

消费升级与娱乐研究中心

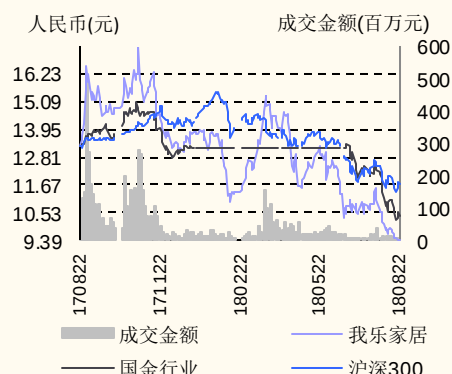
我乐家居 (603326.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 9.39 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	64.37
总市值(百万元)	2,122.03
年内股价最高最低(元)	17.34/9.39
沪深 300 指数	3307.96
上证指数	2714.61



相关报告

- 1.《一季报微亏无忧,全年度高增可期》, 2018.4.27
- 2.《我乐家居 2017 年年报点评-全屋规模快速放量,业绩高增通道即...》, 2018.4.18
- 3.《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
- 4.《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

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

全屋定制延续高增,渠道扩张与优化并进

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	0.52	0.75	1.10
每股净资产(元)	2.53	4.61	3.64	4.15	4.89
每股经营性现金流(元)	1.18	1.06	0.56	1.08	1.62
市盈率(倍)	N/A	38	17	13	10
净利润增长率(%)	21.77%	21.41%	40.38%	44.80%	47.00%
净资产收益率(%)	22.61%	11.22%	14.25%	18.13%	22.61%
总股本(百万股)	120.00	161.23	225.73	225.73	225.73

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 1H2018, 公司分别实现营收/归母净利润 4.28 亿元/1,990.06 万元, 同比分别增长 26.42%/60.55%, 实现全面摊薄 EPS0.08 元, 符合预期。

经营分析

- 全屋定制接近翻倍增长, 几乎贡献上半年全部收入增长。目前公司整体橱柜和全屋定制业务分别占比 59.70% 和 40.30%, 其中橱柜收入增长 2.65%, 全屋定制增长 92.44%, 几乎贡献上半年全部收入增速。公司橱柜收入的增长情况, 也再次验证了精装房对橱柜零售的分流, 造成橱柜企业收入增长承压的观点。
- 客单价提升拉动全屋定制业务增长, 下半年开店将提速全年维持高增。全屋定制自 2016 年后成为公司经营的重点方向。根据我们跟踪的数据来看, 公司上半年该业务终端客单价基本已接近 4 万元, 同比增长约 25%, 为高速增长奠定良好基础。与去年底相比, 上半年公司全屋定制门店新增门店 87 家。结合公司今年全屋开店 220 家的规划来看, 上半年门店开设速度并不算快, 但实际上目前招商情况顺利, 已签约储备经销商较多, 预计下半年公司全屋定制业务开店将会提速。另一方面, 公司 IPO 募投全屋定制项目一期已于去年底投产, 二期也将于今年 10 月投产, 届时公司全屋定制产值将达 10 亿元, 产能储备充足为后续全屋业务的持续高增创造了有利条件。
- 多渠道发展, 直营与大宗迅速崛起。自去年中报以来公司直营渠道持续高速增长, 上半年实现收入 4,705 万元, 同比增长 129.51%, 且上半年并未大幅新增门店, 因此可以认为公司直营门店的经营品质正逐步改善。去年下半年公司开始恢复对大宗业务的拓展, 上半年实现收入 2,434 万元, 增长 94.88%。传统经销商渠道上半年收入增长相对较慢为 16.71%, 但公司预收款增长 68.52%, 下半年收入端增速具备向上改善可能。

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。由于公司已实施每 10 股转增 4 股的分派方案, 我们调整公司 2018-2020 年 EPS 预测为 0.56/0.73/0.99 元, 三年 CAGR38.7%, 对应 PE 分为 17/13/10 倍, 维持公司“买入”评级。

风险因素

- 房地产行业波动风险; 原材料价格大幅波动风险; 新增产能无法及时消化。

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	1,356	1,920	2,641
增长率		16.8%	35.3%	48.2%	41.5%	37.6%
主营业务成本	-395	-441	-577	-875	-1,241	-1,700
%销售收入	68.3%	65.3%	63.0%	64.5%	64.6%	64.4%
毛利	184	235	338	482	679	940
%销售收入	31.7%	34.7%	37.0%	35.5%	35.4%	35.6%
营业税金及附加	-5	-6	-9	-13	-18	-24
%销售收入	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%
营业费用	-59	-87	-148	-214	-292	-391
%销售收入	10.3%	12.9%	16.1%	15.8%	15.2%	14.8%
管理费用	-51	-60	-80	-118	-166	-227
%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	137	204	299
%销售收入	11.8%	12.1%	11.1%	10.1%	10.6%	11.3%
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%	3.5%	2.7%	2.0%
营业利润	64	81	101	142	204	299
营业利润率	11.1%	12.0%	11.1%	10.5%	10.6%	11.3%
营业外收支	2	0	3	3	3	3
税前利润	66	81	104	145	207	303
利润率	11.4%	11.9%	11.4%	10.7%	10.8%	11.5%
所得税	-10	-12	-21	-28	-37	-53
所得税率	14.4%	14.9%	19.9%	19.2%	18.1%	17.6%
净利润	56	69	83	117	170	249
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	117	170	249
净利率	9.8%	10.2%	9.1%	8.6%	8.8%	9.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	56	69	84	117	170	249
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	-7
营运资金变动	4	53	64	43	52	76
经营活动现金净流	80	142	171	126	244	365
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	246	-253
其他	-13	-8	-17	-39	-62	-88
筹资活动现金净流	-28	-8	371	-24	184	-341
现金净流量	15	45	78	-53	26	22

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	194	219	241
应收款项	78	81	74	89	126	174
存货	37	35	51	192	272	373
其他流动资产	23	16	288	104	102	104
流动资产	188	223	661	578	719	892
%总资产	48.9%	44.8%	57.3%	45.9%	40.3%	46.3%
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%	41.2%	50.0%	44.1%
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%	54.1%	59.7%	53.7%
资产总计	385	497	1,152	1,259	1,786	1,927
短期借款	0	0	0	17	264	13
应付款项	124	164	333	332	478	678
其他流动负债	18	26	36	51	73	100
流动负债	142	189	370	401	816	791
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	437	850	824
普通股股东权益	243	304	744	822	936	1,103
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	385	497	1,152	1,259	1,786	1,927

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.470	0.573	0.518	0.519	0.752	1.105
每股净资产	2.022	2.533	4.613	3.643	4.146	4.886
每股经营现金净流	0.663	1.184	1.061	0.556	1.081	1.616
每股股利	0.000	0.000	0.160	0.171	0.248	0.365
回报率						
净资产收益率	23.27%	22.61%	11.22%	14.25%	18.13%	22.61%
总资产收益率	14.66%	13.82%	7.25%	9.30%	9.50%	12.94%
投入资本收益率	24.19%	22.83%	10.94%	13.16%	13.92%	22.04%
增长率						
主营业务收入增长率	11.25%	16.80%	35.32%	48.24%	41.55%	37.55%
EBIT 增长率	20.37%	18.95%	24.43%	34.63%	49.22%	46.41%
净利润增长率	50.84%	21.77%	21.41%	40.38%	44.80%	47.00%
总资产增长率	12.50%	29.18%	131.57%	9.35%	41.82%	7.89%
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	78.6	69.7	100.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-20.36%	-29.91%	-33.24%	-21.52%	4.80%	-20.68%
EBIT 利息保障倍数	18.8	203.7	1,020.5	-464.7	37.1	55.8
资产负债率	36.98%	38.87%	35.43%	34.71%	47.60%	42.76%

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	0	0	0
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	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：贝格数据

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
3	2018-04-18	买入	20.15	N/A
4	2018-04-27	买入	17.62	N/A

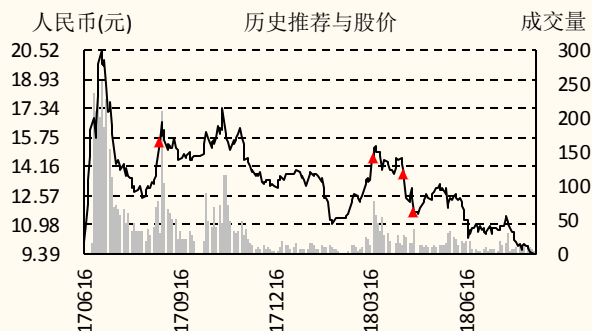
来源：国金证券研究所

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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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