

# 索菲亚 (002572)

## 一季度迎来开门红，司米渐入佳境

**营业收入同比大幅上升 48.3%，净利润同比增长 46.8%**

公司发布 2017 年一季报，第一季度营业收入达到 9.54 亿，同比增长 48.3%。其中经销渠道营收占比为 90.1%，直营和大宗渠道分别占比为 4.7%、4.6%。分产品来看，索菲亚定制家具业务贡献了 85.8% 的收入，同比增长 40.3%。主要原因：其一、一季度公司订单量持续增长，客户数同比增长 23.8% 至 9.2 万户；其二、全屋定制推动客单价持续增长，一季度索菲亚专卖店的客单价同比增长 10% 至 9200 元（出厂口径）。

司米橱柜营收同比增长 173% 至 1.02 亿，营收占比为 10.7%。截至 3 月底司米橱柜已经拥有 637 家门店（含在装修），预计年底将达到 800 家。2017 年一季度司米橱柜的毛利率已经转正（一季度毛利率 6%，三月已经达到 9%），而 2016 年同期毛利处于亏损状态。一季度司米亏损 3000 万利润，考虑到司米目前处于环比不断提升的状态，预计全年能够实现盈亏平衡。目前索菲亚将在湖北黄冈设立司米橱柜湖北有限公司，投资 8.7 亿，建设 23 万套定制橱柜及配套家具产品，一期项目将在 2019 年建成，形成 8.2 万套定制橱柜及配套家具产品。

一季度公司实现归母净利润 7723 万元，同比增长 46.8%，折合 EPS 为 0.084 元，预计公司 17 年上半年归母净利润将同比上升 30% 至 50%。

**毛利率同比下滑 1.9 个百分点，期间费用率同比下滑 1.1 个百分点**

公司一季度毛利率下滑 1.9 个百分点至 32.4%，主因是一季度促销活动较多，且原材料价格上涨。为对冲成本上涨，公司已在三月对旗下产品进行了提价，衣柜类产品整体提价幅度为 6 个百分点（出厂口径），司米橱柜提价幅度为 10%，我们判断，公司二季度毛利率将得到有效提振。

一季度期间费用率同比降低 1.1 个百分点至 21.8%，因公司收入大幅增长。分项目看，销售费用率、管理费用率分别同比下滑 0.5、0.4 个百分点至 11.2% 和 11.3%。

**定制家居依然处于成长期，一线品牌成长潜力巨大**

目前定制家居产业在渠道下沉到地县级的过程中，主要的竞争对手还是手工打制以及家装公司推出的全包服务（家装公司与区域小厂合作），我们认为在地县级市，定制家居依然拥有很大的渗透空间。从公司层面来看，一线定制家居公司目前已经全面推广全屋定制的服务，虽然二线品牌也在跟进，但我们认为从人员的培训体系、信息系统的完善程度、产能规模以及品牌影响力等几个方面来看，一线品牌对全屋定制拥有足够的支撑力，当定制家居产业进入全屋定制时代之后，我们认为一线和二线品牌之间的差距会显著拉开。我们认为定制家居行业的一线品牌至少还拥有 5 年的高速成长期，我们坚定且全面看好一线定制家居品牌。

我们预计公司 2017、2018 年 EPS 分别为 1.04 元、1.42 元，当前股价对应 PE 分别为 33 倍、25 倍，考虑定制家居行业仍具备良好的成长性，并且索菲亚其他子公司具有申请高新的可能，税率具有下调空间，给予“买入”评级。

**风险提示：**橱柜业务扭亏进度不达预期。

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	6,286.78	8,666.17	11,797.43
增长率(%)	35.35	41.75	38.78	37.85	36.13
EBITDA(百万元)	662.35	935.29	1,272.60	1,810.71	2,531.72
净利润(百万元)	459.02	664.02	962.09	1,308.38	1,799.86
增长率(%)	40.42	44.66	44.89	35.99	37.56
EPS(元/股)	0.50	0.72	1.04	1.42	1.95
市盈率(P/E)	69.91	48.33	33.35	24.53	17.83
市净率(P/B)	13.92	8.25	6.62	5.80	4.97
市销率(P/S)	10.04	7.08	5.10	3.70	2.72
EV/EBITDA	27.33	25.31	23.23	15.61	11.01

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	34.75 元
目标价格	41.6 元
上次目标价	80 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	923.43
流通 A 股股本(百万股)	578.29
A 股总市值(百万元)	32,089.06
流通 A 股市值(百万元)	20,095.68
每股净资产(元)	8.59
资产负债率(%)	22.96
一年内最高/最低(元)	77.77/33.75

### 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

- 《索菲亚-公司点评:进军门窗以及上游板材领域，持续强化成长动力》 2017-03-27
- 《索菲亚-公司点评:业绩持续高增长，大家居战略不断推进，买入评级》 2017-03-14
- 《索菲亚-研究简报:业绩高速增长，橱柜业务进入正轨》 2017-02-20

## 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	2,490.34	3,877.16	4,385.33
应收账款	85.45	138.76	173.83	257.07	329.52
预付账款	24.28	69.57	41.65	122.66	89.60
存货	197.03	268.58	425.13	491.72	736.75
其他	165.62	1,310.11	547.18	665.55	871.96
<b>流动资产合计</b>	<b>1,469.80</b>	<b>3,173.73</b>	<b>3,678.14</b>	<b>5,414.16</b>	<b>6,413.16</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,684.52</b>	<b>2,164.44</b>	<b>2,086.85</b>	<b>2,074.10</b>	<b>2,042.24</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,154.32</b>	<b>5,338.17</b>	<b>5,764.98</b>	<b>7,488.26</b>	<b>8,455.40</b>
短期借款	18.40	133.73	0.00	0.00	0.00
应付账款	277.05	477.76	484.47	851.70	973.43
其他	371.11	679.21	297.14	908.46	682.30
<b>流动负债合计</b>	<b>666.56</b>	<b>1,290.70</b>	<b>781.61</b>	<b>1,760.17</b>	<b>1,655.73</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>64.73</b>	<b>55.60</b>	<b>29.26</b>	<b>25.36</b>	<b>28.57</b>
<b>负债合计</b>	<b>731.29</b>	<b>1,346.29</b>	<b>810.87</b>	<b>1,785.53</b>	<b>1,684.30</b>
少数股东权益	118.59	103.49	103.49	174.72	312.41
股本	440.98	461.71	923.43	923.43	923.43
资本公积	847.41	1,941.58	1,941.58	1,941.58	1,941.58
留存收益	1,888.98	3,426.67	3,927.20	4,604.58	5,535.26
其他	(872.93)	(1,941.58)	(1,941.58)	(1,941.58)	(1,941.58)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,423.03</b>	<b>3,991.87</b>	<b>4,954.12</b>	<b>5,702.73</b>	<b>6,771.10</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>3,154.32</b>	<b>5,338.17</b>	<b>5,764.98</b>	<b>7,488.26</b>	<b>8,455.40</b>

  

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	451.89	637.48	962.09	1,308.38	1,799.86
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)	277.53	634.25	(590.90)
其它	264.55	1,087.70	0.00	71.23	137.69
<b>经营活动现金流</b>	<b>829.70</b>	<b>1,192.59</b>	<b>1,298.75</b>	<b>2,067.42</b>	<b>1,401.14</b>
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(790.33)</b>	<b>(1,789.50)</b>	<b>(51.49)</b>	<b>(68.08)</b>	<b>(33.31)</b>
债权融资	117.41	182.73	31.47	35.33	30.43
股权融资	74.81	1,144.98	469.19	17.10	16.52
其他	(269.99)	(378.63)	(644.29)	(664.95)	(906.61)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(77.76)</b>	<b>949.07</b>	<b>(143.63)</b>	<b>(612.53)</b>	<b>(859.66)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(38.40)</b>	<b>352.16</b>	<b>1,103.64</b>	<b>1,386.81</b>	<b>508.17</b>

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
<b>营业收入</b>	<b>3,195.74</b>	<b>4,529.96</b>	<b>6,286.78</b>	<b>8,666.17</b>	<b>11,797.43</b>
营业成本	1,987.76	2,873.58	3,989.11	5,428.20	7,300.14
营业税金及附加	28.72	47.27	62.87	86.66	117.97
营业费用	307.96	387.61	493.51	675.96	920.20
管理费用	274.94	404.23	546.95	753.96	1,026.38
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)
<b>营业利润</b>	<b>599.98</b>	<b>820.79</b>	<b>1,204.95</b>	<b>1,745.24</b>	<b>2,460.55</b>
营业外收入	6.78	14.81	30.00	25.00	25.00
营业外支出	0.98	4.73	1.50	1.50	1.50
<b>利润总额</b>	<b>605.78</b>	<b>830.87</b>	<b>1,233.45</b>	<b>1,768.74</b>	<b>2,484.05</b>
所得税	153.89	193.38	271.36	389.12	546.49
<b>净利润</b>	<b>451.89</b>	<b>637.48</b>	<b>962.09</b>	<b>1,379.62</b>	<b>1,937.56</b>
少数股东损益	(7.12)	(26.53)	0.00	71.23	137.69
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>459.02</b>	<b>664.02</b>	<b>962.09</b>	<b>1,308.38</b>	<b>1,799.86</b>
每股收益(元)	0.50	0.72	1.04	1.42	1.95

  

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	35.35%	41.75%	38.78%	37.85%	36.13%
营业利润	51.51%	36.80%	46.80%	44.84%	40.99%
归属于母公司净利润	40.42%	44.66%	44.89%	35.99%	37.56%
<b>获利能力</b>					
毛利率	37.80%	36.57%	36.55%	37.36%	38.12%
净利率	14.36%	14.66%	15.30%	15.10%	15.26%
ROE	19.92%	17.08%	19.83%	23.67%	27.87%
ROIC	51.52%	44.78%	36.68%	58.07%	112.08%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	23.18%	25.22%	14.07%	23.84%	19.92%
净负债率	-31.02%	-9.61%	-4.50%	-30.00%	-31.41%
流动比率	2.21	2.46	4.71	3.08	3.87
速动比率	1.91	2.25	4.16	2.80	3.43
<b>营运能力</b>					
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	18.90	19.21
总资产周转率	1.12	1.07	1.13	1.31	1.48
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.50	0.72	1.04	1.42	1.95
每股经营现金流	0.90	1.29	1.41	2.24	1.52
每股净资产	2.50	4.21	5.25	5.99	6.99
<b>估值比率</b>					
市盈率	69.91	48.33	33.35	24.53	17.83
市净率	13.92	8.25	6.62	5.80	4.97
EV/EBITDA	27.33	25.31	23.23	15.61	11.01
EV/EBIT	30.80	29.00	24.64	16.33	11.40

### 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
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	邮编：518017
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	电话：(86755)-82566970
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-23913441
			邮箱：research@tfzq.com