

## 收入增速稳健，利润率逐渐改善

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2017 年三季度报, 前三季度实现营收 35.9 亿元, 同比增长 31.2%; 实现归母净利润 2.1 亿元, 同比增长 73.8%, 扣非后归母净利润为 1.8 亿元, 同比增长 51.5%。其中 Q3 单季实现收入 14.4 亿元, 同比增长 32.6%; 实现归母净利润 1.4 亿元, 同比增长 56.5%; 扣非归母净利润为 1.2 亿元, 同比增长 34.8%。
- **渠道扩张和套餐式营销共促高增长。** 今年来一二线城市地产销售增速同比下滑的情况下公司仍保持了 30% 以上的高增长态势, 我们认为主要是渠道扩张和营销发力带动。为扩大业务规模, 公司今年来采取各种创新方法积极开拓加盟店, 同时根据各城市直营店情况及该城市的市场饱和度, 在一些城市加密了直营店数量。截至 2017 年 9 月底, 公司加盟店达到 1442 家, 直营店达到 83 家, 门店总数达 1525 家。Q3 开店加速明显加快, 加盟店 17Q3 净增 161 家 (上半年净增 200 家), 直营店 17Q3 净增 4 家 (上半年净增 3 家)。同时公司通过开发一系列促销引流活动加大宣传提高品牌认知度: 公司持续推进一口价衣柜及“宅配优选”、“维意甄选”系列套餐产品, 套餐提升全屋销售渗透率, 拉动订单量和客单价的增长。三季度公司预收款达到 9.1 亿元, 比年初增长 18.8%, 表明公司在手订单良好, 为四季度高增长打下基础。
- **费用管控效果逐渐显现, 促净利率提升。** 从去年下半年开始, 原材料成本上涨, 同时直营渠道向加盟渠道转移, 导致毛利率同比下滑 0.9 个百分点。但直营渠道的缩减也带动了费用率的降低, 销售费用和管理费用率同比降低 1.2 个百分点和 0.46 个百分点; 同时募集资金到位, 银行存款利息收入增加带动财务费用下降, 净利率提升 1.1 个百分点至 5.7%, 其中单三季度净利率达到 9.7% 的高位。我们判断, 随着加盟渠道占比逐渐提升, 公司净利率还有较大上升空间, 逐渐向行业平均水平靠近。
- **信息化领先, 全屋定制构筑护城河。** 公司以软件开发起家, 在智能制造和信息化水平方面有行业领先优势, 公司自主研发前端 3D 设计软件, 智能审单拆单系统, 大幅提升导流设计效率和单个工人产出率, 板材利用率处于行业较高水平。以先进的智能制造水平作铺垫, 公司能够大规模定制化生产全屋的板式家具, 在衣柜、橱柜、电视柜、酒柜等各空间转换自如, 支持消费者参与产品设计, 针对性地提供定制化生产方案。此外, 公司拟在华东建造智能定制家居生产基地, 建立智能定制家居生产车间、智能立体结构仓库等, 率先在智能家具领域布局, 加强先发优势。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 3.39 元、4.77 元、6.53 元, 随着公司直营转加盟的策略逐渐推进, 净利率会继续提升, 近三年净利润复合增速为 42.6%, 考虑到四季度估值切换行情, 给予公司 18 年 40 倍 PE, 对应目标价为 190.8 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格上涨过快的风险; 地产增速大幅下滑的风险; 下游销售增长不及预期的风险; 产能释放不及预期的风险。

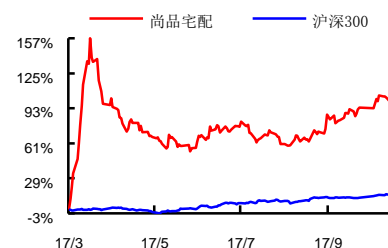
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	4026.00	5280.62	6905.60	9033.08
增长率	30.39%	31.16%	30.77%	30.81%
归属母公司净利润 (百万元)	255.51	374.59	526.44	721.39
增长率	83.12%	46.60%	40.54%	37.03%
每股收益 EPS (元)	2.31	3.39	4.77	6.53
净资产收益率 ROE	30.62%	32.71%	33.36%	33.28%
PE	69	47	33	24
PB	21.01	15.31	11.11	8.09

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣  
执业证号: S1250517080002  
电话: 023-67511807  
邮箱: cxin@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	1.10
流通 A 股(亿股)	0.27
52 周内股价区间(元)	78.26-201.0
总市值(亿元)	175.29
总资产(亿元)	41.01
每股净资产(元)	21.99

### 相关研究

**关键假设：**

假设 1：公司募投项目中的佛山南海新增产能在未来两年逐步投产，产能瓶颈逐渐消除，近三年产能释放程度分别为 30%、80%和 100%。

假设 2：考虑到未来直营占比逐渐缩减，整体毛利率相应有所下滑，预计未来三年毛利率水平分别为 45.76%、45.61%和 45.39%。

假设 3：随着经销占比提升，软件服务和 O2O 引流服务增速也加快，将快于公司整体增速。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入和成本预测**

百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>合计</b>						
营业收入	1,912.2	3,087.7	4,026.0	5,280.6	6,905.6	9,033.1
yoy		61.47%	30.39%	31.16%	30.77%	30.81%
营业成本	1,055.1	1,699.6	2,166.4	2,864.3	3,755.8	4,933.0
毛利率	44.82%	44.96%	46.19%	45.76%	45.61%	45.39%
<b>定制家具产品</b>						
收入	1549.03	2399.98	3277.57	4424.72	5,884.88	7,768.04
yoy		54.93%	36.57%	35.00%	33.00%	32.00%
成本	860.85	1298.16	1729.77	2389.349	3,207.26	4,272.42
毛利率	44.43%	45.91%	47.22%	46.00%	45.50%	45.00%
<b>配套家具产品</b>						
收入	275.78	565.23	591.5	650.65	748.25	897.90
yoy		104.96%	4.65%	10.00%	15.00%	20.00%
成本	188.35	391.44	422.29	455.46	523.77	628.53
毛利率	31.70%	30.75%	28.61%	30.00%	30.00%	30.00%
<b>软件及技术服务</b>						
收入	59.60	66.90	85.50	111.15	146.72	196.60
yoy		12.25%	27.80%	30.00%	32.00%	34.00%
成本	2.93	3.19	4.05	5.34	7.04	9.44
毛利率	95.08%	95.23%	95.26%	95.20%	95.20%	95.20%
<b>O2O 引流服务</b>						
收入	13.79	46.25	59.86	80.21	109.09	150.54
yoy		235.39%	29.43%	34.00%	36.00%	38.00%
成本	1.56	5.42	8.80	12.03	15.27	19.57
毛利率	88.69%	88.28%	85.30%	85.00%	86.00%	87.00%
<b>其他业务</b>						
收入	14.04	9.37	11.57	13.88	16.66	19.99
yoy		-33.26%	23.48%	20.00%	20.00%	20.00%
成本	1.39	1.42	1.49	2.08	2.50	3.00
毛利率	90.10%	84.85%	87.12%	85.00%	85.00%	85.00%

数据来源：西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4026.00	5280.62	6905.60	9033.08	净利润	255.51	374.59	526.44	721.39
营业成本	2166.40	2864.25	3755.85	4932.96	折旧与摊销	90.80	76.56	80.57	85.28
营业税金及附加	43.31	56.81	74.29	97.18	财务费用	2.95	6.29	8.22	10.75
销售费用	1124.43	1425.77	1829.98	2348.60	资产减值损失	5.02	5.00	5.00	5.00
管理费用	371.84	475.26	600.79	767.81	经营营运资本变动	269.91	105.10	271.86	295.02
财务费用	2.95	6.29	8.22	10.75	其他	93.68	-1.00	0.00	-3.00
资产减值损失	5.02	5.00	5.00	5.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>717.87</b>	<b>566.53</b>	<b>892.09</b>	<b>1114.44</b>
投资收益	2.51	3.00	5.00	8.00	资本支出	-282.63	-14.00	-19.50	-25.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-57.06	3.00	5.00	8.00
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>-339.69</b>	<b>-11.00</b>	<b>-14.50</b>	<b>-17.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>314.56</b>	<b>450.24</b>	<b>636.47</b>	<b>878.77</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	6.95	7.58	7.37	7.44	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>321.51</b>	<b>457.82</b>	<b>643.83</b>	<b>886.21</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	66.00	83.24	117.39	164.82	支付股利	-32.00	-63.88	-93.65	-131.61
净利润	255.51	374.59	526.44	721.39	其他	0.00	-6.29	-8.22	-10.75
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-32.00</b>	<b>-70.16</b>	<b>-101.87</b>	<b>-142.36</b>
归属母公司股东净利润	255.51	374.59	526.44	721.39	<b>现金流量净额</b>	<b>346.17</b>	<b>485.37</b>	<b>775.73</b>	<b>955.08</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	848.02	1333.39	2109.11	3064.19	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	66.55	106.81	133.26	174.87	销售收入增长率	30.39%	31.16%	30.77%	30.81%
存货	296.77	538.78	733.84	1043.91	营业利润增长率	105.53%	43.14%	41.36%	38.07%
其他流动资产	4.47	5.87	7.67	10.04	净利润增长率	83.12%	46.60%	40.54%	37.03%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	76.09%	30.56%	36.05%	34.41%
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	748.94	693.84	642.78	595.59	毛利率	46.19%	45.76%	45.61%	45.39%
无形资产和开发支出	79.80	79.68	80.00	80.74	三费率	37.24%	36.12%	35.32%	34.62%
其他非流动资产	105.41	128.08	152.74	178.91	净利率	6.35%	7.09%	7.62%	7.99%
<b>资产总计</b>	<b>2149.97</b>	<b>2886.44</b>	<b>3859.41</b>	<b>5148.25</b>	ROE	30.62%	32.71%	33.36%	33.28%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.88%	12.98%	13.64%	14.01%
应付和预收款项	1233.02	1644.10	2148.94	2808.79	ROIC	4908.59%	-288.64%	-138.95%	-100.37%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.14%	10.10%	10.50%	10.79%
其他负债	82.61	97.29	132.63	171.84	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1315.62</b>	<b>1741.39</b>	<b>2281.57</b>	<b>2980.62</b>	总资产周转率	2.15	2.10	2.05	2.01
股本	81.00	110.39	110.39	110.39	固定资产周转率	7.94	7.54	10.71	15.30
资本公积	35.43	6.04	6.04	6.04	应收账款周转率	1544.99	1693.02	1640.24	1657.01
留存收益	717.91	1028.62	1461.42	2051.20	存货周转率	6.00	5.36	4.93	4.82
归属母公司股东权益	834.34	1145.05	1577.84	2167.63	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	120.20%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>834.34</b>	<b>1145.05</b>	<b>1577.84</b>	<b>2167.63</b>	资产负债率	61.19%	60.33%	59.12%	57.90%
负债和股东权益合计	2149.97	2886.44	3859.41	5148.25	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	0.92	1.14	1.31	1.44
					速动比率	0.70	0.83	0.99	1.09
					股利支付率	12.52%	17.05%	17.79%	18.24%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	2.31	3.39	4.77	6.53
					每股净资产	7.56	10.37	14.29	19.64
					每股经营现金	6.50	5.13	8.08	10.10
					每股股利	0.29	0.58	0.85	1.19
业绩和估值指标									
EBITDA	408.30	533.09	725.26	974.80					
PE	68.60	46.80	33.30	24.30					
PB	21.01	15.31	11.11	8.09					
PS	4.35	3.32	2.54	1.94					
EV/EBITDA	29.35	30.32	21.22	14.81					
股息率	0.18%	0.36%	0.53%	0.75%					

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 20 楼

邮编：200120

### 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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn