

# 索菲亚 (002572.SZ) 室内家具行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

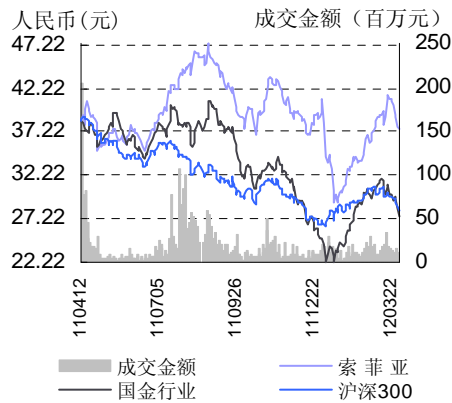
市价(人民币): 37.52元

## 悲观预期缓解, 继续看好公司前景

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	27.00
总市值(百万元)	4,014.64
年内股价最高最低(元)	47.38/29.05
沪深 300 指数	2901.22
中小板指数	6641.82



### 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	2.101	1.259	1.859	2.442	3.112
每股净资产(元)	4.67	12.74	13.30	15.50	18.61
每股经营性现金流(元)	2.52	1.30	2.54	2.88	3.59
市盈率(倍)	N/A	32.60	20.18	15.37	12.06
行业优化市盈率(倍)	35.07	36.38	36.38	36.38	36.38
净利润增长率(%)	79.20%	60.32%	47.65%	31.33%	27.43%
净资产收益率(%)	44.97%	9.88%	13.98%	15.76%	16.72%
总股本(百万股)	40.00	107.00	107.00	107.00	107.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 索菲亚 2011 年全年实现营业总收入 10.04 亿元, 同比增长 45.67%, 归属于母公司净利润 1.35 亿元, 增长 44.88%, 全年 EPS 为 1.26。其中四季度实现收入 3.74 亿元, 同比增长 52.36%, 归属母公司股东净利润 5344 万元, 同比增长 55.4%, 对应 EPS 为 0.5 元, 业绩符合预期。
- 公司同时公布 2011 年分配方案: 以现有股本为基数, 每 10 股转增 10 股, 并派送 5 元(含税)。

### 经营分析

- 业绩彰显公司品质及行业优秀的成长性: 2011 年公司在地产调控, 房屋销售下滑, 同时在去年高基数的背景下, 仍实现近 45% 左右增长, 其中 4 季度增速甚至达 52.4%, 实属不易, 也再次证明了定制衣柜行业良好的发展前景以及公司优秀的管理素质。
  - 分渠道看, 经销商渠道是公司主要收入贡献者, 占比近 9 成, 2011 年经销商渠道收入增速达 56.69%, 渠道力继续拉动公司高速增长; 直营专卖店收入增速 13.8%, 低于预期, 此外因产能受限, 公司 2011 年并未发力开拓大宗业务, 大宗业务 2011 年收入下降 41%。
  - 分地区看, 华北、东北及内地等地区增长较快, 增速普遍为 50%-90%, 华东地区增速 44.3%, 而华南地区增速仅 24.8%。
  - 分季度看, 1-4 季度公司收入增速分别为 33.3%、52.3%、38.9%、52.4%。三季度因产能投放延后, 导致部分订单积压, 致使公司收入增长产生一定波动。
- 4 季度毛利率有所反弹, 期间费用率下降: 公司 2011 年全年综合毛利率 33.6%, 比 2010 年下降 3 个百分点。但四季度受益于成本的下降, 毛利率已有所反弹, 较 3 季度上升 2 个百分点, 至 34.6%。2011 年公司期间费用率 16.6%, 比 2010 年下降 3.4 个百分点。其中, 营业费用率、财务费用率贡献较大, 分别下降 2.1、2.3 个百分点。

### 相关报告

1. 《战略分中心启动, 布局内地市场》, 2012.3.6
2. 《业绩符合预期, 市场调整带来机遇》, 2012.1.17
3. 《产能释放延后暂时影响业绩增速》, 2011.10.26

周文波 联系人  
(8621)61038290  
zhouwb@gjzq.com.cn

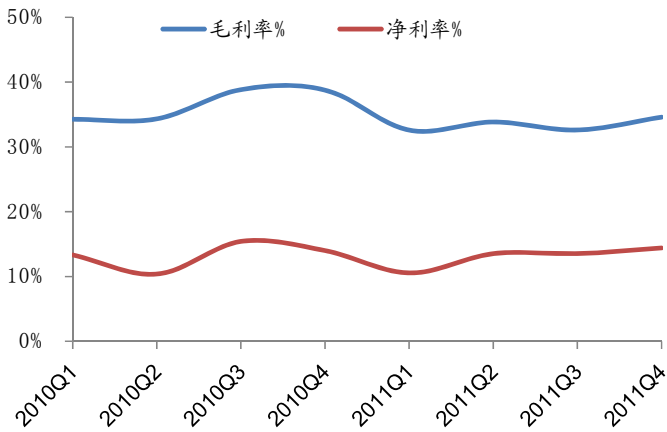
万友林 分析师 SAC 执业编号: S1130511030016  
(8621)61038259  
wanyl@gjzq.com.cn

图表1: 公司重点财务数据 (百万元)

	2010Q 1	2010Q 2	2010Q 3	2010Q 4	2011Q 1	2011Q 2	2011Q 3	2011Q 4
营业收入 (百万元)	108.80	147.55	187.27	245.32	145.02	224.71	260.11	373.77
YOY%					33.29%	52.29%	38.90%	52.36%
营业成本	71.52	96.90	114.52	150.19	97.76	148.64	175.30	244.44
毛利	37.28	50.65	72.75	95.13	47.25	76.06	84.81	129.33
YOY%					26.75%	50.17%	16.58%	35.94%
销售费用	12.23	20.09	20.06	23.05	12.78	27.18	24.69	30.59
管理费用	7.66	10.55	17.53	26.12	13.82	17.46	22.59	38.40
财务费用	0.07	0.50	0.65	0.75	0.39	-5.08	-7.80	-8.50
营业利润	17.84	18.75	35.97	44.55	19.39	34.75	43.74	64.85
利润总额	18.10	19.57	35.92	45.06	19.32	37.69	43.76	65.73
净利润	15.00	15.98	29.99	35.70	15.95	31.68	36.44	55.09
归属于母公司净利润	14.50	15.29	28.86	34.34	15.30	30.39	35.21	53.83

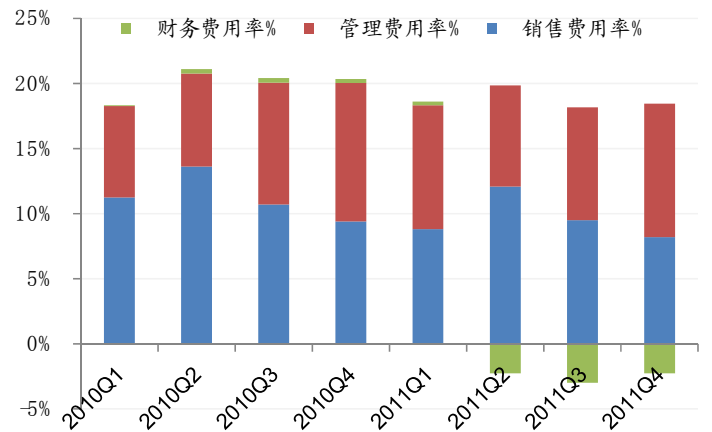
来源: 国金证券研究所

图表2: 公司盈利能力



来源: 国金证券研究所

图表3: 公司期间费用率

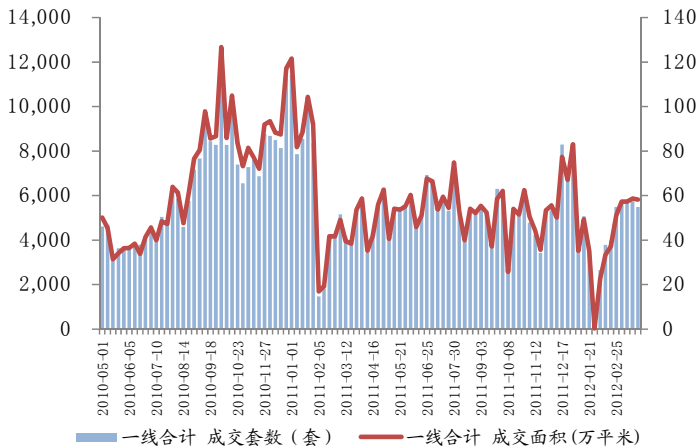


## 继续看好公司长期发展前景

### 政策支持&地产销售转好

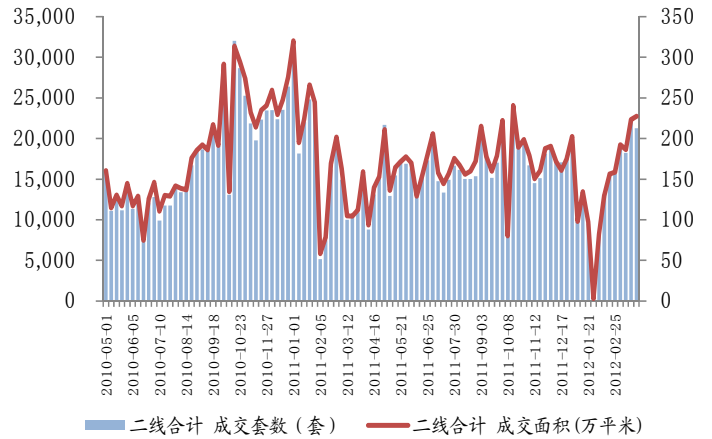
- 作为地产产业链的一环,前期受地产调控政策的影响,家具消费亦受到一定冲击,在悲观预期下,家具股估值下行。而目前行业基本面正发生变化:一方面,家具“以旧换新”政策有望于年内出台,虽然政策的具体操作细仍未得知,对家具行业的具体刺激作用还难以判断。但从家电行业经验看,我们认为政策为家具行业至少可带来 10%-15%市场增量,在家具消费不振的情况下,“以旧换新”政策的出台对拉动家具消费具有一定促进作用。
- 此外,2012 年随着经济的回稳,货币政策的放松,消费者对地产的预期有所改变、刚需开始回流市场,房屋销量逐月回升。同时银行首套房贷利率的下调,也刺激了市场需求。我们预计随着地产销售的回暖及政策对家具消费的支持,市场的担忧情绪将缓解,家具股的估值将有所回升。

图表4: 一线城市房屋销售

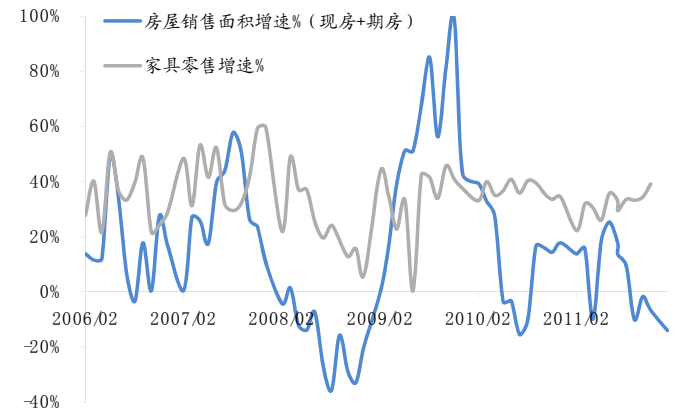


来源: 国金证券研究所

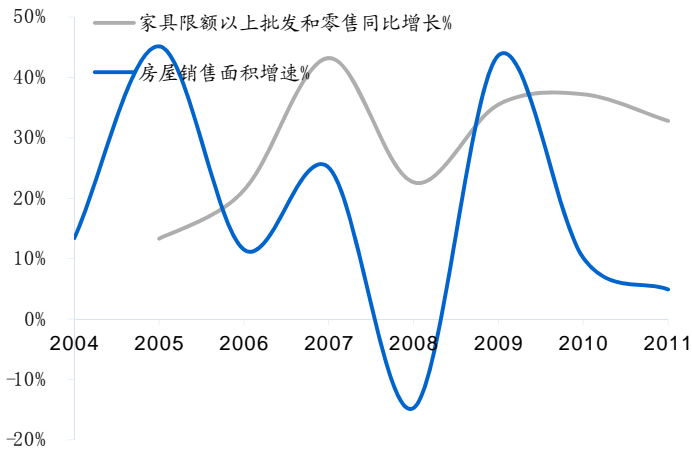
图表5: 二线城市房屋销售



图表7: 中国家具与房屋月度销售增速比较



图表6: 中国家具零售增速 VS 房地产销售面积增速

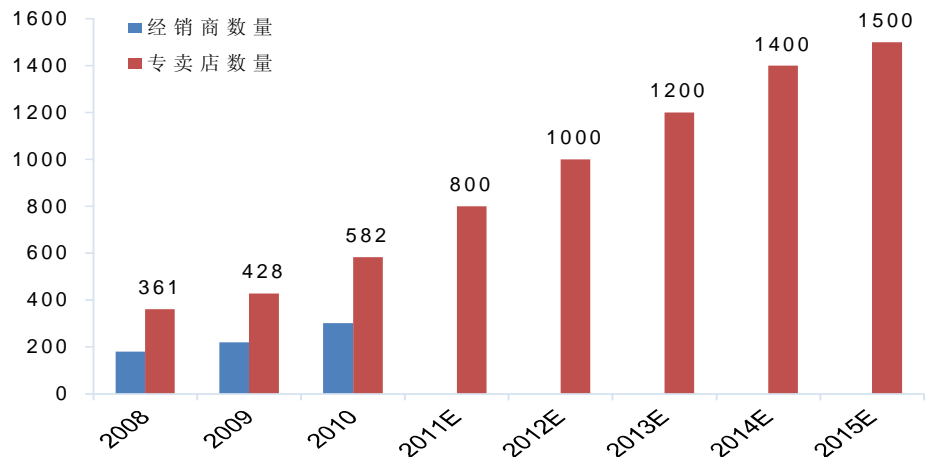


来源: 国金证券研究所、WIND

### 品牌力与渠道力提升

- 定制衣柜属于新兴行业, 经过几年市场的培育, 消费者对定制衣柜行业的认可度及对品牌的认知度逐年上升。公司作为定制衣柜行业的龙头企业, 同时也是唯一一家上市公司, 在业内已积累了良好的市场口碑及市场美誉度。未来公司除继续完善和巩固“索菲亚”品牌知名度外, 还将在提升品牌美誉度和忠诚度方面加大投入。
- 借助在全国一线、二线市场已有的品牌知名度, 公司深入到内地三线、四线市场, 加大渠道拓展, 并针对不同客户群体的定位实施差异化战略。公司 2011 年新开了 200 多家专卖店, 约一半集中于内地三、四线城市, 2011 年末公司已拥有经销商专卖店约 800 家。公司 2012 年计划新开约 200 家经销商专卖店, 其中在三四线城市开约 100 家专卖店。目前, 我们认为公司已进入品牌力拉动渠道拓展, 渠道力反哺品牌的良性互动期, 预计公司在品牌力、渠道力双提升的推动下, 将继续维持快速发展。

图表8: 公司渠道数量

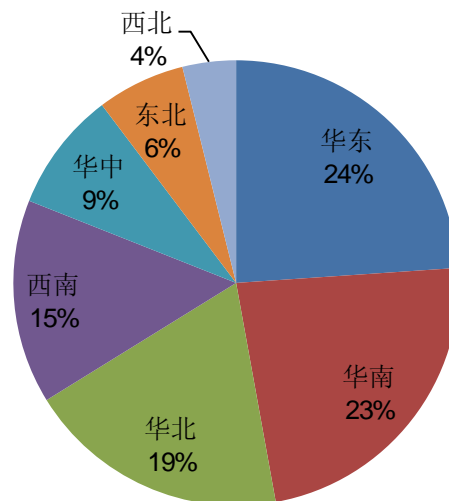


来源: 国金证券研究所

### 产能瓶颈缓解, 加大布局内地市场

- 2011 年底公司总产能近 10 亿元左右 (以产值计), 预计今年公司本部募投项目还将释放 4 亿元左右产能, 投产期 8-9 月份。此外公司前期已公告收购四川宁基, 并计划通过增加机器设备扩大四川宁基产能规模, 将其打造成战略分加工中心, 预计设备将于今年 9 月份左右投产, 今年四川宁基将新增产值 1 亿元左右。我们预计公司 2012 年合计产能达 15 亿元左右, 前期困扰公司的产能瓶颈已缓解, 公司亦可大力开发大宗业务。
- 此外, 公司成都战略分中心启动, 加大布局内地市场, 亦利好公司长远发展。公司 2011-2012 年将新开 400 家左右门店, 其中近半位于内地市场。成都分基地启动后, 一方面可大幅降低运费, 预计可节约 8%-10%, 由此经销商的盈利力将上升, 亦有更大的空间进行促销, 产品价格也更有竞争力; 另一方面, 大幅缩短交货期 (由 1 个月以上缩短至 2 个星期左右), 提高企业的服务力, 同时企业的响应速度亦可大大增强。此外, 成都是我国重要的家具制造, 研发、营销基地, 具有了较好的家具产业集群发展的基础和比较优势, 通过在成都建立区域生产中心, 将大大增加索菲亚在西部的影响力, 为公司以后的发展打下坚实的基础。

图表9: 公司收入区域结构



来源: 国金证券研究所

## 盈利预测及投资建议

- 我们认为家具“以旧换新”政策、地产销量的回暖将改变市场的悲观预期，家具股的估值将回升，我们长期看好具有品牌、渠道优势的内销龙头企业。我们认为随着消费者的品牌认知度提升，已具备品牌、渠道优势的龙头企业将构筑宽广护城河，奠定长期发展的基石。而在行业景气低谷时，龙头企业也有望进一步抢占市场份额，当前因悲观预期压低龙头企业的估值，则提供长远配置良机。
- 我们预计公司 2012-2014 年营业收入 13.89 亿元、17.81 亿元、22.16 亿元，归属母公司股东净利润 1.99 亿元、2.61 亿元、3.33 亿元，对应 EPS 为 1.86 元、2.44 元、3.11 元。公司目前股价对应 2012 年 20.2 倍 PE，我们维持公司“买入”评级。

图表10: 公司三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>主营业务收入</b>	<b>355</b>	<b>604</b>	<b>1,004</b>	<b>1,389</b>	<b>1,781</b>	<b>2,216</b>
增长率		70.4%	66.0%	38.4%	28.2%	24.4%
主营业务成本	-248	-384	-666	-913	-1,169	-1,455
<b>%销售收入</b>	<b>69.8%</b>	<b>63.5%</b>	<b>66.4%</b>	<b>65.7%</b>	<b>65.7%</b>	<b>65.7%</b>
毛利	107	221	337	476	612	760
%销售收入	30.2%	36.5%	33.6%	34.3%	34.3%	34.3%
营业税金及附加	-1	0	-7	-7	-9	-11
%销售收入	0.4%	0.1%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-28	-70	-95	-132	-169	-210
%销售收入	8.0%	11.6%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
管理费用	-20	-50	-92	-125	-151	-177
%销售收入	5.7%	8.3%	9.2%	9.0%	8.5%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	57	100	143	212	282	362
%销售收入	16.0%	16.5%	14.3%	15.3%	15.8%	16.3%
财务费用	-1	-1	21	25	28	33
%销售收入	0.3%	0.2%	-2.1%	-1.8%	-1.6%	-1.5%
资产减值损失	-1	0	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	2	0	0	0	0
%税前利润	2.8%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	56	100	163	237	310	395
营业利润率	15.8%	16.6%	16.2%	17.1%	17.4%	17.8%
营业外收支	0	1	4	3	3	3
税前利润	<b>56</b>	<b>102</b>	<b>166</b>	<b>240</b>	<b>313</b>	<b>398</b>
利润率	15.8%	16.8%	16.6%	17.3%	17.6%	17.9%
所得税	-9	-18	-27	-36	-47	-60
所得税率	16.4%	17.3%	16.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	47	84	139	204	266	338
少数股东损益	0	0	4	5	5	5
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>47</b>	<b>84</b>	<b>135</b>	<b>199</b>	<b>261</b>	<b>333</b>
净利率	13.2%	13.9%	13.4%	14.3%	14.7%	15.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	47	84	139	204	266	338
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	7	11	19	22	28	31
非经营收益	-1	-2	0	1	-3	-3
营运资金变动	-4	7	-20	45	16	18
<b>经营活动现金净流</b>	<b>50</b>	<b>101</b>	<b>139</b>	<b>272</b>	<b>308</b>	<b>384</b>
资本开支	-34	-20	-85	-137	-36	-27
投资	0	0	-28	-1	0	0
其他	0	1	0	0	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-34</b>	<b>-20</b>	<b>-113</b>	<b>-138</b>	<b>-36</b>	<b>-27</b>
股权募资	25	0	1,161	0	-26	0
债权募资	-20	27	-13	-19	0	1
其他	-1	-14	-118	-1	-139	0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>4</b>	<b>13</b>	<b>1,030</b>	<b>-19</b>	<b>-165</b>	<b>1</b>
<b>现金净流量</b>	<b>20</b>	<b>94</b>	<b>1,056</b>	<b>115</b>	<b>107</b>	<b>358</b>

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	38	132	1,195	1,310	1,416	1,774
应收款项	9	20	43	36	46	57
存货	31	42	54	88	112	140
其他流动资产	3	14	32	25	31	38
流动资产	80	208	1,324	1,458	1,605	2,009
%总资产	47.3%	66.9%	86.0%	81.5%	82.5%	85.5%
长期投资	7	0	0	1	0	0
固定资产	74	85	181	313	327	328
%总资产	43.5%	27.2%	11.8%	17.5%	16.8%	14.0%
无形资产	8	16	30	15	12	10
非流动资产	90	103	216	331	341	340
%总资产	52.7%	33.1%	14.0%	18.5%	17.5%	14.5%
<b>资产总计</b>	<b>170</b>	<b>311</b>	<b>1,540</b>	<b>1,788</b>	<b>1,947</b>	<b>2,349</b>
短期借款	0	27	19	0	0	0
应付款项	46	74	108	158	203	252
其他流动负债	9	23	33	185	59	73
流动负债	56	124	160	344	262	326
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
<b>负债</b>	<b>56</b>	<b>124</b>	<b>160</b>	<b>344</b>	<b>262</b>	<b>327</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>114</b>	<b>187</b>	<b>1,363</b>	<b>1,423</b>	<b>1,658</b>	<b>1,991</b>
少数股东权益	0	0	16	21	26	31
<b>负债股东权益合计</b>	<b>170</b>	<b>311</b>	<b>1,540</b>	<b>1,788</b>	<b>1,947</b>	<b>2,349</b>

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.172	2.101	1.259	1.859	2.442	3.112
每股净资产	2.861	4.672	12.743	13.302	15.497	18.609
每股经营现金净流	1.244	2.520	1.296	2.543	2.879	3.588
每股股利	0.000	0.000	0.000	1.300	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	40.98%	44.97%	9.88%	13.98%	15.76%	16.72%
总资产收益率	27.58%	27.00%	8.75%	11.12%	13.42%	14.17%
投入资本收益率	41.47%	38.53%	8.56%	12.47%	14.23%	15.19%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	76.02%	70.41%	66.03%	38.35%	28.23%	24.43%
EBIT增长率	81.80%	75.55%	43.76%	47.86%	33.14%	28.20%
净利润增长率	106.66%	79.20%	60.32%	47.65%	31.33%	27.43%
总资产增长率	39.40%	83.10%	394.73%	16.12%	8.85%	20.70%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	6.4	7.1	10.1	7.5	7.5	7.5
存货周转天数	37.7	34.8	26.4	35.0	35.0	35.0
应付账款周转天数	24.0	28.3	30.4	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	76.1	49.7	63.7	75.2	61.5	49.6
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-32.91%	-56.22%	-85.24%	-90.64%	-84.06%	-87.66%
EBIT利息保障倍数	53.8	91.7	-6.9	-8.4	-10.0	-11.0
资产负债率	32.69%	39.97%	10.40%	19.21%	13.46%	13.91%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	2	3	8
买入	0	1	1	4	6
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.50	1.40	1.50	1.46

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-05-16	买入	37.17	97.00 ~ 117.00
2 2011-07-05	买入	39.07	100.00 ~ 100.00
3 2011-08-02	买入	44.56	100.00 ~ 100.00
4 2011-10-26	买入	39.50	N/A
5 2012-01-17	买入	30.01	N/A
6 2012-03-06	买入	38.39	N/A

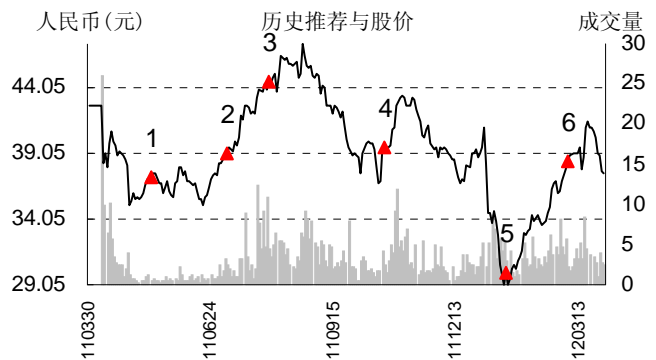
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；  
 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；  
 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；  
 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；  
 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B