

业绩靓丽，新品再添木门

■**公司公告**：1) 2016年公司营业收入45.3亿元，同比增长41.75%；归属上市公司股东净利润6.6亿元，同比增长44.7%，EPS1.48元；2) 公布高送转方案：每10股派发现金股利7元（含税），并以资本公积金向全体股东每10股转增10股；3) 公司与华鹤集团签订《合作意向书》，计划成立合资公司，开展门窗相关业务，初步商定公司现金出资51%比例。

■**业绩表现依旧亮眼，增长动力仍然强劲**：公司16年收入、净利润分别增长41.75%、44.7%。其中单四季度收入15.6亿元，同比增长38.6%，增速虽略有降低，但整体依然保持高位，增长动力依然强劲。四季度公司完成本部高新技术企业15%优惠所得税率申请，加上税收优惠回溯计算利润贡献，四季度归属上市公司股东净利润2.6亿元，同比增长39.6%。

■**衣柜**：衣柜业务（定制家具及配套品）全年实现收入40.8亿元，同比增长约31%。其中订单量达到48.7万，同比增长19.7%，主要受益于：1) 16年公司继续深化促销套餐的落地，将799/899促销扩展至更多的区域及产品选择，巩固定制衣柜的行业龙头地位，以高性价比优势持续抢占中小企业份额；2) 渠道方面公司16年新增门店300余家，年底门店数量超过1900家，渠道网络持续加强，加上地产景气度较高，带动订单量增长。客单价方面，公司通过升级3D设计软件、培训设计师等，积极推动其他定制/大家具产品的交叉销售，客单价稳步提升，16年公司平均客单价约8386元（出厂价计），同比提升约14.6%，16年底达到8600元，客单价仍在持续提升中。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	3,195.7	4,530.0	6,074.7	7,982.1	10,376.8
净利润	459.0	664.0	964.0	1,271.2	1,647.4
每股收益(元)	0.99	1.44	2.09	2.75	3.57
每股净资产(元)	4.99	8.42	9.63	11.65	14.53

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	64.8	44.8	30.9	23.4	18.1
市净率(倍)	12.9	7.7	6.7	5.5	4.4
净利润率	14.4%	14.7%	15.9%	15.9%	15.9%
净资产收益率	19.9%	17.1%	21.7%	23.6%	24.6%
股息收益率	0.7%	0.0%	1.0%	1.1%	1.1%
ROIC	51.5%	44.8%	37.2%	50.2%	80.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

维持评级

6个月目标价：**75.30元**

股价(2017-03-15) **68.25元**

交易数据

总市值(百万元)	31,511.92
流通市值(百万元)	19,728.02
总股本(百万股)	461.71
流通股本(百万股)	289.06
12个月价格区间	41.20/68.25元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	14.07	15.76	54.67
绝对收益	18.4	20.28	61.78

周文波

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515080001

zhouwb@essence.com.cn

021-35082778

雷慧华

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516090002

leihh@essence.com.cn

021-35082719

袁雯婷

报告联系人

yuanwt@essence.com.cn

相关报告

索菲亚：索菲亚：衣柜保持高速增长，橱柜17年有望迎来收获	2017-02-21
索菲亚：时间的玫瑰	2016-08-10
索菲亚：好公司就是不一样	2016-08-01
索菲亚：升级不止，成长不歇	2016-04-15
索菲亚：索菲亚新逻辑：定制化+渠道品牌零售	2016-04-13

第四季度衣柜收入约 14.7 亿元,同比增长 35%,增速较上半年下滑约 2 个百分点,主要因为公司为提高经销商积极性,对经销商采取了提货达标让利的激励政策,出厂价下调 8 个百分点。16 年底,公司预收款项 4.1 亿元,同比提升 3 亿元,公司接单保持良好。17 年,公司将进一步丰富产品品类,并全面推广无醛板等产品(价格比普通板材高约 50%),客单价将稳步上升,加上渠道方面,公司 17 年计划新开门店 200-300 家,衣柜业务有望保持稳定增长。

■**橱柜:** 橱柜业务全年实现销售收入 4.13 亿元,同比增长 377%,其中第四季度实现收入 1.77 亿元,符合我们预期。目前司米橱柜仍处于亏损状态,16 年营业利润亏损 1.35 亿元,净利润亏损 1 亿元,归属上市公司亏损约 5000 万元,主要原因: 1、橱柜业务前期投入较大,而目前公司产能利用率仍处较低水平,折旧摊销占比较大; 2、16 年今年公司调整了橱柜价格,单价有所降低,以价换量,利润率也略受影响; 3、为保证橱柜业务的快速增长,16 年公司业务团队快速扩张,并给与员工较高的业绩奖励。目前司米橱柜拥有经销商近 400 家,独立专卖店约 600 家(包括设计中门店)。随着公司橱柜业务规模不断壮大,经销商盈利能力逐步提升,开店积极性也有所明显提升。17 年公司开店目标 200-300 家,年内有望突破 1000 家,未来门店有望以 250-300 家/年速度扩张。三季度开始橱柜业务毛利已经开始实现由负转正,16 年全年橱柜业务毛利率达到 6.3%,较上半年由负转正,随着规模的扩大,橱柜业务盈利能力正稳步提升,我们预计今年起橱柜将实现扭亏为盈,其对公司业绩贡献将逐渐加大,奠定公司未来三年业绩的高增长。

■**规模效应+信息化, 利润率稳步提升:** 16 年公司综合毛利率 36.6%,同比下降 1.2 个百分点,其中衣柜业务毛利提升 0.9 个百分点。16 年公司主要原材料刨花板价格持续提升(累计涨价约 5%-10%),且低毛利促销套餐占比也有所提升,但公司过去两年在信息化、智能化方面的大规模投入及公司规模效应进一步体现,板材利用率持续提升(16 年板材利用率约 82%,同比提升 3pct)、生产自动化水平提升、一次安装成功率大幅提升(索菲亚的数控加工比例达到 99.95%以上,可数控加工的产品的错误率 0.02%以下),有效对冲了成本及价格对盈利的负面影响,公司衣柜业务盈利仍稳步提升。16 年 11 月以来,刨花板价格基本保持稳定,17 年 3 月 1 日,公司对产品进行提价,板材、五金提价幅度 5%-8%不等,有效对冲 16 年板材价格涨幅;加上无甲醛板的推出及公司板材利用率进一步提升,公司 17 年毛利水平仍有提升空间。报告期内公司期间费用率下降 0.47pct,其中销售费用率下降 1.1pct,管理费用率提高 0.3pct。

■**借助强者力量, 切入定制木门, 践行大家居战略:** 公司公告与华鹤集团签订《合作意向书》,计划成立合资公司,开展门窗相关业务,初定公司出资比例为 51%。华鹤集团成立于 1956 年,是一家集家具、木门、衣柜于一体的大型家具产业集团。集团旗下华鹤木门拥有 20 多年木门生产和销售经验,是国内定制木门的代表企业。在生产方面,华鹤与德国豪迈金田合资成立木门制造公司,引入德国先进生产工艺、技术及生产线,木门制造水平行业领先。在品牌方面,华鹤以其优质的产品

质量被评为中国名牌产品、中国驰名商标，其木门产品在业内也享有非常高的知名度及消费者美誉度。与华鹤合作，公司有望借助华鹤集团在木门领域的设计、生产及销售经验，结合索菲亚品牌及渠道优势，强求联合，探索木门新市场。我国木门行业规模近千亿，在消费者家装中也属于更前端消费，具备是更高的入口价值，有望成为索菲亚又一重要新增长点。

■**品牌+供应链整合+终端零售，打造中国“宜家”**：我们在报告《是时候再来推荐索菲亚了》，提出“定制化+渠道品牌零售”将是定制企业未来的发展方向。我们认为国内中高档家具—渠道零售市场存在着巨大的市场机会，定制家具企业未来可开设 1000-2000 平方米旗舰店（也可能像宜家一样开设更大的独立店），定制品类依然自己生产与销售；但其它品类——成品家具、软装、饰品等通过供应链整合，依靠品牌背书、价格优势、多品类、以及一站化采购优势给消费者提供更高性价比的选择。90 年代后日韩分别崛起的两家家具企业：宜得利、汉森都是此模式的代表，两家公司的市值分别为 650 亿元、250 亿元，给投资者带来 10、30 倍回报，而日韩家居消费市场仅是中国十分之一左右，国内很可能产生千亿市值的家居零售公司，我们非常看好定制家具企业的机会。索菲亚-家居品全年收入约 2 亿元，未来可通过供应链整合，布局床、餐桌等成品家具、沙发、床垫等软装以及饰品，我们将持续跟踪公司在这方面的进展。

■盈利预测及投资建议

我们预计公司 17-19 年归属上市公司股东净利润分别为 9.64 亿元、12.7 亿、16.5 亿元；分别增长 45.2%、31.9%、29.6%；EPS 2.09 元、2.75 元、3.57 元，六个月目标价 75.30 元，维持“买入-A”评级。

■风险提示

橱柜业务市场开拓不及预期；地产销售下滑。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,195.7	4,530.0	6,074.7	7,982.1	10,376.8	成长性					
减:营业成本	1,987.8	2,873.6	3,742.0	4,857.1	6,340.2	营业收入增长率	35.4%	41.8%	34.1%	31.4%	30.0%
营业税费	28.7	47.3	63.4	83.3	108.3	营业利润增长率	51.5%	36.8%	49.7%	37.3%	28.6%
销售费用	308.0	387.6	510.3	670.5	871.6	净利润增长率	40.4%	44.7%	45.2%	31.9%	29.6%
管理费用	274.9	404.2	540.6	710.4	923.5	EBITDA 增长率	53.8%	41.2%	46.9%	35.4%	27.6%
财务费用	-12.4	-4.6	-11.1	-26.8	-37.3	EBIT 增长率	54.2%	38.9%	49.1%	36.3%	28.5%
资产减值损失	12.7	7.1	1.0	1.0	1.0	NOPLAT 增长率	39.6%	42.9%	51.6%	36.3%	28.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	64.4%	82.5%	1.1%	-19.6%	40.8%
投资和汇兑收益	3.9	6.1	-	-	-	净资产增长率	16.4%	64.7%	14.0%	21.6%	24.9%
营业利润	600.0	820.8	1,228.4	1,686.6	2,169.4	利润率					
加:营业外净收支	5.8	10.1	7.5	7.3	6.7	毛利率	37.8%	36.6%	38.4%	39.2%	38.9%
利润总额	605.8	830.9	1,235.9	1,693.9	2,176.1	营业利润率	18.8%	18.1%	20.2%	21.1%	20.9%
减:所得税	153.9	193.4	271.9	372.7	478.7	净利润率	14.4%	14.7%	15.9%	15.9%	15.9%
净利润	459.0	664.0	964.0	1,271.2	1,647.4	EBITDA/营业收入	20.7%	20.6%	22.6%	23.3%	22.9%
						EBIT/营业收入	18.4%	18.0%	20.0%	20.8%	20.5%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	83	85	78	72	63
货币资金	997.4	1,386.7	1,930.4	3,435.8	3,957.2	流动营业资本周转天数	-11	21	34	7	6
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	167	185	186	179	186
应收账款	85.5	138.8	173.2	227.5	295.0	应收账款周转天数	9	9	9	9	9
应收票据	1.1	5.5	38.0	4.5	43.7	存货周转天数	19	19	19	19	19
预付账款	24.3	69.6	60.2	86.3	119.8	总资产周转天数	320	337	315	281	270
存货	197.0	268.6	382.2	438.2	628.7	投资资本周转天数	127	157	152	105	87
其他流动资产	164.5	1,304.6	507.7	658.9	823.7	投资回报率					
可供出售金融资产	49.9	100.5	1.8	1.8	1.8	ROE	19.9%	17.1%	21.7%	23.6%	24.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	14.3%	11.9%	18.2%	18.4%	20.3%
长期股权投资	28.3	24.9	24.9	24.9	24.9	ROIC	51.5%	44.8%	37.2%	50.2%	80.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	980.0	1,166.5	1,473.6	1,715.0	1,895.3	销售费用率	9.6%	8.6%	8.4%	8.4%	8.4%
在建工程	310.5	459.1	349.3	276.0	228.2	管理费用率	8.6%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%
无形资产	216.6	258.8	255.0	250.8	246.0	财务费用率	-0.4%	-0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.4%
其他非流动资产	99.2	154.6	89.6	77.4	81.7	三费/营业收入	17.9%	17.4%	17.1%	17.0%	16.9%
资产总额	3,154.3	5,338.2	5,286.0	7,197.1	8,346.1	偿债能力					
短期债务	18.4	133.7	-	-	-	资产负债率	23.2%	25.2%	13.9%	23.1%	17.2%
应付账款	277.1	477.8	424.9	770.7	814.4	负债权益比	30.2%	33.7%	16.1%	30.0%	20.8%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	2.21	2.46	4.38	2.96	4.17
其他流动负债	371.1	679.2	280.8	866.8	591.9	速动比率	1.91	2.25	3.84	2.69	3.73
长期借款	49.0	24.5	-	-	-	利息保障倍数	-47.35	-178.96	-110.04	-61.91	-57.14
其他非流动负债	15.7	31.1	29.3	25.4	28.6	分红指标					
负债总额	731.3	1,346.3	734.9	1,662.9	1,434.9	DPS(元)	0.48	-	0.66	0.73	0.69
少数股东权益	118.6	103.5	103.5	153.5	203.5	分红比率	48.0%	0.0%	31.8%	26.6%	19.4%
股本	441.0	461.7	461.7	461.7	461.7	股息收益率	0.7%	0.0%	1.0%	1.1%	1.1%
留存收益	1,889.0	3,426.7	3,985.9	4,919.0	6,246.0						
股东权益	2,423.0	3,991.9	4,551.1	5,534.2	6,911.2						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	451.9	637.5	964.0	1,271.2	1,647.4	EPS(元)	0.99	1.44	2.09	2.75	3.57
加:折旧和摊销	111.5	153.7	156.3	199.5	240.6	BVPS(元)	4.99	8.42	9.63	11.65	14.53
资产减值准备	12.7	7.1	-	-	-	PE(X)	64.8	44.8	30.9	23.4	18.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	12.9	7.7	6.7	5.5	4.4
财务费用	2.1	6.7	-11.1	-26.8	-37.3	P/FCF	3,360.8	-70.2	37.9	16.7	37.4
投资损失	-3.9	-6.1	-	-	-	P/S	9.3	6.6	4.9	3.7	2.9
少数股东损益	-7.1	-26.5	-	50.0	50.0	EV/EBITDA	27.3	25.3	20.3	14.2	10.9
营运资金的变动	3.5	-687.0	228.2	682.6	-722.4	CAGR(%)	43.0%	38.6%	42.9%	43.0%	38.6%
经营活动产生现金流量	829.7	1,192.6	1,337.5	2,176.6	1,178.3	PEG	1.5	1.2	0.7	0.5	0.5
投资活动产生现金流量	-790.3	-1,789.5	-251.3	-363.3	-368.3	ROIC/WACC	4.9	4.3	3.5	4.8	7.6
融资活动产生现金流量	-77.8	949.1	-542.5	-307.8	-288.5	REP	2.6	2.2	3.0	2.7	1.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

周文波、雷慧华声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034