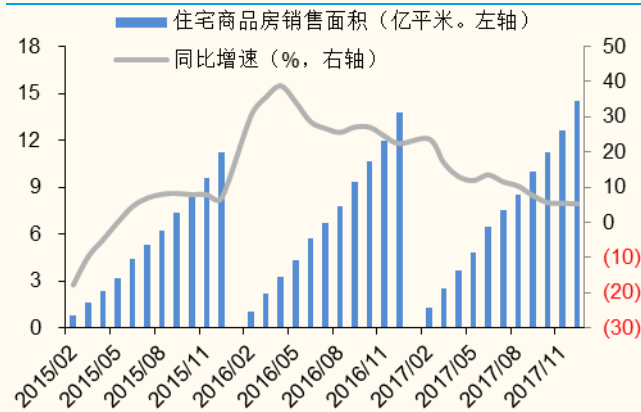
- 今年地产小阳春后周期效应“消散”后，家具行业将回归常态增长。截止到 2017 年前 11 个月，家具行业收入仍然有 10.20% 的增长，收入规模 8,281.10 亿元。从 2017 年下半年开始，家具收入的增速逐步放缓，前 11 月的增速较峰值下降了 3.7pct。而家具增长放缓基本与 2016 年商品房销售增速放缓同步，也就是说从 17 年下半年起，地产小阳春的后周期效应就正在“消散”，但 2017 年行业仍将维持 10% 以上的增长。

图表 11：家具行业全年保持 10% 以上增长



来源：wind，国金证券研究所

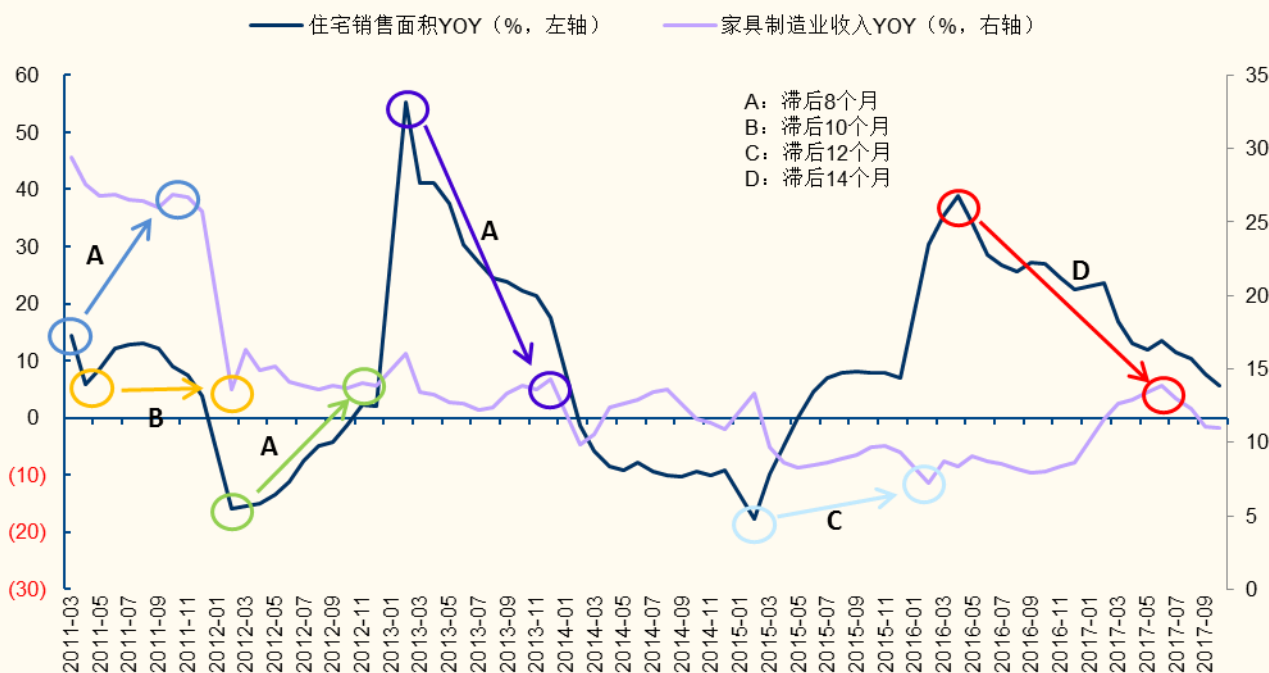
图表 12：2017 年地产收获 5 个点小幅增长



来源：wind，国金证券研究所

- 根据我们的相关性研究，家具销售大致滞后于地产销售 8-14 个月。直观从图上看，2015 年 2 月，商品房销售增速为 -17.80%，为 2015 至 2015 年度的最低值。而家具行业 2015 至 2016 年的最低增速出现在 2016 年的 2 月增速为 7.20%，滞后期正好 12 个月。2016 年地产小阳春，商品房销售迎来爆发式增长，4 月销售增速达到 38.80% 为峰值，而目前来看家具行业增速的峰值出现在今年的 6 月为 13.90%，滞后跨度期为 14 个月，地产销售和家具销售之间的滞后周期在逐渐加长。从数据上看，商品房销售对每个月的家具体销售都存在相关性影响。其中，我们无法完全排除上一个售房周期所产生的家具需求对当期家具销售的持续影响。不过，相关系数只有在第 8 个月的时候数值最大，表明商品房在售出 8 个月对家具的消费需求释放的最为明显。基于以上观点，2017 年前 8 个月的地产销售仍然保持相对良好的增长，因此预计今年上半年家具行业依旧可以收获相对较好的增长。

图表 13：从图形上看家具滞后地产 8-14 个月



来源：wind，国金证券研究所

图表 14：商品房销售与家具销售滞后 8 个月相关性最强

	相关系数	P-Value
当月	0.2466	0.0029
滞后 1 月	0.3478	0.0001
滞后 2 月	0.3585	0
滞后 3 月	0.4189	0
滞后 4 月	0.4653	0
滞后 5 月	0.3986	0
滞后 6 月	0.3626	0
滞后 7 月	0.4354	0
滞后 8 月	0.4903	0
滞后 9 月	0.4261	0

来源：wind，国金证券研究所

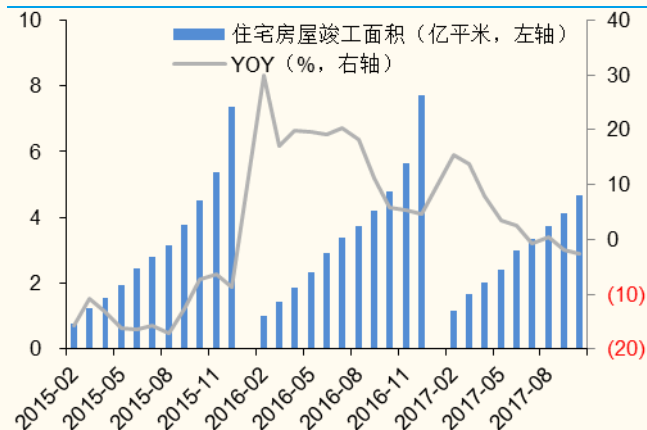
- 我们检验了住宅房屋竣工面积与家具销售之间的相关性。从数据结果上看，滞后 21 个月后，住宅房屋竣工面积与家具销售增长有明显相关性。据此推算，2017 年前 11 月产生家具需求的住宅房屋，主要来自 2015 年 3 月至 12 月竣工的房屋。而在这一阶段内，住宅房屋竣工面积的平均增速为-12.47%。今年开始，由 2016 年 2 月至 2017 年 6 月的住宅房屋竣工面积所产生的家具需求将逐步开始释放，而在此期间内竣工面积的平均增速为 13.37%。也就是说，伴随历史住宅房屋竣工面积增速的转正，今年家具行业的增长有可能再提速。因此，总结来看，我们认为，家具行业将从今年开始逐步回归 7%-8%之间的中速平稳增长，且明年必将突破万亿级市场规模。

图表 15：住宅竣工面积与家具销售滞后 21 个月

	相关系数	P-Value
当期	0.1866	0.0251
滞后 3 个月	0.2521	0.0040
滞后 6 个月	0.2270	0.0106
滞后 9 个月	0.1399	0.1213
滞后 12 个月	0.2509	0.0036
滞后 15 个月	0.2772	0.0023
滞后 18 个月	0.3391	0.0002
滞后 21 个月	0.4080	0.0000
滞后 24 个月	0.3770	0.0000

来源：wind，国金证券研究所

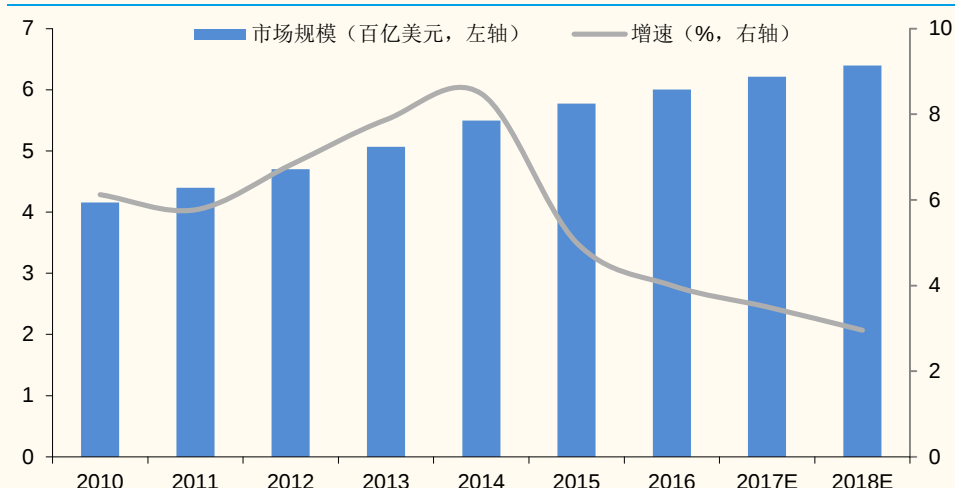
图表 16：2016 年竣工住宅家具需求将从明年开始释放



来源：wind，国金证券研究所

- **全球整体橱柜市场规模已经基本稳定。**橱柜理念最早出现在上世纪 20 年代的欧洲。到了 60 年代，将橱柜与厨电产品进行集成的整体橱柜概念出现并得到快速发展。行业内一般将厨房空间的组件分为“金木水火土”五大类，整体橱柜是家居中唯一涉及上述五种品类的产品。整体橱柜更加注重产品款式的艺术性，且借助人性化设计使得产品更加符合人体工程学标准。Freedonia Group 估计，2016 年全球整体橱柜行业市场规模约 600 亿美元左右，预计到 2018 年全球整体橱柜市场规模将到达 640 亿美元左右。

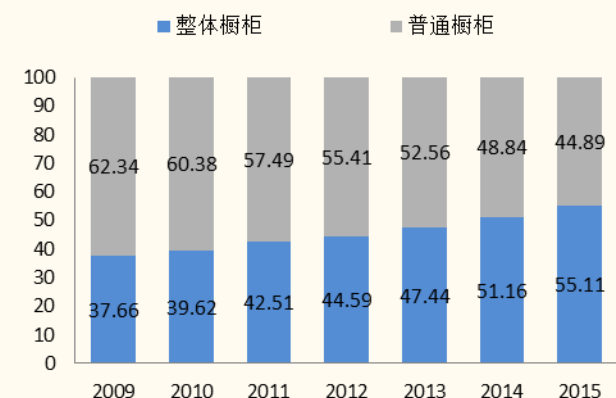
图表 17：全球整体橱柜行业市场规模



来源：Freedonia Group，国金证券研究所

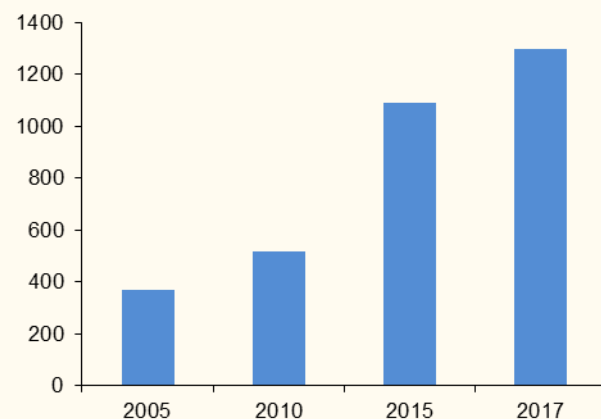
- **国内整体橱柜进入成熟发展阶段，千亿级市场规模已经确定。**上世纪 80 年代，国家提出住房制度改革，开启了国内房地产行业的热潮，同时也带动了整体橱柜行业的崛起。但当时整体橱柜品牌少、价格高、市场普及率低、在设计上侧重满足基本功能需求。从 90 年代开始，整体橱柜在设计、品质等方面开始明显改善。进入 21 世纪后，建设部颁布《住宅室内装饰装修管理办法》，促使整体橱柜行业迎来了快速发展期。目前整体橱柜的概念已深入人心，成为兼具专业化研发设计、柔性生产、信息化与智能化融合发展的消费升级产品。根据智研咨询数据，2015 年我国整体橱柜产量为 1,375 万套，渗透率为 55%。2015 年中装协发布的 1,092 亿元整体橱柜市场规模相符，2017 中装协公布整体橱柜市场规模为 1,300 亿元，与我们在定制家居行业报告《资本助力，群雄并起》中，测算的 2017 年 1,322 亿元的整体橱柜市场规模基本相符。

图表 18：整体橱柜渗透率已在 55% 以上



来源：智研咨询，国金证券研究所

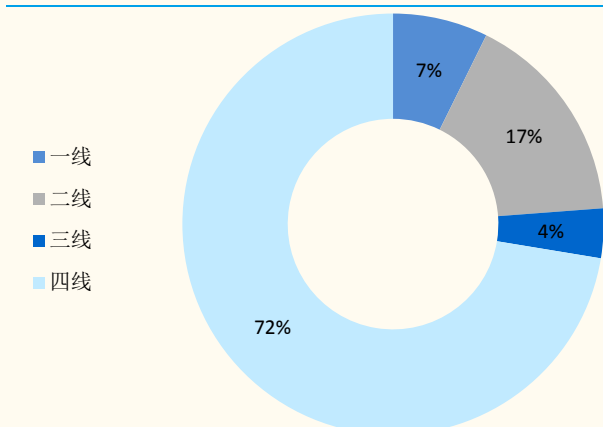
图表 19：千亿级整体橱柜市场已经确定



来源：中装协，国金证券研究所

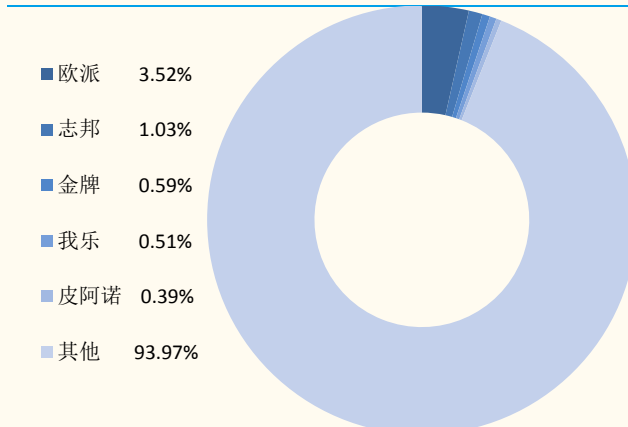
- 橱柜行业企业众多、集中度低，对比发达国家提升空间大。目前，国内整体橱柜行业约有品牌 1,068 个，其中一线企业 78 家，占比为 7.3%，二线企业 176 家，占比为 16.5%，两类企业合计占比不超过 30%。同时，相关橱柜企业收入规模差距较大，营收超过 10 亿级的企业极少。结合中装协发布的 2015 年国内整体橱柜市场规模测算，国内整体橱柜行业 CR5 市场占有率不足 5%，其中行业龙头欧派家居的市场占有率仅为 3.52%。而 2015 年德国橱柜行业 CR5 约为 65%，其中龙头品牌 Nobilia（柏丽橱柜）市占率接近 30%。

图表 20：国内整体橱柜行业各类品牌占比情况



来源：中华橱柜网，国金证券研究所

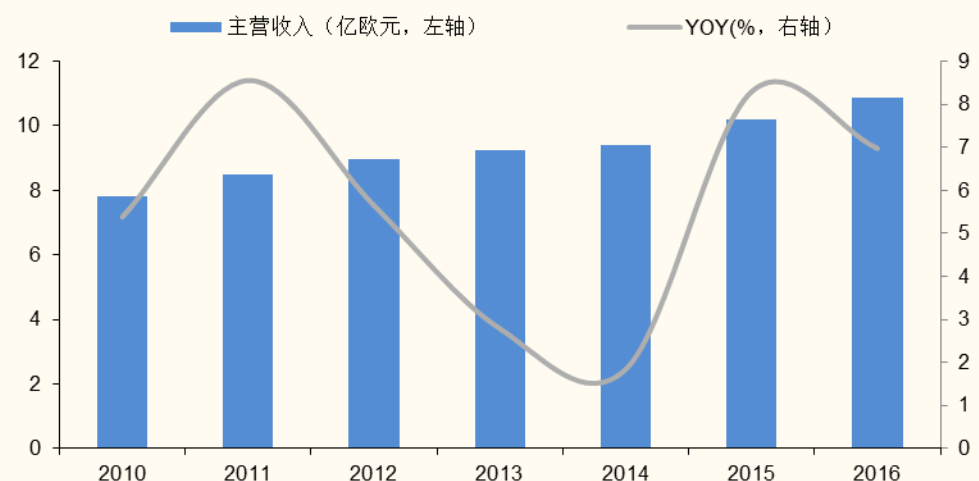
图表 21：整体橱柜行业 CR5 占比不足 5%



来源：wind&中装协，国金证券研究所

- 2016 年，Nobilia 销售收入为 10.89 亿欧元，同比增长 6.97%，收入规模略大于国内龙头欧派家居。但从行业增长来看，国内整体橱柜行业至少可以维持在 15% 以上的高速增长，而全欧洲 2016 年整体橱柜行业增速仅为 2.3%。同时，在市场容量方面，德国整体橱柜市场规模仅为 36 亿欧元左右，而国内市场约为其 5 倍。换句话说，虽然现阶段国内整体橱柜行业已经进入较成熟阶段，但无论是市场规模还是增长速度，都比欧洲等发达地区为强。因此，我们认为，目前国内橱柜行业相对还处在“大锅饭”、“一荣俱荣”的状态，行业的稳健增长将持续为各类橱柜企业提供生存“土壤”。但当行业增速开始放缓时，具备品牌、产能和渠道优势的上市橱柜企业将尽显竞争优势，加速市场份额的抢占，压缩中小企业的生存空间。2018 年，作为地产后周期效应“退散”的一年，或可能开启整体橱柜行业加速提升集中度的周期。

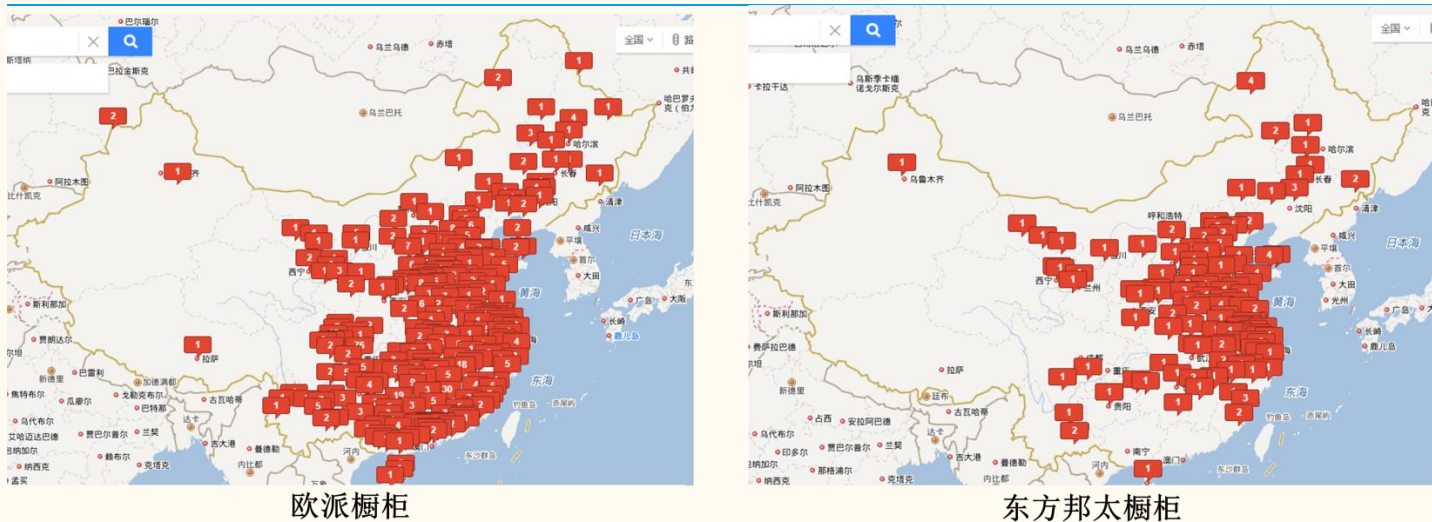
图表 22：德国柏丽橱柜营业收入情况



来源：Nobilite-Werke J.Stickling GmbH&Co.KG，国金证券研究所

- 为什么我们看好整体橱柜行业集中度提升？1) 参考智研咨询的数据和我们的行业调研情况，整体橱柜行业渗透率目前大致在 50%-60%。与其他定制家居品类相比，其渗透率已经处在较高水平。同时，相比于欧洲国家 70%-80% 的渗透率，国内整体橱柜渗透率仍会继续提升，但可能相对提升速度会有所放缓。在这样的情况下，实际上就已经开始进入橱柜企业终端销售“拼刺刀”的阶段，谁的渠道更多、布局更完善、销售能力更强、服务能力更突出、品牌影响力更大，谁就可以有更大的市场份额。这也就解释了为什么 17 年整体橱柜企业密集 IPO 后，上市企业要加速扩充渠道。我们若以 1,000 家门店作为未来行业渠道“白刃战”的基本要求，那么在现存 1,068 家橱柜企业中，将有大批量企业在集中度提升的初始竞争中被淘汰。

图表 23：上市橱柜企业与非上市橱柜企业在全国渠道布局上差异明显



来源：百度地图，国金证券研究所，注：东方邦太为国内十大整体橱柜品牌

- 2) 整体橱柜企业密集上市，除了通过提升渠道建设速度，抢占前端销售资源优势之外，新产能的建设将会成为上市橱柜企业市占率提升的核心推手。17 年上市的 5 家整体橱柜企业，一方面将工业 4.0 作为 IPO 募投产能的最终建设目标，另一方面也开始进行全国性产能布局。我们认为，上市橱柜企业的产能布局，基本上与销售渠道扩张匹配，实现了渠道消化产能、产能支持销售的格局。2018 年作为橱柜企业密集上市后，募投产能开始释放的一年，区域性小品牌将面临上市企业抢占市场份额的首轮冲击。另一方面，充足的产能储备和完善的布局，也会让上市企业在经销商招商环节更具竞争优势。对经销商而言，具备充足产能储备的定制家居企业，往往能

够提供更大的让利空间和更强销售支持，具备极强的品牌吸引力。在目前定制家居 C 端销售尚未实现品牌化竞争的情况下，新产能建设将支撑上市企业提升在招商环节的占有率，促使企业获得更加优秀的终端经销商。

图表 24：上市公司整体橱柜产能建设项目

	项目名称	投资总金额 (亿元)	建设进度 (截至 2017H1)	达产时间	达产后产能	达产后新增收入 (亿元)
皮阿诺	中山阜沙产能扩建项目	1.54	1.19%	2019 年达产	4 万套定制橱柜/年以及 4 万套定制衣柜/年的产能,	3.96
	天津静海产能建设项目一期	2.04	34.12%	2020 年达产	8 万套定制橱柜/年以及 5 万套定制衣柜/年的产能	6.9
	广州年产 15 万套橱柜生产线建设项目	2.95	未开工	2018 年底	15 万套橱柜产能	8.4
	天津年产 15 万套橱柜生产线建设项目	2.92	已投产	-	16 万套橱柜产能	8.4
欧派家居	广州年产 30 万套衣柜生产线建设项目	3.41	未开工	2018 年底	30 万套衣柜产能	7.89
	无锡生产基地（一期）建设项目	7.8	62.44%	2018 年初	30 万套衣柜产能, 10 万套橱柜产能, 50 万套抽油烟机产能、50 万套燃气灶产能	23.1
	年产 60 万樘木门生产线建设项目	2.83	未开工	2018 年底	60 万樘产能	7.8
金牌厨柜	江苏金牌年产 7 万套整体橱柜建设项目	1.6	71.88%	2018 年	7 万套整体橱柜产能	5.85
	江苏金牌年产 6 万套整体橱柜扩建项目	1.38	8.70%	2019 年	6 万套整体橱柜产能	5.02
	三期项目工程	1.28	65.63%	2018 年	6 万套整体橱柜产能	5.02
我乐家居	全屋定制智能家居系统项目	4.05	100%	2017 年底	全屋定制家居 174 万平方米; 实木家具 8.3 万平方米; 台面 8.3 万平方米	5.17
志邦股份	年产 20 万套整体橱柜建设项目	3.37	29.27%	2019 年	20 万套整体橱柜产能	13
	年产 12 万套定制衣柜建设项目	1.32	32.58%	2019 年	12 万套定制衣柜产能	3.12
索菲亚	华中基地一期	4.35	58.25%	2019 年 5 月	8.2 万套橱柜产能	约 7.3
合计		35.94				96.95

来源：各公司招股说明书，国金证券研究所

- 3) 国家和地方政府从 2016 年就开始推进全装修房屋的发展，综合有关规范要求，在全装修交房标准中，厨房和卫生间的基本设施必须完备。2017 年橱柜企业已经开始借助产业园区等形式，开展与地产公司工程业务合作，而今年将开始逐步进入收获期。虽然全装修房屋的推进，在一定程度上确实会影响橱柜企业的 C 端销售，但是若能作为地产商的合作企业，或者进入供应商名单，将能够通过批量供货的方式，实现市场份额的快速提升。作为橱柜 B 端业务的下游行业，实际上地产行业的集中度已经比较高了，而且从 2017 年全年的销售数据来看，市场份额还在进一步向龙头地产公司集中。在这一趋势下，全装修房屋推进的过程中，地产企业将开始谋求能够长期，为其稳定保质保量供货的橱柜企业。也就是说，在地产行业份额集中和全装修推进的过程中，原本作为橱柜配套业务主力军的中小企业，市场份额将逐步被上市品牌企业取代，工程业务未来将成为上市橱柜企业重要的收入来源之一。

图表 25：全装修政策之下橱柜企业的 B 端渠道拓展情况

	皮阿诺	欧派家居	金牌厨柜	我乐家居	志邦股份	索菲亚
B 端渠道拓展	与河南恒大在兰考设立合资公司，该公司享有来源：恒大优先采购权	与保利地产、和记黄埔、华润等知名房地产商建立了合作关系	与中国金茂、复地、金科、中骏等几十家百强地产企业形成战略合作伙伴关系	恒大、中南建设、绿地、马鞍山置业	恒大、万科、龙湖、绿都	与河南恒大在兰考设立合资公司，为河南恒大提供衣柜和橱柜产品

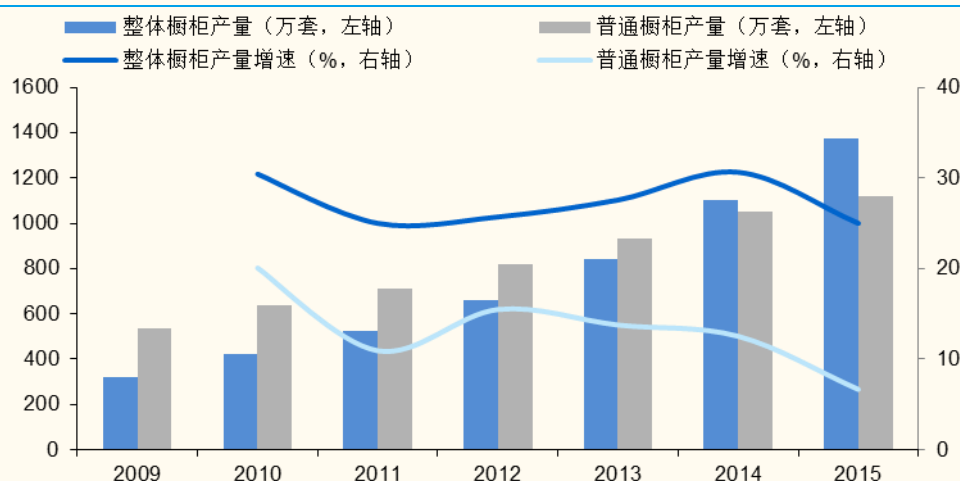
来源：各公司公告，国金证券研究所整理

- **小结：**目前已经上市的整体橱柜企业，在市场竞争中已经较非上市公司具备多重优势。未来看，市场竞争更多的是表现为携品牌、渠道和产能优势的龙头企业在渠道下沉过程中挤占众多区域性小品牌。
- **未来五年橱柜市场需求复合增速预计为 13.46%。**基于住宅商品房及保障房的历史销售数据，并做合理假设，我们对未来国内整体橱柜市场需求做出如下测算。预计到 2020 年，整体橱柜市场需求量将突破 1,700 万套，未来五年整体橱柜市场规模将实现 13.46% 的复合增长。

基本假设

- 假设每百平米住宅商品房和二次装修房屋以及 50% 的保障房具备一套橱柜消费需求；
- 根据智研咨询发布的全国整体橱柜产量的相关数据来看，2015 年，全国整体橱柜产量为 1,375 万套，渗透率为 55%。我们假设，2016 年国内整体橱柜行业的市场渗透率为 56.6%，2017-2020 年的渗透率分别为 59.60%、61.60%、62.60% 和 63.10%；

图表 26：国内整体橱柜产量情况



来源：智研咨询，国金证券研究所

- 考虑到地产后周期效应，假设住宅商品房和保障房现房完成销售后，整体橱柜的消费需求将在一年后出现；
- 考虑到地产后周期效应，假设住宅商品房期房交房期为 2 年，整体橱柜的消费需求将在一年后出现；
- 假设 2017 年住宅商品房期房销售面积增速为 10%；
- 假设 2017-2019 年，住宅商品房现房销售面积每年增速为 5%；
- 假设 60% 已销售商品房二次装修周期为 10 年；
- 基于以上假设，我们测算的整体橱柜未来市场需求量如下：

图表 27：未来整体橱柜市场需求将突破 1,700 万套

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
期房市场需求					
期房市场橱柜需求总量（万套）	899.34	814.70	865.04	1056.09	1161.69
整体橱柜渗透率	56.60%	59.600%	61.60%	62.600%	63.10%
期房市场整体橱柜需求总量（万套）	509.03	485.56	532.86	661.11	733.03
现房市场需求					
现房市场橱柜需求总量（万套）	259.02	319.31	335.28	352.04	369.64

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
整体橱柜渗透率	56.60%	59.600%	61.60%	62.600%	63.10%
现房市场整体橱柜需求总量 (万套)	146.60	190.31	206.53	220.38	233.25
二次装修市场需求					
二次装修市场橱柜需求总量 (万套)	347.11	387.96	490.95	414.96	603.29
整体橱柜渗透率	56.60%	59.60%	61.60%	62.60%	63.10%
二次装修市场整体橱柜需求总量 (万套)	196.47	231.22	302.43	259.77	380.68
保障性安居工程市场需求					
保障性安居工程市场橱柜需求总量 (万套)	391.50	450.23	517.76	595.42	684.74
整体橱柜渗透率	56.60%	59.60%	61.60%	62.60%	63.10%
保障性安居工程市场整体橱柜需求总量 (万套)	221.59	268.33	318.94	372.73	432.07
		21.10	18.86	16.87	15.92
合计商品房市场整体橱柜需求 (万套)	1073.69	1175.43	1360.76	1513.99	1779.02
增速 (%)		9.48	15.77	11.26	17.51

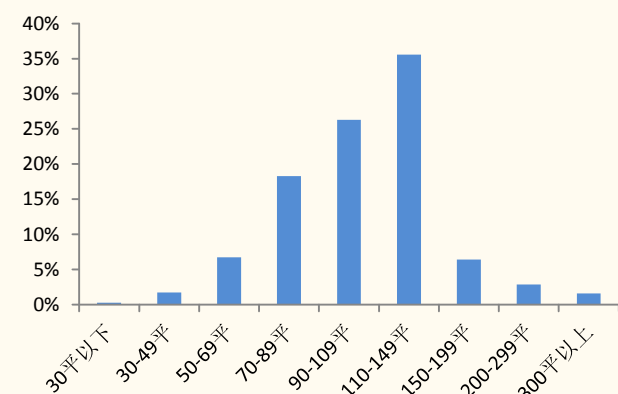
来源: wind, 国金证券研究所测算

全屋定制: 扩容规模、巩固优势、拉大差距

消费者存在全屋定制诉求, 企业具备发展全屋定制动力

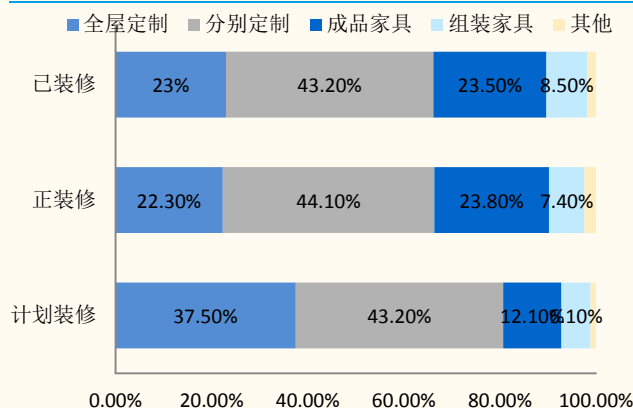
- **什么是全屋定制?** 从字面上理解, 全屋定制即对所有空间使用的家居产品实现定制。从具体的家居产品上看, 整体衣柜、整体书柜、酒柜、鞋柜、电视柜、步入式衣帽间、入墙衣柜、整体家具等多种称谓的产品均属于全屋定制范畴。全屋定制不仅仅是在销售定制家居产品, 更多的是企业在向消费者输出以设计为内核的一站式家居生活解决方案。
- **当代消费者具备全屋定制需求。** 从需求端来看, 80、90 后人群作为国内消费主力军, 该部分群体在经济快速发展的大背景下, 对任何消费都会有“快、方便”的倾向。在家居消费方面的表现为, 希望通过一到两个品牌, 解决全部家居需求。而全屋定制的一站式服务供应, 符合主力人群的消费需求。另一方面, 区别于传统成品家具和单品定制家居, 全屋定制在设计风格的统一性和协调性方面明显更具优势, 在为消费者省时省力完成家居配套的同时, 也满足了个性需求最大化。目前来看, 全屋定制在计划装修、正在装修和已装修房屋领域的平均渗透率为 27.60%, 对比分别定制的渗透率, 未来伴随消费者对“一站式购物”和“一体化家居”的诉求加强, 全屋定制市场渗透率提高将是必然事件。

图表 28: 小户型装修比例较高成为全屋定制发展的基础



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 29: 全屋定制未来具备较大提升空间



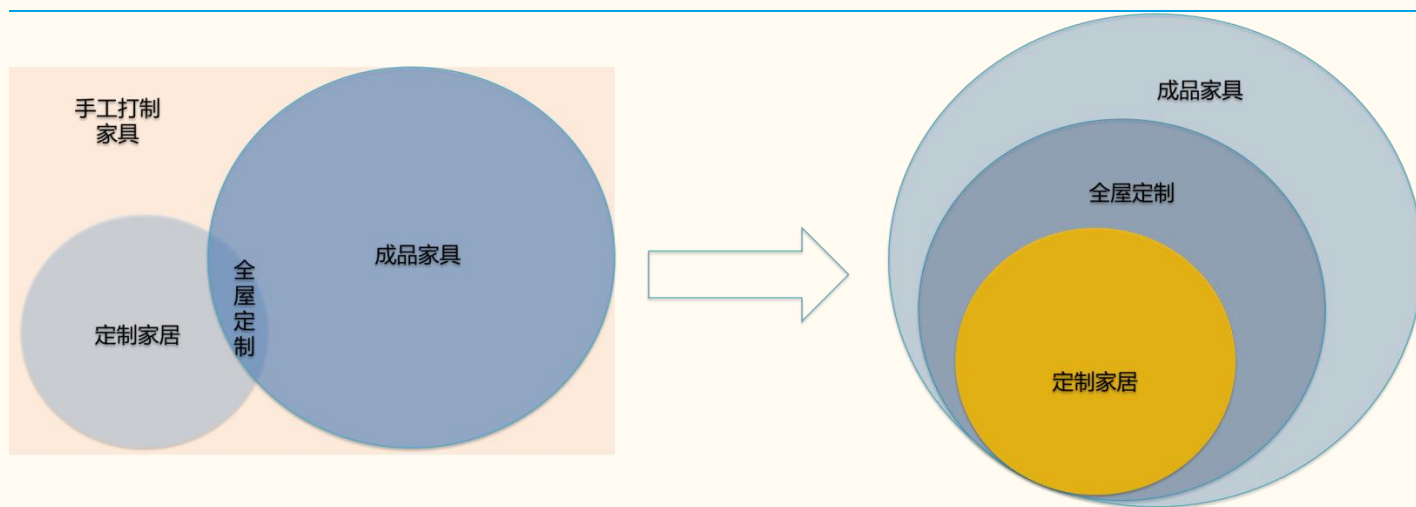
来源: 《2016 年中国厨卫市场及消费行为研究报告》, 国金证券研究所

- **企业为什么要发展全屋定制?** 现在已经上市的定制家居企业中, 欧派家居、索菲亚、尚品宅配、好莱客、志邦股份和我乐家居, 已经确定将全屋定制

和大家居作为未来发展的核心方向。而这些企业之所以在上市后加速新战略的推进和布局，我们认为主要原因在于，全屋定制可以扩容行业规模，并大幅提升利润率。

- **全屋定制市场的形成与成长，其实就是多品类的渗透。**全屋定制是在实现柜类定制的基础上，将桌椅等成品家具和沙发、床垫等软体家具，进行全面融合的整体家居解决方案。从品类上看，全屋定制涉及的产品显著多于定制家居，对应的行业规模也应显著大于定制家居。但目前来看，全屋定制不仅规模小于定制家居，而且还只是定制家居下属的领域。我们认为，全屋定制未来的成长，其实就是定制化对成品和软体家具的渗透，以及对手工打制家具的替代。所谓定制化的渗透，实际上就是设计风格的转变。被纳入全屋定制体系的成品和软体家具，将会与定制柜类保持统一设计调性，确保家居空间设计的整体性，并且会与同一制造商生产的非全屋体系内的产品有较为明显的设计差异。

图表 30：全屋定制的成长就是对成品家具的渗透和手工打制家具的替代



来源：国金证券研究所制作，注：图中成品家具包括软体家具

- 根据我们在《定制家居行业深度研究报告：资本助力、群雄并起》中的测算，2017 年定制家居行业整体市场规模 2,279 亿元，渗透率为 24%。我们以此测算结果为基础，假设成品家具的占比始终保持 50%，且到 2020 年全屋定制配套产品在成品家具中的渗透率为 10%，那么粗略估算届时全屋定制市场容量至少将达到 4,200 亿元以上。

图表 31：2020 年全屋定制行业突破 4200 亿元

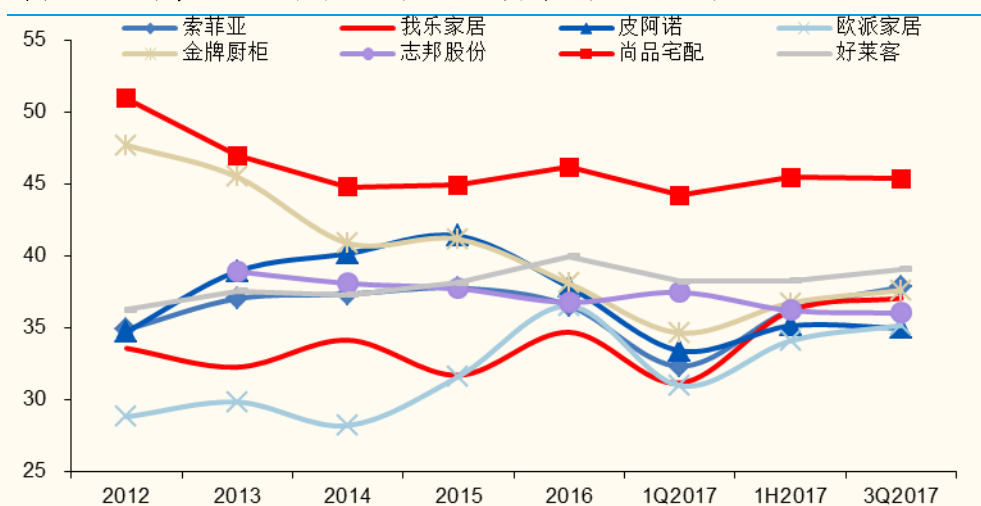
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
家具行业产值（亿元）	7,872.50	8,595.50	9,498.03	10,352.85	11,232.84	12,131.47
增速（%）	9.3	9	10.5	9	8.5	8
定制家居行业						
渗透率（占家具行业）	20%	22%	24%	26%	28%	30%
市场规模（亿元）	1,574.50	1,891.01	2,279.53	2,691.74	3,145.20	3,639.44
增速（%）		20.1	20.55	18.08	16.85	15.71
定制衣柜						
渗透率（占定制家居行业）	32%	35%	37%	38%	40%	42%
市场规模（亿元）	503.84	661.85	843.42	1022.86	1258.08	1528.57
增速（%）		32.27	27.43	21.27	23	21.5
定制橱柜						
渗透率（占定制家居行业）	64%	60%	58%	55%	52%	50%
市场规模（亿元）	1,007.68	1,134.61	1,322.13	1,480.46	1,635.50	1,819.72

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
增速 (%)		13.39	16.53	11.98	10.47	11.26
其他定制家居						
渗透率 (占定制家居行业)	5%	5%	5%	7%	8%	8%
市场规模 (亿元)	78.73	94.55	113.98	188.42	251.62	291.16
增速 (%)		28.59	20.55	65.32	33.54	15.71
成品家具						
成品家具渗透率 (占家具行业)	50%	50%	50%	50%	50%	50%
成品家具市场规模 (亿元)	3,936.25	4,297.75	4,749.01	5,176.42	5,616.42	6,065.73
全屋定制配套产品						
渗透率 (在成品家具中)		2%	4%	6%	8%	10%
全屋定制配套家具市场规模 (亿元)		85.96	189.96	310.59	449.31	606.57
全屋定制市场规模 (亿元)		1,976.97	2,469.49	3,002.33	3,594.51	4,246.01
增速 (%)			24.91	21.58	19.72	18.13

来源: wind, 国金证券研究所测算

- **全屋定制带动单价提升, 增强盈利能力。**对于存在家装家居需求的消费者而言, 目前不仅具备多种获取相关信息的渠道, 而且实体品牌也具备多样选择性。对于企业而言, 实现订单转化的获客成本, 正在逐年递增。根据我们草根调研的情况来看, 终端门店获客成本已经由原来的几百元增加至 1,500 元左右 (不包括线上引流的成本)。另一方面, 定制家居企业密集上市, 今年将逐步进入产能释放期, 将在一定程度上刺激行业竞争加剧。一旦终端进入价格战, 经销商和企业的利润势必遭到压缩。因此, 借助多品类的全屋定制产品, 谋求更高的客单价并增强利润弹性, 将是定制家居企业必然选择之路。目前来看, 两家具备全屋定制制造能力的上市企业中, 尚品宅配拥有领跑行业的毛利率水平, 而我乐家居从 2016 年全力推进全屋业务后, 17 年前三季的毛利率同比大幅提升 4.76pct。

图表 32: 拥有全屋定制制造能力的企业具备较强盈利能力



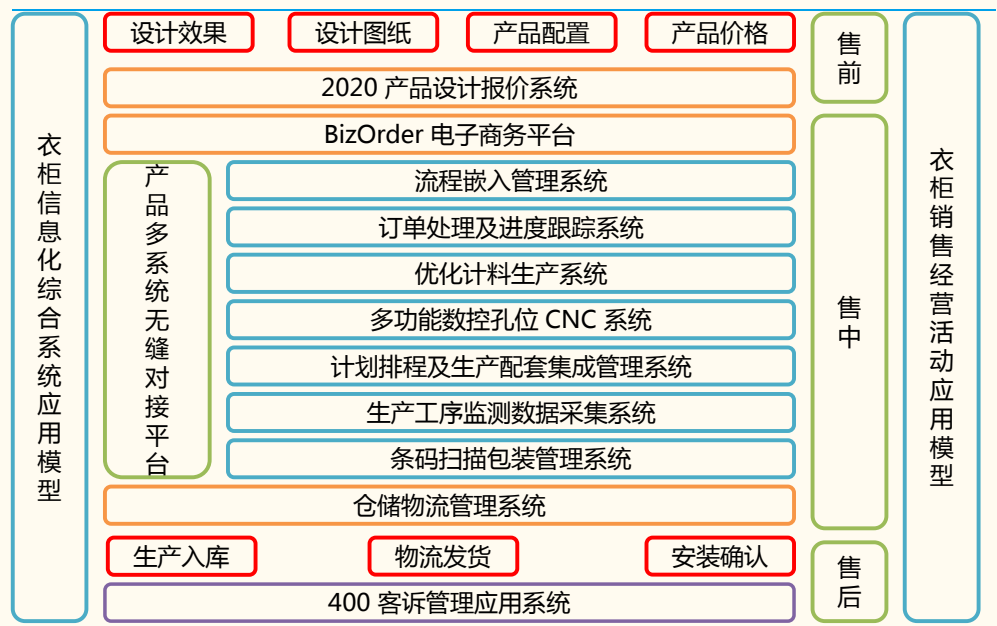
来源: wind, 国金证券研究所

- **落地全屋定制存在壁垒, 将会巩固上市企业的市场竞争优势。**我们认为, 落地全屋定制需要企业具备 3 大能力: 1) **设计端的能力:** 信息化被认为是定制家居企业最核心的竞争力, 但实际上企业的设计能力才是信息化实现的基础。好的设计软件需要在前端具备极强的快速全景图渲染效果, 在极短的时间内为客户展现未来家的样子。好的设计软件需要具备良好的兼容性, 能够兼容各类拆单软件将设计语言转化为

数据语言，甚至于直接一键生成制造数据跳过拆单环节。对于全屋定制企业而言，需要完成对所有设计师和经销商的统一性培养，在保障设计和生产效率的同时，也确保客户订单的准确性。更重要的是，全屋定制是一站式家居生活解决方案，需要企业具备突出的整体设计能力，契合客户家装风格与居家品位，保障家居产品的统一调性。

2) **智能柔性制造能力**：全屋定制是糅合了外观、功能和制造工艺的家居产品，除了需要借助前端设计软件完成从图到表的转化，工业 4.0 和柔性制造工厂，将能进一步实现表到产线识别语言的过程，并最终完成全屋产品的落地生产。而家居企业要具备这样的能力，则需要强大资金实力的支撑，以欧派家居广州橱柜生产线建设项目为例，该工厂采用全套德国豪迈智能柔性产线，占地面积约为 94.25 亩（6.29 万平方米），总投资为 3 亿元左右。据此推算，定制家居企业若要建设占地面积在 300-500 亩左右的智能柔性制造基地，资金投放至少需要 10-20 亿元。

图表 33：定制家居全流程信息化示意图



来源：欧派家居招股书，国金证券研究所

3) **统合供应链的能力**：定制家居企业核心制造能力，主要集中在各类柜体的制造方面，而石材、五金件、配套电器等产品均需要借助外协采购。而全屋定制更是如此，不仅涉及定制柜体配套零部件，还将成品、软体家具也纳入了产品体系。在此情况之下，家居企业需要突出的供应链管理能力和维持供应商供货价格稳定，确保供应货品数量和质量，并争取较长的付款期以减小自身的现金流压力。我们认为，采购量越大、品牌力越强的家居企业，才有可能对其供应商有更强的话语权，才有可能拥有更强的供应链管理能力和能力。

- **小结**：实际上，现在已上市和部分非上市的定制家居企业，已经完全具备实现全屋定制的能力。在全屋定制快速成长的过程中，这些企业的竞争优势将会被进一步巩固，被淘汰的将会是当下行业内普遍存在的区域性“前店后厂”模式的家居企业，以及所谓定制然而并不具备规模化制造能力的中小型家居企业。

我乐家居：高端整体橱柜专家，全面发力全屋定制

公司业务体量虽不大，但差异化优势明显

- **公司坚持并重视原创设计**。上市前公司秉承“设计让家更美，科技让美实现”的品牌理念，上市后公司将品牌理念升级为“设计，让家更美”。从品

牌理念的转化来看，公司重视设计的程度可见一斑。2005 年成立之初，公司就重金聘请了 8 位欧洲顶尖设计师，为橱柜产品设计样式图。经过十多年的发展，公司已经拥有一只 5,000 人规模，包括经销商设计师在内的业内领先的设计团队。无论是橱柜还是全屋定制，公司设计师在设计过程中，始终坚持以海外设计师的样图为准，结合客户房屋实际尺寸，以及居家生活习惯和需求进行原创设计。根据我们草根调研，公司前端完成一个全屋定制的设计方案，至少需要设计师与客户沟通三次。同为全屋定制的尚品宅配，其前端设计更加注重效率，官网上也有“家居 DIY、在线设计和房型库”等通过客户自主设计提升效率的功能。相较之下，公司可能在设计效率上弱于尚品宅配，但更加强调设计师在全屋定制过程中的重要性，以及设计师对客户家居设计的专业指导意见。

图表 34：尚品宅配官网更强调自主设计具备较强的引流效果，而公司官网侧重产品展示



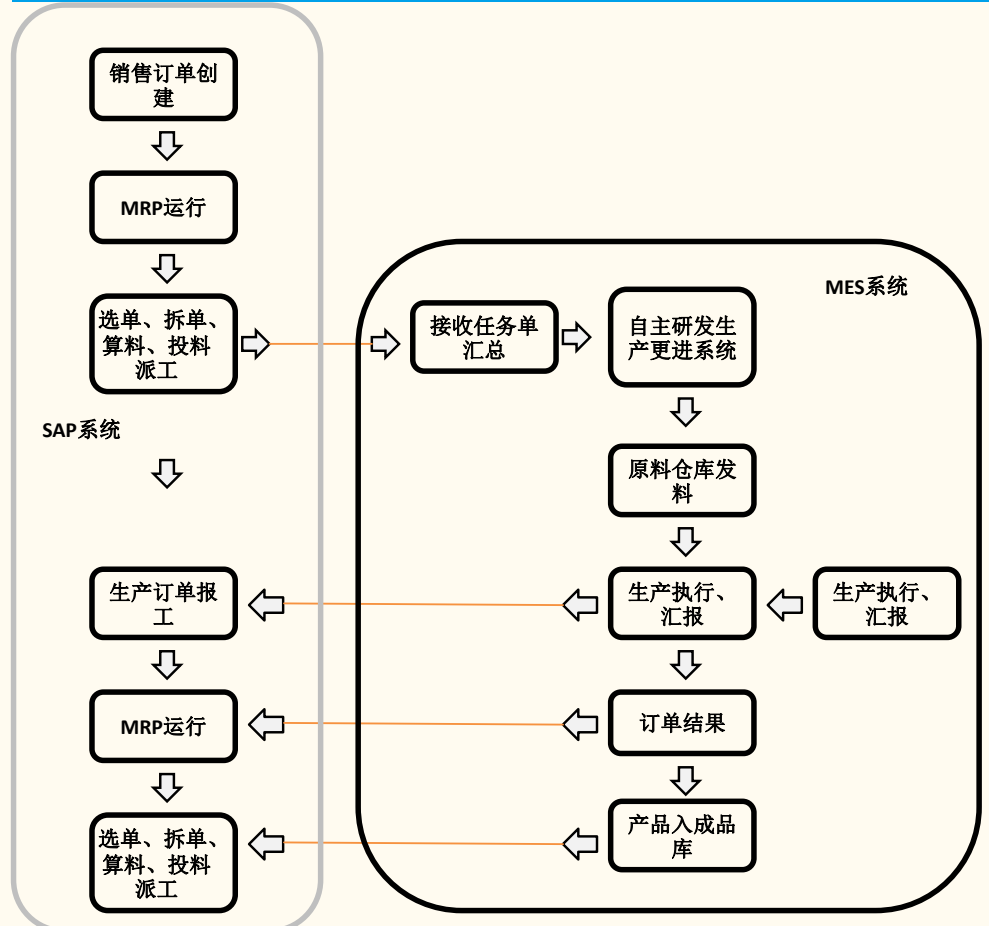
www.oloitchen.com/item/4418.html

来源：各公司官网，国金证券研究所

- 公司先天“基因”造就信息化和制造优势。董事长缪妍缇女士拥有计算机硕士学位，在公司成立之初便对信息化建设极为重视。2014 和 2015 年，公司分别荣获江苏省信息化与工业化融合转型升级示范企业，工信部互联网与工业融合创新试点企业，并成为 IBM 在橱柜行业的首家战略合作伙伴。公司实现销售至制造的全流程打通，2012 年就在行业内率先实现全流程无人拆单。我们草根调研门店后发现，公司前端采用三维家作为全景图渲染工具，底层设计则采用了 2020 软件。2020 是一款可以精确至毫米的

参数化设计软件，虽然其全景图渲染效果较差，但可以实现与 ERP 系统形成数据集成。经过拆解的销售订单通过 ERP 系统运算出物料需求形成汇总生产订单，再导入到公司生产物流管理系统，即可下达生产指令。进入生产流程后，公司使用的 SAP 系统进行运算并生成 BOM 表，生产工人根据 BOM 表至原材料仓库领料，开始生产执行流程。产品生产完毕后，SAP 系统中生产订单关闭，相应品进入公司成品仓库，等待后续备货、发货。

图表 35：我乐家居产品制造流程



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

基于不同产品属性，公司采取了标准柜体和非标柜体相结合的制造方式。与其他居家空间相比，厨房明显有更多的功能需求。一般来讲，水槽、灶台、拉篮等都是橱柜必备构件，正是因为这些构件，使得对应位置和对功能的橱柜板件可以实现标准化生产。换句话说，整体橱柜先通过标准板件满足基本使用功能后，再由非标板件完成对厨房剩余空间的覆盖以及实现其他储藏功能。公司非标柜体采用全套德国豪迈柔性线生产，而标准柜体则使用了德国 IMA 线和奥地利 Schelling 线。其中，德国 IMA 线和奥地利 Schelling 线，均为全球顶尖的标准家具制造产线，不仅拥有极高的生产效率，也能保证产品质量。结合设计软件、制造系统和生产设备来看，可以说公司信息化程度和产品制造效率皆处在行业领跑位置，同时也为公司奠定了进一步打开利润空间的基础。

图表 36：我乐家居制造端生产设备先进

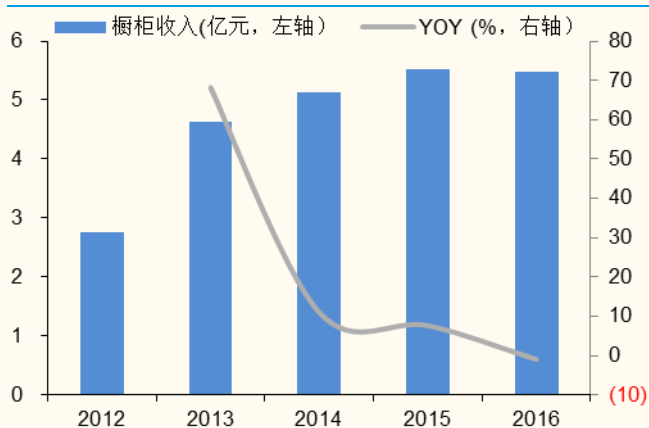


来源：公司官网，国金证券研究所

同店增长将促使橱柜延续稳发展

- “差异化”的渠道策略，保障橱柜业务稳健成长空间。公司成立于 2005 年，晚于欧派、金牌、志邦和博洛尼等知名橱柜品牌。相对而言，一、二线城市较好的门店位置和经销商都已被其他品牌抢占。因此，成立之初，公司采取差异化的渠道策略，完成对一、二线城市的基础覆盖后，公司将渠道侧重点转向四、五、六线城市（地级市以下城市）。差异化的渠道策略，使得公司获得更好的成长空间，并成为橱柜行业的后起之秀，2012-2016 年橱柜业务实现复合增长 18.76%。另一方面，我们认为，虽然公司较多的终端门店集中在四、五、六线城市，但在一、二线城市仍然采取了精品营销模式。2016 年，公司单店收入前五的门店，都集中在省会和地级城市，且门店收入均超过 300 万元以上，并不比老牌橱柜企业同级别城市的门店收入差。

图表 37：我乐家居橱柜业务增长情况



来源：wind，国金证券研究所

图表 38：我乐家居单店收入前五

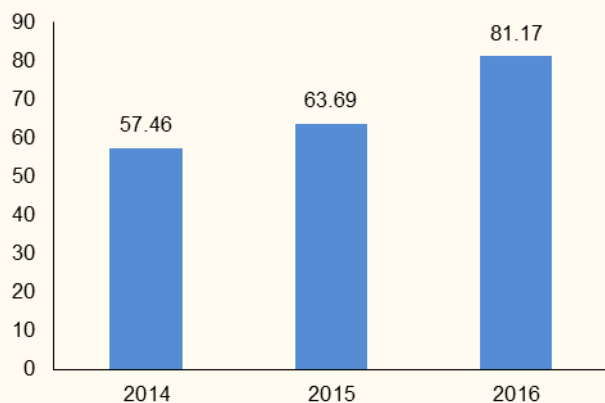
经销商名称	店面面积 (m ²)	销售收入 (万元)	坪效 (万元)
浙江宁波我乐厨柜	390	549.31	1.41
吉林长春我乐厨柜	570	487.01	0.85
南京快特兰汀家居有限公司	290	460.78	1.59
南京快特兰汀家居有限公司	290	445.42	1.54
安徽芜湖我乐厨柜	600	327.11	0.55

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 同店增长将是未来橱柜业务成长的主要动力。公司目标 2017-2019 年内，全国范围内整体橱柜的门店将达到 1,000 家，净增门店约为 270 家，每年新增门店 90 家左右。从计划开设门店数量看，显著少于金牌和志邦等同业公司。也就是说相较于同业，2017-2019 年，公司新设门店对橱柜收入增长的贡献度可能较弱。从公司内部看，2016 年，公司处在经销商调整阶段，门店数同比减少 7.12%，同期门店单店收入增长 27.45%，表明同店增长

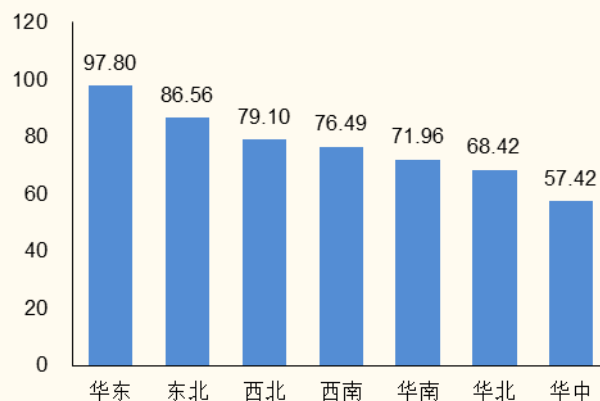
对橱柜收入增长的贡献度约为 76.56%，即使剔除衣柜和全屋业务，贡献度也维持在 70%左右。另一方面，公司各区域单店收入差异较大，其中，华东地区单店收入高达 97.80 万元，华中最低为 57.42 万元。我们认为，缩小区域间差异将确定提升公司整体单店收入，其次，与龙头欧派家居接近 200 万元的单店收入相比，公司未来还具备充足的追赶和提升空间。

图表 39：近三年我乐家居单店收入快速增长



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 40：我乐家居区域性单店收入差异较大



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

持续加码全屋定制，打造核心增长极

- **全屋定制精准卡位，延续橱柜高端定位。**根据我们对公司终端门店草根调研的结果来看，公司橱柜终端客单价在 1.5 万至 2 万元之间，与龙头欧派的终端价格水平接近同属高端定位。开始推进全屋定制业务后，公司仍然坚持 35-45 岁的客群定位。25-35 岁的消费群体更强调家居产品收纳功能，而 35-45 岁客群更加注重对居家环境的打造，以及对“美”的追求。因此，更能彰显公司在原创设计方面的优势。另一方面，35-45 岁人群主要以改善型住房和翻新需求为主，具备较强的消费能力，因此公司终端全屋定制客单价高达 4.5 万-5 万元（草根调研数据），处于行业领先地位。
- **新店开设打开全屋定制增长空间。**2016 年开始，公司将业务重心向全屋定制领域转移，并以直营门店牵头推进全屋定制业务的开展，实现业务收入 7,466.49 万元，其中直营门店贡献全屋收入 2,170.22 万元，经销商贡献 5,296.27 万元。从收入规模上看，2016 年公司从事全屋定制产品销售的经销商门店可能不足百家，因此我们判断新设终端门店将是公司推进全屋定制业务发展的主要手段。

图表 41：我乐家居 2017 年全屋定制新品——新中式



来源：公司官网，国金证券研究所

- **能开多少家店？**2017 年上半年，公司净增门店 100 家，结合我们此前对橱柜开店计划的预估，100 家新增门店中有 45 家橱柜和 55 家全屋定制，且全年全屋定制门店将新增 110 家，总门店数可能仍不足 200 家。结合公司 2019 年全屋定制门店 500 家的目标来看，**今明两年内，将至少在新增 300 家以上门店。**
- **为什么能开这么多店？**1) **全屋定制业务提升公司招商能力。**我们认为，首先，全屋定制行业规模远超橱柜，且明显处在快速发展阶段。其次，目前欧派和索菲亚两大龙头企业经销商体系已相对稳定，存在一定进入壁垒。而在全屋定制的风口之下，同样作为上市企业，公司在拥有全屋业务后对于想要从事定制家居经销的群体，便极具吸引力。以公司在北京的经销商为例，在 2017 年 3 月造访公司后，华耐集团与公司达成战略合作，公司成为华耐家居首家进驻的定制类家居企业。华耐家居是国内知名的家居建材渠道商，全国范围内拥有 1,000 多家建材商场；2) **家装家具城场地调整。**我们通过草根调研得知，在全屋定制风口下，红星美凯龙、居然之家等国内知名家装家具城，开始对场内门店进行调整，逐步出清或搬迁商场内优势区位的成品家具门店。而公司作为红星美凯龙、居然之家等家具城的战略合作伙伴，比其他中小定制品牌明显更具门店开设和调整优势。另一方面，近期红星美凯龙已于 A 股上市，并计划未来推进三、四线城市渠道下沉。结合公司全屋开店计划，以及以上两点原因，我们认为，**后续公司全屋定制门店开设或将提速，到 2019 年橱柜与全屋的整体门店数量极有可能超过 1,500 家。**
- **店都开在哪？**定制家居是全屋定制实现的基础，只有在定制家居渗透率较高，且平均房型面积偏小定制需求强烈的区域，才能使得全屋定制业务顺利落地。目前来看，定制家居在一、二线城市认可度较高，且大多是定制家居企业的主要收入皆来自一、二线城市。因此，**我们认为，公司全屋门店将主要集中在一、二线城市开设。**虽然，公司橱柜门店多集中在四、五、六城市，并且具备一定区域性销售优势，但是此类级别城市的消费者对于定制家居感知较弱，现阶段要实现全屋定制推广，消费者教育成本过高。

图表 42：我乐家居商场店



来源：公司官网，国金证券研究所

- **IPO 产能建设完毕，奠定全屋增长基础。**公司于 2017 年 6 月上市，募集 3.66 亿元，用于溧水工厂全屋定制项目的建设。而实际上，公司溧水工厂一期，已经于 17 年 5 月 26 日封顶，使得募投项目于 12 月 30 日正式投产，新增 5 亿元左右的全屋定制产值。公司溧水工厂一期建筑面积 47,985.88 平米上下两层，目前投产的为了一层。根据公司公告，二层工厂已有部分生

产设备到位，预计 2018 年 9 月底能够实现投产，产值规模预估与一层相当，公司 2018 年年末将拥有 10 亿元全屋定制产值规模。目前来看，公司全屋定制产能瓶颈已完全突破，可实现日产 200 户全屋产品（三室两厅）。另一方面，公司在 2017 年 9 月公告，全资子公司已签订溧水全屋定制工厂二期建设项目合同，预计 2019 年还将有全屋产能释放。

图表 43：上市前我乐家居产能情况

	产能	产量	产能利用率	销量	产销率
	套	套	%	套	%
整体橱柜					
2014	94,500.00	81,119.00	85.84	76,429.00	94.22
2015	93,000.00	71,327.00	76.70	74,254.00	104.10
2016	72,580.00	65,708.00	90.53	70,945.00	107.97
定制衣柜					
2014	3,000.00	2,950.00	98.33	3,063.00	103.83
2015	15,000.00	10,665.00	71.10	11,104.00	104.12
2016	22,600.00	21,810.00	96.50	21,168.00	97.06
全屋定制					
2016	3,500.00	3,673.00	104.94	3,571.00	97.22

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **小结：**公司以直营门店牵头鼓励经销商推进全屋定制销售。2017 年，公司完成对南京和上海等地的直营店开设，导致前三季度销售费用率同比增长 4.34pct.。我们认为，公司在 IPO 募投产能释放后，全屋业务开始步入快速成长阶段，且 17 年内完成优质经销商招募，预计今年规模效应将开始逐步显现，预计后续销售费用率存在下降可能，业绩增长或将提速，整体情况类似 2017 年的金牌厨柜。

风险提示

■ 房地产行业波动风险

包括定制家居在内的家具行业为典型的地产后周期行业，虽然目前二手房、旧房翻新等市场需求贡献度逐步提升，且全装修房屋和租住同权等政策也将扩容市场需求，但现阶段新房销售所产生的家具需求依旧占据较大权重。因此，若国家再度加强地产调控力度，将会压制定制家居行业市场需求；

■ 主要原材料价格大幅波动风险

板材、MDI 和五金件等核心原材料自 2016 下半年开始连连上涨，导致国内定制家居企业成本压力增大，并于 2017 年一季度迎来产品的大面积提价。但由于家具行业集中度较低，品牌选择较多，使得现阶段消费者家具消费价格敏感度较高，产品提价导致部分家具企业收入增长被拖累。因此，若原材料价格大幅波动，迫使家具企业提价传导成本压力，将不利于企业的持续高速增长；

■ 经销商销售模式风险

公司销售以经销商模式为核心，如果经销商招商不及预期将拖累门店开设速度。同时，如果经销商在终端销售过程中胡乱加价，或者人员管理疏松导致量房、安装等服务质量低下，将直接影响公司渠道竞争力和品牌形象，不利于长期发展；

■ 橱柜单店增长不及预期

我们认为公司橱柜业务增长主要源自同店增长，目前公司橱柜门店多集中在地级市以下城市。而其他老牌橱柜企业均加速渠道下沉，在此过程中或有可能致使公司原有市场地位受到影响，拖累橱柜产品销售，并最终导致橱柜门店收入增长被拖累；

■ 新增产能无法及时消化

公司现阶段以新建全屋定制产能为主，今明两年都持续有新产能释放。虽然公司在门店开设方面具备极大空间，但门店的开设同时也意味着公司终端销售服务需要及时提升，若不具备充足的服务能力，将有可能影响新增产能的消化，导致公司收入和业绩增长遭受极大拖累。

盈利预测

关键假设

- 2018 年新增 10 亿元全屋定制产值，2019 年再实现 10 亿元全屋定制产能释放。
- 2017-2019 年，公司全屋定制旗舰店总数分别为 290 家和 490 家和 681 家。
- 2017-2019 年，公司橱柜标准店总数分别为 750 家、775 和 798 家。
- 客单价年均增长 5%。

图表 44：我乐家居盈利预测

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（万元）	52,038.5	57,893.0	67,619.8	94,525.6	147,257.4	204,747.5
整体厨柜	51,312.0	55,223.0	54,684.0	64,839.6	70,327.5	75,851.2
全屋定制	0.0	0.0	7,466.0	29,654.0	76,885.8	128,836.8
定制衣柜	726.0	2,666.0	5,447.0	0.0	0.0	0.0
其他	0.5	4.0	22.8	31.9	44.1	59.5
营业成本（万元）	33,852.0	37,451.0	40,290.0	58,715.7	90,958.2	123,950.6
整体厨柜	33,852.0	37,451.0	35,138.0	40,330.2	43,673.4	46,648.5
全屋定制	0.0	0.0	5,152.0	18,385.5	47,284.8	77,302.1
定制衣柜	406.0	2,074.0	3,848.0	0.0	0.0	0.0
其他	0.7	0.0	4.8	6.4	9.7	14.9
业务利润（万元）	18,186.5	20,442.0	27,329.8	35,809.8	56,299.2	80,796.9
整体厨柜	17,460.0	17,772.0	19,546.0	24,509.4	26,654.1	29,202.7
全屋定制	0.0	0.0	2,314.0	11,268.5	29,601.0	51,534.7
定制衣柜	320.0	592.0	1,599.0	0.0	0.0	0.0
其他	-0.2	4.0	18.0	25.6	34.4	44.6
毛利率（%）	34.9	35.3	40.4	37.9	38.2	39.5
整体厨柜	34.0	32.2	35.7	37.8	37.9	38.5
全屋定制	-	-	31.0	38.0	38.5	40.0
定制衣柜	44.1	22.2	29.4	-	-	-
其他	-30.1	99.8	78.8	80.0	78.0	75.0
增速（%）	12.6	11.3	16.8	39.8	55.8	39.0
整体厨柜	11.0	7.6	-1.0	18.6	8.5	7.9
全屋定制	-	-	-	297.2	159.3	67.6
定制衣柜	-	267.2	104.3	-100.0	-	-
其他	54.0	666.2	465.4	40.0	38.0	35.0

来源：Wind，国金证券研究所

- 基于以上假设，经模型测算得出公司 2017-2019 年净利润分别为 0.90/1.42/2.23 亿元，三年 CAGR 为 48.0%，全面摊薄后每股收益为 0.56/0.89/1.39 元/股。

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	945	1,473	2,047
增长率		11.3%	16.8%	39.8%	55.8%	39.0%
主营业务成本	-343	-395	-441	-587	-910	-1,240
%销售收入	65.8%	68.3%	65.3%	62.1%	61.8%	60.5%
毛利	178	184	235	358	563	808
%销售收入	34.2%	31.7%	34.7%	37.9%	38.2%	39.5%
营业税金及附加	-3	-5	-6	-9	-14	-18
%销售收入	0.6%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-67	-59	-87	-168	-265	-364
%销售收入	13.0%	10.3%	12.9%	17.8%	18.0%	17.8%
管理费用	-50	-51	-60	-82	-129	-176
%销售收入	9.6%	8.8%	8.8%	8.7%	8.8%	8.6%
息税前利润 (EBIT)	57	69	82	99	155	249
%销售收入	11.0%	11.8%	12.1%	10.5%	10.6%	12.2%
财务费用	-5	-4	0	6	11	13
%销售收入	1.0%	0.6%	0.1%	-0.7%	-0.8%	-0.6%
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%	0.5%	0.3%	0.2%
营业利润	50	64	81	106	167	262
营业利润率	9.6%	11.1%	12.0%	11.2%	11.4%	12.8%
营业外收支	3	2	0	0	0	0
税前利润	53	66	81	106	167	262
利润率	10.2%	11.4%	11.9%	11.2%	11.4%	12.8%
所得税	-16	-10	-12	-16	-25	-39
所得税率	29.6%	14.4%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	37	56	69	90	142	223
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	90	142	223
净利率	7.2%	9.8%	10.2%	9.5%	9.6%	10.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	37	56	69	90	142	223
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	12	18	24	28	34	40
非经营收益	4	3	0	0	-1	0
营运资金变动	3	4	53	-29	16	15
经营活动现金净流	56	81	145	89	192	278
资本开支	-49	-37	-90	-22	-98	-104
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	-23	-98	-103
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	-30	-47
筹资活动现金净流	-6	-28	-8	365	-42	-46
现金净流量	1	16	48	431	52	129

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	28	49	91	522	574	702
应收账款	72	78	81	115	179	249
存货	53	37	35	68	105	143
其他流动资产	11	23	16	19	29	38
流动资产	164	188	223	724	886	1,133
%总资产	48.0%	48.9%	44.8%	73.0%	72.7%	74.1%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	164	177	198	240	297	354
%总资产	48.0%	45.9%	39.9%	24.2%	24.4%	23.1%
无形资产	13	19	38	25	33	41
非流动资产	178	197	275	268	333	397
%总资产	52.0%	51.1%	55.2%	27.0%	27.3%	25.9%
资产总计	342	385	497	992	1,219	1,529
短期借款	23	0	0	0	0	0
应付款项	108	124	164	190	296	406
其他流动负债	33	18	26	68	107	157
流动负债	164	142	189	258	402	562
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	258	402	563
普通股股东权益	141	243	304	733	817	966
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	342	385	497	992	1,219	1,529

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	1.39	0.47	0.57	0.56	0.89	1.39
每股净资产	5.23	2.02	2.53	4.58	5.10	6.04
每股经营现金净流	2.07	0.67	1.21	0.56	1.20	1.74
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.19	0.29	0.46
回报率						
净资产收益率	26.51%	23.27%	22.61%	12.30%	17.40%	23.09%
总资产收益率	10.93%	14.66%	13.82%	9.09%	11.66%	14.58%
投入资本收益率	19.95%	24.19%	22.83%	11.51%	16.18%	21.87%
增长率						
主营业务收入增长率	11.27%	11.25%	16.80%	39.79%	55.79%	39.04%
EBIT增长率	1.42%	20.37%	18.95%	21.73%	56.50%	60.11%
净利润增长率	-6.92%	50.84%	21.77%	31.19%	57.55%	56.98%
总资产增长率	25.38%	12.50%	29.18%	99.42%	22.90%	25.45%
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	76	51	37
偿债能力						
净负债/股东权益	22.42%	-20.36%	-29.91%	-71.13%	-70.25%	-72.59%
EBIT利息保障倍数	10.8	18.8	203.7	-15.8	-13.8	-19.1
资产负债率	58.75%	36.98%	38.87%	26.06%	33.02%	36.84%

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	二个月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	4	8
增持	0	0	1	1	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.50	1.20	1.27

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。

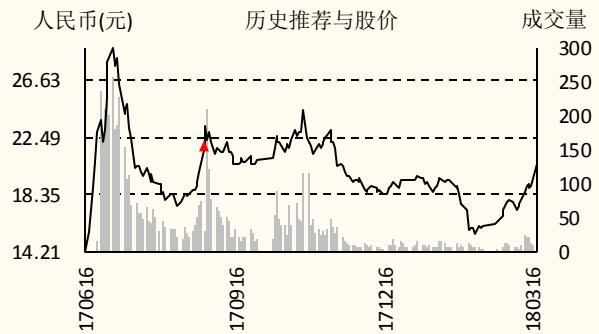
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-08-28	增持	19.96	N/A

来源：国金证券研究所



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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

此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 7GH