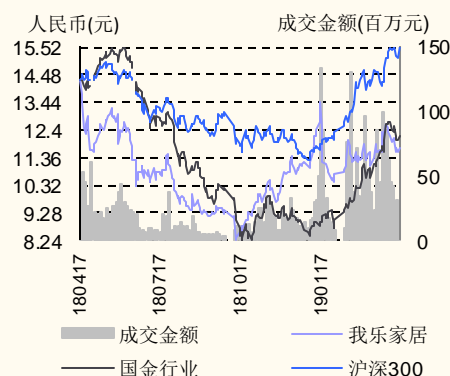


市场价格 (人民币): 11.72 元

## 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)	2,648.58
年内股价最高最低(元)	14.26/8.28
沪深 300 指数	4085.79
上证指数	3253.60



## 相关报告

- 1.《我乐家居 2018 年三季度点评-收入延续稳增, 净利润增幅扩大》, 2018.10.25
- 2.《我乐家居 2018 年半年报点评-全屋定制延续高增, 渠道扩张与优...》, 2018.8.22
- 3.《一季报微亏无忧, 全年度高增可期》, 2018.4.27
- 4.《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

## 揭力

分析师 SAC 执业编号: S1130515080003  
(8621)60935563  
jie\_li@gjzq.com.cn

## 袁艺博

分析师 SAC 执业编号: S1130519020005  
yuanyibo@gjzq.com.cn

## 全屋定制实现高速增长, 大宗渠道放量明显

## 公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.52	0.45	0.60	0.79	1.00
每股净资产(元)	4.61	3.66	5.04	5.57	6.24
每股经营性现金流(元)	1.06	0.52	0.94	1.19	1.48
市盈率(倍)	38	25	19	15	12
净利润增长率(%)	21.86%	21.57%	33.81%	30.25%	27.49%
净资产收益率(%)	11.26%	12.30%	11.96%	14.11%	16.05%
总股本(百万股)	161.23	225.99	225.99	225.99	225.99

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 2018 年, 公司分别实现营收/归母净利润 10.82 亿元/1.02 亿元, 同比分别增长 18.26%/19.75%, 实现全面摊薄 EPS0.45 元, 略低于预期。2018 年, 公司拟向全体股东每 10 股派 1.5 元 (含税)。

## 经营分析

- **Q4 收入增速放缓明显, 大宗放量增加应收拖累现金流。** 去年前三季度, 公司收入增速基本维持 25%, 但 Q4 增速出现大幅放缓仅实现 4.04% 的增长。叠加品牌建设、直营门店经营等费用投入, 导致净利润在 Q4 出现负增长。另一方面, 受大宗业务放量的影响, 公司应收款同比增长 38.47%, 对经营性现金流造成拖累, 同比下降 41.18%。预收款同比增长 23.78%, 预计 Q1 收入端增速环比将有所改善, 有望重回 20% 以上的增长。
- **大宗收入翻倍增长, 橱柜同店下滑导致业务收入微增。** 去年公司经销商渠道收入 8.56 亿元, 同比增长 6.18%, 直营收入 1.31 亿元, 同比增长 85.1%。大宗作为 17 年下半年才开始发力的业务, 在去年内实现 150% 以上的。具体业务看, 橱柜净增门店 87 家, 但由于同店下滑 9% 以上, 导致收入同比仅增长 1.85%。全屋定制作为公司全力推进的新业务, 去年净增门店 134 家, 实现业务收入 4.94 亿元, 同比增长超过 45%, 且同店有近 7% 的增长。但 18 年内相关产品出厂价下调明显, 每套全屋定制产品出厂价为 18,000 元左右, 较 2017 年降幅接近 40%。产品降价之下, 销量获得较好增长, 去年内全屋定制销量增长 143.89%, 为相关收入高速增长奠定良好基础。
- **新产能于去年 Q3 投产, 夯实全屋定制增长基础。** 公司溧水工厂一期一层在 17 年 12 月投产, 去年 Q3 二层也实现投产。截至去年末, 公司已经具备月均 3.2 万单全屋和 8 千单橱柜的接单能力, 产能较 17 年实现翻番。我们认为, 公司新增产能以全屋定制为主, 今年伴随新产能运转效率的逐步提升, 将进一步夯实全屋业务的发展基础。

## 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。由于定制家居行业竞争进一步加剧, 我们下调公司 2019/2020 年完全摊薄后 EPS 预测至 0.60/0.79 元 (原为 0.75/1.11 元, 下调幅度为 19.5%/29%), 预测公司 2021 年 EPS 为 1.00 元, 三年 CAGR30.5%, 对应 PE 分别为 19/15/12 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)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	676	915	1,082	1,295	1,566	1,907
增长率		35.3%	18.3%	19.7%	20.9%	21.8%
主营业务成本	-441	-577	-677	-803	-972	-1,185
%销售收入	65.3%	63.0%	62.6%	62.0%	62.1%	62.2%
毛利	235	338	405	492	594	722
%销售收入	34.7%	37.0%	37.4%	38.0%	37.9%	37.8%
营业税金及附加	-6	-9	-11	-13	-15	-18
%销售收入	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-87	-148	-185	-218	-258	-308
%销售收入	12.9%	16.1%	17.1%	16.8%	16.5%	16.1%
管理费用	-60	-80	-96	-109	-129	-154
%销售收入	8.8%	8.7%	8.9%	8.4%	8.2%	8.1%
息税前利润 (EBIT)	82	102	113	153	192	242
%销售收入	12.1%	11.1%	10.4%	11.8%	12.2%	12.7%
财务费用	0	0	0	8	12	15
%销售收入	0.1%	0.0%	0.0%	-0.6%	-0.8%	-0.8%
资产减值损失	-1	-5	-4	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	5	13	5	10	15
%税前利润	0.4%	4.7%	10.4%	3.0%	4.6%	5.5%
营业利润	81	101	121	165	214	271
营业利润率	12.0%	11.1%	11.2%	12.8%	13.7%	14.2%
营业外收支	0	3	1	2	2	2
税前利润	81	104	122	167	216	273
利润率	11.9%	11.4%	11.3%	12.9%	13.8%	14.3%
所得税	-12	-21	-20	-25	-32	-41
所得税率	14.9%	19.8%	16.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	69	84	102	142	183	232
少数股东损益	0	0	0	6	6	6
归属于母公司的净利润	69	84	102	136	177	226
净利率	10.2%	9.2%	9.4%	10.5%	11.3%	11.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	69	84	102	142	183	232
少数股东损益	0	0	0	6	6	6
非现金支出	20	29	40	43	50	57
非经营收益	0	-6	-9	-7	-12	-17
营运资金变动	53	64	-17	36	48	61
经营活动现金净流	142	171	117	214	269	334
资本开支	-90	-238	-207	-116	-122	-128
投资	0	-230	130	0	0	0
其他	0	4	7	5	10	15
投资活动现金净流	-90	-464	-70	-111	-112	-113
股权募资	0	388	2	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	1
其他	-8	-17	-32	175	-59	-75
筹资活动现金净流	-8	371	-30	175	-58	-73
现金净流量	45	78	16	277	99	147

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	91	247	262	540	639	786
应收款项	81	74	131	119	144	175
存货	35	51	76	66	80	97
其他流动资产	16	288	166	174	179	185
流动资产	223	661	636	899	1,041	1,243
%总资产	44.8%	57.3%	49.3%	55.1%	56.3%	58.5%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	198	400	554	624	692	759
%总资产	39.9%	34.7%	42.9%	38.3%	37.5%	35.7%
无形资产	38	58	59	65	71	78
非流动资产	275	491	655	732	807	880
%总资产	55.2%	42.7%	50.7%	44.9%	43.7%	41.5%
资产总计	497	1,152	1,291	1,630	1,848	2,123
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	164	333	379	397	480	584
其他流动负债	26	36	41	45	54	66
流动负债	189	370	420	442	534	650
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	4	38	42	43	43	44
负债	193	408	463	485	578	695
普通股股东权益	304	744	828	1,139	1,258	1,410
少数股东权益	0	0	0	6	12	18
负债股东权益合计	497	1,152	1,291	1,630	1,848	2,123

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.573	0.520	0.451	0.603	0.785	1.001
每股净资产	2.533	4.613	3.664	5.041	5.567	6.238
每股经营现金净流	1.184	1.061	0.516	0.945	1.191	1.477
每股股利	0.000	0.160	0.000	0.199	0.259	0.330
回报率						
净资产收益率	22.61%	11.26%	12.30%	11.96%	14.11%	16.05%
总资产收益率	13.82%	7.27%	7.89%	8.36%	9.61%	10.66%
投入资本收益率	22.83%	10.95%	11.39%	11.35%	12.84%	14.38%
增长率						
主营业务收入增长率	16.80%	35.32%	18.26%	19.69%	20.93%	21.76%
EBIT增长率	18.95%	24.43%	11.37%	35.27%	25.43%	26.03%
净利润增长率	21.77%	21.86%	21.57%	33.81%	30.25%	27.49%
总资产增长率	29.18%	131.57%	12.06%	26.30%	13.35%	14.88%
资产管理能力						
应收账款周转天数	18.1	20.1	27.6	25.0	25.0	25.0
存货周转天数	30.0	27.4	34.3	30.0	30.0	30.0
应付账款周转天数	43.9	49.3	55.1	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	101.1	125.3	167.8	157.1	143.4	128.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-29.91%	-33.24%	-31.68%	-47.14%	-50.27%	-54.95%
EBIT利息保障倍数	203.7	1,020.5	1,403.8	-18.4	-15.7	-16.4
资产负债率	38.87%	35.43%	35.85%	29.75%	31.26%	32.74%

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	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	1	5
增持	0	0	0	0	4
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.00	1.60

来源：贝格数据

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。

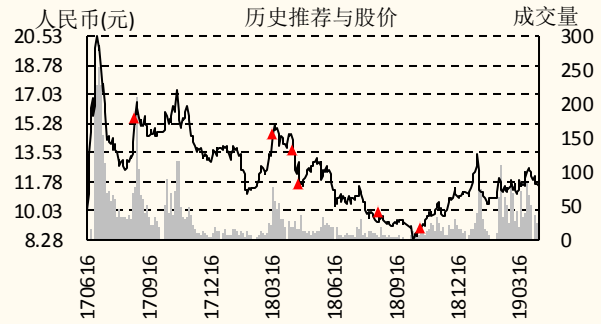
最终评分与平均投资建议对照：

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
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
5	2018-08-23	买入	9.39	N/A
6	2018-10-25	买入	9.03	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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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，不作为或被视作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