

业绩高速增长，探索经销商持股

■**一季度财报**：营业收入 4.4 亿元，增长 41.13%，净利润 0.36 亿元，增长 44.64%，扣非后增长 50.94%，EPS 0.08 元，预计 1-6 月净利润增长 30%-50%。公司收到部分经销商的持股意向函，拟与相关专业管理机构签订管理协议，以合法方式取得公司股票，累积不超过公司总股本 5%，单个经销商所获股份总数不超过公司总股本 1%。

■**业绩符合预期，保持高速增长**：今年公司调整营销策略，实行以价换量政策，推出衣柜 799 元/平米优惠套餐促销活动，加上今年春节较晚，一季度销售情况较好。一季度公司毛利率 35.64%，提升 1.19pct，期间费用率下降 0.3pct。经营活动现金流量净额达 3000 万元，增长 1674.3%，销售回款好，盈利质量高。

■**加速品类延伸，布局全屋定制，成长动力强**：今年以来公司门店陆续推出实木类产品，单价较高，可有效提高客单价，也是对公司目前以板式家具为主的产品线的良好补充，加快产品在不同目标用户群中的渗透。公司在卫浴、门、软装等其它大家居业务的布局近两年有可能加速，未来也可代销软装饰品等，逐步完善全屋定制能力。目前公司客单价 1.8 万元，未来仍具有翻倍空间。渠道方面，衣柜+橱柜店预计年增 400-500 家，公司增长动力强、确定性高，未来三年有望保持 40% 增长。

■**司米橱柜逐步走上正轨，将再造一个索菲亚**：经过前期的磨合，司米橱柜已逐渐步入正轨，预计 15 年新增门店 200-300 家（中长期目标 2000 家左右），保守预计贡献收入 3 亿元左右。定制橱柜市场空间大于衣柜，随着橱柜业务贡献有望逐渐加大，有望驱动公司进入新一轮的高增长周期，再造一个索菲亚。

■**积极探索大家居布局及 O2O 战略**：公司年初公告收购舒适易佰，切入室内舒适环境系统领域，借助舒适 100 在家居 O2O 领域的经验和资源，完善自身 O2O 布局。未来公司可能通过自建平台及与家装平台合作方式完成 O2O 体系建设，对于商业模式新颖的家装/家居类企业，不排除以外延方式并购，值得重点关注。

■**经销商持股，有望实现利益绑定，利于线下门店再造**：公司正与部分经销商探讨持股问题，一方面说明经销商非常看好公司后续发展前景；另一方面，引入优质经销商持股是通过资本手段绑定经销商成为利益共同体，长期利于线下渠道的稳固与发展，并为公司后续推行线上线下结合的 O2O 模式打下良好基础。

■**投资建议**：我们上调公司盈利预测，预计 15-17 年净利润 4.85、6.68、9.04 亿元，分别增长 48.2%、37.9%、35.3%；EPS 1.10 元、1.52 元、2.05 元，维持“买入-A”评级，目标价 45 元，对应 15 年 40.9XPE。

■**风险提示**：地产行业销售增速中枢下移。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,783.5	2,361.1	3,500.1	5,001.7	6,926.1
净利润	244.9	326.9	484.5	668.3	904.1
每股收益(元)	0.56	0.74	1.10	1.52	2.05
每股净资产(元)	3.95	4.40	5.11	5.93	7.03

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	60.5	45.3	30.6	22.2	16.4
市净率(倍)	8.5	7.6	6.6	5.7	4.8
净利润率	13.7%	13.8%	13.8%	13.4%	13.1%
净资产收益率	14.0%	16.8%	21.5%	25.6%	29.2%
股息收益率	0.7%	1.0%	1.5%	2.1%	2.8%
ROIC	50.6%	53.1%	56.9%	63.7%	91.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

维持评级

6 个月目标价

45.00 元

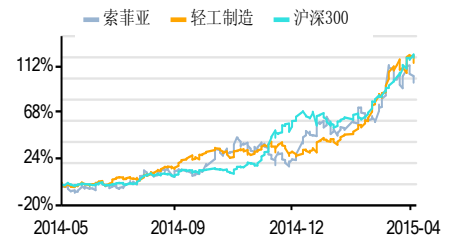
股价 (2015-04-29)

33.59 元

交易数据

总市值 (百万元)	14,812.85
流通市值 (百万元)	8,583.42
总股本 (百万股)	440.99
流通股本 (百万股)	255.54
12 个月价格区间	15.32/35.77 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-9.02	-8.03	-12.56
绝对收益	11.19	29.09	108.63

张妮

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513090002
zhangni@essence.com.cn
010-66581574

相关报告

员工持股显信心，上调目标	2015-04-21
价至 45 元	
优质高成长标的	2015-03-25
参股舒适家居 OTO 平台，	2015-01-08
优势资源互补	

一季度财报：营业收入 4.4 亿元，增长 41.13%，净利润 0.36 亿元，增长 44.64%，扣非后增长 50.94%，EPS 0.08 元，预计 1-6 月净利润增长 30%-50%。公司收到部分经销商的持股意向函，拟与相关专业管理机构签订管理协议，以合法方式取得公司股票，累积不超过公司总股本 5%，单个经销商所获股份总数不超过公司总股本 1%。

业绩符合预期，保持高增长：今年公司调整营销策略，实行以价换量政策，推出衣柜 799 元/平米优惠套餐促销活动，加上今年春节较晚，一季度销售情况较好。一季度公司毛利率 35.64%，提升 1.19pct，期间费用率下降 0.3pct，其中销售费用率提升 1.16pct，主要因为司米橱柜处于市场开拓期，广告、薪酬等投入大幅增加；因开工率的上升，管理费用率下降 2.89pct；财务费用率上升 1.44pct。经营活动现金流量净额达 3000 万元，增长 1674.3%，销售回款好，盈利质量高。

加速品类延伸，布局全屋定制，成长动力强：公司实施定制家战略以来，客单价年增速 10%-15%，量价双轮驱动业绩高增长。为配合定制家战略的实施，公司联合欧洲知名设计师全新升级门店，以场景体验方式展示全屋定制解决方案。今年以来公司门店陆续推出实木类产品，包括餐桌、椅子、茶几、床等，委托代工，单品爆款。实木类产品单价较高，可有效提高客单价，也是对公司目前以板式家具为主的产品线的良好补充，加快产品在不同目标用户群中的渗透。考虑到铺货+自然销售，实木类产品 15 年收入贡献有望达 1-2 亿。公司在卫浴、门、软装等其它大家居业务的布局近两年有可能加速，未来也可代销软装饰品等，逐步完善全屋定制能力，为不同户型、不同装修风格、不同消费人群提供一站式家装解决方案。目前公司客单价 1.8 万元，未来仍具有翻倍空间。渠道扩张方面，衣柜+橱柜店预计年增 400-500 家左右，公司增长动力强、确定性高，预计未来三年有望保持 40%增长。

司米橱柜逐步走上正轨，将再造一个索菲亚：经过前期的磨合，司米橱柜已逐渐步入正轨，预计 15 年新增门店 200-300 家（中长期目标 2000 家左右），保守预计贡献收入 3 亿元左右。司米橱柜可共享索菲亚优质的渠道资源，草根调研也显示消费者对司米橱柜的高度认可。产能方面，司米橱柜生产设备已经进入安装调试期，预计中期有望投产，可保障橱柜业务扩张。定制橱柜市场空间大于衣柜，随着橱柜业务贡献有望逐渐加大，有望驱动公司进入新一轮的高增长周期，再造一个索菲亚。

积极探索大家居布局及 O2O 战略：公司年初公告收购舒适易佰，切入室内舒适环境系统领域，布局大家居市场。公司可利用自身管理、资金及渠道优势，帮助舒适 100 发展壮大，并可借助舒适 100 在家居 O2O 领域的经验和资源，完善自身 O2O 布局。未来公司可能通过自建平台及与家装平台合作方式完成 O2O 体系建设，对于商业模式新颖的家装/家居类企业，不排除以外延方式并购，值得重点关注。

经销商持股，有望实现利益绑定，利于线下门店再造：公司正与部分经销商探讨持股问题，一方面说明经销商非常看好公司后续发展前景；另一方面，引入优质经销商持股是通过资本手段绑定经销商成为利益共同体，长期利于线下渠道的稳固与发展，并为公司后续推行线上线下结合的 O2O 模式打下良好基础。此外，公司近期公告计划推行员工持股计划，从公司内部到外部都非常看好公司发展前景，也将给予资本市场更强的信心。

投资建议：我们上调公司盈利预测，预计 15-17 年净利润 4.85、6.68、9.04 亿元，分别增长 48.2%、37.9%、35.3%；EPS 1.10 元、1.52 元、2.05 元，维持“买入-A”评级，目标价 45 元，对应 15 年 40.9XPE。

风险提示：地产行业销售增速中枢下移。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年04月30日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,783.5	2,361.1	3,500.1	5,001.7	6,926.1	成长性					
减:营业成本	1,122.6	1,478.9	2,185.2	3,127.2	4,334.8	营业收入增长率	46.0%	32.4%	48.2%	42.9%	38.5%
营业税费	12.6	18.7	28.0	40.0	55.4	营业利润增长率	42.7%	32.3%	49.4%	38.4%	34.9%
销售费用	161.1	226.2	332.5	475.2	658.0	净利润增长率	41.4%	33.5%	48.2%	37.9%	35.3%
管理费用	212.6	253.9	371.0	530.2	734.2	EBITDA 增长率	55.7%	37.7%	50.3%	40.2%	36.2%
财务费用	-26.6	-15.0	-8.3	10.4	39.3	EBIT 增长率	53.6%	39.7%	53.1%	42.1%	38.0%
资产减值损失	2.0	4.4	-	-	-	NOPLAT 增长率	52.0%	39.1%	54.2%	42.1%	38.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	32.6%	43.7%	26.9%	-4.1%	12.1%
投资和汇兑收益	-	1.9	-	-	-	净资产增长率	18.1%	16.1%	15.4%	15.6%	18.1%
营业利润	299.3	396.0	591.7	818.7	1,104.5	利润率					
加:营业外净收支	6.3	4.9	4.0	4.0	4.0	毛利率	37.1%	37.4%	37.6%	37.5%	37.4%
利润总额	305.6	400.9	595.7	822.7	1,108.5	营业利润率	16.8%	16.8%	16.9%	16.4%	15.9%
减:所得税	52.4	70.4	101.3	139.9	188.4	净利润率	13.7%	13.8%	13.8%	13.4%	13.1%
净利润	244.9	326.9	484.5	668.3	904.1	EBITDA/营业收入	17.5%	18.2%	18.5%	18.1%	17.8%
						EBIT/营业收入	15.3%	16.1%	16.7%	16.6%	16.5%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	79	71	56	45	36
货币资金	1,152.8	1,183.6	1,295.4	1,728.1	2,106.2	流动营业资本周转天数	1	-6	0	2	2
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	275	223	177	156	145
应收帐款	56.0	73.5	148.5	147.9	261.9	应收帐款周转天数	11	10	11	11	11
应收票据	7.6	22.3	5.6	40.7	28.4	存货周转天数	22	21	21	21	21
预付帐款	49.7	21.6	211.1	90.3	272.6	总资产周转天数	388	352	285	233	202
存货	136.9	142.4	259.0	330.9	480.0	投资资本周转天数	105	110	99	76	57
其他流动资产	26.9	53.9	31.6	37.5	41.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	1.8	1.8	1.8	ROE	14.0%	16.8%	21.5%	25.6%	29.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	12.1%	13.0%	16.4%	19.7%	21.4%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	50.6%	53.1%	56.9%	63.7%	91.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	433.0	493.3	592.7	663.6	711.1	销售费用率	9.0%	9.6%	9.5%	9.5%	9.5%
在建工程	54.0	275.0	227.5	194.2	171.0	管理费用率	11.9%	10.8%	10.6%	10.6%	10.6%
无形资产	117.0	196.3	200.4	204.3	207.9	财务费用率	-1.5%	-0.6%	-0.2%	0.2%	0.6%
其他非流动资产	51.9	71.3	36.4	25.5	26.7	三费/营业收入	19.5%	19.7%	19.9%	20.3%	20.7%
资产总额	2,085.8	2,533.3	3,010.1	3,464.8	4,308.7	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	14.1%	17.8%	20.2%	19.8%	23.9%
应付帐款	145.6	189.2	396.5	402.3	681.2	负债权益比	16.4%	21.7%	25.3%	24.7%	31.4%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	5.04	3.64	3.32	3.58	3.19
其他流动负债	138.1	221.8	192.1	261.0	319.5	速动比率	4.56	3.30	2.88	3.08	2.71
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-10.23	-25.36	-69.99	79.87	29.13
其他非流动负债	9.9	40.9	19.2	23.3	27.8	分红指标					
负债总额	293.6	452.0	607.8	686.7	1,028.5	DPS(元)	0.25	0.35	0.50	0.70	0.95
少数股东权益	48.4	140.1	150.0	164.5	180.5	分红比率	45.0%	47.2%	45.6%	45.9%	46.2%
股本	441.0	441.0	441.0	441.0	441.0	股息收益率	0.7%	1.0%	1.5%	2.1%	2.8%
留存收益	1,302.8	1,545.6	1,811.2	2,172.6	2,658.7						
股东权益	1,792.2	2,081.3	2,402.2	2,778.1	3,280.1						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EPS(元)	0.56	0.74	1.10	1.52	2.05
净利润	253.2	330.5	484.5	668.3	904.1	BVPS(元)	3.95	4.40	5.11	5.93	7.03
加:折旧和摊销	53.0	70.6	63.9	78.5	92.1	PE(X)	60.5	45.3	30.6	22.2	16.4
资产减值准备	2.0	4.4	-	-	-	PB(X)	8.5	7.6	6.6	5.7	4.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	149.1	168.4	61.1	20.7	19.0
财务费用	-	-	-8.3	10.4	39.3	P/S	8.3	6.3	4.2	3.0	2.1
投资损失	-	-1.9	-	-	-	EV/EBITDA	27.2	19.4	21.1	14.6	10.4
少数股东损益	8.3	3.6	9.9	14.5	16.0	CAGR(%)	39.2%	40.7%	41.1%	39.2%	40.7%
营运资金的变动	39.7	117.8	-136.3	95.5	-99.2	PEG	1.5	1.1	0.7	0.6	0.4
经营活动产生现金流量	352.6	352.3	413.8	867.3	952.3	ROIC/WACC	4.8	5.1	5.4	6.1	8.7
投资活动产生现金流量	-239.7	-442.9	-121.8	-120.0	-120.0	REP	3.0	1.9	2.3	2.1	1.3
融资活动产生现金流量	-12.7	-20.5	-180.2	-314.5	-454.1						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张妮声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

