

2015年04月21日

索菲亚 (002572.SZ)

员工持股显信心，上调目标价至 45 元

■高位推行员工持股，彰显长期发展信心：公司计划推行员工持股计划，股票总数不超过公司总股本 10%，单个员工所获股份不超过总股本 1%。此次员工持股计划有望涵盖公司经营层面所有核心骨干，实现大范围利益绑定。在目前价格水平推行员工持股一方面说明公司非常看好自身发展前景，也给予机构更大持股信心；另一方面可激发团队活力，保证业绩快速增长。

■量价齐升，公司未来三年有望保持 40% 增长：全屋定制战略落地，公司成长逻辑已由量上升至量、价双轮驱动，业绩高增长确定性强。依靠品类延伸（衣柜拓展至书柜、客厅柜体），公司客单价自 13 年以来每年提升 10%-15%。今年 5 月份公司门店将新增实木类产品，可有效提高单价，实木类产品 15 年销售有望贡献 1-2 亿收入。目前公司客单价仅 1.8 万元左右，考虑到衣柜门店品类延伸、橱柜业务、以及未来门、软装等贡献，我们认为公司客单价仍有翻番以上增长空间；而在渠道网络方面，衣柜+橱柜店预计年增 400-500 家左右，我们预计公司未来三年有望保持 40% 左右增长。

■司米橱柜将再造一个索菲亚：司米橱柜可分享索菲亚多年积累的渠道资源，成功概率高，从我们草根调研，也显示消费者对司米橱柜的高度认可。橱柜业务 15 年有望逐步进入正轨，预计新增门店 200-300 家（中长期目标 2000 家左右），保守预计贡献收入 3 亿元左右。产能方面，位于增城的厨柜新工厂建设工作已进入尾声，将于六月份开始调试，三季度开始投产，可有效保障司米橱柜业务扩张。橱柜业务贡献有望逐年加大，橱柜的成功将驱动公司进入新一轮的高增长周期。

■大家居+ O2O 战略稳步推进：在 O2O 方面，公司可能通过自建平台及与家装平台合作方式建立 O2O 体系；大家居方面，公司在卫浴、门、软装等其它大家居业务的布局近两年有可能加速，未来对于商业模式新颖的家装/家居类企业，公司不排除以外延方式并购，值得重点关注。

■盈利预测及投资建议：预计 15-17 年营业收入 35.0 亿元、50.0 亿元、69.3 亿元；归属上市公司股东净利润 4.62 亿元、6.37 亿元、8.72 亿元，分别增长 41.4%、37.8%、36.9%；EPS 为 1.05 元、1.45 元、1.98 元，维持“买入-A”评级，上调目标价至 45 元，对应 15 年 42.9XPE。

■风险提示：互联网家装兴起对原有市场格局的影响。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,783.5	2,361.1	3,500.1	5,001.7	6,926.1
净利润	244.9	326.9	462.3	637.2	872.1
每股收益(元)	0.56	0.74	1.05	1.45	1.98
每股净资产(元)	3.95	4.40	5.24	6.33	7.95

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	52.7	39.5	27.9	20.3	14.8
市净率(倍)	7.4	6.6	5.6	4.6	3.7
净利润率	13.7%	13.8%	13.2%	12.7%	12.6%
净资产收益率	14.0%	16.8%	20.0%	22.8%	24.9%
股息收益率	0.9%	0.0%	1.1%	1.2%	1.2%
ROIC	50.6%	53.1%	54.2%	61.2%	88.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

其他轻工 III

投资评级

买入-A

维持评级

6 个月目标价

45.00 元

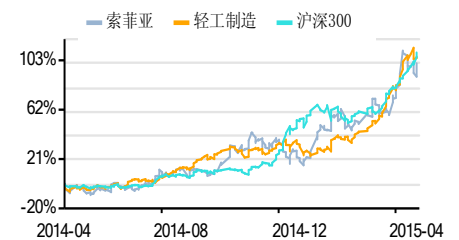
股价 (2015-04-20)

34.80 元

交易数据

总市值 (百万元)	15,346.45
流通市值 (百万元)	8,892.62
总股本 (百万股)	440.99
流通股本 (百万股)	255.54
12 个月价格区间	15.32/35.52 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	15.00	2.42	-10.16
绝对收益	31.17	35.57	93.12

张妮

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513090002

zhangni@essence.com.cn

010-66581574

相关报告

优质高成长标的	2015-03-25
参股舒适家居 OTO 平台，优势资源互补	2015-01-08

高位推行员工持股，彰显长期发展信心：公司公告计划推行员工持股计划，股票总数不超过公司股本总额 10%，单个员工所获股份不超过总股本 1%。公司 13 年曾向高管、中层管理人员及核心业务人员共计 119 人推行股权激励方案，此次员工持股计划进一步扩大激励范围，有望涵盖公司经营层面所有核心骨干，实现大范围利益绑定。在目前价格水平推行员工持股一方面说明公司非常看好自身发展前景，也给予机构更大持股信心；另一方面随着公司规模扩大，如何调动员工积极性及更好地管理，也是公司重点考虑的问题，通过员工持股计划，实现个人利益与公司利益的一致性，激发团队活力，从而保证业绩快速增长。

量价齐升，公司未来三年有望保持 40%增长：全屋定制战略落地，公司成长逻辑已由量上升至量、价双轮驱动，业绩高增长确定性强。依靠品类延伸（衣柜拓展至书柜、客厅柜体），公司客单价自 13 年以来每年提升 10%-15%。为了配合定制家战略家，公司联合欧洲知名设计师，全新升级门店，以场景体验方式展示全屋定制解决方案；今年 5 月份公司门店将新增实木类产品，包括餐桌、椅子、茶几、床等，委托代工，单品爆款。实木类产品单价较高，可有效提高公司客单价，是对公司目前以板式家具为主的产品线的良好补充，加快公司产品在不同目标用户群中的渗透。考虑到铺货+自然销售，实木类产品 15 年销售有望贡献 1-2 亿收入。而且公司门店未来也可代销软装饰品等，逐步完善全屋定制能力，为不同户型、不同装修风格、不同消费人群提供一个完整的一站式解决方案。目前公司客单价仅 1.8 万元左右，考虑到衣柜门店品类延伸、橱柜业务、以及未来门、软装等贡献，我们认为公司客单价仍有翻番以上增长空间；而在渠道网络方面，衣柜+橱柜店预计年增 400-500 家左右，我们预计公司未来三年有望保持 40%左右增长。

司米橱柜将再造一个索菲亚：司米橱柜可分享索菲亚多年积累的渠道资源，成功概率高，从我们草根调研，也显示消费者对司米橱柜的高度认可。橱柜业务 15 年有望逐步进入正轨，预计新增门店 200-300 家（中长期目标 2000 家左右），保守预计贡献收入 3 亿元左右。产能方面，位于增城的厨柜新工厂建设工作已进入尾声，将于六月份开始调试，三季度开始投产，可有效保障司米橱柜业务扩张。橱柜业务贡献有望逐年加大，橱柜的成功将驱动公司进入新一轮的高增长周期。

大家居+ O2O 战略稳步推进：公司年初公告收购舒适易佰，切入室内舒适环境系统领域，布局大家居市场。舒适 100 以 O2O 模式运营，拥有 100 家线下体验店。公司可利用自身管理及渠道优势，帮助舒适 100 发展壮大，并可借助舒适 100 在家居 O2O 领域的经验和资源，完善自身 O2O 布局。未来在 O2O 方面，公司可能通过自建平台及与家装平台合作方式建立 O2O 体系；大家居方面，公司在卫浴、门、软装等其它大家居业务的布局近两年有可能加速，未来对于商业模式新颖的家装/家居类企业，公司不排除以外延方式并购，值得重点关注。

盈利预测及投资建议：预计 15-17 年营业收入 35.0 亿元、50.0 亿元、69.3 亿元；归属上市公司股东净利润 4.62 亿元、6.37 亿元、8.72 亿元，分别增长 41.4%、37.8%、36.9%；EPS 为 1.05 元、1.45 元、1.98 元，维持“买入-A”评级，上调目标价至 45 元，对应 15 年 42.9XPE。

风险提示：互联网家装兴起对原有市场格局的影响。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年03月25日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,783.5	2,361.1	3,500.1	5,001.7	6,926.1	成长性					
减:营业成本	1,122.6	1,478.9	2,195.7	3,135.5	4,345.5	营业收入增长率	46.0%	32.4%	48.2%	42.9%	38.5%
营业税费	12.6	18.7	28.0	40.0	55.4	营业利润增长率	42.7%	32.3%	42.5%	38.3%	36.5%
销售费用	161.1	226.2	336.0	480.2	664.9	净利润增长率	41.4%	33.5%	41.4%	37.8%	36.9%
管理费用	212.6	253.9	385.0	550.2	761.9	EBITDA 增长率	55.7%	37.7%	43.8%	41.2%	36.2%
财务费用	-26.6	-15.0	-9.0	15.4	33.1	EBIT 增长率	53.6%	39.7%	45.8%	43.3%	38.0%
资产减值损失	2.0	4.4	-	-	-	NOPLAT 增长率	52.0%	39.1%	46.8%	43.3%	38.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	32.6%	43.7%	26.9%	-4.1%	12.1%
投资和汇兑收益	-	1.9	-	-	-	净资产增长率	18.1%	16.1%	18.3%	20.0%	24.7%
营业利润	299.3	396.0	564.4	780.4	1,065.3	利润率					
加:营业外净收支	6.3	4.9	4.0	4.0	4.0	毛利率	37.1%	37.4%	37.3%	37.3%	37.3%
利润总额	305.6	400.9	568.4	784.4	1,069.3	营业利润率	16.8%	16.8%	16.1%	15.6%	15.4%
减:所得税	52.4	70.4	96.6	133.4	181.8	净利润率	13.7%	13.8%	13.2%	12.7%	12.6%
净利润	244.9	326.9	462.3	637.2	872.1	EBITDA/营业收入	17.5%	18.2%	17.7%	17.5%	17.2%
						EBIT/营业收入	15.3%	16.1%	15.9%	15.9%	15.9%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	79	71	56	45	36
货币资金	1,152.8	1,183.6	1,355.3	1,904.5	2,508.7	流动营业资本周转天数	1	-6	0	2	2
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	275	223	181	164	160
应收帐款	56.0	73.5	148.5	147.9	261.9	应收帐款周转天数	11	10	11	11	11
应收票据	7.6	22.3	5.6	40.7	28.4	存货周转天数	22	21	21	21	21
预付帐款	49.7	21.6	212.2	90.0	273.8	总资产周转天数	388	352	288	242	217
存货	136.9	142.4	260.9	330.5	482.4	投资资本周转天数	105	110	99	76	57
其他流动资产	26.9	53.9	31.6	37.5	41.0						
可供出售金融资产	-	-	1.8	1.8	1.8	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	14.0%	16.8%	20.0%	22.8%	24.9%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	12.1%	13.0%	15.4%	17.9%	18.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	50.6%	53.1%	54.2%	61.2%	88.0%
固定资产	433.0	493.3	592.7	663.6	711.1	费用率					
在建工程	54.0	275.0	227.5	194.2	171.0	销售费用率	9.0%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%
无形资产	117.0	196.3	200.4	204.3	207.9	管理费用率	11.9%	10.8%	11.0%	11.0%	11.0%
其他非流动资产	51.9	71.3	36.4	25.5	26.7	财务费用率	-1.5%	-0.6%	-0.3%	0.3%	0.5%
资产总额	2,085.8	2,533.3	3,073.1	3,640.5	4,714.7	三费/营业收入	19.5%	19.7%	20.3%	20.9%	21.1%
短期债务	-	-	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	145.6	189.2	399.4	401.6	684.6	资产负债率	14.1%	17.8%	19.9%	18.8%	21.9%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	16.4%	21.7%	24.8%	23.2%	28.0%
其他流动负债	138.1	221.8	192.1	261.0	319.5	流动比率	5.04	3.64	3.41	3.85	3.58
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	4.56	3.30	2.96	3.35	3.10
其他非流动负债	9.9	40.9	19.2	23.3	27.8	利息保障倍数	-10.23	-25.36	-61.90	51.78	33.17
负债总额	293.6	452.0	610.6	686.0	1,031.9	分红指标					
少数股东权益	48.4	140.1	149.6	163.4	178.8	DPS(元)	0.25	-	0.31	0.36	0.36
股本	441.0	441.0	441.0	441.0	441.0	分红比率	45.0%	0.0%	29.8%	24.9%	18.3%
留存收益	1,302.8	1,545.6	1,871.9	2,350.1	3,063.0	股息收益率	0.9%	0.0%	1.1%	1.2%	1.2%
股东权益	1,792.2	2,081.3	2,462.4	2,954.5	3,682.8						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	253.2	330.5	462.3	637.2	872.1	EPS(元)	0.56	0.74	1.05	1.45	1.98
加:折旧和摊销	53.0	70.6	63.9	78.5	92.1	BVPS(元)	3.95	4.40	5.24	6.33	7.95
资产减值准备	2.0	4.4	-	-	-	PE(X)	52.7	39.5	27.9	20.3	14.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.4	6.6	5.6	4.6	3.7
财务费用	-	-	-9.0	15.4	33.1	P/FCF	129.9	146.7	58.7	18.9	17.2
投资损失	-	-1.9	-	-	-	P/S	7.2	5.5	3.7	2.6	1.9
少数股东损益	8.3	3.6	9.5	13.8	15.4	EV/EBITDA	27.2	19.4	18.9	12.8	8.9
营运资金的变动	39.7	117.8	-136.5	95.7	-99.4	CAGR(%)	37.0%	39.0%	38.9%	37.0%	39.0%
经营活动产生现金流量	352.6	352.3	390.2	840.7	913.4	PEG	1.4	1.0	0.7	0.5	0.4
投资活动产生现金流量	-239.7	-442.9	-121.8	-120.0	-120.0	ROIC/WACC	4.8	5.1	5.2	5.8	8.4
融资活动产生现金流量	-12.7	-20.5	-96.7	-171.5	-189.2	REP	3.0	1.9	2.1	1.8	1.1

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张妮声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

