

强烈推荐-A (维持)

我乐家居 603326.SH

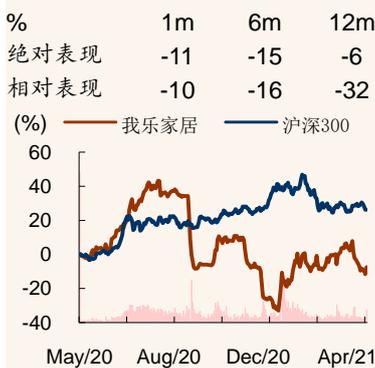
目标估值: N.A.  
当前股价: 11.11 元  
2021年05月11日

产品为先、渠道蓄势，新三年新征程

基础数据

上证综指	3428
总股本(万股)	32220
已上市流通股(万股)	31458
总市值(亿元)	36
流通市值(亿元)	35
每股净资产(MRQ)	3.5
ROE(TTM)	20.2
资产负债率	43.3%
主要股东	NINA YANTI MIAO
主要股东持股比例	62.79%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《我乐家居(603326)——业绩符合预期，渠道蓄势发展可期》2021-04-19
- 2、《我乐家居(603326)——Q4业绩持续回升，三年千店扩张提速》2021-03-30

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn  
S1090515090001

公司作为中高端定制领先企业，以“原创设计”打造产品差异化，经过过去3年的产品和渠道调整后，未来3年开启新一轮扩张。预计2021~2022年净利润为2.71亿元、3.35亿元，目前股价对应2021年PE仅13x，维持“强烈推荐-A”评级。

- **从橱柜到全屋，中高端定制领先品牌。**公司成立于2006年，橱柜起家，于2012年开始布局全屋定制，目前已发展成为中高端定制领先品牌。NINA YANTI MIAO和汪春俊夫妇是公司实际控制人，股权结构稳定，管理层成员背景多元，具有敏锐商业洞察力。2014-2020年收入、净利CAGR分别为20%、34%；2020年营收规模为15.84亿元，同比增长18.93%，橱柜各占半壁江山，归母净利润为2.20亿元，同比增长42.56%。
- **过去三年强本固基，重设计、重制造，夯实内生驱动。**上市以来面临定制家居行业竞争环境的快速变化，公司主动求变，全面聚焦中高端品牌定位，加大研发、坚持“自主原创”设计，打造产品差异化竞争力。客单价业内领先，2020年全屋定制单店提货额124万元，处于同行较好水平。作为IBM在橱柜行业的首家战略合作伙伴，公司是定制行业较早推进智能制造升级的企业之一。盈利能力稳健向好，2020年经销渠道毛利率42.31%，业内最高；人均创收68万元、人均创利9.4万元，摊薄ROE为19.6%，均位居行业前列。
- **未来三年渠道驱动，立足零售，开启新一轮扩张。**目前公司已基本完成经销、直销、大宗三驾马车齐头并进的多元化渠道布局，截至2020年底，拥有54家直营门店、1,248家经销门店。未来三年，公司将继续坚持零售市场立足点，在“三年千店倍增”的新目标下，加大力度开拓经销商渠道、优化经销商队伍，打造直营城市标杆，拓展工程渠道，推动业务在3-5年内翻倍扩盘。
- **估值优势明显，维持“强烈推荐-A”评级。**我们认为，公司经过近年对产品定位和渠道调整后，2021年起有望开启成长新三年征程。长期坚持利益共享的原则，多次股权激励利益绑定，彰显发展信心。预计2021~2022年归母净利润分别为2.71亿元、3.35亿元，同比分别增长23%、24%，目前股价对应2021年PE为13x，估值优势明显，维持“强烈推荐-A”评级。

□ **风险提示：房地产行业波动风险、开店进展不及预期风险。**

财务数据与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万元)	1332	1584	1997	2504	3066
同比增长	23%	19%	26%	25%	22%
营业利润(百万元)	192	270	333	412	492
同比增长	58%	40%	24%	24%	19%
净利润(百万元)	154	220	271	335	401
同比增长	51%	43%	23%	24%	19%
每股收益(元)	0.68	0.69	0.84	1.04	1.24
PE	16.3	16.0	13.2	10.7	8.9
PB	2.6	3.1	2.7	2.3	1.9

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一、中高端全屋定制领先品牌.....	5
1.1 橱柜起家，全屋定制快速发展.....	6
1.2 管理团队优秀，股权结构稳定.....	7
二、过去三年强本固基，夯实内生驱动.....	8
2.1 “自主原创”设计打造产品差异化.....	8
2.2 信息化柔性制造能力业内领先.....	10
2.3 近三年盈利能力稳定提升.....	11
三、未来三年渠道驱动，开启新一轮扩张.....	13
3.1 零售渠道调整收尾，经销+直营加快开店.....	13
3.2 大宗渠道快速发展，分享精装修红利.....	14
3.3 多次股权激励利益绑定，彰显发展信心.....	15
四、盈利预测与估值.....	16
五、风险因素.....	18

## 图表目录

图 1: 公司主要产品.....	5
图 2: 我乐家居发展历程.....	6
图 3: 2014-2020 年营业收入 CAGR 为 20.4%.....	6
图 4: 2014-2020 年净利润 CAGE 为 34.3%.....	6
图 5: 近 3 年来橱衣营收占比稳定在各 50%左右.....	7
图 6: 橱柜业务近两年营收增速有所回升.....	7
图 7: 全屋定制及衣柜业务增速放缓.....	7
图 8: 股权结构图-2020.....	8
图 9: 我乐家居 x 佐藤可士和 OLO monogram 品牌图案.....	9
图 10: 近年来公司研发支出持续增加.....	9
图 11: 全屋定制单店提货处于行业较好水平.....	10
图 12: 橱柜受渠道分流影响, 单店提货相对不高.....	10
图 13: 世界级自动柔性生产线.....	10
图 14: 近年公司存货周转率持续 8 以上.....	11
图 15: 公司存货周转率处于行业较好水平.....	11
图 16: 近年来公司销售毛利率、净利率呈提升趋势.....	11
图 17: 全屋定制规模效应、产品升级提升毛利率.....	11
图 18: 产品升级带来 2019 年经销毛利率大幅提升.....	12
图 19: 公司经销毛利率处于同行最高水平.....	12
图 20: 销售费用率略有上升, 管理、财务费用下降.....	12
图 21: 公司人均效益处于同行较高水平.....	12
图 22: 近年来公司 ROE 呈现稳定提升态势.....	12
图 23: 公司 ROE 处于同行较好水平.....	12
图 24: 渠道结构零售为主, 大宗占比增加.....	13
图 25: 直营收入规模稳步扩张.....	13
图 26: 直营单店收入明显高于经销门店.....	13
图 27: 经销收入规模稳步扩张.....	14
图 28: 过年 3 年经销门店数量净增 189 家.....	14

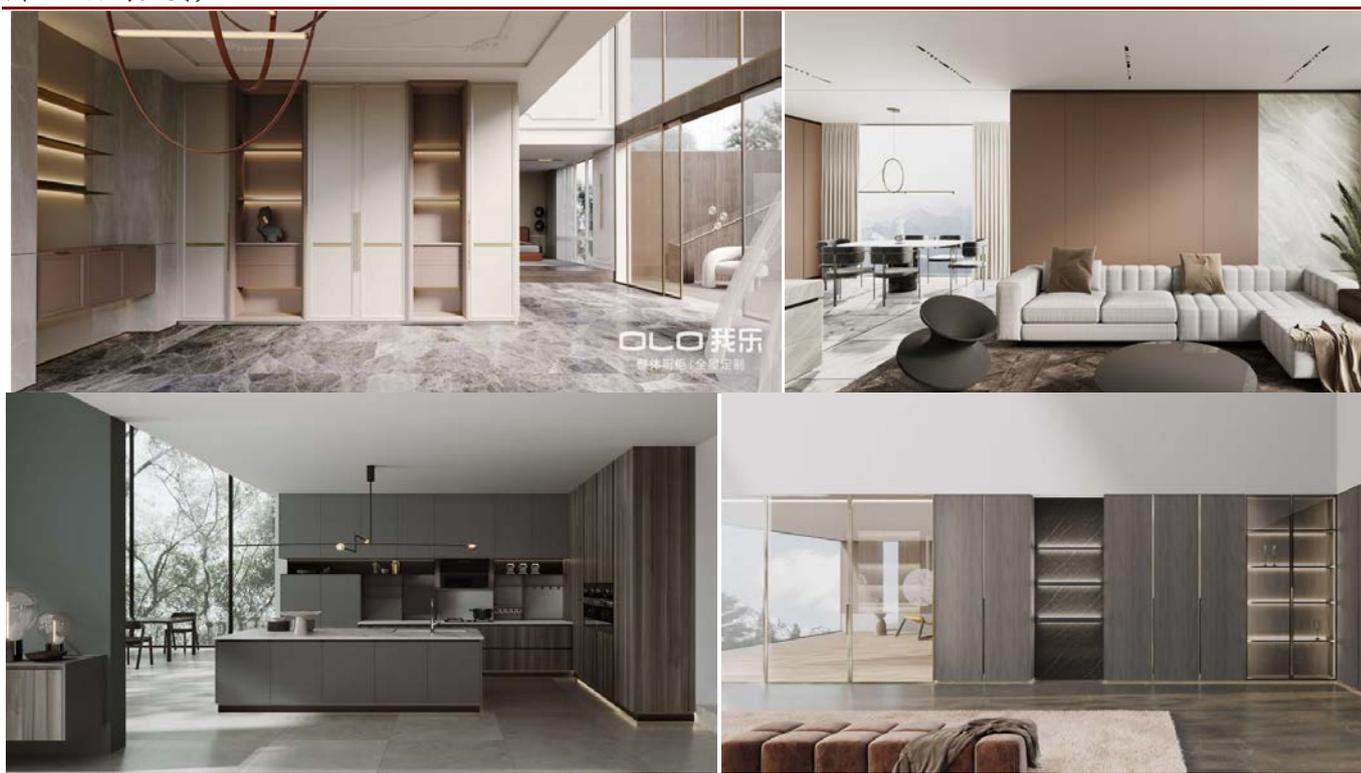
图 29: 大宗业务收入近年快速扩张 .....	15
图 30: 2020 年大宗收入占比 25% .....	15
图 31: 股权激励收入增长目标 .....	15
图 32: 股权激励净利增长目标 .....	15
图 33: 我乐家居历史 PE Band .....	18
图 34: 我乐家居历史 PB Band .....	18
表 1: 未来三年盈利简表 .....	16
表 2: 可比公司平均估值在 2021 年 21x .....	16
表 3: 业绩多季度回顾 .....	17
附: 财务预测表 .....	19

## 一、中高端全屋定制领先品牌

公司成立于 2006 年，董事长 NINA MIAO 女士怀以让更多中国家庭在厨房的方寸之间感受美好生活的理念，公司早期主要从事定制橱柜的生产和销售，于 2012 年开始布局全屋定制业务。公司自成立以来一直从事定制厨柜和定制全屋家具产品的设计、研发、生产、制造和销售等，经过十余年的深耕，分别荣获“中国驰名商标”、“江苏省名牌”、“江苏省著名商标”等多项荣誉，我乐品牌设计风格时尚、前卫，在顾客中拥有较高的知名度和美誉度，成为定制厨柜和定制全屋家具行业中具有较强差异化竞争优势的知名品牌。

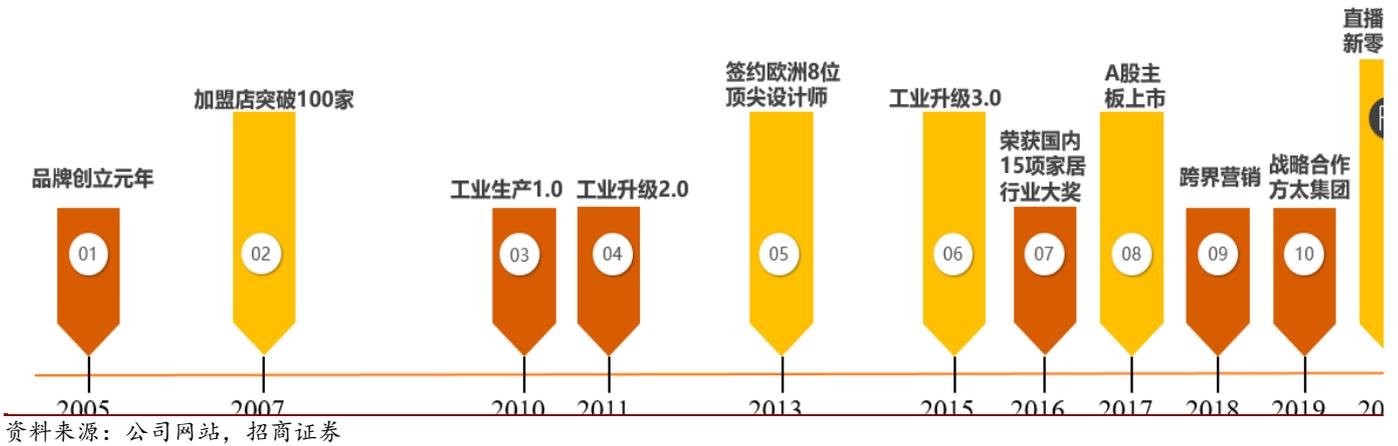
截至 2020 年底，我乐家居形成了包括直营门店 54 家（全屋 20 家、厨柜 17 家）和，1,248 家经销门店（其中全屋 599 家、厨柜 649 家）的全国性渠道布局。2020 年，公司营业收入 15.84 亿元，同比增长 18.93%，其中整体厨柜、全屋定制及衣柜业务分别占比 53.23%、46.77%；净利润为 2.20 亿元，同比增长 42.56%。

图 1：公司主要产品



资料来源：公司资料，招商证券

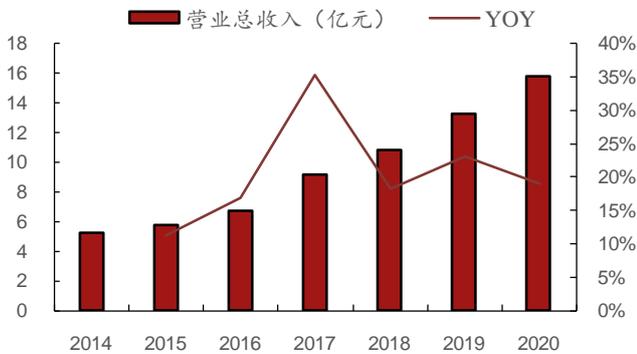
图 2：我乐家居发展历程



### 1.1 橱柜起家，全屋定制快速发展

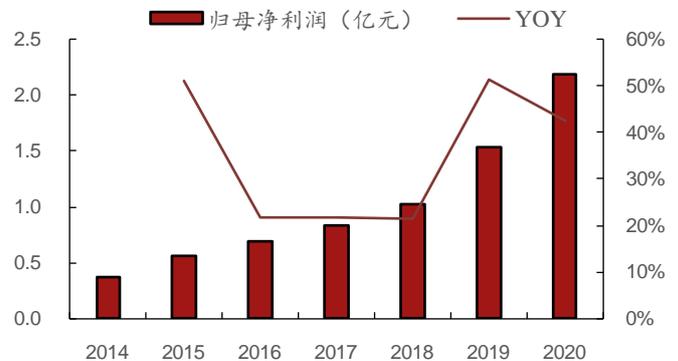
公司自 2014 年以来，随着橱柜业务稳定发展、全屋定制业务逐步起量，公司营业收入和归母净利润均实现了持续稳定增长。2014~2020 年，公司营业收入年均复合增长率 20.39%，归母净利润年均复合增长率 34.30%，均处于同行较好水平。2020 年虽然受到新冠疫情影响，但公司经营仍实现了较好发展，2020 年营业收入达 15.84 亿元，同比增长 18.93%，归母净利润为 2.20 亿元，同比增长 42.56%。

图 3：2014-2020 年营业收入 CAGR 为 20.4%



资料来源：公司数据、招商证券

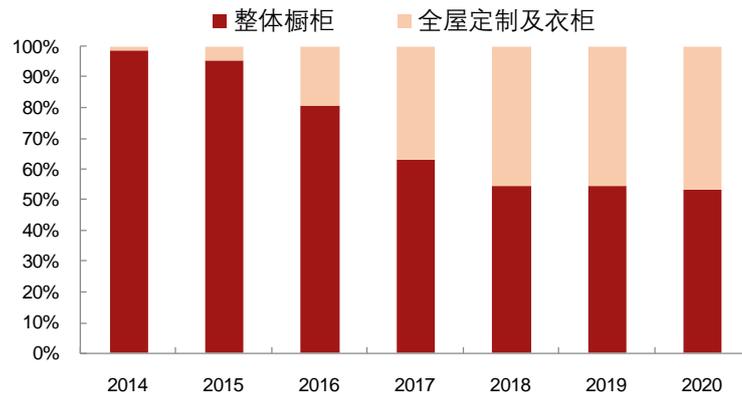
图 4：2014-2020 年净利润 CAGE 为 34.3%



资料来源：公司数据、招商证券

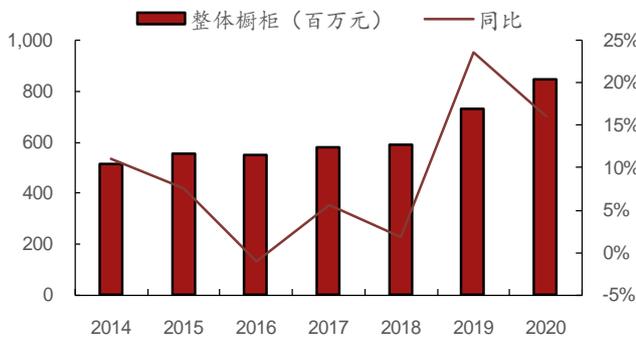
橱衣均衡发展，各贡献收入半壁江山。从收入构成来看，随着公司全屋定制业务的快速发展，整体橱柜业务占总营收的比重持续下降，从 2014 年的占比 98% 下降至 2020 年的 53%，且近三年来基本维持在 53%~54% 左右。2019 年以来，公司顺应国家精装修政策趋势，加大力度开拓大宗业务，带动橱柜营业收入增速回升至双位数的稳健增长水平。同时，全屋定制及衣柜业务快速发展，占总营收的比重由 2014 年的不到 2% 扩大到 2020 年的 47%，但增速近年随着规模扩张有所放缓。

图 5：近 3 年来橱衣营收占比稳定在各 50%左右



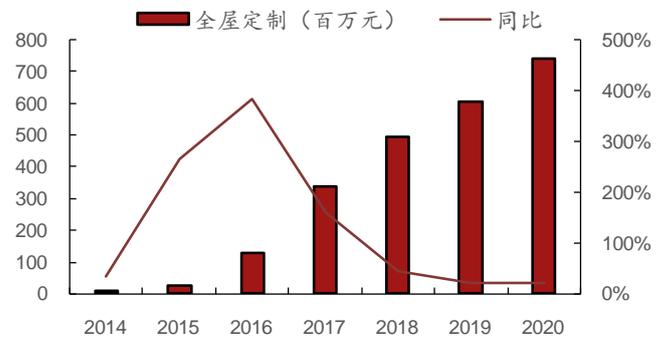
资料来源：公司数据、招商证券

图 6：橱柜业务近两年营收增速有所回升



资料来源：公司数据、招商证券

图 7：全屋定制及衣柜业务增速放缓



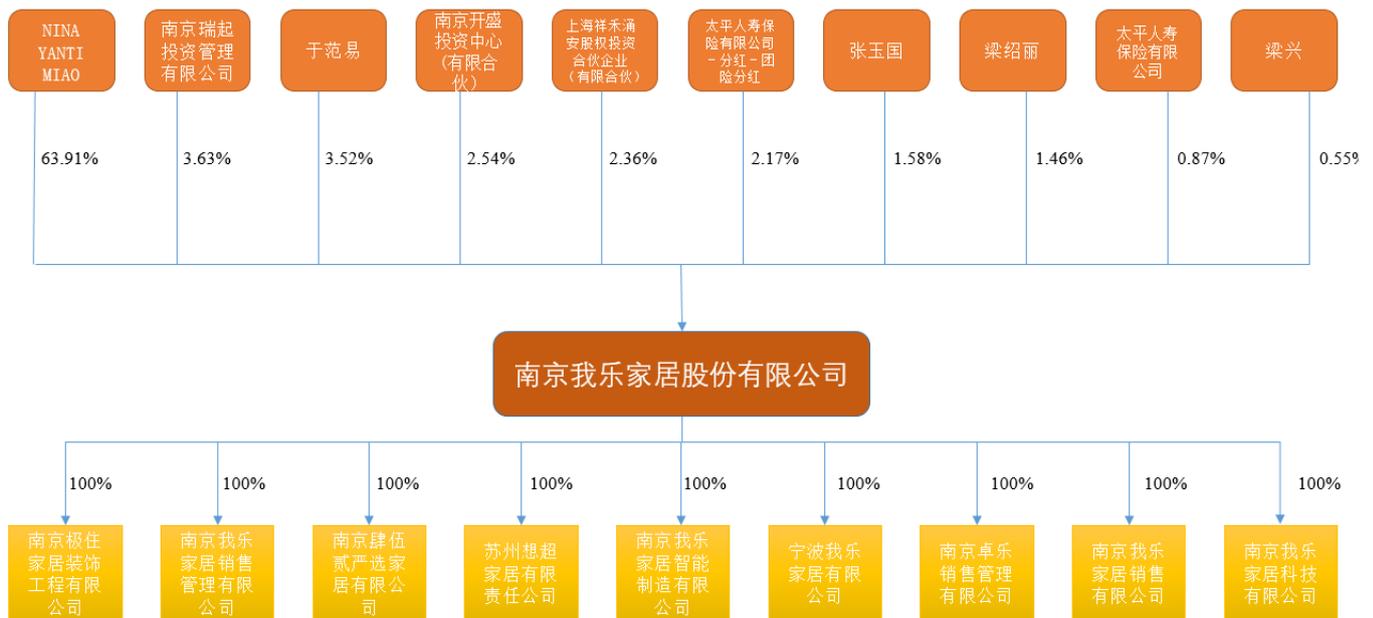
资料来源：公司数据、招商证券

## 1.2 管理团队优秀，股权结构稳定

管理层成员背景多元，具有敏锐的商业洞察力和高水平的领导力。董事长 NINA YANTI MIAO 女士，曾任美国朗讯科技贝尔实验室软件工程研究员、上海倍尔软件科技有限公司创始人兼 CEO 等职，2006 年创立我乐制造以来任董事长，对科技赋能生活有独到见解。总经理汪春俊先生，曾任江苏君和商贸实业有限公司总经理、南京柏汇木业有限公司总经理等职，2006 年创立我乐制造以来任董事兼总经理，是一位管理经验丰富的商海老将。副总经理徐涛先生，曾先后任青岛海尔住宅设施有限公司南京分部售后经理，2014 年以来任我乐制造厨柜项目板块副总经理，2015 年 4 月至今任公司副总经理，对公司营销运营以及渠道管理十分熟悉。副总经理王务超先生，曾先后任职佳通轮胎中国总部人力资源经理，三一重工股份有限公司高级副总经理，2016 年 12 月至今任公司副总经理。我们认为，优秀的管理团队是公司持续创新前行的根本动力，未来公司将以技术升级、产品创新为基础，以跨界营销、新零售为契机，持续将我乐家居打造为中高端全屋定制领导品牌。

**NINA YANTI MIAO 和汪春俊夫妇是公司实际控制人。**公司实际控制人为 MIAO 女士和汪春俊夫妇，MIAO 女士直接持有公司 63.91% 股权，此外，汪春俊通过南京瑞起投资管理有限公司和南京开盛投资中心（有限合伙）分别控制公司 3.63% 和 2.54% 的股权，股权结构稳定。自公司创立至今，MIAO 女士一直担任公司董事长，汪春俊一直担任公司总经理，共同主导公司重要决策的制定和实施，为公司共同实际控制人。

图 8：股权结构图-2020



资料来源：公司公告、招商证券

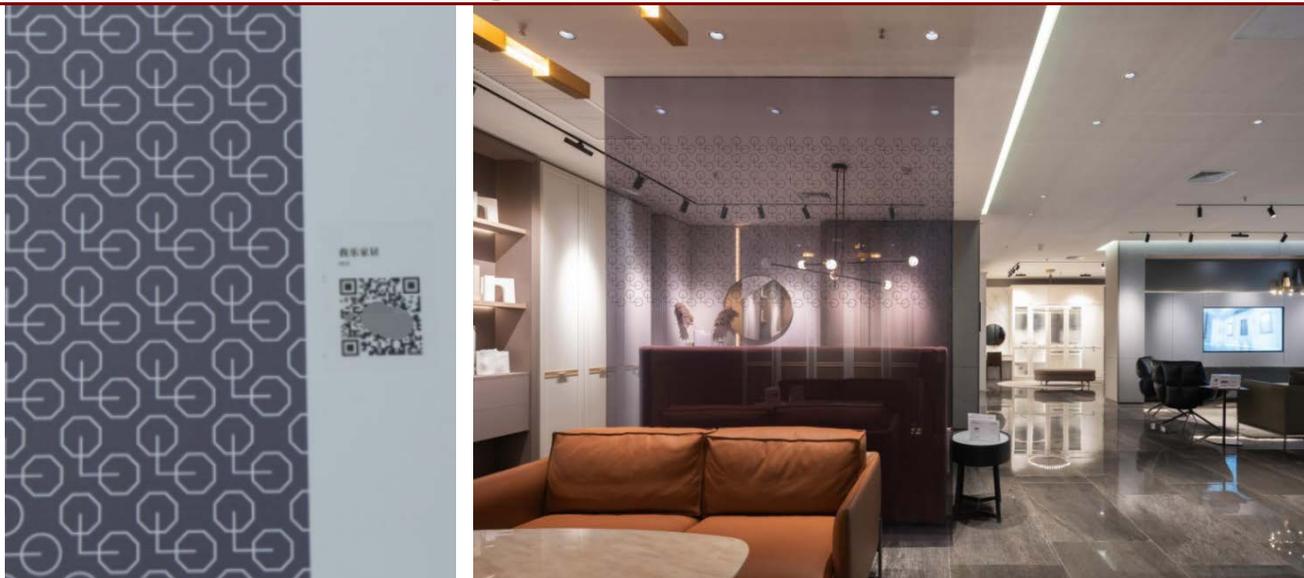
## 二、过去三年强本固基，夯实内生驱动

公司 2017 年上市以来，面临定制家居行业竞争环境的快速变化，公司确立了全面转型中高端全屋定制的定位，加大研发投入、坚持“自主原创”设计，打造产品差异化。同时，以智能制造为先导全面推进信息化升级，建设起世界级全自动柔性生产线。得益于公司产品竞争力和信息化水平的持续提升，近年整体盈利实现了稳定发展，2020 年全屋定制单店提货达 124 万元，处于同行较高水平。

### 2.1 “自主原创”设计打造产品差异化

秉承“设计让家更美，我乐让美不同，科技让美实现”的理念和使命，公司签约多位国际知名设计师和数百位国内顶尖设计师，自 2005 年成立以来始终坚持“原创设计”道路。强大的自主原创体系使公司产品“美而不同”，设计风格时尚前卫，持续创新能力领先业内，打造产品差异化竞争优势。公司高度重视知识产权和专利保护，为所有原创设计产品申请著作权、外观设计专利后再推向市场。近期，公司与日本设计大师佐藤可士和合作，设计了 OLO monogram 专属品牌图案，后续将运用于公司的产品和品牌设计，助力 2021 年公司最新门店升级。

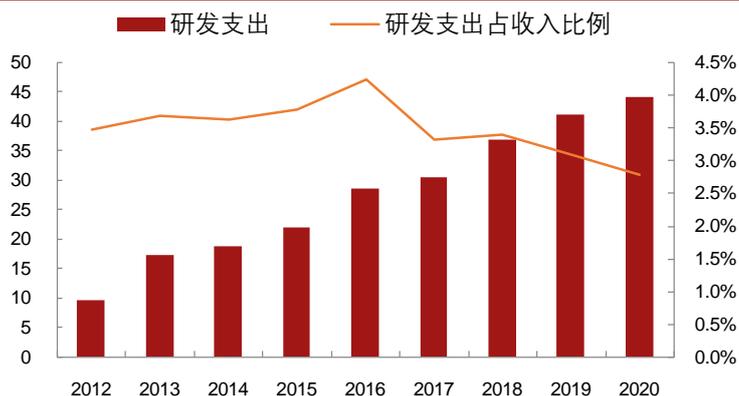
图 9：我乐家居 x 佐藤可士和 OLO monogram 品牌图案



资料来源：公司网站、招商证券

同时，公司高度重视知识产权和专利保护，为所有原创设计产品申请著作权、外观设计专利后再推向市场。截至 2020 年末，公司拥有以“我乐”为代表的商标权 141 项，专利 184 项，软件著作权 24 项、产品著作权 32 项。近年研发支出规模持续增加，随着收入规模的扩张，研发支出占总收入比例近年有所下降，但仍维持在 2.5% 以上，1Q21 研发支出占收入比重达 5.5%。公司于 2010 年领先业内推出 E0 级环保柜体，是国内率先提出并按照 E0 级环保标准进行柜体板材生产的橱柜品牌之一；2020 年 9 月公司推出 18 款无醛添加乐芯板，引领行业环保升级。

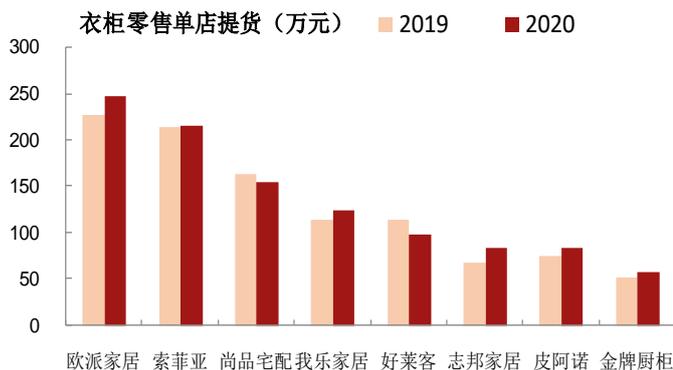
图 10：近年来公司研发支出持续增加



资料来源：公司数据、招商证券

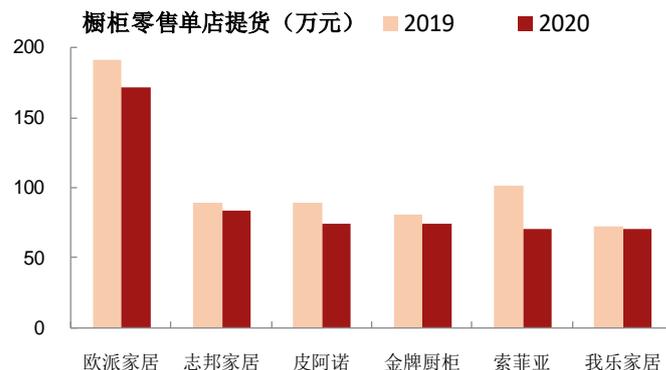
在近年家居行业竞争环境快速变化、地产景气度持续波动的背景下，公司上市后确立了全面转型中高端全屋定制的品牌定位，随着公司在设计和研发的持续投入，带来终端产品力的明显提升。据我们渠道调研反馈，公司橱柜、衣柜的终端客单值均超过 4 万元，客单值水平领先行业。2020 年，衣柜单店提货额达 124 万元，处于行业较好水平；橱柜业务受近年渠道分流影响，单店提货额相对不高，预计未来仍有较大提升空间。

图 11：全屋定制单店提货处于行业较好水平



资料来源：公司数据、招商证券

图 12：橱柜受渠道分流影响，单店提货相对不高



资料来源：公司数据、招商证券

## 2.2 信息化柔性制造能力业内领先

作为 IBM 在橱柜行业的首家战略合作伙伴，公司是定制家居行业较早推进智能制造升级的企业之一。2015 年通过与 IBM、SAP 建立战略合作，引进全球先进 ERP 系统，引领中国定制家居行业工业 4.0 改革。公司研发的“互联网+”定制家居智能制造平台，荣获国家工信部颁发的服务制造示范项目，该平台服务全国经销商从导购、设计、生产、发运、安装、售后等全流程业务域，支持供应商入住，完成上下游企业的信息化共享，实现专业设计软件（非结构化数据）和生产制造的一键下单、客户一键报价，将信息化建设与柔性化生产系统建设相结合，实现对产品的全生命周期管控。

公司是定制家居行业少数能实现智能制造全程“无人化、少人化”的企业之一。拥有高度信息化、自动化的工厂以及高效的生产管理系统，生产线设备实现互联互通，通过规划物流计划、订单交期、包装规划等关键因子，完成对客户订单按照产品材质、生产工艺的集中揉单，并将汇总订单信息与生产加工文件同步传输至指定产线、指定设备，完成客户订单的协同生产，在相近的时间点完成产品入库、装车发运，提高产品周转效率。目前，我乐工厂整体以全自动化柔性生产线为主体，结合 MES 系统，进行信息化、智能化生产，95%以上的设备为智能制造设备，覆盖开料、封边、排孔、分拣、包装 5 大生产流程。

图 13：世界级自动柔性生产线



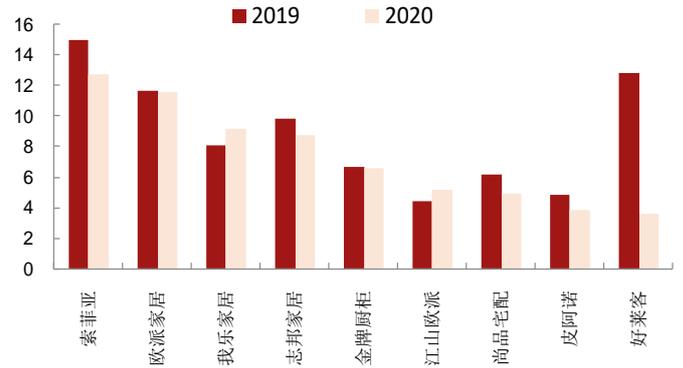
资料来源：公司网站，招商证券

图 14: 近年公司存货周转率持续 8 以上



资料来源: 公司数据、招商证券

图 15: 公司存货周转率处于行业较好水平

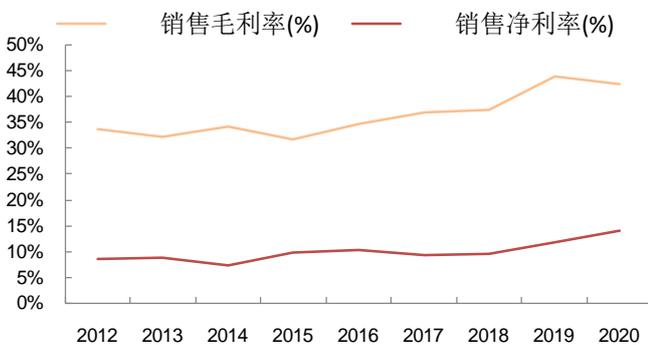


资料来源: 公司数据、招商证券

### 2.3 近三年盈利能力稳定提升

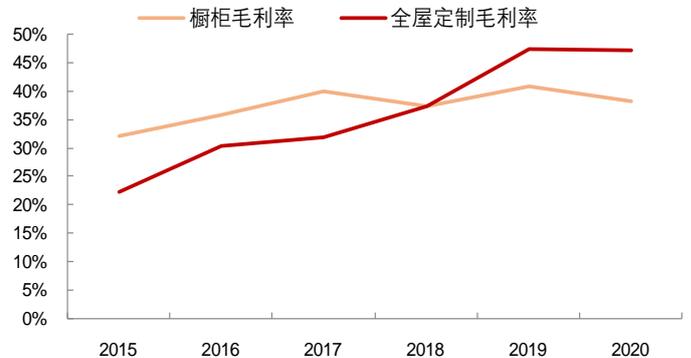
中高端定位提升毛利, 公司经销毛利率处于同行较高水平。明确的整体橱柜与全屋定制定位, 让公司从激烈的市场竞争中建立起产品优势, 橱柜和衣柜毛利率趋势稳定向好。销售毛利率从 2012 年的 33.6% 升至 2020 年的 42.4%, 其中橱柜、衣柜毛利率分别为 38.2%、47.3%, 均处于同行较高水平; 考虑到公司直营渠道占比较同行公司略高, 我们从经销渠道对比来看, 2020 年公司经销渠道毛利率 42.31%, 处于同行企业最高水平, 表明公司成本控制较好, 同时在终端产品力较强。

图 16: 近年来公司销售毛利率、净利率呈提升趋势



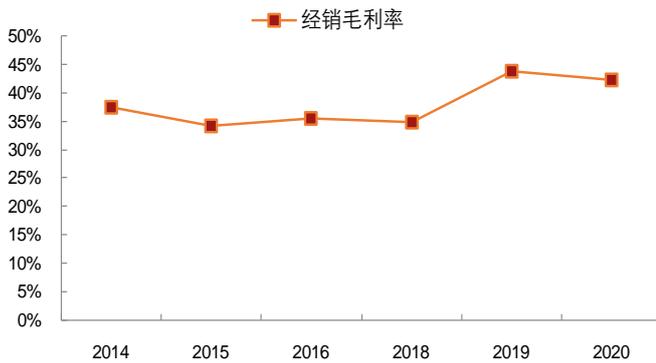
资料来源: 公司数据、招商证券

图 17: 全屋定制规模效应、产品升级提升毛利率



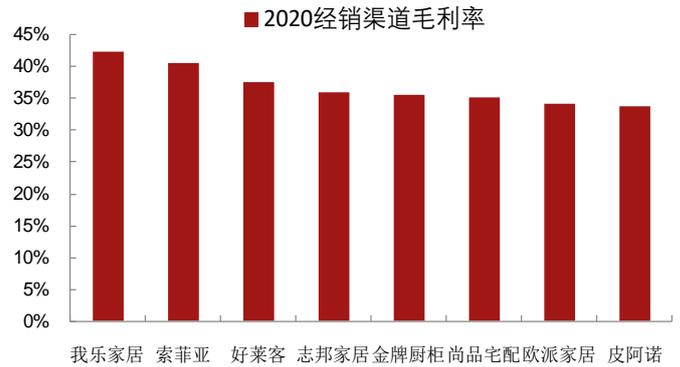
资料来源: 公司数据、招商证券

图 18: 产品升级带来 2019 年经销毛利率大幅提升



资料来源: 公司数据、招商证券

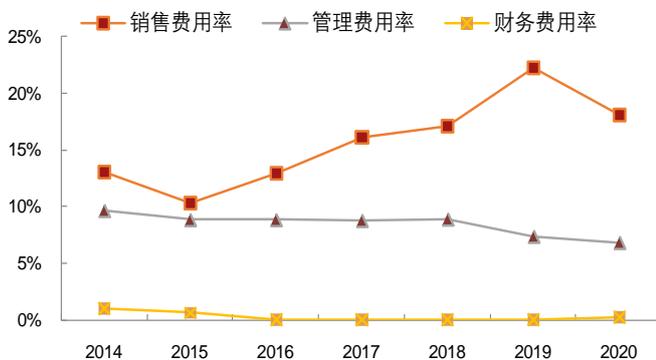
图 19: 公司经销毛利率处于同行最高水平



资料来源: 公司数据、招商证券

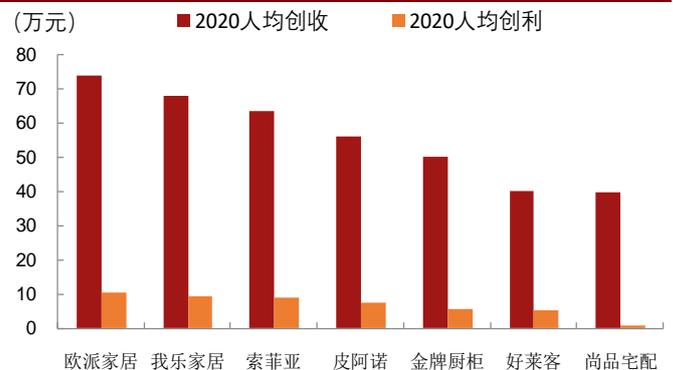
费用控制优化, ROE、人均效益位居行业前列。费用方面, 在不断扩张业务的过程中, 公司通过提升产能利用率、规模效应释放、内部运营优化等方式实现了降本增效。销售费用率近年来有所增加, 管理、财务费用率下降, 2020 年销售费用率同比下降 4.15pct 至 18.07%, 管理费用率同比下降 0.53pct 至 6.85%, 财务费用率同比上升 0.21pct 至 0.25%。2020 年我乐家居净利率为 13.86%, 同比提升 2.3pct。从人均效益来看, 2020 年公司人均创收 68 万元、人均创利 9.4 万元; 近年来 ROE 持续提升, 2020 年摊薄 ROE 为 19.6%, 均位居行业前列。

图 20: 销售费用率略有上升, 管理、财务费用下降



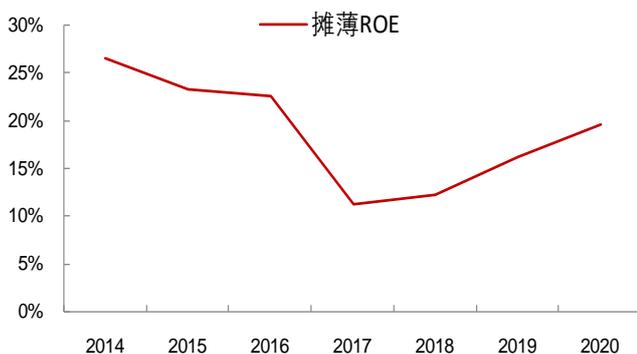
资料来源: Wind、招商证券

图 21: 公司人均效益处于同行较高水平



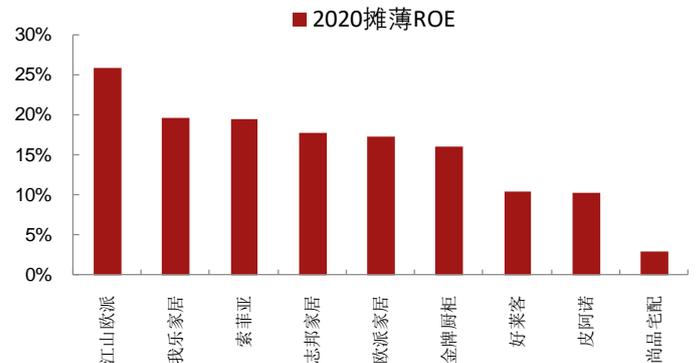
资料来源: 公司数据、招商证券

图 22: 近年来公司 ROE 呈现稳定提升态势



资料来源: Wind、招商证券

图 23: 公司 ROE 处于同行较好水平

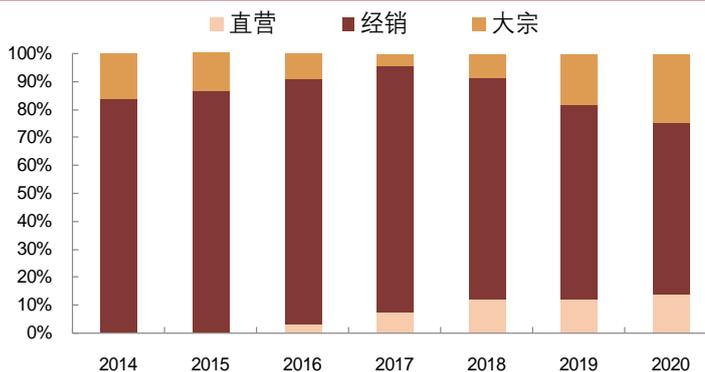


资料来源: 公司数据、招商证券

### 三、未来三年渠道驱动，开启新一轮扩张

过去三年，公司主动求变，全面聚焦中高端品牌定位，及时调整营销战略，基本完成经销、直销、大宗三驾马车齐头并进的多元化渠道布局。未来三年，公司将继续坚持零售市场立足点，在“三年千店倍增”的新目标下，加大力度开拓经销商渠道、优化经销商队伍，打造直营城市标杆，拓展工程渠道，推动业务在3-5年内翻倍扩盘。

图 24：渠道结构零售为主，大宗占比增加



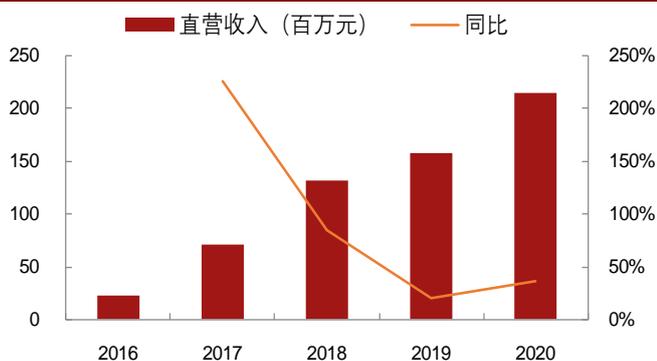
资料来源：公司数据、招商证券

#### 3.1 零售渠道调整收尾，经销+直营加快开店

直营门店打造中高端定位标杆效应，单店营收明显高于经销门店。直营市场方面，公司在深耕南京、上海、济南、无锡市场的基础上，进一步拓展杭州直营市场，以直营为切入点与顾客零距离接触，凸显公司“中高端定制家居品牌”市场定位。通过拓展直营市场，公司保持对市场洞察的敏锐度，培养和输出优秀的销售管理人才，并将成功的经验复制于经销商的终端店面管理，预计未来直营门店将保持稳步扩张态势。

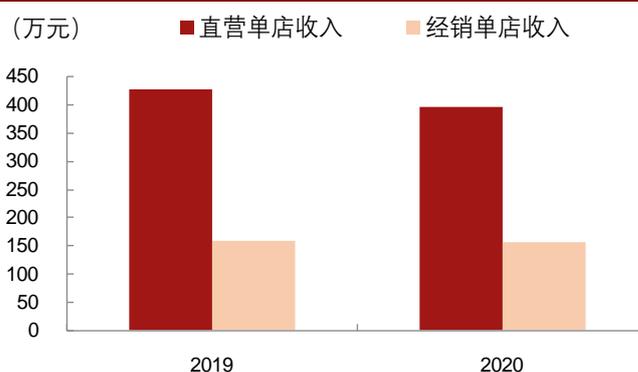
截至 2020 年年末，公司直营门店共 54 家，较 2019 年净增 17 家；2020 年直营零售业务实现收入 21,372.20 万元，较上年同期增加 35.79%。直营单店营收 396 万元，明显高于经销门店平均约 156 万元的单店营收水平（单店提货额\*2）。

图 25：直营收入规模稳步扩张



资料来源：公司数据、招商证券

图 26：直营单店收入明显高于经销门店



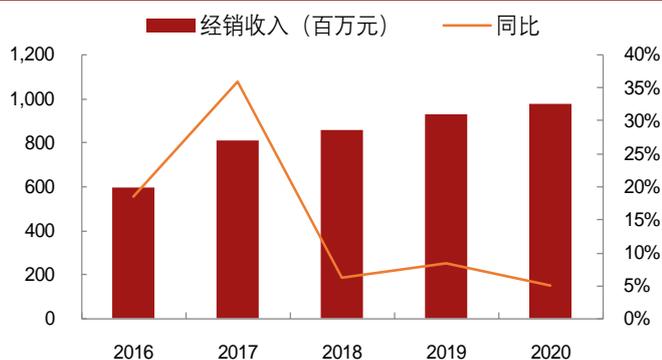
资料来源：公司数据、招商证券

经销渠道经历调整优化，2021 年开启“三年千店倍增”计划。近年来，随着家居行业竞争环境的快速变化，公司加大力度优化经销商店面分布结构和经销商队伍建设，推进全渠道、全场景、全链条数字化。通过“我乐家居领航计划”的实施，公司打造 6A 代理商培训体系，稳步推动线上、线下营销网络升级与融合。

同时，我乐家居继续坚持精兵策略，沿着“重质量、重单店营收、轻店面数量”的理念，鼓励经销商多开混合店、全屋专卖店，减少面积较小且不具备竞争优势的厨柜店，稳步拓展公司店面数量和销售网络，过去 3 年经销门店数量净增 189 家，平均单店提货额稳定在 75~80 万元左右，预计未来随着新开门店的逐步成熟、以及公司客单值提升，平均单店提货额仍有提升空间。

截至 2020 年末，公司经销门店 1,248 家，较 2019 年净增 78 家；其中全屋 599 家、厨柜 649 家。2020 年经销业务实现收入 97,541.79 万元，较上年同期增加 5.06%。2021 年公司制定了“三年千店倍增”计划，与红星美凯龙合作在超过 100 家红星美凯龙商场进行联合招商，将持续夯实产品力、品牌力、渠道力三大主线战略，并推动业务在 3-5 年内翻倍扩盘。

图 27：经销收入规模稳步扩张



资料来源：公司数据、招商证券

图 28：过年 3 年经销门店数量净增 189 家

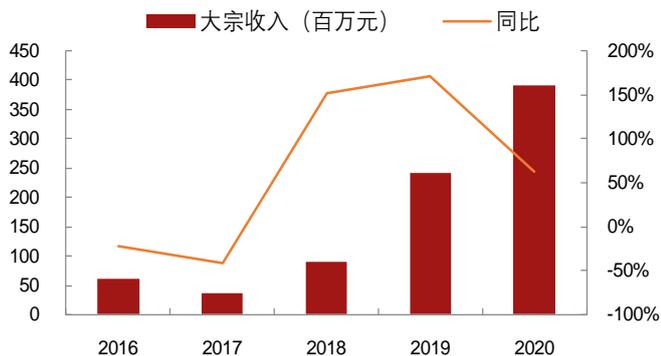


资料来源：公司数据、招商证券

### 3.2 大宗渠道快速发展，分享精装修红利

2020 年，公司与融创中国、中国金茂、金科集团、正荣集团、香港路劲、银城国际等多家知名地产公司展开深入战略合作。通过全流程质量管控体系、全流程信息化管理、全流程施工组织管理及售后服务，持续扩大了战略采购单位的合作体量。在工程经销商渠道建设方面，陆续开拓了上海、北京、南京、杭州、厦门、青岛、天津、成都等核心城市工程代理商，为工程经销商提供有竞争力的产品、培训体系及相应政策，共同为小业主提供更优的产品、更好的服务。2020 年公司大宗业务收入 38,994.61 万元，同比增长 61.82%，大宗占总收入比例由 2016 年的 9% 升至 2020 年的 25%。考虑到公司中高端的品牌定位，我们预计未来公司大宗业务稳定发展为主。

图 29：大宗业务收入近年快速扩张



资料来源：公司数据、招商证券

图 30：2020 年大宗收入占比 25%



资料来源：公司数据、招商证券

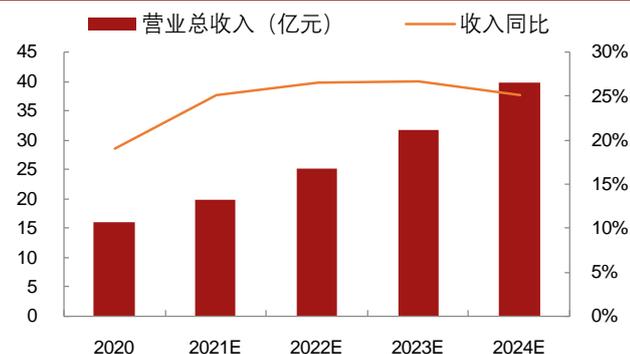
### 3.3 多次股权激励利益绑定，彰显发展信心

公司长期坚持利益共享的原则，上市后共推出三次股权激励计划。2019 年，公司以 5.89 元/股的价格向 94 名激励对象授予限制性股票 224 万股，占公司总股本的 1%。要求相比 2018 年，公司 2019 年、2020、2021 年收入分别增长 19%、45%、81%，净利润分别增长 22%、53%、95%，即三年年收入同比增速不低于 22%，净利润同比增速不低于 25%。我乐家居 2019、2020 连续两年实现股权激励营收、利润考核要求。

今年，公司再次推出股权激励计划，以 5.09 元/股的价格向 188 名激励对象授予限制性股票 630 万股，占公司总股本的 1.99%。要求相比 2020 年，公司 2021 年、2022、2023 年收入分别增长 25%、58%、100%，净利润分别增长 22%、53%、95%，即三年年收入同比增速分别不低于 25%、26%、27%，净利润同比增速分别不低于 22%、25%、27%。据上述两个指标的完成程度核算解锁系数，结合各期约定的解锁比例，从而确定激励对象各期可解锁权益的数量。

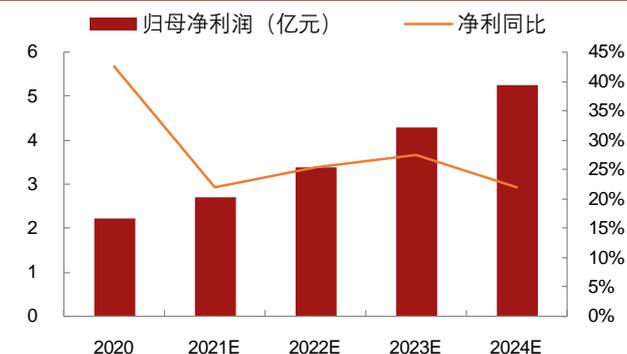
从授予对象来看，此次激励对象以中层管理人员及核心技术人员为主，包括 185 人，获授比例 82.35%；此外，还包括 3 位高管，获授比例 7.63%。我们认为，此次授予范围之广，基本覆盖了公司自上市以来引入一批核心人员股东后，后来新进入公司的主要业务骨干。而此次激励计划充分显示了公司对自身发展的坚定信心，实现利益充分绑定、激励到位后，长期发展更值得期待。

图 31：股权激励收入增长目标



资料来源：公司数据、招商证券

图 32：股权激励净利增长目标



资料来源：公司数据、招商证券

## 四、盈利预测与估值

我们假设：1) 2021~2023 年公司经销门店数量分别净增 156 家、210 家、190 家，直营门店分别净增 10 家、10 家、10 家；2) 随着大家居战略的不断深化，考虑 2020 年疫情影响，假设 2021~2023 年经销门店单店提货额分别提升 9%、6%、8%，直营门店单店提货额分别提升 15%、15%、10%；3) 假设 2021~2023 年公司工程业务收入分别增长 30%、30%、25%；4) 假设 2021~2023 年经销、直营、工程渠道毛利率基本稳定，营业费用率随着市场拓展小幅提升，管理费用率通过内部优化保持略降，研发费用率基本稳定。

渠道蓄势发展可期，估值优势明显，维持“强烈推荐-A”评级。我们认为，在家居行业 2021 年景气复苏的背景下，公司作为中高端定制领域的领先企业，以“原创设计”打造差异化产品战略，客单价领先业内。经过近年对产品定位和渠道调整后，2021 年正式开启“三年千店倍增”计划以直营打造标杆市场、经销渠道加快扩张，工程渠道持续较快发展。预计 2021~2022 年归母净利润分别为 2.71 亿元、3.35 亿元，同比分别增长 23%、24%，目前股价对应 2021 年 PE 为 13x，估值优势明显，维持“强烈推荐-A”评级。

表 1：未来三年盈利简表

单位：百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1082	1332	1584	1997	2504	3066
营业成本	677	748	912	1147	1440	1763
营业税金及附加	11	11	16	20	26	31
营业费用	185	296	286	361	463	583
管理费用	59	57	64	95	109	127
研发费用	37	41	44	60	75	92
财务费用	0	1	4	(1)	(3)	(4)
资产减值损失	(4)	(14)	(16)	(10)	(10)	(10)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
其他收益	7	24	26	26	26	26
投资收益	6	5	3	3	3	3
营业利润	121	192	270	333	412	492
营业外收入	2	0	1	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1	1	1
利润总额	122	191	269	333	412	492
所得税	20	37	50	62	76	91
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	102	154	220	271	335	401

资料来源：公司资料、招商证券

表 2：可比公司平均估值在 2021 年 21x

公司	股价	—	EPS	—	—	PE	—	PB	ROE
	2021/3/5	20	21E	22E	20	21E	22E	(MRQ)	(%)
欧派家居	159.41	3.42	4.25	5.05	46.6	37.5	31.6	7.4	19.20
尚品宅配	70.76	0.51	2.76	3.28	138.6	25.6	21.6	4.6	2.89
索菲亚	28.20	1.31	1.54	1.81	21.6	18.3	15.6	4.2	20.61
志邦家居	47.00	1.77	2.35	2.91	26.5	20.0	16.1	3.9	19.02
金牌厨柜	62.68	2.83	3.66	4.60	22.1	17.1	13.6	3.2	19.27

好莱客	17.89	0.89	1.24	1.45	20.2	14.4	12.3	2.0	10.65
皮阿诺	24.15	1.06	1.44	1.84	22.9	16.8	13.1	3.0	12.73
江山欧派	100.00	4.05	5.79	7.62	24.7	17.3	13.1	7.2	28.77
平均					40.4	20.9	17.1	4.4	16.6

资料来源: Wind、招商证券

表 3: 业绩多季度回顾

(百万元)	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1
营业收入	195	343	461	585	281
营业毛利	62	149	206	256	113
营业费用	47	65	73	101	75
管理费用	13	14	17	21	19
财务费用	3	-1	1	1	1
投资收益	1	1	0	1	0
营业利润	2	57	97	114	13
归属母公司净利润	2	45	75	97	12
EPS (元)	0.01	0.14	0.23	0.30	0.04
<b>主要比率</b>					
毛利率	31.7%	43.5%	44.6%	43.7%	40.1%
营业费用率	23.9%	19.0%	15.8%	17.3%	26.8%
管理费用率	6.5%	4.1%	3.6%	3.6%	6.8%
营业利润率	0.9%	16.5%	21.1%	19.5%	4.6%
有效税率	-21.4%	20.4%	22.6%	14.7%	7.7%
净利率	1.1%	13.2%	16.2%	16.6%	4.1%
<b>YoY</b>					
收入	5%	1%	15%	44%	44%
归属母公司净利润	230%	1%	42%	75%	458%

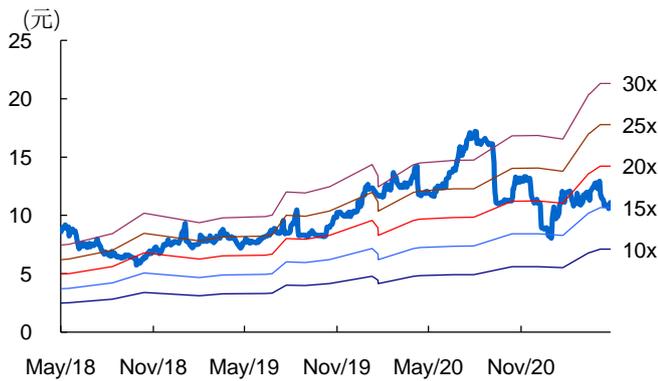
资料来源: Wind、招商证券

## 五、风险因素

我们认为未来公司主要的风险因素在于房地产行业波动风险、开店不及预期风险两个方面。

- 1) 家居产品需求受地产竣工、住宅市场销售量等因素影响。定制家居行业主要定位于定制家具产品的个性化设计、规模化生产和标准化安装，属于家具行业新兴的细分领域，但近年来由于地产环境偏弱和行业竞争加剧，定制家具行业整体增长明显放缓。19 下半以来地产竣工趋势有所改善，疫情后竣工数据恢复，有望带动家居企业销售回暖；但是，如果未来由于宏观调控等因素导致地产竣工恢复不及预期，家居企业可能会受到一定的影响。
- 2) 由于定制家居行业市场前景广阔，经过前几年上市公司的大规模开店扩张后，近年市场竞争有所加剧。龙头企业凭借品牌和规模优势加大力度抢占市场份额，导致部分中型企业开店难度增加，或者开店效果不及预期。如果公司未来开店进展放缓，或者门店盈利出现困难，将影响公司的经营发展。

图 33：我乐家居历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 34：我乐家居历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

### 参考报告：

- 1、《我乐家居（603326）—业绩符合预期，渠道蓄势发展可期》2021-04-19
- 2、《我乐家居（603326）—Q4 业绩持续回升，三年千店扩张提速》2021-03-30

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	763	1024	1304	1742	2242
现金	235	309	410	584	776
交易性投资	45	55	55	55	55
应收票据	96	284	398	549	733
应收款项	200	195	223	280	343
其它应收款	12	37	47	59	73
存货	109	89	103	129	158
其他	64	54	68	86	105
<b>非流动资产</b>	796	956	955	942	931
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	607	617	626	622	619
无形资产	39	59	53	48	43
其他	151	280	276	272	269
<b>资产总计</b>	<b>1559</b>	<b>1980</b>	<b>2260</b>	<b>2685</b>	<b>3173</b>
<b>流动负债</b>	528	716	834	1004	1193
短期借款	0	20	0	0	0
应付账款	163	300	377	474	580
预收账款	222	210	264	331	406
其他	142	187	192	199	207
<b>长期负债</b>	80	144	101	101	101
长期借款	0	21	21	21	21
其他	80	122	80	80	80
<b>负债合计</b>	<b>607</b>	<b>860</b>	<b>935</b>	<b>1105</b>	<b>1294</b>
股本	226	317	322	322	322
资本公积金	339	260	283	283	283
留存收益	387	543	719	973	1274
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	952	1120	1325	1579	1879
<b>负债及权益合计</b>	<b>1559</b>	<b>1980</b>	<b>2260</b>	<b>2685</b>	<b>3173</b>

现金流量表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	86	219	263	274	309
净利润	154	220	271	335	401
折旧摊销	63	79	64	63	61
财务费用	0	3	(1)	(3)	(4)
投资收益	(5)	(2)	(28)	(28)	(28)
营运资金变动	(110)	(74)	(47)	(101)	(129)
其它	(16)	(7)	4	8	9
<b>投资活动现金流</b>	(97)	(201)	(34)	(22)	(22)
资本支出	(160)	(194)	(63)	(50)	(50)
其他投资	63	(7)	28	28	28
<b>筹资活动现金流</b>	(30)	35	(127)	(79)	(96)
借款变动	(36)	48	(20)	0	0
普通股增加	0	90	6	0	0
资本公积增加	3	(78)	23	0	0
股利分配	(34)	(63)	(95)	(81)	(101)
其他	37	39	(41)	3	4
<b>现金净增加额</b>	<b>(41)</b>	<b>53</b>	<b>101</b>	<b>174</b>	<b>191</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	1332	1584	1997	2504	3066
营业成本	748	912	1147	1440	1763
营业税金及附加	11	16	20	26	31
营业费用	296	286	361	463	583
管理费用	57	64	95	109	127
研发费用	41	44	60	75	92
财务费用	1	4	(1)	(3)	(4)
资产减值损失	(14)	(16)	(10)	(10)	(10)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	24	26	26	26	26
投资收益	5	3	3	3	3
<b>营业利润</b>	192	270	333	412	492
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	191	269	333	412	492
所得税	37	50	62	76	91
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	154	220	271	335	401

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>年成长率</b>					
营业收入	23%	19%	26%	25%	22%
营业利润	58%	40%	24%	24%	19%
净利润	51%	43%	23%	24%	19%
<b>获利能力</b>					
毛利率	43.8%	42.4%	42.6%	42.5%	42.5%
净利率	11.6%	13.9%	13.6%	13.4%	13.1%
ROE	16.2%	19.6%	20.5%	21.2%	21.3%
ROIC	16.2%	19.2%	20.1%	20.8%	20.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	39.0%	43.4%	41.4%	41.2%	40.8%
净负债比率	0.0%	2.1%	0.9%	0.8%	0.7%
流动比率	1.4	1.4	1.6	1.7	1.9
速动比率	1.2	1.3	1.4	1.6	1.7
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9	1.0
存货周转率	8.1	9.2	12.0	12.4	12.3
应收帐款周转率	6.4	4.1	3.6	3.5	3.2
应付帐款周转率	4.7	3.9	3.4	3.4	3.3
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	0.68	0.69	0.84	1.04	1.24
每股经营现金	0.38	0.69	0.82	0.85	0.96
每股净资产	4.21	3.54	4.11	4.90	5.83
每股股利	0.28	0.30	0.25	0.31	0.37
<b>估值比率</b>					
PE	16.3	16.0	13.2	10.7	8.9
PB	2.6	3.1	2.7	2.3	1.9
EV/EBITDA	18.7	13.5	11.1	9.3	8.0

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

李宏鹏，经济学硕士，招商证券造纸轻工行业分析师，2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第 4、第 2、第 3 名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。