

## 业绩靓丽, 龙头巩固

- **业绩总结:** 2016年公司一季度实现营业收入6.43亿元, 同比增长46.21%, 营业利润6625.89万元, 同比增长33.44%, 归母净利润5262.33万元, 同比增长46.57%。
- **业绩快速增长来自于:** 1) **衣柜营收成绩靓丽:** 定制衣柜及配件收入6亿元, 占公司总营收94%, 同比增长42%。这主要是由于公司的市场营销力度大, 推出了“799款”免费升级“899款”, 公司主动让利推动订单大幅增加, 引流效果显著; 2) **橱柜业务增幅巨大, 折旧计提影响短期利润:** 定制橱柜销售收入3701万元, 占比5.79%, 同比增长320%。但由于2015年底新增的厂房和设备于2016年开始计提折旧等影响, 一季度橱柜公司亏损2000万元, 并表后影响公司利润约1000万元。受司米橱柜并表拖累, 公司2016Q1毛利率34.25%, 同比下滑1.4%; 3) **OEM大爆发:** 公司从2015年中期开始推出床、餐桌、书桌等实木类OEM, 2016Q1OEM产品实现营收约2000万, 远远超出预期。而地板销售安装及板材加工业务实现营业收入193.8万元, 占比0.30%, 同比下滑55.20%。
- **未来投资看点:** 1) **地产回暖拉动家居产业, 公司乃全屋定制的家居龙头:** 15H2以来, 一二线城市房屋交投火爆, 新房对家居市场的传导效果或延伸至明年, 但对于二手房交易比较活跃的地区尤其是一线城市, 可能会较早的于二、三季度反映。因此, 新增需求和更新换代需求将极大拉动公司的订单增长; 2) **橱柜规模化效应将显现:** 公司的橱柜业务已有1年多的筹备开拓期, 今年也公司将开展多样化营销手段提升橱柜市场竞争力及市场份额。除此之外, 司米橱柜和公司共享经销商, 规模化运营将降低成本费用, 提升利润率, 预计橱柜或于2017年盈利; 3) **渠道进一步扩张, 下沉至三、四线城市:** 截止15年底, 公司衣柜门店约1600家, 橱柜门店261家, 衣柜门店约一半布局在县级城市。公司计划2016年公司新增衣柜门店和橱柜约200家, 同时积极向县级城市下沉。4) **智能化升级:** 公司不断提升生产线的自动化和智能化水平, 材料利用率上升将降低生产成本, 利好成本端。
- **盈利预测及评级:** 同行业可比公司平均PE33倍, 考虑到公司乃定制家具龙头, 多品类开拓市场, 积极加快渠道假设, 智能化提升管理效率, 我们看好公司的实力, 给予公司43倍PE, 目标价59.3元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 房地产行业低迷的风险; 橱柜产品开拓(或)不及预期。

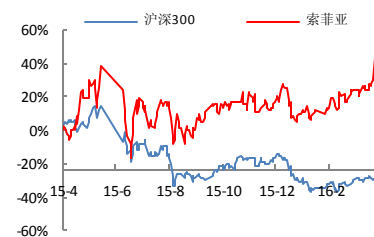
| 指标年度          | 2015A   | 2016E   | 2017E   | 2018E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 3195.74 | 4383.89 | 5844.80 | 7637.27 |
| 增长率           | 35.35%  | 37.18%  | 33.32%  | 30.67%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 459.02  | 606.95  | 813.71  | 1089.42 |
| 增长率           | 40.42%  | 32.23%  | 34.06%  | 33.88%  |
| 每股收益EPS(元)    | 1.04    | 1.38    | 1.85    | 2.47    |
| 净资产收益率ROE     | 18.65%  | 21.57%  | 24.36%  | 26.93%  |
| PE            | 46      | 34      | 26      | 19      |
| PB            | 8.63    | 7.43    | 6.26    | 5.17    |

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)    | 2.72       |
| 52周内股价区间(元) | 25.45-49.6 |
| 总市值(亿元)     | 209.02     |
| 总资产(亿元)     | 29.15      |
| 每股净资产(元)    | 4.85       |

### 相关研究

1. 索菲亚(002572): 增长强劲, 积极布局战略投资 (2015-10-22)
2. 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)     | 2015A          | 2016E          | 2017E          | 2018E          | 现金流量表 (百万元)      | 2015A          | 2016E          | 2017E          | 2018E          |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入          | 3195.74        | 4383.89        | 5844.80        | 7637.27        | 净利润              | 451.89         | 606.95         | 813.71         | 1089.42        |
| 营业成本          | 1987.76        | 2780.34        | 3662.22        | 4758.74        | 折旧与摊销            | 111.53         | 158.92         | 223.42         | 276.89         |
| 营业税金及附加       | 28.72          | 36.44          | 49.53          | 64.96          | 财务费用             | -12.41         | 6.12           | 6.85           | 6.14           |
| 销售费用          | 307.96         | 417.20         | 561.10         | 731.52         | 资产减值损失           | 12.71          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 管理费用          | 274.94         | 377.01         | 526.03         | 677.17         | 经营营运资本变动         | 37.31          | -24.12         | 56.91          | 51.10          |
| 财务费用          | -12.41         | 6.12           | 6.85           | 6.14           | 其他               | 228.67         | 0.26           | -0.13          | 0.02           |
| 资产减值损失        | 12.71          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>经营活动现金流净额</b> | <b>829.70</b>  | <b>748.13</b>  | <b>1100.77</b> | <b>1423.57</b> |
| 投资收益          | 3.92           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 资本支出             | -603.06        | -550.00        | -550.00        | -550.00        |
| 公允价值变动损益      | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 其他               | -187.27        | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 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>-790.33</b> | <b>-550.00</b> | <b>-550.00</b> | <b>-550.00</b> |
| <b>营业利润</b>   | <b>599.98</b>  | <b>766.78</b>  | <b>1039.06</b> | <b>1398.73</b> | 短期借款             | 18.40          | 31.60          | 0.00           | 0.00           |
| 其他非经营损益       | 5.80           | 5.58           | 5.53           | 5.59           | 长期借款             | 49.00          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>605.78</b>  | <b>772.36</b>  | <b>1044.60</b> | <b>1404.32</b> | 股权融资             | 38.68          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 153.89         | 165.41         | 230.89         | 314.91         | 支付股利             | -154.35        | -216.73        | -286.58        | -384.20        |
| 净利润           | 451.89         | 606.95         | 813.71         | 1089.42        | 其他               | -29.49         | -56.13         | -6.85          | -6.14          |
| 少数股东损益        | -7.12          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>筹资活动现金流净额</b> | <b>-77.76</b>  | <b>-241.26</b> | <b>-293.43</b> | <b>-390.34</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 459.02         | 606.95         | 813.71         | 1089.42        | <b>现金流量净额</b>    | <b>-38.74</b>  | <b>-43.13</b>  | <b>257.34</b>  | <b>483.23</b>  |
|               |                |                |                |                |                  |                |                |                |                |
| 资产负债表 (百万元)   | 2015A          | 2016E          | 2017E          | 2018E          | 财务分析指标           | 2015A          | 2016E          | 2017E          | 2018E          |
| 货币资金          | 997.41         | 954.29         | 1211.62        | 1694.86        | <b>成长能力</b>      |                |                |                |                |
| 应收和预付款项       | 110.88         | 164.81         | 215.90         | 280.83         | 销售收入增长率          | 35.35%         | 37.18%         | 33.32%         | 30.67%         |
| 存货            | 197.03         | 283.96         | 366.85         | 479.05         | 营业利润增长率          | 51.51%         | 27.80%         | 35.51%         | 34.61%         |
| 其他流动资产        | 164.48         | 225.63         | 300.82         | 393.07         | 净利润增长率           | 36.74%         | 34.31%         | 34.06%         | 33.88%         |
| 长期股权投资        | 28.25          | 28.25          | 28.25          | 28.25          | EBITDA 增长率       | 54.80%         | 33.29%         | 36.22%         | 32.49%         |
| 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     | 1290.58        | 1691.25        | 2027.43        | 2310.13        | 毛利率              | 37.80%         | 36.58%         | 37.34%         | 37.69%         |
| 无形资产和开发支出     | 221.02         | 216.35         | 211.69         | 207.02         | 三费率              | 17.85%         | 18.26%         | 18.72%         | 18.53%         |
| 其他非流动资产       | 144.67         | 139.74         | 134.81         | 129.88         | 净利率              | 14.14%         | 13.85%         | 13.92%         | 14.26%         |
| <b>资产总计</b>   | <b>3154.32</b> | <b>3704.28</b> | <b>4497.36</b> | <b>5523.09</b> | ROE              | 18.65%         | 21.57%         | 24.36%         | 26.93%         |
| 短期借款          | 18.40          | 50.00          | 50.00          | 50.00          | ROA              | 14.33%         | 16.39%         | 18.09%         | 19.72%         |
| 应付和预收款项       | 517.10         | 662.94         | 892.92         | 1168.72        | ROIC             | 30.61%         | 30.24%         | 32.75%         | 37.56%         |
| 长期借款          | 49.00          | 49.00          | 49.00          | 49.00          | EBITDA/销售收入      | 21.88%         | 21.26%         | 21.72%         | 22.02%         |
| 其他负债          | 146.79         | 129.09         | 165.05         | 209.76         | <b>营运能力</b>      |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>731.29</b>  | <b>891.03</b>  | <b>1156.98</b> | <b>1477.48</b> | 总资产周转率           | 1.12           | 1.28           | 1.43           | 1.52           |
| 股本            | 440.98         | 440.98         | 440.98         | 440.98         | 固定资产周转率          | 4.34           | 3.38           | 3.26           | 3.61           |
| 资本公积          | 847.41         | 847.41         | 847.41         | 847.41         | 应收账款周转率          | 48.10          | 49.27          | 47.31          | 47.43          |
| 留存收益          | 1041.57        | 1431.79        | 1958.93        | 2664.15        | 存货周转率            | 11.71          | 11.55          | 11.25          | 11.25          |
| 归属母公司股东权益     | 2304.44        | 2694.67        | 3221.80        | 3927.02        | 销售商品提供劳务收到现金营业收入 | 119.17%        | —              | —              | —              |
| 少数股东权益        | 118.59         | 118.59         | 118.59         | 118.59         | <b>资本结构</b>      |                |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>2423.03</b> | <b>2813.25</b> | <b>3340.39</b> | <b>4045.61</b> | 资产负债率            | 23.18%         | 24.05%         | 25.73%         | 26.75%         |
| 负债和股东权益合计     | 3154.32        | 3704.28        | 4497.36        | 5523.09        | 带息债务/总负债         | 9.22%          | 11.11%         | 8.56%          | 6.70%          |
|               |                |                |                |                | 流动比率             | 2.21           | 1.97           | 1.92           | 2.02           |
|               |                |                |                |                | 速动比率             | 1.91           | 1.63           | 1.58           | 1.68           |
|               |                |                |                |                | 股利支付率            | 33.63%         | 35.71%         | 35.22%         | 35.27%         |
| 业绩和估值指标       | 2015A          | 2016E          | 2017E          | 2018E          | <b>每股指标</b>      |                |                |                |                |
| EBITDA        | 699.11         | 931.82         | 1269.34        | 1681.77        | 每股收益             | 1.04           | 1.38           | 1.85           | 2.47           |
| PE            | 45.54          | 34.44          | 25.69          | 19.19          | 每股净资产            | 5.49           | 6.38           | 7.57           | 9.17           |
| PB            | 8.63           | 7.43           | 6.26           | 5.17           | 每股经营现金           | 1.88           | 1.70           | 2.50           | 3.23           |
| PS            | 6.54           | 4.77           | 3.58           | 2.74           | 每股股利             | 0.35           | 0.49           | 0.65           | 0.87           |
| EV/EBITDA     | 28.50          | 21.41          | 15.52          | 11.42          |                  |                |                |                |                |
| 股息率           | 0.74%          | 1.04%          | 1.37%          | 1.84%          |                  |                |                |                |                |

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（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

### 广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn