

林纸产品/原材料

索菲亚 (002572)

## 全屋定制加速推进，渠道布局逐步下沉

## ——索菲亚 2016 年报点评

	穆方舟 (分析师)	吴晓飞 (研究助理)	林昕宇 (研究助理)
	0755-23976527	0755-23976003	0755-23976212
	mufangzhou@gtjas.com	wuxiaofei@gtjas.com	linxinyu@gtjas.com
证书编号	S0880512040003	S0880115100027	S0880116080319

## 本报告导读：

产品品类不断扩充叠加渠道布局逐步推进，公司营收及业绩超出市场预期，随着销售网络下沉及厨柜业务扭亏为盈，业绩将保持稳定增长。

## 投资要点：

上调目标价至 80 元，维持增持评级。产品品类不断扩充叠加渠道布局逐步推进，公司营收及业绩超出市场预期，凭借品类、销售网络以及大数据运营等方面的综合竞争优势，公司未来将保持稳定增长趋势。考虑公司全屋定制加速推进以及厨柜业务带来的新增长点，我们上调 2017-2018 年 EPS 至 2.00 (+0.08) / 2.73 (+0.19) 元，参考可比公司给予 2017 年 40 倍 PE，上调目标价至 80 元，维持增持评级。

产品叠加渠道不断发力，业绩超出市场预期。公司 2016 年实现营收 45.29 亿元，同增 41.75%；实现归属净利润 6.64 亿元，同增 44.66%，对应 EPS1.44 元，超出市场预期。收入和业绩增长主要源于品类拓展及渠道发力。产品方面在原有七大产品空间定制的基础上拓展阳台柜系列，通过床、餐桌、书桌实木类 OEM 产品，与其他知名品牌合作协同销售床垫、枕头、床上用品、茶几、沙发等品类拓展进一步提升客单价。渠道方面在原有基础上加密布局，并推进四五线城市的销售网络下沉，随着 2017 年新增门店的持续推进，渠道布局将继续发力。

单店产出稳步提升叠加渠道快速推进，司米厨柜将逐步成为营收增长点。受折旧摊销、高额管理费用，司米厨柜业务仍处于亏损状态。2016 年厨柜实现营收 4.18 亿元，独立经销商专卖店达 600 家，品牌及渠道建设均超出目标，预计 2017 年厨柜门店建设将继续推进，实现整体衣柜及厨柜的联动效应。

风险提示：国际经济环境波动风险、原材料价格波动的风险

财务摘要 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,196	4,530	6,142	8,246	10,861
(+/-)%	35%	42%	36%	34%	32%
经营利润 (EBIT)	596	817	1,149	1,553	2,069
(+/-)%	56%	37%	41%	35%	33%
净利润	459	664	926	1,258	1,665
(+/-)%	40%	45%	39%	36%	32%
每股净收益 (元)	1.04	1.44	2.00	2.73	3.61
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营利润率 (%)	18.7%	18.0%	18.7%	18.8%	19.0%
净资产收益率 (%)	19.9%	17.1%	19.2%	20.7%	21.5%
投入资本回报率 (%)	30.4%	23.5%	31.1%	40.8%	54.2%
EV/EBITDA	46.2	29.4	24.0	17.0	12.1
市盈率	61.9	44.8	32.2	23.7	17.9
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：80.00

上次预测：58.80

当前价格：67.35

2017.03.17

## 交易数据

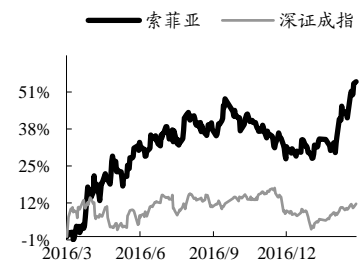
52 周内股价区间 (元)	40.91-69.53
总市值 (百万元)	31,096
总股本/流通 A 股 (百万股)	462/289
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	63%
日均成交量 (百万股)	134.08
日均成交值 (百万元)	77.98

## 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,888
每股净资产	8.42
市净率	8.0
净负债率	-30.96%

EPS (元)	2016A	2017E
Q1	0.08	0.18
Q2	0.21	0.40
Q3	0.30	0.61
Q4	0.40	0.81
全年	0.99	2.00

## 52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	22%	23%	59%
相对指数	18%	20%	51%

## 相关报告

《业绩超预期表现，大家居战略稳步推进》  
2016.04.14

《整体家居稳步推进，智能制造不断升级》  
2016.01.28

《大家居战略效果显著，橱柜收入爆发在即》  
2015.08.07

《定制家战略稳步推进，经销商持股显信心》  
2015.04.28

《精耕渠道促业绩，定制家打开成长空间》  
2015.03.24

模型更新时间: 2017.03.17

## 股票研究

原材料

林纸产品

## 索菲亚 (002572)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 80.00

上次预测: 58.80

当前价格: 67.35

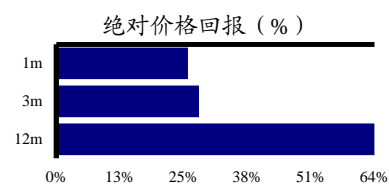
公司网址

www.sogal.com.cn

### 公司简介

公司主要从事全屋定制家具及配套家居产品的设计、生产及销售,为消费者提供全屋定制的空间解决方案,主要产品包括卧室、书房、儿童房、老人房、厨房、客餐厅、衣帽间、入户玄关等家居空间所需的衣柜、橱柜、榻榻米、书柜、床、梳妆台、电视柜、书桌、酒柜、餐柜、鞋柜、饰物柜等全屋定制家具,以及床垫、饰品等配套家居产品。

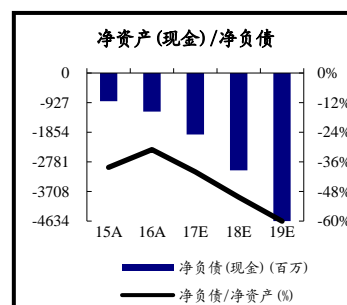
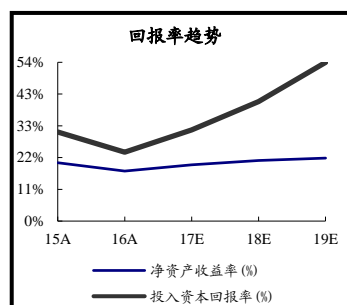
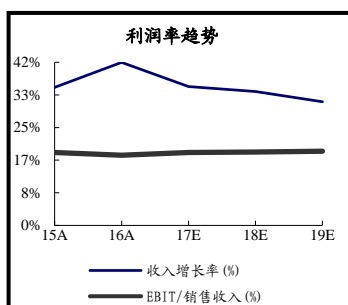
公司在国内较早引入了“定制衣柜”的概念,通过将手工打制衣柜的个性化解决方案和成品衣柜规模化、标准化生产的优势有效结合,充分运用信息技术和



52 周价格范围 40.91-69.53  
市值 (百万) 31,096

### 财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入	3,196	4,530	6,142	8,246	10,861
营业成本	1,988	2,874	3,868	5,182	6,820
税金及附加	29	47	63	84	110
销售费用	308	388	522	701	918
管理费用	275	404	540	726	945
EBIT	596	817	1,149	1,553	2,069
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	4	6	6	6	6
财务费用	-12	-5	0	0	0
营业利润	600	821	1,155	1,559	2,075
所得税	154	193	271	365	485
少数股东损益	-7	-27	-33	-55	-55
净利润	459	664	926	1,258	1,665
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	997	1,387	1,972	3,096	4,682
其他流动资产	164	1,305	1,305	1,305	1,305
长期投资	78	125	125	125	125
固定资产合计	1,291	1,626	1,961	2,296	2,630
无形及其他资产	270	336	349	363	375
资产合计	3,154	5,338	6,355	8,021	10,194
流动负债	667	1,291	1,416	1,878	2,453
非流动负债	65	56	6	56	56
股东权益	2,304	3,888	4,814	6,072	7,737
投入资本(IC)	1,466	2,666	2,838	2,918	2,930
现金流量表					
NOPLAT	445	627	882	1,192	1,587
折旧与摊销	0	154	13	14	15
流动资金增量	150	355	17	269	335
资本支出	0	-601	-353	-354	-354
自由现金流	595	534	559	1,121	1,583
经营现金流	439	1,193	1,066	1,472	1,934
投资现金流	0	-1,789	-347	-348	-348
融资现金流	0	949	-134	0	0
现金流净增加额	439	352	586	1,124	1,586
财务指标					
成长性					
收入增长率	35.4%	41.8%	35.6%	34.3%	31.7%
EBIT 增长率	55.5%	37.0%	40.6%	35.2%	33.2%
净利润增长率	40.4%	44.7%	39.4%	36.0%	32.3%
利润率					
毛利率	37.8%	36.6%	37.0%	37.2%	37.2%
EBIT 率	18.7%	18.0%	18.7%	18.8%	19.0%
净利润率	14.4%	14.7%	15.1%	15.3%	15.3%
收益率					
净资产收益率(ROE)	19.9%	17.1%	19.2%	20.7%	21.5%
总资产收益率(ROA)	14.6%	12.4%	14.6%	15.7%	16.3%
投入资本回报率(ROIC)	30.4%	23.5%	31.1%	40.8%	54.2%
运营能力					
存货周转天数	31	31	30	30	30
应收账款周转天数	8	8	8	8	8
总资产周转天数	325	342	347	318	306
净利润现金含量	0.96	1.80	1.15	1.17	1.16
资本支出/收入	0%	13%	6%	4%	3%
偿债能力					
资产负债率	23.2%	25.2%	23.1%	24.1%	24.6%
净负债率	-38.2%	-31.0%	-40.0%	-50.2%	-59.9%
估值比率					
PE	61.9	44.8	32.2	23.7	17.9
PB	12.3	7.7	6.2	4.9	3.8
EV/EBITDA	46.2	29.4	24.0	17.0	12.1
P/S	8.9	6.6	4.8	3.6	2.7
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 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，保证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，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。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，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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墙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作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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，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。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		