

营收净利高成长，柔性供应好管理，持股计划安军心

核心观点

- **营收与净利维持高增长，营销费用增加较快：**公司发布 2015 年 1 季报，营业收入 4.4 亿元，同比增长 41.13%，归母净利润 0.36 亿元，同比增长 44.64%，扣非后归母净利润同比增长 50.94%，超出我们预期，公司加大广告宣传，经销商开展营销活动，2015 年春节较晚错季效果叠加是主要原因。毛利率 35.64%，与过去两年一季度毛利率基本持平，销售费用同比增加 55%，公司为宣扬定制家理念并推广司米橱柜而投放广告并支付薪酬是主要原因；财务费用为-461 万元，去年同期为-764 万元，募投项目逐步实施，未使用募投资金减少是主要原因。
- **经营稳健，存货周转天数减少彰显管理能力：**一季度最为考验家具制造商的备货能力（存货周转天数存在明显季节性，从一季度到四季度依次降低），公司一季度存货周转天数为 47 天，比去年降低了 11 天，以销定产的定制化柔性供应链成效显著，彰显管理层管理能力；公司经营稳健，一季度经营活动产生的现金流量净流入为 2994 万元，因去年 1.69 万元基数较低，同比增长 1674%。
- **中国好品牌商-拟推进员工与经销商持股计划，产业链利益深度一致：**索菲亚拟推进员工与经销商持股计划，累计不超过总股本 15%，分别使用不超过总股本 10%和 5%股票数量。我们认为两项筹划中的持股计划立足长远，员工持股计划确保内部一致，发挥柔性供应链核心竞争优势；家具销售高度依赖本地经销商线下推广，有助于形成品牌效应，经销商持股计划刺激经销商销售热情，帮助公司在家具行业品牌化，集中化发展大势中抢得头筹。
- **投资建议：**我们看好公司作为定制家具龙头的长远发展，衣柜门店数量未来 3 年每年投放 200 家，橱柜门店大幅扩张，品类从衣柜扩张到司米橱柜最后实现定制家，客单价有望提升到超过 5 万元，营业收入维持高速增长；柔性供应链提高营运能力，未来持股计划保持利益一致。预计 2015-2016 年净利润增速为 36%与 34%，继续维持推荐评级。

财务摘要	2013	2014	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1,783.4	2,361.08	3,250.94	4,350.67
收入同比增长率%	45.98	32.39	37.65	33.83
净利润(百万元)	244.85	326.90	444.64	598.04
净利润同比增长率%	41.37	33.51	36.19	34.05
毛利率%	37.05	37.36	37.60	37.03
ROE%	15.20	16.84	19.02	20.36
市盈率	59.02	44.21	32.33	25.21
EPS(元)	0.56	0.74	1.01	1.32

资料来源: wind, 公司公告, 中国银河证券研究所

索菲亚 (002572.SZ)

推 荐 首次评级

分析师

马莉
(8610) 6656 8489
mali_yj@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130511020012

杨岚: (8610) 8357 4539
(yanglan@chinastock.com.cn)
执业证书编号: S0130514050004
杨岚: (8610) 8357 4539

特此鸣谢:
陈腾曦
(8621) 20252682
chentengxi@chinastock.com.cn
对本报告的编制提供信息

市场数据	2015/4/29
收盘价(元)	32.77
一年内最高价(元)	36.33
一年内最低价(元)	15.12
深证成指	14707
市净率	7.44
总股本(万股)	44099.0
实际流通 A 股(万股)	25553.5
限售 A 股(万股)	948.3
流通 A 股市值(亿元)	83.74

注: 净资产以 2015 年 Q1 数据为准

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

马莉、杨岚，轻工制造行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座	北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座	北京地区：高兴 010-83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座	北京地区：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼	上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层	深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn