

增长强劲, 橱柜产能扩张

投资要点

- **事件:** 公司发布一季报, 17Q1 实现营收 9.5 亿元, 同比增长 48.3%, 实现归母净利润 7723 万元, 同比增长 46.8%, 业绩增速符合预期。公司预计上半年归母净利润变动幅度为 2.6 亿元-3 亿元, 同比增 30%-50%。同时发布公告, 将在湖北新建橱柜生产基地, 年产橱柜达到 23 万套, 第一期投资 4.35 亿元, 产能 8.2 万套, 计划建设期限为 24 个月。
- **定制业务稳增长, 橱柜毛利率扭亏。** 分业务看, 定制衣柜实现收入 8.18 亿, 同比增长 40.3%, 橱柜实现收入 1.02 亿, 同比增长 173%, 收入占比提升至 10.7%, 非定制类产品收入约 3100 万, 增速符合预期。一季度橱柜毛利率已经扭亏为盈, 预计今年全年橱柜收入将达到 8 亿元, 随着规模效应愈发显现, 今年有望实现盈亏平衡。截至 3 月底司米门店达到 637 家, 大概率实现全年 800 家的目标。目前司米橱柜的产能为 15 亿元, 湖北生产基地的扩张展现出公司对橱柜业务发展的强烈信心, 预计 2019 年初一期工程落地, 产能需求得以满足, 多点产能布局有望复制索菲亚定制家具业务增长路径。
- **订单量+客单价保持高增长。** 一季度公司继续加密一、二线城市销售网点, 拓展四、五线城市空白区的网点, 新开约 100 家, 门店增速约 5%, 目前经销商专卖店达到 2000 家, 预计全年将新开 200 家左右, 年底达到 2100 家。公司通过“799”促销方案继续加大引流力度, 结合电商渠道, 实现经销商专卖店线上和线下的订单持续增长。Q1 索菲亚客户数达到 9.2 万, 同比增长约 24%。同时公司在原有衣柜渠道投放床垫、实木家具、沙发、儿童学习椅等联动销售产品, 使客单价同比增长了 10.1%。
- **原材料涨价影响毛利率, 预收款大幅提升订单情况良好。** 原材料价格在去年底大幅上涨, 公司一季度毛利率为 32.4%, 同比下降 1.89 个百分点, 环比下滑 4.57 个百分点。公司已于一季度提价, 预计二季度毛利率将企稳回升。公司一季度末预收款项 3.75 亿元, 收入将于二季度确认, 展现良好订单状况。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 17-19 年 EPS 分别为 1 元、1.35 元、1.79 元, 公司橱柜业务持续放量, 今年或实现盈亏平衡, 大家居战略再下一城, 未来大概率继续保持高增长, 给予 2017 年 40 倍估值, 目标价 40 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 终端销售不及预期的风险; 外延扩张速度带来的管理风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4529.96	6243.10	8437.86	11081.50
增长率	41.75%	37.82%	35.16%	31.33%
归属母公司净利润(百万元)	664.02	926.07	1244.30	1652.72
增长率	44.66%	39.47%	34.36%	32.82%
每股收益 EPS(元)	0.72	1.00	1.35	1.79
净资产收益率 ROE	15.97%	18.30%	21.23%	23.90%
PE	48	35	26	19
PB	8.04	6.34	5.48	4.64

数据来源: Wind, 西南证券

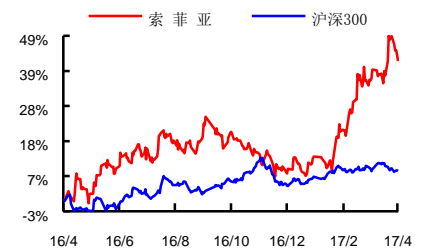
西南证券研究发展中心

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)	9.23
流通 A 股(亿股)	5.78
52 周内股价区间(元)	34.75-73.9
总市值(亿元)	320.89
总资产(亿元)	53.19
每股净资产(元)	8.59

相关研究

1. 索菲亚(002572): 进军木门领域, 大家居战略再下一城 (2017-03-15)
2. 索菲亚(002572): 订单量+客单价持续提升, 业绩保持靓丽 (2016-10-27)
3. 索菲亚(002572): 中报持续高增长, 定制家居龙头巩固 (2016-08-11)

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	4529.96	6243.10	8437.86	11081.50	净利润	637.48	926.07	1244.30	1652.72
营业成本	2873.58	3945.49	5374.02	7038.05	折旧与摊销	153.74	194.43	265.92	320.09
营业税金及附加	47.27	59.53	82.22	108.48	财务费用	-4.56	2.31	-0.04	-0.87
销售费用	387.61	499.45	632.84	831.11	资产减值损失	7.13	0.00	0.00	0.00
管理费用	404.23	536.91	725.66	953.01	经营营运资本变动	-778.44	-297.13	-313.89	-392.05
财务费用	-4.56	2.31	-0.04	-0.87	其他	1177.23	3.15	0.00	-0.53
资产减值损失	7.13	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1192.59	828.84	1196.28	1579.37
投资收益	6.08	0.00	0.00	0.00	资本支出	-389.37	-550.00	-550.00	-550.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1400.13	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1789.50	-550.00	-550.00	-550.00
营业利润	820.79	1199.42	1623.17	2151.72	短期借款	115.33	-83.73	0.00	0.00
其他非经营损益	10.08	3.78	3.54	3.37	长期借款	-24.50	0.00	0.00	0.00
利润总额	830.87	1203.20	1626.72	2155.09	股权融资	1114.90	461.71	0.00	0.00
所得税	193.38	277.12	382.41	502.37	支付股利	-220.49	-318.96	-444.84	-597.70
净利润	637.48	926.07	1244.30	1652.72	其他	-36.17	-26.81	0.04	0.87
少数股东损益	-26.53	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	949.07	32.21	-444.80	-596.83
归属母公司股东净利润	664.02	926.07	1244.30	1652.72	现金流量净额	352.74	311.06	201.49	432.54
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	1386.70	1697.76	1899.24	2331.79	成长能力				
应收和预付款项	213.84	270.98	373.90	489.96	销售收入增长率	41.75%	37.82%	35.16%	31.33%
存货	268.58	381.19	519.07	677.50	营业利润增长率	36.80%	46.13%	35.33%	32.56%
其他流动资产	1304.61	1797.98	2430.06	3191.41	净利润增长率	41.07%	45.27%	34.36%	32.82%
长期股权投资	24.93	24.93	24.93	24.93	EBITDA 增长率	38.74%	43.94%	35.30%	30.80%
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	1625.55	1992.32	2287.61	2528.72	毛利率	36.57%	36.80%	36.31%	36.49%
无形资产和开发支出	277.76	272.24	266.72	261.20	三费率	17.38%	16.64%	16.10%	16.09%
其他非流动资产	236.19	230.51	224.82	219.14	净利率	14.07%	14.83%	14.75%	14.91%
资产总计	5338.17	6667.91	8026.35	9724.65	ROE	15.97%	18.30%	21.23%	23.90%
短期借款	133.73	50.00	50.00	50.00	ROA	11.94%	13.89%	15.50%	17.00%
应付和预收款项	1031.82	1363.42	1872.37	2457.37	ROIC	26.23%	26.81%	29.04%	32.14%
长期借款	24.50	24.50	24.50	24.50	EBITDA/销售收入	21.41%	22.36%	22.39%	22.30%
其他负债	156.24	169.29	219.32	277.60	营运能力				
负债合计	1346.29	1607.21	2166.19	2809.47	总资产周转率	1.07	1.04	1.15	1.25
股本	461.71	923.43	923.43	923.43	固定资产周转率	4.22	4.07	4.08	4.70
资本公积	1941.58	1941.58	1941.58	1941.58	应收账款周转率	47.53	45.31	46.01	45.19
留存收益	1485.10	2092.21	2891.67	3946.69	存货周转率	12.10	12.09	11.86	11.71
归属母公司股东权益	3888.39	4957.21	5756.67	6811.69	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	121.80%	—	—	—
少数股东权益	103.49	103.49	103.49	103.49	资本结构				
股东权益合计	3991.87	5060.70	5860.16	6915.17	资产负债率	25.22%	24.10%	26.99%	28.89%
负债和股东权益合计	5338.17	6667.91	8026.35	9724.65	带息债务/总负债	11.75%	4.64%	3.44%	2.65%
					流动比率	2.46	2.67	2.47	2.43
					速动比率	2.25	2.43	2.23	2.18
					股利支付率	33.21%	34.44%	35.75%	36.16%
					每股指标				
					每股收益	0.72	1.00	1.35	1.79
					每股净资产	4.32	5.48	6.35	7.49
					每股经营现金	1.29	0.90	1.30	1.71
					每股股利	0.24	0.35	0.48	0.65
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	969.97	1396.16	1889.05	2470.94					
PE	48.33	34.65	25.79	19.42					
PB	8.04	6.34	5.48	4.64					
PS	7.08	5.14	3.80	2.90					
EV/EBITDA	15.12	21.69	15.93	12.00					
股息率	0.69%	0.99%	1.39%	1.86%					

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

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