

2018年04月19日

公司研究

评级：增持（维持）

研究所

证券分析师： 谭倩 S0350512090002

0755-83473923

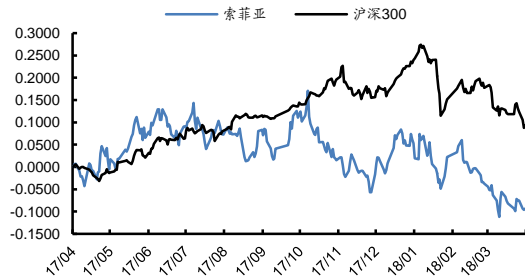
联系人： 尹洵 S0350118010007

021-50815082 yinx@ghzq.com.cn

## 衣柜增长势头良好、司米厨柜盈利能力逐步好转

### ——索菲亚（002572）一季报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
索菲亚	-5.8	-13.9	-10.1
沪深300	-7.6	-12.1	9.3

市场数据 2018-04-18

当前价格（元）	32.92
52周价格区间（元）	31.00 - 42.50
总市值（百万）	30399.19
流通市值（百万）	20402.61
总股本（万股）	92342.63
流通股（万股）	61976.33
日均成交额（百万）	171.52
近一月换手（%）	17.94

相关报告

《索菲亚（002572）事件点评：渠道管控力度加大，期待司米调整效果渐显》——2018-03-06

《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

## 事件：

索菲亚发布了2018年一季报，报告期内公司实现营业收入12.43亿元，同比增长了30.32%；归母净利润1.03亿元，同比增长了33.48%；扣非归母净利润为0.97亿元，同比增长了36.46%。业绩增速基本符合预期。此外，公司公布了2018年1-6月的经营业绩预告，预计2018年上半年实现归母净利润3.68亿元-4.27亿元，同比增速为25%-45%。

## 投资要点：

- **主业增长势头良好，厨柜、衣柜毛利率均呈现稳步提升的趋势。**2018年Q1，公司的衣柜业务实现11.2亿元的收入，同比增速为32%；司米厨柜业务实现9590万元的收入，同比增速为-6%。同期公司的综合毛利率为34.75%，同比提升了2.39pct。公司衣柜业务的稳健增长主要得益于订单数（2018年Q1订单数的同比增速为19.23%）和客单价（2018年Q1客单价的同比增速为14.8%）的持续提升，司米厨柜收入增速下滑的主要原因为2017Q1厨电产品压货情况严重，高基数影响所致。剔除该因素的影响，厨柜的销售收入仍实现19.88%的提升，并且就2018年Q1司米厨柜的亏损额来看，相较于2017Q1公司实现了500万的减亏。再结合公司2018年Q1衣柜、厨柜毛利率的变化情况来看，索菲亚衣柜的毛利率提升了1.1pct，司米厨柜的毛利率从2017Q1的2%显著提升至2018Q1的18%，这主要得益于规模经济效益的逐渐体现。由此可见，2018Q1公司衣柜增长势头强劲，厨柜业务收入增速回暖趋势逐渐显现且盈利能力不断提升。
- **公司渠道扩张速度不断加快，品类的丰富度逐渐完善。**截止2017年年底，公司拥有索菲亚衣柜专卖店2200家（另有400家超市店）、20家大家居融合店、720家司米厨柜专卖店、95家米兰纳独立店、160家华鹤品牌定制木门门店。2018年Q1，公司新开了75个衣柜专卖店，50个厨柜门店，4个木门专卖店。结合2018年全年开店目标来看，公司计划新增衣柜门店400家、司米厨柜门店300家、米兰纳木门专卖店100家、大家居融合店100家。由此可见，新店渠道的加速扩张能够为公司2018年的高速增长打开新的增量空间。
- **公司的内部费用管控能力良好，净利率基本与去年同期持平。**2018年Q1公司的期间费用率为24.46%，同比提升了2.66pct。对应销售

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%。

费用率/管理费用率/财务费用率分别为 11.15%/12.93%/0.33%，同比提升了-0.04pct/1.67pct/0.91pct，净利率为 6.90%，基本与去年同期保持平衡。管理费用率提升显著的主要原因为公司研发支出、人员增加以及折旧费用增加所致，预计未来随着信息化程度的提升，公司的综合毛利率将有望继续上行。此外，公司的应收账款较期初增加了 29.76%，主要因为公司与国内知名房地产公司深度合作导致大宗业务的快速增长，所以工程业务导致应收账款余额增加。

- **盈利预测和投资评级：**我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别对应 1.30 元、1.73 元、2.25 元、对应的 PE 分别为 25.31 倍、19.04 倍、14.61 倍。未来看好公司衣柜业务的加速增长、厨柜业务盈利能力的持续改善以及渠道加速扩张所带来的增量新空间。结合司米厨柜当前退单率较高的实际情况，我们对厨柜业务的盈利预测做了适度下调。但因当前的估值已处于历史底部位置，且未来三年业绩复合增速近 30%以上，对应的 PEG 小于 1，所以综合成长股的投资方法来看，我们维持“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	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	6161	8333	11077	14503
增长率(%)	36%	35%	33%	31%
净利润（百万元）	907	1201	1597	2081
增长率(%)	37%	32%	33%	30%
摊薄每股收益（元）	0.98	1.30	1.73	2.25
ROE(%)	18.45%	21.23%	24.03%	26.23%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：索菲亚盈利预测表

									2018-04-1	
证券代码:	002572.SZ	股价:			32.92	投资评级:	增持		日期:	8
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	18%	21%	24%	26%	EPS	0.98	1.30	1.73	2.25	
毛利率	38%	38%	38%	38%	BVPS	4.84	5.65	6.72	8.12	
期间费率	20%	19%	19%	19%	<b>估值</b>					
销售净利率	15%	14%	14%	14%	P/E	33.52	25.31	19.04	14.61	
<b>成长能力</b>					P/B	6.80	5.83	4.90	4.05	
收入增长率	36%	35%	33%	31%	P/S	4.93	3.65	2.74	2.10	
利润增长率	37%	32%	33%	30%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	
总资产周转率	0.87	0.99	1.11	1.21	营业收入	6161	8333	11077	14503	
应收账款周转率	21.02	21.47	21.47	21.47	营业成本	3810	5176	6880	9011	
存货周转率	13.28	13.52	13.52	13.52	营业税金及附加	68	92	123	161	
<b>偿债能力</b>					销售费用	519	700	930	1218	
资产负债率	30%	33%	33%	34%	管理费用	606	817	1097	1450	
流动比	1.98	1.98	1.96	1.95	财务费用	10	6	(9)	(25)	
速动比	1.83	1.81	1.79	1.77	其他费用/(-收入)	26	24	24	24	
					<b>营业利润</b>	<b>1182</b>	<b>1566</b>	<b>2081</b>	<b>2712</b>	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	营业外净收支	(0)	(1)	(1)	(1)	
现金及现金等价物	1813	2263	2762	3362	<b>利润总额</b>	<b>1181</b>	<b>1565</b>	<b>2080</b>	<b>2711</b>	
应收款项	293	388	516	675	所得税费用	277	367	487	635	
存货净额	287	390	518	678	<b>净利润</b>	<b>905</b>	<b>1198</b>	<b>1593</b>	<b>2076</b>	
其他流动资产	1209	1636	2174	2847	少数股东损益	(2)	(3)	(4)	(5)	
<b>流动资产合计</b>	<b>3602</b>	<b>4676</b>	<b>5970</b>	<b>7562</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>907</b>	<b>1201</b>	<b>1597</b>	<b>2081</b>	
固定资产	2185	2422	2648	3064						
在建工程	470	510	550	590	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	
无形资产及其他	490	490	460	431	<b>经营活动现金流</b>	<b>1243</b>	<b>1223</b>	<b>1583</b>	<b>2047</b>	
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	905	1198	1593	2076	
<b>资产总计</b>	<b>7060</b>	<b>8411</b>	<b>9941</b>	<b>11960</b>	少数股东权益	(2)	(3)	(4)	(5)	
短期借款	311	311	311	311	折旧摊销	182	103	113	123	
应付款项	552	765	1017	1332	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	486	657	874	1144	营运资金变动	159	(75)	(118)	(146)	
其他流动负债	466	631	840	1101	<b>投资活动现金流</b>	<b>(920)</b>	<b>(277)</b>	<b>(266)</b>	<b>(455)</b>	
<b>流动负债合计</b>	<b>1815</b>	<b>2364</b>	<b>3041</b>	<b>3888</b>	资本支出	(1029)	(277)	(266)	(455)	
长期借款及应付债券	253	362	228	114	长期投资	25	0	0	0	
其他长期负债	78	28	28	28	其他	85	0	0	0	
<b>长期负债合计</b>	<b>330</b>	<b>389</b>	<b>255</b>	<b>141</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>569</b>	<b>(496)</b>	<b>(818)</b>	<b>(992)</b>	
<b>负债合计</b>	<b>2145</b>	<b>2753</b>	<b>3296</b>	<b>4029</b>	债务融资	405	109	(134)	(114)	
股本	923	923	923	923	权益融资	101	0	0	0	
股东权益	4915	5658	6645	7932	其它	63	(605)	(684)	(878)	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7060</b>	<b>8411</b>	<b>9941</b>	<b>11960</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>892</b>	<b>450</b>	<b>499</b>	<b>600</b>	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【轻工组介绍】

谭倩，8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。