

轻工/家具

我乐家居 (603326.SH)

首次评级

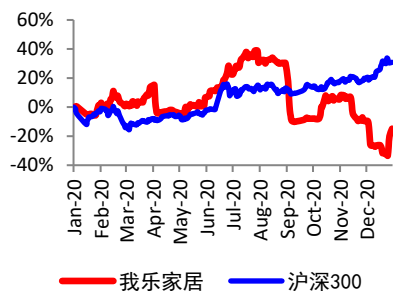
报告原因：公司公告

预计 20Q4 净利润增长 68%~95%，成长股估值优势明显 买入

2021 年 1 月 17 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



事件描述

我乐家居发布 2020 年度业绩预告，业绩超出市场预期：预计 2020 年度实现归属于上市公司股东的净利润为 2.16 亿元至 2.31 亿元，比上年同期增加 6,160.29 万元至 7,700.37 万元，同比增长 40.00%至 50.00%；预计归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 1.92 亿元至 2.06 亿元，比上年同期增加 5,972.97 万元至 7,300.30 万元，同比增长 45.00%至 55.00%。

事件点评

我们测算公司 2020Q4 归母净利润同比+67.86%~94.64%，大幅超出市场预期，公司虽处于定制家具 9 家上市公司中的第三梯队，但是近三年净利润复合增长率超过 37%，业绩增速超过部分头部企业。2020Q4，预计公司实现归母净利润 0.94~1.09 亿元，同比增长 67.86%~94.64%；预计实现扣非后归母净利润 0.85 亿元~0.99 亿元，同比增长 70.00%~98.00%。2020 前三季度，公司实现营业收入 9.99 亿元，同比增长 7.97%；实现归母净利润 1.22 亿元，同比增长 24.15%；实现扣非后归母净利润 1.07 亿元，同比增长 29.25%。单季度来看，公司 2020Q3 实现营业收入 4.61 亿元，同比增长 15.46%；实现归母净利润 0.75 亿元，同比增长 41.75%；实现扣非后归母净利润 0.73 亿元，同比增长 48.83%，Q3 各项增速环比 Q2 分别提升 14.87、41.13、48.18 个百分点。

公司坚持聚焦中高端品牌定位，2020 前三季度净利率大幅提升，创下历史新高。2020 前三季度，公司毛利率、净利率分别为 41.73% (-1.50pct)、12.22% (+1.59pct)，盈利能力显著提升。2020 年，公司在原有产品的基础上不断推成出新，不仅推出与高圆圆联名设计【INGREECE 格睿】系列全屋产品，还同步上市罗莎·罗曼系列、巴塞尔系列全屋产品和璞真系列、洛亚系列定制橱柜产品等，进一步丰富了公司产品线。2020 前三季度期间费用率为 25.92%，同比下降 4.18pct。其中，销售费用率 18.50% (-4.49 pct)，主要受疫情影响，广告宣传费用、人员差旅费、会议费、销售人员工资等支出较上年同期减少；管理费用率 7.14% (+0.06pct)；财务费用率 0.28 (+0.25pct)。

公司持续加强渠道建设及布局优化，实现直营业务、大宗业务的快速增长，积极探索线上零售新渠道，带动整体利润大幅增长。2020 年上半年，

市场数据：2021 年 1 月 15 日

收盘价(元):	9.75
年内最高/最低(元):	17.35/7.89
流通 A 股/总股本(亿):	3.15/3.17
流通 A 股市值(亿):	31
总市值(亿):	31

基础数据：2020 年 9 月 30 日

基本每股收益	0.39
摊薄每股收益:	0.39
每股净资产(元):	3.22
净资产收益率:	12.39%

分析师：杨晶晶

执业登记编码：S0760519120001

Tel: 15011180295

Email: yangjingjing@sxzq.com

地址：

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

受新冠疫情影响，消费者对于定制家具的消费需求有所滞后，局部经销商复工延迟，公司经销业务收入同比下降 18.66%；但与此同时，公司持续加强直营渠道建设，直营业务同比增长 13.91%，大宗业务同比增长 84.04%。公司与恒大、融创、金茂、华夏幸福、金科等国内 TOP30 地产公司深入战略合作，持续扩大与各战略采购单位的合作体量。随着房地产市场“精装交付”占比的提高，公司以加入中国建筑装饰协会住宅装饰装修和部品产业分会成为会员单位为契机，与上游装企、房企融合聚力，探索互惠共赢的新模式。2019 年新客户放量收获，大宗业务营收净增 169.96%。2020 年累计直播带货超百场，双十一期间，公司邀请品牌代言人高圆圆女士空降直播间，实现“双十一”电商预估销售额超 2.1 亿元。

投资建议

➤ 预计公司 2020-2022 年实现归母公司净利润 2.23、2.63、3.15 亿元，同比增长 45.04%、17.53%、19.85%，对应 EPS 为 0.70/0.82/0.98 元，PE 为 13.94/11.86/9.90 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

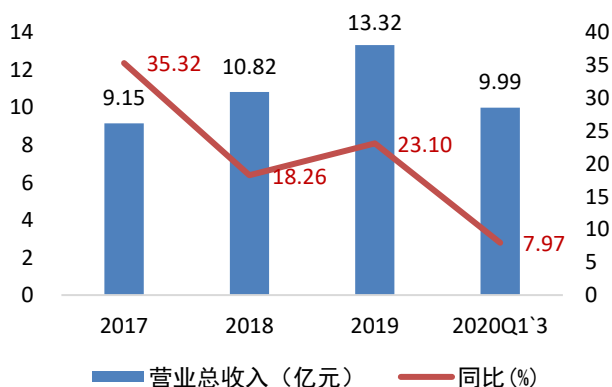
存在风险

➤ 宏观经济增长不及预期；原材料价格大幅波动；市场竞争加剧风险；新品推广不及预期；经销商管理风险；大宗业务回款风险等。

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,082.05	1,332.03	1,494.54	1,790.46	2,064.40
同比增长	18.26%	23.10%	12.20%	19.80%	15.30%
归母净利润（百万元）	101.83	154.01	223.37	262.53	314.64
同比增长	21.57%	51.24%	45.04%	17.53%	19.85%
每股收益（元）	0.45	0.68	0.70	0.82	0.98
PE	21.64	14.32	13.94	11.86	9.90
PB	2.66	2.32	2.41	2.00	1.70

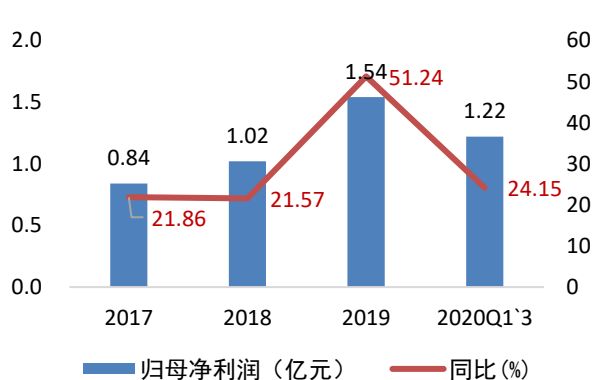
数据来源：wind、山西证券研究所

图：我乐家居三年一期营业总收入及同比



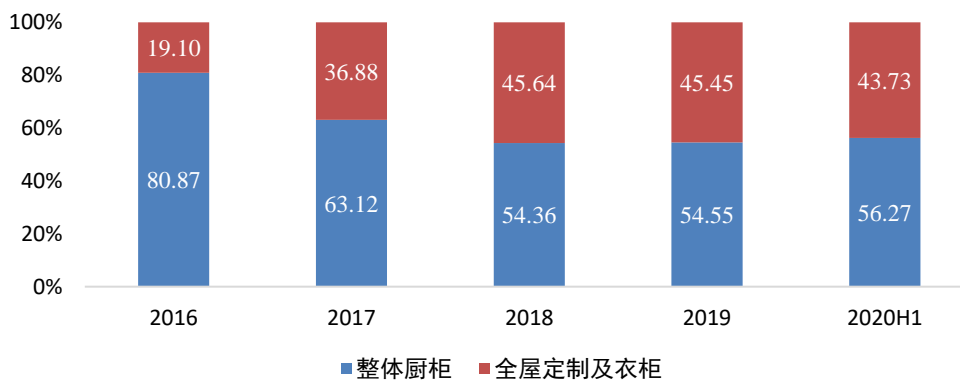
数据来源：山西证券研究所、wind

图：我乐家居近三年一期归母净利润及同比



数据来源：山西证券研究所、wind

图：我乐家居主营业务收入结构



数据来源：山西证券研究所、wind

表：我乐家居单季度财务摘要

	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30
报告类型	第二季度	第三季度	第四季度	第一季度	第二季度	第三季度
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
利润表摘要						
营业总收入	3.41	3.99	4.07	1.95	3.43	4.61
同比(%)	23.10	25.57	20.98	5.43	0.59	15.46
归属母公司股东的净利润	0.45	0.53	0.56	0.02	0.45	0.75
同比(%)	89.12	12.22	59.26	230.49	0.62	41.75
扣非后归属母公司股东的净利润	0.39	0.49	0.50	-0.06	0.40	0.73
同比(%)	79.52	10.14	66.20	-1.48	0.65	48.83
EPS	0.20	0.23	0.25	0.01	0.14	0.24
现金流量表摘要						
销售商品提供劳务收到的现金	3.79	3.75	4.48	1.91	3.13	4.31
经营活动现金净流量	1.12	0.00	0.85	-1.13	1.40	0.13
购建固定无形长期资产支付的现金	0.23	0.46	0.57	0.61	0.46	0.36
投资支付的现金	3.53	2.93	4.48	2.02	6.72	3.54
投资活动现金净流量	-0.68	0.44	-0.18	-0.34	-0.97	-0.50
吸收投资收到的现金		0.11	0.02			
取得借款收到的现金				0.45	0.58	0.00
筹资活动现金净流量	0.00	-0.22	0.02	0.42	-0.03	-0.25
现金流量净额	0.45	0.21	0.69	-1.04	0.40	-0.62
关键比率						
ROE(%)	5.39	6.08	6.03	0.22	4.77	7.62
扣非后 ROE(%)	4.72	5.68	5.42	-0.62	4.18	7.47
ROA(%)	3.49	3.80	3.75	0.14	2.94	4.41
销售毛利率(%)	44.18	44.06	45.20	31.66	43.53	44.64
销售净利率(%)	13.18	13.22	13.68	1.07	13.19	16.23

资料来源：山西证券研究所、wind



利润表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,082.1	1,332.0	1,494.5	1,790.5	2,064.4	成长性					
减:营业成本	677.4	748.2	869.8	1,034.9	1,187.0	营业收入增长率	18.3%	23.1%	12.2%	19.8%	15.3%
营业税费	10.7	11.3	11.8	14.1	16.3	营业利润增长率	19.7%	58.1%	43.3%	17.7%	19.9%
销售费用	185.0	296.0	280.2	336.6	390.2	净利润增长率	49.6%	45.4%	12.8%	19.4%	48.8%
管理费用	59.2	57.2	65.8	78.4	89.4	EBITDA增长率	50.1%	48.7%	17.4%	22.5%	19.8%
财务费用	0.1	0.6	-10.0	1.0	1.0	EBIT增长率	24.5%	53.2%	38.8%	22.4%	19.7%
资产减值损失	4.2	-1.6	2.0	9.0	3.4	NOPLAT增长率	21.6%	51.2%	45.0%	17.5%	19.9%
加:公允价值变动收益	-	-	0.2	5.0	10.0	投资资本增长率	14.5%	22.4%	60.4%	57.1%	20.5%
投资和汇兑收益	6.3	5.0	0.3	2.6	1.4	净资产增长率	11.3%	14.9%	35.9%	20.3%	17.5%
营业利润	121.5	192.1	275.3	324.0	388.5	利润率					
加:营业外净收支	0.6	-1.1	-0.4	-0.7	-0.6	毛利率	37.4%	43.8%	41.8%	42.2%	42.5%
利润总额	122.1	191.1	274.9	323.3	388.0	营业利润率	11.2%	14.4%	18.4%	18.1%	18.8%
减:所得税	20.2	37.1	51.5	60.8	73.3	净利润率	9.4%	11.6%	14.9%	14.7%	15.2%
净利润	101.8	154.0	223.4	262.5	314.6	EBITDA/营业收入	17.4%	20.5%	20.6%	20.5%	26.5%
资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	14.0%	17.0%	17.8%	18.2%	18.9%
货币资金	262.3	235.5	218.9	-82.0	-140.2	投资回报率					
交易性金融资产	-	44.8	45.0	50.0	60.0	ROE	12.3%	16.2%	17.3%	16.9%	17.2%
应收帐款	108.6	212.7	146.4	175.3	202.2	ROA	7.9%	9.9%	11.8%	12.0%	12.4%
应收票据	22.7	96.2	-	-	-	ROIC	23.0%	30.8%	34.9%	26.6%	20.3%
预付帐款	10.1	15.8	17.6	20.9	24.0	费用率					
存货	76.0	109.2	119.2	141.8	162.6	销售费用率	17.1%	22.2%	18.8%	18.8%	18.9%
其他流动资产	156.3	48.7	50.1	51.6	53.2	管理费用率	5.5%	4.3%	4.4%	4.4%	4.3%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	财务费用率	0.0%	0.0%	-0.7%	0.1%	0.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	三费/营业收入	22.6%	26.6%	22.5%	23.2%	23.3%
长期股权投资	-	-	-	-	-	运营效率					
投资性房地产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	135	149	199	256	294
固定资产	497.3	607.0	1,048.3	1,502.1	1,869.1	流动资产周转天数	216	189	164	96	63
在建工程	56.3	97.3	167.7	275.8	255.5	应收帐款周转天数	30	43	53	53	50
无形资产	40.3	38.5	34.0	29.5	25.0	存货周转天数	34	45	47	45	46
其他非流动资产	42.2	28.2	29.1	29.9	30.8	总资产周转天数	406	385	415	410	413
资产总额	1,290.7	1,558.9	1,885.5	2,196.4	2,543.6	偿债能力					
短期借款	-	-	-	-	-	资产负债率	35.9%	39.0%	31.4%	29.2%	28.2%
应付票据	49.9	53.7	60.2	72.1	83.2	负债权益比	55.9%	63.8%	45.8%	41.2%	39.2%
应付账款	105.7	108.9	130.9	155.8	178.7	流动比率	1.51	1.45	1.18	0.65	0.58
其他流动负债	42.4	79.7	83.7	87.9	92.3	速动比率	1.33	1.24	0.94	0.39	0.32
长期借款	-	-	-	-	-	现金流量利息保障倍数	44.64	234.21			
其他非流动负债	42.4	79.7	83.7	87.9	92.3	业绩和估值指标					
负债总额	462.8	607.3	592.2	640.6	716.2	EPS(元)	0.45	0.68	0.70	0.82	0.98
股本	226.0	226.2	319.4	319.4	319.4	BVPS(元)	3.66	4.21	4.05	4.87	5.72
资本公积与留存收益	266.4	386.8	610.2	872.7	1,155.9	PE(X)	21.6	14.3	13.9	11.9	9.9
少数股东权益	-	-	-	-	-	PB(X)	2.7	2.3	2.4	2.0	1.7
股东权益	827.9	951.6	1,293.3	1,555.8	1,827.4	P/FCF	58.3	54.2	-20.8	-10.3	-781.0
现金流量表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	P/S	2.0	1.7	2.1	1.7	1.5
净利润	101.8	154.0	223.4	262.5	314.6	EV/EBITDA	11.7	11.5	9.1	8.5	5.8
加:折旧和摊销	4.2	13.8	-	-	-	CAGR(%)	37.1%	26.9%	38.7%	37.1%	26.9%
资产减值准备	51.1	63.2	42.9	42.9	158.1	PEG	58.3%	53.3%	36.0%	32.0%	36.8%
公允价值变动损失	-	-	0.2	5.0	10.0						
财务费用	-	-	-10.0	1.0	1.0						
投资收益	-6.3	-5.0	-0.3	-2.6	-1.4						
少数股东损益	-	-	-	-	-						
营运资金的变动	94.3	44.4	151.7	-2.3	22.4						
经营活动产生现金流量	131.6	86.1	407.9	306.5	504.7						
投资活动产生现金流量	-69.8	-96.7	-552.8	-606.4	-518.8						
融资活动产生现金流量	-30.3	-30.2	128.3	-1.0	-44.1						

数据来源：wind、山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

