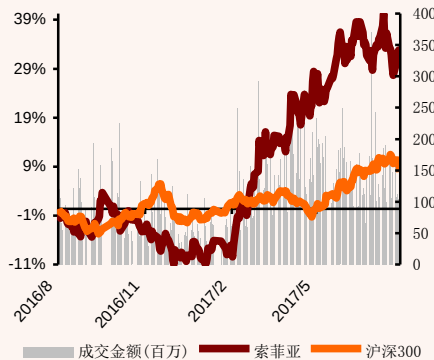


方正证券研究所证券研究报告

分析师：王莎莎
执业证书编号：S1220513070004
TEL：010-68584881
E-mail: wangshasha@foundersc.com

联系人：徐林锋
TEL：010-68584845
E-mail: xulinfeng@foundersc.com

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《中报净利+47%，高成长确定性强的优质龙头》2017.07.17
《业绩增长符合预期，订单、客单价齐增》2016.10.26
《品类协同显成效，信息化升级促成长》2016.08.09

请务必阅读最后特别声明与免责条款

索菲亚(002572)

公司研究

轻工制造行业

公司财报点评

2017.08.14/推荐(维持)

【事件】

- 1) 索菲亚发布2017年半年报：实现营收24.9亿元，同比增长49.0%，归母净利润2.9亿元，同比增长47.2%，表现抢眼。经营活动现金流净额为4.2亿元，同比增长33.6%。Q1/Q2营收同比分别为48.3%/49.4%，净利润同比分别为46.8%/47.3%。公司预告前三季度利润增速在30%-50%之间。
- 2) 发布产能扩张计划：在华东生产基地进行三期项目投资建设定制衣柜生产线，总投资额为8.02亿元；子公司索菲亚华鹤在华东生产基地进行一期项目投资木门生产线，总投资额为4.78亿元，其中包括年产30万樘木门产品生产线及其配套设施。
- 3) 发布员工持股计划：参与人员包括董监高(8人)以及工作时间3年以上的其他核心骨干和技术人员；筹集资金上限为2.8亿元，并按照2:1的比例设立优先级份额和次级份额(相当于2倍杠杆)；主要通过二级市场购买方式，锁定期为12个月。

【点评】

1) 衣柜表现依旧抢眼，司索联动效果显著，中报业绩靓丽。
衣柜：2017上半年衣柜业务收入为20.8亿元，同比增长39.2%，持续高增长受多因素共同驱动：①全国性渠道继续推进，助力订单量持续增长：截止2017年6月30日，全国共有经销门店2150家，Q1/Q2新增经销门店分别为100/150家，公司加速推进全国性渠道布局，订单量持续增长，H1客户数量达到23.45万，同比增长20.4%；②产品提价叠加品类扩充，客单价有效提升：一方面，二季度开始通过对产品提价对冲原材料价格上涨带来的成本压力，另一方面，大家居战略下产品品类扩充，再加上“799”套餐、“19800”全屋定制套餐促销，客单价得到显著提升，H1已实现客单价约9400元/单(出厂口径，不含司米橱柜、定制木门)，同比增长14.7%；③柔性化生产+五大生产基地优势，生产效率持续提升：信息自动化水平提升和覆盖华北、华东、华中、华南和西南地区的五大生产基地，能快速响应订单需求，2017H1已实现年度月平均实际生产达到16万余单(16年为15万余单)，产能利用率提升至85%(16年为80%)，生产周期仅10天左右，极大提高用户体验。

橱柜：2017上半年橱柜业务收入为2.7亿元，同比增长142.6%，其中Q1/Q2分别增长173.0%/127.1%，在主营业务中占比逐年提升，2015/16/17H1占比分别为2.7%/9.1%/10.8%。盈利能力改善，净利润亏损减少至4072.3万元，同比降低35.1%。①渠道推进加速叠加产品提价，收入提速明显：截止2017年6月30日，司米专卖店共有660家，Q1/Q2新增经销门店分别为37/23

家, 预计 2017 年专卖店数量将增至 800-900 家, 再加上 3 月底橱柜产品开始提价, 预计 17 年能实现营收 8 亿元以上; ②**湖北生产基地 19 年初落地, 产能扩充支撑订单高增长**: 2017H1 已实现日均产能 190 单/天 (16 年为 173 单/天), 未来有望实现 240 单/天。随着橱柜业务收入快速增长和盈利能力改善, 预计下半年实现月度扭亏为盈, 成为公司业绩新增长点。

木门: 采用双品牌运作模式 (米兰纳 MILANA、华鹤), 积极切入定制木门业务。公司于今年 4 月份与华鹤集团合资设立“索菲亚华鹤”公司, 并迅速推进定制木门渠道开拓任务。截止 2017 年 6 月 30 日, 共有米兰纳 MILANA、华鹤品牌定制木门门店逾 280 家, 预计下半年新增店面 100 家。基于索菲亚自有品牌优势, 有望实现由衣柜向木门引流, 为大家居战略扩充产品品类。

2) 受益橱柜业务盈利能力改善, 毛利率小幅提升, 提振利润端。橱柜业务盈利能力改善, 毛利率由负转正, 上升 23.9pct 至 15.2%, 衣柜业务毛利率上升 0.6pct 至 40.1%, 整体毛利率上升 0.6pct 至 36.3%。另外, 期间费用率提升 1.1pct 至 20.3%。一方面因为公司规模扩大和研发项目投入增加导致管理人员增加, 管理费用率提升 0.7pct 至 10.3%, 另一方面因为司米橱柜扩张需求, 借款增加导致利息支出上升, 财务费用率上升 0.1pct 至 0.03%。因橱柜业务拖累, 整体净利率下降 0.1pct 至 11.9%。

3) 新建产能奠定未来成长基础, 助力公司市场份额持续提升。华东地区是公司第一大消费市场, 在此新增衣柜和木门产能, 助于提高公司核心竞争力: ①完善华东产能布局, 提高物流效率, 降低企业成本; ②加速突破产能瓶颈, 提升产品和服务品质, 巩固品牌影响力; ③践行“大家居”战略, 抢占木门市场, 提升公司整体盈利能力。

4) 推出员工持股计划, 彰显公司信心。此次员工持股计划涉及对象范围广、金额较高、加杠杆 (2 倍), 且长达 12 个月的锁定期, 充分显示对公司未来发展的坚定信心。另外通过二级市场购买 (大宗或集合竞价方式), 也有利于保护广大股东利益。此次员工持股计划, 有利于驱动员工利益和公司利益、股东利益相一致, 助力公司业绩持续高增长。

5) 大家居战略效果逐显, 打开未来成长空间:已推出 OEM 家居家品和实木新品、协同销售床垫、沙发等非定制产品 (营收占比逐年提高, 15/16/17H1 年分别为 1.3%/3.5%/5.1%); 开启定制窗帘产品并与华鹤集团合作拓展定制门窗业务等一系列大家居战略的推进助于提高市占率, 支撑业绩高速增长。

6) 投资建议:预计公司 2017-19 净利润分别为 9.78 亿/13.52 亿/18.25 亿元, EPS 分别为 1.06/1.46/1.98 元, 对应 PE 分别为 37.1X/26.8X/19.9X。公司持续高成长确定性强, **维持推荐。**

风险提示:地产持续低迷; 橱柜业务不及预期; 行业竞争加剧。

盈利预测：

单位/百万	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	4529.96	6784.38	9666.60	13368.73
(+/-) (%)	41.75	49.77	42.48	38.30
净利润	664.02	978.45	1351.85	1824.52
(+/-) (%)	44.66	47.35	38.16	34.96
EPS (元)	0.72	1.06	1.46	1.98
P/E	54.64	37.08	26.84	19.89

数据来源：wind 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3173.73	3707.75	5380.34	7693.73	营业总收入	4529.96	6784.38	9666.60	13368.73
现金	1386.70	1763.67	3165.63	5121.95	营业成本	2873.58	4392.28	6250.47	8727.44
应收账款	119.63	142.73	203.37	281.26	营业税金及附加	47.27	61.06	87.00	120.32
其它应收款	19.13	26.31	37.27	51.32	营业费用	387.61	535.97	763.66	1042.76
预付账款	69.57	106.34	151.33	211.30	管理费用	404.23	563.10	782.99	1069.50
存货	268.58	355.85	506.39	707.07	财务费用	-4.56	-2.84	-10.62	-18.94
其他	1310.11	1312.84	1316.34	1320.84	资产减值损失	7.13	0.00	0.00	0.00
非流动资产	2164.44	2791.11	3157.30	3494.88	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	125.48	125.48	125.48	125.48	投资净收益	6.08	6.00	6.00	4.00
固定资产	1625.55	2235.52	2585.84	2908.34	营业利润	820.79	1240.81	1799.10	2431.64
无形资产	334.61	351.31	367.18	382.27	营业外收入	14.81	0.00	0.00	0.00
其他	78.79	78.79	78.79	78.79	营业外支出	4.73	0.00	0.00	0.00
资产总计	5338.17	6498.86	8537.63	11188.61	利润总额	830.87	1250.81	1809.10	2441.64
流动负债	1290.70	1491.70	2142.44	2920.06	所得税	193.38	291.12	421.06	568.29
短期借款	133.73	0.00	0.00	0.00	净利润	637.48	959.69	1388.03	1873.35
应付账款	413.78	490.01	697.31	973.65	少数股东损益	-26.53	-18.76	36.18	48.83
其他	743.18	1001.69	1445.13	1946.41	归属母公司净利润	664.02	978.45	1351.85	1824.52
非流动负债	55.60	55.60	55.60	55.60	EBITDA	971.02	1395.68	2004.94	2680.88
长期借款	24.50	24.50	24.50	24.50	EPS (元)	0.72	1.06	1.46	1.98
其他	31.10	31.10	31.10	31.10					
负债合计	1346.29	1547.30	2198.04	2975.66	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	103.49	84.72	120.91	169.74	成长能力				
股本	923.43	923.43	923.43	923.43	营业收入	0.42	0.50	0.42	0.38
资本公积	1941.58	1941.58	1941.58	1941.58	营业利润	0.37	0.51	0.45	0.35
留存收益	1485.10	2463.55	3815.40	5639.92	归属母公司净利润	0.45	0.47	0.38	0.35
归属母公司股东权益	4350.10	5328.55	6680.40	8504.92	获利能力				
负债和股东权益	5799.88	6960.57	8999.35	11650.32	毛利率	0.37	0.35	0.35	0.35
					净利率	0.15	0.14	0.14	0.14
现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E	ROE	0.15	0.18	0.20	0.21
经营活动现金流	1192.59	1289.82	1975.35	2552.81	ROIC	0.20	0.26	0.38	0.53
净利润	637.48	959.69	1388.03	1873.35	偿债能力				
折旧摊销	153.74	163.71	222.46	272.18	资产负债率	0.23	0.22	0.24	0.26
财务费用	6.74	4.75	0.74	0.74	净负债比率	0.04	0.01	0.01	0.01
投资损失	-6.08	-6.00	-6.00	-4.00	流动比率	2.46	2.49	2.51	2.63
营运资金变动	420.64	177.68	380.12	420.54	速动比率	2.25	2.25	2.27	2.39
其他	-19.93	-10.00	-10.00	-10.00	营运能力				
投资活动现金流	-1789.50	-774.38	-572.65	-595.76	总资产周转率	1.07	1.15	1.29	1.36
资本支出	-601.33	-780.38	-578.65	-599.76	应收账款周转率	47.53	51.72	55.86	55.17
长期投资	-1194.20	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	14.13	15.01	16.28	16.00
其他	6.04	6.00	6.00	4.00	每股指标(元)				
筹资活动现金流	949.07	-138.47	-0.74	-0.74	每股收益	0.72	1.06	1.46	1.98
短期借款	0.00	-133.73	0.00	0.00	每股经营现金	1.29	1.40	2.14	2.76
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	4.71	5.77	7.23	9.21
普通股增加	1114.20	0.00	0.00	0.00	估值比率				
资本公积增加	0.00	-30.38	-30.38	-30.38	P/E	54.64	37.08	26.84	19.89
其他	-165.13	25.63	29.65	29.65	P/B	8.34	6.81	5.43	4.27
现金净增加额	352.16	376.97	1401.96	1956.31	EV/EBITDA	36.12	24.77	16.54	11.64

数据来源：wind 方正证券研究所

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, 保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论, 但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、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。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。

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。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下, 本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“方正证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明:

强烈推荐: 分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅;

推荐: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅;

中性: 分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动;

减持: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明:

推荐: 分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数;

中性: 分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平;

减持: 分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址:	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址:	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com