天风证券 TF SECURITIES

索菲亚（002572）

证券研究报告
2017 年 10 月 26 日

前三季度业绩稳步增长，品类扩张提升品牌竞争力，维持买入评级

前三季度营收同比增 43.1%，净利润同比增 41.1%

公司发布三季报，前三季度实现营收 42.5 亿，同比增长 43.1%，主要是由于公司持续拓展渠道以及丰富大家居品类，量价齐升助力收入规模持续增长。前三年季度索菲亚客户数同比增长 15.1%至 37.9 万户，客单价（出厂口径）同比增 16%至 9800 元/单，司米客单价（出厂口径）约为 9200 元/单。

分产品看，衣柜业务同比增长 37%至 35.9 亿元，占总收入比重为 84.5%，橱柜业务实现收入约 4.1 亿元，占总收入比重为 9.7%，家居品实现收入 2 亿，占总收入比重为 4.7%，木门业务实现收入 4000 万元，占总收入比重为 0.9%。截止至 17 年 9 月底，索菲亚全屋定制拥有店面超过 2170 家（含在装修店铺，不含超市店），较 16 年底新增 270 家，其中省会城市门店数占比为 20%，地级城市占比为 30%，县级城市占比为 50%，司米橱柜共有近 700 家，米兰娜木门专卖店有 85 家，华鹤木门有经销商门店 237 家。第三季度实现营收 17.6 亿元，同比增 35.5%，增速下滑主要是由于今年三季度市场整体偏淡所致。前三季度公司归母净利润同比增 41.1%至 5.8 亿元，折合 EPS 为 0.62 元，第三季度归母净利润同比增 35%至 2.8 亿元，全年业绩预计同比增 30%-50%至 8.6 亿至 10 亿元。

毛利率同比提升 1.5 个百分点，期间费用率上升 2.1 个百分点

前三季度公司的毛利率为 37.9%，同比提升 1.5 个百分点，第三季度公司毛利率为 40.2%，同比提升 2.9 个百分点。

前三季度公司期间费用率为 19.6%，同比提升 2.1 个百分点，分项目来看，销售费用率因公司加大品牌推广以及渠道拓展人员数量增加导致广告费用和工资薪酬增加，同比提升 0.6 个百分点至 9.3%，管理费用率同比提升 1.1 个百分点至 10.1%，主要是由于员工薪酬、管理软件维护费用和研发费用增加所致，财务费用率同比提升 0.3 个百分点至 0.3%。第三季度公司期间费用率同比提升 3.4 个百分点至 18.8%，其中，销售费用率同比提升 1.1 个百分点至 8.3%，管理费用率同比提升 1.7 个百分点至 9.9%，财务费用率同比提升 0.7 个百分点至 0.6%。

组合套餐享受多重优势，大家居品类扩张提升竞争力

公司除原有优势“799”促销套餐外，已陆续推出“19800”全屋定制套餐，在橱柜方面推出“9999 元”~“19999 元”促销套餐以及“27800 元”“贝弗龙套餐+索菲亚全屋”的司索联动全屋套餐，我们认为，公司大力推行套餐主要能从三个方面助力收入规模持续扩大，其一，通过套餐吸引流量；其二，能提升客单值；其三，统一营销活动提升销售效率。公司推出套餐会有统一营销海报、宣传活动，相比经销商单独进行的营销活动，总部的营销活动效果更好。除全屋定制以及橱柜业务外，公司木门业务已走上正轨，索菲亚华鹤华东生产基地已开工建设，窗帘业务正式上线，大家居品类扩张顺利助力公司品牌竞争力持续增强。此外，公司木门和窗帘产品与索菲亚品牌高度契合，使公司各品类之间导流更为顺畅，进一步提升终端成交率。

我们预计 2017-2018 年 EPS 分别为 1.04 元、1.42 元，对应当前股价的 PE 分别为 41 倍和 30 倍，考虑公司品类进一步丰富提升产品竞争力，未来成长性较好，维持“买入”评级。

风险提示：橱柜、木门业务增速不及预期，房地产投资增速下滑。

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	42.50 元
目标价格	51 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)	39,245.62
流通 A 股市值(百万元)	26,339.94
每股净资产(元)	4.48
资产负债率(%)	31.14
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-半年报点评:华东基地扩产能，员工持股显信心，维持买入评级》 2017-08-13
2 《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
3 《索菲亚-季报点评:一季度迎来开门红，司米渐入佳境》 2017-05-01

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)	85.50	59.10	40.79	30.00	21.80
市净率(P/B)	17.03	10.09	8.09	7.10	6.08
市销率(P/S)	12.28	8.66	6.24	4.53	3.33
EV/EBITDA	27.33	25.31	28.85	19.56	13.84

资料来源：wind，天风证券研究所

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	85.50	59.10	40.79	30.00	21.80
市净率	17.03	10.09	8.09	7.10	6.08
EV/EBITDA	27.33	25.31	28.85	19.56	13.84
EV/EBIT	30.80	29.00	30.60	20.47	14.33

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