

研究所

证券分析师： 谭倩 S0350512090002

0755-83473923

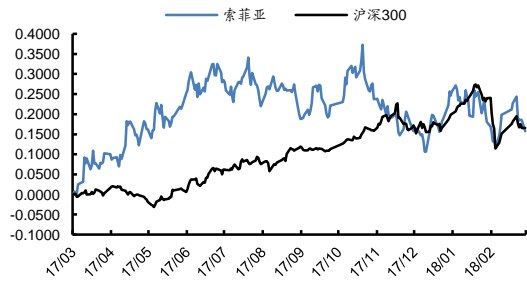
联系人： 尹洵 S0350118010007

021-50815082 yinx@ghzq.com.cn

## 渠道管控力度加大，期待司米调整效果渐显

### ——索菲亚（002572）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

| 表现    | 1M   | 3M   | 12M  |
|-------|------|------|------|
| 索菲亚   | -1.9 | -0.6 | 20.7 |
| 沪深300 | -6.0 | -0.5 | 17.2 |

市场数据 2018-03-05

|            |               |
|------------|---------------|
| 当前价格（元）    | 35.84         |
| 52周价格区间（元） | 29.71 - 42.50 |
| 总市值（百万）    | 33095.60      |
| 流通市值（百万）   | 22212.32      |
| 总股本（万股）    | 92342.63      |
| 流通股（万股）    | 61976.33      |
| 日均成交额（百万）  | 168.18        |
| 近一月换手（%）   | 14.60         |

相关报告

《索菲亚（002572）三季报点评：业绩符合预期，大家居战略逐步推进》——2017-10-27

《索菲亚（002572）中报点评：中报业绩高增长，大家居、全品类战略巩固龙头地位》——2017-08-15

《索菲亚（002572）调研简报：深化产业布局，打造“定制家具”时代（买入）\*建材行业\*范曾》——2013-12-27

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

2月27日，公司发布了2017年年度业绩快报。报告期内，公司实现营业收入61.62亿元，同比增加36.02%；归母净利润为9.06亿元，同比增加36.37%；基本每股收益为0.9806元，同比增长了32.80%。其中Q4单季度实现营收19.11亿元，同比增加了22.58%，归母净利润为3.3亿元，同比增长了28.91%。2017年全年净利润率为14.70%，与2016年的净利润率水平相比同比提升了0.63pct。

投资要点：

■ **公司全年业绩增速前高后低，主因司米调价波折。**从公司全年收入和归母净利润增速的变化情况来看，Q1/Q2/Q3/Q4单季度收入增速分别对应48.30%/49.44%/35.46%/22.58%，Q1/Q2/Q3/Q4单季度归母净利润增速分别对应46.75%/47.31%/35.18%/28.91%。由此可见，自2017Q3起，公司收入和利润增速下滑趋势显著。我们认为主要压力可能体现在以下几个方面：1、地产调控因素的负面影响逐渐显现；2、精装修B端渠道崛起对C端销量分流的影响；3、司米厨柜2017Q1因定价过高而直接抑制2017Q2-Q3厨柜订单数的增长。直至9月厨柜价格下调之后，Q4订单数才有所恢复。预计司米厨柜2017年亏损7000万，2018年随着经营管理的改善、店面形象的优化、渠道扩张的加速推进以及品类高端化的持续落地，司米厨柜有望扭亏为盈。

■ **2018年公司会加大对经销商渠道的调整力度，并且稳步推进新店扩张。**针对公司目前既有的2170家经销商，2014-2016期间公司每年仅淘汰20个，淘汰率在业内偏低。对此，公司从2017Q4起加大经销商淘汰力度，2017前Q3合计淘汰了30个，Q4单季度淘汰了40个，预计18年将淘汰100个，从而加速推动渠道质量的提升。此外，2018年公司计划新开300家厨柜店以及400家衣柜店，开店速度超越2017年并且一半以上的店面分布在四五线城市，从而加速推动渠道下沉。

■ **推动产品结构优化升级，客单价提升空间仍可观。**2018年公司在司米厨柜业务板块内会引入实木烤漆系列，从而推动价格带的上移。并且会和索菲亚大家居业务形成合力（衣柜、厨柜、家具家品、窗

帘等多品类的全面融合), 从而形成全屋定制的解决方案。目前, 客均柜体的定制数仅为 4 个, 预计衣厨联动大家居战略落地之后, 能够将客均柜体定制数提升至 8 个, 从而推动客单价的继续提升。

- **盈利预测和投资评级:** 我们认为 2018 年 Q1-Q2 公司将会处于厨柜业务的持续调整期, Q3-Q4 调整优化的效果将逐渐显现。长周期来看, 行业依然处于客单价与订单数稳步增长以及渠道扩张的成长阶段, 但行业竞争激烈程度较之前已有所加剧并且地产负面因素已有所体现。我们下调公司 2017-2019 年的 EPS 至 0.98 元、1.35 元和 1.90 元, 对应的 PE 分别为 37.42 倍、27.27 倍和 19.35 倍, 因此, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 地产调控因素、行业竞争加剧、新店扩张不及预期、产能投放不及预期。

| 预测指标      | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入(百万元) | 4530   | 6162   | 8467   | 11405  |
| 增长率(%)    | 42%    | 36%    | 37%    | 35%    |
| 净利润(百万元)  | 664    | 906    | 1243   | 1752   |
| 增长率(%)    | 45%    | 36%    | 37%    | 41%    |
| 摊薄每股收益(元) | 1.44   | 0.98   | 1.35   | 1.90   |
| ROE(%)    | 16.63% | 18.63% | 20.53% | 22.64% |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 索菲亚盈利预测表

| 2018-03-0          |             |              |              |              |                    |             |              |              |              |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 证券代码:              | 002572.SZ   |              | 股价:          | 35.84        | 投资评级:              | 增持          | 日期:          | 5            |              |
| 财务指标               | 2016        | 2017E        | 2018E        | 2019E        | 每股指标与估值            | 2016        | 2017E        | 2018E        | 2019E        |
| <b>盈利能力</b>        |             |              |              |              | <b>每股指标</b>        |             |              |              |              |
| ROE                | 17%         | 19%          | 21%          | 23%          | EPS                | 1.44        | 0.98         | 1.35         | 1.90         |
| 毛利率                | 37%         | 38%          | 38%          | 38%          | BVPS               | 8.42        | 5.19         | 6.54         | 8.43         |
| 期间费率               | 18%         | 19%          | 19%          | 19%          | <b>估值</b>          |             |              |              |              |
| 销售净利率              | 15%         | 15%          | 15%          | 15%          | P/E                | 38.28       | 37.42        | 27.27        | 19.35        |
| <b>成长能力</b>        |             |              |              |              | P/B                | 4.36        | 7.07         | 5.61         | 4.35         |
| 收入增长率              | 42%         | 36%          | 37%          | 35%          | P/S                | 3.74        | 5.50         | 4.00         | 2.97         |
| 利润增长率              | 45%         | 36%          | 37%          | 41%          |                    |             |              |              |              |
| <b>营运能力</b>        |             |              |              |              | <b>利润表 (百万元)</b>   | <b>2016</b> | <b>2017E</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> |
| 总资产周转率             | 0.85        | 0.96         | 1.06         | 1.13         | 营业收入               | 4530        | 6162         | 8467         | 11405        |
| 应收账款周转率            | 31.40       | 36.50        | 36.50        | 33.18        | 营业成本               | 2874        | 3848         | 5275         | 7077         |
| 存货周转率              | 10.70       | 10.43        | 10.43        | 10.43        | 营业税金及附加            | 47          | 64           | 88           | 119          |
| <b>偿债能力</b>        |             |              |              |              | 销售费用               | 388         | 564          | 787          | 1049         |
| 资产负债率              | 25%         | 24%          | 24%          | 23%          | 管理费用               | 404         | 561          | 779          | 1026         |
| 流动比                | 2.46        | 2.82         | 3.11         | 3.46         | 财务费用               | (5)         | (18)         | (28)         | (42)         |
| 速动比                | 2.25        | 2.57         | 2.83         | 3.15         | 其他费用/(-收入)         | (1)         | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2016</b> | <b>2017E</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | 营业利润               | 821         | 1143         | 1565         | 2175         |
| 现金及现金等价物           | 1387        | 1836         | 2491         | 3425         | 营业外净收支             | 10          | (10)         | (10)         | 17           |
| 应收款项               | 144         | 169          | 232          | 344          | 利润总额               | 831         | 1133         | 1555         | 2192         |
| 存货净额               | 269         | 375          | 514          | 690          | 所得税费用              | 193         | 264          | 362          | 510          |
| 其他流动资产             | 1374        | 1869         | 2568         | 3460         | 净利润                | 637         | 870          | 1193         | 1682         |
| <b>流动资产合计</b>      | <b>3174</b> | <b>4249</b>  | <b>5806</b>  | <b>7918</b>  | 少数股东损益             | (27)        | (36)         | (50)         | (70)         |
| 固定资产               | 1166        | 1348         | 1431         | 1520         | 归属于母公司净利润          | 664         | 906          | 1243         | 1752         |
| 在建工程               | 459         | 289          | 229          | 159          | <b>现金流量表 (百万元)</b> |             |              |              |              |
| 无形资产及其他            | 246         | 246          | 216          | 188          | 经营活动现金流            | 1193        | 116          | 676          | (16)         |
| 长期股权投资             | 25          | 26           | 28           | 30           | 净利润                | 637         | 870          | 1193         | 1682         |
| <b>资产总计</b>        | <b>5338</b> | <b>6426</b>  | <b>7978</b>  | <b>10083</b> | 少数股东权益             | (27)        | (36)         | (50)         | (70)         |
| 短期借款               | 134         | 134          | 134          | 134          | 折旧摊销               | 119         | 69           | 75           | 79           |
| 应付款项               | 414         | 536          | 705          | 887          | 公允价值变动             | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 预收帐款               | 410         | 506          | 696          | 937          | 营运资金变动             | 463         | (786)        | (543)        | (1706)       |
| 其他流动负债             | 333         | 333          | 333          | 333          | 投资活动现金流            | (1789)      | (347)        | 414          | 603          |
| <b>流动负债合计</b>      | <b>1291</b> | <b>1509</b>  | <b>1868</b>  | <b>2291</b>  | 资本支出               | (335)       | (11)         | (24)         | 342          |
| 长期借款及应付债券          | 25          | 25           | 25           | 25           | 长期投资               | 3           | (1)          | (2)          | (2)          |
| 其他长期负债             | 31          | 31           | 31           | 31           | 其他                 | (1458)      | (335)        | 440          | 263          |
| <b>长期负债合计</b>      | <b>56</b>   | <b>56</b>    | <b>56</b>    | <b>56</b>    | 筹资活动现金流            | 31          | 680          | (436)        | 346          |
| <b>负债合计</b>        | <b>1346</b> | <b>1565</b>  | <b>1923</b>  | <b>2347</b>  | 债务融资               | 91          | 0            | 0            | 0            |
| 股本                 | 462         | 923          | 923          | 923          | 权益融资               | 91          | 0            | 0            | 0            |
| 股东权益               | 3992        | 4861         | 6055         | 7736         | 其它                 | (60)        | (203)        | (84)         | 346          |
| <b>负债和股东权益总计</b>   | <b>5338</b> | <b>6426</b>  | <b>7978</b>  | <b>10083</b> | 现金净增加额             | (276)       | 449          | 655          | 933          |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【轻工组介绍】

谭倩，6 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。尹洵，澳大利亚莫纳什大学银行与金融学硕士，2 年买方大消费行业研究经验，2017 年加入国海研究所，从事轻工行业研究。

## 【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。