



增持（首次）

所属行业：家用轻工
当前价格(元)：11.69

证券分析师

花小伟

资格编号：S0120521020001

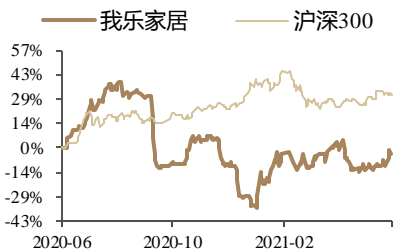
邮箱：huaxw@tebon.com.cn

研究助理

毕先磊

邮箱：bixl@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	7.27	-5.76	8.82
相对涨幅(%)	3.25	-9.52	6.94

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

我乐家居(603326.SH)：坚守生活美学，产品品牌渠道多维推进

投资要点

- 我乐家居：主打原创设计，“整体橱柜+全屋定制”双业务发展。**公司秉承“设计让家更美，科技让美实现”的理念，产品定位中高端，主营业务为整体橱柜制造和全屋定制，不断升级设计并完善“工业化”与“信息化”相结合的智能化工厂，为消费者提供设计精美、工艺精湛、质量可靠的定制家居产品。公司营收利润持续高增，增速大幅跑赢行业，毛利率净利率持续上升。2020年公司实现营业收入 15.84 亿元，同比增长 18.93%，净利润 2.2 亿元，同比增长 42.56%；2021Q1 公司实现营业收入 2.81 亿元，同比增长 44.34%，实现归母净利润 0.12 亿元，同比增长 458.4%。
- 定制家居行业：多元化需求驱动，企业营收增速与毛利率分化。短期驱动：**2020 年商品房住宅销售面积 154,878 万平方米，同比增长 3.2%，2021 年有望因商品住宅的销售及竣工交付带来增量房端需求爆发；**长期驱动：**中国进入存量房时代，精装房/整装/二手房多业态需求，精装修政策利好 B 端，各定制家居企业纷纷发力大宗业务，整装业务是未来发展趋势，旧改与二手房需求广阔。**竞争格局：**板块呈现几大阵营，欧派家居、索菲亚、尚品宅配全屋推进，欧派强者恒强；志邦家居、金牌橱柜快速成长；皮阿诺大宗与品牌升级推进；曲美家居定制比例持续提升，且通过收购推进国际化；我乐家居坚守美学，品质品类推进。企业战略与品牌力带来毛利率分化。2015-2018 年龙头毛利率稳定在 38% 上下波动，21Q1 受原材料价格波动、收入准则调整等因素影响，行业内多家企业毛利率出现下滑，但是我乐家居毛利率依旧保持在 40% 以上。
- 竞争力与成长驱动：产品、品牌内外兼修，生产、渠道两端提效。产品力：**定制家居行业存在同质化问题，我乐家居以原创专利为核心竞争力，差异化战略打造长板优势。截止 2020 年，公司拥有商标权 141 项、专利 184 项、软件著作权 24 项、产品著作权 32 项。**品牌力：**公司专注中高端定位，强品牌力决定了公司拥有较强的溢价能力，全屋定制业务毛利率逐年攀升，2020 年达到了 47.26%，逐步赶超业内龙头企业，并通过多维营销提高品牌影响力。**渠道端：**公司不断优化渠道结构，直营方面在继续深耕南京、上海等直营市场的基础上新增杭州直营渠道；大宗业务方面扩大战略采购单位的合作体量，新增工程代理，推动工程经销商渠道建设。**三年千店强势布局，并且在渠道拓展上坚持精兵策略，重质量、重单店营收。**公司制定了“三年千店倍增”的新目标，并且以升级门店为手段提升店效，经测算 2017-2020 年店效由 82.55 万元/店增长至 94.79 万元/店。未来公司将策略地增设门店，侧重于混合店、全屋专卖店来提升店效与坪效。**生产端：**公司实现生产全程智能化，销售端与生产端信息化全流程衔接；2020 年公司将位于江宁生产厂区的橱柜产品线搬迁至溧水现代化工业 4.0 柔性工厂，推进柔性工厂建设保障产能和产品竞争力。
- 盈利预测及投资建议。**我们预计公司 2021~2023 年营业总收入为 20.13、25.25、31.75 亿元，同比增长 27.05%、25.43%、25.75%，2021~2023 年归母净利润为 2.69、3.43、4.39 亿元，同比增长 22.51%、27.58%、27.92%，对应 2021-2023 年 PE 分别为 14.00X、10.98X、8.58X，2021-2023 年 EPS 分别为 0.83、1.06、1.36 元。2021-2023 年可比公司 PE 均值为 20.79X、17.17X、14.45X，我乐家居具备估值优势。考虑到公司“三年千店”的计划下门店数量将高速扩张，同时公司在原创设计能力上居于行业领先，公司未来品牌力、渠道数量、生产效率都将持续提升，看好公司长期发展，首次覆盖，给予“增持”评级。

- **风险提示:** 房地产行业波动风险, 行业竞争加剧, 原材料价格波动, 新增产能无法消化, 拓店速度不及预期等。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	322.07		2019	2020	2021E	2022E	2023E
流通 A 股(百万股):	314.58	营业收入(百万元)	1,332	1,584	2,013	2,525	3,175
52 周内股价区间(元):	8.05-17.21	(+/-)YOY(%)	23.1%	18.9%	27.1%	25.4%	25.7%
总市值(百万元):	3753.68	净利润(百万元)	154	220	269	343	439
总资产(百万元):	2,003.05	(+/-)YOY(%)	51.2%	42.6%	22.5%	27.6%	27.9%
每股净资产(元):	3.53	全面摊薄 EPS(元)	0.48	0.68	0.83	1.06	1.36
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	43.8%	42.4%	44.0%	44.5%	45.0%
		净资产收益率(%)	16.2%	19.6%	19.4%	20.3%	21.2%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

投资摘要

核心逻辑

从行业角度来看，我乐家居将受益于定制家居行业需求提升。短期驱动上，定制家具行业 2021 年有望因商品住宅的销售及竣工交付带来增量房端需求爆发；长期驱动上，中国进入存量房时代，精装房/整装/二手房多业态需求，精装修政策利好 B 端，整装业务是未来发展趋势，旧改与二手房需求广阔。

从公司竞争优势来看，公司已经具备产品力、品牌力优势，并不断提升生产端效率。产品上，以原创专利作为核心竞争力，打破定制家居较为普遍的同质化现象。品牌上，中高端定位打造成功，深受消费者认可，为公司产品带来较高溢价。生产端，现代化工业 4.0 工厂落地，进一步深化柔性生产，保障了产能和产品竞争力。

成长驱动上，未来三年公司进行千店强势布局，并且在渠道拓展上坚持精兵策略，重质量、重单店营收。不断优化渠道结构，深耕直营模式的同时扩大大宗业务，并强化升级门店，提高店效与坪效。渠道驱动叠加股权激励带来的积极驱动，公司销售收入具备高成长性，以渠道推动业务翻倍扩盘。

盈利预测与投资建议

我们预计公司 2021~2023 年营业总收入为 20.13、25.25、31.75 亿元，同比增长 27.05%、25.43%、25.75%，2021~2023 年归母净利润为 2.69、3.43、4.39 亿元，同比增长 22.51%、27.58%、27.92%，对应 2021-2023 年 PE 分别为 14.00X、10.98X、8.58X，2021-2023 年 EPS 分别为 0.83、1.07、1.36 元。2021-2023 年可比公司 PE 均值为 20.79X、17.17X、14.45X，我乐家居具备估值优势。考虑到公司“三年千店”的计划下门店数量将高速扩张，同时公司在原创设计能力上居于行业领先，公司未来品牌力、渠道数量、生产效率都将持续提升，看好公司长期发展，首次覆盖，给予“增持”评级。

区别于市场的观点

市场普遍关注地产周期对行业的影响，我们认为更应关注公司自身 α 成长。定制家居企业的定制特性使得产品力与品牌力对于企业至关重要，公司坚持原创设计美学，在产品力与品牌力上积累深厚，尽管营收规模体量较小，但在产品溢价能力上居于行业领先地位。渠道端，我们更加关注其成长性，门店有序拓展+店效持续提升，终端数量提升帮助公司触达更多客户，公司业绩有望超出市场预期。

股价表现的催化因素

渠道拓展超预期，店效持续提升，全屋定制业务表现靓丽

主要风险

房地产行业波动风险，行业竞争加剧，原材料价格波动，新增产能无法消化，拓店速度不及预期等。

内容目录

投资摘要.....	3
核心逻辑.....	3
盈利预测与投资建议.....	3
区别于市场的观点.....	3
股价表现的催化因素.....	3
主要风险.....	3
1. 我乐家居：“瞪羚企业”快步前行，全屋定制引领增长.....	6
1.1. 我乐家居：高端定位，主打原创设计，寻求极致美家.....	6
1.2. 股权结构稳定，股权激励覆盖人群广.....	6
1.2.1. 股权结构稳定，创始人夫妻为实控人.....	6
1.2.2. 股权激励人群广、目标高，彰显企业信心.....	7
1.3. 财务分析：收入增速领先行业，高端定位保障高盈利.....	8
1.3.1. 营收利润持续高增，增速大幅跑赢行业.....	8
1.3.2. 中高端定位带来高附加值，销售投入助公司扩张.....	9
1.3.3. 杜邦分析：ROE 处行业前列，净利率提高带动 ROE 上升.....	10
1.4. 整体厨房和全屋定制并驾齐驱，立足华东辐射全国.....	11
1.4.1. 精准判断行业趋势，打造“整体橱柜+全屋定制”两架马车.....	11
1.4.2. 销售布局全国，华东地区营收占比最高.....	11
2. 行业：定制家居渗透率仍低，大宗放量、零售拓店共驱新成长.....	12
2.1. 短期：地产竣工回补确定性高，短期家居需求有望持续释放.....	12
2.2. 长期：增量转存量市场，需求多业态，精装房/整装/二手房.....	13
2.3. 竞争格局：渠道快速变革，盈利持续分化.....	15
2.3.1. 行业渗透率仍低，定制企业处于快速增长阶段.....	15
2.3.2. 各企业加码大宗业务，地产裂变新驱动.....	16
2.3.3. 门店数量保持扩张，渠道驱动营收增长.....	16
2.3.4. 毛利率差异化发展，我乐高端定位保障盈利能力.....	17
3. 竞争与驱动：产品、品牌内外兼修，生产、渠道两端提效.....	18
3.1. 产品力：以原创专利为核心，差异化战略打造长板优势.....	18
3.2. 品牌力：专注中高端定位，多举措提高品牌影响力.....	21
3.3. 渠道端：三年千店强势布局，增量更重质.....	23
3.3.1. 优化渠道结构，保障长期竞争力.....	23
3.3.2. 渠道拓展上：重质量、重店效、轻数量.....	24

3.4. 生产端：生产柔性化，流程智能化.....	26
4. 盈利预测与投资建议	27
4.1. 投资预测	27
4.2. 投资建议	28
5. 风险提示	29

图表目录

图 1: 我乐家居品牌发展历程	6
图 2: 创始人及其丈夫为实际控制人, 股权结构稳定	7
图 3: 我乐家居营收和利润保持较快增速	9
图 4: 毛利率、净利率呈上升趋势 (%)	9
图 5: 21Q1 毛利率、净利率创上市以来一季度新高 (%)	9
图 6: 销售费率呈上升趋势 (%)	10
图 7: 我乐家居与竞争对手 ROE 比较 (%)	10
图 8: 我乐家居与竞争对手归母净利润/总营收比较 (%)	10
图 9: 我乐家居与竞争对手权益乘数比较	10
图 10: 我乐家居与竞争对手总资产周转率比较 (次)	10
图 11: 整体厨柜和全屋定制业务营收表现 (亿元)	11
图 12: 整体厨柜毛利率稳定, 全屋定制毛利率攀升 (%)	11
图 13: 分地区营收占比 (%)	12
图 14: 家具制造业收入相对商品房销售滞后约 12 个月	12
图 15: 全国商品房销售面积及销售额增速 (%)	12
图 16: 房屋新开工、竣工增速背离两年后迎来拐点 (%)	13
图 17: 除 20 年疫情影响, 精装修市场规模逐步扩大 (万套)	14
图 18: 精装修部品配套率 (%)	14
图 19: 部分国际大都市二手房成交量占比 (%)	15
图 20: 与发达国家二手房流通率对比 (单位: %)	15
图 21: 公司不断加大研发投入 (亿元)	19
图 22: Ingreece 格睿系列效果图	20
图 23: 护墙产品系列效果图	20
图 24: 2020 年整体厨柜业务客单价对比 (以公司销售收入为口径, 单位: 元)	22
图 25: 整体厨柜业务毛利率对比	22
图 26: 全屋定制业务毛利率对比	22
图 27: 公司各项宣传投入 (单位: 万元)	23
图 28: 全屋定制伯尔尼系列《陪你一起长大》片场实景	23
图 29: 我乐家居分渠道营收规模及增速 (亿元, %)	23
图 30: 2021 年 Q1 我乐家居分渠道营收构成	23
图 31: 我乐家居地产合作伙伴	24
图 32: 我乐家居门店数量 (单位: 家)	25

图 33: 全屋门店/厨柜门店数量 (单位: 家)	25
图 34: 店效与门店数量增长情况	25
图 35: 我乐家居浙江余姚 9.6 代店实景图	25
图 36: 直营店/加盟店店效拆分 (万元/店)	26
图 37: 店均管理费用 (万元/店)	26
图 38: 整体厨柜门店量价拆分	26
图 39: 全屋定制门店量价拆分	26
图 40: 公司生产流程图	27
图 41: 柔性生产线	27
表 1: 2019 年股权激励计划激励对象情况及授予股数	7
表 2: 2019 年股权激励计划业绩考试完成情况, 2019、2020 年均已达标	7
表 3: 2021 年股权激励计划方案及业绩考核要求	8
表 4: 各省市精装修政策与渗透率	13
表 5: 营收及同比情况 (单位: 亿元, %)	15
表 6: 大宗业务营收情况 (单位: 亿元, %)	16
表 7: 加盟店门店数量变化情况 (单位: 家)	17
表 8: 直营门店数量变化情况 (单位: 家)	17
表 9: 毛利率情况 (单位: %)	18
表 10: 专利数量持续增加	19
表 11: 我乐家居产品推新节奏	19
表 12: 我乐家居产品矩阵	20
表 13: 我乐家居产品价位区间	21
表 14: 我乐家居收入预测 (单位: 百万元)	28
表 15: 可比公司估值	28

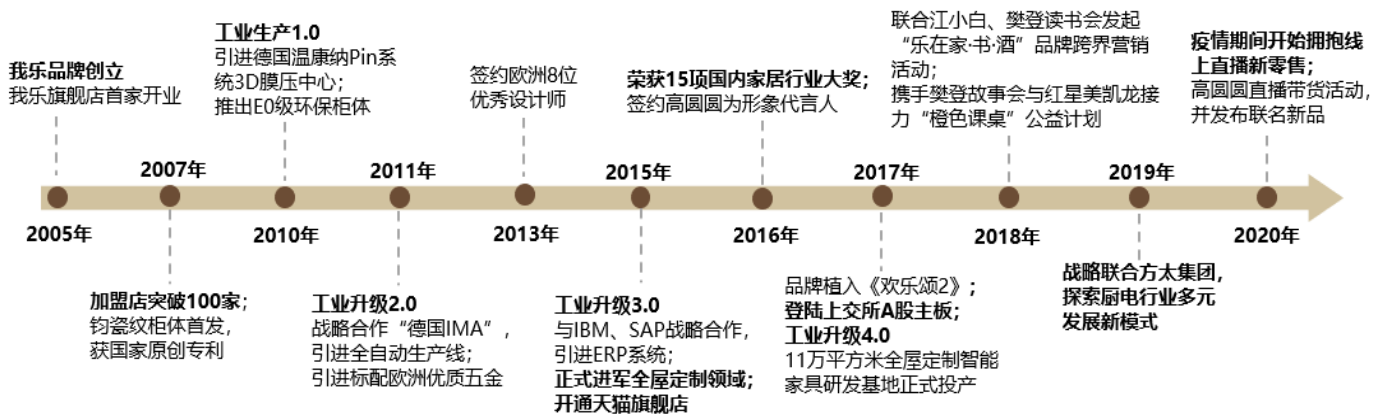
1. 我乐家居：“瞪羚企业”快步前行，全屋定制引领增长

1.1. 我乐家居：高端定位，主打原创设计，寻求极致美家

我乐家居是一家致力于定制家居产品的设计、研发、生产、销售及相关服务提供的业内知名企业。我乐家居秉承“设计让家更美，科技让美实现”的理念和使命，致力于定制家居产品的设计、研发、生产、销售及相关服务的提供，目标成为“中国领先的时尚家居品牌集团”，力图让用户用同一个品牌、在同一个店面、同一个设计师实现对家的一切想象。我乐家居较早提出并践行 E1 级高环保标准，为消费者提供安全、健康的家居环境；并通过不断升级完善“工业化”与“信息化”相结合的智能化工厂，为消费者提供设计精美、工艺精湛、质量可靠的定制家居产品。

公司主营业务为整体橱柜制造和全屋定制，2020年营业收入为15.84亿元，同比增长18.93%，净利润为2.2亿元，同比增长42.56%。

图 1：我乐家居品牌发展历程



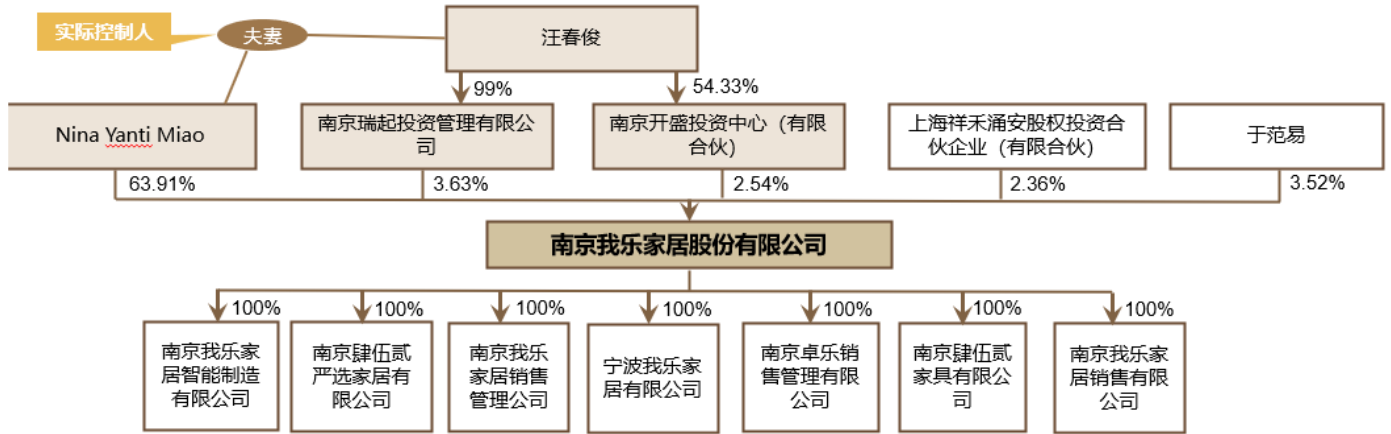
资料来源：公司官网，德邦研究所

1.2. 股权结构稳定，股权激励覆盖人群广

1.2.1. 股权结构稳定，创始人夫妻为实控人

公司控股股东为 Nina Yanti Miao（美国籍，中文名缪妍缇）女士，实际控制人为 Nina Yanti Miao 和汪春俊（中国籍）夫妻二人，股权结构稳定。根据2020年年报，公司创始人、董事长 Nina Yanti Miao 直接持有公司63.91%股份，公司副董事长兼总经理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），间接持有公司4.97%股份，夫妻二人合计持有68.88%股份。2017年上市以来，大股东持股比例稳定。

图 2：创始人及其丈夫为实际控制人，股权结构稳定



资料来源：公司公告，德邦研究所
注：截至 2020 年报数据

1.2.2. 股权激励人群广、目标高，彰显企业信心

公司持续通过股权激励激发高管及核心员工的积极性，过往股权激励完成情况良好。公司分别于 2017、2019 年实施了股权激励计划，公司 2019 年实现营业收入 13.32 亿元/+23.1%，归母净利润 1.54 亿元/+51.24%，2020 年实现营业收入 15.84 亿元/+18.93%，归母净利润 2.20 亿元/+42.56%，均高于激励计划考核要求，激励对象已全部达成第一、第二解除限售期限条件。2019、2020 年激励产生的股权支付费用分别为 296 万元及 642 万元，激励成本远低于由此带来的业绩提升。

表 1：2019 年股权激励计划激励对象情况及授予股数

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例	占本计划公告日股本总额的比例
徐涛	副总经理、董事	8	3.57%	0.04%
王务超	副总经理	8	3.57%	0.04%
黄宁全	财务总监	2	0.89%	0.01%
公司及子公司中层管理人员、核心技术(业务)人员 187 人		177	79.02%	0.79%
预留		29	12.95%	0.13%
合计		224	100%	1.00%

资料来源：公司公告，德邦研究所

表 2：2019 年股权激励计划业绩考试完成情况，2019、2020 年均已达标

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
考核要求营业收入 (亿元)	10.82	12.88	15.69	19.59
实际实现营业收入 (亿元)	10.82	13.32	15.84	
是否完成营业收入考核		√	√	
激励计划要求定比 18 年增速不低于		19%	45%	81%
实际实现营业收入定比 18 年增速		23.10%	46.41%	
考核要求净利润 (亿元)	1.02	1.24	1.56	1.99
实际实现净利润 (亿元)	1.02	1.54	2.20	
是否完成净利润考核		√	√	
激励计划要求定比 18 年增速不低于		22%	53%	95%
实际实现净利润定比 18 年增速		51.24%	115.61%	

资料来源：公司公告，德邦研究所

公司于2021年1月公布了《2021年限制性股票激励计划(草案)》，并完成首次授予，继续绑定核心员工与股东利益，提供成长助推力。新版激励计划面向人群广，包含高管、中层及核心业务、技术人员。其中首次授予566万股，已于2月5日完成，除了高层人员3人，激励主体为公司及子公司中层管理人员、核心技术(业务)人员185人，占本次授予限制性股票总额的82.35%，对中层人员的充分激励将更好的带动公司全体进取的积极性。

业绩考核要求高，彰显公司积极进取的决心与信心。根据本次股权激励计划中对限售解禁的业绩考核要求，公司2021-2023年的营业收入定比2020年增长率需要达到25%/58%/100%，或公司2021-2023年的扣非净利润定比2020年增速需要达到22%/53%/95%。

表3：2021年股权激励计划方案及业绩考核要求

激励股票数量	630万股(其中首次授予566万股,预留64万股)	
激励对象总人数	首次授予190人,包括公司董事、高级管理人员、公司及子公司中层管理人员及核心技术(业务)员工	
授予日	首次授予日:2021年2月4日	
授予价格	首次授予价格5.09元/股	
解除限售期	公司层面业绩考核要求	个人层面绩效考核要求
首次授予的限制性股票第一个解除限售期	定比2020年,2021年营业收入增长率不低于25%,或扣非净利润增长率不低于22%;	个人层面上一年度考核结果: ①合格,解锁100%; ②不合格,解锁0%
首次授予的限制性股票第二个解除限售期	定比2020年,2022年营业收入增长率不低于58%,或扣非净利润增长率不低于53%;	
首次授予的限制性股票第三个解除限售期	定比2020年,2023年营业收入增长率不低于100%,或扣非净利润增长率不低于95%。	

资料来源:公司公告,德邦研究所

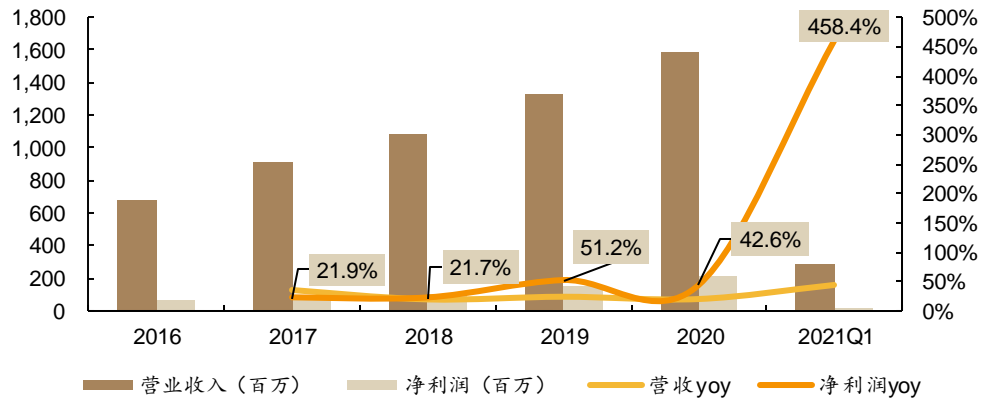
1.3. 财务分析:收入增速领先行业,高端定位保障高盈利

1.3.1. 营收利润持续高增,增速大幅跑赢行业

营收、净利双高增。自2017年上市以来,我乐家居总营收从9.15亿元增长至15.84亿元,2017-2020年CAGR为20.08%,净利润从0.84亿元增长至2.20亿元,2017-2020年CAGR为37.93%。营业收入的上升和费用情况的改善,带动净利润增速不断扩大。2020年公司实现营业收入15.84亿元,同比增长18.93%,净利润2.2亿元,同比增长42.56%。21Q1营收达2.81亿元,同比增长44.34%,除了由于20Q1的小基数,还来自加盟商和直营渠道的销售较快增长,以及大宗业务的平稳增长。

净利润维持正增,增速跑赢行业。根据国家统计局发布的2020年规模以上工业企业主要财务指标(分行业),家具制造业2020年度营业收入6875.40亿元,同比下降6%;利润总额417.70亿元,同比下降11.10%。与竞争对手相比,竞争对手净利润增速处于稳定或下滑趋势,而我乐家居净利润保持高速增长态势,2021Q1净利润增速达458.4%。

图 3：我乐家居营收和利润保持较快增速



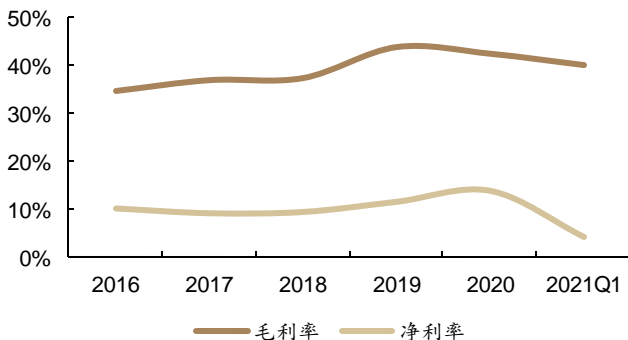
资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

1.3.2. 中高端定位带来高附加值，销售投入助公司扩张

毛利率、净利率呈上升趋势，公司中高端定位市场接受度高。公司毛利率持续上升，说明产品价格存在溢价能力，且中高端定位为市场所接受。2020 年公司毛利率为 42.44%，对比 2016 年毛利率 34.72%，上升了 7.72pct，整体呈上升趋势，净利率从 2016 年的 10.15% 增长至 2020 年的 13.86%。对比 2019 年公司毛利率略有下降，主要系 2020 年橱柜及全屋定制产品原材料成本均略有提升，拖累毛利率表现。未来随着漂水工厂的落地，制造环节智能化程度提高，公司毛利率有进一步提升的空间。

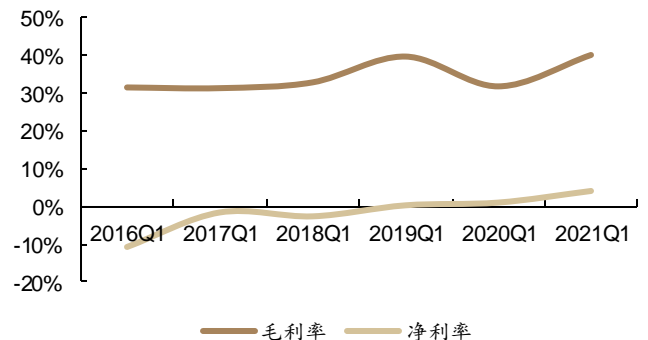
2021Q1 毛利率、净利率表现强劲。受消费者消费习惯、区域气候及各地风俗习惯等因素影响，定制家居行业销售存在一定的季节性，一季度通常为全年最淡季，销售收入与各项财务指标都表现较差。2021Q1 实现毛利率 40.09%，净利率 4.14%，均为上市以来一季度最高。

图 4：毛利率、净利率呈上升趋势 (%)



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

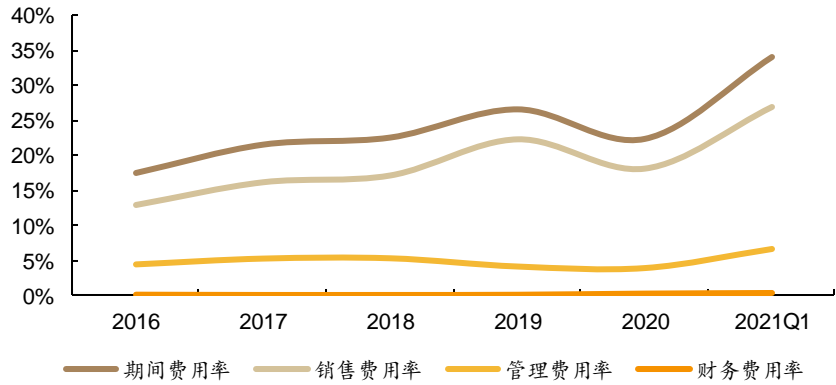
图 5：21Q1 毛利率、净利率创上市以来一季度新高 (%)



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

公司持续扩张，费用端销售费率上升、管理费下降。管理费率近年持续保持下降趋势，财务费率略有上升，系流动资金贷款增加，带来相应利息费用增加，所占比重仍较小，对费用端影响较小。销售费率呈上升趋势，系公司处于扩张期，直营店面、销售费用薪酬、广告宣传等投入增加导致。2020 年受疫情影响，广告宣传费用、会议费等支出较上年同期减少，销售费率因此较 2019 年有较大降低。21Q1 销售费用较 20Q1 增加 61.53%，主要是随业绩增长销售人员绩效增加及广告宣传费的投入增加所致。

图 6：销售费率呈上升趋势 (%)



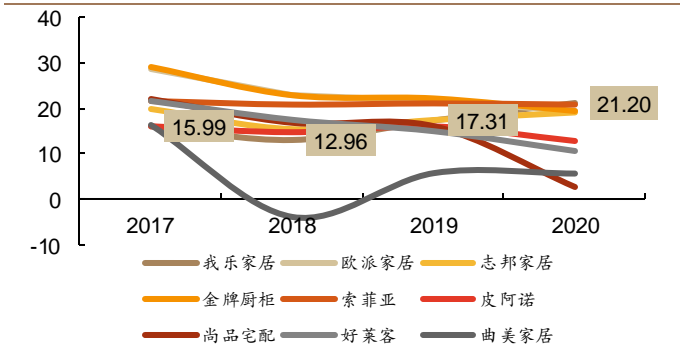
资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

1.3.3. 杜邦分析：ROE 处行业前列，净利率提高带动 ROE 上升

归母净利润/总营收不断提升，驱动 ROE 增长，超越竞争对手。在可比公司净利率均处于稳定或下降趋势时，我乐家居净利率逐年上升，带动 ROE 大幅提升，从 2018 年的 12.96% 排名靠后，至 2020 年的 21.20% 位列第一，两年总计提升 8.24pct。

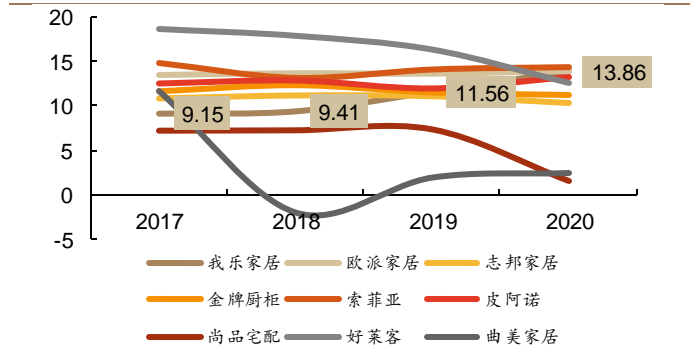
行业的资产周转率和权益乘数趋同。总资产周转率及权益乘数方面，业内整体水平差别不大，权益乘数基本稳定，资产周转率呈下降趋势。我乐家居总资产周转率和权益乘数稳定，在业内处中游位置。

图 7：我乐家居与竞争对手 ROE 比较 (%)



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

图 8：我乐家居与竞争对手归母净利润/总营收比较 (%)



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

图 9：我乐家居与竞争对手权益乘数比较

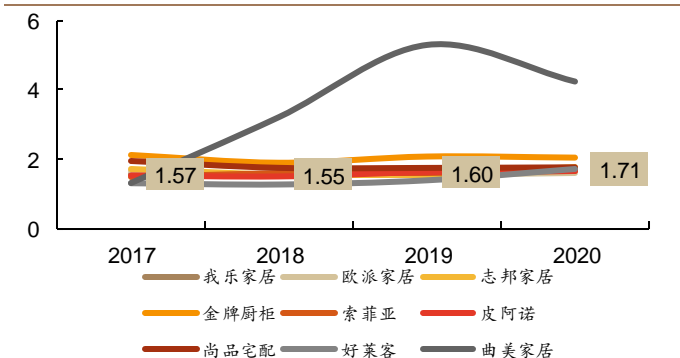
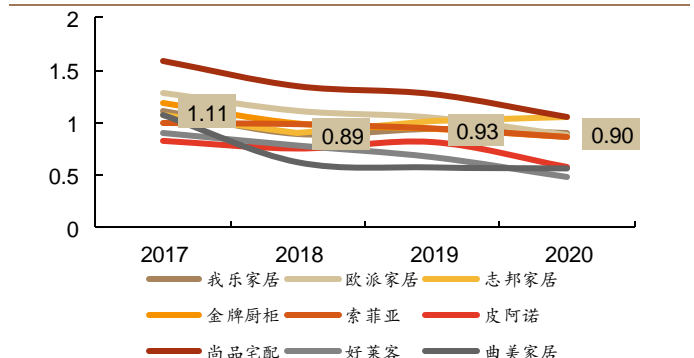


图 10：我乐家居与竞争对手总资产周转率比较 (次)



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

1.4. 整体厨房和全屋定制并驾齐驱，立足华东辐射全国

1.4.1. 精准判断行业趋势，打造“整体橱柜+全屋定制”两架马车

我乐家居的发展可以概括为三个阶段，分别与行业发展相对照：

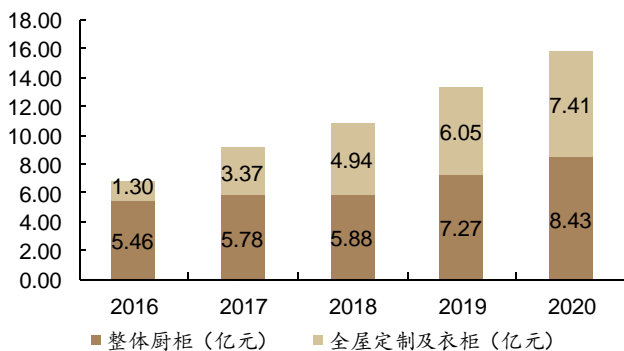
2005-2014 年为名牌战略阶段：此时中高端整体橱柜市场尚处萌芽阶段。公司专注于整体橱柜，实施了名牌战略，率先在业内倡导国家专利柜体、“E0”级环保柜体、工业 4.0 制造标准等，品牌成功跻身全国整体橱柜前列，成为高端橱柜品类代表。

2015-2017 年进入多品类发展阶段：随着 80、90 后群体消费能力的崛起，我乐家居察觉到新时代消费群体对“省时、省心、省力”的需求，在夯实主体橱柜业务的基础上，主动寻求转型，向外延伸产业链至涵盖厨房、客厅、书房、儿童房、卧室、会客厅等在内的九大空间，成功开启了整体橱柜及全屋定制业务的多元化扩张之路。公司根据市场变化将产品重心转向整体橱柜和全屋定制双业务的路线，恰恰是经过此次调整，我乐家居率先在细分的产品领域获得了优势。

2017 年后进入持续发展期：上市后的我乐家居，通过品牌战略升级、持续推进全流程的信息化、终端升级和产品结构的优化、投产全屋定制智能家居研发基地等自我革新，不断精细化管理，降本增效成效显著，加快占领高端定制家居市场份额。

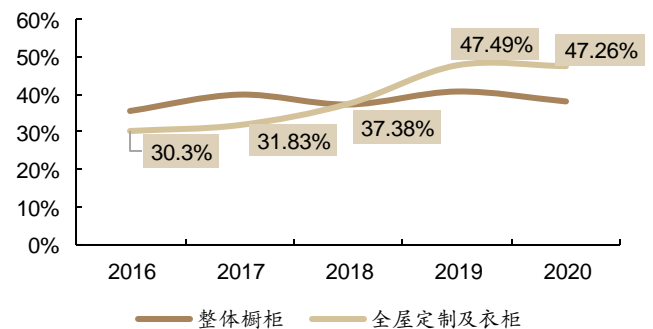
自 2017 年开始发力全屋定制，我乐家居全屋业务得到了快速发展，不仅在占比上达到双支柱业务的地位，毛利率不断提升，也助增了公司盈利表现。全屋定制占营收比重从 2016 年的 19.1% 上升到 21Q1 的 51.9%，绝对数值从 2016 年的 1.3 亿增加到 2020 年的 7.4 亿，CAGR 高达 54.51%。整体橱柜的毛利率在 2016 年为 35.7%，到了 2020 年为 38.21%，总体维持在稳定水平，而全屋定制的毛利率由 2016 年的 30.3% 的增长至 2020 年的 47.26%，可见在过去几年中我乐家居的净利润增长中全屋定制的贡献最大。

图 11：整体橱柜和全屋定制业务营收表现（亿元）



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 12：整体橱柜毛利率稳定，全屋定制毛利率攀升（%）



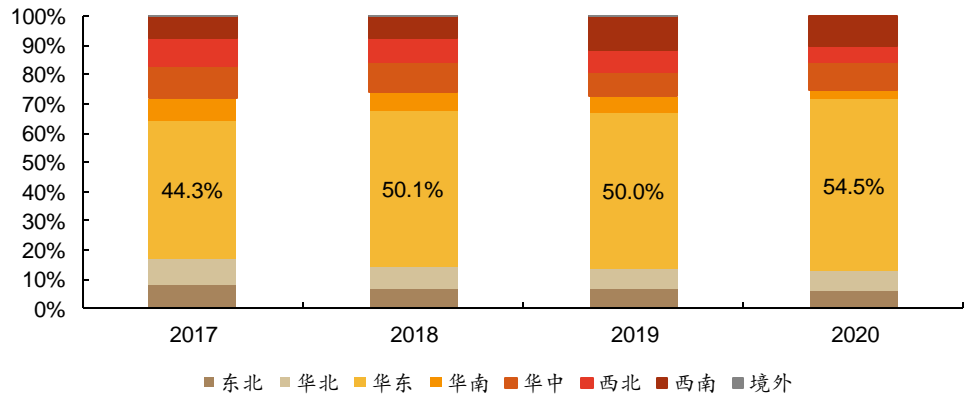
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

1.4.2. 销售布局全国，华东地区营收占比最高

公司销售网络已覆盖了国内 30 个省市近 700 余个城市，公司在区域布局上采取“立足华东辐射全国”的策略。在具体区域分布上，公司考虑当地经济发展水平及竞争状况进行新增经销商的分配。华东区域为公司老牌强势地区，占比从

2017年的44.3%提升至2020年的54.5%。

图 13：分地区营收占比 (%)



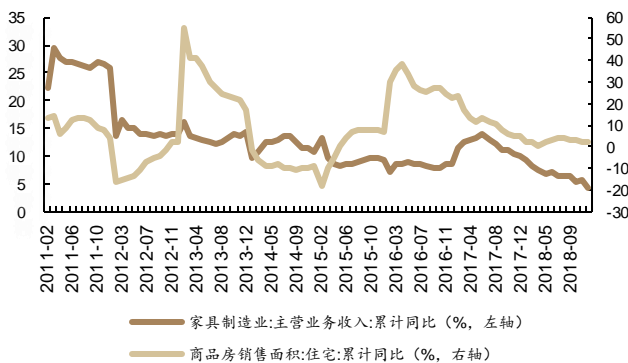
资料来源：公司公告，德邦研究所

2. 行业：定制家居渗透率仍低，大宗放量、零售拓店共驱新成长

2.1. 短期：地产竣工回补确定性高，短期家居需求有望持续释放

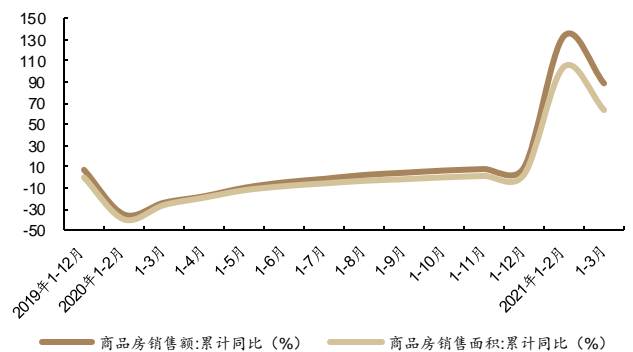
市场成交火热，商品住宅的销售及竣工交付与家居行业呈正相关，2021年有望迎来增量房端需求爆发。商品住宅销售面积的增长有助于推动家居市场需求端放量，房地产对家具行业的影响有滞后性，约为12个月。据国家统计局数据，2020年商品房住宅销售面积154,878万平方米，同比增长3.2%，受疫情影响2020年2-9月商品房销售面积同比呈现负增，走出疫情影响后，商品房销售逐渐回暖，从市场表现看，一季度，房地产市场量价整体延续了去年底的运行态势，重点城市商品住宅成交规模达近五年同期最高水平，预计这部分增量将在2021-2022年的家具销售中得到体现。

图 14：家具制造业收入相对商品房销售滞后约 12 个月



资料来源：WIND，国家统计局，德邦研究所

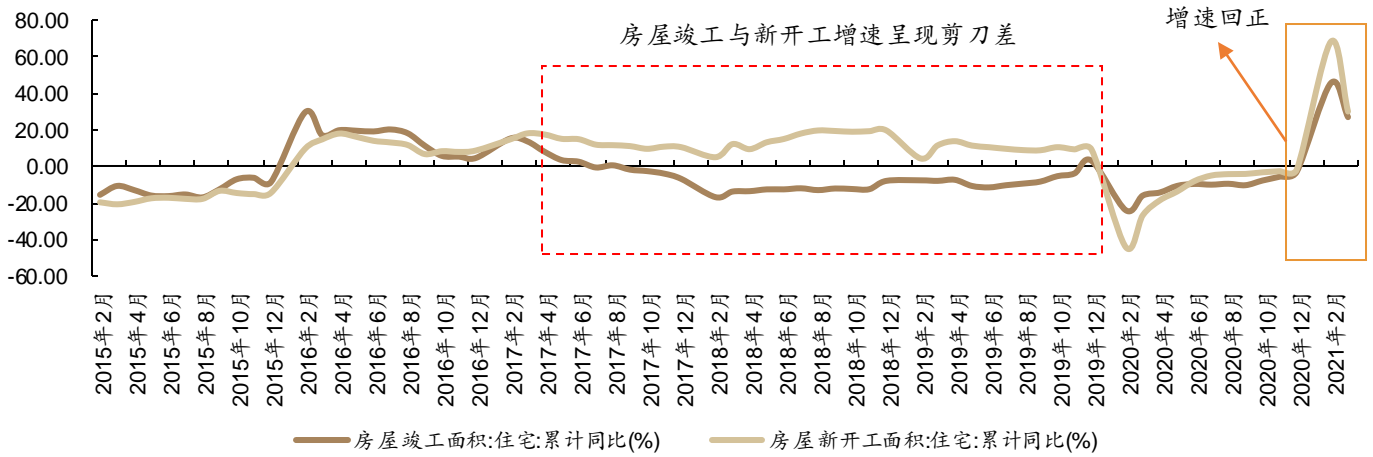
图 15：全国商品房销售面积及销售额增速 (%)



资料来源：WIND，国家统计局，德邦研究所

竣工加速，疫情冲击形成的缺口有望回补，下游家居需求将集中释放。2019年年末，竣工面积增速呈现修复拐点，2019年12月同比增长2.6%。2020年开年本应迎来竣工周期，但在疫情冲击下新开工、竣工增速双双下滑，此后依然呈现竣工回暖趋势。同时基于房企和购房者对竣工期限有购房合同硬性约束，新开工必定转向竣工的逻辑，我们预计竣工整体修复趋势不会改变。此外，结合历史竣工周期来看，房地产竣工增速从底部到峰值大约历史约11-14个月，如果将2020年2月作为竣工增速谷底，则预计2021年将迎来竣工集中交付高峰，家居行业作为房地产下游，需求有望得到提振。

图 16: 房屋新开工、竣工增速背离两年后迎来拐点 (%)



资料来源: WIND, 国家统计局德邦研究所

2.2. 长期: 增量转存量市场, 需求多业态, 精装房/整装/二手房

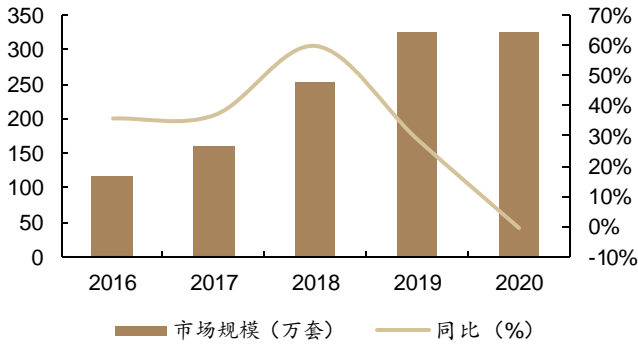
精装修政策利好定 B 端, 各定制家居企业纷纷发力大宗业务。精装修渗透率主要由两个方面驱动, 首先是出于环保等方面的考量政策加码, 自 2017 年 4 月住房和城乡建设部印发《建筑业发展“十三五”规划》后; 其次是开发商自身的盈利需求, 房屋精装修业务可以提升房企利润, 精装修政策带动大宗业务规模化发展。2017 年至 2020 年, 精装修市场规模由 116 增长至 326 万套, 2019 年增速为 28.9%, 2020 年受疫情影响增速放缓。精装修部品配套上定制家居主要涉及的户内门、木地板、橱柜等配套渗透率水平较高, 精装修规模提升对定制家居带动效应强。对于定制家居企业而言, 相比零售市场, 精装市场集中度更高, 且与房企的深度合作带来的客户黏性更高。

表 4: 各省市精装修政策与渗透率

省份	精装渗透率	政策
海南	73.1%	2017 年 7 月起, 全省实行全装修
北京	66%	2015 年起, 北京市保障房及自住型商品住房全面实施全装修产品交房
广东	51%	2017 年 4 月, 推行建筑全装修
辽宁	48.9%	2017 年 9 月, 城市中心区新建住宅实行全装修
上海	47.7%	2017 年 1 月起, 外环线以内的城区应达到 100%
浙江	47.4%	到 2020 年底, 全省新建多层和高层住宅全装修比例达 100%
云南	43.9%	2020 年 4 月, 逐步推行全装死成品交房
江苏	40.9%	到 2020 年, 新建商品房全装修比例达到 50% 以上

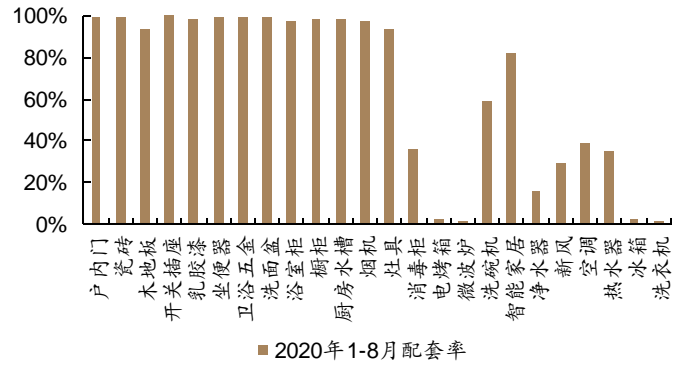
资料来源: 奥维云网, 德邦研究所

图 17: 除 20 年疫情影响, 精装修市场规模逐步扩大 (万套)



资料来源: 奥维云网, 德邦研究所

图 18: 精装修部品配套率 (%)

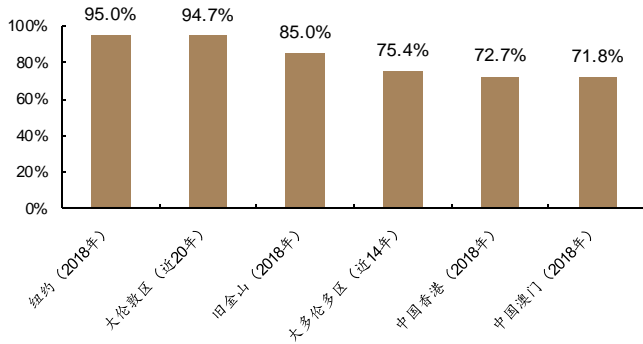


资料来源: 奥维云网, 德邦研究所

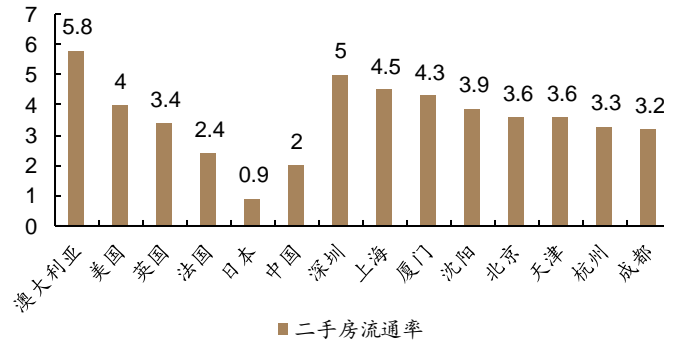
整装更贴合现今主要装修人群的需求, 定制家居企业与整装企业合作实现双赢。整装的发展得益于消费者追求省心省力的装修需求, 客户为家装公司提供的产品服务、节省的时间精力支付溢价, 整装公司、定制家居企业共同分享这部分收益。装修主力人群逐渐由 50 后、60 后、70 后转向 80 后、90 后。受互联网和快节奏生活的影响, 年轻一代的客户更注重居家环境个性化以及省心、省时的装修体验。据统计, 从设计、选材、采购、施工完成全套的装修流程, 一户家庭通常要花费超过 250 小时, 耗时耗力, 效率低下。全家整装则为客户提供高效高质的一站式装修服务, 让客户真正实现付款后不必操心, 只需等待施工完成即可拎包入住。整装业务的核心在于资源整合, 打通全屋家装的方方面面, 主要难点在于各个环节的统筹和成本管理。定制家居作为其中重要一环, 公司需要通过规模效应、数字化工业、智能制造等在实现用户个性化需求的同时降低成本, 从而为整装整体业务带来更高利润空间。在行业推行整装大家居的趋势下, 定制家居将有望被倒逼升级, 得到进一步发展。

中国进入存量房时代, 旧改市场蓝海待发, 翻新需求增量。从国际经验看, 当一个国家的城镇住房自有率超过 65%、人均 GDP 突破 8000 美元、户均住房套数大于 1, 意味着由增量开发主导的新房市场趋于稳定和成熟, 基于二手房流通和房屋资产管理的存量时代将逐步来临。2020 年我国人均 GDP 达 72447 元, 城镇住房自有率将达到 96%, 开启存量房时代。存量房时代, 房屋的交易和流通需要对存量房屋进行更新改造, 以适应不同收入、不同阶层、不同职业的个体在不同的生命阶段的多层次需求。2019 年 4 月, 住建部、国家发展改革委和财政部发布《关于做好 2019 年老旧小区改造工作的通知》, 首次将老旧小区改造纳入城镇保障性安居工程, 给予中央补助资金支持。2020 年 7 月, 国务院出台《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》, 再次强调大力改造提升城镇老旧小区, 改善居民居住条件, 推动构建“纵向到底、横向到边、共建共治共享”的社区治理体系。据住建部的统计数据显示, 2019-2020 年期间, 全国已开工改造城镇老旧小区 5.8 万个, 惠及居民 1043 万户, 与 2019 年相比, 2020 年的城镇老旧小区改造任务翻了一番。老旧小区居住空间普遍逼仄, 对空间利用率要求高, 消费场景与定制家居相适应, 有望带来集中需求。

二手房交易持续升温, 次新房、学区房、以小换大、以老换新等购房链条形成, 长期来看二手房流通率将提升, 二手房装修需求带动下游定制家居。根据贝壳研究院数据, 2020 年全国二手房交易金额达 7.3 万亿元, 比上年增长 8.1%, 创 2015 年以来最大值。北京、深圳、厦门、上海、广州的二手房成交占比分别高达 72%、70%、67%、61%、57%。且 2020 年重点城市二手房市场的修复力度普遍好于新房, 杭州、西安、成都、南京、深圳、广州、上海、长沙 8 城二手房成交量同比增幅都超过 20%。对标发达国家, 中国的二手房交易规模占比不到 40%, 而美国的二手房交易规模占比则达到 90%, 英国达到 81%, 澳大利亚 78%, 中国香港 85%, 我国二手房市场的交易规模具有进一步发展的空间。二手房订单多以局部改造、翻新为主, 并结合少量家装改造, 二手房装修业主需求主要是厨卫和家具, 因此二手房市场的火热将进一步推动家具销售的走强。

图 19: 部分国际大都市二手房成交量占比 (%)


资料来源: 贝壳研究院, 德邦研究所

图 20: 与发达国家二手房流通率对比 (单位: %)


资料来源: 智研咨询, 德邦研究所

2.3. 竞争格局: 渠道快速变革, 盈利持续分化

2.3.1. 行业渗透率仍低, 定制企业处于快速增长阶段

定制家居企业仍处于营收快速增长阶段, 2020 年行业营收增速出现分化, 疫后恢复带来 21Q1 业绩爆发式增长。2020 年受新冠疫情影响, 定制家具市场需求有所收缩。根据国家统计局统计数据显示, 2020 年规模以上家具制造业营收 6,875.40 亿元, 同比下滑 6%, 而九家定制家居企业营收规模呈现差异化发展趋势。

一方面, 多家企业增速放缓, 甚至出现负增长, 欧派、尚品宅配、曲美、好莱客和皮阿诺等均受到了影响, 其中尚品宅配全年营收 65.13 亿元, 同比下滑 10.29%, 主要系受疫情影响一季度营收大幅下滑 47.46% 所致。另一方面, 志邦家居、金牌厨柜以及我乐家居营收继续保持两位数增长, 增速分别为 29.65%/24.20%/18.93%, 大宗业务大放异彩, 是推动营收增长的主要动力, 志邦家居/金牌厨柜/我乐家居的大宗业务营收增长 83.75%/76.84%/61.82%。

由于国内疫情基本得到控制, 叠加 20 年初疫情冲击导致基数较低, 21Q1 各企业营收呈现爆发式增长, 好莱客、欧派家居、索菲亚、尚品宅配以及志邦家居均实现了倍数增长。

表 5: 营收及同比情况 (单位: 亿元, %)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1
欧派家居	47.51	56.07	71.34	97.10	115.09	135.33	147.40	33.00
yoy (%)	18.92	18.02	27.23	36.11	18.53	17.59	8.91	130.74
索菲亚	23.61	31.96	45.30	61.61	73.11	76.86	83.53	17.60
yoy (%)	32.39	35.35	41.75	36.02	18.66	5.13	8.67	130.59
尚品宅配	19.12	30.88	40.26	53.23	66.45	72.61	65.13	14.07
yoy (%)	62.72	61.47	30.39	32.23	24.83	9.26	-10.29	110.28
曲美家居	10.94	12.55	16.64	20.97	28.92	42.79	42.79	11.49
yoy (%)	7.54	14.78	32.52	26.05	37.88	47.99	-0.01	36.89
志邦家居	10.50	11.88	15.70	21.57	24.33	29.62	38.40	6.83
yoy (%)	8.27	13.21	32.11	37.38	12.80	21.75	29.65	109.09
金牌厨柜	6.86	7.84	10.99	14.42	17.02	21.25	26.40	4.85
yoy (%)	22.21	14.18	40.25	31.22	18.01	24.90	24.20	81.55
好莱客	9.01	10.82	14.33	18.63	21.33	22.25	21.83	5.68
yoy (%)	38.69	20.08	32.44	30.02	14.46	4.34	-1.88	203.00
我乐家居	5.20	5.79	6.76	9.15	10.82	13.32	15.84	2.81
yoy (%)	11.27	11.25	16.80	35.32	18.26	23.10	18.93	44.34

皮阿诺	5.03	5.12	6.30	8.26	11.10	14.71	14.94	3.46
yoy (%)	19.64	1.80	23.12	31.11	34.34	32.53	1.51	92.29

资料来源：各公司公告，德邦研究所

2.3.2. 各企业加码大宗业务，地产裂变新驱动

从绝对规模来看，公司大宗业务板块营收规模总体呈现上升趋势。除曲美家居和尚品宅配外，其他公司大宗业务均在开展后实现飞速增长，同比增速均达两位数甚至三位数。经过几年发展，大宗业务规模已为起初的数十倍，为公司营收增长做出巨大贡献。我乐家居在2017年相关业务板块同比下降了41.50%，主要因为产能紧张而对大宗业务进行战略性收缩，下半年公司精选优质大宗客户合作，业绩在随后几年得到释放，大宗业务营收由2017年的0.35亿元扩张至2020年的3.90亿元，CAGR高达123.36%。

定制家居企业纷纷加码大宗业务渠道，拓宽与地产商合作。与地产商合作是大宗业务模式的主要手段，金牌厨柜与65家房地产企业签订战略集采协议，我乐家居则瞄准TOP30地产公司，进一步扩大和目标公司的合作体量。皮阿诺坚持“以零售渠道、大宗业务双轮驱动”的战略导向，加大与全国地产商TOP50的战略合作，其大宗业务营收占比由2016年的13.17%升至2020年48.59%，接近营收的一半；同期行业内多家公司相关业务营收占比实现了倍数扩张，我乐的大宗业务由2016年的8.96%上升至2020年的24.61%，对营收的贡献率上升了接近两倍。2014至2020年营收增速前列的公司中，除曲美家居外，均是大宗业务占比提高最多的。其中，营收增速第一的金牌厨柜，大宗业务占比由7.73%上升至34.28%；营收增速第三名的志邦家居，大宗业务占比由15.41%上升至30.60%。大宗业务对营收增长的驱动力显著。

表6：大宗业务营收情况（单位：亿元，%）

大宗销售（亿元）	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
欧派家居	3.76	4.66	5.72	9.48	14.18	21.62	26.82
yoy(%)	-	24.16	22.71	65.72	49.48	52.53	24.05
索菲亚	-	-	1.09	2.37	4.84	7.55	15.04
yoy(%)	-	-	-	117.13	104.44	55.97	99.14
尚品宅配	-	-	-	-	-	-	-
yoy(%)	-	-	-	-	-	-	-
曲美家居	-	-	-	2.09	2.06	1.80	0.95
yoy(%)	-	-	-	-	-1.23	-12.46	-47.06
志邦家居	1.57	1.51	2.48	3.96	3.91	6.39	11.75
yoy(%)	-	-3.81	64.01	59.82	-1.30	63.65	83.75
金牌厨柜	0.52	0.44	0.73	1.24	2.03	5.05	8.93
yoy(%)	-	-14.90	64.03	70.46	64.07	148.73	76.84
好莱客	-	-	-	0.00	0.01	0.12	1.23
yoy(%)	-	-	-	-	3271.60	795.09	958.52
我乐家居	0.84	0.78	0.61	0.35	0.89	2.41	3.90
yoy(%)	-	-7.16	-22.04	-41.50	151.42	170.54	61.82
皮阿诺	0.44	0.42	0.83	1.48	3.06	6.43	7.12
yoy(%)	-	-3.82	96.69	78.68	106.65	109.82	10.74

资料来源：各公司公告，德邦研究所

2.3.3. 门店数量保持扩张，渠道驱动营收增长

渠道扩张是公司业绩增长的重要前提，业内主要公司继续渠道扩张战略，加盟店以及直营店数量均呈现上升趋势。总门店数量与营收规模呈正相关，以门店数量划分可将可比公司分为三档。曲美家居和欧派家居拥有 7000-8000 多家门店，位于第一档，领先地位明显。索菲亚拥有近 5000 家门店，志邦家居、尚品宅配、金牌厨柜、好莱客拥有 2000-3000 家门店，处于第二档。以去年净增加门店数量来看，第二档公司总体扩店最为快速。我乐家居、皮阿诺处于第三档，拥有总门店数量少于 1500。其中，我乐家居门店数稳定增加，皮阿诺近两年处于战略调整期，淘汰、优化部分门店，门店总数量略有减少。增速角度来看，加盟店方面，2020 年门店增速前列的公司均营收增速领先。其中，加盟门店增速第二的金牌厨柜，净增加门店 346 家，同比增长 16.2%，营业收入增速为 24.2%，位列第二；加盟门店增速第三的志邦家居，净增加门店 376 家，同比增长 13.3%，营业收入增速为 29.65%，位列第一。索菲亚通过构建多重流量入口组建强大的终端销售网络，2020 年公司加盟店数量净增加 1039 家，远高于行业其他企业，同年公司营收增长 6.67 亿元。直营店方面，我乐家居店面数量净增加 17 家至 54 家，同比增长 45.95%，2020 年公司直营渠道实现营收 2.14 亿元，同比增长 35.79%。

表 7：加盟店门店数量变化情况（单位：家）

	欧派家居	索菲亚	尚品宅配	曲美家居	志邦家居	金牌厨柜	好莱客	我乐家居	皮阿诺
2019 年加盟店数量	7062	3952	2327	7623	2827	2142	1778	1207	965
2020 净增加数量	50	1039	-92	446	376	346	214	126	-25
2020 年末加盟店数量	7112	4991	2235	8069	3203	2488	1992	1333	940

资料来源：各公司公告，德邦研究所
 注：曲美家居统计采用“自有品牌”口径

表 8：直营门店数量变化情况（单位：家）

	欧派家居	索菲亚	尚品宅配	曲美家居	志邦家居	金牌厨柜	好莱客	我乐家居	皮阿诺
2019 年直营店数量	33	-	87	18	18	49	17	37	-
2020 净增加数量	9	-	4	1	11	-18	8	17	-
2020 年末直营店数量	42	-	91	19	29	31	25	54	-

资料来源：各公司公告，德邦研究所

2.3.4. 毛利率差异化发展，我乐高端定位保障盈利能力

2014-2020 年，不同公司毛利率呈现差异化发展趋势，索菲亚、志邦家居以及好莱客毛利率平稳波动，尚品宅配、金牌厨柜、皮阿诺高位下行，而欧派家居、曲美家居以及我乐家居低位上行。业内竞争存在产品同质化的问题，价格结构也较为类似，2015-2018 年行业毛利率稳定在 38% 上下波动，其中尚品宅配始终位于 40% 以上，主要因为其直营收入占比较高，毛利率位于行业顶端。2019 年以来毛利率开始分化，尚品宅配、金牌厨柜等品牌毛利率下滑。2020 年尚品宅配由于制造费用大幅上升 91.54% 至 7.59 亿元，毛利率大幅下滑 8.34pct。分析毛利率下滑原因，主要是各公司间大宗业务毛利率差异较大，大宗业务毛利率较低的公司受大宗业务快速发展的影响整体毛利率受到拖累，毛利率下行的皮阿诺与金牌厨柜的大宗业务占比为可比公司中最高、增速最快的。2017 至 2020 年，皮阿诺的大宗占比 17.94% 上升至 48.6%，金牌厨柜由 8.58% 上升至 34.3%。其中，2020 年金牌厨柜的门店毛利率为 39.04%，而大宗毛利率仅为 18.8%。相比之下，志邦家居和欧派家居大宗业务毛利率较高，快速发展该业务并没有影响到公司整体毛利率。品牌力和产品力方面，我乐家居通过专注产品研发，坚持以设

计为核心，成功打入中高端品牌阵营，产品溢价能力强，叠加直营门店数量扩张、毛利率较高的直营板块营收占比增加，推动综合毛利率进入上行通道。曲美家居通过在 2018 年并购产品有着较高附加值的品牌 Ekomes，推动毛利率逐步上升。长远来看，当行业增速放缓后，我乐家居、曲美家居这类企业可以通过强品牌力铸就护城河，且毛利率较高的品牌对定制家居行业普遍存在的高费用问题承担能力更强。

21Q1 受原材料价格波动、收入准则调整开始把运费调整至营业成本等因素影响，行业内多家企业毛利率出现下滑，但是我乐家居毛利率依旧保持在 40% 以上。

表 9：毛利率情况（单位：%）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1
欧派家居	28.23	31.65	36.55	34.52	38.38	35.84	35.01	30.19
索菲亚	37.36	37.8	36.56	38.17	37.57	37.33	36.56	31.23
尚品宅配	44.82	44.96	46.19	45.11	43.68	41.57	33.23	35.48
曲美家居	36.48	37.59	40.54	38.87	42.41	43.59	43.41	43.66
志邦家居	38.12	37.74	36.8	34.9	35.96	38.53	38.07	36.48
金牌厨柜	40.91	41.2	38.11	39.14	39	35.84	32.73	28.04
好莱客	37.34	38.17	39.98	38.34	39.56	40.06	36.7	32.68
我乐家居	34.17	31.73	34.72	36.97	37.4	43.83	42.44	40.09
皮阿诺	40.2	41.41	37.85	34.45	35.95	35.78	34.08	31.6

资料来源：各公司公告，德邦研究所

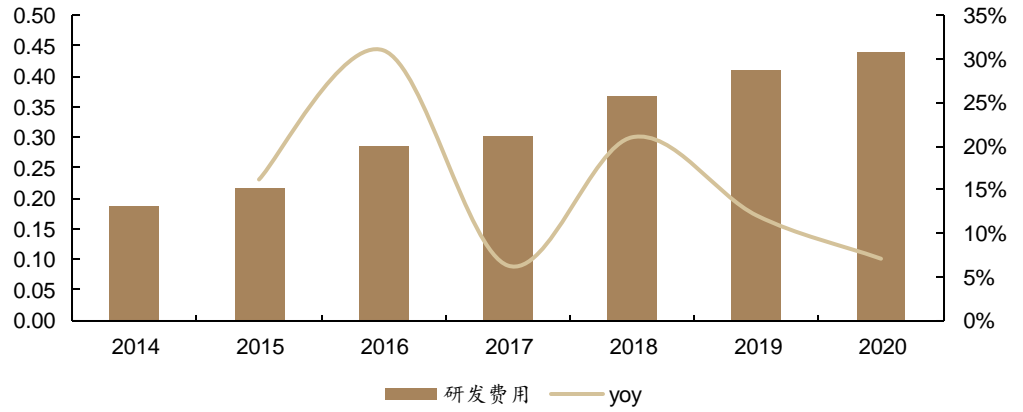
3. 竞争与驱动：产品、品牌内外兼修，生产、渠道两端提效

3.1. 产品力：以原创专利为核心，差异化战略打造长板优势

定制家居行业存在同质化问题，我乐家居以差异化、创新化破局。随着消费者家具装修理念的转变，其对家具产品的关注点从最初讲究“实惠”、“实用”，逐渐提升到注重产品“格调品位”、“时尚性”、“个性化”和“文化内涵”等方面。功能完善、外观出众且具有较高品牌知名度的定制家居能够获得更强的产品溢价能力。作为家居产业创新策源地之一，我乐家居有很多标志性口碑，比如在业内率先承诺“每件新品必须是首创，没有专利权与著作权不卖”，“无论产品多么火，超过 4 年必须下架”等等，差异化设计已经成为我乐家居的独特标签和品牌名片。

坚守“生活美学”，重视研发投入，以“专利”二字区别于大众化的“原创设计”，打造属于我乐家居的核心竞争力。在知识产权和专利保护方面，公司坚持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。公司坚持创新，探索新设计、新技术，持续加大设计、研发、工艺、技术的投入，通过发掘不同消费者的个性品味创造家居流行产品。2017—2020 年，我乐家居研发费用总计 15,230.42 万元。截止 2020 年，公司拥有商标权 141 项、专利 184 项、软件著作权 24 项、产品著作权 32 项。公司在自我维权保护方面高度重视，成立了专项工作组，对任何被仿制被侵权的行为将提起法律诉讼，保护我乐产品的领先地位和产品研发的独特性、差异化。

图 21: 公司不断加大研发投入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

表 10: 专利数量持续增加

	2016	2017	2018	2019	2020
商标权	74	73	106	127	141
专利权	49	64	83	142	184
著作权	14	14	16	35	56

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

推陈出新节奏快, 持续对家居产品进行迭代和新品投放。定制家居厂商的实际新品更新速度普遍约为 3-5 年, 而我乐家居每年都有新品面世, 新品迭代周期在一年到一年半左右, 终端门店的换样率紧密跟上, 更大程度上满足了到店消费者的多元化定制需求, 也推动了旗下门店领先的邀请量房率和到店转化率。公司每年有至少 3 款新产品面世。2020 年内, 我乐推出 INGREECE 格睿系列、罗莎·罗曼系列、巴斯蒂昂系列、璞真系列、洛亚系列等新品, 保持在全屋定制和整体厨柜两大优势产品线上的鲜活。同时, 公司升级了无醛添加“乐芯板”, 推出多款全新护墙产品系列, 扩容配套家具(床、床垫、沙发、餐桌椅等)和软装商品, 新产品和新品类矩阵灵动组合, 展现定制家居流行趋势和多样化时尚风格。

表 11: 我乐家居产品推新节奏

2017		2018		2019		2020		
橱柜	全屋&衣柜	橱柜	全屋&衣柜	橱柜	全屋&衣柜	橱柜	全屋&衣柜	护墙系列
柏悦	柏悦	萨特	萨特	莫兰迪	莫兰迪		Ingreece 格睿	
	罗莎	珍妮	珍妮	星云	星云		罗莎罗曼	
伯尔尼	伯尔尼		榕悦		莱奥	巴斯蒂昂	巴斯蒂昂	
						璞真		
						洛亚		

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 22: Ingreece 格睿系列效果图



资料来源: 公司官网, 德邦研究所

图 23: 护墙产品系列效果图



资料来源: 公司官网, 德邦研究所

产品风格多样,“自有设计团队+大师合作”双管齐下,形成了“全屋+橱柜+护墙+配套家居+软装商品”的产品矩阵,向消费者提供一站式解决方案。公司拥有百余人的原创研发团队,同时与众多外部大牌设计师合作开发新系列,主打原创设计,风格涵盖了欧式、美式、现代、新古典、新现代,满足了不同消费者对美感、实用、品质的多样化需求。目前公司拥有超过 30 款橱柜、全屋定制产品。公司还于 2021 年 2 月正式携手日本视觉设计大师佐藤可士和,共同打造我乐家居的各种定制产品,促进我乐家居原创设计再登新阶。

表 12: 我乐家居产品矩阵

名称	上市时间	简介	类别	风格	价格
朴致	2021.4	将古朴、雅致融于一体。以沉敛温润的色彩、方圆相合的细节、平衡对称的布局,构筑一所文化传承与现代舒适并存的东方美学空间。居一隅天地,实现一场自然而然的回归。	全屋定制	新中式	
意卡	2021.3	设计灵感源于岩石筑就的意大利建筑艺术,以历经岁月洗刷而成的岩石肌理为设计核心,融合深沉经典的意式木纹,以现代视角诠释兼具普适性和恒久性的材质,实现理想格局与原始张力的二元统一	整体橱柜	现代	
璞真	2020.11	以侘寂美学贯穿主轴,呈现微水泥质朴美感。烟熏木自然纹理与做旧古铜金点缀其间,以温润元素平衡空间的单薄气场。返璞而真,还原纯粹生活本质。	整体橱柜	现代	
洛亚	2020.11	以优雅气质为核心,构建宁静而隽永的生活力场。柔和微弧形边设计,前卫字母元素融入,多元化搭配组合,共同诠释刚柔并济的优雅生活	整体橱柜	欧式、现代	
格睿	2020.11	盛行千年的经典色彩,无处不在的原创纹理,环保材质的全新运用,格睿系列将轻古典气质融入现代空间,与高圆一起,贡献出居家美学的“文艺复兴”	全屋定制	新古典	
罗莎罗曼	2020.11	贯彻法式色彩美学、以温婉的设计语言描绘浪漫生活场景	全屋定制	欧式	
巴斯蒂昂	2020.6	灵感源于十九世纪法国画家巴斯蒂昂·勒帕热,将经典隽永的木质纹理大幅运用于家居空间,搭配到顶式阵列格局,以亲近自然的设计语言诠释现代生活的平衡与简洁	整体橱柜、全屋定制	现代	橱柜: 18900 元; 全屋定制: 37900 元 (18 m ² +2 m ²)
莱奥	2019.12	将卢浮宫玻璃金字塔的艺术魅力,与伊斯兰艺术博物馆的庄重气质融入生活空间	全屋定制	新古典	
星云	2019.10	灵感来源于宇宙的星河云雾,在暗夜寂静的真空中,弥漫的星云以其独有的轨迹勾勒出如梦似幻的纹路肌理	整体橱柜	现代	橱柜: 19999 元
莫兰迪	2019.10	将莫兰迪色系运用到了极致,以高级灰为主体,加以灰粉、暖白色调进行糅合,搭配柔肤触感。橱柜为第 10 代全新升级。	整体橱柜、全屋定制	现代	橱柜: 21850 元
容悦	2018	以浅深有度的色彩配比、更富层次感的描金线条、独居质感的材质选择,专为悦己者打造的当代轻奢品质生活	整体橱柜、全屋定制	现代	橱柜: 14599 元
银河系	2018.11	设计灵感超脱于现实,定位于以科技为核心的未来生活。取色于西澳夜空中巨大的星河天幕的星夜魅金和星夜魅红、金属质感门板设计、科技功能高柜,都让空间充满对未来智慧生活的憧憬与期盼。	整体橱柜		
巴塞爾	2018.10	灵感源自瑞士的巴塞爾城,将湿润温暖的地中海气候、静谧蔚蓝的莱茵河、颇具特色的色彩混搭建筑元素融入巴塞爾系列,在高级灰的色彩饱和度中,展现现代简约的自由强调	整体橱柜	欧式、现代	橱柜: 13999 元

君悦	2018.9	以精准的高光色泽配比、精细的素银镶嵌工艺、精致的色彩纹理搭配, 打造现代轻奢格调生活	整体厨柜、全屋定制	现代	橱柜: 16999元; 全屋定制: 59800元 (15㎡+伯尔尼橱柜3米套餐)
萨特	2018.9	将柔和的静态美感与冲击性的力量美学完美融合, 在低调的色彩组合中, 展现美学张力	整体厨柜、全屋定制	现代	橱柜: 11999元; 全屋定制: 21888元 (12㎡)
珍妮	2018.10	体现精致的英国人对生活的极致追求。利落的立体直线条、细腻的浮雕肌理、朦胧的直纹玻璃, 气质中透露着英式贵族的古典优雅, 举手投足间却又尽显时尚与个性	整体厨柜、全屋定制	欧式	橱柜: 13999元
穆萨		以高光白的色彩基调、棱角鲜明的设计形态, 彰显超越时间的几件艺术表达	整体厨柜	现代	橱柜: 13999元
伯尔尼		色彩灵感来源于瑞士首府伯尔尼城内的历史人居和城外的风雪山情	整体厨柜、全屋定制	现代	橱柜: 11999元
柏悦		由我乐协同香港设计大师梁景华联合出品, 以简洁的线条处理、质朴的纹理配色、恰到好处的描金, 在细节处做一丝不苟的处理, 营造一个轻奢且富有想象的住所	整体厨柜、全屋定制	现代	橱柜: 18999元

资料来源: 公司官网, 德邦研究所

3.2. 品牌力: 专注中高端定位, 多举措提高品牌影响力

定价中高端, 公司客单价较高。从价位上来看, 我乐家居产品区间主要分为四档, 最低在 9999-11999 元, 最高可达 19000-29999 元, 总体定位在万元级别, 展现了品牌的中高端定位。从客单价来看, 以公司销售收入为口径, 2020 年整体厨柜业务客单价可达 9173 元, 位居家居品牌前列。高客单价显示其产品竞争力和定位中高端的路线获得市场接纳和认可。

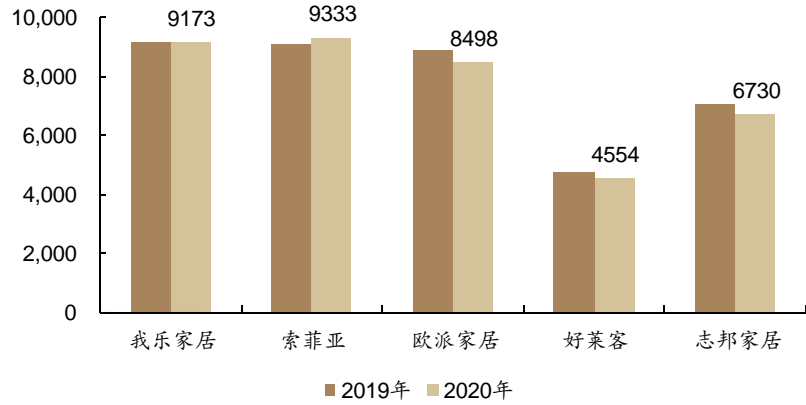
表 13: 我乐家居产品价位区间

价格区间 (元)	产品名称	价格 (元)	规格
9999~11999	欢乐颂	9999	3米橱柜+3米台面+1米吊柜
	雕刻时光	9999	3米橱柜+3米台面+1米吊柜
	伯尔尼	11999	3米橱柜+3米台面+1米吊柜
	萨特	11999	3米橱柜+3米台面+1米吊柜
12000~14999	巴塞尔	13999	3米橱柜+3米台面+1米吊柜
	穆萨	13999	3米橱柜+3米台面+1米吊柜
	珍妮	13999	3米橱柜+3米台面+1米吊柜
	容悦	14599	3米橱柜+3米台面+1米吊柜
16999~18999	圣艾米伦	16999	3米橱柜+3米台面+1米吊柜
	阿拉斯加	16999	具体价格以设计方案为准
	圣马可	16999	3米橱柜+3米台面+1米吊柜
	君悦	16999	3米橱柜+3米台面+1米吊柜
	雷克	16999	3米橱柜+3米台面+1米吊柜
	巴斯蒂昂	18900	3.6米地柜+3.6米台面+1.5米吊柜
19000~29999	柏悦	18999	3米橱柜+3米台面+1米吊柜
	星云	19999	3米橱柜+3米台面+1米吊柜
	莫兰迪	21850	具体价格以设计方案为准
	简爱	26888	3米橱柜+3米台面+1米吊柜

资料来源: 天猫旗舰店, 德邦研究所

注: 公司产品均为定制产品, 实际价格和规格可能存在差异。所标价格为公司天猫旗舰店折后价格

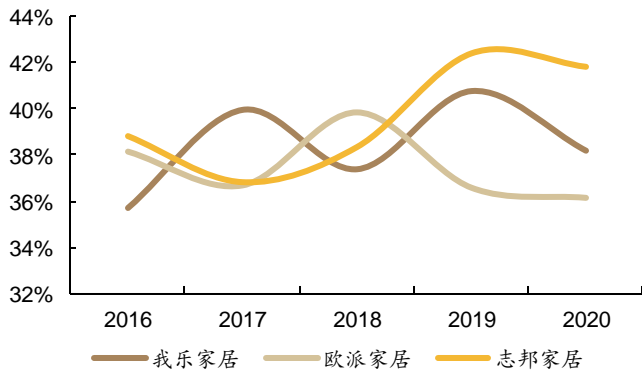
图 24：2020 年整体厨柜业务客单价对比（以公司销售收入为口径，单位：元）



资料来源：公司公告，德邦研究所

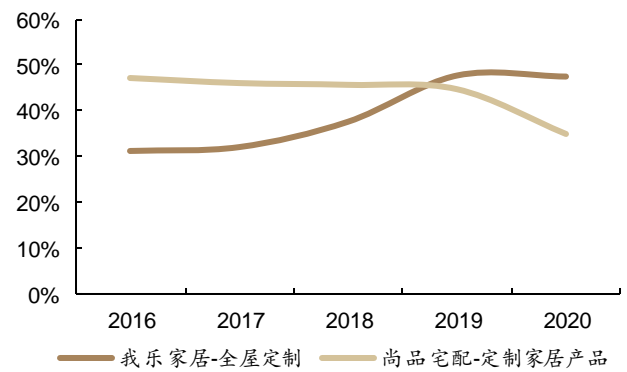
强品牌力决定溢价能力，毛利率攀升赶超业内龙头企业，全屋定制业务毛利率近年稳定上升。分产品来看，整体厨柜业务毛利率基本保持稳定，约为 38%，21Q1 表现略有下滑，主要系一季度为销售淡季，各项财务指标表现通常为年内最差所致，预计 2021 年毛利率相比前几年仍将维持稳定；全屋定制业务毛利率逐年攀升，2020 年达到了 47.26%，随着品牌力建设与全屋定制业务的推进，毛利率有望进一步提升。同业对比来看（各家企业指标划分不同，整体厨柜业务仅采取有整体厨柜此项业务的三家企业对比，有全屋定制业务项的公司较少，多为定制衣柜业务，此处采取有定制家居业务的尚品宅配进行对比），我乐家居在整体厨柜业务上毛利率已经超过业内龙头欧派家居；全屋定制业务上毛利率持续提升，超越了尚品宅配。尽管公司营收体量较小，但得益于中高端定位，我乐家居的品牌溢价能力已经可以与业内龙头比肩。

图 25：整体厨柜业务毛利率对比



资料来源：WIND，公司公告，德邦研究所

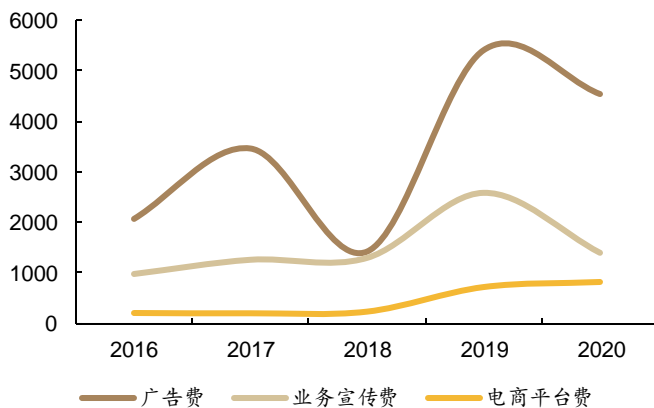
图 26：全屋定制业务毛利率对比



资料来源：WIND，公司公告，德邦研究所

多维营销持续释放品牌魅力。公司在品牌营销上，加大公域流量的投放力度，融合明星直播、代言人联名新品发布、电视植入等多重举措。2020 年双十一携手品牌代言人高圆圆线上线下联动直播引爆行业，创造了行业跨界创新营销典范。考虑到电视剧在年轻人人群中的普及程度，同时其沉浸式剧情体验能让剧情深入人心，这种体验与家居生活沉浸式体验不谋而合。2021 年我乐家居参与《陪你一起长大》的影视植入，在疫后第一年的重要发展里，用前瞻性的跨界营销为品牌后续发展起到了强劲推力。从投入费用来看，宣传投入总体呈现上升态势，2020 年因为疫情宣传费用有所削减。

图 27: 公司各项宣传投入 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 28: 全屋定制伯尔尼系列《陪你一起长大》片场实景



资料来源: 公开信息, 德邦研究所

战略上坚持“中高端定制家居品牌”市场定位, 持续品牌化变革。在存量博弈、新老品牌竞争、头部品牌马太效应加深的定性环境下, 品牌化变革势在必行, 年轻的我乐家居, 过去专注于产品品质、设计、环保等底层建筑, 而在品牌力层面的深入挖掘, 将成为公司未来取得持续高成长的重要势能。2021-2023 新三年计划中, 公司提出将紧紧围绕“中高端定制家居品牌”这一细分市场定位, 秉持品牌长期主义, 发挥灵活机动、力量集中的优势, 从品牌广告、社交种草到流量收割三效合一, 用创新推动品牌设计、品牌建设和品牌维护, 持续引爆品牌知名度、美誉度和忠诚度, 全面加筑品牌壁垒, 力求将“我乐 OLO”塑造、强化成为真正强势的品牌。

3.3. 渠道端: 三年千店强势布局, 增量更重质

3.3.1. 优化渠道结构, 保障长期竞争力

以优质经销渠道托底, 扩增精装地产业务, 同时深化直营市场。公司销售模式主要有经销商销售模式、直营销售模式、大宗业务销售模式, 同时为提升盈利能力, 公司通过电商、线上广告平台、公众号等自媒体矩阵作为业务补充模式来引流, 不断拓展销售网络以及销售渠道。截止 2020 年底, 我乐家居基本达成了店面分布结构和经销商队伍建设的优化目标, 并初步完成了直营业务、工程板块、新零售的战略架构调整和搭建。截止 2021Q1, 公司营收构成仍以经销渠道为主, 占比 60.9%, 大宗客户渠道占比第二, 达 24.7%。从营收规模来看, 2018 至 2020 年大宗客户渠道营收规模增长最快, 由 0.9 亿增至 3.9 亿, CAGR 高达 109.2%; 直营专卖渠道营收增速次之, CAGR 为 27.8%; 作为支柱的经销商渠道依旧保持稳健增长, CAGR 为 6.7%。

图 29: 我乐家居分渠道营收规模及增速 (亿元, %)

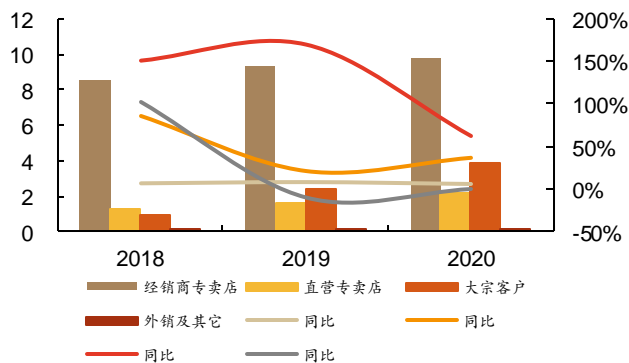
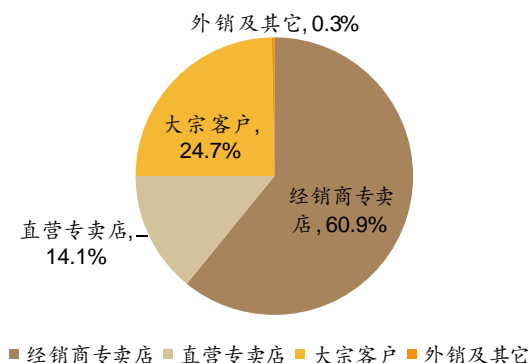


图 30: 2021 年 Q1 我乐家居分渠道营收构成



资料来源：公司公告，德邦研究所

资料来源：公司公告，德邦研究所

以直营为切入点，零距离接触顾客需求，保持对市场洞察的敏锐度。直营渠道方面，公司在继续深耕南京、上海、济南、无锡直营市场的基础上，新增了杭州直营渠道。通过直营渠道保持对市场洞察的敏锐度，并将成功的经验复制于经销商的终端店面管理。截至 2020 年底，公司拥有直营门店 54 家。2021Q1 直营渠道实现收入 0.398 亿元，同比增加 55.3%。

大宗业务保持稳定增长，扩大战略采购单位的合作体量，新增工程代理，推动工程经销商渠道建设。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上，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 年度大宗业务收入 3.9 亿元，同比增加 61.82%；2021Q1 大宗业务收入 0.695 亿元，同比增加 11.7%。

图 31：我乐家居地产合作伙伴



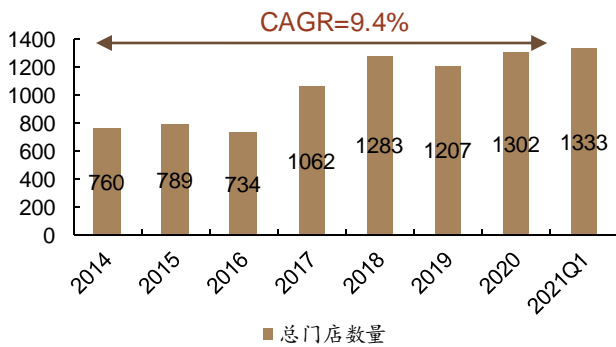
资料来源：公司官网，德邦研究所

3.3.2. 渠道拓展上：重质量、重店效、轻数量

强势拓展终端门店，在有序扩大大宗业务和直营市场规模的基础上，制定了“三年千店倍增”的新目标。从 2014 年至 2021Q1，门店总数从 760 家上升至 1333 家，2014-2020 年 CAGR 为 9.4%。分类型来看，厨柜门店基本稳定，全屋

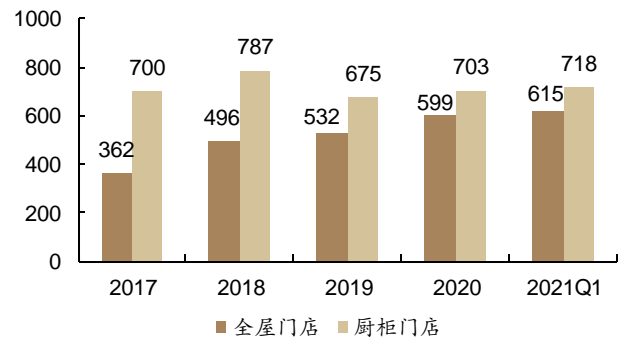
定制门店高速增长，2017-2020年 CAGR 高达 18.3%，以终端数量为全屋定制业务营收增长提供保证。公司战略上制定目标，将利用 3-5 年的时间进一步拓展终端门店数量，推动业务翻倍扩盘。

图 32：我乐家居门店数量（单位：家）



资料来源：公司公告，德邦研究所

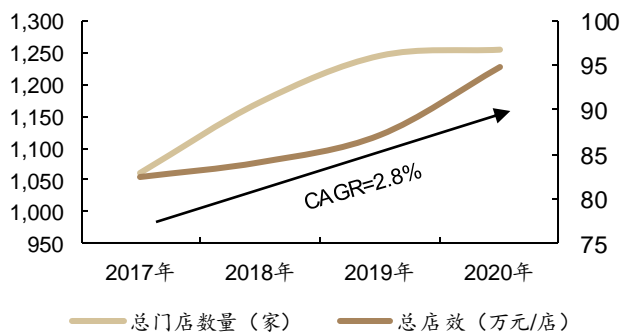
图 33：全屋门店/厨柜门店数量（单位：家）



资料来源：公司公告，德邦研究所

旧店换新装，以升级门店为手段提升店效。除去大宗业务和外销渠道来计算店效，2017-2020年，在公司门店数量提升的同时，店效由 82.55 万元/店增长至 94.79 万元/店。2020 年我乐家居在全国范围内开启了全新 9.6 标准，对门店 VISI 进行了一系列的升级和规范。以浙江余姚的我乐家居全新 9.6 代店为例，9.6 代终端店整体设计高端时尚、独具品牌风格，产品丰富且陈列整齐，顾客体验感强。全新门店里还有一些设计师的软装巧思和艺术造型，店面在外立面颜值、产品品类、店内展示等方面都进一步升级，带动了进店率和成交率。

图 34：店效与门店数量增长情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

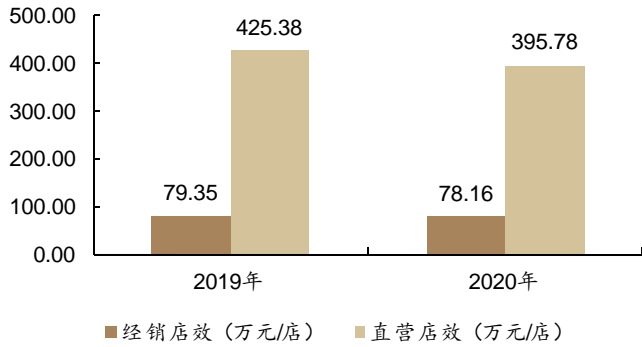
图 35：我乐家居浙江余姚 9.6 代店实景图



资料来源：德邦研究所

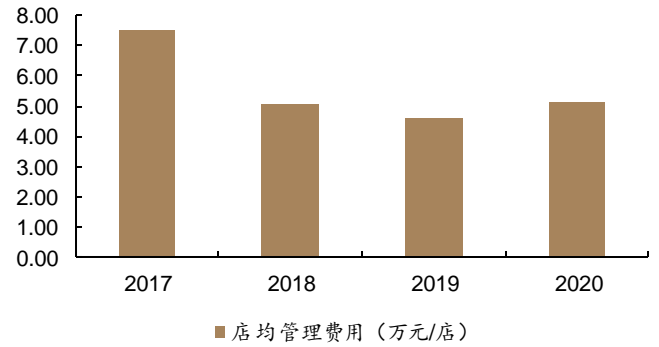
重视管理，提升组织效能，在门店数量提升的同时保证终端效率。直营店店效相对加盟店更高，2020 年直营店店效为 395.78 万元/店，加盟店店效为 78.16 万元/店，相比 2019 年保持稳定。公司通过多维度的线上直播活动持续对公司员工及经销商培训赋能，通过“我乐家居领航计划”的实施，打造 6A 代理商培训体系，稳步推动线上、线下营销网络升级与融合，共享其在大数据、合力营销、精准人流、联单惠价、联动服务等方面的优势资源，有助于公司销售渠道的整体升级。

图 36: 直营店/加盟店店效拆分 (万元/店)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

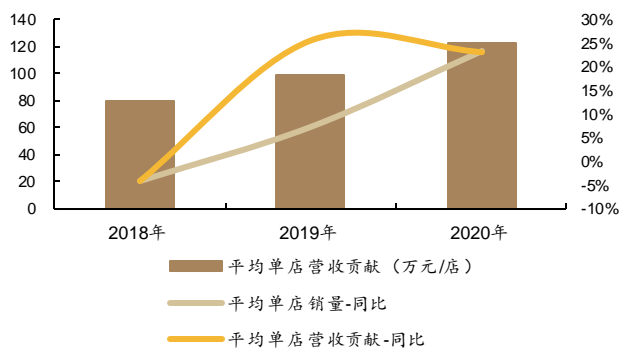
图 37: 店均管理费用 (万元/店)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

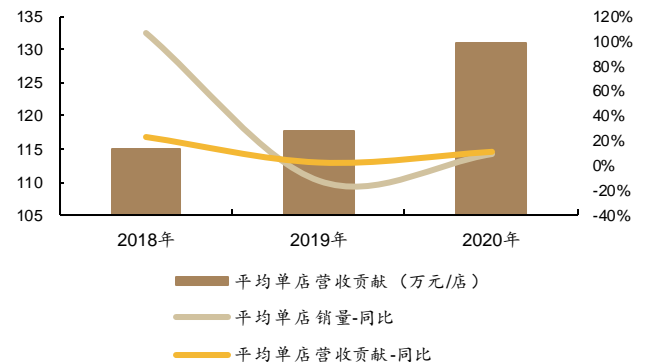
有策略地增设门店, 侧重于混合店、全屋专卖店来提升店效与坪效。分别以整体厨柜和全屋定制收入为口径计算店效 (未去除其中的大宗业务收入), 全屋定制店效优于整装厨柜。公司主张在做好单店营收持续增长的质量指标基础上多开混合店、全屋专卖店, 减少面积较小且不具备竞争优势的厨柜店。

图 38: 整体厨柜门店量价拆分



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 39: 全屋定制门店量价拆分

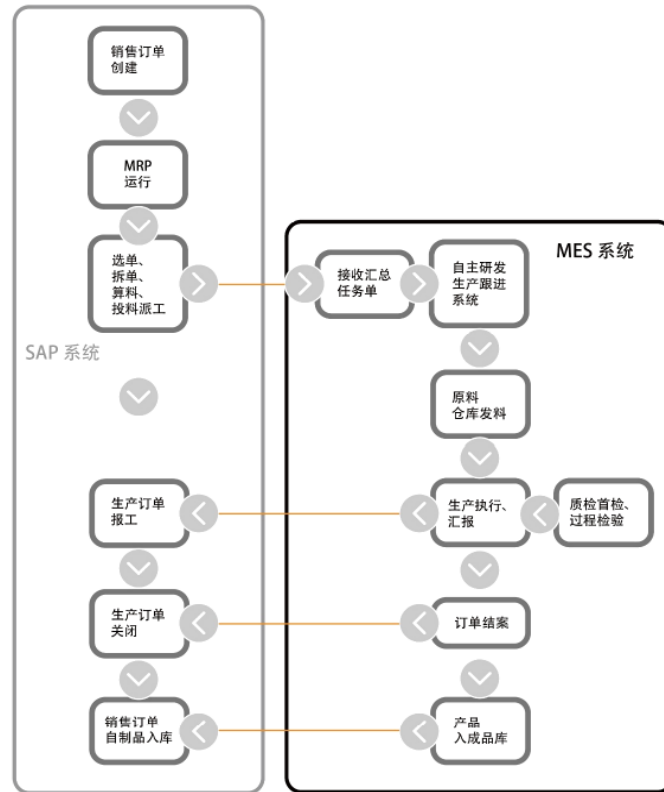


资料来源: 公司公告, 德邦研究所

3.4. 生产端: 生产柔性化, 流程智能化

生产全程智能化, 销售端与生产端信息化全流程衔接, 生产效率高。我乐家居生产模式分为自主生产和委外加工两种模式, 以自主生产为主, 委外加工为辅。自主生产方面, 公司通过自主开发设计的“专用设计软件”, 将经过拆解且自带工艺参数的电子订单导入到公司 CRM 系统 (客户关系管理) 和 ERP 系统 (企业资源计划), 分解的订单进入系统后通过 MRP (物资需求计划) 运算, 将订单进一步分解至生产板件并生成生产订单, 并将不同类型的产品归入不同的订单结构, 在同一发货日期的要求下, 各个订单结构分别执行不同业务流程。而订单结构形成后, 导入 MES 系统 (制造执行系统), MES 系统进行生产任务排产、原材料仓库发料、生产执行等流程。

图 40：公司生产流程图



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

推进柔性工厂建设保障产能和产品竞争力。企业成本上涨，提高附加值是生存之本。2020 年公司将位于江宁生产厂区的厨柜产品线搬迁至溧水现代化工业 4.0 柔性工厂，引进了 7 条世界级全自动柔性生产线，95%以上的设备为智能制造设备，实现全自动柔性定制。为厨柜产品与全屋产品的信息同步、生产同步、发货同时创造了有力条件，大幅提高产品发货的时效性。

图 41：柔性生产线



资料来源：公司官网，德邦研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 投资预测

我们对 2021-2023 年主要品类营业收入做出以下假设：

1) 整体厨柜：整体厨柜业务保持稳定增长态势，假设整体厨柜业务 2021-

2023 年增速分别为 17.00%、16.00%、15.80%，营收分别为 9.87、11.45、13.25 亿元；公司将位于江宁生产厂区的厨柜产品线搬迁至溧水现代化工业 4.0 柔性工厂，随着柔性生产的推进，厨柜业务毛利率将进一步提升，预计 2021-2023 年毛利率分别为 40.50%、41.00%、41.50%。

2) 全屋定制：门店数量+店效双增长。公司持续推进全屋定制业务，新开门店侧重于混合店、全屋专卖店，随着全屋定制门店数量高速增长，不断升级门店提升店效，预计全屋定制业务 2021-2023 年增速分别为 38.50%、34.50%、34.00%，营收分别为 10.26、13.80、18.49 亿元，毛利率分别为 47.30%、47.40%、47.50%。

表 14：我乐家居收入预测（单位：百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1082	1332	1584	2013	2525	3175
YOY(%)	18.26%	23.10%	18.93%	27.05%	25.43%	25.75%
毛利率	37.40%	43.83%	42.44%	43.92%	44.50%	44.94%
整体橱柜	588	727	843	987	1145	1325
YOY(%)	1.85%	23.52%	16.07%	17.00%	16.00%	15.80%
毛利率	37.41%	40.78%	38.21%	40.50%	41.00%	41.50%
业务收入占比(%)	54.36%	54.55%	53.23%	49.02%	45.34%	41.75%
全屋定制	494	605	741	1026	1380	1849
YOY(%)	46.33%	22.60%	22.36%	38.50%	34.50%	34.00%
毛利率(%)	37.38%	47.49%	47.26%	47.30%	47.40%	47.50%
业务收入占比(%)	45.64%	45.45%	46.77%	50.98%	54.66%	58.25%

资料来源：Wind，德邦研究所

4.2. 投资建议

我们预计公司 2021~2023 年营业总收入为 20.13、25.25、31.75 亿元，同比增长 27.05%、25.43%、25.75%，2021~2023 年归母净利润为 2.69、3.43、4.39 亿元，同比增长 22.51%、27.58%、27.92%，对应 2021-2023 年 PE 分别为 14.00X、10.98X、8.58X，2021-2023 年 EPS 分别为 0.83、1.06、1.36 元。可比公司估值方面，我们选取公司在国内的主要竞争对手，业务方向都是整装厨柜、定制家居，具有一定相似性，包括欧派家居、索菲亚、尚品宅配、志邦家居、好莱客、金牌厨柜、皮阿诺，2021-2023 年可比公司 PE 均值为 20.79X、17.17X、14.45X，我乐家居具备估值优势。考虑到公司“三年千店”的计划下门店数量将高速扩张，同时公司在原创设计能力上居于行业领先，公司未来品牌力、渠道数量、生产效率都将持续提升，看好公司长期发展，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 15：可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值(百万元)	归母净利润(百万元)			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
603833.SH	欧派家居	91,842.22	2,552.16	3,038.91	3,558.41	35.68	29.96	25.59
002572.SZ	索菲亚	22,298.32	1,409.70	1,655.69	1,944.37	15.45	13.15	11.20
300616.SZ	尚品宅配	15,208.57	549.27	651.23	752.89	27.71	23.37	20.21
603801.SH	志邦家居	11,539.97	523.63	650.56	790.47	21.47	17.28	14.22
603180.SH	金牌厨柜	6,981.00	378.36	475.38	582.78	17.94	14.28	11.65
603898.SH	好莱客	4,426.36	386.75	452.75	529.33	11.35	9.69	8.29
002853.SZ	皮阿诺	4,329.66	268.80	343.51	427.70	15.93	12.46	10.01
可比公司平均值	--	--	866.95	1,038.29	1,226.56	20.79	17.17	14.45
603326.SH	我乐家居	3,753.68	268.97	343.15	438.95	14.00	10.98	8.58

资料来源：Wind，德邦研究所（注：当前股价和当前市值均为 2021/6/11 收盘价）

注：除我乐家居外，其他估值数据均采用万得一致预期

5. 风险提示

房地产行业波动风险，行业竞争加剧，原材料价格波动，新增产能无法消化，拓店速度不及预期等。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	0.68	0.83	1.06	1.36
每股净资产	3.48	4.31	5.25	6.42
每股经营现金流	0.68	0.78	1.12	1.46
每股股利	0.30	0.33	0.43	0.55
价值评估(倍)				
P/E	13.12	14.00	10.98	8.58
P/B	2.57	2.71	2.23	1.82
P/S	2.34	1.87	1.49	1.19
EV/EBITDA	7.52	10.49	8.31	6.46
股息率%	3.4%	2.9%	3.6%	4.7%
盈利能力指标(%)				
毛利率	42.4%	44.0%	44.5%	45.0%
净利润率	13.9%	13.4%	13.6%	13.8%
净资产收益率	19.6%	19.4%	20.3%	21.2%
资产回报率	11.1%	10.6%	11.2%	12.1%
投资回报率	18.4%	15.6%	16.1%	17.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	18.9%	27.1%	25.4%	25.7%
EBIT 增长率	46.7%	17.9%	28.2%	27.0%
净利润增长率	42.6%	22.5%	27.6%	27.9%
偿债能力指标				
资产负债率	43.4%	45.0%	44.6%	42.8%
流动比率	1.4	1.4	1.5	1.6
速动比率	1.3	1.3	1.4	1.5
现金比率	0.4	0.3	0.4	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	45.0	43.0	42.0	41.0
存货周转天数	35.7	32.0	30.0	28.0
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9
固定资产周转率	2.6	2.8	3.1	3.4

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	220	269	343	439
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	96	40	44	48
非经营收益	-6	-1	6	7
营运资金变动	-90	-56	-31	-24
经营活动现金流	219	251	362	470
资产	-193	-162	-122	-95
投资	-10	-10	-8	-7
其他	3	-90	-86	-81
投资活动现金流	-201	-262	-216	-183
债权募资	124	183	88	12
股权募资	0	6	0	0
其他	-89	-148	-148	-189
融资活动现金流	35	41	-60	-178
现金净流量	53	29	86	109

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 6 月 11 日
 资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,584	2,013	2,525	3,175
营业成本	912	1,128	1,401	1,746
毛利率%	42.4%	44.0%	44.5%	45.0%
营业税金及附加	16	20	25	32
营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	286	403	518	667
营业费用率%	18.1%	20.0%	20.5%	21.0%
管理费用	64	94	107	129
管理费用率%	4.1%	4.7%	4.2%	4.1%
研发费用	44	60	78	98
研发费用率%	2.8%	3.0%	3.1%	3.1%
EBIT	261	308	395	502
财务费用	4	6	12	15
财务费用率%	0.2%	0.3%	0.5%	0.5%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	2	4	5	7
营业利润	270	331	422	539
营业外收支	-0	-1	-1	-1
利润总额	269	330	421	538
EBITDA	341	348	440	550
所得税	50	61	78	100
有效所得税率%	18.5%	18.5%	18.5%	18.5%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	220	269	343	439

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	309	338	424	533
应收账款及应收票据	479	623	747	896
存货	89	99	115	134
其它流动资产	147	291	405	524
流动资产合计	1,024	1,351	1,691	2,087
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	617	724	826	932
在建工程	226	318	391	450
无形资产	59	62	61	56
非流动资产合计	956	1,175	1,363	1,531
资产总计	1,980	2,527	3,054	3,618
短期借款	20	123	151	133
应付票据及应付账款	300	343	388	450
预收账款	84	121	146	178
其它流动负债	313	385	449	531
流动负债合计	716	972	1,134	1,292
长期借款	21	101	161	191
其它长期负债	122	65	66	67
非流动负债合计	144	166	227	258
负债总计	860	1,138	1,361	1,550
实收资本	317	322	322	322
普通股股东权益	1,120	1,389	1,692	2,068
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	1,980	2,527	3,054	3,618

信息披露

分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，餐饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	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。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10% 以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。