

增长强劲，积极布局战略投资

- **业绩总结:** 公司前三季度实现营收 20.7 亿元，同比增长 35.1%；实现净利润 2.8 亿元，同比增长 39.2%，EPS 为 0.63 元。管理层预计今年全年净利润增长 30%-50%。单就第三季度而言，收入和净利润增速分别为 33%和 37%。
- **业绩快速增长来自于:** 1) **同店增速继续保持强劲。** 公司通过广告营销、老客户口碑宣传、积极触网等措施加大提高品牌认可度和影响力。在成熟门店区域，公司享有较好的位置和客流，导购和设计师经验更加丰富，对产品和消费者把控到位。前三季度成熟门店的同店强势增长约 20%，弥补了因“799、899”系列推出导致的客单价增长放缓的风险（平均客单价 1 万 8 左右），订单量增速近 30%；2) **门店扩张达到预期。** 公司计划今年新开门店 200 余家，到第三季度门店增长 150 家左右，达到 1600 多家。未来公司会在三、四线城市加密布局，享受消费升级的红利。虽然客单价增长放缓，但公司通过改造信息系统提升生产效率使毛利率保持稳定，盈利能力未受影响。
- **投资看点:** 1) **多品类布局。** 自确立大家居战略以来，公司不断丰富产品线，引进了易福诺地板、代工并代售实木家具等。目前新品类中最具看点的是司米橱柜，今年 9 月开始投产，预计今年司米新开门店数 250 多家（包括已经签约还没营业的），预计今年收入贡献 1-2 亿，明年开始大规模放量。2) **向信息化、数字化转型。** 公司拥有目前定制家居行业最为领先的柔性生产工艺，通过与甲骨文公司合作，建立前端销售与后端定制的信息化协同系统，取得家具工厂信息化布局的先发优势。未来公司将继续向智能化、信息化和数字化转型，提高一次安装成功率。3) **积极布局外延式战略投资。** 公司拟投资 3 亿元在深圳前海设立金融平台，主要服务公司的“大家居”战略，为主营业务以及产业链延伸的相关项目进行股权投资，提高公司在整个大家居产业链上的整合能力。同时，公司拟以 4990 万元认购 IDG 宏流 1 期基金相应份额，从而间接投资搜房网。我们认为，公司此举意在加强与搜房网等平台公司合作，将公司的产品和服务向供应链前端倾斜，增强平台对公司的导流效果，提高客户转化率。公司目前现金充裕，未来外延式扩张预期强烈，看好公司长期发展。
- **盈利预测及评级:** 预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 1 元、1.37 元和 1.87 元，对应 PE 分别为 40.5、29.5 和 21.6 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 橱柜业务增长不及预期的风险；行业竞争加剧，终端拓展受阻的风险。

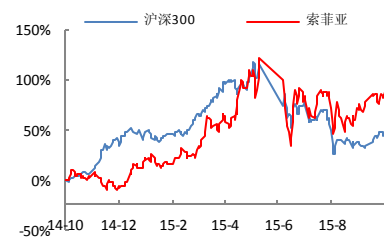
指标/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	2361.08	3251.43	4664.45	6567.97
增长率	32.39%	37.71%	43.46%	40.81%
归属母公司净利润 (百万元)	326.90	441.05	606.21	825.61
增长率	33.51%	34.92%	37.45%	36.19%
每股收益 EPS (元)	0.74	1.00	1.37	1.87
净资产收益率 ROE	15.88%	18.73%	21.93%	24.87%
PE	54.65	40.50	29.47	21.64
PB	8.58	7.51	6.39	5.32

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉
 执业证号: S1250514080002
 电话: 023-63786278
 邮箱: xiongli@swsc.com.cn
 联系人: 蔡欣
 电话: 023-67511807
 邮箱: cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	4.41
流通 A 股(亿股)	2.55
52 周内股价区间(元)	18.82-47.69
总市值(亿元)	171.50
总资产(亿元)	28.98
每股净资产(元)	4.74

相关研究

1. 索菲亚 (002572): 高行业壁垒+大家居布局共育长期牛股 (2015-08-03)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2361.08	3251.43	4664.45	6567.97	净利润	330.47	445.87	612.83	834.62
营业成本	1478.91	2041.47	2929.96	4136.05	折旧与摊销	70.64	90.48	117.59	147.63
营业税金及附加	18.73	25.79	36.99	52.09	财务费用	-15.03	-11.44	-10.14	-10.60
销售费用	226.15	295.88	429.13	610.82	资产减值损失	4.37	0.00	0.00	0.00
管理费用	253.90	349.65	501.59	706.29	经营营运资本变动	64.17	-34.11	8.24	6.88
财务费用	-15.03	-11.44	-10.14	-10.60	其他	-102.35	-1.13	-4.17	-6.06
资产减值损失	4.37	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	352.26	489.66	724.34	972.48
投资收益	1.95	2.00	4.00	6.00	资本支出	-324.14	-210.00	-210.00	-210.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-118.76	2.00	4.00	6.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-442.90	-208.00	-206.00	-204.00
营业利润	396.01	552.09	780.91	1079.32	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	4.86	5.24	4.77	4.60	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	400.86	557.33	785.68	1083.93	股权融资	26.20	0.00	0.00	0.00
所得税	70.40	111.47	172.85	249.30	支付股利	-110.25	-147.19	-198.59	-272.95
净利润	330.47	445.87	612.83	834.62	其他	63.59	-8.46	10.14	10.60
少数股东损益	3.57	4.82	6.62	9.01	筹资活动现金流净额	-20.46	-155.65	-188.45	-262.35
归属母公司股东净利润	326.90	441.05	606.21	825.61	现金流量净额	-119.54	126.02	329.90	506.13
资产负债表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	1183.62	1309.64	1639.53	2145.66	成长能力				
应收和预付款项	117.46	187.69	255.77	365.72	销售收入增长率	32.39%	37.71%	43.46%	40.81%
存货	142.44	195.76	281.50	397.73	营业利润增长率	32.32%	39.41%	41.45%	38.21%
其他流动资产	53.92	74.25	106.52	150.00	净利润增长率	30.52%	34.92%	37.45%	36.19%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	38.67%	39.75%	40.76%	36.92%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	768.31	852.78	925.12	984.93	毛利率	37.36%	37.21%	37.19%	37.03%
无形资产和开发支出	200.64	254.77	308.91	363.04	三费率	19.70%	19.50%	19.74%	19.89%
其他非流动资产	66.89	77.81	78.73	67.16	净利率	14.00%	13.71%	13.14%	12.71%
资产总计	2533.28	2952.70	3596.10	4474.24	ROE	15.88%	18.73%	21.93%	24.87%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.14%	13.04%	15.10%	17.04%
应付和预收款项	318.49	431.49	617.00	874.21	ROIC	32.63%	34.45%	39.67%	45.86%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	19.13%	19.41%	19.05%	18.52%
其他负债	133.50	141.24	184.89	244.14	营运能力				
负债合计	451.99	572.73	801.89	1118.36	总资产周转率	1.02	1.19	1.42	1.63
股本	440.99	440.99	440.99	440.99	固定资产周转率	5.10	6.22	8.06	10.47
资本公积	808.72	808.72	808.72	808.72	应收账款周转率	42.67	42.14	42.27	42.43
留存收益	736.90	1030.76	1438.38	1991.04	存货周转率	10.53	12.04	12.24	12.15
归属母公司股东权益	1941.18	2235.04	2642.66	3195.32	销售毛利率/净利率/EBITDA/营业收入	116.67%	—	—	—
少数股东权益	140.11	144.93	151.54	160.56	资本结构				
股东权益合计	2081.29	2379.97	2794.21	3355.88	资产负债率	17.84%	19.40%	22.30%	25.00%
负债和股东权益合计	2533.28	2952.70	3596.10	4474.24	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.64	3.32	3.00	2.84
					速动比率	3.30	2.96	2.63	2.47
					股利支付率	33.73%	33.37%	32.76%	33.06%
					每股指标				
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股收益	0.74	1.00	1.37	1.87
EBITDA	451.62	631.13	888.36	1216.35	每股净资产	4.72	5.40	6.34	7.61
PE	54.65	40.50	29.47	21.64	每股经营现金	0.80	1.11	1.64	2.21
PB	8.58	7.51	6.39	5.32	每股股利	0.25	0.33	0.45	0.62
PS	7.57	5.49	3.83	2.72					
EV/EBITDA	36.92	26.19	18.23	12.90					
股息率	0.62%	0.82%	1.11%	1.53%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn