

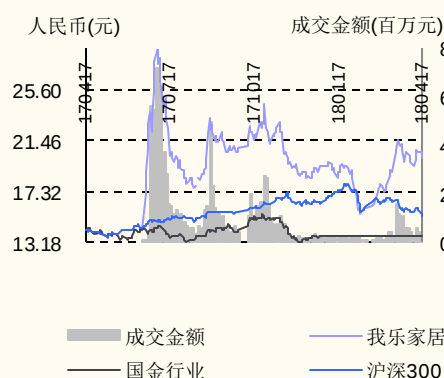
我乐家居 (603326.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 20.15 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)	3,252.62
年内股价最高最低(元)	29.00/14.21
沪深 300 指数	3748.64
上证指数	3066.80

**全屋规模快速放量，业绩高增通道即将开启****公司基本情况(人民币)**

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.57	0.52	0.75	1.11	1.65
每股净资产(元)	2.53	4.61	5.11	5.86	6.96
每股经营性现金流(元)	1.18	1.06	0.81	1.59	2.39
市盈率(倍)	N/A	38	27	18	12
行业优化市盈率(倍)	N/A	24	24	24	24
净利润增长率(%)	21.77%	21.41%	44.74%	47.85%	48.68%
净资产收益率(%)	22.61%	11.22%	14.65%	18.91%	23.66%
总股本(百万股)	120.00	161.23	161.23	161.23	161.23

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2017 年，公司分别实现营业收入、营业利润和净利润 9.15 亿元、1.01 亿元和 0.84 亿元，同比增长 35%/26%/22%，实现全面摊薄 EPS0.60 元，基本符合预期。分配预案为每 10 股派现金红利 1.6 元（含税）转增 4 股。

经营分析

- **橱柜稳增长、全屋快速放量：**全年，公司实现橱柜业务收入 5.78 亿元（+5.57%），实现全屋定制（含衣柜）业务收入 3.37 亿元（+161.34%）。截至 2017 年底，公司共拥有全屋定制专卖店 362 家（新增 262 家），橱柜店 700 家（新增 69 家）。其中，全屋定制业务由于产能瓶颈，新增店面效益暂未大规模释放，我们测算全年全屋定制业务成熟门店同店收入增长约 58%，运营满一年全屋门店终端提货额约 408 万元，均处于行业领先水平。由于尚处于业务开拓期，16/17 年公司全屋业务端采取让利经销商政策，毛利率明显低于合理水平，未来将随着业务规模的扩大逐步提升。
- **募投产能渐次释放，全屋定制打开成长空间。**公司全屋定制业务精准定位 35-45 岁消费人群，该部分群体多对应中大型及改善性户型需求，对应全屋客单价也相对更高。我们测算公司全屋定制客单价为 4.5-5 万元左右，若同时考虑橱柜业务，公司整体客单价达 6-7 万元左右，基本为行业最高。产能方面，2017 年底，公司已释放约 5 亿元左右全屋产值规模。2018 年 9 月底预计将继续新增 5 亿产值规模。渠道方面，公司已完成优质经销商招募，并将在未来 3 年内加快全屋渠道铺设，预计今明两年公司年新增 300 家以上全屋门店。持续新增产能投放配合全屋大店布局，同时全屋业务运营逐步成熟，规模效应逐步显现，整体费用率结构进一步优化，全屋业务带动下，公司将步入业绩增长爆发期。

盈利预测与投资建议

- 公司产品精准卡位 35-45 岁消费能力较强人群，募投产能快速释放，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 2018-2020 年 EPS 分别为 0.75/1.11/1.65 元，三年 CAGR47.1%，对应 PE 分为 27/18/12 倍，维持公司“买入”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；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.《高端橱柜专家，全屋业务进入收获期——我乐家居深度研究-高端橱柜...》，2018.3.20
- 2.《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
- 3.《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

邱思佳

联系人
qiusijia@gjzq.com.cn

袁艺博

联系人
yuanyibo@gjzq.com.cn

业绩点评

- 公司 2017 年实现营业收入 9.15 亿元，同比增长 35.32%；归母净利润 0.84 亿元，同比增长 21.86%；实现 EPS0.60 元，符合我们的预期。综合毛利率 36.97% (+2.25pct.)，在公司信息化制造优势之下，综合效率及板材利用率进一步提升，同时公司规模效应逐步显现，生产端边际成本有所降低。销售期间费用率 24.89% (+3.09pct.)，销售费用率、管理费用率及财务费用率分别为 16.13% (+3.22pct.) / 8.75% (-0.93pct.) / 0.01% (-0.05pct.)。其中销售费用率大幅增加的原因主要为直营渠道加大布局同时业务宣传、员工薪酬等相关费用支出上升所致。
- **橱柜稳增长、全屋快速放量：**全年，公司实现橱柜业务收入 5.78 亿元，同比增长 5.57%，实现全屋定制（包含衣柜）业务收入 3.37 亿元，同比增长 161.34%。截至 2017 年底，公司共拥有全屋定制专卖店 362 家（新增 262 家），橱柜店 700 家（新增 69 家）。其中，全屋定制业务由于产能瓶颈，新增店面效益暂未大规模释放，我们测算全年全屋定制业务成熟门店同店收入增长约 58%，运营满一年全屋门店终端提货额约 408 万元，均处于行业领先水平。2017 年，公司综合毛利率 36.97%，整体橱柜业务毛利率 39.97% (+4.21pct.)，全屋定制业务毛利率 31.83% (+1.53pct.)。其中，信息化优势及规模效应发挥下，整体橱柜单位成本降低 2.61%，此外，由于处于业务开拓期，16/17 年公司全屋业务端采取让利经销商政策，毛利率明显低于合理水平，未来将随着业务规模的扩大逐步提升。
- **精准定位 35-45 岁消费人群，差异化竞争优势凸显。**公司全屋定制业务精准定位 35-45 岁消费人群，该部分群体多对应中大型及改善性户型需求，对应全屋客单价也相对更高。我们测算公司全屋定制客单价为 4.5-5 万元左右，若同时考虑橱柜业务，公司整体客单价可达 6-7 万元左右，基本为行业最高。区别于竞品，我们认为公司竞争优势在于前端设计及后端信息化制造。公司成功打通前端设计软件与 ERP 系统数据集成，并在业内较早实现软件自动拆单，高度节省了生产环节的人力成本。设计端，公司已经建立了一支行业领先的设计师队伍，并通过与境外设计师合作的方式共同进行产品开发，无论从产品风格、材质、整体调性等方面都具备明显差异化设计竞争优势。
- **募投产能渐次释放，全屋定制打开成长空间。**目前溧水工厂一期项目一层全屋定制产能规模已于 2017 年底正式投放，对应约 5 亿元左右产值规模。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，即公司 2018 年年末将拥有 10 亿元全屋定制产值规模。同时，公司此前已签订溧水二期建设项目，对应 2019 年也将继续有新增全屋产能投放。渠道端，公司已完成多数优质经销商招募，并将在未来 3 年内加快全屋渠道铺设，预计今明两年公司年新增 300 家以上全屋门店。持续新增产能投放配合全屋大店布局，同时全屋业务运营逐步成熟，规模效应逐步显现，整体费用率结构进一步优化，全屋业务带动下，公司将步入业绩增长爆发期。
- 公司产品精准卡位 35-45 岁消费能力较强人群，募投产能快速释放，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 2018-2020 年 EPS 分别为 0.75/1.11/1.65 元，三年 CAGR47.1%，对应 PE 分为 27/18/12 倍，维持公司“买入”评级。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	579	676	915	1,389	1,995	2,770
增长率		16.8%	35.3%	51.8%	43.6%	38.9%
主营业务成本	-395	-441	-577	-894	-1,286	-1,779
%销售收入	68.3%	65.3%	63.0%	64.4%	64.5%	64.2%
毛利	184	235	338	494	709	991
%销售收入	31.7%	34.7%	37.0%	35.6%	35.5%	35.8%
营业税金及附加	-5	-6	-9	-13	-18	-25
%销售收入	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%
营业费用	-59	-87	-148	-219	-303	-410
%销售收入	10.3%	12.9%	16.1%	15.8%	15.2%	14.8%
管理费用	-51	-60	-80	-121	-172	-238
%销售收入	8.8%	8.8%	8.7%	8.7%	8.6%	8.6%
息税前利润 (EBIT)	69	82	102	141	215	318
%销售收入	11.8%	12.1%	11.1%	10.2%	10.8%	11.5%
财务费用	-4	0	0	0	-5	-5
%销售收入	0.6%	0.1%	0.0%	0.0%	0.3%	0.2%
资产减值损失	-1	-1	-5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	5	5	6	6
%税前利润	1.0%	0.4%	4.4%	3.3%	2.5%	1.9%
营业利润	64	81	101	146	215	319
营业利润率	11.1%	12.0%	11.1%	10.5%	10.8%	11.5%
营业外收支	2	0	3	3	3	3
税前利润	66	81	104	150	218	322
利润率	11.4%	11.9%	11.4%	10.8%	10.9%	11.6%
所得税	-10	-12	-21	-29	-39	-57
所得税率	14.4%	14.9%	19.9%	19.2%	18.1%	17.6%
净利润	56	69	83	121	179	266
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	56	69	83	121	179	266
净利率	9.8%	10.2%	9.1%	8.7%	9.0%	9.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	56	69	84	121	179	266
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	16	20	29	25	29	47
非经营收益	3	0	-6	-59	-7	-8
营运资金变动	4	53	64	45	55	81
经营活动现金净流	80	142	171	131	256	385
资本开支	-37	-90	-238	-160	-407	-8
投资	0	0	-230	0	0	0
其他	1	0	4	5	6	6
投资活动现金净流	-36	-90	-464	-155	-402	-2
股权募资	45	0	388	0	0	0
债权募资	-60	0	0	15	241	-262
其他	-13	-8	-17	-40	-65	-93
筹资活动现金净流	-28	-8	371	-25	176	-355
现金净流量	15	45	78	-49	30	28

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	49	91	247	198	228	256
应收账款	78	81	74	91	131	182
存货	37	35	51	196	282	390
其他流动资产	23	16	288	104	103	106
流动资产	188	223	661	590	744	935
%总资产	48.9%	44.8%	57.3%	46.4%	41.1%	47.4%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	177	198	400	519	894	851
%总资产	45.9%	39.9%	34.7%	40.8%	49.4%	43.2%
无形资产	19	38	58	62	66	71
非流动资产	197	275	491	681	1,067	1,035
%总资产	51.1%	55.2%	42.7%	53.6%	58.9%	52.6%
资产总计	385	497	1,152	1,271	1,811	1,970
短期借款	0	0	0	17	260	0
应付款项	124	164	333	340	496	710
其他流动负债	18	26	36	53	76	105
流动负债	142	189	370	410	832	815
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	4	38	37	35	33
负债	142	193	408	446	866	848
普通股股东权益	243	304	744	825	944	1,122
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	385	497	1,152	1,271	1,811	1,970

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.470	0.573	0.518	0.749	1.108	1.647
每股净资产	2.022	2.533	4.613	5.115	5.857	6.960
每股经营现金净流	0.663	1.184	1.061	0.813	1.585	2.388
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.247	0.366	0.544
回报率						
净资产收益率	23.27%	22.61%	11.22%	14.65%	18.91%	23.66%
总资产收益率	14.66%	13.82%	7.25%	9.50%	9.86%	13.48%
投入资本收益率	24.19%	22.83%	10.94%	13.55%	14.61%	23.34%
增长率						
主营业务收入增长率	11.25%	16.80%	35.32%	51.79%	43.63%	38.88%
EBIT增长率	20.37%	18.95%	24.43%	39.06%	52.13%	47.97%
净利润增长率	50.84%	21.77%	21.41%	44.74%	47.85%	48.68%
总资产增长率	12.50%	29.18%	131.57%	10.36%	42.46%	8.79%
资产管理能力						
应收账款周转天数	22.2	18.1	20.1	21.2	21.2	21.2
存货周转天数	41.9	30.0	27.4	80.0	80.0	80.0
应付账款周转天数	41.2	43.9	49.3	42.7	42.7	42.7
固定资产周转天数	106.7	101.1	125.3	76.8	67.1	95.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-20.36%	-29.91%	-33.24%	-21.98%	3.38%	-22.86%
EBIT利息保障倍数	18.8	203.7	1,020.5	-479.6	39.9	64.5
资产负债率	36.98%	38.87%	35.43%	35.12%	47.85%	43.03%

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
	0	1	1	3	7
	0	0	0	1	3
	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0
	0.00	1.00	1.00	1.25	1.30

来源：朝阳永续

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
2	2018-03-20	买入	20.64	26.60~26.60

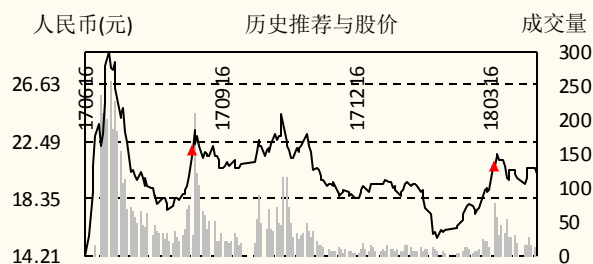
来源：国金证券研究所

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



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。

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 7GH