

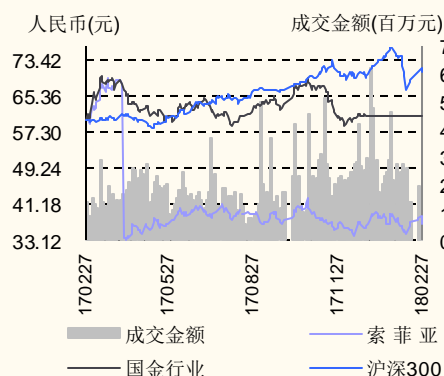
索菲亚 (002572.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 36.88 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	619.76
总市值 (百万元)	34,055.96
年内股价最高最低 (元)	69.30/33.12
沪深 300 指数	4058.98
深证成指	10807.54



核心业务稳增不改，大家居经营逐步向好

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	0.98	1.41	1.96
每股净资产 (元)	5.23	8.42	4.75	5.34	6.41
每股经营性现金流 (元)	1.88	2.58	2.29	1.71	2.32
市盈率 (倍)	41	38	38	26	19
行业优化市盈率 (倍)	N/A	98	98	98	98
净利润增长率 (%)	40.42%	44.66%	36.11%	44.02%	39.37%
净资产收益率 (%)	19.92%	17.08%	20.63%	26.42%	30.65%
总股本 (百万股)	440.98	461.71	923.43	923.43	923.43

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司披露业绩快报: 2017 年, 公司预计实现营收 61.62 亿元, 同比增长 36.02%, 净利润 9.05 亿元同比增长 36.37%, 符合我们的预期。

点评

- **终端渠道延续稳健扩张, 同店增长提速, 增厚衣柜收入。**公司持续推进终端渠道下沉, 衣柜延续 16 年开店节奏, 17 年内新增约 300 家门店, 总数达到 2,200 家。门店扩张的同时, 公司加大成品家具在渠道投放力度。通过 799 套餐和 19,800 全屋套餐引流, 延续量价齐升态势。2017 年, 公司单店收入接近 250 万元, 同比增长 20.73% (16 年增速 7.55%)。同店收入增长提速, 成为衣柜业务实现 54 亿收入 (增长 31.32%) 的主要原因。
- **切入木门业务完善大家居布局, 看好橱柜经营日益向好。**2017 年 3 月, 公司与华鹤集团合作拓展木门业务, 5 月合资公司开始运营, 7 个月运营期内实现收入 9,870.68 万元, 其中 Q4 单季收入 5,870.68 万元, 环比增长 46.77%。米兰纳木门与索菲亚产品高度匹配, “爱家季”活动助力下产品已颇受青睐, 预计伴随门店扩张, 木门业务的贡献度也将逐步提升; 公司橱柜业务收入 5.95 亿元, 仍录得亏损, 主要是受累 Q2 产品价格上调导致的增长乏力。虽然 Q3 后下调, 但耐用品价格变动消化需较长时间。在司索联动持续推进下, 今年内收入增长或将逐季好转, 全年有望实现盈亏平衡。
- **实施员工和经销商持股计划, 长期增长动力充沛。**2017 年 8 月, 公司公告员工持股计划草案, 目前已实施完成, 8 名被激励高管共持有 1,846.85 万股。此外, 实控人于 2018 年 1 月 2 日大宗转让 1,251.6 万股给经销商持股计划。公司通过员工和经销商持股, 将进一步激发企业经营活性。从历史上看, 公司曾于 2015 年推出经销商持股计划, 成就近三年业绩 40% 以上的复合增长。因此, 看好此次经销商持股激励后, 公司未来业绩继续高增。

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。我们预测公司 2017-2019 年 EPS 为 0.98/1.41/1.96 元, 三年 CAGR 39.8%, 对应 PE 分为 38/26/19 倍, 维持公司“买入”评级。

风险因素

- 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。

相关报告

- 1.《索菲亚 2017 年三季报点评-橱柜收入增长加速, 大家居成效显著》, 2017.10.26
- 2.《索菲亚 2017 年半年报点评-定制衣柜持续高速增长, 橱柜、木门放...》, 2017.8.13
- 3.《索菲亚 2017 年一季报点评-业务量价齐升延续, 橱柜年内有望扭...》, 2017.5.2
- 4.《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

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
qiuisjia@gjzq.com.cn

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	-3,940	-5,230	-6,900
%销售收入	62.6%	62.2%	63.4%	63.9%	63.4%	63.0%
毛利	882	1,208	1,656	2,225	3,025	4,051
%销售收入	37.4%	37.8%	36.6%	36.1%	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	-558	-732	-952
%销售收入	9.6%	9.6%	8.6%	9.1%	8.9%	8.7%
管理费用	-254	-275	-404	-547	-696	-877
%销售收入	10.8%	8.6%	8.9%	8.9%	8.4%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	383	596	817	1,056	1,512	2,111
%销售收入	16.2%	18.7%	18.0%	17.1%	18.3%	19.3%
财务费用	15	12	5	37	63	83
%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%	0.2%	0.1%
营业利润	396	600	821	1,096	1,577	2,196
营业利润率	16.8%	18.8%	18.1%	17.8%	19.1%	20.0%
营业外收支	5	6	10	6	6	6
税前利润	401	606	831	1,102	1,583	2,201
利润率	17.0%	19.0%	18.3%	17.9%	19.2%	20.1%
所得税	-70	-154	-193	-198	-281	-387
所得税率	17.6%	25.4%	23.3%	17.9%	17.8%	17.6%
净利润	330	452	637	904	1,302	1,814
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	904	1,302	1,814
净利率	13.8%	14.4%	14.7%	14.7%	15.8%	16.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	330	452	637	904	1,302	1,814
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	987	110	142
经营活动现金净流	352	830	1,193	2,116	1,579	2,140
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	-418	-599
筹资活动现金净流	-29	-78	950	-67	-590	-604
现金净流量	-120	-39	353	1,819	659	1,190

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	3,206	3,866	5,055
应收账款	96	87	144	210	281	372
存货	142	197	269	361	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	3,954	4,860	6,369
%总资产	59.1%	46.6%	59.5%	64.5%	67.5%	71.7%
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%	29.7%	27.9%	24.8%
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%	35.5%	32.5%	28.3%
资产总计	2,533	3,154	5,338	6,127	7,203	8,882
短期借款	20	68	158	127	121	115
应付款项	263	396	888	813	1,082	1,428
其他流动负债	128	202	244	676	945	1,292
流动负债	411	667	1,291	1,617	2,148	2,835
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	1,641	2,172	2,861
普通股股东权益	1,941	2,304	3,888	4,382	4,927	5,918
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	6,127	7,203	8,882

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.74	1.04	1.44	0.98	1.41	1.96
每股净资产	4.40	5.23	8.42	4.75	5.34	6.41
每股经营现金净流	0.80	1.88	2.58	2.29	1.71	2.32
每股股利	0.25	0.35	0.50	0.44	0.64	0.89
回报率						
净资产收益率	16.84%	19.92%	17.08%	20.63%	26.42%	30.65%
总资产收益率	12.90%	14.55%	12.44%	14.75%	18.07%	20.42%
投入资本收益率	15.04%	17.51%	15.01%	18.69%	24.02%	28.23%
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%	29.23%	43.13%	39.62%
净利润增长率	33.51%	40.42%	44.66%	36.11%	44.02%	39.37%
总资产增长率	21.45%	24.52%	69.23%	14.77%	17.56%	23.31%
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%	-68.10%	-73.96%	-81.63%
EBIT利息保障倍数	-25.5	-48.1	-179.2	-28.2	-23.9	-25.6
资产负债率	17.84%	23.18%	25.22%	26.79%	30.16%	32.21%

来源：公司年报、国金证券研究所

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
	0	1	6	11	23
	1	1	5	7	17
	0	0	0	1	3
	0	0	0	0	0
	2.00	1.50	1.45	1.47	1.53

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。

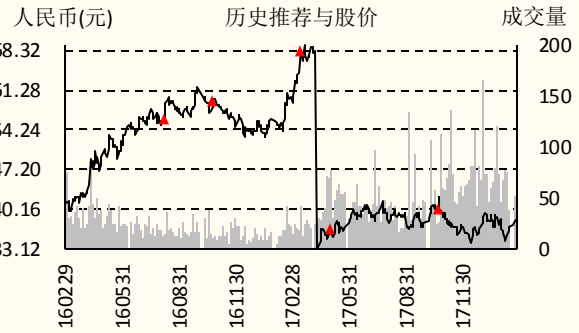
最终评分与平均投资建议对照：

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	2016-08-08	买入	56.05	N/A
2	2016-10-26	买入	58.88	N/A
3	2017-03-15	买入	64.47	N/A
4	2017-05-02	买入	34.75	N/A
5	2017-08-13	买入	39.07	N/A
6	2017-10-26	买入	42.50	N/A

来源：国金证券研究所



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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

本报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH