

中报持续高增长，定制家居龙头巩固

投资要点

- **事件:** 公司日前公布了2016年半年度报告。2016年上半年公司实现营业收入16.7亿元，同比增长44.1%；实现归母净利润2亿元，同比增长48%。其中衣柜类产品实现收入14.9亿元，同比增长36%；家居产品实现收入0.5亿元，同比增长144.4%；橱柜类产品实现收入1.1亿元，同比增长392.3%。
- **渠道下沉网点加密，新店计划稳步推进。** 公司继续加密一、二线城市销售网店，同时销售渠道下沉至四、五线城市，销售网络进一步扩大。截至6月30日，“索菲亚”品牌，拥有经销商1000多个，店面总数超过1700家，上半年新开独立专卖店100家，下半年计划再增100家。司米橱柜拥有经销商300多个，独立专卖店391家，下半年计划增至500家。**营销策略不断创新，单店营收增长明显。** 公司2016年全面提出“全屋定制”概念，开发餐桌、沙发、床上用品等协同销售产品，打造家居全系列产品线，提高连带率和客单价。公司继续推行“799”、“899”促销套餐，进一步提高市占率和渗透率。公司着力在渠道推行索菲亚3D数字展厅，利用VR、全息立体成像等工具进行样板间展示，提高用户体验，降低交易成本。衣柜门店单店营收增长至88万元，同比增加17%，橱柜门店单店营收增长至28万元，同比增加87%。**毛利率维持高位，费用率保持稳定。** 上半年公司衣柜类产品毛利率39.5%，同比增长3.2pct；家具家品由于产品售价下调，毛利率同比降4pct至17.7%；橱柜类产品仍处于前期投入期，毛利率为-8.67%。公司综合毛利率35.66%，基本与去年同期持平，仍维持同行较高水平。由于公司加大品牌投入和市场拓展，上半年销售费用、管理费用绝对值均有所增长，但期间费用率仍保持稳定且略有下降。**五大基地全部投产，产能进一步释放。** 目前公司在华北、华东、西部、华中及华南五大生产基地已全部正常生产，覆盖全国销售网络的生产支撑体系已形成。上半年衣柜月均产能达到12万余单，产能利用率达80%（去年同期70%），橱柜月均产能达到约4800单。橱柜生产基地去年底试产，下半年产能将继续提升，规模效应逐渐显现，费用消耗将随之下降，盈利能力有望增强。
- **盈利预测及评级:** 公司为定制家居行业龙头，柔性供应链体系和营销渠道已成为行业标杆，随着公司智能化生产的推进和大家居战略的实施，公司毛利水平有望进一步提升。预计公司16年EPS为1.48元，对应PE分别为40倍，考虑到未来持续高增长，目标价66.6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。

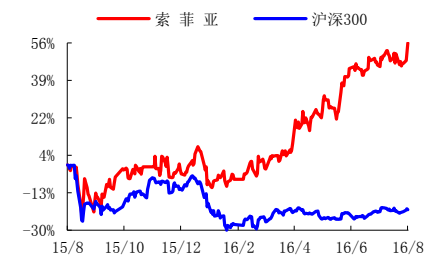
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3195.74	4755.01	6801.59	9250.60
增长率	35.35%	48.79%	43.04%	36.01%
归属母公司净利润(百万元)	459.02	682.76	976.38	1340.44
增长率	40.42%	48.74%	43.01%	37.29%
每股收益EPS(元)	0.99	1.48	2.11	2.90
净资产收益率ROE	18.65%	23.46%	27.40%	30.17%
PE	59	40	28	20
PB	11.26	9.38	7.66	6.14

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: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.62
流通A股(亿股)	2.89
52周内股价区间(元)	31.5-59.1
总市值(亿元)	272.87
总资产(亿元)	33.62
每股净资产(元)	5.24

相关研究

1. 索菲亚(002572): 业绩靓丽, 龙头巩固 (2016-04-18)
2. 索菲亚(002572): 增长强劲, 积极布局战略投资 (2015-10-22)

关键估值调整

由于今年房地产行情乐观，作为房地产下游的家具行业迎来持续高增长。我们上调未来三年公司主要产品定制衣柜的收入增速为 45%、40%和 35%。柔性供应链体系和营销渠道已成为行业标杆，随着公司智能化生产的推进和大家居战略的实施，公司毛利率水平有望进一步提升，上调 16-18 年定制衣柜毛利率为 39.5%、40%和 40%。

表 1：分产品收入增速和毛利率情况

百万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
合计						
营业收入	1,783.48	2,361.08	3,195.74	4,755.01	6,801.60	9,250.60
yoy		32.39%	35.35%	48.79%	43.04%	36.01%
营业成本	1,122.62	1,478.91	1,987.76	2,975.87	4,244.77	5,751.21
毛利率	37.05%	37.36%	37.80%	37.42%	37.59%	37.83%
定制衣柜及其配件						
定制家具收入						
收入	1,723.84	2,306.24	3,073.80	4,457.01	6,239.81	8,423.75
yoy		33.79%	33.28%	45.00%	40.00%	35.00%
成本	1,076.02	1,440.54	1,887.38	2,696.49	3,743.89	5,054.25
毛利率	37.58%	37.54%	38.60%	39.50%	40.00%	40.00%
地板						
收入	48.27	27.73	15.77	16.56	18.21	20.95
yoy		-42.55%	-43.13%	5.00%	10.00%	15.00%
成本	41.71	24.42	14.39	15.23	16.39	18.43
毛利率	13.59%	11.94%	8.75%	8.00%	10.00%	12.00%
橱柜及其配件						
收入	0.00	12.31	86.66	259.98	519.96	779.94
yoy			603.98%	200.00%	100.00%	50.00%
成本	0.00	9.53	78.57	246.98	467.96	662.95
毛利率		22.58%	9.34%	5.00%	10.00%	15.00%
其他						
收入	11.37	14.80	19.51	21.46	23.61	25.97
yoy				10.00%	10.00%	10.00%
成本	4.89	4.42	7.42	17.17	16.52	15.58
毛利率				20.00%	30.00%	40.00%

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)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3195.74	4755.01	6801.59	9250.60	净利润	451.89	682.76	976.38	1340.44
营业成本	1987.76	2975.87	4244.77	5751.21	折旧与摊销	111.53	158.92	223.42	276.89
营业税金及附加	28.72	39.52	57.63	78.68	财务费用	-12.41	6.06	6.55	5.45
销售费用	307.96	461.24	659.75	897.31	资产减值损失	12.71	0.00	0.00	0.00
管理费用	274.94	408.93	584.94	795.55	经营营运资本变动	37.31	-18.06	75.62	69.72
财务费用	-12.41	6.06	6.55	5.45	其他	228.67	0.26	-0.13	0.02
资产减值损失	12.71	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	829.70	829.93	1281.85	1692.53
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	投资活动现金流净额	-790.33	-550.00	-550.00	-550.00
营业利润	599.98	863.39	1247.95	1722.39	短期借款	18.40	31.60	0.00	0.00
其他非经营损益	5.80	5.44	5.48	5.52	长期借款	49.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	605.78	868.82	1253.42	1727.91	股权融资	38.68	20.74	0.00	0.00
所得税	153.89	186.07	277.04	387.47	支付股利	-154.35	-216.73	-322.37	-461.01
净利润	451.89	682.76	976.38	1340.44	其他	-29.49	-56.08	-6.55	-5.45
少数股东损益	-7.12	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-77.76	-220.47	-328.92	-466.46
归属母公司股东净利润	459.02	682.76	976.38	1340.44	现金流量净额	-38.74	59.47	402.93	676.07
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	997.41	1056.88	1459.81	2135.88	成长能力				
应收和预付款项	110.88	178.24	251.02	339.99	销售收入增长率	35.35%	48.79%	43.04%	36.01%
存货	197.03	303.95	425.22	578.98	营业利润增长率	51.51%	43.90%	44.54%	38.02%
其他流动资产	164.48	244.73	350.06	476.11	净利润增长率	36.74%	51.09%	43.01%	37.29%
长期股权投资	28.25	28.25	28.25	28.25	EBITDA 增长率	54.80%	47.10%	43.72%	35.65%
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	1290.58	1691.25	2027.43	2310.13	毛利率	37.80%	37.42%	37.59%	37.83%
无形资产和开发支出	221.02	216.35	211.69	207.02	三费率	17.85%	18.43%	18.40%	18.36%
其他非流动资产	144.67	139.74	134.81	129.88	净利率	14.14%	14.36%	14.36%	14.49%
资产总计	3154.32	3859.40	4888.29	6206.24	ROE	18.65%	23.46%	27.40%	30.17%
短期借款	18.40	50.00	50.00	50.00	ROA	14.33%	17.69%	19.97%	21.60%
应付和预收款项	517.10	713.54	1036.68	1413.77	ROIC	30.61%	33.76%	38.49%	44.74%
长期借款	49.00	49.00	49.00	49.00	EBITDA/销售收入	21.88%	21.63%	21.73%	21.67%
其他负债	146.79	137.07	188.81	250.23	营运能力				
负债合计	731.29	949.61	1324.49	1763.00	总资产周转率	1.12	1.36	1.56	1.67
股本	440.98	461.71	461.71	461.71	固定资产周转率	4.34	3.66	3.79	4.37
资本公积	847.41	847.41	847.41	847.41	应收账款周转率	48.10	50.86	48.74	48.25
留存收益	1041.57	1507.60	2161.61	3041.05	存货周转率	11.71	11.87	11.64	11.45
归属母公司股东权益	2304.44	2791.21	3445.22	4324.66	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	资本结构				
股东权益合计	2423.03	2909.79	3563.81	4443.24	资产负债率	23.18%	24.61%	27.10%	28.41%
负债和股东权益合计	3154.32	3859.40	4888.29	6206.24	带息债务/总负债	9.22%	10.43%	7.47%	5.62%
					流动比率	2.21	2.02	1.97	2.08
					速动比率	1.91	1.67	1.64	1.74
					股利支付率	33.63%	31.74%	33.02%	34.39%
					每股指标				
					每股收益	0.99	1.48	2.11	2.90
					每股净资产	5.25	6.30	7.72	9.62
					每股经营现金	1.80	1.80	2.78	3.67
					每股股利	0.33	0.47	0.70	1.00
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	699.11	1028.36	1477.92	2004.74					
PE	59.45	39.97	27.95	20.36					
PB	11.26	9.38	7.66	6.14					
PS	8.54	5.74	4.01	2.95					
EV/EBITDA	35.88	25.51	17.48	12.55					
股息率	0.57%	0.79%	1.18%	1.69%					

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
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@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
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@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
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn