



2018-08-26

公司点评报告

买入/维持

我乐家居 (603326)

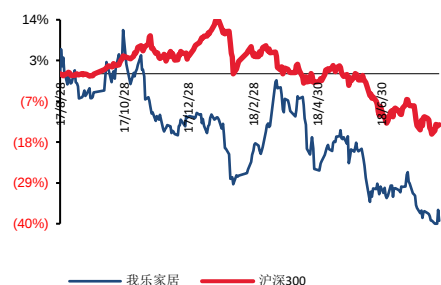
目标价: 12.00

昨收盘: 9.51

轻工制造

全屋定制助力收入持续增长，渠道扩张产能释放值得期待

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	226/64
总市值/流通(百万元)	2,149/612
12 个月最高/最低(元)	24.49/9.39

证券分析师: 陈天蛟

电话: 13601877996

E-MAIL: chentj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110002

事件:

公司发布 2018 年中报: 2018 年上半年实现营业收入 4.28 亿元, 同比增长 26.42%。归母净利润 0.20 亿元, 同比增加 60.55%; 归母扣非净利润 0.17 亿元, 同比增加 31.65%; 基本每股收益 0.09 元。Q2 单季实现营收 2.77 亿元, 同比增长 26.67%; 归母净利润 0.24 亿元, 同比增加 68.11%; 归母扣非净利润 0.22 亿元, 同比增加 50.10%。

分产品来看, 厨柜收入 2.56 亿元, 同比上升 2.65%; 全屋定制产品收入 1.72 亿元, 同比上升 92.44%; 分渠道来看, 直营/大宗/加盟业务分别实现收入 4705/2434/35666 万元, 同比增速分别为 129.5%/94.9%/16.7%。

点评:

盈利能力略有下滑, 规模效应带来期间费用率明显降低。 2018 年上半年公司毛利率 34.71%, 同比下降 1.51pct, 或受公司销售产品结构比发生变化及经销商开店下样折扣的影响; 期间费用率 28.70%, 同比下降 1.27pct, 销售、管理、财务费用率分别为 19.23%、9.49%、-0.02%, 同比变动-1.01/-0.23/-0.03pct, 报告期内由于规模效应公司销售、管理、财务费用率均明显降低, 其中财务费用率为负主要是由于本年利息收入较多导致。

全屋定制业务加速发力, 产品研发持续推进。 公司全屋定制业务经过约两年的筹备、研发及推广, 成长迅速, 公司上半年整体橱柜和全屋定制业务分别占比 60%和 40%, 其中全屋定制产品收入 1.72 亿元, 同比增加了 92.44%, 几乎贡献了上半年全部收入增长, 也在一定程度上弥补了地产下滑的影响。从销售渠道来看, 上半年公司全屋定制门店相较 2017 年底新增门店 87 家至 449 家, 橱柜店增加 62 家至 762 家。另一方面, 公司继续坚持产品领先的战略, 加大研发与技术投入, 公司在上半年研发厨柜新品 9 个系列, 全屋研发新品 3 大系列, 预计将于 10 月份进行新品发布。同时, 研发推出 9.5 代店, 提升品牌终端形象, 助力我乐品牌升级。新产品和新店面形象的推出也为公司未来经营提供源源不断的发展动力。

智能制造稳步推进, 募投项目产能陆续释放。 智能装备建设方面, 公司积极与各类先进智能设备联合开发自有智能装备, 不断提高生产效率, 优化生产过程。在智能制造信息化建设方面, 公司已完成两化融合体系的贯标工作。MES 系统通过信息化将企业的制度、绩效、考核落实到日常工作中, 为企业的战略落地提供一个平台; 同时该系统与 SAP 系统、开料优化软件、CRM 系统等集成, 一起为我乐公司构建一个基础信息共享平台, 提高了一体化管控水平, 并为公司优化生产体系提供了强大的数据支持。此外, 2017 年 12 月公司全屋定制智能

家居系统项目一期一层正式投产，一期二层全屋生产线以及配套产线（包含膜压、包覆及实木线）将于 2018 年 10 月份起投产，全屋定制家具生产线的产能将得到进一步释放，未来有望进一步拉动全屋业务收入的高速增长。

公司全屋定制业务高速增长，信息化建设利好公司降本增效，看好公司品类及渠道弹性释放，我们预计公司 2018-2020 年 EPS 为 0.70 元、0.92 元、1.20 元，当前股价对应 PE 为 13.55 倍、10.35 倍、7.95 倍，首次覆盖，给与“买入”评级。

风险分析：房地产景气程度低于预期、业务推广不及预期等。

■ 盈利预测和财务指标：

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	915	1163	1455	1822
(+/-%)	35.4	27.1	25.1	25.2
净利润(百万元)	84	113	148	193
(+/-%)	21.86%	35.13%	30.87%	30.19%
摊薄每股收益(元)	0.60	0.70	0.92	1.20
市盈率(PE)	32.50	13.55	10.35	7.95

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	91	247	206	362	543	营业收入	676	915	1163	1455	1822
应收和预付款项	41	83	86	100	129	营业成本	441	577	727	899	1113
存货	35	51	66	74	92	营业税金及附加	6	9	10	14	17
其他流动资产	55	279	334	336	334	销售费用	87	148	192	240	302
流动资产合计	223	661	692	872	1098	管理费用	60	80	102	127	160
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	1	5	0	0	0
固定资产	187	314	339	369	411	投资收益	0	5	2	2	3
在建工程	11	86	109	142	186	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	18	43	49	55	65	营业利润	81	101	134	177	232
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	0	3	1	1	2
其他非流动资产	275	491	544	617	710	利润总额	81	104	135	178	234
资产总计	497	1152	1236	1489	1808	所得税	12	21	22	30	42
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	69	84	113	148	193
应付和预收款项	112	213	188	254	329	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	69	84	113	148	193
其他负债	82	195	200	250	317						
负债合计	193	408	388	505	646						
股本	120	161	161	161	161	预测指标					
资本公积	68	409	409	409	409		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
留存收益	116	190	295	431	609	毛利率	34.72%	36.97%	37.50%	38.20%	38.90%
归母公司股东权益	304	744	848	985	1163	销售净利率	10.17%	9.15%	9.73%	10.18%	10.59%
少数股东权益	0	0	0	0	0	销售收入增长率	16.80%	35.32%	27.10%	25.10%	25.20%
股东权益合计	304	744	848	985	1162	EBIT 增长率	16.54%	28.74%	29.52%	31.87%	31.31%
负债和股东权益	497	1152	1236	1489	1808	净利润增长率	21.77%	21.86%	35.13%	30.87%	30.19%
						ROE	22.61%	11.26%	13.34%	15.04%	16.59%
						ROA	13.82%	7.27%	9.16%	9.95%	10.67%
						ROIC	32.38%	16.87%	17.61%	23.75%	31.10%
						EPS (X)	0.57	0.60	0.70	0.92	1.20
						PE (X)	0.00	32.50	13.55	10.35	7.95
						PB (X)	0.00	4.23	1.81	1.56	1.32
						PS (X)	0.00	3.44	1.32	1.05	0.84
						EV/EBITDA (X)	-0.87	15.96	7.72	5.28	3.50

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com

广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。