

索菲亚 (002572.SZ)

室内家具行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

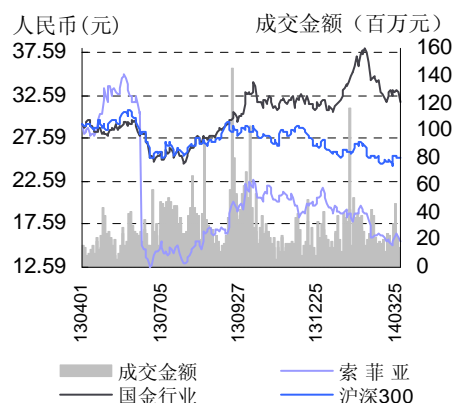
市价(人民币): 15.70元

定制家初见效, 14年重点关注橱柜业务推进

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)	69.24
年内股价最高最低(元)	35.12/12.59
沪深300指数	2151.97
中小板指数	6089.09



相关报告

1. 《业绩略超预期, 延续高增长》, 2014.1.17
2. 《借力国际巨头, 布局橱柜市场》, 2013.12.15
3. 《正式进军橱柜市场》, 2013.10.29

公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.809	0.555	0.746	1.033	1.356
每股净资产(元)	6.91	3.95	4.70	5.59	6.94
每股经营性现金流(元)	0.95	0.80	1.12	1.26	1.60
市盈率(倍)	30.89	39.48	21.05	15.20	11.57
行业优化市盈率(倍)	33.31	34.49	35.70	35.70	35.70
净利润增长率(%)	28.55%	41.37%	34.36%	38.44%	31.34%
净资产收益率(%)	11.72%	14.04%	15.87%	18.48%	19.53%
总股本(百万股)	214.00	440.99	440.99	440.99	440.99

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 索菲亚公布 13 年报: 营业收入 17.83 亿元, 增长 46%; 归属上市公司股东净利润 2.45 亿元, 增长 41.4%, 扣非后增长 38.7%, EPS 0.56 元, 拟向全体股东每 10 股派送现金股利 2.5 元(含税)。

经营分析

- 定制家初见效, 坪销提高显著。公司 13 年收入、利润分别实现 46%、41.4% 增长, 略好于我们预期。其中四季度收入 6.35 亿元, 增长 45.2%; 净利润 0.97 亿元, 增长 41.3%, 保持高速增长。从销售渠道看, 经销商门店销售额 15.68 亿元, 增长 49.57%, 占公司收入比重 87.9%; 直营店收入 0.68 亿元, 增长 33.8%; 此外大宗业务收入 0.63 亿元, 增长 37.2%。13 年公司正式公告由定制衣柜向定制家转型, 加大产品品类延伸, 从原有的卧室系列、书房系列拓展到客厅系列、餐厅系列, 新增入门柜、酒柜、餐柜、电视柜、鞋柜等产品, 由此带来客单价的大幅提升, 加上行业环境的转暖, 13 年经销商门店平均单店销售额 131 万元, 增长 24.6%。而在终端渠道方面, 截至 13 年底, 共拥有 650 家经销商, 1200 家门店, 当年新增 200 家经销商门店。
- 毛利率提升, 净利率微幅下降, 现金流优异。13 年公司毛利率 37.1%, 上升 2.2 个百分点, 毛利率的提升主要源于定制衣柜技术升级改造, 生产效率提高(约提升 10%左右); 13 年期间费用率的上升 2.6 个百分点, 其中销售率下降 1.3 个百分点, 主要因公司规模优势的逐渐显现; 管理费用率上升 2.6 个百分点, 管理费用的增加主要来自研发支出, 增长 64.13%; 股权激励费用增加 3560 万元, 以及新工厂管理费增加所致; 13 年财务收入下降 560 万元, 由于募投项目的实施, 资金支出增加。因期间费用率的上升, 13 年公司净利率 13.7%, 下降 0.5 个百分点。13 年公司经营性现金流净额 3.53 亿元, 增长 72.6%, 现金流依然非常健康; 存货 1.37 亿元, 增长 71%, 主要由于嘉善、廊坊工厂建成投产, 原材料备货需要。

周文波 分析师 SAC 执业编号: S1130513060001
(8621)60230237
zhouwb@gjzq.com.cn

- **橱柜业务是 14 年重要关注点:** 公司已正式宣告成立橱柜事业部，并计划与法国 SALM 公司成立合资公司，索菲亚将拥有 51% 股份。为配合橱柜业务的拓展，公司本部、华东、华北三个基地产能扩张也正式拉开帷幕，我们预计此次产能扩张全部达产后（分期逐步投资），公司总产能将达到 50 亿元左右，是现有规模的 3 倍，可满足公司未来 3-5 年的发展需求。而在渠道布局方面，预计 14 年下半年橱柜门店将实质推进，全年新开橱柜门店 100 家左右。橱柜业务能否成功对公司未来几年的成长性至关重要，需重点关注。公司对橱柜业务已研究多年，并借助国际巨头，而且公司有多年运作定制衣柜的成功经验，因此前景还是值得看好的。

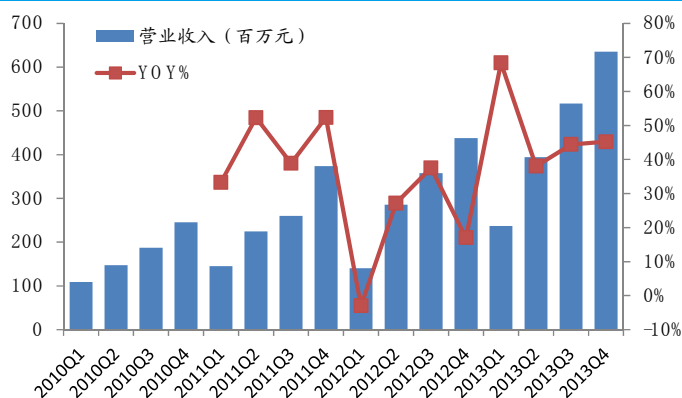
盈利调整及投资建议

- 我们预计 2013-2015 年公司营业收入 23.85 亿元、32.13、40.35 亿元，分别增长 33.7%、34.7%、25.6%；归属上市公司股东净利润 3.29 亿元、4.55 亿元、5.98 亿元，分别增长 34.4%、38.4%、31.3%，对应 EPS 为 0.75 元、1.03 元、1.36 元。
- 公司质地优异，依靠品类延伸所带来的坪销提升及渠道拓展，加上新业务橱柜的逐步贡献，公司具备穿越地产周期的能力，建议在一季度报后逐步布局。

风险

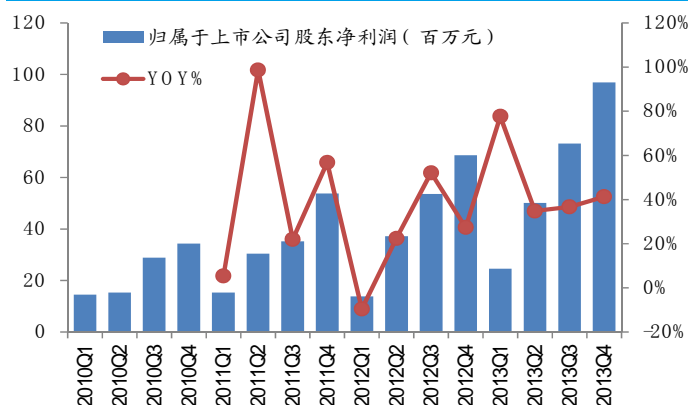
- 三、四城市单店销售额低于预期；规模扩大带来的管理风险；橱柜市场竞争激烈，进展低于预期

图表1: 公司营业收入 (百万元)

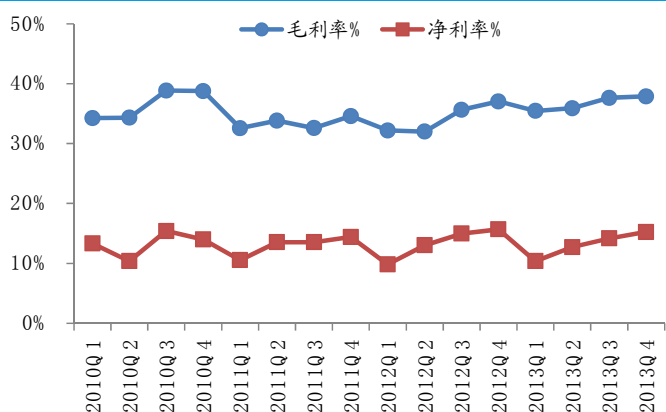


来源: 公司财报、国金证券研究所

图表2: 公司净利润 (百万元)

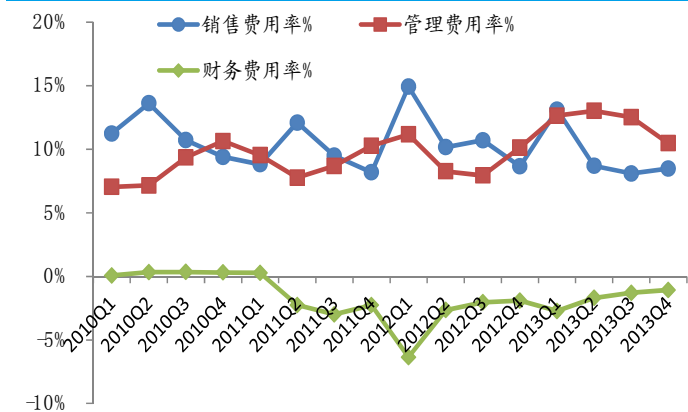


图表3: 公司净利率将呈上升趋势

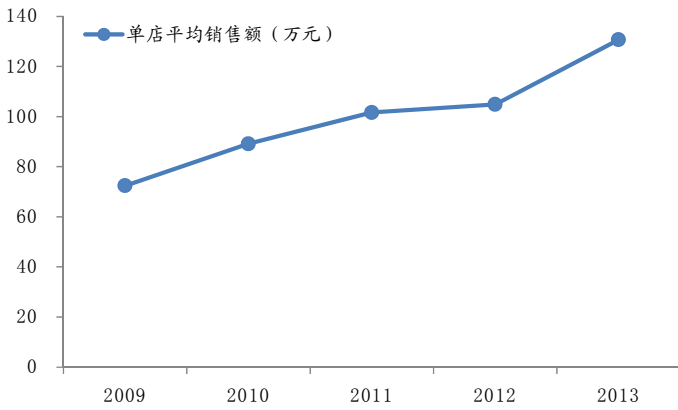


来源: 公司财报、国金证券研究所

图表4: 公司期间费用率

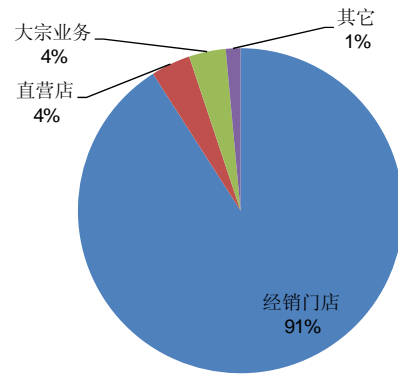


图表5: 公司经销商门店单店平均营业额

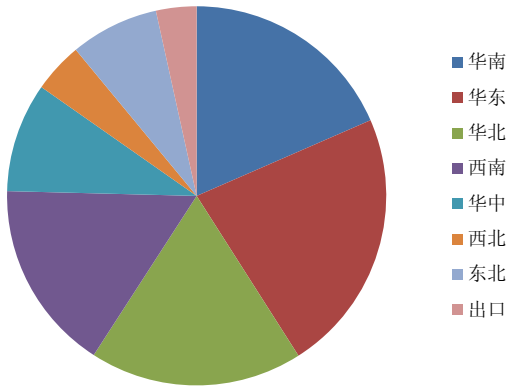


来源: 公司财报、国金证券研究所

图表6: 公司收入结构

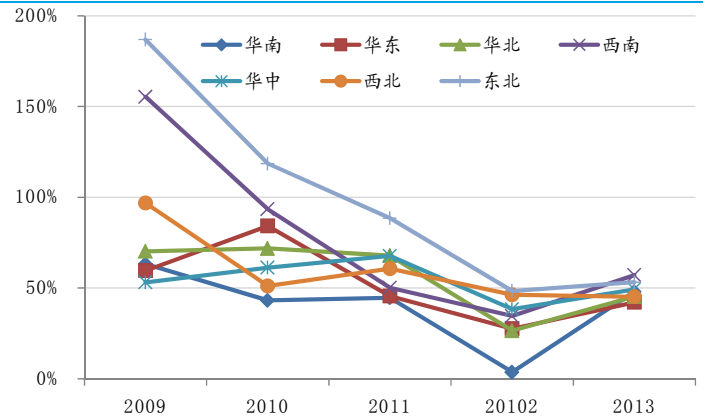


图表7: 公司销售区域占比



来源: 公司财报、国金证券研究所

图表8: 各区域销售增速%



图表9: 三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	1,004	1,222	1,783	2,385	3,213	4,035
增长率		21.7%	46.0%	33.7%	34.7%	25.6%
主营业务成本	-666	-795	-1,123	-1,496	-2,015	-2,521
%销售收入	66.4%	65.1%	62.9%	62.7%	62.7%	62.5%
毛利	337	426	661	889	1,197	1,514
%销售收入	33.6%	34.9%	37.1%	37.3%	37.3%	37.5%
营业税金及附加	-7	-8	-13	-17	-22	-28
%销售收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-95	-126	-161	-215	-289	-363
%销售收入	9.5%	10.3%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
管理费用	-92	-112	-213	-286	-369	-444
%销售收入	9.2%	9.2%	11.9%	12.0%	11.5%	11.0%
息税前利润 (EBIT)	143	180	275	372	516	678
%销售收入	14.3%	14.7%	15.4%	15.6%	16.1%	16.8%
财务费用	21	32	27	28	36	46
%销售收入	-2.1%	-2.6%	-1.5%	-1.2%	-1.1%	-1.1%
资产减值损失	-1	-2	-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	163	210	299	400	552	724
营业利润率	16.2%	17.2%	16.8%	16.8%	17.2%	18.0%
营业外收支	4	1	6	0	0	0
税前利润	166	210	306	400	552	724
利润率	16.6%	17.2%	17.1%	16.8%	17.2%	18.0%
所得税	-27	-34	-52	-68	-94	-123
所得税率	16.4%	16.3%	17.2%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	139	176	253	332	458	601
少数股东损益	4	3	8	3	3	3
归属于母公司的净利润	135	173	245	329	455	598
净利率	13.4%	14.2%	13.7%	13.8%	14.2%	14.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	139	176	253	332	458	601
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	19	36	55	55	64	73
非经营收益	0	0	-11	16	0	0
营运资金变动	-20	-8	56	90	33	32
经营活动现金净流	139	204	353	493	555	706
资本开支	-85	-285	-240	-78	-129	-100
投资	-28	0	0	-1	0	0
其他	0	3	0	0	0	0
投资活动现金净流	-113	-282	-240	-79	-129	-100
股权募资	1,161	25	62	0	-64	0
债权募资	-13	-19	0	-9	0	0
其他	-118	-54	-75	-2	0	0
筹资活动现金净流	1,030	-47	-13	-11	-64	0
现金净流量	1,056	-125	100	403	362	606

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1,195	1,047	1,153	1,556	1,918	2,524
应收款项	43	55	64	84	113	142
存货	54	80	137	125	168	211
其他流动资产	32	115	77	77	103	128
流动资产	1,324	1,298	1,430	1,842	2,302	3,005
%总资产	86.0%	73.8%	68.6%	73.5%	76.0%	79.9%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	181	352	487	555	612	651
%总资产	11.8%	20.0%	23.3%	22.1%	20.2%	17.3%
无形资产	30	103	151	105	114	102
非流动资产	216	461	656	663	728	755
%总资产	14.0%	26.2%	31.4%	26.5%	24.0%	20.1%
资产总计	1,540	1,759	2,086	2,504	3,030	3,760
短期借款	19	0	0	0	0	0
应付款项	108	192	199	295	397	496
其他流动负债	33	41	84	85	115	144
流动负债	160	234	284	380	511	640
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	7	10	0	0	0
负债	160	240	294	380	511	640
普通股股东权益	1,363	1,478	1,744	2,073	2,464	3,063
少数股东权益	16	40	48	51	54	57
负债股东权益合计	1,540	1,759	2,086	2,504	3,030	3,760

比率分析

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	1.259	0.809	0.555	0.746	1.033	1.356
每股净资产	12.743	6.906	3.954	4.700	5.588	6.945
每股经营现金净流	1.296	0.954	0.799	1.118	1.259	1.601
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	9.88%	11.72%	14.04%	15.87%	18.48%	19.53%
总资产收益率	8.75%	9.85%	11.74%	13.14%	15.03%	15.91%
投入资本收益率	8.56%	9.91%	12.69%	14.53%	17.02%	18.05%
增长率						
主营业务收入增长率	66.03%	21.73%	45.98%	33.73%	34.70%	25.60%
EBIT增长率	43.76%	25.53%	52.66%	35.44%	38.83%	31.36%
净利润增长率	63.57%	28.55%	41.37%	34.36%	38.44%	31.34%
总资产增长率	394.73%	14.18%	18.61%	20.05%	21.00%	24.08%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.1	12.7	9.6	10.0	10.0	10.0
存货周转天数	26.4	30.8	35.3	30.5	30.5	30.5
应付账款周转天数	30.4	40.1	32.0	35.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	63.7	46.9	78.7	74.9	61.0	52.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-85.24%	-68.99%	-64.33%	-73.24%	-76.15%	-80.90%
EBIT利息保障倍数	-6.9	-5.6	-10.3	-13.3	-14.4	-14.8
资产负债率	10.40%	13.67%	14.08%	15.17%	16.87%	17.01%

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	3	3	3	7	18
增持	2	2	2	3	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.40	1.40	1.40	1.36	1.29

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 2013-01-18	买入	25.84	N/A
2 2013-04-24	买入	31.99	N/A
3 2013-07-19	买入	14.23	N/A
4 2013-08-12	买入	15.52	20.00 ~ 20.00
5 2013-08-19	买入	15.70	N/A
6 2013-10-29	买入	20.20	N/A
7 2013-12-15	买入	19.94	N/A
8 2014-01-17	买入	19.08	N/A

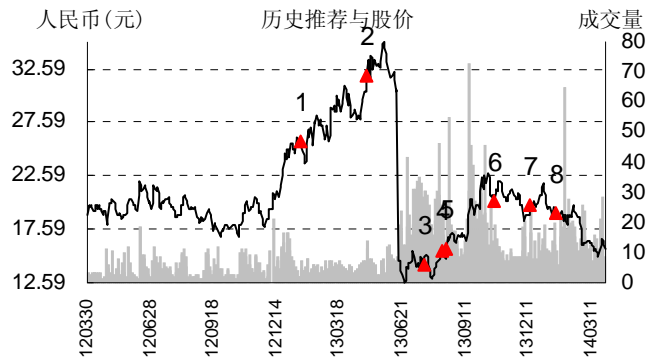
来源：国金证券研究所

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“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。

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: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD