

## 高行业壁垒+大家居布局共育长期牛股

### 投资要点

- **长期牛股, 营收、利润均保持高速增长:** 公司 2015 上半年的营收增速达 37%, 净利润增速达 41%。公司业绩保持高增长主要是由于 1) 整个定制家具行业近几年营业收入增长快, 大幅超过家具行业整体 10%-15% 的增长率; 2) 公司今年推出 799、899 的优惠套餐促销活动, 市场反应非常好, 拓展了一大批中端客户, 订单数量和入店人群购买率大幅提高; 3) 终端客单价有一定贡献。我们认为公司全年营收和利润均有望继续保持+35% 的增速。
- **投资看点: 1、信息系统构筑较深护城河。** 公司拥有目前定制家居行业最为领先的柔性生产工艺, 产品均按非标件处理, 快速实现所有产品的定制化大规模生产。通过与甲骨文公司合作, 建立销售协同系统, 将销售前台—公司—工厂的所有系统打通, 在降低出错率, 提高生产效率的同时经销商服务更加标准化, 有效加强对经销商的管理。目前公司终端一次安装正确率约达 7 成(行业平均约 5 成), 在全行业中处于高水平。**2、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 月将全部投产, 拥有独立的经营团队以及专卖店。预计今年司米能开约 300 家店, 目前产量每月约 600 单, 今年收入贡献 1-2 亿。以后每年新增门店数约 300 家, 到明年能有 400-500 家店实现正常营业, 每家店预计年销售额可达 100 万, 预计明年司米收入可达 5 亿。**3、以经销商形式实现渠道下沉。** 截至 2014 年底, 公司拥有经销商 800 多家, 经销商专卖店 1450 余间, 绝大部分收入由经销商贡献。未来公司将以经销商加盟店模式继续在四、五线城市加大开店力度, 还有很多县级尚未进入, 下沉空间很大。目前经销商加盟店的单店年销售额约 150-180 万, 好莱客和尚品宅配约 100 万, 在出厂成本大致相同的情况下, 索菲亚的经销商有较强的盈利能力, 有助于未来公司渠道下沉。
- **盈利预测与投资建议:** 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 35.3、25.7 和 18.9 倍。目前家居行业市盈率 48 倍, 考虑到公司目前大盘行情不稳定, 给予 10% 的折价空间, 目标价 43.2 元, 首次给予“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。

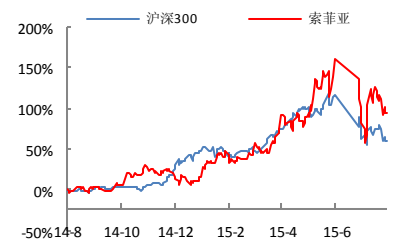
指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2361.08	3251.43	4664.45	6567.97
增长率	32.39%	37.71%	43.46%	40.81%
归属母公司净利润(百万元)	326.90	441.05	606.21	825.61
增长率	33.51%	34.92%	37.45%	36.19%
每股收益 EPS(元)	0.74	1.00	1.37	1.87
净资产收益率 ROE	15.88%	18.73%	21.93%	24.87%
PE	47.62	35.30	25.68	18.86
PB	7.48	6.54	5.57	4.64

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)	17.53-47.69
总市值(亿元)	155.71
总资产(亿元)	24.76
每股净资产(元)	4.49

### 相关研究

## 目 录

1. 长期牛股：营收、利润均保持高速增长.....	1
2. 信息系统构筑较深护城河.....	4
2.1 实现全非标定制生产，生产规模和效率大幅提升.....	4
2.2 信息系统改造提升生产准确度.....	5
3. 多品类布局+渠道建设，延伸公司产品线.....	5
3.1 司米橱柜开拓公司新战场.....	5
3.2 参股舒适易佰，涉足大家居+O2O.....	6
3.3 以经销商形式实现渠道下沉.....	6
4. 员工及经销商持股计划推出，绑定各方利益链.....	7
5. 盈利预测和投资建议.....	7
6. 风险提示.....	8

## 图 目 录

图 1: 公司 2010 年以来营业收入 (百万元) 及增速.....	1
图 2: 公司 13Q3 以来单季度营业收入及增速.....	1
图 3: 公司 2011 年以来净利润 (百万元) 及增速.....	2
图 4: 公司 13Q3 以来净利润 (百万元) 及增速.....	2
图 5: 公司 2014 年主营业务结构.....	2
图 6: 公司主营业务毛利率.....	2
图 7: 同行业公司毛利率比较.....	3
图 8: 同行业公司净利率比较.....	3
图 9: 2010 年以来公司三费率情况.....	3
图 10: 同行业公司净利率比较.....	3
图 11: 索菲亚最新柔性生产线.....	4
图 12: 柔性生产线自动封边: 可同时加工不同尺寸和花色的板材.....	4
图 13: 司米橱柜专卖店形象.....	6
图 14: 司米橱柜生产基地 (效果图).....	6

## 表 目 录

表 1: 分项业务预测.....	8
附表: 财务预测与估值.....	9

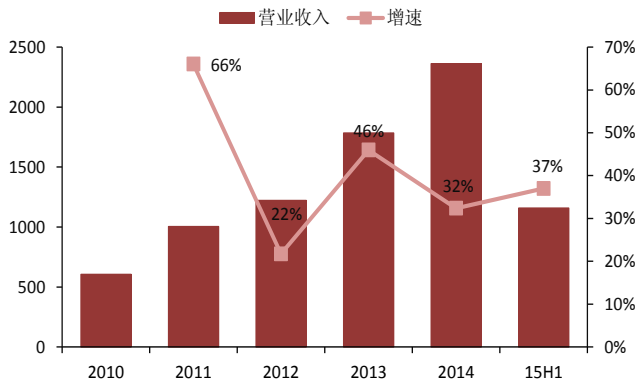
## 1. 长期牛股：营收、利润均保持高速增长

公司是定制家具细分领域龙头企业。自 2010 年起公司业绩处于大爆发的阶段：2011-2014 年收入的年均复合增长率达 33%，净利润复合增速达 34.4%。2015 上半年的营收增速达 37%，净利润增速达 41%，业绩喜人，略微超出市场预期。

公司业绩保持高速增长主要由于 1) 整个定制家具行业近几年营业收入实现近 30% 的快速增长，大幅超过家具行业整体 10%-15% 的增长率。定制家具行业增速虽快，但市场占比很低（不足 20%），成品家具目前占据了 70% 的市场份额。因此定制家具仍有望通过消费升级、抢占成品家具的市场来保持高速增长态势。2) 终端客单价有一定提高。公司目前的终端客单价约 1.5-1.7 万元，第二梯队 2 万-2.5 万元，少数优秀终端门店客单价在 3 万元以上。公司中期目标是实现主力客单价 1.7 万到 3.5 万元，3-5 年内每年 30% 的复合增长。长期目标是实现 5 万的客单价（以“三房一厅”测算），公司仍有很大成长空间。3) 公司今年推出 799、899 的优惠套餐促销活动，市场反应非常好，拓展了一大批中端客户，极大提高了订单数量和入店人群购买率，单店年销售额 150-180 万，同店增速近 20%。目前有四成订单按此价格输送，下半年还将继续加大经销商对 799、899 优惠活动的覆盖率。

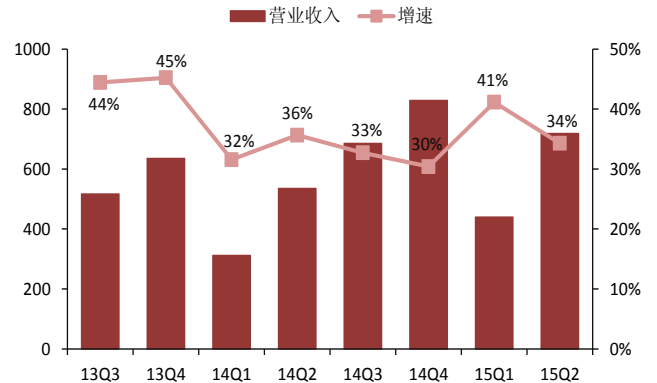
我们认为公司全年营收和利润均有望保持+35%的增速，原因 1) 全年计划新开索菲亚门店约 200 家，增速约 10%。由于索菲亚已树立起较好的品牌形象，新店培育期非常短，新开门店能较快贡献利润；2) 799、899 活动在部分专卖店仍未推进，下半年活动覆盖面增加，能以价促销带动收入进一步上升；3) 司米橱柜新工厂 6 月已试产，9 月将全部投产，橱柜产能得到大幅提高。橱柜上半年新开门店约 100 家，下半年计划新增约 200 家，今年预期贡献利润 1-2 亿，明后年橱柜将显著贡献业绩。

图 1：公司 2010 年以来营业收入（百万元）及增速

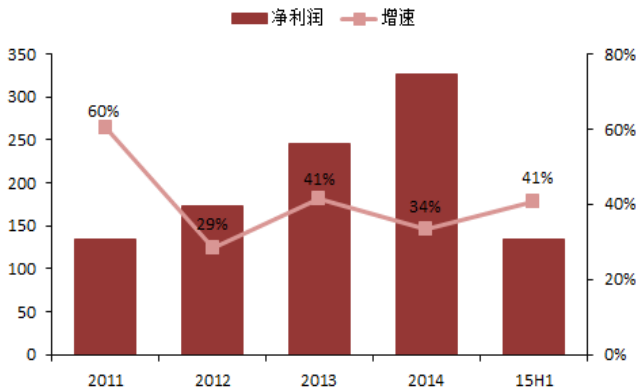


数据来源：公司公告，西南证券

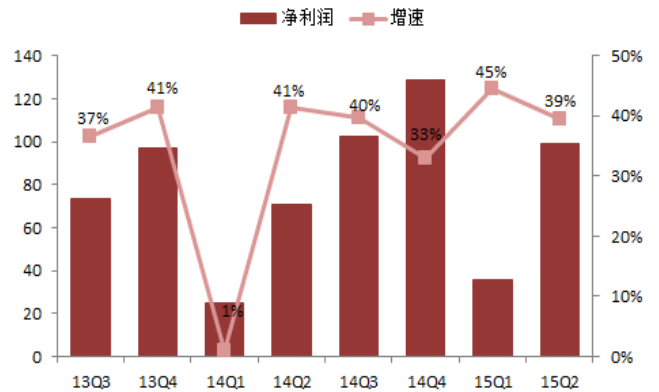
图 2：公司 13Q3 以来单季度营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券

**图 3: 公司 2011 年以来净利润 (百万元) 及增速**


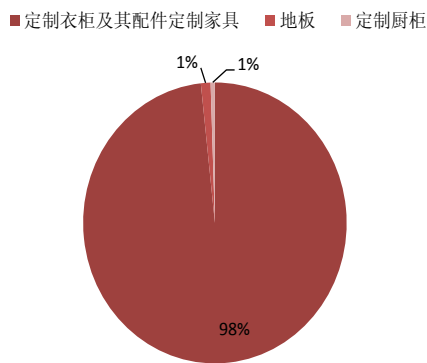
数据来源: 公司公告, 西南证券

**图 4: 公司 13Q3 以来净利润 (百万元) 及增速**


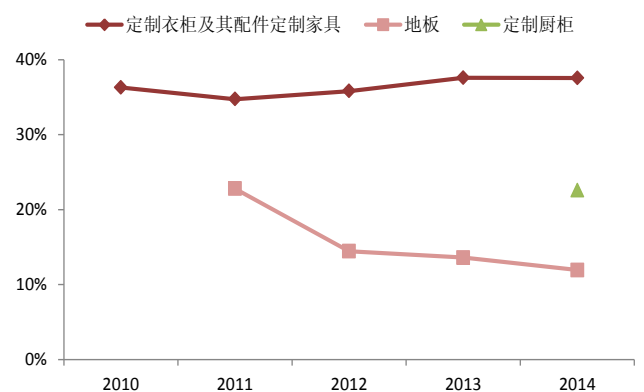
数据来源: 公司公告, 西南证券

公司目前仍主营定制衣柜及其配件定制家具, 2014 年营业收入占比达 98%。其中索菲亚衣柜和其他定制柜的销售占比为 6:4, 表明衣柜能有效带动其他类定制家具的配套销售。但自 2012 年下半年以来, 公司开发并推出了多个系列可定制的配套家具, 包括酒柜、鞋柜、饰物柜、餐柜、电视柜, 以及各种根据户型来定制的多功能柜子, 从原有的卧室系列、书房系列拓展到客厅系列、餐厅系列, 未来橱柜占比会明显提高。

定制衣柜近四年保持 35%+ 的高毛利率, 未受到其他定制家具企业进入的影响。由于定制家具市场空间大, 公司壁垒高, 定制家具行业短期内不会出现价格战的情况, 公司有望继续保持此高毛利率 (毛利率未来不会继续上升, 公司会通过让利于消费者扩大终端销售额)。2014 年公司的定制橱柜还在用国内较老的系统, 但自今年 9 月全部投产后, 公司将使用法国 SALM SAS 公司的系统用于橱柜新工厂, 制作准确率将明显提高 (法国 SALM SAS 公司橱柜一次安装准确率在 99.9%), 毛利率有望达到 30% 以上。

**图 5: 公司 2014 年主营业务结构**


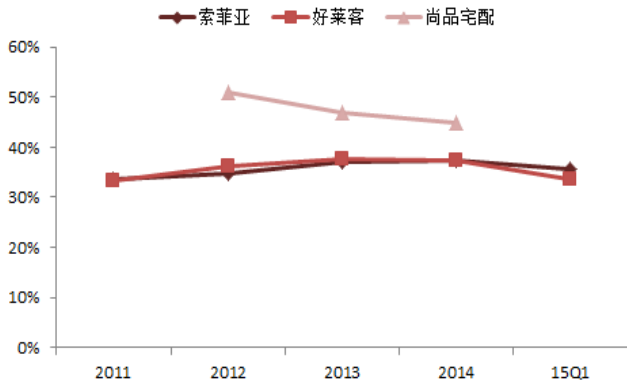
数据来源: 公司公告, 西南证券

**图 6: 公司主营业务毛利率**


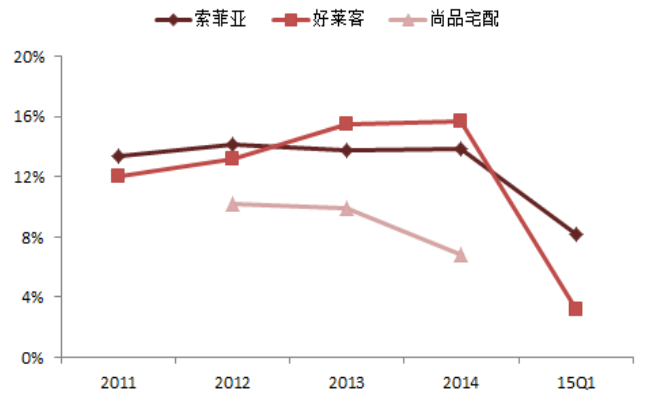
数据来源: 公司公告, 西南证券

通过比较同属定制家具行业的好莱客和尚品宅配 (数据来自近期招股说明书), 我们认为公司在盈利能力上仍具有较大竞争力。公司的毛利率水平与好莱客较为一致, 尚品宅配毛利率较高, 主要得益于尚品宅配直营店较多, 有 40% 的收入来源于直营店, 直营店毛利率较加盟店高。但从净利率上看, 索菲亚的净利率保持在 13%-14%。好莱客趋同, 但 15Q1 下滑至 3%。尚品宅配由于 1) 其较深的互联网基因, 线上对利润的消耗较大; 2) 直营店的

租赁费、人工费、装修费高，导致直营店净利率低于加盟店，因此其净利率稍低，约 10%。综合比较同类公司毛利率和净利率，我们认为索菲亚利润率稳定，盈利能力很强。

**图 7: 同行业公司毛利率比较**


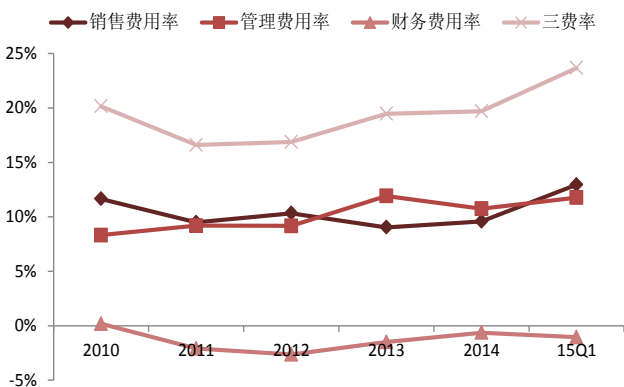
数据来源: 公开资料, 西南证券

**图 8: 同行业公司净利率比较**


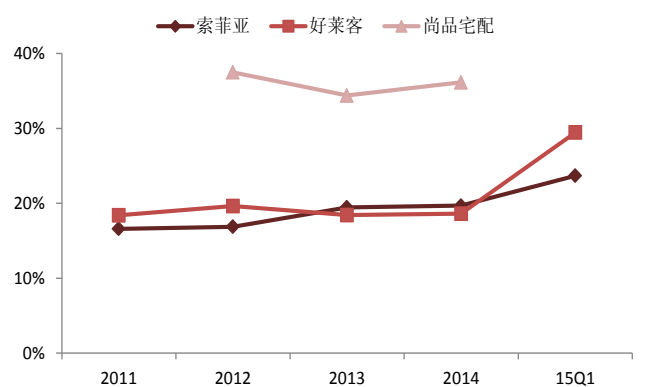
数据来源: 公开资料, 西南证券

公司三费率近两年微幅上升，主要是因为公司增加广告投放，扩大品牌影响力，广告费支出比上年增加 19.22%，导致销售费用增长 40.38%（2014 年）。同时，公司继续加大了研发力度和智能信息化程度，不断开发新产品以优化生产工艺和流程，2014 年技术开发费增长 8.26%，导致管理费用增 19.44%。由于现金流充裕，公司无长期负债和短期负债，财务费用为负。

同行业比较来看，公司的三费率控制较好。15 年一季度由于司米橱柜将投产，公司大力开拓橱柜市场，导致广告以及工资薪酬费用的大幅增加。我们认为随着橱柜业务放量，其销售费用的快速增长将会被稀释，销售费用率将回到原来水平。尚品宅配由于广告投入（约 1.3 亿元），线上运营费用，较高的直营店租赁费、销售人员及设计师薪资、装修费用等导致其三费率较好莱客和索菲亚高近 15 个百分点。

**图 9: 2010 年以来公司三费率情况**


数据来源: 公开资料, 西南证券

**图 10: 同行业公司净利率比较**


数据来源: 公开资料, 西南证券

## 2. 信息系统构筑较深护城河

决定定制家具行业成败的关键要素在于控制出错率。“定制”的特性要求公司必须解决个性化需求与大规模生产之间的矛盾：每块板材的长宽、每个钉孔的位置都决定了最后安装能否成功，相差 1cm 就成了残次品。因此出错率高将会对工期、成本、交货时间等造成一系列影响，最终影响公司的服务能力和盈利能力。索菲亚终端一次安装正确率在全行业中处于高水平，约达 7 成，而行业平均仅 5 成。这主要依靠公司对柔性生产线的升级和信息系统的改造。

### 2.1 实现全非标定制生产，生产规模和效率大幅提升

行业内经常提到柔性化生产工艺，但其实不同企业柔性化生产方式的程度有所不同。定制家具行业的工艺水平经历了三个阶段：

（1）逐个订单生产。在定制家具尚未大规模普及的时期行业基本采用较为原始的逐个订单生产方式，周期长、效率低，一旦需求量增加则产量难以跟上。

（2）标准件与非标件分开生产。公司拿到订单后先拆单，将产品拆分为标准件和非标准件，将标准件和非标准件分开生产，从而实现量产。标准柜体和非标柜体的组合完成整体定制的需求。该种方式一定程度上提高了产能和产量，但拆单准确率和生产效率仍有待提高。

（3）柔性生产线。所有产品都是非标件，快速实现所有产品的定制化大规模生产。这要求信息软件系统与生产硬件系统完美结合，用软件系统精确控制电子开料机、全自动封边机、多功能打孔机等生产机器，只要信息系统上的数据不出错，生产正确率在 99% 以上。

行业大部分企业还停留在第一或第二阶段，而索菲亚的生产工艺在 2013 年已到达第三阶段。通过与德国豪迈（HOMAG）公司合作，在行业内首先使用柔性生产线的生产工艺。从生产备料开始，就有自动的机械手根据系统里面的材料清单抓取板件，自动送到开料机进行电子自动开料。经过自动封边机后，不论板件大小、尺寸、颜色，均可以放上去自动切换封边带，使效率大量提高。到板材加工时，通过二维码扫描确定板材大小和排孔位置，自动在板面打孔。这样就实现了从贴面，到智能板仓、开料、封边、打孔、自动包装的每一个流程都当做不一样的产品来生产。

图 11：索菲亚最新柔性生产线



数据来源：网络公开资料，西南证券

图 12：柔性生产线自动封边：可同时加工不同尺寸和花色的板材



数据来源：网络公开资料，西南证券

## 2.2 信息系统改造提升生产准确度

柔性化生产必须要有信息系统的支撑。索菲亚在 2013 年开始与全球最大的企业软件公司甲骨文合作，升级软件信息化系统。信息化系统的作用在于，从前台销售接订单，到设计师画图设计，再到工厂排单生产，中间有较多流程，对接人多，是最容易出错的环节。信息一体化有助于降低出错率，直接指导硬件机器生产，降低人为影响。公司已建立起销售协同系统，实现 1) 从需求、设计、计划、采购、生产、交货、结算整个过程；2) 供应商协作、生产计划、生产量、采购量、库存量均可有效快速反馈，实现供应链有效协同。销售前台一公司一工厂的所有系统打通，在降低出错率，提高生产效率的同时要求经销商的服务流程更加标准化和自动化，有效加强对经销商的控制。

销售协同系统中的 CIM 系统（客户关系管理）已由专业团队现做二期深化。CIM 系统已覆盖全部门店，通过系统测算，形成潜在客户数据库（客单价、流失率、安装时间、反馈时间），通过系统发送促销信息、节日问候等，利于做扎实客户关系管理，同时避免了更换经销商客源信息丢失的问题。

正是因为信息系统打通提高了公司生产效率，公司才能在今年推出 799、899 的优惠活动，终端价下降的情况下公司还能将毛利率和净利率能维持在原有水平，对于行业中大部分企业很难做到。

柔性生产线+信息软件系统即为公司筑造了较高的护城河。公司的硬件设备是由德国豪迈专门为其定制化生产，从开始设计到安装成型花了两年时间；公司的软件系统在原甲骨文公司定制系统上已经经过 2 次改造，才实现了前后端销售生产协同，时间和技术壁垒不是同行业公司短期内能够超越的。

## 3. 多品类布局+渠道建设，延伸公司产品线

### 3.1 司米橱柜开拓公司新战场

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。未来公司将以中高端产品为定位，以 OEM 的方式向不需要定制而对外观、设计有更大需求的产品（如沙发、餐桌、床等）进行拓展，以交叉销售进一步扩大公司规模。

目前新品类最具成效的莫过于与法国 SALM 集团合资成立司米橱柜有限公司，索菲亚持股 51%。现已推出司米系列橱柜，今年 6 月前由索菲亚工厂代工生产，产量非常少。9 月后全部投产，将用 SALM 公司的 IGT 系统，生产准确率可高达 99.9%（SALM 在法国的数据），极大提高准确度和产出规模。



**图 13: 司米橱柜专卖店形象**


数据来源：公开资料，西南证券

**图 14: 司米橱柜生产基地（效果图）**


数据来源：公开资料，西南证券

目前司米橱柜已有独立的工厂、独立的经营团队以及独立的专卖店。预计今年司米能开约 300 家店，目前产量达产每月 600 单左右，今年收入贡献 1-2 亿之间。以后每年新增门店数约 300 家，到明年能有 400-500 家店实现正常营业，每家店预计年销售额可达 100 万，预计明年司米可贡献收入近 5 亿。

### 3.2 参股舒适易佰，涉足大家居+O2O

在尚品宅配通过互联网弯道超车迅速崛起后，公司也意识到线上平台对客户招揽和提高客户转化率的重要作用。因此，公司在今年 1 月以 3000 万元参股武汉舒适易佰科技有限公司并持有其 30% 的股权。舒适易佰拥有包括中央新风、中央净水、中央供暖、中央除尘等八大智能系统，为公司进入智能大家居领域埋下伏笔。公司目前暂不打算自建互联网家居店，因定制类家居是一次性消费，自建平台成本非常高。因此，公司通过舒适易佰线上流量引流，节省平台高昂的流量费用。公司还可以通过在索菲亚衣柜和智能家居的交叉销售为客户提供家居系统的一站式解决方案，发挥协同效应。

### 3.3 以经销商形式实现渠道下沉

公司未来将依然坚持“经销商专卖店”为主的形式（收入的 90% 来自经销商）。截至 2014 年底，公司拥有经销商 800 多家，经销商专卖店 1450 余间，绝大部分收入由经销商贡献。目前公司已在省会城市终端门店布局 400-500 家，地级市 500-600 家，县级 500 家左右。目前已经覆盖完三线以上城市，四五线城市已进入 300-400 个。公司会在三、四线城市加密布局，享受消费升级的红利。公司的门店在省会城市和县级扩张最快，呈现“哑铃式”的局面。县级销售额增长快主要是因为公司在县级市针对较富裕人群，而县域商品房一般面积较大（一般在 100-130m<sup>2</sup>），房间多，对定制家具需求量更大、客单价更高。三、四线城市专卖店的营收增速可达 50% 以上，但绝对额远低于省会城市公司。

目前经销商加盟店的单店年销售额约 150-180 万，好莱客和尚品宅配约 100 万，在出厂成本大致相同的情况下，索菲亚的经销商有较强的盈利能力，有助于未来公司渠道下沉。

未来公司将继续在四、五线城市加大开店力度，还有很多县级尚未进入，下沉空间很大。在一、二线城市，公司将减少在红星美凯龙等建材商场的开店力度，转而在大型街边店和人流聚集的购物中心开店，提高客户转化率。

#### 4. 员工及经销商持股计划推出，绑定各方利益链

公司在今年上半年推出了员工及经销商持股计划。1) 员工持股计划参加人数不超过 679 人，募集资金不超过 1.6193 亿元，确定的股份转让价格为 28.6 元/股。2) 经销商持股计划募集资金不超过 1.2141 亿元，全额认购民生证券索菲亚 4 号集合资产管理计划的次级份额，资管计划份额上限为 36,423 万份，按照 2: 1 比例设立优先级和次级份额，公司实际控制人之一柯建生先生向索菲亚 4 号资管计划转让股票的价格为 29.6 元/股，涉及的标的股票数量约 1230.51 万股，约占现有总股本的 2.79%。累积不超过公司股本总额的 5%，每位经销商所获股份权益对应的股票总数累积不超过公司股本总额的 1%。

本次公司在绑定员工利益的同时重点加强了对经销商团队的激励。公司目前有经销商 800 多家，经销商对公司收入贡献占绝大部分，公司的成长和快速扩张离不开经销商团队的贡献。公司一方面通过拉通销售协同系统加强对经销商销售服务行为的管理，另一方面通过持股计划充分发挥经销商的积极性，帮助公司线下销售渠道横向扩张和纵向下沉。

#### 5. 盈利预测和投资建议

对于索菲亚的盈利预测主要在于五点：(1) 原主营业务定制衣柜的业绩能够保持；(2) 橱柜业务利润贡献能达预期；(3) 大家居战略拓展有效，新品类开始贡献业绩；(4) 三费率保持稳定；(5) 所得税率未来将保持在 25% 的水平。

假设 (1)：通过提高生产准确率，降低成本，让利于终端消费者，定制衣柜的营收增速和毛利率在未来三年能够保持。2015-2017 年收入增速分别为 33%，34% 和 35%，毛利率分别为 37.5%，37.6% 和 37.6%。

假设 (2)：橱柜业务以每年新增 300 家门店的速度扩张，单店年销售额可达 100 万。在 2014 年低基数的情况下，未来三年的营收增速分别为 600%，400% 和 100%，毛利率分别为 30%，34% 和 34%。

假设 (3)：新品类不断丰富，地板和实木代售收入增速有所回升。未来三年营收增速分别为 -10%，3% 和 9%，毛利率分别为 13%，15% 和 15%。

假设 (4)：未来三年三费率分别为 19.5%、19.7% 和 19.9%。

表 1: 分项业务预测

百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>合计</b>						
营业收入	1,221.70	1,783.48	2,361.08	3,251.43	4,664.44	6,567.96
yoy	—	45.98%	32.39%	37.71%	43.46%	40.81%
营业成本	795.28	1,122.62	1,478.91	2,041.47	2,929.95	4,136.04
毛利率	34.90%	37.05%	37.36%	37.21%	37.19%	37.03%
<b>定制衣柜及其配件定制家具收入</b>						
收入	1,160.64	1,723.84	2,306.24	3,122.30	4,183.88	5,648.24
yoy	—	48.52%	33.79%	33.00%	34.00%	35.00%
成本	745.11	1,076.02	1,440.54	1,951.44	2,610.74	3,524.50
毛利率	35.80%	37.58%	37.54%	37.50%	37.60%	37.60%
<b>地板</b>						
收入	52.01	48.27	27.73	24.96	25.71	28.02
yoy	—	-7.19%	-42.55%	-10.00%	3.00%	9.00%
成本	44.50	41.71	24.42	21.71	21.85	23.82
毛利率	14.44%	13.59%	11.94%	13.00%	15.00%	15.00%
<b>橱柜及其配件</b>						
收入	0.00	0.00	12.31	86.17	430.85	861.70
yoy	—	—	—	600.00%	400.00%	100.00%
成本	0.00	0.00	9.53	60.32	284.36	568.72
毛利率	—	—	22.58%	30.00%	34.00%	34.00%
<b>其他</b>						
收入	9.05	11.37	14.80	18.00	24.00	30.00
成本	5.67	4.89	4.42	8.00	13.00	19.00

数据来源: 西南证券

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 35.3、25.7 和 18.9 倍。基于司米橱柜业务放量，新系统引进后经营效率提升，同店增速快，门店下沉力度，三、四线城市扩张明显，我们认为公司 2015 年营业收入增速将达到 +35%，带动净利润实现快速增长。我们看好公司在大家居领域布局、较高的客户转化率和市场口碑、与舒适易佰在智能家居领域的协同发展，行业壁垒已经形成。目前家居行业市盈率 48 倍，考虑到公司目前大盘行情不稳定，给予 10% 的折价空间，目标价 43.2 元，首次给予“买入”评级。

## 6. 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。

**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	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>352.26</b>	<b>489.66</b>	<b>724.34</b>	<b>972.48</b>
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	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-442.90</b>	<b>-208.00</b>	<b>-206.00</b>	<b>-204.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>396.01</b>	<b>552.09</b>	<b>780.91</b>	<b>1079.32</b>	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
<b>利润总额</b>	<b>400.86</b>	<b>557.33</b>	<b>785.68</b>	<b>1083.93</b>	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	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-20.46</b>	<b>-155.65</b>	<b>-188.45</b>	<b>-262.35</b>
归属母公司股东净利润	326.90	441.05	606.21	825.61	<b>现金流量净额</b>	<b>-119.54</b>	<b>126.02</b>	<b>329.90</b>	<b>506.13</b>
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	<b>成长能力</b>				
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	<b>获利能力</b>				
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%
<b>资产总计</b>	<b>2533.28</b>	<b>2952.70</b>	<b>3596.10</b>	<b>4474.24</b>	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	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>451.99</b>	<b>572.73</b>	<b>801.89</b>	<b>1118.36</b>	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	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	116.67%	—	—	—
少数股东权益	140.11	144.93	151.54	160.56	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2081.29</b>	<b>2379.97</b>	<b>2794.21</b>	<b>3355.88</b>	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%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	451.62	631.13	888.36	1216.35	每股收益	0.74	1.00	1.37	1.87
PE	47.62	35.30	25.68	18.86	每股净资产	4.72	5.40	6.34	7.61
PB	7.48	6.54	5.57	4.64	每股经营现金	0.80	1.11	1.64	2.21
PS	6.59	4.79	3.34	2.37	每股股利	0.25	0.33	0.45	0.62
EV/EBITDA	31.83	22.54	15.65	11.01					
股息率	0.71%	0.95%	1.28%	1.75%					

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