

2017年07月18日

索菲亚 (002572.SZ)

索菲亚业绩快报：增长近 50%，彰显龙头地位

■**索菲亚业绩预告**：2017上半年公司营业收入24.9亿元，同比增长49%；归属上市公司股东净利润2.94亿元，同比增长47.2%。

■**衣柜增速加速，橱柜超预期**：上半年公司收入、营业利润、归母净利润分别增长49%、49.4%、47.2%；其中单二季度收入、利润增长分别为49.4%、47.3%。分业务看：

■**衣柜**：上半年衣柜业务收入约21.5亿元，同比增长39.2%；其中第二季度收入13亿元，同比增长38.5%。衣柜业务较去年有所加速（16年H1衣柜业务增长36%），其原因一方面是地产销售超预期；另一方面是4月起公司对各类定制产品涨价，幅度8%左右；此外，品牌等优势加速了公司份额的提升，同时全屋定制/家居用品等推出也带动了收入的增长。上半年公司衣柜业务实现净利润3.1亿元，净利率约14.4%，同比微幅下滑，主要受原材料价格上涨影响，提价后已基本可覆盖成本端上涨。报告期内，公司继续推行799等促销方案，并推出19800全屋定制套餐方案，巩固定制衣柜的行业龙头地位，以高性价比优势持续抢占市场份额；同时，公司进一步丰富床垫、实木家具、沙发、儿童学习椅等成品家具品类，与定制产品联动销售，客单价稳步提升。渠道方面，公司持续推进一二线城市网点加密及四五线城市的拓展，开店节奏有所加速，预计全年新增门店200-300家；加上电商渠道引流，线上线下订单持续增长。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	3,195.7	4,530.0	6,582.0	9,024.0	11,839.5
净利润	459.0	664.0	961.9	1,300.8	1,731.5
每股收益(元)	0.50	0.72	1.04	1.41	1.88
每股净资产(元)	2.50	4.21	5.15	5.88	6.84

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	79.7	55.1	38.0	28.1	21.1
市净率(倍)	15.9	9.4	7.7	6.7	5.8
净利率	14.4%	14.7%	14.6%	14.4%	14.6%
净资产收益率	19.9%	17.1%	20.2%	24.0%	27.4%
股息收益率	0.6%	0.9%	1.3%	1.7%	2.3%
ROIC	51.5%	44.8%	37.2%	51.9%	86.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

其他轻工

投资评级 买入-A

维持评级

6个月目标价：46.53元
股价(2017-07-18) 39.62元

交易数据

总市值(百万元)	36,586.15
流通市值(百万元)	22,911.97
总股本(百万股)	923.43
流通股本(百万股)	578.29
12个月价格区间	34.75/73.90元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	2.18	8.74	45.98
绝对收益	2.46	8.25	40.77

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

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030002
yuanwt@essence.com.cn

相关报告

索菲亚：季报超预期，优质成长典范/周文波	2017-05-03
索菲亚：切入定制木门，大家居战略深入推进/周文波	2017-03-27
索菲亚：业绩靓丽，新品再添木门/周文波	2017-03-15
索菲亚：索菲亚：衣柜保持高速增长，橱柜17年有望迎来收获/周文波	2017-02-21
索菲亚：时间的玫瑰/周文波	2016-08-10

■**橱柜：**上半年公司橱柜业务收入 2.69 亿元，同比增长 144%；单二季度橱柜销售 1.7 亿元，同比增长 129%。17 年公司对司米橱柜价格体系做出调整，取消 16 年推行的多个特价套餐，并于二季度对产品提价，幅度 6%左右。上半年司米橱柜亏损 4072 万元，规模扩大+经营管理改善，橱柜业务亏损同比减少 2200 万元，亏损同比降低 35.1%；其中第二季度亏损仅约 1 千万，盈利水平呈现持续改善迹象。预计公司今年将开设橱柜门店 200-300 家，全年门店有望达到 900 家，预计司米橱柜全年收入 8 亿元以上，今年有望扭亏，明年开始将成为公司业绩的重要增长点。

■**切入定制木门，品类再添新军：**据公司公告，公司与华鹤集团签订《合作意向书》，成立合资公司，开展门窗相关业务，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。目前，公司已接手华鹤在齐齐哈尔的工厂，产能 10 个亿左右，将有效支持公司木门业务扩张。随着产能的落地，公司木门业务渠道扩张也有望逐步开始，17 年预计开设门店 100 家。与华鹤合作，公司将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，开拓木门新市场。我国木门行业规模约千亿，在家装也属于前端消费，有望成为公司重要的新品类。

■**规模效应+信息化，竞争优势越发明显：**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、生产自动化水平提升、一次安装成功率大幅提升，衣柜业务盈利稳步提升。16 年公司衣柜板材利用率约 83%，预计 17 年仍将继续提升。在投资者交流会上公司表示公司未来仍有望进一步加强信息系统升级改造及生产基地智能化改造升级，目标是 5 年内人均产出提升 60%、人力成本降低 60%、一次安装成功率达到 90%以上；并与明匠智能成立合资公司，打造世界一流的大家居行业高端智能制造技术的龙头企业。设计方面，公司旗下极点三维在 3D 设计、快速渲染等方面也达到业内领先水平，进一步降低设计难度、提升设计效率及效果，打破设计瓶颈。公司在智能制造升级方面的步伐和进展大幅领先同行，并让公司逐渐拥有明显的成本优势，未来随着信息化、自动化水平的进一步提升，加上橱柜销售放量，盈利能力加强，公司综合毛利率/净利率仍有提升空间。

■**盈利预测与投资建议：**我们预计公司 17-19 年归属上市公司股东净利润分别为 9.6 亿元、13 亿、17.3 亿元；分别增长 44.9%、35.2%、33.1%；EPS 1.04 元、1.41 元、1.88 元，六个月目标价 46.53 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	6,582.0	9,024.0	11,839.5	成长性					
减:营业成本	1,987.8	2,873.6	4,113.8	5,603.9	7,316.8	营业收入增长率	35.4%	41.8%	45.3%	37.1%	31.2%
营业税费	28.7	47.3	68.7	94.2	123.5	营业利润增长率	51.5%	36.8%	49.9%	40.5%	32.0%
销售费用	308.0	387.6	572.6	803.1	1,065.6	净利润增长率	40.4%	44.7%	44.9%	35.2%	33.1%
管理费用	274.9	404.2	599.0	812.2	1,077.4	EBITDA 增长率	53.8%	41.2%	46.9%	38.3%	30.9%
财务费用	-12.4	-4.6	-12.8	-29.0	-36.1	EBIT 增长率	54.2%	38.9%	49.2%	39.6%	32.1%
资产减值损失	12.7	7.1	10.0	10.0	10.0	NOPLAT 增长率	39.6%	42.9%	51.7%	39.6%	32.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	64.4%	82.5%	0.3%	-20.7%	40.9%
投资和汇兑收益	3.9	6.1	-	-	-	净资产增长率	16.4%	64.7%	21.6%	14.9%	16.9%
营业利润	600.0	820.8	1,230.7	1,729.6	2,282.3	利润率					
加:营业外净收支	5.8	10.1	2.5	2.3	1.7	毛利率	37.8%	36.6%	37.5%	37.9%	38.2%
利润总额	605.8	830.9	1,233.2	1,731.9	2,283.9	营业利润率	18.8%	18.1%	18.7%	19.2%	19.3%
减:所得税	153.9	193.4	271.3	381.0	502.5	净利润率	14.4%	14.7%	14.6%	14.4%	14.6%
净利润	459.0	664.0	961.9	1,300.8	1,731.5	EBITDA/营业收入	20.7%	20.6%	20.9%	21.1%	21.0%
						EBIT/营业收入	18.4%	18.0%	18.5%	18.8%	19.0%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	83	85	72	64	55
货币资金	997.4	1,386.7	2,256.1	3,524.5	3,629.5	流动营业资本周转天数	-11	21	31	5	4
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	167	185	183	171	164
应收账款	85.5	138.8	199.3	253.7	342.4	应收账款周转天数	9	9	9	9	9
应收票据	1.1	5.5	41.6	6.4	48.6	存货周转天数	19	19	20	19	19
预付账款	24.3	69.6	73.1	95.9	141.9	总资产周转天数	320	337	302	261	237
存货	197.0	268.6	446.8	499.7	731.6	投资资本周转天数	127	157	140	92	74
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%	20.2%	24.0%	27.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	14.3%	11.9%	16.8%	18.3%	21.7%
长期股权投资	28.3	24.9	24.9	24.9	24.9	ROIC	51.5%	44.8%	37.2%	51.9%	86.3%
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%	8.7%	8.9%	9.0%
在建工程	310.5	459.1	349.3	276.0	228.2	管理费用率	8.6%	8.9%	9.1%	9.0%	9.1%
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%	-0.3%
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%	17.6%	17.6%	17.8%
资产总额	3,154.3	5,338.2	5,719.0	7,385.0	8,195.7	偿债能力					
短期债务	18.4	133.7	-	-	-	资产负债率	23.2%	25.2%	15.1%	24.5%	20.4%
应付账款	277.1	477.8	514.5	864.9	964.4	负债权益比	30.2%	33.7%	17.8%	32.4%	25.6%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	2.21	2.46	4.22	2.83	3.48
其他流动负债	371.1	679.2	319.9	916.0	678.6	速动比率	1.91	2.25	3.69	2.55	3.03
长期借款	49.0	24.5	-	-	-	利息保障倍数	-47.35	-178.96	-95.52	-58.73	-62.26
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	863.7	1,806.3	1,671.6	DPS(元)	0.24	0.35	0.50	0.68	0.91
少数股东权益	118.6	103.5	103.5	153.5	203.5	分红比率	48.0%	48.7%	48.0%	48.2%	48.3%
股本	441.0	461.7	923.4	923.4	923.4	股息收益率	0.6%	0.9%	1.3%	1.7%	2.3%
留存收益	1,889.0	3,426.7	3,828.4	4,501.8	5,397.2						
股东权益	2,423.0	3,991.9	4,855.3	5,578.8	6,524.1						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	451.9	637.5	961.9	1,300.8	1,731.5	EPS(元)	0.50	0.72	1.04	1.41	1.88
加:折旧和摊销	111.5	153.7	156.3	199.5	240.6	BVPS(元)	2.50	4.21	5.15	5.88	6.84
资产减值准备	12.7	7.1	-	-	-	PE(X)	79.7	55.1	38.0	28.1	21.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	15.9	9.4	7.7	6.7	5.8
财务费用	2.1	6.7	-12.8	-29.0	-36.1	P/FCF	4,128.6	-86.2	45.5	19.9	40.8
投资损失	-3.9	-6.1	-	-	-	P/S	11.4	8.1	5.6	4.1	3.1
少数股东损益	-7.1	-26.5	-	50.0	50.0	EV/EBITDA	27.3	25.3	25.0	17.5	13.3
营运资金的变动	3.5	-687.0	249.7	705.2	-707.1	CAGR(%)	44.1%	40.9%	42.8%	44.1%	40.9%
经营活动产生现金流量	829.7	1,192.6	1,355.2	2,226.6	1,279.0	PEG	1.8	1.3	0.9	0.6	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	4.9	8.2
融资活动产生现金流量	-77.8	949.1	-234.5	-594.9	-805.6	REP	2.6	2.2	3.8	3.3	1.4

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、袁雯婷声明，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
	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
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	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