

索菲亚 (002572)

证券研究报告

2017年08月13日

华东基地扩产能，员工持股显信心，维持买入评级

营业收入同比上升 49%，净利润同比增长 47.2%

公司发布 2017 年半年报，营收同比上升 49% 至 24.9 亿，营收的快速增长主要来自于客户订单量、客单价的提升，以及橱柜业务的高速增长。2017 年上半年索菲亚全屋定制完成 23.45 万客户订单的交付，同比增长 20.4%。随着公司大家居战略持续推进，上半年实现客单价 9400 元/单（出厂口径），同比增长 14.7%，较 16 年客单价提升 800 元/单（出厂口径）。17 上半年公司实现归母净利润 2.9 亿元，同比增长 47.2%，折合 EPS 为 0.32 元。

毛利率同比上升 0.6 个百分点，期间费用同比增长 1 个百分点

2017 年上半年公司的毛利率为 36.3%，同比上升 0.6 个百分点，主要是由于公司收入增速快于成本提升；2017 年上半年公司的期间费用率为 20.2%，同比上升 1 个百分点；我们认为随着司米厨柜门店数量的不断增加，对后端定制家环节的导流效果将越发明显，将有助于索菲亚营销费用率的未来走低。

华东基地拟增三期和木门产能，大家居生态构建持续推进

公司公告批准实施华东生产基地三期投资计划，预计总投资额为 8 亿元，拟设立全资子公司浙江索菲亚华鹤并实施华东生产基地一期投资计划，一期项目总投资为 4.8 亿元，建设项目为年产 30 万樘木门产品生产线及其配套设施。华东地区为公司第一大消费市场，现有浙江嘉善产能仍无法满足华东市场，且华鹤工厂位于齐齐哈尔，木门运输至华东成本较高、耗时较长，难以提升客户满意度，因此华东生产基地扩建势在必行。基地扩建后有助于持续推进大家居生态构建，缓解华东产能瓶颈，完善木门产业布局，巩固公司产品核心竞争力，带动华东区域收入进一步提升。

员工持股计划颁布，彰显公司对未来发展信心，维持买入评级

公司公告员工持股计划草案，拟筹集资金总额上限为 2.8 亿元，本员工持股计划设立后委托四川信托有限公司管理，其中索菲亚股票主要通过二级市场购买（包括大宗交易以及集中竞价等法律法规许可的方式）取得并持有，集合信托计划规模上限 8.4 亿元，份额上限为 8.4 亿份，按照公司本次召开董事会前一交易日收盘价 39.07 元/股计算，涉及股票总数约为 2150 万股，占公司总股本的 2.3%，存续期为 36 个月。我们认为，公司此时推出员工持股计划，一方面展现公司对未来的发展的信心，另一方面，推出员工持股计划有助于绑定核心员工，避免人才流失。

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 38 倍、28 倍，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。且公司在许多城市已经有了十年以上的品牌沉淀，积累了大量的老客户资源，经销商的整体战斗力位居行业前列，我们认为这些优势将确保公司未来保持较快的确定成长，维持“买入”评级。

风险提示：房地产调控趋严、产能投放不达预期。

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)	78.60	54.33	37.50	27.57	20.05
市净率(P/B)	15.66	9.28	7.44	6.53	5.59
市销率(P/S)	11.29	7.96	5.74	4.16	3.06
EV/EBITDA	27.33	25.31	26.36	17.81	12.59

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	39.07 元
目标价格	47 元
上次目标价	47 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	923.43
流通 A 股股本(百万股)	619.76
A 股总市值(百万元)	36,078.27
流通 A 股市值(百万元)	24,214.15
每股净资产(元)	4.18
资产负债率(%)	29.38
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

- 1 《索菲亚-公司点评:上半年业绩靓丽，大家居战略持续深化》 2017-07-16
- 2 《索菲亚-季报点评:一季度迎来开门红，司米渐入佳境》 2017-05-01
- 3 《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

1. 营业收入同比上升 49%，净利润同比增长 47.2%

公司发布 2017 年半年报，营收同比上升 49%至 24.9 亿，营收的快速增长主要来自于客户订单量、客单价的提升，以及橱柜业务的高速增长。2017 年上半年索菲亚全屋定制完成 23.45 万客户订单的交付，同比增长 20.4%，随着公司大家居战略持续推进，上半年实现客单价 9400 元/单（出厂口径），同比增长 14.7%，较 16 年客单价提升 800 元/单（出厂口径）。

分产品看，衣柜业务同比增长 39.2%至 20.8 亿，占总收入比重为 84%，公司窗帘、灯饰产品目前已正式向渠道供货，使旗下大家居品类进一步丰富，有力地提升了客单价。截止至 17 年上半年，索菲亚全屋定制拥有店面超过 2150 家（含在装修店铺，不含超市店），较 16 年底新增 250 家，其中省会城市门店数占比为 19%，地级城市占比为 31%，县级城市占比为 50%，预计至 17 年门店数量有望达至 2200 家。下半年公司持续加密一、二线城市销售网点布局，实施县级经销商招募计划，拓展四、五线城市销售门店，并在保留“799”套餐的同时，再推出“19800”、“27800”全屋定制套餐，驱动订单量持续增长，巩固企业龙头地位加快公司市占率的提升。

上半年橱柜业务实现营收 2.69 亿元，同比增长 1.4 倍，亏损较上年同期减少 2202.5 万元，橱柜门店从 2016 年 600 家提升至 660 家，17 年计划再新开 200-300 家门店。目前司米增城工厂日均产能为 190 单/天，预计 17 年日均产能将提升至 240 单/天，随着门店数量的增加以及工厂产能逐步爬坡，橱柜业务有望逐步扭亏为盈，成为公司新增利润增长点。家居产品业务上半年实现营收 1.3 亿元，同比提升 148.7%，其他产品实现收入 409.2 万元。我们认为随着木门、窗帘、灯饰等产品的加入，在提升收入规模的同时，索菲亚将加快大家居生态体系的构建。17 年上半年公司实现归母净利润 2.9 亿元，同比增长 47.2%，预计 1-9 月实现归母净利润 2.7 亿元至 3.1 亿元，同比增长 30%-50%，折合 EPS 为 0.32 元。

2. 毛利率同比上升 0.6 个百分点，期间费用同比增长 1 个百分点

2017 年上半年公司的毛利率为 36.3%，同比上升 0.6 个百分点，主要是由于公司收入增速快于成本提升；分产品看，定制衣柜产品的毛利率同比增加 0.6 个百分点至 40.1%，公司信息化能力的提升令定制衣柜产品毛利率逐步提升；橱柜业务的毛利率为 15.2%，同比增加 23.9 个百分点，家居家品的毛利率同比上升 0.4 个百分点至 18%。

2017 年上半年公司的期间费用率为 20.2%，同比上升 1 个百分点；销售费用率同比增加 0.2 个百分点至 9.9%，主要是由于公司大力拓展市场，加大广告放力度，导致广告以及人员薪酬大幅增加；管理费用率因员工薪酬、研发投入以及咨询费的增加，同比提升 0.7 个百分点至 10.3%。财务费用率较去年同期增长 0.1 个百分点至 0.03%，主要是司米厨柜借款增加导致利息支出增长。我们认为随着司米厨柜门店数量的不断增加，对后端定制家环节的导流效果将越发明显，将有助于索菲亚营销费用率的未来走低。

3. 华东基地拟增三期和木门产能，大家居生态构建持续推进

公司公告批准实施华东生产基地三期投资计划，预计总投资额为 8 亿元，投产后将增加生产加工定制衣柜柜身、贴面板、线条百叶、吸塑类、门类产品。公司控股子公司索菲亚华鹤门业有限公司将以自有资金出资，设立全资子公司浙江索菲亚华鹤并实施华东生产基地一期投资计划。一期项目总投资为 4.8 亿元，其中，索菲亚华鹤门业拟以注册资本金方式出资 2 亿元，建设项目为年产 30 万樘木门产品生产线及其配套设施。华东地区为公司第一大消费市场，2017 年上半年实现营收 6.4 亿元，同比增长 50%，占总收入比重为 25.8%，现有浙江嘉善产能仍无法满足华东市场，且华鹤工厂位于齐齐哈尔，木门运输至华东成本较高、耗时较长，难以提升客户满意度，因此华东生产基地扩建势在必行。基地扩建后有助于持续推进大家居生态构建，缓解华东产能瓶颈，完善木门产业布局，巩固公司产品核心竞争力，带动华东区域收入进一步提升。

4. 员工持股计划颁布，彰显公司对未来发展信心，维持买入评级

公司公告员工持股计划草案，拟筹集资金总额上限为 2.8 亿元，参加人员包括董事、监事、

高级管理人员、公司及控股子公司主管级以上员工和核心技术人员以及在公司或控股子公司工作时间在 3 年以上的员工，其中董事、监事、高级管理人员共 8 人。本员工持股计划设立后委托四川信托有限公司管理，其中索菲亚股票主要通过二级市场购买（包括大宗交易以及集中竞价等法律法规许可的方式）取得并持有，集合信托计划规模上限 8.4 亿元，份额上限为 8.4 亿份，按照公司本次召开董事会前一交易日收盘价 39.07 元/股计算，涉及股票总数约为 2150 万股，占公司总股本的 2.3%，存续期为 36 个月。我们认为，公司此时推出员工持股计划，一方面展现公司对未来的发展的信心，另一方面，推出员工持股计划有助于绑定核心员工，避免人才流失。

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 38 倍、28 倍，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。且公司在许多城市已经有了十年以上的品牌沉淀，积累了大量的老客户资源，经销商的整体战斗能力位居行业前列，我们认为这些优势将确保公司未来保持较快的确定成长，维持“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	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
流动资产合计	1,469.80	3,173.73	3,678.14	5,414.16	6,413.16
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	5,764.98	7,488.26	8,455.40
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
流动负债合计	666.56	1,290.70	781.61	1,760.17	1,655.73
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	810.87	1,785.53	1,684.30
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)
股东权益合计	2,423.03	3,991.87	4,954.12	5,702.73	6,771.10
负债和股东权益总	3,154.32	5,338.17	5,764.98	7,488.26	8,455.40

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
经营活动现金流	829.70	1,192.59	1,298.75	2,067.42	1,401.14
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	469.19	17.10	16.52
其他	(269.99)	(378.63)	(644.29)	(664.95)	(906.61)
筹资活动现金流	(77.76)	949.07	(143.63)	(612.53)	(859.66)
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	1,103.64	1,386.81	508.17

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	6,286.78	8,666.17	11,797.43
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)
营业利润	599.98	820.79	1,204.95	1,745.24	2,460.55
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
利润总额	605.78	830.87	1,233.45	1,768.74	2,484.05
所得税	153.89	193.38	271.36	389.12	546.49
净利润	451.89	637.48	962.09	1,379.62	1,937.56
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	962.09	1,308.38	1,799.86
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
成长能力					
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%
获利能力					
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%
偿债能力					
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
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	18.90	19.21
总资产周转率	1.12	1.07	1.13	1.31	1.48
每股指标(元)					
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
估值比率					
市盈率	78.60	54.33	37.50	27.57	20.05
市净率	15.66	9.28	7.44	6.53	5.59
EV/EBITDA	27.33	25.31	26.36	17.81	12.59
EV/EBIT	30.80	29.00	27.96	18.64	13.03

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 37 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