

索菲亚 (002572)

证券研究报告

2017 年 07 月 16 日

上半年业绩靓丽，大家居战略持续深化

事件：

公司发布 2017 年上半年业绩快报，上半年实现营业收入 24.9 亿元，同比增长 49%；实现归母净利润 2.9 亿元，同比增长 47.2%，折合 EPS 为 0.32 元。

点评：

2017 年上半年公司索菲亚定制家居收入同比增长 39.2%，加上司米橱柜、家居家品以及其他业务，实现营业收入 24.9 亿元，同比增长 49%，其中第二季度实现营收 15.3 亿元，同比增长 49%，第二季度实现归母净利润 2.17 亿元，同比增长 47%。2017 年上半年公司营收以及业绩大幅增长，主要是由于公司定制家居业务订单量以及客单价齐升，以及橱柜业务增长较快所致。

2017 年上半年，公司持续加大一、二线城市销售网点布局，同时拓展四、五线城市销售门店，并继续推行“799”套餐、“19800”全屋定制套餐，结合电商渠道进行订单引流，驱动订单量持续增长。此外，索菲亚大家居战略稳步推进，目前米兰纳木门、索菲亚定制窗帘产品均已上线，木门客单价约为 1.8 万、窗帘客单价达 1 万，索菲亚灯饰也于近日推出，在进一步丰富了公司旗下销售品类的同时，也有力地提升了客单价。

上半年橱柜业务实现营收 2.69 亿元，亏损较上年同期减少 2,202.5 万元，其中第二季度实现收入 1.67 亿元，目前公司橱柜仍然处于亏损状态，但随着更多专卖店的开业和收入规模的扩大，我们预计司米橱柜的亏损将逐步减少。7 月 8 日，司米橱柜黄冈工厂项目正式签约，总建面超 12 万平方米，总投资额约 8 亿元，该工厂为司米橱柜全球第六个工厂，在华的第二个工厂。本次司米黄冈二厂的项目将分三期进行，到了 2020 年将全部竣工。项目落成后，司米将新增定制橱柜及配套家具产品年产能 23 万套，目前司米客单价在 2-3 万元之间，届时将带动公司橱柜业务收入规模进一步扩大。

我们认为，司米橱柜选择黄冈作为新设工厂选址，主要有两大优势：1. 黄冈位于华中区域中心地段，在黄冈设厂一方面能满足国内中西部供货需求，另一方面，有助于缩短运输距离，减少交货时间，进一步提升司米市场竞争力；2. 橱柜二厂选址于黄冈将与索菲亚黄冈工厂协同作战，能提升管理效率，配合大家居出货，强化公司竞争优势。

我们预计公司 2017、2018 年 EPS 分别为 1.04 元、1.42 元，当前股价对应 PE 分别为 37 倍、28 倍，我们在研究韩国汉森后发现，汉森在获取了韩国橱柜市场 24% 的份额之后，估值仍在 30 倍以上。对比韩国人口、房地产规模，我们认为国内定制家居企业的发展还远远没有触及到成长的瓶颈，因此一线定制家居品牌整体达到 35-40 倍估值水平依然合理，维持“买入”评级。

风险提示：司米橱柜的增长不达预期。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,195.74	4,529.96	6,286.78	8,666.17	11,797.43
增长率(%)	35.35	41.75	38.78	37.85	36.13
EBITDA(百万元)	662.35	935.29	1,272.60	1,810.71	2,531.72
净利润(百万元)	459.02	664.02	962.09	1,308.38	1,799.86
增长率(%)	40.42	44.66	44.89	35.99	37.56
EPS(元/股)	0.50	0.72	1.04	1.42	1.95
市盈率(P/E)	78.46	54.24	37.43	27.53	20.01
市净率(P/B)	15.63	9.26	7.42	6.51	5.58
市销率(P/S)	11.27	7.95	5.73	4.16	3.05
EV/EBITDA	27.33	25.31	26.31	17.78	12.56

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	39.00 元
目标价格	46.8 元
上次目标价	41.6 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	923.43
流通 A 股股本(百万股)	578.29
A 股总市值(百万元)	36,013.63
流通 A 股市值(百万元)	22,553.43
每股净资产(元)	8.59
资产负债率(%)	22.96
一年内最高/最低(元)	77.77/33.75

作者

姜浩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110004
jiangh@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《索菲亚-季报点评:一季度迎来开门红，司米渐入佳境》 2017-05-01
- 2 《索菲亚-公司点评:进军门窗以及上游板材领域，持续强化成长动力》 2017-03-27
- 3 《索菲亚-公司点评:业绩持续高增长，大家居战略不断推进，买入评级》 2017-03-14

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	997.41	1,386.70	2,490.34	3,877.16	4,385.33
应收账款	85.45	138.76	173.83	257.07	329.52
预付账款	24.28	69.57	41.65	122.66	89.60
存货	197.03	268.58	425.13	491.72	736.75
其他	165.62	1,310.11	547.18	665.55	871.96
流动资产合计	1,469.80	3,173.73	3,678.14	5,414.16	6,413.16
长期股权投资	28.25	24.93	24.93	24.93	24.93
固定资产	980.05	1,166.50	1,314.74	1,404.10	1,445.13
在建工程	310.53	459.05	311.43	234.86	170.92
无形资产	216.63	258.82	245.56	232.29	219.03
其他	149.06	255.14	190.19	177.91	182.23
非流动资产合计	1,684.52	2,164.44	2,086.85	2,074.10	2,042.24
资产总计	3,154.32	5,338.17	5,764.98	7,488.26	8,455.40
短期借款	18.40	133.73	0.00	0.00	0.00
应付账款	277.05	477.76	484.47	851.70	973.43
其他	371.11	679.21	297.14	908.46	682.30
流动负债合计	666.56	1,290.70	781.61	1,760.17	1,655.73
长期借款	49.00	24.50	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	15.73	31.10	29.26	25.36	28.57
非流动负债合计	64.73	55.60	29.26	25.36	28.57
负债合计	731.29	1,346.29	810.87	1,785.53	1,684.30
少数股东权益	118.59	103.49	103.49	174.72	312.41
股本	440.98	461.71	923.43	923.43	923.43
资本公积	847.41	1,941.58	1,941.58	1,941.58	1,941.58
留存收益	1,888.98	3,426.67	3,927.20	4,604.58	5,535.26
其他	(872.93)	(1,941.58)	(1,941.58)	(1,941.58)	(1,941.58)
股东权益合计	2,423.03	3,991.87	4,954.12	5,702.73	6,771.10
负债和股东权益总	3,154.32	5,338.17	5,764.98	7,488.26	8,455.40

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	451.89	637.48	962.09	1,308.38	1,799.86
折旧摊销	111.53	153.74	72.64	80.47	86.17
财务费用	2.12	6.74	(5.00)	(15.00)	(15.00)
投资损失	(3.92)	(6.08)	(8.51)	(11.92)	(16.69)
营运资金变动	3.52	(687.00)	277.53	634.25	(590.90)
其它	264.55	1,087.70	0.00	71.23	137.69
经营活动现金流	829.70	1,192.59	1,298.75	2,067.42	1,401.14
资本支出	670.89	492.08	61.84	83.90	46.79
长期投资	28.25	(3.32)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,489.47)	(2,278.26)	(113.33)	(151.98)	(80.10)
投资活动现金流	(790.33)	(1,789.50)	(51.49)	(68.08)	(33.31)
债权融资	117.41	182.73	31.47	35.33	30.43
股权融资	74.81	1,144.98	469.19	17.10	16.52
其他	(269.99)	(378.63)	(644.29)	(664.95)	(906.61)
筹资活动现金流	(77.76)	949.07	(143.63)	(612.53)	(859.66)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(38.40)	352.16	1,103.64	1,386.81	508.17

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,195.74	4,529.96	6,286.78	8,666.17	11,797.43
营业成本	1,987.76	2,873.58	3,989.11	5,428.20	7,300.14
营业税金及附加	28.72	47.27	62.87	86.66	117.97
营业费用	307.96	387.61	493.51	675.96	920.20
管理费用	274.94	404.23	546.95	753.96	1,026.38
财务费用	(12.41)	(4.56)	(5.00)	(15.00)	(15.00)
资产减值损失	12.71	7.13	2.90	3.06	3.88
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.92	6.08	8.51	11.92	16.69
其他	(7.83)	(12.16)	(17.03)	(23.84)	(33.38)
营业利润	599.98	820.79	1,204.95	1,745.24	2,460.55
营业外收入	6.78	14.81	30.00	25.00	25.00
营业外支出	0.98	4.73	1.50	1.50	1.50
利润总额	605.78	830.87	1,233.45	1,768.74	2,484.05
所得税	153.89	193.38	271.36	389.12	546.49
净利润	451.89	637.48	962.09	1,379.62	1,937.56
少数股东损益	(7.12)	(26.53)	0.00	71.23	137.69
归属于母公司净利润	459.02	664.02	962.09	1,308.38	1,799.86
每股收益（元）	0.50	0.72	1.04	1.42	1.95

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	35.35%	41.75%	38.78%	37.85%	36.13%
营业利润	51.51%	36.80%	46.80%	44.84%	40.99%
归属于母公司净利润	40.42%	44.66%	44.89%	35.99%	37.56%
获利能力					
毛利率	37.80%	36.57%	36.55%	37.36%	38.12%
净利率	14.36%	14.66%	15.30%	15.10%	15.26%
ROE	19.92%	17.08%	19.83%	23.67%	27.87%
ROIC	51.52%	44.78%	36.68%	58.07%	112.08%
偿债能力					
资产负债率	23.18%	25.22%	14.07%	23.84%	19.92%
净负债率	-31.02%	-9.61%	-4.50%	-30.00%	-31.41%
流动比率	2.21	2.46	4.71	3.08	3.87
速动比率	1.91	2.25	4.16	2.80	3.43
营运能力					
应收账款周转率	40.21	40.41	40.22	40.22	40.22
存货周转率	18.83	19.46	18.12	18.90	19.21
总资产周转率	1.12	1.07	1.13	1.31	1.48
每股指标（元）					
每股收益	0.50	0.72	1.04	1.42	1.95
每股经营现金流	0.90	1.29	1.41	2.24	1.52
每股净资产	2.50	4.21	5.25	5.99	6.99
估值比率					
市盈率	78.46	54.24	37.43	27.53	20.01
市净率	15.63	9.26	7.42	6.51	5.58
EV/EBITDA	27.33	25.31	26.31	17.78	12.56
EV/EBIT	30.80	29.00	27.91	18.60	13.01

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com