

索菲亚 (002572.SZ) 家用轻工行业

评级：买入 维持评级

公司点评

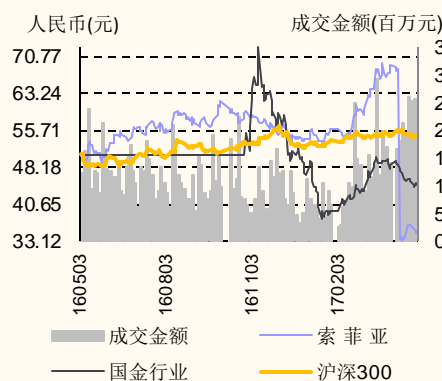
市场价格(人民币)：34.75元

业务量价齐升延续，橱柜年内有望扭亏

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	289.06
总市值(百万元)	16,044.53
年内股价最高最低(元)	69.30/33.12
沪深300指数	3439.75
深证成指	10234.65



相关报告

- 《索菲亚 2016 年报点评-整体业绩高歌猛进，“大家居”平台价值...》，2017.3.15
- 《索菲亚 2016 年三季报点评-业绩延续高歌，天花板还远未达到》，2016.10.26
- 《索菲亚 2016 年半年报点评-业绩延续高速增长，定制龙头地位再巩固...》，2016.8.8

揭力

分析师 SAC 执业编号：S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

袁艺博

联系人
yuanyibo@gjzq.com.cn

邱思佳

联系人
qiusijia@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.04	1.44	1.03	1.45	2.02
每股净资产(元)	5.23	8.42	4.77	5.39	6.49
每股经营性现金流(元)	1.88	2.58	2.34	1.76	2.38
市盈率(倍)	41	38	34	24	17
行业优化市盈率(倍)	N/A	98	98	98	98
净利润增长率(%)	40.42%	44.66%	42.90%	41.59%	39.07%
净资产收益率(%)	19.92%	17.08%	21.53%	27.01%	31.17%
总股本(百万股)	440.98	461.71	923.43	923.43	923.43

来源：Wind、国金证券研究所

业绩简评

- 2017 年一季度，公司分别实现营业收入、营业利润和归属于上市公司股东的净利润 9.54 亿元、9,596.47 万元和 7,722.63 万元，同比分别增长 48.30%、44.83%和 46.75%。实现全面摊薄 EPS0.17 元/股，符合我们的预期。经营活动净现金流为-1.7 亿元，低于同期净利润。同时，公司预计 2017 年上半年，归属于上市公司股东的净利润变动区间为 2.56 亿元至 2.99 亿元，变动幅度为 30%至 50%。

经营分析

- 整体业绩持续高歌猛进，盈利能力小幅下滑。**一季度，公司收入继续保持高速增长(+48.30%)。毛利率由于促销活动以及优惠套餐的持续推广而小幅降至 32.36% (-1.89pct.)。期间费用率下降 1.14pct.。其中，销售费用率、管理费用率和财务费用率分别下降 0.53pct.、0.45pct.和 0.17pct.。公司归母净利润率为 8.10% (-0.09pct.)，公司盈利能力小幅下降。
- 定制家具延续量价齐升，橱柜收入大增产能布局再升级。**定制家具业务：一季度，公司新增全屋定制店面 100 家，总数达到 2000 家(含在装修店铺)，预计到年底将达到 2100 家。公司继续推进“799”套餐，加强电商引流，同比客户数量增长 23.79%达到 9.2 万户。同时，床垫、沙发和实木家具等联动销售产品带动公司客单价提高 10.06%。**橱柜业务：**一季度，公司司米橱柜共有独立专卖店 637 家，实现销售收入 1.02 亿元，同比增长 173%，预计年底将达到 800 家。随着更多专卖店的开业和收入规模的扩大，司米厨柜也将会逐步转亏为盈。同时，公司公告司米厨柜将在湖北设立子公司，并建设华中基地。预计生产基地项目建设完成后，将新增橱柜及配套家具产能 23 万套。
- “大家居”战略再下一城，股权绑定深化供应商合作。**1) 2017 年 3 月 27 日，公司公告将与华鹤集团合资设立门窗公司，目前该合资公司已完成工商登记。华鹤集团是国内木门行业代表性企业。公司预计若合资项目顺利达产，合资公司将具有 45 万樘木门产品以及 12 万平方米木窗产品产能储备，合计对应 10 亿元产值。2) 公司全资子公司深圳索菲亚投资，参与了丰林集团的非公开发行，斥资不低于 2.2 亿元认购 2,083.33 万股。丰林集团是林板一体化企业，是公司主要板材供应商之一。公司借此实现与供应商的股权绑定，深化双方业务合作，帮助供应商加速产业布局。

- **响应“全装修”政策，携手地产商开拓 B 端业务。**2017 年 1 月 17 日，公司披露将与恒大合资成立河南恒大索菲亚家居有限责任公司，建设年产 34 万套定制衣柜及配套家居产品的生产基地，产品将主要供应恒大集团旗下的楼盘和区域内经销商。2016 年 2 月，国家确定了“十年内装配式建筑在新建建筑中占比 30%”的目标。随后，各省市落地政策中都明确了严格的全装修房占比目标。例如，浙江规定“从 2016 年 10 月 1 日起，全省所有县市的中心城区新拍土地兴建的商品房全装修”，上海规定“从 2017 年 1 月 1 日起，外环内新拍地块的商品房全装修”。通过此次合作，公司得以快速切入优势房地产开发商全装修楼盘的定制家具配套业务。

风险因素

- 募集资金运用风险；房地产业宏观调控变动风险；原材料价格上涨风险；市场竞争加剧风险。

盈利预测与投资建议

- 公司推进“定制大家居”战略，加速渠道布局，品类扩张放大平台价值，与开发商合作拓展全装修业务，我们看好公司行业龙头地位的进一步增强。我们维持公司 2017-2019 年盈利预测，因公司实施了每 10 股转增 10 股的 2016 年分配方案，EPS 预测调整为 1.03/1.45/2.02 元/股（三年 CAGR41.2%），对应 PE 分为 34/24/17 倍，维持公司“买入”评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	2,361	3,196	4,530	6,166	8,255	10,952
增长率		35.4%	41.8%	36.1%	33.9%	32.7%
主营业务成本	-1,479	-1,988	-2,874	-3,924	-5,230	-6,900
%销售收入	62.6%	62.2%	63.4%	63.6%	63.4%	63.0%
毛利	882	1,208	1,656	2,242	3,025	4,051
%销售收入	37.4%	37.8%	36.6%	36.4%	36.6%	37.0%
营业税金及附加	-19	-29	-47	-64	-85	-112
%销售收入	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-226	-308	-388	-528	-692	-900
%销售收入	9.6%	9.6%	8.6%	8.6%	8.4%	8.2%
管理费用	-254	-275	-404	-539	-686	-864
%销售收入	10.8%	8.6%	8.9%	8.7%	8.3%	7.9%
息税前利润 (EBIT)	383	596	817	1,111	1,561	2,175
%销售收入	16.2%	18.7%	18.0%	18.0%	18.9%	19.9%
财务费用	15	12	5	38	64	84
%销售收入	-0.6%	-0.4%	-0.1%	-0.6%	-0.8%	-0.8%
资产减值损失	-4	-13	-7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	4	6	2	2	2
%税前利润	0.5%	0.6%	0.7%	0.2%	0.1%	0.1%
营业利润	396	600	821	1,151	1,628	2,261
营业利润率	16.8%	18.8%	18.1%	18.7%	19.7%	20.6%
营业外收支	5	6	10	6	6	6
税前利润	401	606	831	1,156	1,634	2,267
利润率	17.0%	19.0%	18.3%	18.8%	19.8%	20.7%
所得税	-70	-154	-193	-208	-290	-399
所得税率	17.6%	25.4%	23.3%	17.9%	17.8%	17.6%
净利润	330	452	637	949	1,343	1,868
少数股东损益	4	-7	-27	0	0	0
归属于母公司的净利润	327	459	664	949	1,343	1,868
净利率	13.8%	14.4%	14.7%	15.4%	16.3%	17.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	330	452	637	949	1,343	1,868
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	75	124	161	152	168	185
非经营收益	-12	-18	-26	73	0	0
营运资金变动	-41	272	421	985	110	141
经营活动现金净流	352	830	1,193	2,159	1,621	2,194
资本开支	-415	-646	-601	-230	-332	-349
投资	-30	-150	-1,194	-1	0	0
其他	2	6	6	2	2	2
投资活动现金净流	-443	-790	-1,789	-229	-330	-347
股权募资	98	0	1,114	0	-166	0
债权募资	0	92	91	-59	-6	-5
其他	-127	-170	-255	-8	-439	-617
筹资活动现金净流	-29	-78	950	-67	-611	-623
现金净流量	-120	-39	353	1,863	681	1,225

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,184	997	1,387	3,250	3,930	5,155
应收款项	96	87	144	210	281	372
存货	142	197	269	360	479	632
其他流动资产	76	189	1,374	177	235	309
流动资产	1,497	1,470	3,174	3,995	4,925	6,469
%总资产	59.1%	46.6%	59.5%	64.8%	67.8%	72.0%
长期投资	0	78	125	126	125	125
固定资产	768	1,291	1,626	1,821	2,012	2,200
%总资产	30.3%	40.9%	30.5%	29.5%	27.7%	24.5%
无形资产	239	270	335	223	203	185
非流动资产	1,036	1,685	2,164	2,172	2,342	2,513
%总资产	40.9%	53.4%	40.5%	35.2%	32.2%	28.0%
资产总计	2,533	3,154	5,338	6,168	7,267	8,982
短期借款	20	68	158	127	121	115
应付款项	263	396	888	810	1,080	1,426
其他流动负债	128	202	244	696	964	1,317
流动负债	411	667	1,291	1,633	2,165	2,858
长期贷款	0	49	25	25	25	26
其他长期负债	41	16	31	0	0	0
负债	452	731	1,346	1,658	2,190	2,883
普通股股东权益	1,941	2,304	3,888	4,407	4,974	5,995
少数股东权益	140	119	103	103	103	103
负债股东权益合计	2,533	3,154	5,338	6,168	7,267	8,982

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.74	1.04	1.44	1.03	1.45	2.02
每股净资产	4.40	5.23	8.42	4.77	5.39	6.49
每股经营现金净流	0.80	1.88	2.58	2.34	1.76	2.38
每股股利	0.25	0.35	0.50	0.47	0.66	0.92
回报率						
净资产收益率	16.84%	19.92%	17.08%	21.53%	27.01%	31.17%
总资产收益率	12.90%	14.55%	12.44%	15.38%	18.49%	20.80%
投入资本收益率	15.04%	17.51%	15.01%	19.55%	24.58%	28.73%
增长率						
主营业务收入增长率	32.39%	35.35%	41.75%	36.11%	33.88%	32.67%
EBIT 增长率	39.61%	55.55%	37.04%	35.89%	40.59%	39.29%
净利润增长率	33.51%	40.42%	44.66%	42.90%	41.59%	39.07%
总资产增长率	21.45%	24.52%	69.23%	15.54%	17.83%	23.59%
资产管理能力						
应收账款周转天数	9	8	8	9	9	9
存货周转天数	34	31	30	33	33	33
应付账款周转天数	29	34	41	36	36	36
固定资产周转天数	76	112	94	74	58	46
偿债能力						
净负债/股东权益	-55.91%	-36.32%	-30.16%	-68.69%	-74.54%	-82.24%
EBIT 利息保障倍数	-25.5	-48.1	-179.2	-29.3	-24.3	-25.8
资产负债率	17.84%	23.18%	25.22%	26.88%	30.13%	32.10%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	10	13
增持	0	0	0	1	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.09	1.07

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

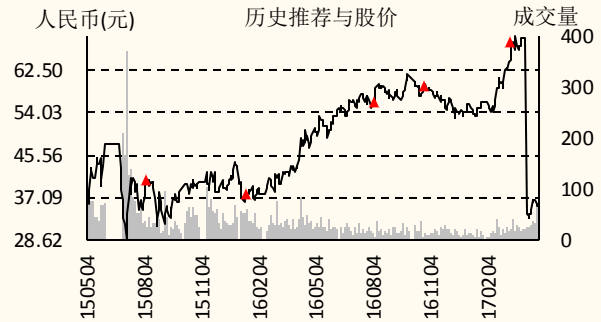
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-08-10	买入	38.40	48.00~52.00
2	2016-01-15	买入	37.49	N/A
3	2016-08-08	买入	56.05	N/A
4	2016-10-26	买入	58.88	N/A
5	2017-03-15	买入	64.47	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD