



## 索菲亚 (002572)

投资评级: 增持

报告日期: 2014-08-12



### 主要数据

总股本(百万股)	440.99
A股股本(百万股)	440.99
B/H股股本(百万股)	0/0
总市值(亿元)	79.9
A股流通比例(%)	97.8
第一大股东	柯建生
第一大股东持股比例	25.40
12个月最高/最低(元)	21.92/15.09

华安证券大消费研究组

分析师: 王俊杰

021-60956106

wjjhazq@163.com

S0010513100001

联系人: 洪叶

021-60956105

hy\_hazq@126.com

S0010113110005

# 业绩略超市场预期 长期看好“定制家”转型

## 主要观点:

### □ 业绩略超市场预期, 二季度较一季度提速。

公司发布半年报, 上半年营业收入同比增长 34.12%, 利润总额同比增长 39.66%, 归母净利润同比增长 28.13%。首先, 由于定制衣柜行业的快速增长, 巩固和扩展营销网络, 以及客单价的提升, 上半年营收大幅增长 34%, 我们拆分估算客单价水平提升 15%;

其次, 利润总额保持较高增速同时来自于费用管控能力, 上半年期间费用率 20.36%, 较上年同期下降 0.8 个百分点, 而归母净利润同比增速相对较低是因为子公司所得税率较高导致所得税费用较高; 再次, 公司二季度单季度营收、净利润增速分别达 35.65%、41.43%, 较一季度 31.56%、1% 有较大幅度的提速。

### □ 性价比和渠道优势铸就行业龙头, 分享定制家具行业快速增长。

随着家居的二次装修和家具的消费升级, 定制衣柜由于个性化设计、规模化生产、空间利用优势以及环保优势, 拥有巨大的发展空间。目前我国定制家具占比仅为 10% 左右, 我们未来三年预计行业增速将保持在 30% 以上。

索菲亚凭借着性价比和渠道优势, 成就了在定制家具行业的龙头地位, 市占率第一, 达到 9%。首先, “标准件+非标件”相结合的复合生产模式, 标准件规模化生产, 非标件柔性化制造, 兼顾个性化和高质量的同时形成规模生产, 提升产品性价比; 其次, 公司在不断巩固原有经销商网络的同时, 开拓三四线城市市场、招募县级经销商, 目前公司拥有经销商约 800 家, 经销商专卖店近 1400 家, 上半年新增 200 家门店。

### □ 长期布局“定制家”, 客单价水平将提升, 橱柜业务将是重要看点。

公司稳步推进“定制家·索菲亚”中长期品牌发展战略, 产品品类的拓展提高客单价水平, 推出包括电视柜、酒柜、餐柜、鞋柜、饰物柜等。估算未来客单价可从 1.5 万元提升至 4 万元。

橱柜业务带来新的利润增长点, 夯实“定制家”整体布局。公司成立橱柜事业部, 与法国 SALMS.A.S 合资成立的橱柜子公司, “司米橱柜”系列产品已于 7 月发布, 项目下半年逐步投产。我们认为高端橱柜市场拥有广阔市场空间, 前景值得期待, 此业务带来新的利润增长点是下半年至 15 年的重要看点。

### □ 盈利预测与评级

公司是定制家具龙头企业, 性价比优势和渠道优势铸就护城河。定制家具行业市场空间广阔, 覆盖率仅 10%, 未来三年行业增速保持在 30% 以上。未来看点有二: 公司长期拓展产品品类布局“定制家”对客单价水平的提升, 以及高端橱柜业务带来新的利润增长点。我们预计 14-16 年 EPS 为 0.76 元、1.00 元、1.24 元, 给予“增持”评级。

### □ 风险提示

房地产行业波动对估值的影响；大小非减持带来的市场冲击。

## 附录：财务报表预测

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	1,430	1,385	1,812	2,224	<b>营业收入</b>	1,783	2,493	3,408	4,499
现金	1,153	1,003	1,255	1,526	营业成本	1,123	1,589	2,182	2,907
应收账款	56	95	126	160	营业税金及附加	13	17	23	31
其他应收款	7	9	13	18	销售费用	161	240	329	425
预付账款	50	86	155	163	管理费用	213	252	354	486
存货	138	164	240	326	财务费用	(27)	(13)	(17)	(22)
其他流动资产	26	28	23	31	资产减值损失	2	0	0	0
<b>非流动资产</b>	656	666	636	605	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	433	406	378	351	<b>营业利润</b>	299	408	537	672
无形资产	117	109	102	95	营业外收入	8	5	5	6
其他非流动资产	106	151	156	159	营业外支出	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	2,086	2,051	2,448	2,828	<b>利润总额</b>	306	412	541	677
<b>流动负债</b>	284	477	623	749	所得税	52	69	89	113
短期借款	0	106	102	98	<b>净利润</b>	253	343	452	565
应付账款	94	170	233	288	少数股东损益	8	9	11	16
其他流动负债	190	201	288	363	<b>归属母公司净利润</b>	245	334	441	549
<b>非流动负债</b>	10	17	31	43	<b>EBITDA</b>	313	438	569	705
长期借款	0	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	0.56	0.76	1.00	1.24
其他非流动负	10	17	31	43					
<b>负债合计</b>	294	494	655	792					
少数股东权益	48	58	69	85					
股本	441	441	441	441					
资本公积	783	783	783	783					
留存收益	520	749	1,047	1,419					
归属母公司股东权	1,744	1,973	2,271	2,643					
<b>负债和股东权益</b>	2,086	2,524	2,995	3,519					

  

主要财务比率				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力</b>				
营业收入	45.98%	39.80%	36.69%	32.00%
营业利润	42.69%	36.43%	31.55%	25.19%
归属于母公司净利润	41.37%	36.37%	31.98%	24.51%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	37.05%	36.25%	35.99%	35.39%
净利率(%)	13.73%	13.37%	12.73%	12.04%
ROE(%)	14.13%	16.87%	17.40%	17.90%
ROIC(%)	50.13%	54.38%	62.20%	82.20%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	14.08%	19.57%	21.86%	22.49%
净负债比率(%)	-50.91%	-34.92%	-37.05%	-35.69%
流动比率	5.04	2.91	2.91	2.97
速动比率	4.55	2.56	2.52	2.53
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.93	1.21	1.52	1.71
应收账款周转率	37.86	36.97	34.30	35.29
应付账款周转率	18.11	18.92	16.92	17.28
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.56	0.76	1.00	1.24
每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	0.84	1.03	1.30
每股净资产(最新摊薄)	3.95	4.47	5.15	5.99
<b>估值比率</b>				
P/E	32.6	23.9	18.1	14.6
P/B	4.6	3.8	3.2	2.6
EV/EBITDA	27.29	14.80	10.70	7.80

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	353	445	499	663
净利润	253	344	451	563
折旧摊销	53	43	49	54
财务费用	(27)	(13)	(17)	(22)
投资损失	(9)	46	3	51
营运资金变动	2	46	3	51
其他经营现金	81	(21)	10	(34)
<b>投资活动现金流</b>	(240)	(60)	(136)	(62)
资本支出	0	(60)	(136)	(62)
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金	(240)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(13)	(11)	0	0
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	227	0	0	0
资本公积增加	(129)	0	0	0
其他筹资现金	(111)	(11)	0	0
<b>现金净增加额</b>	100	374	363	601

资料来源：华安证券研究所

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

## 信息披露

### 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。