

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

我乐家居 (603326)

投资评级

上次评级

李宏鹏 轻工行业首席分析师
执业编号: S1500522020003
邮箱: lihongpeng@cindasc.com信达证券股份有限公司
CINDASECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

零售稳增大宗调整，毛利率水平回升

2022年08月31日

事件: 公司公告中报, 2022年上半年实现营收7.11亿元, 同比-4.52%; 归母净利润0.40亿元, 同比-23.13%; 扣非后归母净利润0.26亿元, 同比-11.73%。Q2单季度实现营收3.93亿元, 同比-15.30%, 环比+23.16%; 归母净利润0.27亿元, 同比-34.17%, 环比+99.76%; 扣非归母净利润0.23亿元, 同比-27.67%, 环比+657.36%。

点评:

- **疫情扰动下零售业务增长 18.13%，全屋定制延续高增。** 1) **分品类来看**, 2022H1 公司整体橱柜/全屋定制收入分别为 2.32 亿元/4.79 亿元, 同比分别变动-36.56%/+26.45%, H1 公司依托国际家居设计中心, 持续进行产品迭代升级, 推出全屋定制&整体厨柜产品“隐若”系列, 持续丰富产品矩阵, 一站式解决方案助力收入增长。2) **分渠道来看**, 直营店/经销店/大宗业务/其他渠道收入分别为 1.32 亿元/5.21 亿元/0.56 亿元/0.03 亿元, 同比分别变动+15.12%/+18.92%/-70.82%/+77.40%, H1 在疫情影响下, 公司致力于线上对经销商培训赋能, 深耕零售领域, 拓展社区、家装、新零售、直播等新渠道, 零售业务(直营+经销合计)实现 18.13%的增长, 积极主动降低大宗业务占比, 优化客户结构、加强风险控制能力。3) **门店方面**, 2022H1 公司橱柜专卖店 797 家, 较年初净增加 16 家, 全屋专卖店 788 家, 较年初净增加 12 家。
- **毛利率水平提升, 现金流水平改善。** 1) **毛利率方面**, H1 综合毛利率为 43.03%, 同比+2.08pct。单 Q2 来看, 综合毛利率为 44.40%, 同比+2.92pct; 分产品来看, 整体橱柜/全屋定制毛利率分别为 35.72%/46.58%, 同比分别变动+1.81pct/-1.18pct; 分渠道来看, 直营店/经销店/大宗业务/其他渠道毛利率分别为 67.30%/39.69%/115.97%/62.53%, 同比分别变动-2.78pct/-0.34pct/-9.55pct/+12.13pct, H1 毛利率提升, 主要由于公司积极调整渠道结构, 降低大宗业务占比, 主动拓展新渠道。2) **费用率方面**, H1 公司期间费用率为 37.87%, 同比+3.53pct, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 25.99%/7.89%/3.48%/0.52%, 同比分别变动+2.83pct/+2.11pct/-1.44pct/+0.03pct。单 Q2 期间费用率为 35.87%, 同比+4.60pct, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 23.27%/8.15%/4.08%/0.36%, 同比变动+2.31pct/+2.99pct/-0.48pct/-0.22pct。H1 公司销售费用率提升主要由于直营地区扩张致薪资费用、店面房租增加; H1 公司管理费用率提升主要由于职能部门薪资增加、溧水部分闲置厂房折旧增加。3) **净利率方面**, H1 公司归母净利率为 5.68%, 同比-1.37pct, 扣非归母净利率为 3.71%, 同比-0.30pct, Q2 单季度归母净利率为 6.86%, 同比-1.97pct, 环比+2.63pct, 扣非归母净利率为 5.93%, 同比-1.01pct, 环比+4.97pct。4) **营运方面**, H1 经营活动现金流净额为 0.21 亿元, 同比+124.14%, 单 Q2 经营活动现金流净额为 1.49 亿元, 同比-18.43%, 环比+216.40%。

- **盈利预测与投资评级:** 公司全屋定制新产品增长动能强劲, 深耕零售渠道融合拓展加速, 地产后周期下不断优化大宗客户结构, 随着公司渠道不断调整、风险控制能力不断提升, 公司未来成长可期。我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为1.39亿元、1.87亿元、2.24亿元, 同比分别增长185.6%、35.2%、19.4%, 目前股价对应2022年PE为18x。
- **风险因素:** 市场竞争加剧风险、原材料价格上涨风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,584	1,725	1,832	2,030	2,280
增长率 YoY%	18.9%	8.9%	6.2%	10.8%	12.3%
归属母公司净利润 (百万元)	220	-162	139	187	224
增长率 YoY%	42.6%	-173.7%	185.6%	35.2%	19.4%
毛利率%	42.4%	41.3%	43.1%	43.1%	43.2%
净资产收益率ROE%	19.6%	-18.5%	14.1%	16.0%	16.1%
EPS(摊薄)(元)	0.70	-0.51	0.44	0.59	0.71
市盈率 P/E(倍)	11.45	—	18.14	13.42	11.24
市净率 P/B(倍)	2.25	2.88	2.56	2.15	1.81

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为2022年08月31日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	1,024	1,072	1,349	1,729	2,101	
货币资金	309	378	483	905	1,069	
应收票据	284	93	307	136	361	
应收账款	195	161	217	202	269	
预付账款	11	34	35	39	44	
存货	89	118	95	141	123	
其他	135	289	211	308	235	
非流动资产	956	1,347	1,286	1,224	1,163	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	617	900	820	741	661	
无形资产	59	57	55	53	51	
其他	280	391	411	431	451	
资产总计	1,980	2,419	2,635	2,954	3,264	
流动负债	716	1,161	1,179	1,311	1,397	
短期借款	20	239	239	239	239	
应付票据	72	79	76	96	96	
应付账款	229	242	242	294	307	
其他	396	602	622	682	755	
非流动负债	144	384	474	474	474	
长期借款	21	184	274	274	274	
其他	122	199	199	199	199	
负债合计	860	1,545	1,653	1,784	1,871	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司	1,120	874	982	1,169	1,393	
负债和股东权益	1,980	2,419	2,635	2,954	3,264	

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,584	1,725	1,832	2,030	2,280
同比 (%)	18.9%	8.9%	6.2%	10.8%	12.3%
归属母公司净利润	220	-162	139	187	224
同比	42.6%	-173.7%	185.6%	35.2%	19.4%
毛利率 (%)	42.4%	41.3%	43.1%	43.1%	43.2%
ROE%	19.6%	-18.5%	14.1%	16.0%	16.1%
EPS(摊薄)(元)	0.70	-0.51	0.44	0.59	0.71
P/E	11.45	—	18.14	13.42	11.24
P/B	2.25	2.88	2.56	2.15	1.81
EV/EBITDA	7.32	-31.76	10.32	7.06	5.94

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	1,584	1,725	1,832	2,030	2,280	
营业成本	912	1,013	1,042	1,156	1,295	
营业税金及附加	16	14	15	17	19	
销售费用	286	385	440	447	502	
管理费用	64	97	144	160	180	
研发费用	44	63	64	71	79	
财务费用	4	10	3	1	-12	
减值损失合计	0	-2	0	0	0	
投资净收益	2	3	2	2	2	
其他	9	-367	45	50	56	
营业利润	270	-222	171	231	276	
营业外收支	0	-3	0	0	0	
利润总额	269	-225	171	231	276	
所得税	50	-63	32	43	52	
净利润	220	-162	139	187	224	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	220	-162	139	187	224	
EBITDA	350	-102	255	313	345	
EPS(当年)(元)	0.69	-0.50	0.44	0.59	0.71	

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	219	98	80	457	200
净利润	220	-162	139	187	224
折旧摊销	79	111	83	83	83
财务费用	3	11	14	15	15
投资损失	-2	-3	-2	-2	-2
营运资金变动	-90	-173	-154	173	-121
其它	10	313	0	0	0
投资活动现金流	-201	-323	-20	-20	-20
资本支出	-193	-251	-22	-22	-22
长期投资	-10	-75	0	0	0
其他	3	3	2	2	2
筹资活动现金流	35	256	45	-15	-15
吸收投资	0	29	-30	0	0
借款	124	691	90	0	0
支付利息或股息	-64	-110	-14	-15	-15
现金流净增加额	53	31	105	421	164

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，曾任职于招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得 2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第 4、第 2、第 3 名，2018-2020 年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022 年加入信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数:沪深 300 指数(以下简称基准); 时间段:报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 20% 以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5%~20%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在±5%之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。