

索菲亚 (002572.SZ)

室内家具行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

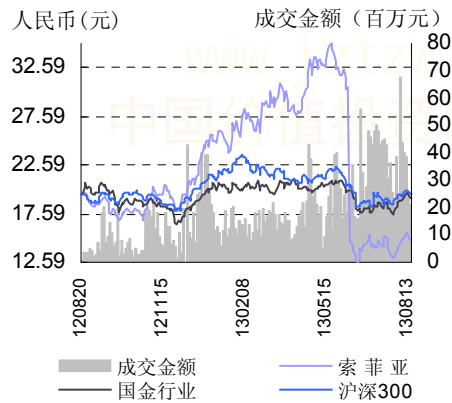
市价(人民币): 15.70元

定制化模式复制将拉开帷幕

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)	108.00
总市值(百万元)	64.86
年内股价最高最低(元)	35.12/12.59
沪深300指数	2331.43
中小板指数	5718.10



公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	1.259	0.809	0.519	0.674	0.868
每股净资产(元)	12.74	6.91	7.97	9.36	11.14
每股经营性现金流(元)	1.30	0.95	1.38	1.65	2.06
市盈率(倍)	32.60	30.89	29.01	22.34	17.34
行业优化市盈率(倍)	14.27	33.31	28.56	28.56	28.56
净利润增长率(%)	63.57%	28.55%	31.69%	29.90%	28.82%
净资产收益率(%)	9.88%	11.72%	13.37%	14.80%	16.01%
总股本(百万股)	107.00	214.00	439.72	439.72	439.72

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 索菲亚公布中报, 上半年实现营业收入 6.31 亿元, 增长 48.1%, 归属上市公司股东净利润 0.75 亿元, 增长 46.4%, EPS 0.17 元, 公司预计前三季度增长 20%-50%。

经营分析

■ 保持快速增长。上半年公司营业收入、净利润增速分别达 48.1%、46.4%，其中二季度营业收入 3.95 亿元, 同比增长 38.1%，环比增长 66.5%；净利润 0.5 亿元, 增长 34.8%，收入及利润增速基本符合我们预期。受益于地产销售的回暖, 13 年家具行业经营环境明显改善, 公司营收增速也显著回升。具体驱动因素: **老店坪销提升**: 1、门店内生增长+行业景气回暖, 单店销售额上升; 2、产品线的延伸, 去年下半年开始公司开始新增客厅类定制产品, 如酒柜、餐柜、鞋柜、饰物柜等; **新门店贡献**: 公司上半年新开 100 家左右专卖店, 而且部分是 500 平方米的旗舰店(预计全年新增 30 家左右); **大宗业务**: 上半年工程类业务仍保持稳健增长, 预计全年增速 40%左右。由于下半年是家具消费旺季, 而且目前地产销售仍保持良好的势头, 我们预计下半年公司将继续保持高增长。

■ 毛利率提升, 净利率保持高位。上半年公司毛利率 35.7%, 较去年同期提升近 3.7 个百分点。同期期间费用率 21.2%, 上升 4.1 个百分点, 其中销售费用率下降 1.4 个百分点; 管理费用率上升 3.7 个百分点(管理费用上升主要来自股权激励费用及研发支出, 其中股权激励费用近 1300 万元; 此外研发费用增长 111%)。上半年公司净利率 12.1%, 维持高位。此外上半年经营性现金流增长 135.8%, 改善幅度较大。

■ 定制化延伸将拉开帷幕。近期公司发布新广告语“定制家, 索菲亚”取代“定制衣柜就是索菲亚”, 意味着从定制衣柜向定制家居转变, 此举将打开公司成长天花板。我们认为短期内将是产品线的延伸, 即从原有的卧室系列、书房系列向客厅系列、餐厅系列等拓展, 以及针对不同房屋户型、装修风格的消费者提供了完整的家居解决方案。而且公司今年开始新推 500 平方米旗舰店(按照公司规划每个一、二线城市都将新开一家旗舰店), 正好满足公司业务拓展的需求。而从中期看, 公司将逐步将现有模式往橱柜及其它领域复制, 而且我们认为公司在衣柜领域已积累了丰富经验, 有望快速切入。具体请看公司深度报告《索菲亚, 你值得拥有》。

相关报告

1. 《索菲亚, 你值得拥有》, 2013.8.12
2. 《保持快速增长》, 2013.7.19
3. 《好行业、好公司》, 2013.4.24

周文波 分析师 SAC 执业编号: S1130513060001
(8621)61038290
zhouwb@gjzq.com.cn

- **成长性好，空间大。**索菲亚是定制衣柜行业的龙头企业，无论从品牌知名度，还是渠道网络的覆盖率来说，都位列前茅。公司已显示卓越的实力及品质，未来成长路径清晰。一方面替代因素仍可推动定制衣柜行业维持快速增长；而从公司层面看，坪销的提升（丰富产品线&旗舰店&门店内生增长）及渠道网络的拓展仍可保证未来三年30%左右增长。从中长期看，公司未来发展方向将是全品类家具定制商，成长逻辑清晰，且空间大。

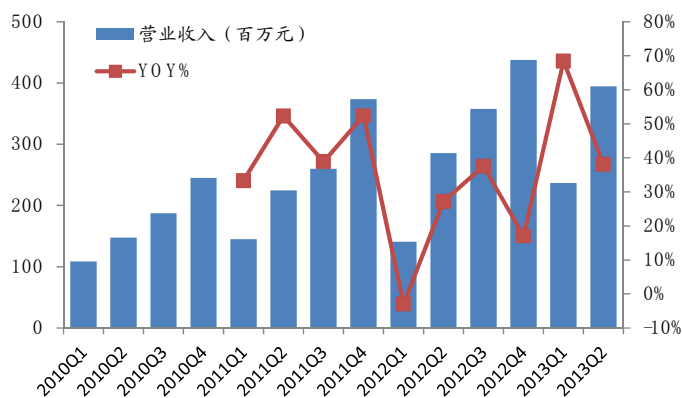
盈利预测及投资建议

- 我们预计2013-2015年公司营业收入16.24亿元、20.97亿元、26.62亿元，分别增长32.9%、29.1%、26.9%；归属上市公司股东净利润2.28亿元、2.96亿元、3.82亿元，分别增长31.7%、29.9%、28.8%，对应EPS为0.52元、0.67元、0.87元。
- 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，已积累了良好的市场口碑及美誉度，公司中长期成长路径清晰，未来三年有望保持30%左右增长，建议“买入”。

风险

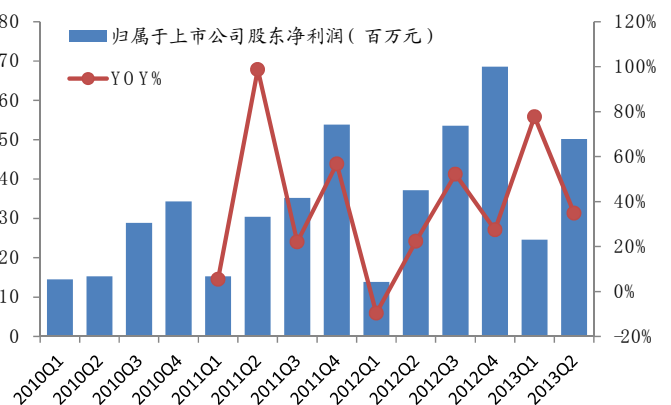
- 三、四城市单店销售额低于预期；规模扩大带来的管理风险；地产调控。

图表1: 公司营业收入 (百万元)

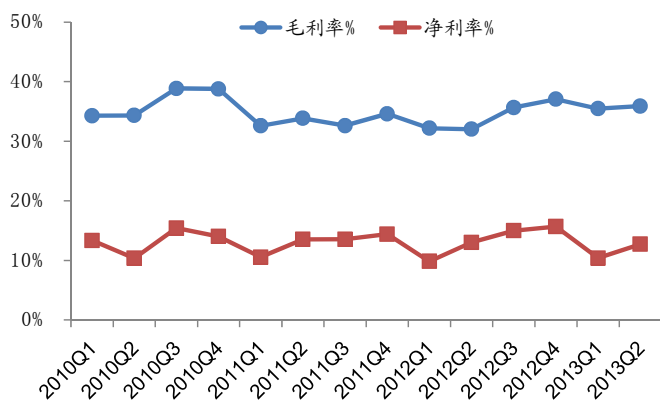


来源: 公司财报、国金证券研究所

图表2: 公司净利润 (百万元)

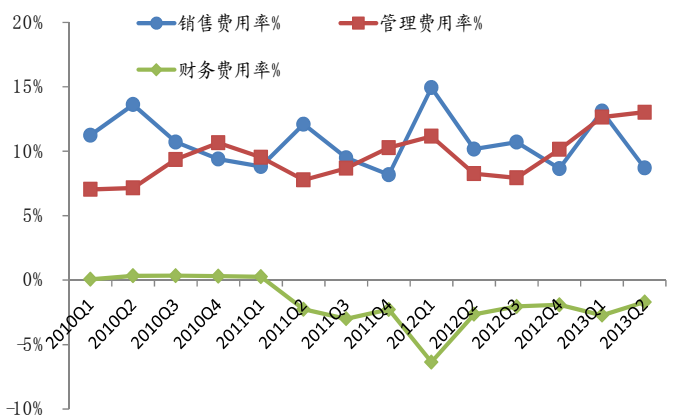


图表3: 公司盈利能力指标

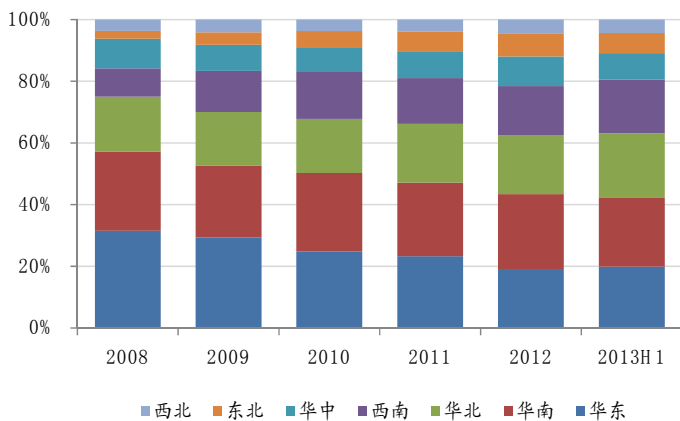


来源: 公司财报、国金证券研究所

图表4: 公司期间费用率

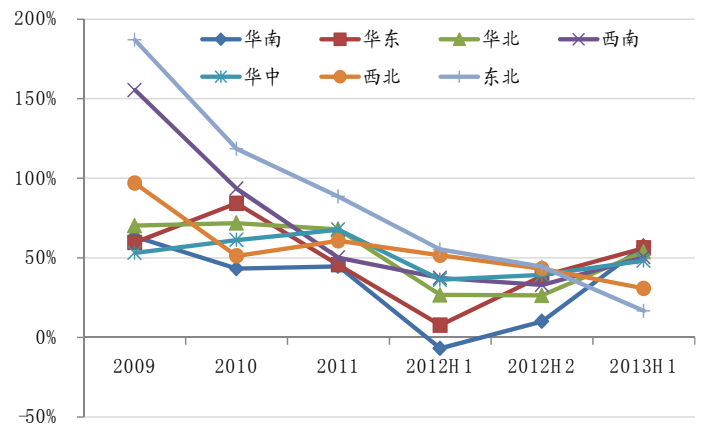


图表5: 公司收入区域结构



来源: 公司财报、国金证券研究所

图表6: 各区域市场收入增速%



图表7: 索菲亚成长空间测算 (未考虑模式向橱柜等领域复制)

索菲亚门店拓展&单店营业额假设										
	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年		城市数	单个城市 门店数	索菲亚门店 扩张空间测算	
一、二线城市单店营业额 (万元)	50	90	130	170	200		直辖市+广深	6	10	60
YOY%		80%	44%	31%	18%		一线城市	40	6	240
三、四线城市单店营业额 (万元)	30	60	90	120	140		二线城市	242	3	726
YOY%		100%	50%	33%	17%		三线城市	374	2	748
							四线城市(县城)	1636	0.5	818
							合计	2298		2592
索菲亚增长空间测算										
	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
门店总数	361	428	582	800	1000	1200	1400	1600	1800	2000
单店营业额 (万元)	55	82	102	109	110	120	133	149	166	181
营业收入 (百万元)	200	353	595	870	1099	1444	1868	2389	2990	3610
YOY%		76.2%	68.5%	46.2%	26.3%	31.4%	29.4%	27.9%	25.2%	20.7%
一、二线城市门店合计款					800	850	900	950	1000	1050
当年新开门店款						100	50	50	50	50
新开门店单店营业额 (万元)						50	50	50	50	50
新门店营业额合计 (百万元)						50	25	25	25	25
存量门店款					700	800	850	900	950	1000
存量店单店营业额 (万元)						137	153	176	204	250
存量店营业额 (百万元)						959	1224	1498	1834	2500
一、二线城市门店营业额 (百万元)						1009	1249	1523	1859	2240
三、四线城市门店合计 (包括县城)					200	350	500	650	800	950
当年新开门店款						100	150	150	150	150
新开门店单店营业额 (万元)						30	30	30	30	30
新门店营业额 (百万元)						30	45	45	45	45
存量门店款					100	200	350	500	650	800
存量店单店营业额 (万元)						60	75	86	97	108
存量店营业额 (百万元)						60	150	300	485	705
三、四线城市门店营业额 (百万元)						90	195	345	530	750

来源: 国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表8: 三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	604	1,004	1,222	1,624	2,097	2,662
增长率		66.0%	21.7%	32.9%	29.1%	26.9%
主营业务成本	-384	-666	-795	-1,050	-1,358	-1,726
%销售收入	63.5%	66.4%	65.1%	64.6%	64.8%	64.8%
毛利	221	337	426	574	738	936
%销售收入	36.5%	33.6%	34.9%	35.4%	35.2%	35.2%
营业税金及附加	0	-7	-8	-11	-14	-18
%销售收入	0.1%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-70	-95	-126	-162	-205	-256
%销售收入	11.6%	9.5%	10.3%	10.0%	9.8%	9.6%
管理费用	-50	-92	-112	-149	-191	-240
%销售收入	8.3%	9.2%	9.2%	9.2%	9.1%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	100	143	180	251	328	423
%销售收入	16.5%	14.3%	14.7%	15.5%	15.6%	15.9%
财务费用	-1	21	32	24	29	35
%销售收入	0.2%	-2.1%	-2.6%	-1.5%	-1.4%	-1.3%
资产减值损失	0	-1	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	99	163	210	275	356	458
营业利润率	16.3%	16.2%	17.2%	16.9%	17.0%	17.2%
营业外收支	1	4	1	0	0	0
税前利润	100	166	210	275	356	458
利润率	16.5%	16.6%	17.2%	16.9%	17.0%	17.2%
所得税	-18	-27	-34	-44	-57	-73
所得税率	17.6%	16.4%	16.3%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	82	139	176	231	299	385
少数股东损益	0	4	3	3	3	3
归属于母公司的净利润	82	135	173	228	296	382
净利率	13.6%	13.4%	14.2%	14.0%	14.1%	14.3%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	84	139	176	231	299	385
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	11	19	36	52	56	59
非经营收益	-2	0	0	4	0	0
营运资金变动	7	-20	-8	10	-2	-3
经营活动现金净流	101	139	204	296	353	441
资本开支	-20	-85	-285	-88	-89	-70
投资	0	-28	0	-1	0	0
其他	1	0	3	0	0	0
投资活动现金净流	-20	-113	-282	-89	-89	-70
股权募资	0	1,161	25	0	0	0
债权募资	27	-13	-19	-6	0	0
其他	-14	-118	-54	0	0	0
筹资活动现金净流	13	1,030	-47	-6	0	0
现金净流量	94	1,056	-125	201	264	371

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	132	1,195	1,047	1,248	1,512	1,883
应收款项	20	43	55	66	85	108
存货	42	54	80	88	114	144
其他流动资产	14	32	115	133	172	218
流动资产	208	1,324	1,298	1,535	1,883	2,353
%总资产	66.9%	97.0%	92.3%	75.7%	78.2%	81.4%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	85	6	0	430	462	488
%总资产	27.2%	0.4%	0.0%	21.2%	19.2%	16.9%
无形资产	16	30	103	59	62	46
非流动资产	103	41	109	492	526	537
%总资产	33.1%	3.0%	7.7%	24.3%	21.8%	18.6%
资产总计	311	1,365	1,407	2,028	2,408	2,890
短期借款	27	19	0	0	0	0
应付款项	74	108	192	234	302	383
其他流动负债	23	33	41	45	58	74
流动负债	124	160	234	278	360	457
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	7	0	0	0
负债	124	160	240	278	360	457
普通股股东权益	187	1,363	1,478	1,706	2,002	2,384
少数股东权益	0	16	40	43	46	49
负债股东权益合计	311	1,540	1,759	2,028	2,408	2,890

比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	2.059	1.259	0.809	0.519	0.674	0.868
每股净资产	4.672	12.743	6.906	7.972	9.357	11.140
每股经营现金净流	2.520	1.296	0.954	1.384	1.648	2.061
每股股利	0.000	1.300	0.350	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	44.08%	9.88%	11.72%	13.37%	14.80%	16.01%
总资产收益率	26.46%	8.75%	9.85%	11.25%	12.30%	13.21%
投入资本收益率	38.40%	8.56%	9.91%	12.07%	13.44%	14.60%
增长率						
主营业务收入增长率	70.41%	66.03%	21.73%	32.89%	29.13%	26.95%
EBIT增长率	75.55%	43.76%	25.53%	39.72%	30.39%	29.01%
净利润增长率	81.83%	63.57%	28.55%	31.69%	29.90%	28.82%
总资产增长率	83.10%	394.73%	14.18%	44.12%	18.77%	19.99%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7.1	10.1	12.7	12.0	12.0	12.0
存货周转天数	34.8	26.4	30.8	30.5	30.5	30.5
应付账款周转天数	28.3	30.4	40.1	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	49.7	46.9	78.7	94.3	76.8	64.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-56.22%	-85.24%	-68.99%	-71.36%	-73.80%	-77.38%
EBIT利息保障倍数	91.7	-6.9	-5.6	-10.6	-11.5	-12.0
资产负债率	39.97%	10.40%	13.67%	13.73%	14.94%	15.80%

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
买入	0	3	5	5	11
增持	1	1	2	4	6
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.40	1.33	1.38	1.37

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 2012-09-18	买入	17.48	N/A
2 2012-10-29	买入	17.92	N/A
3 2012-11-12	买入	19.45	N/A
4 2012-12-11	买入	20.93	N/A
5 2013-01-18	买入	25.84	N/A
6 2013-04-24	买入	31.99	N/A
7 2013-07-19	买入	14.23	N/A
8 2013-08-12	买入	15.52	20.00 ~ 20.00

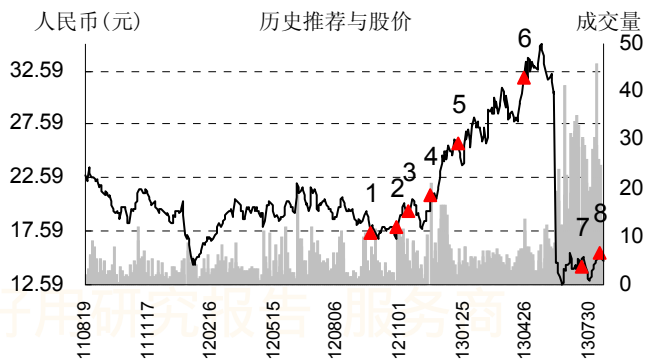
来源：国金证券研究所

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“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4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 = 买入; 1.01~2.0 = 增持; 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持



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:

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%;
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%;
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net