

索菲亚(002572.SZ)
大家居战略稳步推进, 2015 年值得期待

 评级: **买入**

 前次: **买入**

目标价(元):

33.6-33.6

联系人

分析师

杨永梅

王颖华

0531-68889512

S0740513120001

yangym@r.qizq.com.cn

021-20315161

wangyinghua@r.qizq.com.cn

2015 年 3 月 26 日

基本状况

总股本(百万股)	440.99
流通股本(百万股)	431.51
市价(元)	28.78
市值(百万元)	12691.69
流通市值(百万元)	12418.77

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1,221.7	1,783.4	2,387.9	3,080.4	3,863.3
营业收入增速	21.73%	45.98%	33.89%	29.00%	25.42%
净利润增长率	28.55%	41.37%	32.43%	29.89%	24.63%
摊薄每股收益(元)	0.81	0.56	0.74	0.96	1.19
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	30.89	39.48	27.61	21.26	17.06
PEG	1.08	0.95	0.85	0.71	0.69
每股净资产(元)	6.91	3.95	4.44	5.39	6.58
每股现金流量(元)	0.95	0.80	1.05	1.29	1.65
净资产收益率	11.72%	14.04%	16.56%	17.70%	18.08%
市净率	3.62	5.54	4.57	3.76	3.08
总股本(百万元)	214.00	440.99	440.99	440.99	440.99

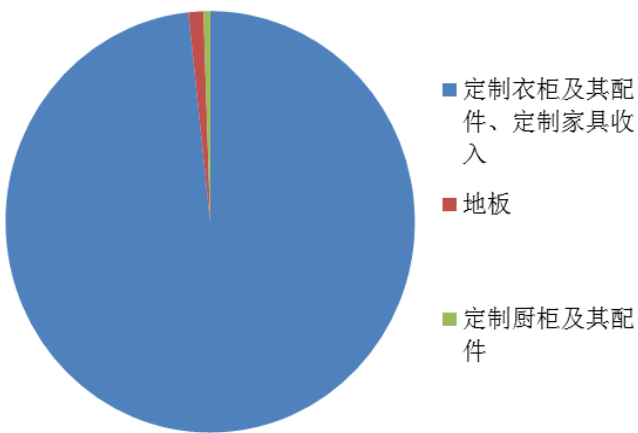
备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

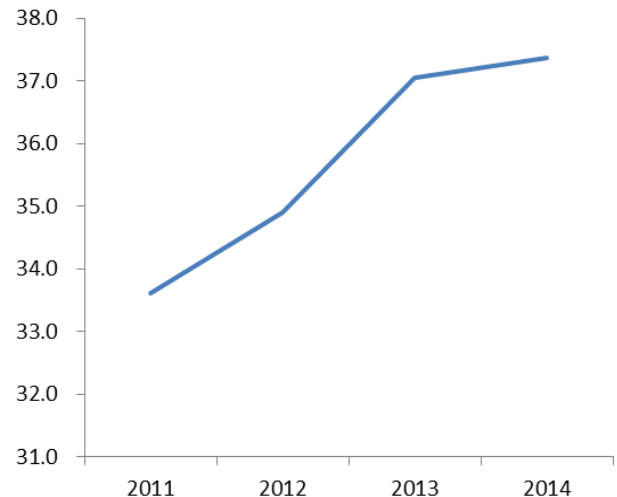
- 2014 年年报发布, 业绩符合市场预期:** 公司 2014 年实现营业收入 23.61 亿元, 同比增长 32.39%; 归属于上市公司股东的净利润 3.27 亿元, 同比增长 33.51%; 2014 年 EPS 为 0.74 元, 销售毛利率为 37.36%, 较 2013 年提升 0.31 个百分点。
- 报告期内公司大家居战略稳步推进。** 公司“定制家”概念首家终端展示旗舰店于 2014 年 4 月在广州正式开幕, 并将陆续复制到全国各专卖店; 而自公司宣布向全屋定制转型以来, 陆续推出其他配套家具, 包括书房、客厅和餐厅系列等, 销售占比也逐步增大, **报告期内公司其他配套家具的销售收入占总收入的比例达到 40%**; 橱柜方面, 司米品牌采取独立于索菲亚品牌运作的方式, 包括厂房、经营团队、经销商和专卖店等, 目前位于广州增城的橱柜新工厂正在建设中, **另已开设 70 多家专卖店**, 产品目前由索菲亚一部分生产线生产, 2014 年有少量收入实现。
- 2014 年公司销售网络进一步深化, 品牌宣传力度继续加大。** 报告期内公司继续实施县级经销商招募计划, 持续开拓三、四线城市市场, 并开始下沉至四、五线城市, 截止 2014 年年底, 公司共拥有经销商 **800 多家**, 经销商专卖店 **1450 多家**, **2015 年公司计划新开约 200 家索菲亚专卖店、200-300 家司米橱柜专卖店**。另外, 鉴于电子商务的快速发展, 公司将 O2O 作为其流量的重要入口之一, 除天猫外, 未来将在京东等平台建立网店。品牌宣传方面, 除继续巩固“索菲亚”品牌知名度外, **公司积极推进司米品牌的宣传推广, 报告期内公司共投入广告宣传费 9861 万元, 同比增长 19.22%**。
- 2015 年新建产能实质性释放, 业绩增长值得期待。** 定制家居行业目前处于快速增长阶段, 行业需求量巨大, 目前限制业绩增长的主要因素是产能瓶颈。公司目前已在全国范围内, 包括华南、华东、华北、华中、西南建立了生产基地, 2015 年将有一定的新增产能释放。衣柜及其他配套家具方面, **公司目前在建**

善和廊坊生产基地二期项目 2014 年已达产，我们预计 2015 年将新增约 40% 的产能；橱柜方面，新建厂房在 2014 年底已经完成，设备调试工作将于 2015 年 6 月份开始，预计 3 季度投产，投产后橱柜的生产将慢慢转移到新工厂，届时产量将有一个大的提升。

- 我们坚定看好公司未来业绩增长的确切性。定制家居行业目前仍处于跑马圈地阶段，公司作为行业龙头，在品牌建设、销售网络、产能扩张、战略布局方面先发优势明显，随着公司大家居战略逐步落地、新建产能陆续释放，有助强者恒强。
- 维持公司“买入”评级，预计 15-16 年 EPS 分别为 0.96 元、1.19 元，而随着目前行业有一定幅度的价值重估，我们小幅上调公司 15 年的目标价为 33.6 元，对应 2015 年 35xPE。

图表 1: 2014 年销售收入各产品占比情况


来源：齐鲁证券研究所

图表 2: 销售毛利率逐年提升 单位：%


来源：齐鲁证券研究所

图表 3: 索菲亚经销商及经销商专卖店数量 单位：家

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
经销商	180	219	302	400	479	650	800
经销商专卖店	361	428	582	800	1000	1200	1450

来源：齐鲁证券研究所

图表 4: 索菲亚未来产能释放一览表

		2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
华南广州	衣柜-万件	90	90	90	90	90	90
	收入-Mn	1109	1556	1500	1500	1500	1500
	橱柜-万套				5	15	25
	收入-Mn				100	300	500
华东浙江	衣柜-万套		2	8	23	23	23
	收入-Mn (索菲亚家居浙江有限公司)	0	101	300	700	1100	1500
华北廊坊	衣柜-万套		1	4	31	31	31
	收入-Mn	0	60	200	600	1000	1500
华中湖北	衣柜-万套				0	10	20
	橱柜-万套						
	收入-Mn				0	200	500
小计	衣柜	90	93	102	144	154	164
	<i>Yoy</i>	22%	3%	10%	41%	7%	6%
	橱柜	0	0	0	5	15	25
	<i>Yoy</i>						
	合计	90	93	102	149	169	189
	<i>Yoy</i>	22%	3%	10%	46%	13%	12%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 5: 索菲亚财务预测三张报表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	1,004	1,222	1,783	2,388	3,080	3,863	货币资金	1,195	1,047	1,153	1,091	1,209	1,696
增长率	45.67%	21.7%	46.0%	33.9%	29.0%	25.4%	应收款项	43	55	64	77	101	128
营业成本	-666	-795	-1,123	-1,525	-2,009	-2,546	存货	54	80	137	148	197	240
% 销售收入	66.4%	65.1%	62.9%	63.9%	65.2%	65.9%	其他流动资产	32	115	77	103	127	154
毛利	337	426	661	863	1,071	1,318	流动资产	1,324	1,298	1,430	1,419	1,634	2,218
% 销售收入	33.6%	34.9%	37.1%	36.1%	34.8%	34.1%	% 总资产	86.0%	73.8%	68.6%	56.0%	54.8%	60.6%
营业税金及附加	-7	-8	-13	-16	-21	-27	长期投资	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	181	352	487	898	1,133	1,235
营业费用	-95	-126	-161	-193	-243	-316	% 总资产	11.8%	20.0%	23.3%	35.5%	38.0%	33.7%
% 销售收入	9.5%	10.3%	9.0%	8.1%	7.9%	8.2%	无形资产	30	103	151	197	195	192
管理费用	-92	-112	-213	-238	-260	-292	非流动资产	216	461	656	1,113	1,345	1,444
% 销售收入	9.2%	9.2%	11.9%	10.0%	8.4%	7.6%	% 总资产	14.0%	26.2%	31.4%	44.0%	45.2%	39.4%
息税前利润 (EBIT)	143	180	275	416	547	683	资产总计	1,540	1,759	2,086	2,532	2,979	3,662
% 销售收入	14.3%	14.7%	15.4%	17.4%	17.8%	17.7%	短期借款	19	0	0	0	0	0
财务费用	21	32	27	0	0	0	应付款项	108	192	199	280	358	449
% 销售收入	-2.1%	-2.6%	-1.5%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动负债	33	41	84	220	146	185
资产减值损失	-1	-2	-2	0	0	0	流动负债	160	234	284	500	504	634
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	7	10	10	10	10
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	160	240	294	510	514	644
营业利润	163	210	299	416	547	683	普通股股东权益	1,363	1,478	1,744	1,958	2,379	2,904
营业利润率	16.2%	17.2%	16.8%	17.4%	17.8%	17.7%	少数股东权益	16	40	48	65	87	114
营业外收支	4	1	6	8	5	8	负债股东权益合计	1,540	1,759	2,086	2,532	2,979	3,662
税前利润	166	210	306	423	552	690							
利润率	16.6%	17.2%	17.1%	17.7%	17.9%	17.9%	比率分析						
所得税	-27	-34	-52	-83	-109	-138		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税率	16.4%	16.3%	17.2%	19.6%	19.8%	20.0%	每股指标						
净利润	139	176	253	340	443	553	每股收益 (元)	1.259	0.809	0.555	0.735	0.955	1.190
少数股东损益	4	3	8	16	22	28	每股净资产 (元)	12.743	6.906	3.954	4.439	5.395	6.585
归属于母公司的净利润	135	173	245	324	421	525	每股经营现金净流 (元)	1.296	0.954	0.799	1.048	1.285	1.654
净利率	13.4%	14.2%	13.7%	13.6%	13.7%	13.6%	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.250	0.250	0.000	0.000
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	9.88%	11.72%	14.04%	16.56%	17.70%	18.08%
净利润	139	176	253	340	443	553	总资产收益率	8.75%	9.85%	11.74%	12.80%	14.14%	14.33%
少数股东损益	0	0	0	16	22	28	投入资本收益率	58.81%	31.93%	35.54%	35.86%	34.91%	41.29%
非现金支出	19	36	55	72	112	152	增长率						
非经营收益	0	0	-11	-8	-5	-8	营业总收入增长率	45.67%	21.73%	45.98%	33.89%	29.00%	25.42%
营运资金变动	-20	-8	56	57	17	33	EBIT增长率	21.98%	25.53%	52.66%	51.35%	31.63%	24.78%
经营活动现金净流	139	204	353	478	589	757	净利润增长率	44.88%	28.55%	41.37%	32.43%	29.89%	24.63%
资本开支	85	285	240	522	339	243	总资产增长率	318.42%	14.18%	18.61%	21.41%	17.65%	22.92%
投资	-28	-22	0	0	0	0	资产管理能力						
其他	0	3	0	0	0	0	应收账款周转天数	12.0	12.7	9.6	8.6	8.8	9.0
投资活动现金净流	-113	-304	-240	-522	-339	-243	存货周转天数	27.8	30.8	35.3	35.5	35.8	34.4
股权募资	1,161	25	62	0	0	0	应付账款周转天数	32.0	40.1	32.0	38.5	38.5	38.5
债权募资	-13	-19	0	0	0	0	固定资产周转天数	49.1	78.7	80.3	95.3	104.6	102.8
其他	-118	-54	-75	-2	-110	0	偿债能力						
筹资活动现金净流	1,030	-47	-13	-2	-110	0	净负债/股东权益	-85.24%	-68.99%	-64.33%	-53.96%	-49.04%	-56.18%
现金净流量	1,056	-147	100	-46	140	514	EBIT利息保障倍数	-6.9	-5.6	-10.3	-	-	-
							资产负债率	10.40%	13.67%	14.08%	20.14%	17.25%	17.59%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。