



002572.CH

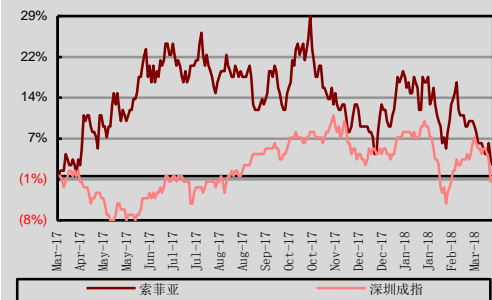
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 33.58

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(11.3)	(12.8)	(6.1)	0.7
相对深证成指	(5.8)	(9.7)	(2.0)	1.5

发行股数(百万)	923
流通股(%)	67
流通股市值(人民币 百万)	20,812
3个月日均交易额(人民币 百万)	212
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
江淦钧	22

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年3月26日收市价为标准

相关研究报告

《索菲亚: Q4 增速放缓, 关注战略调整进度》
2018.2.28

《索菲亚: 客单价持续增长, 多品类保证成长动力》
2017.10.26

《全屋定制, 强者舞台: 定制家具行业专题报告》
2017.6.26

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造: 家用轻工

杨志威

(8621)20328510

zhiwei1.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515060001

*刘凯娜为本报重要贡献者

索菲亚

战术调整顺利, 渠道改善可期

公司发布 2017 年年报: 全年实现营业总收入 61.61 亿元, 同比增长 36.02%; 实现归母净利润 9.07 亿元, 同比增长 36.56%。其中 Q4 实现营业收入 19.11 亿, 同比增长 22.57%; 实现归母净利润 3.31 亿元, 同比增长 29.40%。

支撑评级的要点

- **定价策略调整, 订单量明显回升。**公司 17Q4 营收、归母净利润同比增速皆首次降至 30% 以下, 主要因去年三月原材料价格上涨, 公司将衣柜、橱柜出厂价分别上调 6%、15% 左右, 并一度取消 799/899 引流套餐, 与竞品价差过大, 导致订单流失, 订单量增长缓慢甚至出现单月零增长。9 月公司将价格回调, 重启引流套餐, 大力推广 17800/19800 等套餐, 并补充吸塑、烤漆等中高端产品, 提升康纯板占比, 丰富成品家具品类, Q4 订单量迅速回温, 可见调整策略已现成效, 基本面恢复稳健。
- **严控渠道质量, 加快渠道扩张:** 1) 公司 15-16 年经销商淘汰率仅 2%, 2017 年虽提升至约 5%, 仍低于行业 10% 的平均水平。2018 年公司计划淘汰约 100 家经销商, 促进经销商换血升级, 挖掘渠道内部潜力; 2) 2017 年索菲亚衣柜现客户数逾 53.5 万, 同比增长 9.86%, 出厂客单价 9960 元/单, 同比增长 15.81%, 表现依旧亮眼; 3) 公司 2017 年分别净增索菲亚、司米、米兰纳、大家居店 300、120、95、20 家, 2018 年将加速扩张, 分别新增 400、300、100、100 家, 共计 900 家, 实现市场抢占与营收增长。
- **司米橱柜发力产品、渠道、品牌建设, 18 年预计扭亏。**去年司米因定价失误未能完成销售任务, 最终实现营收 5.95 亿元, 亏损 -3741.85 万元, 毛利率提升 16.73% 达 23.03%。今年司米将优化产品结构, 全面梳理电器及五金产品线, 增加全新 I 系列高端产品 (含配套电器), 拉升产品整体档次。与此同时, 公司将实施第三代门店形象升级, 推进终端门店整改工作, 塑造国际化高端品牌形象, 用司米法国品牌基因进行差异化竞争。
- **自动化与信息化优势进一步提升盈利能力。**2017 年公司 CNC 数控比例提升 1% 达 100%, 板材利用率提升近 4% 达 84%, 一次安装成功率稳定在 80% 以上, 通过自动化与信息化建设优化生产与管理成本, 助毛利率提升 1.61% 达 38.17%, 净利率提升 0.61% 达 14.68%, 创历史新高。

评级面临的主要风险

- 原材料价格大幅上涨; 橱柜、木门业务不达预期; 房地产周期景气回落。

估值

- 公司是定制衣柜龙头企业, 前期虽定价失误, 但调整迅速, 基本面已恢复稳健。橱柜业务规模效应渐显, 今年有望实现扭亏为盈, 米兰纳与华鹤木门业务开展顺利, 全品类布局完善, 与大家居战略形成合力。调整 2018-2020 年每股收益预测分别至 1.32/1.79/2.30 元, 同比增长 34.3%、36.0%、28.4%, 对应 3 月 27 日收盘价 PE 为 25.5X、18.7X、14.6X, 维持买入评级。

投资摘要

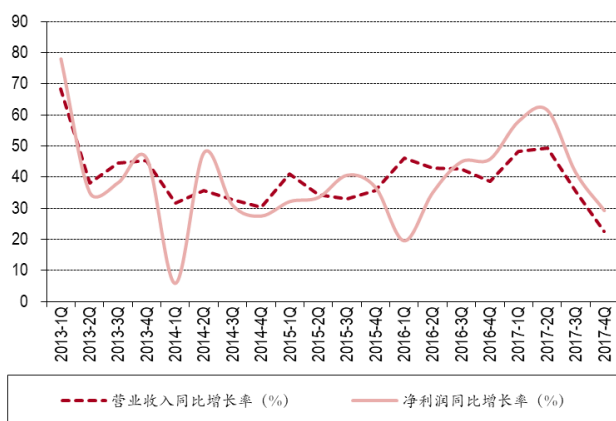
年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	4,530	6,161	8,590	11,373	14,588
变动(%)	42	36	39	32	28
净利润(人民币 百万)	664	907	1,218	1,656	2,128
全面摊薄每股收益(人民币)	0.719	0.982	1.319	1.794	2.305
变动(%)	44.7	36.5	34.3	36.0	28.5
先前预测每股收益(人民币)			1.349	1.797	
调整幅度(%)			2.3	0.2	
全面摊薄市盈率(倍)	46.7	34.2	25.5	18.7	14.6
价格/每股现金流量(倍)	26.0	25.0	22.1	20.3	11.8
每股现金流量(人民币)	1.29	1.35	1.52	1.66	2.84
企业价值/息税折旧前利润(倍)	32.3	22.1	15.8	11.8	8.9
每股股息(人民币)	0.239	0.250	0.396	0.538	0.691
股息率(%)	0.7	0.7	1.2	1.6	2.1

资料来源: 公司数据及中银证券预测

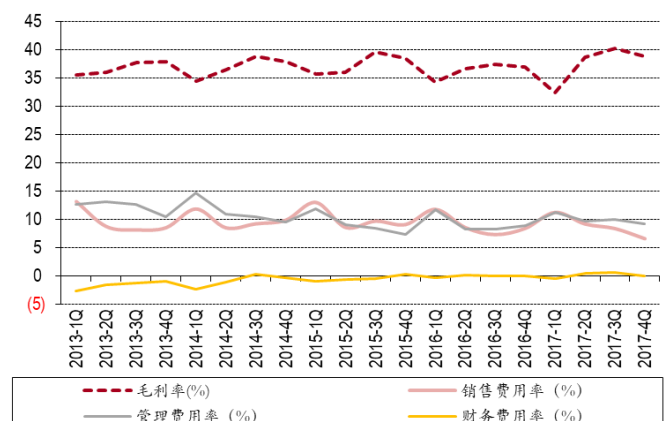
图表 1. 公司 2017 年业绩摘要

(百万元)	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4
一、营业总收入	954	1,534	1,764	1,911
二、营业总成本	863	1,253	1,406	1,498
其中：营业成本	645	940	1,055	1,169
营业税金及附加	10	17	19	23
销售费用	107	140	147	125
管理费用	107	148	175	175
财务费用	(6)	6	10	(1)
资产减值损失	0	1	0	7
三、其他经营收益	6	10	14	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	6	10	14	4
四、营业利润	96	292	372	422
加：营业外收入	1	1	2	(3)
减：营业外支出	1	1	1	(1)
五、利润总额	97	292	373	420
减：所得税	31	71	89	86
六、净利润	66	221	285	333
减：少数股东损益	(11)	4	3	2
七、归属母公司净利润	77	217	281	331
EPS	0.08	0.24	0.30	0.36
主要比率(%)				
毛利率	32.4	38.7	40.2	38.8
主营税金率	1.0	1.1	1.1	1.2
销售费率	11.2	9.1	8.3	6.5
管理费	11.3	9.7	9.9	9.2
营业利润率	10.1	19.0	21.1	22.1
实际税率	32.0	24.3	23.8	20.6
净利率	8.1	14.2	16.0	17.3
YoY(%)				
收入增长率	48.3	49.4	35.5	22.6
营业利润增长率	44.8	51.6	35.0	47.4
净利润增长率	46.8	47.3	35.2	29.4

资料来源：公司公告，万得，中银证券

图表 2. 公司单季度收入及盈利走势


资料来源：万得数据及中银证券

图表 3. 公司毛利率和费用率走势


资料来源：万得数据及中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	4,530	6,161	8,590	11,373	14,588
销售成本	(2,874)	(3,810)	(5,353)	(7,055)	(9,064)
经营费用	(733)	(1,004)	(1,371)	(1,850)	(2,403)
息税折旧前利润	923	1,347	1,866	2,468	3,121
折旧及摊销	(107)	(155)	(265)	(301)	(342)
经营利润(息税前利润)	816	1,192	1,602	2,167	2,780
净利息收入/(费用)	17	23	21	40	45
其他收益/(损失)	(97)	(171)	(267)	(310)	(347)
税前利润	831	1,181	1,596	2,172	2,790
所得税	(193)	(277)	(382)	(520)	(668)
少数股东权益	27	2	3	4	5
净利润	664	907	1,218	1,656	2,128
核心净利润	654	907	1,213	1,651	2,125
每股收益(人民币)	0.719	0.982	1.319	1.794	2.305
核心每股收益(人民币)	0.708	0.982	1.313	1.788	2.301
每股股息(人民币)	0.239	0.250	0.396	0.538	0.691
收入增长(%)	42	36	39	32	28
息税前利润增长(%)	39	46	34	35	28
息税折旧前利润增长(%)	41	46	39	32	26
每股收益增长(%)	45	37	34	36	28
核心每股收益增长(%)	44	39	34	36	29

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	831	1,181	1,596	2,172	2,790
折旧与摊销	107	155	265	301	341
净利息费用	(5)	(5)	3	(14)	(16)
运营资本变动	62	115	(311)	0	0
税金	193	277	382	520	668
其他经营现金流	5	(481)	(528)	(1,449)	(1,155)
经营活动产生的现金流	1,193	1,243	1,406	1,530	2,627
购买固定资产净值	(400)	(1,214)	(717)	(777)	(903)
投资减少/增加	3	27	6	6	35
其他投资现金流	(1,393)	268	21	5	(13)
投资活动产生的现金流	(1,790)	(920)	(690)	(766)	(880)
净增权益	21	462	0	0	(1)
净增债务	(25)	228	0	0	0
支付股息	(221)	(231)	(365)	(497)	(638)
其他融资现金流	1,173	(330)	(423)	132	148
融资活动产生的现金流	949	128	(788)	(365)	(490)
现金变动	352	451	(72)	399	1,257
期初现金	997	1,387	1,813	1,740	2,139
公司自由现金流	(585)	341	740	791	1,776
权益自由现金流	(616)	556	713	778	1,763

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1,387	1,813	1,740	2,139	3,397
应收帐款	120	224	202	307	411
库存	269	287	472	596	744
其他流动资产	1,399	1,279	1,661	2,689	3,100
流动资产总计	3,174	3,602	4,075	5,732	7,650
固定资产	1,167	2,185	2,669	3,167	3,740
无形资产	265	509	460	416	357
其他长期资产	656	664	636	631	640
长期资产总计	2,164	3,458	3,865	4,314	4,838
总资产	5,338	7,060	7,940	10,046	12,488
应付帐款	414	552	720	996	1,270
短期债务	134	311	0	0	0
其他流动负债	743	952	1,222	1,766	2,308
流动负债总计	1,291	1,815	1,942	2,761	3,578
长期借款	25	253	253	253	253
其他长期负债	31	78	78	78	78
股本	462	923	923	923	923
储备	3,427	3,548	4,304	5,595	7,225
股东权益	3,888	4,471	5,227	6,518	8,149
少数股东权益	104	443	440	436	431
总负债及权益	5,338	7,060	7,940	10,046	12,488
每股帐面价值(人民币)	4.21	4.84	5.66	7.06	8.82
每股有形资产(人民币)	7.85	4.29	5.16	6.61	8.43
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.66)	(1.35)	(1.61)	(2.04)	(3.40)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	20.4	21.9	21.7	21.7	21.4
息税前利润率(%)	18.0	19.3	18.6	19.1	19.1
税前利润率(%)	18.3	19.2	18.6	19.1	19.1
净利率(%)	14.7	14.7	14.2	14.6	14.6
流动性					
流动比率(倍)	2.5	2.0	2.1	2.1	2.1
利息覆盖率(倍)	111.6	90.6	59.3	166.6	213.8
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.3	1.8	1.9	1.9	1.9
估值					
市盈率(倍)	46.7	34.2	25.5	18.7	14.6
核心业务市盈率(倍)	47.4	34.2	25.6	18.8	14.6
市净率(倍)	8.0	6.9	5.9	4.8	3.8
价格/现金流(倍)	26.0	25.0	22.1	20.3	11.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	32.3	22.1	15.8	11.8	8.9
周转率					
存货周转天数	29.6	26.6	25.9	27.6	27.0
应收帐款周转天数	9.6	10.2	9.0	8.2	9.0
应付帐款周转天数	33.3	28.6	27.0	27.5	28.3
回报率					
股息支付率(%)	33.2	25.5	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	17.1	21.7	25.1	28.2	29.0
资产收益率(%)	11.7	14.7	16.2	18.3	18.8
已运用资本收益率(%)	20.0	25.1	28.5	33.4	35.0

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371