

定价策略改善, 渠道下沉加速

投资要点

- **事件:** 公司发布年报, 2017年实现营收61.6亿元, 同比增长36.02%; 实现归母净利润9.1亿元, 同比增长36.56%, 扣非后净利润增长35.22%。其中Q1/Q2/Q3/Q4营收增速分别为48.3%、49.44%、35.46%和22.57%; 净利润同比增速分别为46.75%、47.31%、35.18%和29.4%。
- **衣柜稳健增长, 生产效率持续提升。** 定制衣柜及配套收入51.6亿元, 同比增速31.37%, 受定价策略的影响下半年收入增速有所放缓, 但考虑到10月价格下调后, 订单在Q4有所恢复, 预计18Q1收入增速将有所回升。17年索菲亚品牌门店数达到2200家(+200家), 超市店400家, 进驻城市超过1350个, 覆盖全国一、二线城市以及大部分四五线城市, 其中省会城市门店数占比19%, 地级城市门店数占比29%, 四五线城市门店数占比达52%, 渠道下沉成果显现, 布局日趋成熟。从不同渠道增速来看, 大宗快速发展, 17年增速达117%, 占比提升至4.6%; 经销渠道以29.7%的增速稳定增长, 占比达91%; 直营店由于开店减少, 占比下滑至3.6%。公司与多个龙头房企达成战略合作, 携手恒大打造亚洲最大家居联盟产业园基地, 将受益精装房快速发展趋势。2017年底, 索菲亚客户数逾53.5万, 同比增长9.86%, 实现客单价9960元/单(不含司米橱柜), 同比增长15.81%。2018年索菲亚开店提速, 计划加快整改旧店面形象, 新开400家门店(其中包括原有城市继续加密开店, 并继续下沉销售网络至四、五线城市), 大家居融合店100家, 选址侧重繁华商圈, 充分吸引客流, 提升品牌认知度。此外, 公司的生产效率持续提升, 2017年公司板材利用率接近84%, 一次性安装成功率稳定在80%以上, 带动毛利率提升0.47pp至40.72%。
- **橱柜开店加速, 盈利能力改善。** 定制橱柜收入5.9亿元, 同比增长42.9%, 受定价策略影响橱柜Q4收入增速低于预期。目前司米橱柜门店达到720家(+200家), 18年开店将提速, 计划新增300家, 充分实现与衣柜的联动销售。受折旧摊销、高额前期管理费用拖累, 目前司米橱柜仍处于亏损, 产能利用率仅41.8%, 但是随着更多专卖店的开业和收入规模的扩大, 司米橱柜将会逐步转为盈, 成为公司未来营收的新增长点之一。17年橱柜业务毛利率提升16.72pp至23.03%, 盈利能力显著改善。
- **木门布局渐入佳境。** 17年木门收入7303万元, 截至17年末, 索菲亚华鹤共有米兰纳独立店达95家、经销商200家, 华鹤品牌定制木门门店160家, 经销商150家。2018年索菲亚华鹤计划新开米兰纳木门店面100家, 并继续对华鹤品牌升级, 拓展加盟商, 并对原有加盟渠道持续优化, 提升华鹤品牌竞争力。
- **形成全国产能布局, 交货周期大幅缩短。** 索菲亚目前在全国已投产的生产基地有5处, 分别位于四川崇州市、河北廊坊市、浙江嘉善县、湖北黄冈市以及广东广州市, 初步完成全国工业布局, 工厂2017年平均交货周期为10天~12天左右, 打破行业产能瓶颈, 整体毛利率提升至38.17%(+1.6pp), 净利率达14.72%, 经营效率还有提升空间。
- **盈利预测与投资建议。** 随着公司新开门店增加、产品类别丰富以及运营效率的持续提升, 预计业绩有望保持快速增长。预计2018-2020年EPS分别为1.32、1.78、2.37元, 近三年净利润复合增速为34%, 我们给予公司18年30倍PE, 对应目标价39.6元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 终端销售不及预期的风险; 外延扩张过快带来的管理风险。

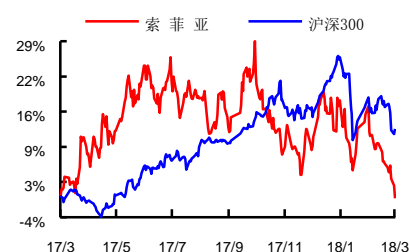
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6161.44	8335.82	10977.27	14372.93
增长率	36.02%	35.29%	31.69%	30.93%
归属母公司净利润(百万元)	906.77	1222.58	1642.92	2188.97
增长率	36.56%	34.83%	34.38%	33.24%
每股收益EPS(元)	0.98	1.32	1.78	2.37
净资产收益率ROE	18.40%	19.92%	21.12%	21.96%
PE	33	25	18	14
PB	6.16	4.93	3.89	3.04

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
执业证号: S1250517080002
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	9.23
流通A股(亿股)	6.20
52周内股价区间(元)	32.79-73.9
总市值(亿元)	302.79
总资产(亿元)	70.60
每股净资产(元)	4.84

相关研究

1. 索菲亚(002572): 地产影响单季增速有所回落, 全屋发力不改长期投资逻辑 (2017-10-26)
2. 索菲亚(002572): 多业务协同, 定制龙头中报继续亮眼 (2017-08-15)
3. 索菲亚(002572): 上半年业绩再超预期, 龙头强者恒强 (2017-07-17)
4. 索菲亚(002572): 增长强劲, 橱柜产能扩张 (2017-05-02)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6161.44	8335.82	10977.27	14372.93	净利润	904.56	1222.58	1642.92	2188.97
营业成本	3809.80	5104.38	6639.73	8592.95	折旧与摊销	211.56	268.80	340.81	395.03
营业税金及附加	68.21	87.62	117.30	153.67	财务费用	10.00	18.34	10.12	4.94
销售费用	518.69	716.88	966.00	1293.56	资产减值损失	7.91	0.00	0.00	0.00
管理费用	605.53	808.57	1097.73	1466.04	经营营运资本变动	352.92	-152.74	-131.53	-185.78
财务费用	10.00	18.34	10.12	4.94	其他	-244.27	3.45	-0.79	-0.18
资产减值损失	7.91	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1242.68	1360.43	1861.53	2402.98
投资收益	33.93	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1073.22	-550.00	-550.00	-550.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	153.42	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-919.80	-550.00	-550.00	-550.00
营业利润	1181.87	1600.02	2146.39	2861.77	短期借款	177.34	-261.07	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.48	2.50	2.45	2.64	长期借款	228.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1181.39	1602.51	2148.85	2864.41	股权融资	-0.57	0.00	0.00	0.00
所得税	276.83	379.93	505.93	675.44	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	904.56	1222.58	1642.92	2188.97	其他	-276.40	-23.34	-10.12	-4.94
少数股东损益	-2.21	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	128.36	-284.41	-10.12	-4.94
归属母公司股东净利润	906.77	1222.58	1642.92	2188.97	现金流量净额	451.65	526.03	1301.41	1848.04
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1812.62	2338.65	3640.05	5488.09	成长能力				
应收和预付款项	386.14	444.81	602.97	796.36	销售收入增长率	36.02%	35.29%	31.69%	30.93%
存货	286.91	439.49	557.70	716.53	营业利润增长率	43.99%	35.38%	34.15%	33.33%
其他流动资产	1116.39	1509.29	1987.56	2602.38	净利润增长率	41.89%	35.16%	34.38%	33.24%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	44.69%	34.47%	32.33%	30.61%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2654.88	2953.25	3179.61	3351.74	毛利率	38.17%	38.77%	39.51%	40.21%
无形资产和开发支出	523.07	513.27	503.47	493.67	三费率	18.41%	18.52%	18.89%	19.23%
其他非流动资产	279.93	272.57	265.21	257.84	净利率	14.68%	14.67%	14.97%	15.23%
资产总计	7059.95	8471.33	10736.57	13706.61	ROE	18.40%	19.92%	21.12%	21.96%
短期借款	311.07	50.00	50.00	50.00	ROA	12.81%	14.43%	15.30%	15.97%
应付和预收款项	1386.50	1803.16	2380.16	3103.58	ROIC	25.64%	28.01%	32.70%	38.48%
长期借款	252.50	252.50	252.50	252.50	EBITDA/销售收入	22.78%	22.64%	22.75%	22.69%
其他负债	195.11	228.32	273.65	331.30	营运能力				
负债合计	2145.18	2333.98	2956.31	3737.38	总资产周转率	0.99	1.07	1.14	1.18
股本	923.43	923.43	923.43	923.43	固定资产周转率	3.68	3.30	3.67	4.47
资本公积	1479.29	1479.29	1479.29	1479.29	应收账款周转率	35.89	34.78	36.28	35.39
留存收益	2068.67	3291.25	4934.16	7123.13	存货周转率	13.58	13.99	13.24	13.43
归属母公司股东权益	4471.38	5693.97	7336.88	9525.85	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.62%	—	—	—
少数股东权益	443.38	443.38	443.38	443.38	资本结构				
股东权益合计	4914.77	6137.35	7780.26	9969.23	资产负债率	30.39%	27.55%	27.53%	27.27%
负债和股东权益合计	7059.95	8471.33	10736.57	13706.61	带息债务/总负债	26.27%	12.96%	10.23%	8.09%
					流动比率	1.98	2.36	2.58	2.82
					速动比率	1.83	2.14	2.37	2.61
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.98	1.32	1.78	2.37
					每股净资产	5.32	6.65	8.43	10.80
					每股经营现金	1.35	1.47	2.02	2.60
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1403.43	1887.15	2497.32	3261.74					
PE	33.39	24.77	18.43	13.83					
PB	6.16	4.93	3.89	3.04					
PS	4.91	3.63	2.76	2.11					
EV/EBITDA	20.54	14.86	10.71	7.63					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn