

客单价提升+渠道发力，业务步入高成长期

投资要点

- **事件：**公司发布年报，2016 年实现营收 14.3 亿元，同比增长 32.4%，实现归母净利润 2.5 亿元，同比增长 55.3%。其中，16Q4 实现营收 4.8 亿元，同比增长 39.4%，实现归母净利润 9854 万元，同比增长 72.8%。
- **量价齐升助推业绩高速增长，盈利能力显著提升。**2016 年公司实现主营业务收入 14.2 亿元，同比增长 33.1%，业绩高速增长原因：1) 公司通过丰富全屋产品体系和提高全屋定制研发能力，推动出厂客单价及经销终端客单价同比增长 15% 以上；2) 公司通过加强引流管理及提升订单转换率，再加上同店单店坪效提升和新增门店的贡献，推动订单数量增长。公司 2016 年毛利率上升 1.9 个百分点至 39.7%，主要原因是：1) 柜体板材利用率比上年增加 3.3 个百分点；2) 通过集中议价及采购等方式控制原材料平均采购价格；3) 人均效能随规模扩张不断提升并在费用管控上有所成效。
- **品牌推广继续发力，渠道建设不断完善。**2016 年，公司聘请了 Angela baby 作为品牌形象代言人，为公司在国内渠道的开拓助力，品牌认知度有一定幅度提升。同时公司延续以经销商为主的销售模式，16 年在营收中占比 93.4%。截至 16 年底公司共有近 1000 家经销商，经销商专卖店近 1300 家，在加密一、二线城市销售网点的同时，推动三至五线城市销售网点下沉，2017 公司将继续推进这一战略并计划增加 300 家左右经销商门店。
- **扩大产能，完善产品品类，推进信息化建设。**公司在 2016 年完成广州萝岗、惠州、从化三大生产基地的产能规划及建设方案，有效消除产能瓶颈，该举措能够为未来 3-5 年公司全屋定制的发展提供保障。公司在 2016 年 11 月推出 6 个全新产品，优化产品风格、扩大客户覆盖范围。在信息化建设方面，公司 3D 设计软件和 3D 模块云平台成功上线，同时提升数据处理能力。此外，公司定增顺利过会，能够为公司定制家居智能生产以及信息系统升级提供有利支持，促进公司业绩高速增长。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.17 元、1.56 元、2.05 元，考虑到定制家具行业广阔成长空间和公司在行业中的优势地位，给予公司 2017 年 35 倍 PE，对应目标价 40.95 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅上涨的风险；终端销售低于预期的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1433.03	1933.76	2551.05	3315.01
增长率	32.44%	34.94%	31.92%	29.95%
归属母公司净利润 (百万元)	252.27	350.78	468.46	615.49
增长率	55.30%	39.05%	33.55%	31.39%
每股收益 EPS (元)	0.84	1.17	1.56	2.05
净资产收益率 ROE	21.77%	24.51%	26.36%	27.62%
PE	42	30	23	17
PB	9.16	7.42	5.97	4.76

数据来源: Wind, 西南证券

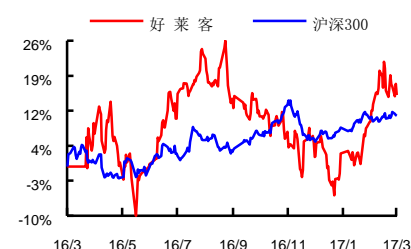
西南证券研究发展中心

分析师: 李佳颖
 执业证号: S1250513090001
 电话: 023-63786561
 邮箱: lijy@swsc.com.cn

联系人: 蔡欣
 电话: 023-67511807
 邮箱: cxin@swsc.com.cn

联系人: 徐雅涵
 电话: 021-68415526
 邮箱: xyhan@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)	3.00
流通 A 股(亿股)	0.87
52 周内股价区间(元)	27.7-38.86
总市值(亿元)	106.16
总资产(亿元)	15.72
每股净资产(元)	3.86

相关研究

关键假设：

考虑到定制家具处于高速成长期，终端销售景气度持续向好，我们对公司盈利预测如下：

假设 1：公司板材利用率和一次安装正确率持续提升，17~19 年综合毛利率分别为 40.83%、41.31%、41.79%；

假设 2：随着公司渠道拓展，产品认可度增强，衣柜及配套产品客单价持续上涨，门店下沉，开店数提升，17~19 年增速分别为 35%、32%、30%。

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：分业务收入及毛利率预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
合计				
营业收入	1433.0	1933.8	2551.0	3315.0
yoy	32.44%	34.94%	31.92%	29.95%
营业成本	860.1	1144.2	1497.3	1929.7
毛利率	39.98%	40.83%	41.31%	41.79%
整体衣柜及配套家具				
收入	1416.4	1912.14	2524.02	3281.23
yoy	33.09%	35.00%	32.00%	30.00%
成本	854.82	1137.723	1489.17	1919.52
毛利率	39.65%	40.50%	41.00%	41.50%
其他				
收入	16.63	21.619	27.02	33.78
yoy	-6.47%	30.00%	25.00%	25.00%
成本	5.28	6.4857	8.11	10.13
毛利率	68.25%	70.00%	70.00%	70.00%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1433.03	1933.76	2551.05	3315.01	净利润	252.27	350.78	468.46	615.49
营业成本	860.08	1144.21	1497.28	1929.65	折旧与摊销	38.55	36.88	43.21	50.17
营业税金及附加	16.47	22.22	29.31	38.09	财务费用	-2.19	-8.46	-13.10	-19.02
销售费用	191.35	261.06	349.49	460.79	资产减值损失	3.28	5.00	5.00	5.00
管理费用	82.35	111.19	146.69	192.27	经营营运资本变动	-489.09	-220.95	-157.20	-234.57
财务费用	-2.19	-8.46	-13.10	-19.02	其他	562.21	71.00	64.00	109.00
资产减值损失	3.28	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	365.03	234.25	410.37	526.08
投资收益	6.80	6.00	6.00	6.00	资本支出	-147.95	-80.00	-100.00	-120.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-524.93	79.60	6.00	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	-672.88	-0.40	-94.00	-114.00
营业利润	288.48	404.54	542.37	714.22	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	6.51	5.63	5.92	5.82	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	294.99	410.17	548.29	720.05	股权融资	91.02	10.00	0.00	0.00
所得税	42.73	59.39	79.83	104.55	支付股利	0.00	-88.29	-122.77	-163.96
净利润	252.27	350.78	468.46	615.49	其他	-59.55	8.46	13.10	19.02
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	31.48	-69.83	-109.68	-144.94
归属母公司股东净利润	252.27	350.78	468.46	615.49	现金流量净额	-276.37	164.02	206.69	267.14
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	256.46	420.48	627.17	894.31	成长能力				
应收和预付款项	28.90	35.11	47.66	60.58	销售收入增长率	32.44%	34.94%	31.92%	29.95%
存货	51.81	68.17	74.37	73.12	营业利润增长率	54.15%	40.23%	34.07%	31.69%
其他流动资产	547.85	739.68	975.67	1267.73	净利润增长率	55.30%	39.05%	33.55%	31.39%
长期股权投资	10.18	10.18	10.18	10.18	EBITDA 增长率	50.33%	33.28%	32.22%	30.20%
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	558.04	605.54	666.70	740.91	毛利率	39.98%	40.83%	41.31%	41.79%
无形资产和开发支出	85.16	81.85	78.55	75.25	三费率	18.95%	18.81%	18.94%	19.13%
其他非流动资产	33.63	-41.44	-42.52	-43.59	净利率	17.60%	18.14%	18.36%	18.57%
资产总计	1572.03	1919.57	2437.80	3078.49	ROE	21.77%	24.51%	26.36%	27.62%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	16.05%	18.27%	19.22%	19.99%
应付和预收款项	290.64	365.50	483.14	628.82	ROIC	40.68%	35.26%	40.29%	46.24%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	22.67%	22.39%	22.44%	22.48%
其他负债	122.73	122.91	177.82	221.30	营运能力				
负债合计	413.36	488.41	660.96	850.11	总资产周转率	1.05	1.11	1.17	1.20
股本	299.90	299.90	299.90	299.90	固定资产周转率	3.27	3.89	4.55	5.27
资本公积	314.12	324.12	324.12	324.12	应收账款周转率	367.33	396.88	383.96	384.51
留存收益	627.25	889.74	1235.42	1686.96	存货周转率	8.52	5.35	4.93	4.78
归属母公司股东权益	1158.67	1431.16	1776.84	2228.37	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	118.97%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1158.67	1431.16	1776.84	2228.37	资产负债率	26.29%	25.44%	27.11%	27.61%
负债和股东权益合计	1572.03	1919.57	2437.80	3078.49	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.15	2.59	2.62	2.70
					速动比率	2.02	2.45	2.50	2.62
					股利支付率	0.00%	25.17%	26.21%	26.64%
					每股指标				
					每股收益	0.84	1.17	1.56	2.05
					每股净资产	3.86	4.77	5.92	7.43
					每股经营现金	1.22	0.78	1.37	1.75
					每股股利	0.00	0.29	0.41	0.55
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	324.85	432.96	572.48	745.38					
PE	42.08	30.27	22.66	17.25					
PB	9.16	7.42	5.97	4.76					
PS	7.41	5.49	4.16	3.20					
EV/EBITDA	31.82	23.67	17.54	13.11					
股息率	0.00%	0.83%	1.16%	1.54%					

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

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
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@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
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@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