

索菲亚 (002572)

证券研究报告

2017年03月14日

业绩持续高增长，大家居战略不断推进，买入评级

营业收入同比上升 41.8%，净利润同比增长 44.7%

公司发布 2016 年报，营收同比上升 41.8%至 45.3 亿，营收的快速增长主要来自于客户订单量、客单价的上升，以及橱柜业务的高速增长。2016 年索菲亚完成 48.7 万客户订单的交付，同比增长 19.7%，2016 年实现客单价 8600 元/单（出厂口径）。16 年公司归母净利润同比增长 44.7%至 6.6 亿元，折合 EPS 为 1.44 元。2016 年利润分配预案为每 10 股转增 10 股，10 股派发现金红利 7.00 元（含税）。

毛利率同比下滑 1.2 个百分点，期间费用同比减少 0.5 个百分点

2016 年公司的毛利率为 36.5%，同比下滑 1.2 个百分点，2016 年公司的盈利能力下滑主要与橱柜业务、大家居品业务的营收占比上升以及盈利下滑有关。2016 年公司的期间费用率为 17.4%，同比降低 0.5 个百分点；其中销售费用率较去年同期降低 1 个百分点至 8.6%，销售费用率的降低主要与公司广告投入的精准度提升以及品牌影响力不断增强有实质性关系，2016 年索菲亚广告投入为 1.52 亿，同比仅增加了 13.4%。管理费用率因员工薪酬以及研发投入增加，同比提升 0.3 个百分点至 8.9%。我们认为随着司米橱柜门店数量的不断增加，对后端定制家环节的倒流效果将越发明显，将有助于索菲亚营销费用率的持续走低。

整合门窗资源，大家居生态构建持续推进

公司公告与华鹤集团签署合作意向书设立合资公司，我们认为与专业公司设立合资公司进入木门行业，一方面有助于丰富索菲亚的品类，完善大家居产业的布局，在当下地产租金不断上升的背景之下，家居企业必须构建丰富的品类，提升门店坪效，才能实现企业的健康发展；另一方面木门行业处于硬装环节，推出木门产品将有助于索菲亚的营销力向前端推进，能够更早地接触到装修需求，有助于公司抢夺家居订单。

市占率较低，三四线地产放量增长助力公司持续成长，维持买入评级

按照历史数据，国内每年的新房、二手房以及翻新房的装修需求约有 1500 万户，按照索菲亚 2016 年服务 48.7 万个家庭来计算，其市场占有率只有 3.2%，我们认为国内家居行业市场空间广阔，即便地产调控影响新房、二手房的成交，公司亦将拥有广阔的成长空间。从 2016 年开始，国内三四线城市的尤其是经济发达的核心城市周边的三四线城市房地产交易快速增长，目前索菲亚在县级市的门店分布比例达到 51%，渠道充分地下沉有助于公司分享三四线地产放量成交的红利。我们预计公司 2017、2018 年 EPS 分别为 1.99 元、2.72 元，当前股价对应 PE 分别为 32 倍、23 倍，考虑到公司具备持续高成长的潜力以及目前市场对于业绩保持高成长性的企业愿意支付估值溢价，给予“买入”评级。

风险提示：橱柜业务发展不达预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,195.74	4,529.96	6,242.36	8,554.50	11,587.37
增长率(%)	35.35	41.75	37.80	37.04	35.45
EBITDA(百万元)	662.35	935.29	1,246.90	1,776.75	2,472.32
净利润(百万元)	459.02	664.02	917.15	1,253.97	1,716.64
增长率(%)	40.42	44.66	38.12	36.72	36.90
EPS(元/股)	0.99	1.44	1.99	2.72	3.72
市盈率(P/E)	64.85	44.83	32.46	23.74	17.34
市净率(P/B)	12.92	7.66	5.32	4.57	3.77
市销率(P/S)	9.31	6.57	4.77	3.48	2.57
EV/EBITDA	27.33	25.31	21.25	14.05	9.76

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	64.47 元
目标价格	80 元
上次目标价	65.62 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	461.71
流通 A 股股本(百万股)	289.06
A 股总市值(百万元)	29,766.65
流通 A 股市值(百万元)	18,635.39
每股净资产(元)	8.42
资产负债率(%)	25.22
一年内最高/最低(元)	65.44/40.66

作者

姜浩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110004
jiangh@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《索菲亚-研究简报:业绩高速增长，橱柜业务进入正轨》 2017-02-20

1. 营业收入同比上升 41.8%，净利润同比增长 44.7%

公司发布 2016 年报，营收同比上升 41.8%至 45.3 亿，营收的快速增长主要来自于客户订单量、客单价的上升，以及橱柜业务的高速增长。2016 年索菲亚完成 48.7 万客户订单的交付，同比增长 19.7%，2016 年实现客单价 8600 元/单（出厂口径）。

分产品看，衣柜业务同比增长 29.5%至 39.3 亿，2016 年公司为了加快抢夺市场份额，于二季度开始，对经销商采取了提货达标让利的激励政策，通过变相降价的模式，获取的订单量同比增长 40.5%。我们认为家居产业作为低频消费行业，在其他定制家居公司纷纷上市的背景之下，通过一定幅度的降价，抢夺市场份额具备战略层面的积极意义，一旦客户获得了良好的产品及服务体验，索菲亚将在二次装修之时占据先机。2016 年橱柜业务同比增长 376%至 4.13 亿，橱柜门店从 2015 年 261 家提升至 600 家；家居产品业务实现营收 1.59 亿元，同比提升 277%，我们认为随着索菲亚品牌影响力的不断提升，门店数量的不断增加，公司作为家居消费渠道的引流能力越来越强，将有助于索菲亚吸引更多优质品牌的加盟，加快大家居生态体系的构建。

16 年公司归母净利润同比增长 44.7%至 6.6 亿元，折合 EPS 为 1.44 元。2016 年利润分配预案为每 10 股转增 10 股，10 股派发现金红利 7.00 元（含税）。

2. 毛利率同比下滑 1.2 个百分点，期间费用同比减少 0.5 个百分点

2016 年公司的毛利率为 36.5%，同比下滑 1.2 个百分点；分产品看，定制衣柜产品的毛利率同比增加 1.5 个百分点至 40.3%，信息化能力的提升令定制衣柜产品在让利的条件之下仍取得了不俗的提升；橱柜业务的毛利率同比降低 3 个百分点至 6.3%，家居家品的毛利率同比下滑 1.9 个百分点至 21.6%。2016 年公司的盈利能力下滑主要与橱柜业务、家居家品业务的营收占比上升以及盈利下滑有关。

2016 年公司的期间费用率为 17.4%，同比降低 0.5 个百分点；其中销售费用率较去年同期降低 1 个百分点至 8.6%，销售费用率的降低主要与公司广告投入的精准度提升以及品牌影响力不断增强有实质性关系，2016 年索菲亚广告投入为 1.52 亿，同比仅增加了 13.4%。管理费用率因员工薪酬以及研发投入增加，同比提升 0.3 个百分点至 8.9%。

我们认为随着司米橱柜门店数量的不断增加，对后端定制家环节的倒流效果将越发明显，将有助于索菲亚营销费用率的持续走低。

3. 整合门窗资源，大家居生态构建持续推进

公司公告与华鹤集团签署合作意向书设立合资公司，索菲亚以投入现金方式，华鹤集团以投入门窗有关的有效资产、业务及相关人员方式进行合作，初步商定索菲亚占新公司的股权比例为 51%，华鹤集团占新公司的股权比例为 49%。华鹤集团成立于 1956 年，是一家以家具、木门、衣柜制造与销售为主业的大型综合性现代化企业集团，是中国家具与木门行业的领导品牌。

我们认为与专业公司设立合资公司进入木门行业，一方面有助于丰富索菲亚的品类，完善大家居产业的布局，在当下地产租金不断上升的背景之下，家居企业必须构建丰富的品类，提升门店坪效，才能实现企业的健康发展；另一方面木门行业处于硬装环节，推出木门产品将有助于索菲亚的营销力向前端推进，能够更早期地接触到装修需求，有助于公司抢夺家居订单。

4. 市占率较低，三四线地产放量增长助力公司持续成长，维持买入评级

按照历史数据，国内每年的新房、二手房以及翻新房的装修需求约有 1500 万户，按照索菲亚 2016 年服务 48.7 万个家庭来计算，其市场占有率只有 3.2%，我们认为国内家居行业

市场空间广阔，即便地产调控影响新房、二手房的成交，公司亦将拥有广阔的成长空间。从 2016 年开始，国内三四线城市的尤其是经济发达的核心城市周边的三四线城市房地产交易快速增长，目前索菲亚在县级市的门店分布比例达到 51%，渠道充分地下沉有助于公司分享三四线地产放量成交的红利。

我们预计公司 2017、2018 年 EPS 分别为 1.99 元、2.72 元，当前股价对应 PE 分别为 32 倍、23 倍，考虑到公司具备持续高成长的潜力以及目前市场对于业绩保持高成长性的企业愿意支付估值溢价，给予“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	997.41	1,386.70	3,231.37	4,858.71	5,813.30
应收账款	85.45	138.76	171.62	253.73	322.42
预付账款	24.28	69.57	40.91	121.38	87.23
存货	197.03	268.58	420.52	485.07	722.28
其他	165.62	1,310.11	546.86	665.27	871.26
流动资产合计	1,469.80	3,173.73	4,411.28	6,384.16	7,816.50
长期股权投资	28.25	24.93	24.93	24.93	24.93
固定资产	980.05	1,166.50	1,314.74	1,404.10	1,445.13
在建工程	310.53	459.05	311.43	234.86	170.92
无形资产	216.63	258.82	245.56	232.29	219.03
其他	149.06	255.14	190.19	177.91	182.23
非流动资产合计	1,684.52	2,164.44	2,086.85	2,074.10	2,042.24
资产总计	3,154.32	5,338.17	6,498.13	8,458.26	9,858.74
短期借款	18.40	133.73	0.00	0.00	0.00
应付账款	277.05	477.76	478.07	841.68	952.08
其他	371.11	679.21	293.72	902.42	668.82
流动负债合计	666.56	1,290.70	771.79	1,744.10	1,620.90
长期借款	49.00	24.50	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	15.73	31.10	29.26	25.36	28.57
非流动负债合计	64.73	55.60	29.26	25.36	28.57
负债合计	731.29	1,346.29	801.04	1,769.46	1,649.47
少数股东权益	118.59	103.49	103.49	174.72	312.41
股本	440.98	461.71	461.71	461.71	461.71
资本公积	847.41	1,941.58	3,020.84	3,020.84	3,020.84
留存收益	1,888.98	3,426.67	5,131.89	6,052.36	7,435.14
其他	(872.93)	(1,941.58)	(3,020.84)	(3,020.84)	(3,020.84)
股东权益合计	2,423.03	3,991.87	5,697.09	6,688.79	8,209.27
负债和股东权益总	3,154.32	5,338.17	6,498.13	8,458.26	9,858.74

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	451.89	637.48	917.15	1,253.97	1,716.64
折旧摊销	111.53	153.74	72.64	80.47	86.17
财务费用	2.12	6.74	(5.00)	(15.00)	(15.00)
投资损失	(3.92)	(6.08)	(8.51)	(11.92)	(16.69)
营运资金变动	3.52	(687.00)	275.59	631.68	(596.58)
其它	264.55	1,087.70	0.00	71.23	137.69
经营活动现金流	829.70	1,192.59	1,251.86	2,010.43	1,312.24
资本支出	670.89	492.08	61.84	83.90	46.79
长期投资	28.25	(3.32)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,489.47)	(2,278.26)	(113.33)	(151.98)	(80.10)
投资活动现金流	(790.33)	(1,789.50)	(51.49)	(68.08)	(33.31)
债权融资	117.41	182.73	31.47	35.33	30.43
股权融资	74.81	1,144.98	1,086.74	17.10	16.52
其他	(269.99)	(378.63)	(473.92)	(367.44)	(371.29)
筹资活动现金流	(77.76)	949.07	644.29	(315.02)	(324.33)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(38.40)	352.16	1,844.67	1,627.34	954.60

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,195.74	4,529.96	6,242.36	8,554.50	11,587.37
营业成本	1,987.76	2,873.58	3,962.57	5,361.50	7,174.65
营业税金及附加	28.72	47.27	62.42	85.55	115.87
营业费用	307.96	387.61	499.39	667.25	903.81
管理费用	274.94	404.23	549.33	752.80	1,019.69
财务费用	(12.41)	(4.56)	(5.00)	(15.00)	(15.00)
资产减值损失	12.71	7.13	2.90	3.06	3.88
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.92	6.08	8.51	11.92	16.69
其他	(7.83)	(12.16)	(17.03)	(23.84)	(33.38)
营业利润	599.98	820.79	1,179.26	1,711.27	2,401.15
营业外收入	6.78	14.81	18.00	18.00	18.00
营业外支出	0.98	4.73	1.50	1.50	1.50
利润总额	605.78	830.87	1,195.76	1,727.77	2,417.65
所得税	153.89	193.38	278.61	402.57	563.31
净利润	451.89	637.48	917.15	1,325.20	1,854.34
少数股东损益	(7.12)	(26.53)	0.00	71.23	137.69
归属于母公司净利润	459.02	664.02	917.15	1,253.97	1,716.64
每股收益(元)	0.99	1.44	1.99	2.72	3.72

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	35.35%	41.75%	37.80%	37.04%	35.45%
营业利润	51.51%	36.80%	43.67%	45.11%	40.31%
归属于母公司净利润	40.42%	44.66%	38.12%	36.72%	36.90%
获利能力					
毛利率	37.80%	36.57%	36.52%	37.33%	38.08%
净利率	14.36%	14.66%	14.69%	14.66%	14.81%
ROE	19.92%	17.08%	16.40%	19.25%	21.74%
ROIC	51.52%	44.78%	35.30%	55.94%	107.25%
偿债能力					
资产负债率	23.18%	25.22%	12.33%	20.92%	16.73%
净负债率	-31.02%	-9.61%	-3.92%	-36.80%	-38.06%
流动比率	2.21	2.46	5.72	3.66	4.82
速动比率	1.91	2.25	5.17	3.38	4.38
营运能力					
应收账款周转率	40.21	40.41	40.22	40.22	40.22
存货周转率	18.83	19.46	18.12	18.89	19.19
总资产周转率	1.12	1.07	1.05	1.14	1.27
每股指标(元)					
每股收益	0.99	1.44	1.99	2.72	3.72
每股经营现金流	1.80	2.58	2.71	4.35	2.84
每股净资产	4.99	8.42	12.11	14.11	17.10
估值比率					
市盈率	64.85	44.83	32.46	23.74	17.34
市净率	12.92	7.66	5.32	4.57	3.77
EV/EBITDA	27.33	25.31	21.25	14.05	9.76
EV/EBIT	30.80	29.00	22.57	14.71	10.11

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com