# 索菲亚（002572）

## —门店加速增长，推进全屋定制

| 投资评级 | 买入 | 评级调整 | 首次推荐 | 收盘价 | 32.79 | 元 |
|---|---|---|---|---|---|---|

### 事件：

索菲亚 3 月 26 日晚间发布年度业绩报告称，2017 年归属于母公司所有者的净利润为 9.07 亿元，较上年同期增 36.56%；营业收入为 61.61 亿元，较上年同期增 36.02%；基本每股收益为 0.98 元，较上年同期增 32.43%。2017 年度拟 10 派 4.5 元。

### 投资要点：

**1、2017 年衣柜和定制家具收入增速维持 30%以上，毛利率不断增加，2018 年店面数量将加速增长。**

**店面持续高速扩张，2018 年计划新开 400 家门店。**2017 年，“索菲亚”全屋定制产品拥有全部店面超过 2200 家（另外 20m²-60m²的超市店约 400 家）。2018 年度，计划新开 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），以及开设大家居店 100 家。2018 年衣柜店面数量增速将达到 18%，超过 2017 年店面增速 16%，开店数量加速提升。

图表 1 索菲亚衣柜终端门店数增长率将提升 2%

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E |
|---|---|---|---|---|---|
| 索菲亚 | 1450 | 1600 | 1900 | 2200 | 2600 |
| 同比增速 | 21% | 10% | 19% | 16% | 18% |

*资料来源：公司年报，国元证券研究中心*

**单店销售额持续提升，未来随着公司一站式消费等措施开展，高增速有望保持。**

我们根据定制衣柜总收入及店面数量测算 2017 年单个店面的销售额同比增加约 14%。公司加快进行店面形象升级改造，推出更多迎合年轻消费群体的产品以及覆盖高端人群的实木、烤漆产品，开发更多提高消费者“一站式消费”的家品，将推动单店销售额提升。从客单价来看，目前客单价 9960 元/单，2015 年 8600 元/单，如果不考虑门店客户数量增长，仅客单价提升就会促进单店销售额增长。

**毛利率连续四年小幅提升至 39.87%，数字化推动成本降低。**

索菲亚 2015 年开始进一步推动数字化转型进程，公司 CNC 数码控制比例已达 100%，对生产流程数据更快速的处理并做出预测，提升板材利用率，实现成本压缩。 2017 年度衣柜生产板材利用率已接近 85.6%，2016 年为 80%，一次性安装成功率稳定在 80%以上，促进成本的节约。

发布时间：2018 年 3 月 28 日

**主要数据**

| | |
|---|---|
| 52 周最高/最低价(元) | 73.90/32.79 |
| 上证指数/深圳成指 | 3166.65/10775.71 |
| 50 日均成交额(百万元) | 192.09 |
| 市净率(倍) | 6.77 |
| 股息率 | 1.37% |

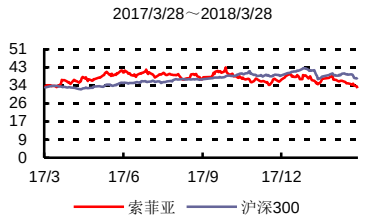
**基础数据**

| | |
|---|---|
| 流通股(百万股) | 619.76 |
| 总股本(百万股) | 923.43 |
| 流通市值(百万元) | 20322.04 |
| 总市值(百万元) | 30279.15 |
| 每股净资产(元) | 4.84 |
| 净资产负债率 | 47.98% |

**股东信息**

| | |
|---|---|
| 大股东名称 | 江淦钧 |
| 持股比例 | 21.61% |
| 国元持仓情况 | |

**52 周行情图**




**相关研究报告**

研究员： 胡晓慧
执业证书编号：S0020115100003
电 话： 021-51097188-1906
电 邮： huxiaohui@gyzq.com.cn
地 址： 中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券（230000）

**2、司米橱柜收入 5.9 亿元，收入增速 43%，拉高整体收入增速，布局木门产品线，全屋定制得到推进。**

2017 年，司米橱柜经销商专卖店达 720 家，目前司米厨柜仍处于亏损， 2018 年司米厨柜计划再新开 300 家门店，继续加密网店，构建司索联动销售网络。随收入规模的扩大，预计司米会逐步转亏为盈，成为公司未来营收的新增长点之一。

公司于 2017 年 4 月合资设立了索菲亚华鹤门业有限公司， 2017 年，索菲亚华鹤共有米兰纳 MILANA 独立店达 95 家（含在装修店面），华鹤品牌定制木门门店逾 160 家。 2018 年索菲亚华鹤计划新开米兰纳 MILANA 木门店面 100 家，产能方面，索菲亚华鹤若顺利达产，将具有 45 万樘木门产品。

**利预测和投资建议：**

2017 年，公司衣柜产品保持高增速，毛利率持续提升，并且推进橱柜及木门新产品线。假设衣柜产品门店数量及单店销售额维持增长，橱柜经营改善，公司 2018-2020 年归母净利润分别为 12.36/16.50/22.18 亿元，对应 EPS 为 1.34/1.79/2.40 元/股，目前股价对应 PE 为 24、18、13 倍，给予公司“买入”评级。

**风险提示：**索菲亚衣柜店面数量增速不及预期，新增店面年销售额偏低导致平均单店销售额增速减缓，橱柜业务利润率提升不及预期，木门业务发展不及预期，等。

## 附表：财务预测与估值

**资产负债表** 单位: 百万元

| 会计年度 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 3602 | 4439 | 5557 | 7057 |
| 现金 | 1813 | 2425 | 3242 | 4339 |
| 应收账款 | 224 | 299 | 400 | 536 |
| 其他应收款 | 69 | 93 | 124 | 166 |
| 预付账款 | 93 | 124 | 165 | 221 |
| 存货 | 287 | 383 | 510 | 681 |
| 其他流动资产 | 1116 | 1115 | 1115 | 1116 |
| **非流动资产** | 3458 | 3977 | 4473 | 5054 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 2185 | 3131 | 3541 | 4006 |
| 无形资产 | 490 | 562 | 660 | 790 |
| 其他非流动资产 | 783 | 284 | 271 | 258 |
| **资产总计** | 7060 | 8416 | 10030 | 12112 |
| **流动负债** | 1815 | 2288 | 2914 | 3475 |
| 短期借款 | 311 | 415 | 579 | 503 |
| 应付账款 | 552 | 734 | 980 | 1307 |
| 其他流动负债 | 952 | 1138 | 1355 | 1665 |
| **非流动负债** | 330 | 396 | 569 | 709 |
| 长期借款 | 253 | 354 | 519 | 652 |
| 其他非流动负债 | 78 | 42 | 50 | 57 |
| **负债合计** | 2145 | 2684 | 3483 | 4184 |
| 少数股东权益 | 443 | 440 | 436 | 431 |
| 股本 | 923 | 923 | 923 | 923 |
| 资本公积 | 1479 | 1479 | 1479 | 1479 |
| 留存收益 | 2069 | 2889 | 3707 | 5094 |
| 归属母公司股东权益 | 4471 | 5291 | 6110 | 7496 |
| **负债和股东权益** | 7060 | 8416 | 10030 | 12112 |

**现金流量表** 单位: 百万元

| 会计年度 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | 1243 | 1653 | 2205 | 2903 |
| 净利润 | 905 | 1233 | 1646 | 2212 |
| 折旧摊销 | 212 | 280 | 356 | 418 |
| 财务费用 | 10 | 27 | 39 | 43 |
| 投资损失 | -34 | -15 | -18 | -22 |
| 营运资金变动 | 128 | 154 | 165 | 232 |
| 其他经营现金流 | 22 | -26 | 18 | 20 |
| **投资活动现金流** | -920 | -799 | -846 | -990 |
| 资本支出 | 1139 | 699 | 710 | 827 |
| 长期投资 | 190 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 410 | -99 | -136 | -163 |
| **筹资活动现金流** | 128 | -242 | -542 | -817 |
| 短期借款 | 177 | 104 | 163 | -75 |
| 长期借款 | 228 | 102 | 165 | 133 |
| 普通股增加 | 462 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -462 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -276 | -448 | -870 | -874 |
| **现金净增加额** | 452 | 612 | 817 | 1097 |

**利润表** 单位: 百万元

| 会计年度 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 6161 | 8242 | 11019 | 14748 |
| 营业成本 | 3810 | 5081 | 6773 | 9040 |
| 营业税金及附加 | 68 | 91 | 122 | 163 |
| 营业费用 | 519 | 694 | 928 | 1242 |
| 管理费用 | 606 | 752 | 1024 | 1388 |
| 财务费用 | 10 | 27 | 39 | 43 |
| 资产减值损失 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 34 | 15 | 18 | 22 |
| **营业利润** | 1182 | 1604 | 2143 | 2885 |
| 营业外收入 | 1 | 8 | 8 | 5 |
| 营业外支出 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| **利润总额** | 1181 | 1610 | 2149 | 2889 |
| 所得税 | 277 | 377 | 504 | 677 |
| **净利润** | 904.56 | 1232.52 | 1645.56 | 2212.20 |
| 少数股东损益 | -2 | -3 | -4 | -5 |
| **归属母公司净利润** | 907 | 1236 | 1650 | 2218 |
| EBITDA | 1403 | 1911 | 2538 | 3346 |
| EPS（元） | 0.98 | 1.34 | 1.79 | 2.40 |

**主要财务比率**

| 会计年度 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 营业收入 | 36.0% | 33.8% | 33.7% | 33.8% |
| 营业利润 | 44.4% | 35.7% | 33.6% | 34.6% |
| 归属于母公司净利润 | 36.6% | 36.3% | 33.5% | 34.4% |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率 (%) | 38.2% | 38.4% | 38.5% | 38.7% |
| 净利率 (%) | 14.7% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| ROE(%) | 20.3% | 23.4% | 27.0% | 29.6% |
| ROIC(%) | 25.2% | 31.4% | 38.9% | 48.4% |
| **偿债能力** | | | | |
| 资产负债率 (%) | 30.4% | 31.9% | 34.7% | 34.5% |
| 净负债比率 (%) | 26.50% | 28.67% | 31.51% | 27.62% |
| 流动比率 | 1.98 | 1.94 | 1.91 | 2.03 |
| 速动比率 | 1.82 | 1.77 | 1.73 | 1.83 |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 0.99 | 1.07 | 1.19 | 1.33 |
| 应收账款周转率 | 33 | 29 | 29 | 29 |
| 应付账款周转率 | 7.89 | 7.90 | 7.90 | 7.91 |
| **每股指标（元）** | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.98 | 1.34 | 1.79 | 2.40 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.35 | 1.79 | 2.39 | 3.14 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 4.84 | 5.73 | 6.62 | 8.12 |
| **估值比率** | | | | |
| P/E | 32.82 | 24.09 | 18.04 | 13.42 |
| P/B | 6.66 | 5.62 | 4.87 | 3.97 |
| EV/EBITDA | 21 | 15 | 11 | 9 |

*资料来源：公司年报，国元证券研究中心*

## 国元证券投资评级体系：

| (1) 公司评级定义 | |
|---|---|
| 二级市场评级 | |
| 买入 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上 |
| 增持 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间 |
| 持有 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间 |
| 卖出 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上 |

| (2) 行业评级定义 | |
|---|---|
| 推荐 | 行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上 |
| 中性 | 行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内 |
| 回避 | 行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上 |

## 分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司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。
市场有风险，投资需谨慎。

## 免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn