



603326.SH

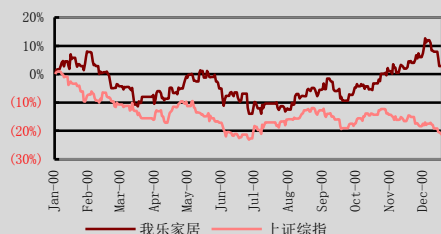
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 9.39

板块评级: 中性

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(31.8)	(13.9)	(29.0)	(29.2)
相对上证指数	(12.9)	(9.8)	(13.5)	(11.7)

发行股数(百万)	226
流通股(%)	28
流通股市值(人民币 百万)	604
3个月日均交易额(人民币 百万)	14
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
Nina Yanti Miao	64

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年8月22日收市价为标准

相关研究报告

《我乐家居: 全屋定制势头良好, 三季度收入增速环比提升》20171030

《我乐家居: 全屋定制高速增长, 渠道扩张效果待释放》20180426

中银国际证券股份有限公司
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

*刘凯娜为本报告重要贡献者

我乐家居

全屋定制持续高增长, 费用控制提供盈利弹性

公司发布 2018 年半年报: 报告期内实现营收 4.3 亿元, 同比增长 26.4%, 归母净利润 1,990 万元, 同比增长 60.6%, 归母扣非净利润 1,651 万元, 同比增长 31.7%。2018Q2 实现营收 2.8 亿元, 同比增长 26.7%, 归母净利润 2,379 万元, 同比增长 68.11%, 归母扣非净利润 2,193 万元, 同比增长 50.1%。

支撑评级的要点

- **全屋定制业务高增长, 产品领先战略贯彻执行。**公司 Q2 营收同比增长 26.7%, 环比 Q1 提升 0.7 个百分点, 主因全屋定制业务维持高增长、直营业务重新划分后增长加快所致, H1 全屋定制业务实现营收 1.7 亿元, 同比增长 92.4%, 远高于橱柜业务 (YOY+2.65%), 占公司总营收的比例由 26.5% 提升至 40.3% (+13.8 个百分点), 在一定程度上弥补地产下滑的影响。今年上半年公司研发的橱柜新品 9 大系列及全屋新品 3 大系列预计于 10 月份上市, 将贯彻公司产品领先战略, 进一步提升产品力。
- **直营与大宗渠道营收高速增长。**2018H1, 公司将南京、济南、上海、杭州列为直营城市, 成立单独的事业部管理, 直营业务实现营收 4,705 万元, 同比增长 130%, 同时重拾受益于精装房加速渗透的大宗业务, 实现营收 2,434 万元, 同比增长 95%。在加盟渠道上, 公司新开专卖店 149 家至 1,211 家, 其中分别新开橱柜/全屋定制专卖店 62/87 家, 基本符合全年 150/220 家的开店计划。H1 经销渠道增长 16.7%, 随着去年净增店面 (331 家) 销售放量, 全年经销渠道增速将有所保障。
- **毛利率阶段性回落, 销售费用控制助盈利改善。**报告期内, 因毛利率较低的大宗业务营收占比同比提升 2 个百分点, 增长初期毛利率较低的全屋定制业务营收占比提升 13.8 个百分点, 公司毛利率同比下降 1.51% 至 34.71%。销售/管理/财务费用率分别同比下降 1.01%/0.23%/0.03%, 其中销售费用率下降主因广告宣传费上半年支出同比减少 1,600 万, 期间费用率下降 1.27% 至 28.70%, 且理财收益由去年同期的 1.2 万元增加至 273.3 万元, 助净利率同比提升 1.02% 至 4.65%。

评级面临的主要风险

- 原材料价格大幅上涨; 全屋定制业务拓展不达预期。

估值

- 公司奉行产品差异化战略, 依靠行业领先的设计师团队与境外设计师合作研发, 突出设计风格调性, 着重于攫取中高端市场份额。全屋定制业务高速增长, 直营与大宗渠道增速亮眼, 我们预测 2018-2020 年每股收益为 0.51/0.65/0.81 元, 同比增长 37.5%、26.9%、25.4%, 对应 2018PE18.4X, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	676	915	1,167	1,451	1,770
变动(%)	17	35	28	24	22
净利润(人民币 百万)	69	84	115	146	183
全面摊薄每股收益(人民币)	0.304	0.370	0.509	0.646	0.810
变动(%)	(13.8)	21.8	37.5	26.9	25.4
先前预测每股收益(人民币)			0.543	0.732	0.939
调整幅度(%)			(6.3)	(11.7)	(13.7)
全面摊薄市盈率(倍)	30.9	25.3	18.4	14.5	11.6
价格/每股现金流量(倍)	14.6	9.5	7.2	8.1	7.5
每股现金流量(人民币)	0.64	0.99	1.30	1.16	1.25
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.6	15.3	10.2	8.1	6.4
每股股息(人民币)	0.265	0.265	0.410	0.465	0.539
股息率(%)	2.8	2.8	4.4	5.0	5.7

资料来源: 公司数据及中银证券预测

图表 1. 公司 2017H1-2018H1 业绩摘要

(百万元)	17H1	18H1	同比增长(%)
一、营业总收入	339	428	26.4
二、营业总成本	321	407	27.0
其中：营业成本	216	279	29.4
营业税金及附加	4	5	25.3
销售费用	69	82	20.1
管理费用	33	41	23.5
财务费用	0	0	(319.4)
资产减值损失	0	1	(361.2)
三、其他经营收益	0	3	23,580.3
公允价值变动收益	0	0	
投资收益	0	3	23,580.3
四、营业利润	18	24	30.1
加：营业外收入	2	1	(5.2)
减：营业外支出	2	0	(85.3)
五、利润总额	18	25	38.3
减：所得税	6	5	(13.3)
六、净利润	12	20	61.8
减：少数股东损益	0	0	(100.0)
七、归属母公司净利润	12	20	60.6
EPS	0.05	0.09	60.6
主要比率(%)			
毛利率	36.2	34.7	
主营税金率	1.1	1.1	
销售费率	20.2	19.2	
管理费率	9.7	9.5	
营业利润率	5.3	5.5	
实际税率	31.3	19.6	
净利率	3.7	4.6	
YoY(%)			
收入增长率	47.2	26.4	
营业利润增长率	1,404.2	30.1	
净利润增长率	1,694.3	60.6	

资料来源：公司公告，万得，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	676	915	1,167	1,451	1,770
销售成本	(441)	(577)	(733)	(915)	(1,118)
经营费用	(136)	(216)	(265)	(320)	(380)
息税折旧前利润	99	122	169	216	272
折旧及摊销	(17)	(21)	(33)	(40)	(49)
经营利润(息税前利润)	81	102	137	176	223
净利息收入/(费用)	0	2	5	10	10
其他收益/(损失)	(18)	(19)	(31)	(42)	(53)
税前利润	81	104	141	179	223
所得税	(12)	(21)	(26)	(33)	(41)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	69	84	115	146	183
核心净利润	69	81	114	145	181
每股收益(人民币)	0.304	0.370	0.509	0.646	0.810
核心每股收益(人民币)	0.305	0.358	0.503	0.640	0.802
每股股息(人民币)	0.265	0.265	0.410	0.465	0.539
收入增长(%)	17	35	28	24	22
息税前利润增长(%)	20	25	35	28	27
息税折旧前利润增长(%)	21	24	38	28	26
每股收益增长(%)	(14)	22	37	27	25
核心每股收益增长(%)	(11)	17	41	27	25

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	81	104	141	179	223
折旧与摊销	17	21	33	40	48
净利息费用	0	(1)	(3)	(5)	(4)
运营资本变动	49	31	0	50	95
税金	12	21	26	33	41
其他经营现金流	(13)	48	99	(34)	(120)
经营活动产生的现金流	145	224	295	263	283
购买固定资产净值	(142)	(188)	(188)	(188)	(188)
投资减少/增加	0	0	1	0	4
其他投资现金流	52	(276)	11	(0)	6
投资活动产生的现金流	(90)	(464)	(177)	(188)	(178)
净增权益	0	41	65	0	(1)
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(60)	(60)	(93)	(105)	(122)
其他融资现金流	52	390	55	65	109
融资活动产生的现金流	(8)	371	27	(41)	(12)
现金变动	48	131	145	34	92
期初现金	49	91	247	393	427
公司自由现金流	56	(239)	121	80	111
权益自由现金流	56	(239)	121	80	108

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	91	247	393	427	520
应收帐款	33	69	61	76	100
库存	35	51	59	70	88
其他流动资产	64	294	206	286	410
流动资产总计	223	661	719	860	1,116
固定资产	187	314	425	530	629
无形资产	17	43	38	34	31
其他长期资产	69	131	122	126	122
长期资产总计	275	491	589	694	786
总资产	497	1,152	1,308	1,554	1,902
应付帐款	57	99	104	135	171
短期债务	0	0	0	50	145
其他流动负债	132	271	282	393	533
流动负债总计	189	370	386	579	850
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	4	39	39	39	39
股本	120	161	226	226	226
储备	184	583	657	711	788
股东权益	304	744	884	937	1,014
少数股东权益	0	0	(0)	(0)	(1)
总负债及权益	497	1,152	1,308	1,554	1,902
每股帐面价值(人民币)	1.34	3.29	3.91	4.14	4.48
每股有形资产(人民币)	2.39	4.35	3.74	3.99	4.33
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.76)	(1.53)	(1.74)	(1.66)	(1.65)

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	14.6	13.4	14.5	14.9	15.4
息税前利润率(%)	12.0	11.1	11.7	12.1	12.6
税前利润率(%)	11.9	11.4	12.1	12.3	12.6
净利率(%)	10.2	9.2	9.9	10.1	10.4
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.8	1.9	1.5	1.3
利息覆盖率(倍)	197.9	n.a.	n.a.	n.a.	98.6
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)	1.0	1.6	1.7	1.4	1.2
估值					
市盈率(倍)	30.9	25.3	18.4	14.5	11.6
核心业务市盈率(倍)	30.8	26.3	18.7	14.7	11.7
市净率(倍)	7.0	2.9	2.4	2.3	2.1
价格/现金流(倍)	14.6	9.5	7.2	8.1	7.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.6	15.3	10.2	8.1	6.4
周转率					
存货周转天数	n.a.	27.3	27.5	25.8	25.8
应收帐款周转天数	17.5	20.2	20.3	17.3	18.2
应付帐款周转天数	30.8	31.1	31.7	30.0	31.6
回报率					
股息支付率(%)	87.2	71.6	80.5	71.9	66.5
净资产收益率(%)	22.6	16.0	14.2	16.1	18.8
资产收益率(%)	13.9	9.9	9.1	10.0	10.5
已运用资本收益率(%)	26.9	19.6	17.1	19.3	21.4

资料来源: 公司数据及中银证券预测

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。

中银国际证券股份有限公司同时声明，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，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限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股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限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。

中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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，中银国际证券股份有限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股份有限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。中银国际证券股份有限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股份有限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。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

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